

세무와회계저널
제16권 제3호 2015년 6월 pp.45~72
한국세무학회

공정공시 수준이 경영자의 이익조정 행동에 미치는 영향*

- 장래계획 및 영업실적 공정공시 중심으로 -

신흥권** · 서대석***

<요 약>

공정공시제도는 경영자와 투자자간의 정보비대칭을 감소시키고 회계정보의 투명성을 제고시키기 위한 제도로 우리나라는 2002년 11월부터 공정공시제도를 시행함에 따라 경영자는 자신의 성과를 알리거나, 이해관계자로부터 경영자에 대한 공시 압력증대로 공정공시 수준이 증가하였다. 공정공시제도의 시행에 따른 이해관계자들의 경영자에 대한 공시압력의 증가는 상대적으로 대리인문제가 발생할 가능성이 높은 경영자지분율이 낮은 기업, 그리고 기관투자자 또는 외국인투자자지분율이 높아서 경영자에 대한 감시와 견제가 이루어질 가능성이 높은 기업, 감사위원회 및 이사회 독립성이 상대적으로 높은 기업, 그리고 재무분석가의 수가 많은 기업 등에서 이루어진다. 여기서 경영자에 대한 공시 압력이 높다고 보이는 이들 기업은 경영자에 대한 감시와 견제의 기능이 발휘될 수 있는 가능성이 상대적으로 높은 반면 이들 기업의 경영자는 기업가치 보다는 회계이익에 관심이 높기 때문에, 이익조정이 필요하다고 판단될 경우 기업가치에 다소 희생이 따르더라도 상대적으로 안전하다고 판단되는 이익조정 수단을 선택하게 될 것이다. 이에 본 연구에서 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 차이가 있는지 분석하였다.

실증분석 결과 공정공시 수준과 발생액을 통한 이익조정간에는 음(-)의 관계, 그리고 실제활동 이익조정과는 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타나 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 방법에 차이가 있는 것으로 나타났다. 회계투명성을 제고하고 그리고 정보불균형을 해소하기 위해 도입된 공정공시제도로 인해 경영자의 이익조정행위의 견제가 뒤따를 가능성이 높아짐에 따라 규칙제정자들의 의도와 달리 경영자가 이익조정이 필요할 경우 상대적으로 안전하다고 판단되는 이익조정방법을 선택하고 있는 것으로 나타났다.

<주제어> 공정공시, 이익조정, 실제활동, 발생액

* 본 연구는 제1저자의 박사학위 논문을 수정·보완한 것임.

** 영남대학교 산경연구소 선임연구원, james0523@ynu.ac.kr, 제1저자

*** 영남대학교 경영대학 회계세무학과 교수, dsseo@ynu.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구는 공정공시의 수준이 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 어떠한 영향을 미치는지 조사하고자 한다. 구체적으로 공정공시의 수준에 따라 경영자가 이익조정이 필요하다고 판단되는 경우 발생액을 이용한 이익조정을 선택할지, 실제활동을 통한 이익조정을 선택하는지를 살펴보고자 한다.

투자자, 감사인, 회계규제 당국 등 기업의 회계정보이용자에게 경영자가 행하는 이익조정은 주요한 관심사 중의 하나일 것이다. 따라서 이를 규제하기 위한 제도적 장치를 지속적으로 마련하고 있으며, 대표적인 것으로 회계정보이용자에게 투명한 회계정보를 제공하는 공정공시제도의 도입을 들 수 있다. 구체적으로, 경영자가 행하는 이익조정을 파악하고 이를 통제하기 위해서는 경영자에 의해 작성된 회계정보를 왜곡하거나 누락함이 없이 회계정보의 이용자에게 투명하게 전달되는 것이 가장 선행되어야 한다. 이러한 관점에서 회계정보의 불균형이 감소하고 회계정보의 투명성을 제고하기 위해 우리나라는 공시를 강화하고¹⁾, 경영자가 제공한 회계정보를 견제할 수 있는 방안을 마련하기 위해 회계정보이용자에게 투명한 정보를 동일하게 제공하는 공정공시 제도를 도입²⁾하였다.

공정공시제도가 시행됨에 따라 공정공시제도가 회계정보의 투명성에 미치는 영향을 살펴보는 연구가 많이 이루어지고 있으나 공정공시제도와 회계정보의 투명성간의 관계에 대해서는 혼재된 결과가 나타나고 있다. 즉, 공정공시제도를 시행함으로써 회계정보의 불균형이 감소하여 경영자의 이익조정행위가 감소할 것인지, 오히려 공정공시제도로 인해 경영자의 이익조정행위가 증가할 것인지에 대한 의견이 분분하다. 구체적으로 우선 공정공시제도를 시행함에 따라 회계정보 투명성의 제고와 함께 회계정보의 가치관련성이 향상된다는 연구결과가 제시되고 있다(이세용·노맑은 2011 ; 김지홍 외 2005 등). 기업지배구조가 잘 구축된 기업일수록 회계정보의 불균형을 해소하고, 외부 자본조달비용을 줄이기 위해 경영자에 대한 공시압력이 높아짐으로써 공시수준은 증가한다(이정화·손성규 2005). 그리고 공시수준이 높을수록 기업 내·외부 회계

- 1) 2003년 1월 3일 금융감독원 발표한 공시강화 주요 내용으로, 첫째, 주권상장·협회등록법인 및 기타 사업보고서 제출법인은 매출채권, 자산교환거래, 시장성 없는 지분성증권 등 자의적 회계처리의 위험성이 높은 항목에 대하여 그 구성 및 평가내역 등을 상세히 공시하여야 한다. 둘째, 기업이 대주주·임원·특수관계자에 대하여 금전을 대여하는 경우에는 약정기간, 미수금액 등과 함께 대여이자율과 회사의 평균 차입금리를 비교 공시하여야 하는 등 그 구체적인 계약내용을 공시하여야 한다. 셋째, 기업의 분·반기 보고서의 재무제표 작성양식도 기업회계기준서 제2호(중간재무제표)의 내용에 맞게 작성되어야 한다. 넷째, 외부감사의 적정성 및 감사인의 독립성에 관한 공시강화로 기업은 감사보수·총소요시간·비감사사용역 계약제결현황 등에 관한 정보를 회사별로 비교가능 하도록 상세히 공시하여야 한다.
- 2) 우리나라 정부는 2002년 11월 7일 ‘회계제도 개혁방안’을 발표하였고 이에 따라 금융감독원은 공개기업의 회계정보 공시강화를 위해 사업보고서 서식을 개정하고, 공정공시제도를 시행하여 이를 2002년 12월 결산보고부터 적용하도록 하였다.

정보이용자로부터 경영자가 제공한 회계정보의 노출 빈도가 높아져 경영자의 이익조정행위는 감시받을 가능성이 높아지게 된다. 따라서 공시수준이 높을수록 경영자의 이익조정행위는 감소하여 회계정보의 투명성이 증가한다는 것이다.

반면에 공정공시제도의 시행이 회계정보의 투명성에 긍정적인 영향을 미치지 못한다는 결과도 제시되고 있다(Kaszniak 1999 ; 전영순·천미림 2009 ; 안미강·위준복 2009 ; 박종성·남지희 2010). 즉, 경영자에 의한 예측공시의 수준이 증가할수록 예측공시와 실제달성 수치간의 차이가 발생할 빈도가 그만큼 증가함으로써 예측공시와 실제달성 수치간의 차이를 줄이려는 경영자의 이익조정 유인이 그만큼 증가하게 된다. 결국 공정공시제도의 시행으로 공시수준의 증가가 회계정보의 불균형이 감소할 수도 있는 반면 규제제정자가 의도한 바와 다르게 경영자의 이익조정 유인은 오히려 증가할 수도 있다. 이처럼 공정공시제도의 시행에 따른 회계정보의 투명성에 대한 효과는 혼재되어 나타난다. 이에 본 연구에서는 공정공시제도의 효과를 이익조정으로 살펴본 선행연구와는 달리 경영자가 이익조정이 필요하다고 판단할 경우 공정공시제도의 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단이 차별적인지 살펴보고자 한다. 구체적으로 공시수준이 높은 기업은 경영자에 대한 감시와 견제의 기능으로 인해 경영자는 비교적 발견될 확률이 낮은 이익조정을 차별적으로 선택하는지 검증하고자 한다.

본 연구에서는 경영자가 선택할 수 있는 이익조정의 방법을 재량적 발생액을 이용한 이익조정(Accrual Earnings Management ; 이하 AEM)과 실제활동을 이용한 이익조정(Real-Activity Earnings Management ; 이하 REM)으로 구분하여 살펴본다. 우선 AEM은 기업의 실제활동에 영향을 미치지 않으면서 회계수치 인식의 차이로 이익을 조정하는 것으로 차이에 발생의 역전현상이 있으나 장기적으로는 실제 기업가치에 큰 영향을 미치지 않는다. 그러나 AEM은 유연성에 한계가 있고 발견될 확률과 감독기관의 단속 및 소송의 위험이 높다(Gunny 2010 ; Elisabetta and Antonio 2011). 반면에 REM은 판매량, 생산량, 비용지출 등 기업의 실제 영업활동에 영향을 미침으로 인해 당기에는 이익을 상향 보고할 수 있으나 장기적으로는 기업가치가 하락하는 결과를 가져오게 된다(Cohen et al. 2008). 그러나 REM은 감독기관이나 감사인에게 발견되기 어렵고 경영자가 실질적인 통제력을 가지고 있기 때문에, 일반적으로 경영자는 REM을 상대적으로 안전한 이익조정 수단으로 인식하고 있다(Gunny 2010 ; Elisabetta and Antonio 2011).

