

세무와회계저널
제12권 제4호 2011년 12월 pp.339~363
한국세무학회

IPO시장에서 경영자의 기회주의적 행동유인에 대한 외국인주주의 감시역할

백상미* · 양대천**

<요 약>

기업공개(IPO)시장과 관련된 많은 연구들은 경영자는 기업공개라는 대규모 자금조달 기회를 통해 자신의 지분가치를 높이려고 사적 이익추구 행위를 할 가능성이 높다는 점을 보고하고 있다. Darrough and Rangan(2005)는 신규상장기업의 경영자는 신주 발생가액을 높이고, 기업공개 이후 경영자는 자신의 지분을 매각하는 방식으로 사적이익을 추구할 유인이 존재한다고 주장하였다. 최종서 등(2010)과 백상미 등(2011)는 기업공개 이전에 자신의 지분이 높을수록 경영자의 사적이익 추구 행위가 강화되고 이에 대한 증거로 경영자의 지분 증가에 따라 이익조정이 증가하는 현상을 제시했다. 그런데, 관련 국내연구들은 기업공개와 관련된 이러한 경영자의 행태는 거래소 시장보다는 코스닥 시장에서 더 강화되는 경향이 있다고 보고하고 있다. 그 이유는 코스닥 기업의 경우 거래소 기업에 비해 정보비대칭 현상이 더 크고, 또한 완화된 상장요건으로 인해 이익조정이 보다 용이하기 때문으로 보고 있다. 한편, 이러한 경영자의 기회주의적 행동유인에 대해 외국인의 감시 및 제어하는 역할이 존재할 수 있다. Sachs and Warner(1995)는 개발도상국의 연구를 통하여 외국인 투자자가 기업의 감시활동에 중요한 역할을 한다는 주장을 하였고, Schleifer & Vishny(1996)는 외국인투자자는 경영자의 재량적 회계선택을 감시하고 감독함에 잠재적으로 적극적인 역할을 할 수 있다고 주장하였다.

본 연구는 경영자의 기회주의적 행동유인과 외국인의 감시역할에 초점을 두고, 특히 경영자의 기회주의적 행동유인이 강화될 수 있는 코스닥시장의 공개(IPO)기업을 대상으로 외국인 주주의 감시 역할에 의해 경영자의 기회주의적 행동이 완화될 수 있는지를 고찰하고자 한다.

실증분석 결과, 코스닥 시장에 신규 상장된 기업을 대상으로 외국인 지분에 따른 경영자 지분과 재량적 발생액과의 관계를 살펴본 결과, 기업공개 시점의 경영자 지분과 재량적 발생액의 유의한 양의 관계가 외국인 지분이 높은 구간에서는 경영자 지분이 증가할수록 재량적 발생액은 감소하는 것으로 나타났다.

* 고려대학교 경영학 박사, redhairsang@korea.ac.kr, 010-6242-7081, 제1저자
** 중앙대학교 경영경제대학 경영학부 조교수, dcyang@cau.ac.kr, 010-2406-1566, 교신저자
논문접수일 2011년 10월 1차수정일 2011년 11월 게재확정일 2011년 11월

본 연구의 공헌점은 경영자의 기회주의적 행동 유인이 강화되어 외부소액주주의 이익침해가능성이 존재하는 국내 기업공개시장에서 경영자의 보고이익 조정유인을 감소시키는 외국인주주의 순기능적 역할을 확인하였다는 점에 있다고 본다. 본 연구는 코스닥시장에 공개하는 기업의 회계정보를 이용하는 정보이용자들은 경영자지분에 대응하는 외국인지분의 특성을 적절히 고려해야 정보유용성을 높일 수 있음을 시사하고 있다.

〈주제어〉 기업공개, 경영자지분, 외국인지분, 이익조정

I. 서 론

대리인 문제와 관련하여 주주와 경영자 사이에 있어서 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)과 안주주의가설(entrenchment hypothesis)이 대립되어왔다. 이해일치가설은 Jensen and Meckling(1976)을 기초로 하여 연구가 진행되고 왔고, Jensen and Meckling(1976)에 의하면 경영자지분이 높을수록 주주와 경영자의 이해관계가 일치하여 대리인 비용이 줄어들게 되면서 기업가치가 증가한다고 주장한다. 반면, 안주주의가설에 의하면, 경영자의 소유지분이 낮을 경우 경영자는 노동시장에서의 평판을 높이고자 또는 인수·합병시장에서의 위협 등에 대응하기 위해 기업 가치를 극대화하는 방향으로 의사결정을 하지만, 소유지분이 높아지면 인수·합병의 위협이 낮아지므로 경영자는 사적 이익을 극대화하려고 노력하여 기업 가치를 극대화 시키는 의사결정 아닌 경영자 자신의 이익 추구하기 위한 의사결정을 하게 된다는 것이다(Chen and Kao, 2005).