이러한 관점에서 우리나라에서 회계정보의 투명성을 높이기 위해 공정공시제도가 도입되어 기업의 공시수준이 증가한다면 경영자의 이익조정행위는 감시받을 가능성이 높아지게 된다. 따라서 만약 공시수준이 높은 기업의 경영자는 이익조정에 대한 유인이 있다면 발견될 확률이 높은 AEM 보다는 상대적으로 안전하다고 판단되는 REM을 선호할 것으로 예상된다. 따라서 본 연구에서는 공정공시의 수준에 따라 이러한 경영자의 이익조정 행동에 차별적인 영향을 미치는지 살펴보고자 한다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, 발생액을 통한 이익조정 변수는 공정공시를 실시한 기업을 대

상으로 분석한 결과에서 공정공시의 수준에 따라 발생액을 통한 이익조정에 미치는 영향이 통계적으로 유의한 음(-)의 값이 나타난다. 이는 공정공시의 수준이 높은 기업의 경영자는 발생액을 통한 이익조정을 줄이고 있음을 의미한다. 둘째, 전체 표본을 대상으로 한 분석 결과뿐만 아니라 공정공시를 실시한 기업을 대상으로 분석결과에서도 실제활동을 통한 이익조정 변수가 모두 유의한 양(+)의 결과가 나타나고 있다. 이는 공정공시 수준이 높은 기업의 경영자는 실제활동을 통한 이익조정 수단을 활용하고 있음을 의미한다. 마지막으로, 실제활동이익조정을 구성하는 개별 항목별로 분석한 결과 공정공시 수준이 높은 기업에서 매출액 측면과 재량적비용 측면 보다는 생산량 측면을 적극 활용하고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업의 회계투명성을 높이기 위하여 공시를 강화하고 공정공시제도를 시행함에 따라 공정공시의 수준이 높다면 회계정보이용자들로부터 감시와 견제의 기능이 강할 것이다. 따라서 공정공시를 실시한 기업의 경영자는 이익조정이 필요하다고 판단되는 경우에는 상대적으로 발견될 수 있는 확률이 낮고 보다 안전하다고 판단되는 실제활동을 통한 이익조정 수단을 선택한다는 것으로 해석할 수 있다.

기존의 공정공시의 효과를 이익조정과 관련하여 살펴본 선행연구는 혼재된 결과를 제시하고 있다. 이 또한 경영자가 예측공시를 할 경우 목표이익을 달성하기 위해 이익조정을 수행할 것이라는 측면에서 경영자의 예측공시와 이익조정간의 관련성에 관한 연구가 대부분을 차지하고 있으며, 이익조정 수단 역시 AEM에 초점을 두고 있다(박종성·남지희 2010 ; 김보민 외 2011 ; 전영순·천미림 2009). 이에 본 연구는 이를 확장하여 공정공시제도 시행 이후 공정공시의 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 차이가 있는지를 AEM과 REM을 통해 분석함으로써, AEM에만 초점을 맞추고 있는 회계정보이용자들에게 경영자의 이익조정 행위에 대한 새로운 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제Ⅱ장은 이론적 배경과 선행연구를 살펴보고, 제Ⅲ장에서는 연구가설과 가설을 검증하기 위한 모형을 제시한다. 제Ⅳ장에서는 가설검증 결과를 제시하고 제Ⅴ장에서는 연구결과를 요약하고 본 연구의 시사점과 연구의 한계점을 기술한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구

1. 이익조정 관련 선행연구

이익조정은 학계에서 다양하게 정의되고 있으나, 일반적으로 이익조정이라 함은 기업회계기준을 벗어나지 않는 범위 내에서 경영자가 사적인 이익을 위해서 보고이익을 조정하는 것을 의미한다. 이러한 이익조정의 방법에는 크게 실제 기업의 자원의 흐름에 영향을 주지 않으면서 회계처리방법의 변경으로 이익을 조정하는 방법(AEM)과 매출액, 생산량, 생산비용 등의 실제 영

업활동을 조정함으로써 이익을 조정하는 방법(REM)으로 나눌 수 있다(권수영 외 2003).

여기서 실질적인 영업활동과 관계없이 회계처리방법으로 순이익을 조정하는 방법인 AEM은 재고자산의 원가산정방법, 감가상각비 처리방법, 대손상각비 추정 방법 등의 회계처리 방법의 변경으로 순이익을 조정하는 것을 의미한다. 이러한 AEM은 기업의 실제 영업활동에 영향을 미치지 않고 이익을 조정하기 때문에 기업가치에 영향을 미치지 않는 이익조정 방법으로 결과적으로 당기의 이익은 조정되지만 차기에 역전되는 현상이 발생하게 된다.

반면에 REM은 경영자가 영업이나 투자 의사결정시 실제 자원의 흐름에 영향을 주어 이익을 조정하는 방법으로 매출액, 생산량, 재량비용 등의 실제 영업활동에 영향을 미치게 된다. REM은 매출액 측면에서는 신용판매 조건을 완화하거나 과도한 할인판매로 정상적인 매출액 보다 비정상적으로 매출을 증대시킴으로써 순이익을 증가시키는 방법이며, 생산량 측면에서는 과도한 생산량 증가로 단위당 고정제조간접비를 감소시켜 매출원가를 낮춤으로써 순이익을 증가시키는 방법 그리고 연구개발비, 광고선전비와 같은 재량적 비용지출을 줄임으로써 이익을 조정하는 방법이 있다. 이러한 REM을 통한 이익조정은 당기에는 이익을 상향시킬 수 있으나 과도한 할인매출로 인한 브랜드 가치 하락, 과도한 생산으로 인한 재고부담 증가, 그리고 연구개발비, 광고선전비 지출의 감소로 인한 장기적인 성장잠재력 감소 등으로 인해 장기적으로 보면 기업의 가치를 하락시킬 수 있다.

전통적으로 이익조정에 대한 연구는 발생액에 초점을 맞추어 진행되어 왔다. 여기서 Burgstahler and Dichev(1997)는 이익조정에 관한 연구는 발생액뿐만 아니라 실제활동을 통한 이익조정으로 이익조정연구의 확장을 제안 하였고, 권수영 외(2003)에서도 현금흐름이 이익조정 수단이 될 수 있음을 강조하면서 REM 연구의 필요성을 제기하였다. 또한 Graham et al.(2005)연구에서는 설문조사 결과 경영자는 이익을 높이기 위하여 유지보수비용, 광고선전비 등의 실제 영업활동을 조절함으로써 당기의 목표를 달성하고 양(+)의 NPV를 달성하고 있다는 결과를 보여주고 있다.

경영자가 선택하는 이익조정 수단 선택에 대한 연구를 살펴보면, 회계원칙이나 제도가 엄격해 질수록 경영자는 AEM보다 REM을 선호한다는 연구들이 제시되고 있다(Ewert and Wagenhofer. 2005 ; Cohen et al. 2008 ; Durnev et al. 2011 ; Elisabetta and Antonio 2011). 이는 경영자가 REM을 이익조정의 수단으로 선택하는 이유는 AEM은 규제기관에 조사를 유발시킬 수 있고 관계자에 의해 소송가능성이 있는 반면, 실제활동은 경영자가 결정하기 때문에 REM은 규제당국이나 감사인에게 발견될 수 있는 확률이 낮기 때문이라고 설명하고 있다(Gunny 2010). 결국 경영자는 REM을 보다 안전한 이익조정 수단으로 생각하고 있으며, 규칙이나 제도가 엄격해 질수록, 경영자에 대한 통제수단이 잘 정비될수록 그리고, 이익조정이 필요하다고 판단될 경우 경영자는 이익조정의 수단으로 발견될 가능성이 높고 제재의 위험이 높은 AEM을 사용하기 보다는 상대적으로 발견될 확률이 낮은 REM을 선호하게 된다는 것이다.

그러나 AEM은 발생의 역전현상으로 인해 당기에 이익상향이 차기에 이익하락을 가져다 줄 수는 있으나 실제경영활동에 영향을 미치지 않기 때문에 AEM이 직접적으로 기업가치에 영향을 미치지 않는다. 반면에 REM은 기업의 실제 영업활동을 조정함으로 인해 장기적으로는 기업가치에 영향을 미칠 수 있다. Gunny(2010)는 연구개발, 판매 관리, 고정자산 처분, 판매 단가 및 생산량 결정 등의 활동에서 발생한 실제 이익조정은 기업의 영업성과에 부정적인 영향을 미친다는 점을 발견하였으며, Cohen and Zarowin(2010)의 연구결과 AEM 보다 REM이 기업성장에 더 큰 음(-)의 관계가 있음을 밝혔다. Cohen et al.(2008)의 연구에서는 AEM 보다 REM이 장기적으로는 기업성과의 감소 및 기업가치의 하락을 가져와 REM의 사용으로 회생이 따른다고 주장하였다.

결론적으로 경영자는 REM을 보다 안전한 이익조정의 수단으로 판단할 수 있지만 REM의 사용은 장기적으로는 기업에 나쁜 영향을 주게 됨에 따라 이익조정이 필요하다고 판단될 경우 경영자는 자신의 판단 기준에 따라 AEM을 사용할 것인지 REM을 사용할 것인지 판단하게 될 것이다. 즉, 기업가치 하락을 원하지 않는 경영자라면 규제와 제도가 엄격하더라도 REM의 사용을 자제할 것이고, 기업가치 하락에 대한 관심보다는 이익을 높이 보고하여 자신의 성과 과시가 우선인 경영자는 규제와 제도가 엄격해질수록 REM을 보다 더 선호하게 될 것으로 기대된다.

2. 공시수준과 이익조정에 관련된 연구

우리나라는 외환위기를 겪으며 기업 회계정보의 투명성에 대한 중요성이 강조되었고, 기업의 회계정보에 대한 통제장치와 외부전문가의 객관적인 평가 및 회계감사가 매우 중요한 관심사가 되었다. 이와 관련하여 촉진된 가장 큰 변화는 회계정보의 투명성을 제고시키기 위해 회계정보의 공시제도를 강화하여 기업의 실체를 보다 객관적이고 정확하게 나타내는 것이다(황순란·장영관 2004). 이에 정부는 강제공시와 더불어 자발적 공시를 확대하면서 회계정보의 투명성을 제고하고 정보비대칭을 해소하고자 공시에 관한 규정을 강화하고 모든 정보이용자에게 동일한 정보를 제공하게 하는 공정공시제도를 2002년 11월부터 시행하였다.

공정공시 대상정보가 실제로 제공되는 공정공시 형태는 크게 세 가지로 구분된다. 그 첫째는 경영계획 및 영업실적과 관련된 공정공시이며, 둘째는 수시공시의무관련 공정공시 그리고, 셋째는 기재정정 공정공시이다. 2004년에서 2012년까지 한국증권거래소 상장기업에서 실시한 공정공시 실시 현황은 다음의 <표 1>과 같다.

〈표 1〉 공정공시 실시 현황

연 도	2004		2005		2006		2007		2008		2009		2010		2011		2012	
구 분	기업 수	실시 횟수	기업 수	실시 횟수	기업 수	실시 횟수	기업 수	실시 횟수	기업 수	실시 횟수	기업 수	실시 횟수	기업 수	실시 횟수	기업 수	실시 횟수	기업 수	실시 횟수
기재정정	77	88	64	86	65	83	60	81	72	89	47	60	48	69	29	35	35	43
공시의무 관련	171	431	132	303	122	230	76	163	59	108	31	74	23	63	5	9	10	11
장래계획 및 영업실적	268	953	272	894	271	889	285	1,024	309	1,026	290	934	292	914	172	520	163	501

자료 : 금융감독원제공 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>) 기업별 공정공시 내용을 정리한 것임.

본 연구에서는 세 가지 형태로 제공되는 공정공시 중 경영계획 및 영업실적 공정공시만을 분석대상으로 제한하고 있는데, 이는 수시공시의무관련 공정공시는 기업에서 의무적으로 공시해야 하는 사항 중 신고기한이 경과되지 아니한 경우 공정공시 형태로 제공되는 것이며, 기재정정 공정공시는 기 실시된 공정공시 내용에 대한 단순한 자구 수정으로써, 수시공시의무관련 공정공시와 기재정정 공정공시는 진정한 의미에서 본 연구에서 분석하고자하는 공정공시라 보기 어렵기 때문이라 판단했기 때문이다.

이러한 공시와 관련된 선행연구들은 크게 공시에 미치는 요인에 관한 연구와 공시로 인한 효과를 다룬 연구로 나누어 볼 수 있다. 우선 공시에 미치는 요인에 관한 연구를 살펴보면, 공정공시제도가 시행되면 경영자는 자신의 경영성과를 회계정보이용자에게 알리려는 유인도 있으며, 기업에 대한 정보비대칭을 감소하여 자본시장에서 자본조달비용을 낮추기 위한 유인도 있으므로 기업의 공정공시 수준은 증가한다(Leuz and Verrecchia 2000 ; Trueman 1986). 그리고 기업의 이해관계자들은 대리인비용은 낮추고 자본조달비용을 낮추기 위해 경영자에게 공시압력을 행사함으로써 경영자는 공시수준을 증가시키게 된다는 것이다. 즉, 외국인투자자지분율이 높은 기업과 기관투자자지분율이 높은 기업, 이사회와 감사위원회의 독립성이 높은 기업일수록 공시수준이 증가한다(Mak 1991 ; Healy and Wahlen 1999 ; 허영빈 · 심상규 2003 ; 이정화 · 손성규 2005 ; 장지영 · 권선국 2009). 이는 기업지배구조가 잘 구축되어 있다면 대리인 문제를 줄이고 회계정보 불균형을 해소하기 위하여 경영자에 대한 공시압력이 증가함을 의미한다.

그리고 공정공시제도의 효과를 이익조정의 측면에서 살펴본 연구를 살펴보면, 공정공시제도와 회계정보의 투명성간의 관계에 대해서는 혼재된 결과가 나타나고 있다. 구체적으로, 회계정보의 투명성을 제고하고 정보비대칭을 감소하기 위해 도입된 공정공시제도로 인해 경영자의 이익조정행위가 감소한다는 결과가 제시되고 있다(정광화 2014 ; 김상현 외 2012 ; 김홍식 외 2014 ; 김문철 외 2014). 이는 앞서 살펴본 바와 같이 공시수준이 높을수록 기업 내 · 외부 회계정보이용자로부터 경영자가 제공한 회계정보의 노출 빈도가 높아져 경영자의 행위는 감시 · 통제 받

을 가능성이 높아지기 때문으로 해석할 수 있다.

그러나 공정공시제도의 도입으로 인해 오히려 경영자의 이익조정행위는 증가한다는 결과 또한 제시되고 있다(Kasznik 1999 ; 전영순 · 천미림 2009 ; 안미강 · 이준복 2009). 구체적으로, 경영자에 의한 예측공시의 수준이 증가할수록 예측공시와 실제달성 수치간의 차이가 발생할 빈도가 증가하는 만큼, 경영자는 예측정보의 신뢰성을 높이기 위해 예측치를 달성하려는 유인이 발생하게 된다. 이는 공정공시제도의 시행으로 공시수준의 증가가 회계정보의 불균형이 감소할 수도 있는 반면 규칙제정자가 의도한 바와 다르게 경영자의 이익조정유인은 오히려 증가할 수도 있음을 의미한다.

이를 종합하여 살펴보면, 공정공시제도가 시행되면서 경영자는 자신의 경영성과를 회계정보 이용자에게 알리려는 유인도 있으며, 기업에 대한 정보비대칭을 감소하여 자본시장에서 자본조달비용을 낮추기 위한 유인도 있으므로 기업의 공정공시 수준은 증가한다. 또한 경영자지분율이 낮은 기업일수록, 기관투자자지분율 또는 외국인투자자지분율이 높은 기업일수록, 이사회와 감사위원회의 독립성이 높은 기업일수록 공시수준이 증가한다는 결과를 통해 기업특성에 따라 경영자에 대한 공시압력 증가로 공시 수준이 증가한다. 그리고 공정공시제도의 도입으로 경영자의 이익조정행위는 감시 · 통제 받음으로써 감소한다는 결과도 나오지만, 경영자는 예측공시 수치를 달성하고자 이익조정행위가 증가할 수도 있음을 알 수 있다.

결국 공정공시제도 시행으로 인한 공정공시 수준은 기업의 특성에 따라 차이를 보일 것이며, 이러한 공시수준이 높은 기업의 특성으로 인해 공시수준이 상대적으로 높은 기업과 그렇지 않은 기업 간에는 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 차이가 있을 것이다.

III. 가설설정 및 연구모형

1. 가설설정

우리나라는 2002년 11월 회계투명성을 높이고 정보의 비대칭을 해소하기 위하여 공시를 강화하고 공정공시제도를 시행하였다. 공정공시제도의 시행으로 경영자는 자신의 성과를 알리고자 하는 유인이 증가하며 예측이익의 공시효과로 인해 자본조달비용을 감소하고자 공시수준이 증가할 것이다(Leuz and Verrecchia 2000 ; Trueman 1986).

또한 대리인비용이 높은 기업과 내부통제시스템이 잘 정비된 기업은 대리인비용을 줄이고 외부자금조달비용을 줄이기 위해 경영자에 대한 공시 압력이 증가하게 된다. 이에 따라 경영자지분율이 낮은 기업일수록, 외국인투자자지분율 또는 기관투자자지분율이 높은 기업일수록 그리고 이사회와 감사위원회의 독립성이 높은 기업일수록 공시수준이 증가하게 된다(Healy and

Wahlen 1999 ; 이정화 · 손성규 2005 ; 오원정 · 손성규 2006).

그러나 공시수준이 증가될수록 경영자는 공시에 대한 신뢰성을 높이기 위하여 예측공시한 내용과 실제 달성한 내용을 일치시키려는 유인이 커지게 된다(박종성 · 남지희 2010).

경영자가 선택하는 이익조정 수단은 AEM과 REM으로 나누어 볼 수 있는데, AEM은 실제 기업활동에 영향을 미치지 않으면서 회계선택의 차이로 이익을 조정하는 방법으로 이를 억제하기 위한 많은 규제와 제도가 지속적으로 추진되고 있다. 이에 따라 AEM은 감사인, 규제당국, 분석가 등에 의해 발견되고 규제될 가능성이 높은 반면 발생은 역전현상이 따르지만 장기적으로는 기업가치에 영향을 미치지 않는다.

이에 반해 REM은 기업의 실제 영업 흐름을 조정함으로써 이익을 조정하는 방법으로 규제당국이나 이해관계자에게 발견될 확률이 상대적으로 낮은 반면 실제 기업활동 조정으로써 당기에는 이익을 높일 수 있으나 장기적으로는 기업가치와 경영성과에 나쁜 영향을 미쳐 보다 희생이 따르는 이익조정 수단이다.

여기서 경영자는 실제 기업가치의 희생이 따르더라도 REM을 보다 안전한 이익조정 수단으로 판단할 수 있을 것이다(Zang 2007 ; Cohen et al. 2008 ; Graham et al. 2005).

결국 공정공시 수준이 높은 기업은 이익조정이 규제받고 발견될 위험이 높고, 이들 기업의 경영자는 상대적으로 대리인문제가 발생할 가능성이 높으며 기업가치 보다는 달성이익에 더 많은 관심을 보이기 때문에, 공정공시 수준이 높은 기업에서 경영자는 이익조정이 필요하다가 판단될 경우 기업가치가 다소 희생되더라도 상대적으로 안전하다고 판단되는 이익조정 수단을 선택할 것이다.

이에 기업의 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 차이가 있는지 분석하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

연구가설 : 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택한 이익조정의 수단에 차이가 있을 것이다.

2. 변수의 측정

가. 재량적 발생액의 측정

본 연구에서 경영자의 이익조정 행위를 AEM과 REM으로 구분하고, AEM은 수정 Jones모형을(Dechow et al. 1995) 이용하여 재량적발생액을 추정한다. 먼저 식(1)에서 종속변수는 당기순이익에서 영업활동 현금흐름을 차감하여 총발생액을 산출한다. 그리고 절편에 직전년도 총자산의 역수를 포함하고, 매출액의 변동분, 상각대상자산을 독립변수로 설정한다. 식(1)의 연도-산업별 횡단면 분석을 통해 측정된 각 기업의 잔차가 재량적발생액으로 측정한다.

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_1 \frac{\Delta REV_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

여기서 TA_{it} : i 기업의 t기 총발생(당기순이익-영업현금흐름)
 ΔREV_{it} : i 기업의 t기 매출액 변동분(당기매출액-전기매출액)
 PPE_{it} : i 기업의 t기 상각대상자산(유형자산-토지-건설중인자산)
 A_{it-1} : i 기업의 t기 기초총자산
 ε_{it} : 오차항

나. 실제활동을 통한 이익조정 측정

실제활동을 통한 이익조정은 Roychowdhury(2006), Cohen et al.(2008) 등에서 제시한 방법에 따라 비정상적 매출액, 비정상적 생산원가, 비정상적 재량비용 등을 산출하여 REM을 측정한다. REM은 크게 매출액, 생산량, 재량적비용지출 등 세 가지 측면으로 나누어 살펴볼 수 있다.