한편, 외국인주주와 관련하여 대리인 관점에서는 외국인주주가 지배주주나 경영자의 감시기능을 수행하는 것으로 논의되어 왔다.¹⁾ Sachs and Warner(1995)는 개발도상국의 연구를 통하여 외국인투자자가 기업의 감시활동에 중요한 역할을 한다는 주장을 하였다. Schleifer & Vishny(1996)에 의하면, 외국인투자자는 경영자의 재량적 회계선택을 감시하고 감독함에 잠재적으로 적극적인 역할을 할 수 있다고 주장하였다. 즉, 경영자의 단기적 보고이익을 증가시키기 위한 재량적인 회계선택행위를 제한할 것이므로 경영자의 보고이익 조정유인이 감소할 수 있다는 것이다. 관련 연구들은 외국인투자자는 정보비대칭으로 인한 높은 투자 위험을 줄이려고 경영자에 대한 견제와 감시활동을 강화하고 이에 따른 결과로 경영자의 재량적 회계선택을 감시하게 된다는 점을 주장하고 있다.

1) 외국인주주의 기업활동 감시라는 순기능적인 측면과 동시에 배당 등 단기차익을 추구라는 역기능인 측면도 간과할 수 없는 우려로 제기되기도 한다. 이만우와 노준화(2006)에 의하면, 외국인에 대한 주식취득이 허용된 1991년 이후 꾸준히 외국인의 주식소유비율은 증가하였으며 외국인 투자가 주식시장의 유동성 증대, 선진금융기법의 전파와 기업경영의 투명성에 이바지하는 등 긍정적인 면이 보고되기도 하였지만 단기투자차익에 집중하여 고배당을 요구하고 있는 현상이 존재하고 있음을 보이고 있다.

본 연구는 경영자의 기회주의적 행동유인과 외국인의 감시역할에 초점을 두고, 특히 경영자의 기회주의적 행동유인이 강화될 수 있는 기업공개(IPO ; Initial Public Offerings) 시장을 대상으로 외국인 주주의 감시 역할에 의해 경영자의 기회주의적 행동이 완화될 수 있는지를 고찰하는 데 그 목적을 두고자 한다. 기업공개시장과 관련된 많은 연구들은 경영자는 기업공개라는 대규모 자금조달 기회를 통해 자신의 지분가치를 높이거나 사적 이익추구 행위를 할 가능성이 높다는 점을 보고하고 있다. 신규상장기업이나 유상증자기업은 신주 발생가액을 높임으로써 기존 주주나 소유 경영자의 부를 증가시킬 수 있고(Aharony et al., 1993 ; Teoh et al., 1994 ; 최 관 · 김문철, 1997 ; 김권중 등, 2004 ; 이정연 등, 2005), 기업공개 이후 경영자는 자신의 지분을 매각하기 위해 주식가치를 상승시키고자할 유인이 존재한다(Darrough and Rangan, 2005). 최종서 등(2010)과 백상미 등(2011)는 기업공개 이전에 자신의 지분이 높을수록 경영자의 사적이익 추구행위가 강화되어 이익조정이 증가하는 현상을 보고하고 있다. 한편, 본 연구는 기업공개시장을 분석함에 있어 거래소 시장보다는 코스닥 시장의 기업을 대상으로 분석하고자 한다. 1987년 협회중개시장으로 개설된 코스닥시장은 정보기술산업의 호황을 거치면서 상장기업 수뿐만 아니라 거래량, 거래대금 측면에서 급속히 성장하였다. 코스닥시장의 중소, 벤처기업들은 기업공개와 유상증자를 통해 34조 4천억원의 자금을 공급받았다.²⁾ 이러한 코스닥시장의 양적 성장에도 불구하고 질적으로는 주가조작과 경영자의 횡령 · 배임 등 도덕적 해이가 여전히 발생하고 있다. 또한, 잦은 경영권 변동으로 인한 내부통제 약화는 기업의 부실화를 초래하고 있다. 최근 코스닥 기업에서 경영자의 이익조정 문제가 점차 대두되고 있는데 이는 대주주인 경영자 위주의 소유 구조에 기인한 불공정거래, 불공정공시, 분식회계 등이 시장투명성을 떨어뜨리는 요인으로 보고 있다(박종일과 전규안, 2003).³⁾ 또한 코스닥 기업의 경우 거래소 기업에 비해 정보비대칭 현상이 더 심화되어 있을 가능성이 크고, 완화된 상장요건은 코스닥 기업의 이익조정현상이 두드러질 것으로 예상할 수 있다(윤순석, 2001). 또한, 일반적으로 시장에서 주식공개기간이 짧을수록 기업의 소유지분은 널리 분산되어 있지 않고, 경영자인 지배주주에 의해 지분이 집중되어 있다(La Porta et al. 1998). 따라서 거래소 기업보다 코스닥 기업은 지분의 집중도가 높다는 점에서 지분율이 높은 구간에서의 경영자의 이익조정행위를 관찰하기 용이할 것으로 본다. 이에 따라, 본 연구는 코스닥 기업을 대상으로 기업공개이전에 경영자의 기회주의적 행동 추구에 따라 이익조정이 확대될 수 있는 상황에서, 외국인투자자의 경영자에 대한 감시활동이 효과적으로 이루어짐으로써 기업공개 이전에 경영자의 이익조정 행위를 감소시킬 수 있는지를 검증하고자 하는 것이다.