첫째, 매출액 측면에서 경영자는 할인판매, 신용판매조건 완화 등으로 매출액 증대를 통해 이익조정을 수행할 수 있다. 이때 매출액규모가 증가하여 현금흐름이 증가할 수 있으나 정상적인 가격이나 신용정책 하에서 나타난 매출액 및 매출액 변화에 비해 영업현금흐름이 낮아 질 것이다.

둘째, 생산량 측면에서 생산량을 급격히 증가시키면 단위당 고정제조간접비는 낮아지게 되고 매출원가는 감소하며 당기의 이익은 증가될 것이다. 그러나 급격한 생산량 확대는 인건비와 재료비의 증가로 현금 지출이 증가하여 현금흐름을 감소시킬 수 있다. 또한 생산량 확대에 단위당 고정제조간접비는 낮아져 매출원가는 감소하지만 재고자산은 증가함에 따라 당기의 매출원가와 재고자산 변동분의 합계인 생산원가는 증가하게 될 것이다.

셋째, 재량적 비용 측면에서 경영자는 당기순이익을 높이기 위하여 연구개발비, 광고선전비, 복리후생비 등의 재량적비용의 지출을 줄일 것이다.

Roychowdhury(2006)는 식(2)에서 식(4)까지 산업-연도별 횡단면 분석하여 각 회귀계수들을 구한 후 이 회귀계수들을 이용하여 각 해당변수의 예측치를 구한 다음 실제치에서 예측치를 차감하여 비정상적인 부분으로 측정하였다. 즉, 식(2)에서 잔차가 비정상영업현금흐름, 식(3)에서 잔차가 비정상재량비용, 식(4)에서 잔차가 비정상생산원가가 된다. Cohen et al.(2008)에서 이들 세부분의 합으로 REM을 측정하였는데, REM이 증가하면 비정상생산원가는 양(+)의 값을 보이지만 비정상영업현금흐름과 비정상재량적비용 지출은 음(-)의 값으로 나타내기 때문에 식(2)와 식(3)의 잔차에 (-1)을 곱하고 식(4)을 더하여 REM을 측정한다.

$$\frac{CFO_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \alpha_2 \frac{S_{it}}{A_{it-1}} + \alpha_3 \frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\frac{DE_{it}}{A_{it-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \beta_2 \frac{S_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\frac{PC_{it}}{A_{it-1}} = \gamma_0 + \gamma_1 \frac{1}{A_{it-1}} + \gamma_2 \frac{S_{it}}{A_{it-1}} + \gamma_3 \frac{\Delta S_{it}}{A_{it-1}} + \gamma_4 \frac{\Delta S_{it-1}}{A_{it-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

여기서 CFO : i 기업의 t기 영업현금흐름

DE : i 기업의 t기 재량적비용(연구비+경상연구개발비+경상개발비+판매비
+복리후생비+일반관리비-세금과공과-감가상각비-임차료-보험료)

PC : i 기업의 t기 생산원가(매출원가+재고자산 변동)

A_{it-1} : i 기업의 t기 기초총자산

S_{it} : i 기업의 t기 매출액

ε_{it} : 오차항

3. 가설검증 모형

본 연구는 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택한 이익조정의 수단에 차이가 있을 것이라는 가설을 검증하고자 한다. 그러나 이익예측치를 공시하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업 규모, 부채비율, 현금흐름, 경영성치가 높다는 결과가 제시되고 있다(Gelb 2000 ; 이정화와 손성규 2005 ; 장지인과 전영순 2003). 따라서 내생성(endogeneity)이 존재할 가능성이 있으므로 본 연구에서는 기업의 공정공시 수준 이외에 경영자의 이익조정 수단 선택에 영향을 미치는 다른 요인(기업의 규모나 수익성 등)을 통제하고 본 연구의 가설을 검증하고자 한다. 구체적으로 내생성을 통제하고자 2단계 회귀분석(two-stage least squares : 2SLS)을 실시한다. 첫 번째 단계에서는 공정공시 수준에 영향을 미치는 기업의 특성을 설명변수로 하는 로짓(logit)분석을 실시하여 기업의 공정공시 수준의 예측치를 추정한다.

[1st stage]

$$DIS_t = \lambda_0 + \lambda_1 DIS_{t-1} + \lambda_2 SIZE_{it-1} + \lambda_3 LEV_{it} + \lambda_4 CF_{it} + \lambda_5 BIG_{it} + \sum YR + \sum IND + \tau \quad (5)$$

여기서 DIS_t : 공시수준이 높으면 1, 아니면 0

$SIZE_{it-1}$: 기초총자산 자연로그값

LEV_t : 총부채/총자산

CF_t : 현금흐름

BIG_t : Big 4 감사인 이면 1, 아니면 0

YD : 연도더미 변수

IND : 산업더미 변수

두 번째 단계에서는 첫 번째 단계에서 추정한 공정공시 수준(DIS)을 독립변수로, 종속변수에는 수정 Jones 모형에서 추정된 AEM 변수와 Roychowdhury(2006)의 모형을 이용해 추정된 REM 변수 함으로 한다. 공정공시는 금융감독원제공 전자공시시스템에서 이루어 지는데 공정공

시는 기재정정 공정공시, 수시공시의무 관련 공정공시, 장래계획 및 영업실적 공정공시 등으로 크게 세가지 형태로 구분할 수 있다. 여기서 본 연구에서 분석하고자하는 경영자의 이익조정 행동과 공정공시간의 관계를 파악하기 위해서는 앞에서 언급한 세가지 형태의 공정공시 중 장래계획 및 영업실적 공정공시가 타당할 것으로 판단하여 이를 공정공시 수준(DIS)으로 활용 하였다.

그리고 본 연구에서 활용한 공정공시 수준은 금융감독원제공 전자공시시스템에서 기업이 제공하는 세가지 공정공시 중 장래계획 및 영업실적 관련 공시를 구분하여 hand collect 하였다. 이익조정 변수와 공정공시 수준에 따른 경영자가 선택하는 이익조정 수단의 차이를 분석하기 위해 설정된 식(6)과 식(7)에서 주요 관심 변수는 α_1 과 β_1 이다. 공정공시 수준이 높은 기업의 경영자가 발견될 확률이 높은 AEM의 선택을 줄이고 상대적으로 경영자가 보다 안전하다고 판단되는 이익조정 수단인 REM을 더 선호하였다면 α_1 의 값은 음(-)의 값을 보일 것이고 β_1 의 값은 양(+)의 값으로 나타나게 될 것이다.

[2nd stage]

$$AEM_t = \alpha_0 + \alpha_1 P_DIS_t + \alpha_2 SIZE_{t-1} + \alpha_3 MTB_{t-1} + \alpha_4 BIG_t + \alpha_5 NI_t + \alpha_6 LEV_t + \alpha_7 LOSS_t + \alpha_8 \dots \sum YD + \alpha_{16} \dots \sum IND + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$REM_t = \beta_0 + \beta_1 P_DIS_t + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 MTB_{t-1} + \beta_4 BIG_t + \beta_5 NI_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 LOSS_t + \beta_8 \dots \sum YD + \beta_{16} \dots \sum IND + \varepsilon_t \quad (7)$$

- 여기서 AEM_t : 식(1)에서 추정된 발생액에 의한 이익조정변수
 REM_t : 식(2)에서 식(4)에서 추정된 REM 변수의 합
 P_DIS_t : 식(5)에서 추정한 공정공시 수준
 $SIZE_{t-1}$: 기초총자산 자연로그값
 MTB_{t-1} : 시가총액/자본총계
 BIG_t : Big 4 감사인 이면 1, 아니면 0
 NI_t : 당기순이익/기초총자산
 LEV_t : 부채총계/기초총자산
 $LOSS_t$: 당기순이익이 (-)이면 1, 아니면 0
 YD : 연도더미 변수
 IND : 산업더미 변수

여기서 공정공시가 경영자의 이익조정 수단 선택에 미치는 영향을 분석하기 위하여 이익조정 에 영향을 미치는 변수들을 통제변수로 선정하였다. 첫째, 기업의 규모가 클수록 기업에 대한 감시와 견제 수단이 커지고 이에 따라 발생액을 통한 이익조정이 억제되기 때문에 기초총자산에 자연로그값을 취하여 기업규모(SIZE)를 통제하였다. 둘째 기업이 성장기회가 많을수록 이익을 상향조정하려는 유인은 감소할 것이기 때문에 기말의 시장가치를 기말의 장부가치로 나눈 시가

—장부비율(MTB)을 통제변수로 선정하여 성장기회를 통제하였다. 셋째 감사인의 질이 높을수록 경영자는 이익조정 유인이 존재할 때 발견될 확률이 높은 AEM 보다는 REM을 선호할 것이기 때문에 이를 통제하기 위하여 감사인 변수(BIG)를 통제변수로 선정하였다(Cohen et al. 2008). 당기순이익을 기초 총자산으로 표준화한 당기순이익 변수(NI)를 통제변수로 선정하였는데 이는 총발생액에서 비재량적발생액을 제외한 부분을 발생액으로 추정 한 모형은 기업성과와 양(+)의 상관관계의 측정오류가 존재하기 때문이며 이는 총자산순이익률(ROA)와도 유사한 개념이다(Dechow et al. 1995). 그 외에 통제변수로 부채비율(LEV), 손실기업(LOSS) 그리고 연도 더미와 산업더미를 추가하였다.

4. 표본선정 및 자료수집

본 연구의 표본은 2005년부터 2012년까지 한국증권거래소에 상장되어 있는 12월 결산법인 중 다음의 요건을 충족하는 기업을 표본으로 선정 한다.

- (1) 비금융업에 속하는 기업
- (2) 2005년부터 2012년까지 12월 결산 상장법인
- (3) 한국상장회사협의회 TS2000 database에서 실증분석에 필요한 재무자료가 입수 가능한 기업

본 연구의 표본기간이 2005년부터로 한정 한 이유는 공시강화 및 공정공시제도는 2002년 11월 시행되어 적용되었는데 공정공시제도 시행 이후 공시수준에 실질적인 변화를 주는 시점이 2004년도이라 판단했으며, 공정공시 수준을 추정하기 위해서는 전년도 공정공시 수준의 자료가 필요하기 때문이다.

표본선정 과정에서 금융업을 제외한 이유는 금융업은 금융업회계처리준칙에 의해 재무제표가 작성됨에 따라 회계처리방법이 상이하고 재무제표의 양식도 다르기 때문이며, 12월 결산기업만으로 표본을 한정 한 것은 통상적으로 12월 결산법인의 수가 다수를 차지하고 있으며 결산월이 다름으로 인해 올 수 있는 결과를 통제하기 위함이다. 또한 본 연구는 공시강화 및 공정공시제도 시행에 따른 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정수단에 차이가 있는지 알아보기 위해 공정공시 자료가 없는 기업은 표본에서 제외하였다.

그리고 표본선정에 마지막 절차로 개별기업의 극단치가 연구결과에 영향을 미치는 것을 통제하고자 각 변수 상·위 1%에 해당하는 표본을 제거하였다. 이상의 과정에 따라 선정된 최종표본은 3,595개(기업-년)이며, 이러한 표본 선정과정은 다음의 <표 2>와 같다.

〈표 2〉 표본선정 기준 및 결과

구 분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	합계
1. 거래소 상장 12월 결산제조업	657	657	657	657	657	657	657	657	5,256
2. 재무자료 및 공시자료를 입할 수 없는 기업	(253)	(235)	(216)	(208)	(194)	(180)	(160)	(114)	(1,560)
3. 극단치 제거	(12)	(12)	(12)	(13)	(13)	(13)	(13)	(13)	(101)
5. 전체표본	392	410	429	436	450	464	484	530	3,595

〈표 3〉은 가설검증 모형에 사용된 표본의 연도별·산업별 구성을 나타내고 있다. 18개의 산업분포를 이용하였으며, 연도별 10개 미만의 기업이 속하는 산업은 모두 합산하여 기타 산업으로 분류하였다. 그리고 전체 표본기업 중 공정공시를 실시한 기업은 전체 표본의 52.5%인 1,889개의 기업이었으며 연도별·산업별 공정공시 표본 현황은 다음의 〈표 3〉과 같다.

〈표 3〉 공정공시 실시표본 연도별 산업별 구성

산업 코드	산업유형	전체 표본	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	합계	백분율
10	식료품제조업	145	7	8	6	7	10	5	5	5	53	2.81%
13	섬유제품제조업; 의복제외	78	0	0	1	0	1	2	2	2	8	0.42%
14	의복, 의복액세서리 및 모피제품제조업	63	4	3	4	6	6	6	6	4	39	2.06%
17	펄프, 종이 및 종이제품제조업	136	6	3	5	4	7	7	8	5	45	2.38%
20	화학물질 및 화학제품제조업; 의약품제외	381	24	23	28	31	36	31	30	27	230	12.18%
21	의료용물질 및 의약품제조업	179	17	19	19	20	21	20	22	17	155	8.21%
22	고무제품 및 플라스틱제품제조업	111	5	6	6	4	7	8	10	8	54	2.86%
23	비금속광물제품제조업	134	2	4	1	2	4	4	2	4	23	1.22%
24	1차금속제조업	264	15	12	15	16	14	16	17	10	115	6.09%
26	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향, 통신장비제조업	261	17	19	21	23	17	15	16	15	143	7.57%
28	전기장비제조업	97	7	7	6	9	5	5	8	7	54	2.86%
29	기타기계 및 장비제조업	160	10	13	14	13	11	12	14	13	100	5.29%
30	자동차 및 트레일러제조업	223	13	16	11	16	12	15	14	10	107	5.66%
35	전기, 가스, 증기 및 공기조절공급업	63	4	3	3	6	9	7	4	0	36	1.91%
41	종합건설업	212	22	21	24	24	13	12	8	0	124	6.56%
46	도매 및 상품중개업	185	8	11	9	8	9	11	12	2	70	3.71%
71	전문서비스업	253	24	22	25	18	14	14	15	1	133	7.04%
	기 타	650	49	45	53	61	57	61	57	17	400	21.18%
	합 계	3,595	234	235	251	268	253	251	250	147	1,889	100.0%

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계와 상관분석

가. 기술통계

<표 4>는 가설을 검증하기 위해 이용한 변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 본 연구에서 종속변수로 사용하고 있는 두 변수 중 발생액을 통한 이익조정 변수인 AEM의 평균은 0.0057이며, 실제활동을 통한 이익조정 변수인 REM의 평균은 0.0284이다. 그 외 통제변수들의 결과는 선행연구와 유사한 결과를 보이고 있다.

<표 4> 기술통계량

변 수	평 균	중위수	표준편차	10%	25%값	75%	90%
AEM	0.0057	0.0069	0.0901	-0.0930	-0.0362	0.0502	0.1000
REM	0.0284	0.0219	0.2506	-0.2117	-0.0837	0.1339	0.2758
ACFO	0.0027	0.0032	0.0774	-0.0867	-0.0378	0.0435	0.0922
ADE	0.0187	0.0178	0.1009	-0.0777	-0.0218	0.0646	0.1176
APC	0.0069	0.0016	0.1354	-0.1116	-0.0490	0.0538	0.1308
DIS	0.3335	0.0000	0.4715	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
SIZE	19.7835	19.4897	1.5587	18.0975	18.6643	20.6424	22.0727
MTB	1.0412	0.7649	0.8811	0.3319	0.4819	1.2757	2.0877
BIG	0.7162	1.0000	0.4508	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
NI	0.0341	0.0364	0.0835	-0.0432	0.0075	0.0738	0.1186
LEV	0.4327	0.4469	0.1946	0.1734	0.2926	0.5763	0.6807
LOSS	0.1902	0.0000	0.3925	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000

주1) 표본 : 2005년부터 2012년까지 한국상장회사협의회 제공 TS2000에 수록된 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인 3,595개(기업-연도)

주2) 변수의 정의

AEM_t : 발생액을 통한 이익조정(DA)

REM_t : 비정상현금흐름(ACFO)+비정상재량적비용(ADE)+비정상생산원가(APC)

ACFO : 추정모형 (식 2)에서 도출된 잔차 $\times(-1)$

ADE : 추정모형 (식 3)에서 도출된 잔차 $\times(-1)$

APC : 추정모형 (식 4)에서 도출된 잔차

DIS_t : 금융감독원 제공 전자공시시스템 상 기업의 공정공시 자료 중 기재정정공시와 공시의무사항 공시를 제외한 실적 및 이익예측 공정공시 했으면 1, 아니면 0

$SIZE_{t-1}$: 기초총자산 자연로그값
 MTB_{t-1} : 시가총액/자본총계
 BIG_t : Big 4 감사인 이면 1, 아니면 0
 NI_t : 당기순이익/기초총자산
 LEV_t : 부채총계/기초총자산
 $LOSS_t$: 당기순이익이 (-)이면 1, 아니면 0

그리고 <표 5>는 공정공시 수준에 따라 그룹을 나누어 두 그룹간의 평균이 유의한지를 살펴본 결과를 제시하고 있다. <표 5>에서 보는 바와 같이 공정공시를 실시하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 AEM, REM의 평균과 중위수가 유의하게 높다는 것을 알 수 있다. 그리고 통제변수인 SIZE, MTB, BIG, NI, LEV의 평균과 중위수는 공정공시를 실시하는 기업이 유의하게 높으나, LOSS의 평균과 중위수는 유의하게 낮음을 알 수 있다.

〈표 5〉 공정공시 수준에 따른 비교

변 수	DIS=1 표본(n=1,199)		DIS=0 표본(n=2,396)		Difference : t	Wilcoxon z
	(1) Mean	(2) Median	(3) Mean	(4) Median	(1) - (3)	(2) - (4)
AEM	0.0119	0.0108	0.0026	0.0051	2.91***	2.0782**
REM	0.0796	0.0543	0.0028	0.0111	8.75***	7.4799***
ACFO	0.0116	0.0098	-0.0016	-0.0002	4.88***	4.4902***
ADE	0.0387	0.0361	0.0088	0.0122	8.44***	9.0104***
APC	0.0293	0.0122	-0.0043	-0.0021	7.07***	5.1206***
SIZE	20.6056	20.3610	19.3722	19.2053	24.11***	20.2593***
MTB	1.4023	1.0896	0.8606	0.6428	18.16***	19.5037***
BIG	0.8165	1.0000	0.6661	1.0000	9.55***	9.4300***
NI	0.0606	0.0577	0.0209	0.0285	13.80***	15.5271***
LEV	0.4495	0.4549	0.4320	0.4431	2.55**	2.6313***
LOSS	0.1051	0.00	0.2329	0.00	-9.31***	-9.2029***

주1) <표 4> 참조

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

나. 상관관계 분석

<표 6>은 본 연구의 연구모형에서 사용한 주요변수들 간의 Pearson상관관계를 분석한 결과를

제시하고 있다. 실제활동을 통한 이익조정 변수인 REM은 비정상영업현금흐름(ACFO), 비정상 재량비용(ADE), 비정상생산원가(APC)간에는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주고 있다. 그리고 REM과 공시수준(DIS)간에는 1% 수준의 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있으며, AEM과 DIS간에는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 그리고 공시수준(DIS)과 기업규모(SIZE), 장부가치 대비 시장가치(MTB), 감사인규모(BIG) 그리고 당기순이익(NI)간에는 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를, 부채비율(LEV)과는 5%수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 반면, 당기순손실(LOSS)과는 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 이는 예상한 바와 같은 결과가 나타나고 있으나 다른 변수들과의 영향이 통제하지 않은 단변량 분석이기 때문에 다변량분석을 통하여 변수들간의 관계를 보다 명확히 검증할 필요가 있다.