2) 연합뉴스 2007년 10월 1일자, ‘코스닥 천 개사 돌파.. 세계 신시장 4위 등극’

3) 파이낸셜 뉴스 2006년 8월 6일자, ‘증시 전문가들은 “시장 침체도 문제지만 최대주주 등의 잇따른 도덕적 해이로 코스닥시장에 대한 불신이 커진 게 한 원인”이라며 “강력한 시장 정화 기능을 통해 코스닥시장에 대한 신뢰 회복이 필요한 시점”이라고 지적.’

분석결과, 코스닥 시장에 신규 상장된 기업을 대상으로 외국인 지분에 따른 경영자 지분과 재량적 발생액과의 관계를 살펴본 결과, 기업공개 시점의 경영자 지분과 재량적 발생액의 유의한 양의 관계가 외국인 지분이 높은 구간에서는 경영자 지분이 증가할수록 재량적 발생액은 감소하는 것으로 나타났다.

본 연구의 공헌점은 경영자의 기회주의적 행동 유인이 강화되어 외부소액주주의 이익침해가능성이 존재하는 국내 기업공개시장에서 경영자의 보고이익 조정유인을 감소시키는 외국인주주의 순기능적 역할을 확인하였다는 점에 있다고 본다. 본 연구는 코스닥시장에 공개하는 기업의 회계정보를 이용하는 정보이용자들은 경영자지분에 대응하는 외국인지분의 특성을 적절히 고려해야 정보유용성을 높일 수 있음을 시사하고 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. I 장의 서론에 이어, II 장은 선행연구 및 이론적 배경을 검토하고, III 장은 연구가설을 제시하고 연구모형과 자료수집방법을 기술한다. IV 장에서는 실증분석결과를 제시하고 마지막으로 V 장은 연구 결과를 요약한다.

II. 선행연구

1. 경영자지분과 이익조정

소유와 경영의 분리 정도에 따라 발생하는 주주와 경영자의 사이의 대리인 문제는 두 가지 대립가설에 따라 설명되고 있다. 첫 번째 가설은 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)로 Jensen and Meckling(1976)를 기초로 하여 연구가 진행되고 있다. Jensen and Meckling(1976)은 경영자지분이 높을수록 주주와 경영자의 이해관계가 일치하여 대리인 비용이 줄어들고, 줄어든 대리인 비용은 기업가치를 극대화 시킨다고 설명하였다. Warfield et al.(1995)는 경영자지분이 주가수익률에 대한 이익의 설명력과 양의 상관관계에 있으며, 이익조정과 음의 상관관계에 있다고 보고하고 있다. 이러한 이유는 경영자지분이 높아질수록 경영자와 소유주간의 대리인 문제가 감소하여 경영자들이 이익조정의 유인이 감소하고, 동시에 경영자는 기업가치를 극대화하는 방향으로 공시정책을 유지하기 때문이라고 설명하고 있다. Klassen(1997)은 경영자지분과 경영자의 이익조정 유인을 검증하여 경영자 지분이 높을수록 경영자는 주주의 이해에 따라 이익조정 행위를 감소시킨다는 것을 실증적으로 분석하였다. 이해일치가설에 따른 위의 연구들은 미국과 같이 소유와 경영이 분리된 나라의 지배구조에서 진행된 연구로써 소유권 분산이 이루어지지 못한 나라의 지배구조에서는 위의 논리를 무조건적으로 적용하기 어려운 점이 존재한다. 국내연구로는 정구열 등(2002)이 국내 기업을 대상으로 최대주주 지분비율과 이익의 정보유용성의 관계를 검증한 바 있다. 검증결과, 최대주주 지분 비율이 증가할수록 기업가치가 증가하는