〈표 6〉 주요 변수간 상관관계³⁾

전체표본 (N : 3,595)												
변수	AEM	REM	ACFO	ADE	APC	DIS	SIZE	MTB	BIG	NI	LEV	LOSS
AEM	1											
REM	-0.181***	1										
ACFO	-0.295***	0.706***	1									
ADE	-0.320***	0.846***	0.614***	1								
APC	0.071***	0.815***	0.278***	0.471***	1							
DIS	0.048***	0.144***	0.081***	0.139***	0.117***	1						
SIZE	0.044***	0.103***	0.072***	0.117***	0.061***	0.373***	1					
MTB	-0.006	0.104***	0.062***	0.078***	0.098***	0.289***	0.223***	1				
BIG	0.008	0.071***	0.048***	0.095***	0.034**	0.157***	0.434***	0.168***	1			
NI	0.424***	0.209***	0.148***	0.230***	0.132***	0.224***	0.175***	0.204***	0.138***	1		
LEV	-0.106***	-0.100***	-0.091***	-0.111***	-0.050***	0.042**	0.162***	0.092***	0.050***	-0.347***	1	
LOSS	-0.284***	-0.133***	-0.091***	-0.154***	-0.179***	-0.153***	-0.139***	-0.068***	-0.133***	-0.672***	0.260***	1

주1) <표 4> 참조

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

- 3) 일부 독립변수들 사이에 서로 유의한 상관관계가 존재하여 회귀분석시 다중공선성이 분석결과에 영향을 미치는지를 알아보기 위해 분산팽창계수(VIF : Variance Inflation Factor)값을 확인하였다. 확인 결과, 일반적으로 다중공선성 문제가 있다고 보는 임계치인 10보다 낮은 값들이 나타남에 따라 다중공선성이 없다고 판단하였다.

2. 실증분석 결과

<표 7>은 공시강화 및 공정공시제도 시행 이후 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택한 이익조정 수단에 대한 차이가 있는지 검증한 결과이다. Panel A는 공정공시 수준에 영향을 미치는 기업의 특성을 설명변수로 하는 로짓(logit)분석 또는 회귀분석한 결과이며, Panel B는 공정공시 수준에 따라 발생액을 통한 이익조정(AEM), 실제활동을 통한 이익조정(REM)에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 모형 1은 전체기업을 대상으로 공정공시 실시 유무에 따라 더미변수로 분석한 결과이며, 모형 2와 모형 3은 공정공시 실시 기업 중 공정공시 횟수를 각각 자연로그값과 중앙값⁴⁾에 대한 더미변수로 분석한 결과이다.

Panel B에서는 가설 검증 변수는 α_1 과 β_1 으로 α_1 은 발생액에 기초한 이익조정 수단, β_1 은 실제활동이익조정 수단에 대한 결과를 보여 주고 있다. 검증결과 공정공시 수준이 AEM에 미치는 영향을 검증한 Model A에서는 모든 모형에서 기대했던 바와 같은 음(-)의 값으로 나타나고 있다. 구체적으로, 각각 $-0.0095(t\text{-값}=-1.79)$, $-0.0022(t\text{-값}=-0.35)$, $-0.0035(t\text{-값}=-0.31)$ 로 나타남에 따라 대체적으로 공정공시 수준이 높은 기업일수록 발생액을 통한 이익조정은 감소한다는 것을 알 수 있다.

반면에 REM에 미치는 영향을 검증한 Model B에서는 모형 1, 2, 3 각각 $0.0552(t\text{-값}=3.42)$, $0.0540(t\text{-값}=2.68)$, $0.0238(t\text{-값}=0.65)$ 로 나타났으며, 모형 1과 2에서 유의한 양(+)의 값을 알 수 있다. 따라서 공정공시 수준이 높은 기업일수록 경영자는 실제활동을 통한 이익조정을 활용하고 있다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 공정공시의 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 차이가 있음을 의미한다. 즉, 공정공시의 수준이 높을수록 발생액을 통한 이익조정은 감소하는 한편, 실제활동을 통한 이익조정은 증가한다는 것을 알 수 있다.

그리고 주요 통제변수의 결과는 대체적으로 선행연구의 결과와 비슷하게 나타나고 있다. 구체적으로, AEM에 미치는 영향을 살펴본 Model A의 모형 1, 모형 2, 모형 3에서 기업규모(SIZE)는 음(-)의 값으로 나타나 기업규모(SIZE)가 클수록 경영자에 대한 감시와 견제가 많이 이루어짐으로써 발생액을 통한 이익조정이 감소할 것이라는 선행연구와 비슷한 결과를 보여주고 있으나 통계적으로 유의한 결과로 나타나지 않았는데 이는 기업규모(SIZE)와 감사인(BIG)간에 강한 상관관계가 존재하기 때문인 것으로 판단되어 감사인(BIG)변수를 제외하고 분석한 결과 모형 1에서는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다.

REM에 미치는 영향을 살펴본 Model B에서는 기업규모(SIZE)가 모형 1, 모형 2, 모형 3에서 모두 양(+)의 값을 보이고 있으나 AEM과 유사하게 통계적으로 유의한 결과로 나타나지 않았다.

시가-장부비율(MTB)은 기업이 성장기회가 많을수록 이익을 상향조정하려는 유인이 감소한

4) 공정공시 실시기업 대상 분석 시 공정공시 실시 횟수의 평균 보다 높으면 1, 아니면 0인 더미변수로 분석한 결과도 중위수를 사용한 결과와 질적으로 다르지 않았다.

다는 선행연구의 결과에 따라 음(-)의 값을 예상하였다. 분석결과 AEM에 미치는 영향을 살펴본 Model A에서는 모든 모형에서 예측대로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값(-0.0092, -0.0134, -0.0134)을 보이고 있다. 반면에 REM에 미치는 영향을 살펴본 Model B에서는 모든 모형에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값(0.0154, 0.0235, 0.0256)을 보이고 있다. 이는 성장기회가 많은 기업에서는 AEM과는 음(-)의 관계를, REM과는 양(+)의 관계를 보이고 있음을 알 수 있다.

감사의 질이 높을수록 경영자는 이익조정 유인이 존재할 때 발견될 확률이 상대적으로 높은 AEM 보다는 REM을 선호할 것이라는 선행연구에 따라 이를 통제변수로 감사인(BIG) 변수를 포함하였는데 Model A에서는 모형 1에서 유의한 음(-)의 값을, 그리고 Model B에서는 모형 1에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 감사인의 규모에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 차이가 있음을 알 수 있다.

〈표 7〉 내생성을 고려한 회귀분석

Panel A : First-Stage Regression			
[1st stage]			
$DIS_t = \lambda_0 + \lambda_1 DIS_{t-1} + \lambda_2 SIZE_{it-1} + \lambda_3 LEV_{it} + \lambda_4 CF_{it} + \lambda_5 BIG_{it} + \sum YR + \sum IND + \tau$			
변 수	모형 1	모형 2	모형 3
DIS_{t-1}	3.0511*** (984.71)	0.5452*** (23.76)	1.8412*** (182.79)
SIZE	0.2402*** (37.13)	0.0617*** (6.19)	0.3576*** (46.53)
LEV	0.0373 (0.0216)	-0.1317* (-1.77)	-1.2692*** (10.49)
CF	0.00*** (6.06)	0.00 (0.21)	-0.00 (0.65)
BIG	0.0335 (0.08)	0.0462 (1.27)	0.3507* (2.82)
산업더미	포 함	포 함	포 함
연도더미	포 함	포 함	포 함
pseudo R ² /수정된 R ²	0.3797	0.4232	0.2648
Likelihood Ratio/F-값	1717.07***	187.67***	394.59***
표본수	3,595	1,689	1,689

〈표 7〉 내생성을 고려한 회귀분석 (계속)

Panel B : Second-Stage Regression						
[2nd stage]						
				$AEM_t = \alpha_0 + \alpha_1 P_DIS_t + \alpha_2 SIZE_{t-1} + \alpha_3 MTB_{t-1} + \alpha_4 BIG_t + \alpha_5 NI_t + \alpha_6 \sum YD + \alpha_7 \sum IND + \varepsilon_t$		
				$REM_t = \beta_0 + \beta_1 P_DIS_t + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 MTB_{t-1} + \beta_4 BIG_t + \beta_5 NI_t + \beta_6 \sum YD + \beta_7 \sum IND + \varepsilon_t$		
변수	Model A : 종속변수 AEM			Model B : 종속변수 REM		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 1	모형 2	모형 3
(상수)	0.0019 (0.08)	0.0022 (0.07)	0.0007 (0.02)	-0.0387 (-0.54)	-0.0641 (-0.60)	-0.1370 (-1.17)
Pre_DIS	-0.0095* (-1.79)	-0.0022 (-0.35)	-0.0035 (-0.31)	0.0552*** (3.42)	0.0540*** (2.68)	0.0238 (0.65)
SIZE	-0.0005 (-0.43)	-0.0014 (-0.78)	-0.0013 (-0.70)	0.0033 (0.89)	0.0039 (0.69)	0.0095 (1.53)
MTB	-0.0092*** (-5.16)	-0.0134*** (-5.43)	-0.0134*** (-5.39)	0.0154*** (2.84)	0.0235*** (2.98)	0.0256*** (3.21)
BIG	-0.0094*** (-2.73)	0.0004 (0.07)	0.0004 (0.09)	0.0183* (1.75)	0.0022 (0.13)	0.0041 (0.23)
NI	0.5519*** (23.13)	0.5792*** (15.67)	0.578*** (15.65)	0.4552*** (6.29)	0.5997*** (5.09)	0.6004*** (5.09)
LEV	0.0321*** (3.85)	0.0353*** (2.67)	0.0347** (2.55)	-0.0859*** (-3.40)	-0.0987** (-2.34)	-0.1051** (-2.41)
LOSS	0.0031 (0.66)	0.0088 (1.19)	0.0088 (1.19)	0.0040 (0.28)	0.0279 (1.18)	0.0286 (1.21)
YD	포 함	포 함	포 함	포 함	포 함	포 함
IND	포 함	포 함	포 함	포 함	포 함	포 함
F-값	23.35***	11.31***	11.31***	7.19***	7.75***	7.57***
수정 R^2	0.2187	0.2365	0.2365	0.0720	0.1526	0.1491
표본수	3,595	1,689	1,689	3,595	1,689	1,689

주1) 변수의 정의

 AEM_t : 발생액에 의한 이익조정(DA) REM_t : 비정상현금흐름(ACFO)+비정상재량적비용(ADE)+비정상생산원가(APC)ACFO : 추정모형 (식 2)에서 도출된 잔차 $\times(-1)$ ADE : 추정모형 (식 3)에서 도출된 잔차 $\times(-1)$

APC : 추정모형 (식 4)에서 도출된 잔차

 $SIZE_{t-1}$: 총자산 자연로그값

MTB_{t-1} : 시가총액/자본총계
 BIG_t : Big 4 감사인 이면 1, 아니면 0
 NI_t : 당기순이익/기초총자산
 LEV_t : 부채총계/기초총자산
 $LOSS_t$: 당기순이익이 (-)이면 1, 아니면 0

주2) DIS_t 변수

모형 1 : 금융감독원제공 전자공시시스템상 기업 중 장래계획 또는 이익예측 공정공시 했으면 1, 아니면 0

모형 2 : 금융감독원제공 전자공시시스템상 기업의 공정공시 자료에서 공정공시 실시 기업 중 장래계획 또는 이익예측 공정공시 횟수의 자연로그값

모형 3 : 금융감독원제공 전자공시시스템상 기업의 공정공시 자료에서 공정공시 실시 기업 중 장래계획 또는 이익예측 공정공시 횟수가 중위수 보다 높으면 1, 아니면 0

주3) Panel A의 모형1, 모형3에서 계수와 함께 표시된 괄호안의 수치는 Wald통계량이며, Likelihood Ratio는 Chi-Square 통계량임

주4) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

기업성과를 통제하기 위하여 포함한 당기순이익(NI)은 Model A와 Model B의 모든 모형에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 즉, 당기순이익이 높은 기업은 AEM과 REM 모두 양(+)의 관계를 보이고 있어 기업성과에 따라 이익조정 수단에는 차이가 없음을 알 수 있다. 부채비율(LEV)은 Model A에서는 모든 모형에서 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있는 반면에 Model B에서는 모든 모형에서 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 그리고 마지막 통제변수인 LESS는 Model A와 Model B 모든 모형에서 양(+)의 값을 보이고 있으나 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다.