것으로 나타나 소액주주에 대한 대주주의 이익침해가설보다 경영자와 주주의 이해관계의 일치로 대리인비용이 감소하는 이해일치가설로 대리인 비용을 설명하였다.

두 번째 가설은 안주주의가설(entrenchment hypothesis)이다. 안주주의가설은 경영자의 소유지분이 낮을 경우 경영자는 노동시장에서의 평판을 높이거나 또는 인수·합병시장에서의 위협 등에 대응하기 위해 기업 가치를 극대화하는 방향으로 의사결정을 하지만, 소유지분이 높아지면 인수·합병의 위협이 낮아지므로 경영자는 사적 이익을 극대화하려고 노력하여 기업 가치를 극대화 시키는 의사결정 아닌 경영자 자신의 이익 추구하기 위한 의사결정을 하게 된다는 것이다 (Chen and Kao, 2005). 경영자의 이러한 사적 이익추구 행위는 외부소수주주의 이익을 감소시키게 된다. La Porta et al.(1998)은 미국과 달리 지배주주에 의해 경영권이 집중되어 있는 나라의 지배구조에서는 경영자와 주주의 대리인 문제보다 지배주주와 외부소수주주와의 대리인 문제가 발생된다고 설명하였다. Leuz et al.(2002)은 외부소수주주의 압력을 피하기 위해 경영자는 손실 보고를 회피하거나 이익조정을 통해 이익을 높이려는 유인이 존재한다고 설명하였다. Fan and Wong(2002)은 소유권 집중과 피라미드식 소유구조, 그리고 상호지분출자가 지배주주와 외부소액주주간의 대리인문제를 발생시킨다는 것을 검증함으로써 지배주주 자신의 사적이익을 극대화하기 위한 목적으로 보고이익을 관리하고, 이는 외부투자자에 대한 이익정보의 신뢰성을 감소시킨다는 결과를 제시하였다. 국내연구로는 박종일(2003)이 최대주주지분율과 재량적 발생액과의 관계를 분석하였다. 재량적 발생액의 방향과 크기를 모두 고려하는 경우, 최대주주지분율과 유의한 양(+)의 관계가 나타나 경영자의 이익조정 유인을 이익침해가설로 보았다.

이렇게 상반된 두 가지 가설을 검증한 실증연구들은 지금까지 명확한 합의에 도달하지 못하고 있다. 한편, 양자의 절충된 관점에서 많은 국외연구(Morck et al., 1988 ; McCornell and Servaes, 1990 ; Teshima and Shuto, 2008)와 국내 연구(김종대와 조문기, 2007 ; 김유찬과 황국재, 2008 ; 백상미 등, 2011)는 경영자의 지분율과 기업가치 또는 이익조정이 상관관계가 있지만, 양자의 관계가 전 지분율에 걸쳐 기업가치 또는 이익조정이 단조증가 또는 감소(monotonic relationship)하는 형태가 아니라, 지분율 구간에 걸쳐 증가와 감소를 반복하는 비선형관계가 존재하고 있음을 보여주기도 하였다.

2. 공개기업의 이익조정

본 논문의 ‘II.1’에서 살펴본 바와 같이 이해일치가설이나 안주주의가설이 첨예하게 대립하고 있는 것과는 달리 기업공개라는 특수한 상황에서는 대체로 안주주의 가설을 지지하는 증거가 나타나고 있다.