이상의 가설검증 결과에 의하면 공정공시제도 시행 이후 공정공시의 실시 유무에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 차이가 있는 것으로 나타나 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단이 차이가 있을 것이라는 가설을 지지하는 검증결과를 보여주고 있다.

<표 8>은 REM 변수의 개별항목별로 분석한 결과를 보여주고 있다. 구체적으로, Panel A는 공정공시의 수준에 따라 비정상영업현금흐름(ACFO)에 미치는 영향을 분석한 결과이며, Panel B는 비정상재량적비용(ADE)에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 마지막으로 Panel C는 비정상생산원가(APC)에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 그리고 <표 7>에서 분석한 것과 같이 모형 1은 전체기업을 대상으로 공정공시 실시 여부가 이익조정에 미치는 영향을 분석한 결과이며, 모형 2와 3은 공정공시 실시 기업 중에서 공정공시 횟수를 각각 자연로그값과 평균값으로 측정하여 공정공시의 수준이 이익조정에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

Panel A는 공정공시의 수준이 비정상영업현금흐름(ACFO)에 미치는 영향을 분석한 결과를 보여주며, 주요 연구변수인 DIS의 회귀계수가 3개 모형 모두 양(+)의 값(0.0099, 0.0122, 0.0140)이 나타나고 있으나 모형 1에서만 10% 수준에서 통계적으로 유의한 결과를 보여주고 있다.

그리고 Panel B는 공정공시의 수준에 따라 비정상재량적비용(ADE)에 미치는 영향을 검증한 결과를 제시하고 있으며, Panel A와 마찬가지로 DIS의 회귀계수가 3개 모형 모두 양(+)의 값(0.0171, 0.0132, 0.0051)을 보이고 있으며, 모형 1에서는 1% 수준에서 그리고 모형2에서는 10% 수준에서 통계적으로 유의한 결과가 나타나고 있다.

마지막으로 Panel C는 공정공시의 수준에 따라 비정상생산원가(APC)에 미치는 영향을 검증한 결과를 보여주고 있으며, DIS의 회귀계수가 3개 중 모형 2와 모형 3에서 1% 수준의 유의한 양(+)의 값(0.0281, 0.0284, 0.0046)이 나타나고 있다.

이러한 분석결과를 통해 공정공시 수준이 높은 기업의 경영자는 실제활동을 통한 이익조정 수단을 활용하고 있다고 판단할 수 있으며, 특히 실제활동을 통한 이익조정을 구성하는 세 가지 요소 중 생산량측면을 적극 활용하고 있다는 것을 알 수 있다.

〈표 8〉 실제활동 개별 변수실증 분석 결과

변 수	Panel A : 종속변수 ACFO			Panel B : 종속변수 ADE			Panel C : 종속변수 APC		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 1	모형 2	모형 3	모형 1	모형 2	모형 3
(상수)	-0.0159 (-0.71)	-0.0854** (-3.24)	-0.0871** (-2.36)	-0.8585*** (-3.01)	-0.1197*** (-3.04)	-0.1389*** (-3.23)	0.0631 (1.62)	0.1410** (2.41)	0.0890 (1.39)
Pre_DIS	0.0099* (1.96)	0.0122 (1.93)	0.0140 (1.22)	0.0171*** (2.68)	0.0132* (1.79)	0.0051 (0.38)	0.0281*** (3.22)	0.0284*** (2.57)	0.0046 (0.23)
SIZE	0.0011 (0.98)	0.0036** (2.02)	0.0040** (2.06)	0.0052*** (3.51)	0.0070*** (3.31)	0.0084*** (3.69)	0.0030 (1.50)	-0.0067** (-2.13)	-0.0029 (-0.87)
MTB	0.0023 (1.35)	0.0040* (1.342)	0.0041* (1.65)	0.0016 (0.76)	0.0032 (1.12)	0.0037 (1.29)	0.0115*** (3.90)	0.0163*** (3.76)	0.0177*** (4.05)
BIG	0.00231 (0.70)	0.0018 (0.34)	0.0019 (0.35)	0.0113*** (2.75)	0.0002 (0.04)	0.0007 (0.12)	0.0046 (0.82)	0.0038 (0.40)	0.0053 (0.55)
NI	0.1075*** (4.73)	0.1596*** (4.29)	0.1605*** (4.32)	0.1837*** (6.40)	0.2048*** (4.72)	0.2049*** (4.72)	0.1639*** (4.17)	0.2354*** (3.65)	0.2349*** (3.63)
LEV	-0.0313*** (-3.94)	-0.0310** (-2.33)	-0.0297** (-2.17)	-0.0416*** (-4.15)	-0.0454*** (-2.92)	-0.0472*** (-2.95)	-0.0130 (-0.95)	-0.0222 (-0.96)	-0.0281 (-1.18)
LOSS	0.0041 (0.92)	0.0077 (1.04)	0.0078 (1.04)	-0.0022 (-0.39)	0.0001 (0.02)	0.0001 (0.02)	0.0021 (0.28)	0.0203 (1.56)	0.0208 (1.60)
YD	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
IND	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
F-값	4.08***	4.28***	4.23***	9.87***	7.57***	7.49***	6.26***	7.39***	7.21***
수정 R ²	0.0372	0.0804	0.0792	0.100	0.1490	0.1474	0.0618	0.1455	0.1421
표본수	3,595	1,689	1,689	3,595	1,689	1,689	3,595	1,689	1,689

주1) 변수정의는 <표 6>참조

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

V. 결 론

회계투명성을 제고하고 정보비대칭을 줄이기 위한 제도로서 공정공시제도가 시행됨에 따라 경영자는 자신의 성과를 알리려는 유인이 증가하고 이해관계자로부터 경영자에 대한 공시 압력의 증가로 인해 공정공시의 수준은 증가한다. 특히, 상대적으로 경영자지분율이 낮아 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 기업, 그리고 기관투자자나 외국인투자자지분율이 높거나 감사위원회 및 이사회 독립성이 높은 기업, 재무분석가의 수가 많은 기업 등에서는 경영자에 대한 감시와 견제가 이루어질 가능성이 높아 이해관계자들의 경영자에 대한 공시압력은 증가한다.

여기서 경영자에 대한 공시 압력이 높은 이들 기업은 경영자에 대한 감시와 견제의 기능이 발휘될 가능성이 상대적으로 높지만 이들 기업의 경영자는 기업가치 보다는 회계이익에 관심이 높기 때문에, 이익조정이 필요하다고 판단될 경우 기업가치에 다소 희생이 따르더라도 상대적으로 안전하다고 판단되는 이익조정 수단을 선택하게 될 것이라 예상하고 이를 분석하였다. 즉, 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정 수단에 차이가 있는지 분석하였다.

분석결과, 첫째, 발생액을 통한 이익조정 변수는 전체 기업표본을 대상으로 분석한 결과에서는 음(-)의 결과가 나타나고 있으나 통계적으로는 유의하지 않았다. 반면에 공정공시를 실시한 기업을 대상으로 분석한 결과에서는 공정공시의 수준에 따라 발생액을 통한 이익조정에 미치는 영향이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보여주고 있다. 이는 공정공시의 수준이 높은 기업의 경영자는 발생액을 통한 이익조정을 줄이고 있음을 의미한다.

둘째, 전체표본을 대상으로 분석한 결과뿐만 아니라 공정공시를 실시한 기업을 대상으로 분석한 결과에서도 실제활동을 통한 이익조정 변수가 모두 유의한 양(+)의 결과를 보이고 있다. 이는 공정공시 수준이 높은 기업의 경영자는 실제활동을 통한 이익조정 수단을 활용하고 있음을 의미한다.

마지막으로 실제활동이익조정을 구성하는 개별 항목별로 분석한 결과 공정공시 수준이 높은 기업에서 매출액 측면과 재량적비용 측면 보다는 생산량 측면을 적극 활용하고 있음을 알 수 있다.

따라서 이러한 실증분석결과를 종합하면 공정공시 수준에 따라 경영자가 선택하는 이익조정의 수단에 차이가 있을 것이라는 가설을 지지하는 결과를 보여 주고 있다. 즉, 기업의 회계투명성을 높이기 위하여 공시를 강화하고 공정공시제도를 시행함에 따라 공정공시의 수준이 높아진다면 회계정보이용자들로부터 감시와 견제를 받을 가능성이 커질 것이다. 따라서 공정공시를 실시한 기업의 경영자는 이익조정이 필요하다고 판단되는 경우 상대적으로 발견될 확률이 낮고 상대적으로 안전하다고 판단되는 실제활동을 통한 이익조정 수단을 선택한다는 것을 의미한다.

본 연구 결과는 경영자가 이익조정이 필요하다고 판단되는 경우 경영자가 선택하는 이익조정 수단이 AEM에 초점을 맞춰져있는 기존의 선행연구를 보다 확장하여 경영자가 이익조정수단으

로 REM을 활용하고 있음을 실증적으로 분석하였다는 점에 연구의 공헌점이 있다.

그리고 회계투명성 제고 및 정보비대칭을 해소하기 위해 도입된 공정공시제도가 규칙 제정자들의 회계투명성 제고라는 당초의 의도와 달리 경영자로 하여금 또 다른 이익조정의 수단을 활용하는 계기가 될 수 있다는 점과 경영자에 대한 공시압력이 높은 기업적 특성이 있는 기업의 경영자가 선택하는 이익조정의 수단에 차이가 있음을 실증적으로 분석하였다는 점에서 규칙제정자 및 회계정보이용자들에게 시사점을 제시할 수 있을 것이다.

그러나 본 연구는 이익조정의 수단으로 AEM은 수정 Jones모형(Dechow et al. 1995)에 의해 재량적발생액을 추정하였으며, REM은 Roychowdhury(2006)의 모형을 이용해 비정상적인 실제 활동을 추정하여 이익조정의 측정치로 사용함에 따라 측정오차로 인한 한계점을 내포하고 있다. 그리고 경영자에 의한 이익조정은 이익조정 유인에 따라 이익을 양(+)으로 조정할 수도 있고 음(-)으로 조정할 수도 있다. 이에 따라 일부 선행연구에서는 이익이 약간 양(+)인 기업을 이익 상향 조정 의심기업으로 판단하여 이들 이익 상향 조정 의심기업을 대상으로 이익조정 여부를 검증하고 있다.

그러나 본 연구에서 표본선정기준에 만족하면서 이익조정 의심구간에 포함되는 기업연도수는 전체표본의 5.7%이며 이중 공정공시를 실시한 기업연도 수가 전체표본의 2.0%에 불과하여 표본의 대표성 문제로 인해 본 연구에서 이익 상향 조정 의심기업에 대한 분석은 실시하지 못하였다는 한계점이 있다. 이에 향후 표본의 대표성 문제를 보완하여 이익 상향 조정 의심구간의 기업들을 대상으로 경영자의 이익조정 행동에 대해 분석한다면 경영자의 이익조정 수단선택에 대한 보다 타당성 있는 연구결과를 도출할 수 있을 것이라 기대된다. 또한 공정공시를 처음 도입한 기업과 공정공시를 실시하다가 중간에 포기한 기업을 대상을 구분 하여, 그리고 분/반기보고서 의무제출 기업 여부를 구분하여 분석한다면 보다 완성도 높은 연구결과가 기대된다.

참고문헌

- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최 관 · 한봉희. 2003. 『자본시장에서의 회계정보 유용성』. 신영사.
- 김문철 · 이정엽 · 우민철 · 황문호. 2014. “내부자거래가 경영자의 자발적 공시에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제15권 제3호 : 145-173.
- 김보민 · 이상열 · 오용락. 2011. “경영자 이익예측 공시가 이익조정에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제12권 제4호 : 143-171.
- 김상현 · 송혜진 · 배수진. 2012. “감사투입시간과 내부회계 · 전문공시인력의 보유가 법인세관련 공시품질에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제13권 제2호 : 327-351.
- 김지홍 · 장진호 · 여은정. 2005. “공정공시 전후의 이익공시에 대한 시장반응”. 경영학연구 제34권 제6호 : 1895-1915.
- 김홍식 · 신유진 · 노준화. 2014. “이익의 질에 따른 연간공시시점의 차이”. 세무와회계저널 제15권 제2호 : 97-116.
- 박종성 · 남지희. 2010. “경영자 이익예측과 이익조정”. 대한경영학회지 제23권 제1호 : 487-510.
- 안미강 · 위준복. 2009. “경영자의 이익예측 편이가 이익조정에 미치는 영향”. 회계정보연구 제27권 제3호 : 125-150.
- 오원정 · 손성규. 2006. “공정공시제도의 시행효과 및 공정공시제도를 통한 정보 제공 여부와 관련된 기업특성에 관한 연구”. 경영학연구 제35권 제5호 : 1449-1478.
- 이세용 · 노밝은. 2011. 공정공시제도 도입으로 인한 회계이익의 가치관련성 변화에 관한 연구. 회계학연구 제36권 제1호 : 37-70.
- 이정화 · 손성규. 2005. “기업지배구조와 회계정보공시와의 관계에 대한 실증연구”. 회계학연구 제30권 제3호 : 33-69.
- 장지영 · 권선국. 2009. “기업의 소유구조가 인터넷 재무정보 공시수준에 미치는 영향”. 회계저널 제18권 제2호 : 343-368.
- 장지영 · 전영순. 2003. “가결산결과의 사전공시 현황 및 공시기업의 특성과 주가반응의 선점효과”. 회계학연구 제28권 제1호 : 77-107.
- 전영순 · 천미림. 2009. “공정공시를 통하여 이익예측치를 발표한 기업의 이익조정”. 세무와회계저널 제10권 제3호 : 329-356.
- 정광화. 2014. “이사회 독립성이 가결산이익 공시행태에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제15권 제4호 : 77-111.
- 황순란 · 장영관. 2004. “우리나라의 공정공시제도에 관한 연구”. 상업교육연구 제9권 : 155-173.
- 허영빈 · 심상규. 2003. “기업 소유구조가 회계정보 공시수준에 미치는 영향”. 회계경영학회지 제39호 : 1287-1311.

- Burgstahler, D., I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses. *Journal of Accounting and Economics* 24. 99–126.
- Cohen, D. A., A. Dey, T. Z. Lys. 2008. Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods. *The Accounting Review* 83 (3) : 757–787.
- Cohen, D. A., P. Zarowin. 2010. Accrual-based and real earnings management activities around Seasoned Equity Offerings. *Journal of Accounting and Economics* 50 (1) : 2–19.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings Management. *The Accounting Review* 70 (2) : 193–225.
- Durnev, A., L., Tiemei, M. Magnan. 2011. Tax avoidance institutional environment and financial reporting : evidence from offshore companies. AFA 2011 Denver Meetings.
- Elisabetta, Ipino., Antonio, Parbonetti. 2011. Mandatory IFRS adoption : the trade-off between accrual and real-based earnings management. Working Paper. University of Padua.
- Ewert, R., A, Wagenhofer. 2005. Economic effects of tightening accounting standards to restrict earnings management. *The Accounting Review* 80 (4) : 1101–1124.
- Graham, J, R., C, R, Harvey., s, Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1) : 3–73.
- Gunny, K.(2010) “The relation between earnings management using real activities manipulation and future performance : evidence from beating earnings benchmarks. *Contemporary Accounting Review* 27 (3) : 855–888.
- Healy, P, M., Wahlen, J, M. 1999. A review of the earnings management literature and its implications for standard setting. *Accounting Horizons* 13 (4) : 365–383.
- Kasznik, R. 1999. On the association between voluntary disclosure and earnings management. *Journal of Accounting Research* 37(Spring) : 57–77.
- Leuz, C., R, Verrecchia. 2000. The economic consequence of increased disclosure. *Journal of Accounting Research* 38 : 91–214.
- Mak, Y, T. 1991. Corporate Characteristics and the Voluntary Disclosure of Forecasts Information : A Study of New Zealand Prospectuses. *The British Accounting Review* 23 (4) : 305–327.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3) : 335–370.
- Trueman, B. 1986. Why Do Managers Voluntarily Release Earnings Forecasts?. *Journal of Accounting and Economics* 8 (1) : 53–71.
- Zang, A, Y. 2007. Evidence on the tradeoff between real manipulation and accrual manipulation. Working paper. Duke University.

The Effects of Fair Disclosure Level on Earnings Management

-Focus on Fair Disclosure on Future Plan and Business Performance -

Shin, Hungkwon* · Dae Seog Seo**

〈Abstract〉

For the purpose of improving the accounting transparency and reducing information asymmetry, Fair Disclosure Regulation was adopted and enforced on November 2002. Following this, managers' performance will be known and from the demands of stakeholder about managers' disclosure, the level of fair disclosure will be increased. Therefore, in firms where the higher pressure of disclosure about manager the monitoring mechanism about manager will be stronger. Accordingly, because the attention about earnings is higher than firm value, so manager will choose the safety earnings management method even though it somewhat reduces firm value.

Manager can choose earnings management method as Accruals based earnings management or Real activity earnings management. Accruals based earnings management is the method that occurs from manipulation of earnings through differential accounting recognition and real activity earnings management is the method that occurs from manipulation of earnings through firm's real activity like as sales, production, discretionary expense. Thus, because the first earnings management method is a traditional earnings management method, so to contain this, several systems are continuously improved and although this is easily exposed by auditors, regulators and analysts it does not give bad influence on firm value in long-term. On the other hand, in the second earnings management method, because firm's real operation activity is considered as manager's share so exposed probability is small but this can give bad influence on firm value in long-term. Accordingly, manager may choose the one of these both of earnings management methods when they decide to manipulate earnings.

In this thesis, I focus on investigating whether manager uses differential earnings management method following to the level of Fair Disclosure. Base on data samples from 2004 to 2012 that are public on TS2000, I take an empirical exam according to Fair Disclosure. The results are summarized as following, first, for full sample, earnings management variable that measured by

* Senior Researcher or Institute of Management & Economic Research, Yeungnam University, First author

** Professor, Department of Accounting and Taxation, Yeungnam University, Corresponding author

accruals shows un-significantly negative coefficient. But, for the fair disclosure firms sample, earnings management variable that measured by accruals shows significantly negative coefficient. This means that earnings management through accruals in fair disclosure firms is smaller than others. Second, in both of full sample and fair disclosure sample, the earnings management variable that measured by real activity shows significantly positive coefficient. This means that, in firms that have high level of fair disclosure, manager uses real activity as a method for earnings management action.

Overall, the empirical results show that manager chooses differential earnings management methods which depend on level of fair disclosure and this is consistent with hypothesis.

The empirical results of this thesis supply usefully information for regulators and accounting information users about considering accounting numbers that reported by firms' manager. Thus, the purpose for adoption of Regulation Fair Disclosure is to improve accounting transparency and mitigate information asymmetry. But following this, manager has tend to avoid accruals based earnings management as a earnings management method that was often showed in prior researches, he chooses real activity earnings management as a differential method to manipulate earnings target.

<Key words> fair disclosure, earnings management, real activity earnings management, accrual based earnings management