국외연구로, Aharony et al.(1993)과 Friedlan(1994)은 신규상장기업을 대상으로 기업공개 이전에 이익조정을 하는지 검증을 하였다. 검증 결과, Aharony et al.(1993)에서는 상장 2년 전 재량

적 발생액은 유의적인 증가가 나타났으나 상장 직전연도에는 재량적 발생액의 유의적 증가가 나타나지 않았다. Friedlan(1994)의 연구에서는 기업공개 기업들이 상장 직전 연도와 상장연도에 유의한 양의 재량적 발생액이 나타났다. Teoh et al.(1994)는 이전 연구에서보다 정교한 모형인 Jones 모형을 사용하여 기업공개 시점을 전·후로 한 이익조정을 살펴보았다. 상장기업은 상장 연도와 그 이후 연도에 이익 조정하는 것으로 나타나기도 하였다. 또한, Teoh et al.(1998a, 1998b)에서는 상장시점의 양의 재량적 발생액이 나타남을 검증함으로써 발행가액을 높이기 위한 이익조정 행위가 상장 이후 장기적 기업성과를 하락시킨다고 설명하였다.

기업공개시장과 관련된 국내연구로서 최 관과 김문철(1997)은 수정된 Jones모형을 이용하여 기업공개 기업의 이익조정여부를 추정하였다. 신규 공모주 발행가액을 높이기 위해 상장 직전 연도에 이익을 상향조정 할 것이라는 가설을 검증한 결과, 이익조정이 상장연도와 상장 이후 연도에 발생하는 것으로 나타났다. 김권중 등(2004)은 기업공개 기업의 상장 전·후 기간에 대한 이익조정 유인을 살펴보았다. 검증 결과, 상장연도의 재량적 발생액은 다음 해의 유상증자 여부와 유의한 관련을 갖고 있으며, 상장연도의 주식수익률과 유의한 음의 관계에 있음을 실증적으로 확인하였다. 2000년도 후반의 연구는 대부분 코스닥 등록기업을 대상으로 이익조정시점을 검증하거나 기업공개 시점에서 이익조정에 영향을 미치는 요인이 무엇인지 찾고자 하였다. 이정연 등(2005)은 1999년부터 2002년 동안 코스닥 신규상장기업이 증권거래소 상장기업과 다른 이익조정시점이 나타나는지 검증하였다. 검증 결과, 코스닥 신규상장기업은 상장요건을 충족시키기 위해 상장 이전연도와 상장연도에 이익조정을 하는 것으로 보고하고 있다. 최정호(2006)는 신규 상장기업을 대상으로 감사품질과 IPO기업의 이익 상향 조정행위와의 관련성을 검증하였다. 검증결과, 기업공개 기업은 기업공개 연도부터 이익 상향 조정을 하고 있는 것으로 나타났지만 감사품질은 기업공개기업의 이익조정행위에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 윤순석과 김효진(2007)은 1996년부터 2000년 사이에 코스닥 시장에 신규 상장한 벤처기업의 이익관리 현상을 코스닥시장 신규상장 일반기업 및 증권거래소 신규상장기업과 비교하여 실증적으로 분석하였다. 분석 결과, 세 집단 모두 공개연도와 공개 이전연도에 이익 상향조정이 크게 나타났고, 공개연도와 공개 이전연도의 이익 상향 조정으로 인해 공개 다음연도에는 발생액 반전현상이 현저하게 나타남을 확인하였다. 최종서 등(2010)은 코스닥시장에서 기업공개가 경영자의 사적 이익추구의 수단으로 활용될 가능성을 확인하고자, 신규상장 기업이 상장기간을 전후하여 발생액 및 실물활동에 기초한 이익조정을 활용하고 있는지를 검증하였다. 분석결과, 코스닥 시장의 신규상장기업들은 상장전년도와 상장당해년도에 발생액과 실물활동조정을 통해 광범위하게 이익을 증가시키고 있는 것으로 나타났다. 백상미 등(2011)은 코스닥 신규상장기업을 대상으로 경영자지분과 재량적발생액과의 관계를 살펴본 결과, 기업공개 이전에는 경영자지분이 높은 구간에서 재량적 발생액이 함께 증가하고 있어 경영자지분과 재량적 발생액과는 선형관계가 나타나고 있음을 보였다.

3. 외국인주주의 역할

외국인주주와 관련하여 대리인 관점에서는 지배주주나 경영자의 감시 역할을 수행하는 것으로 논의되어왔다. Sachs and Warner(1995)는 개발도상국의 연구를 통하여 외국인투자자가 기업의 감시활동에 중요한 역할을 한다는 연구결과를 보였다. 즉, 외국인투자자는 정보비대칭으로 인한 높은 투자 위험을 줄이려고 경영자에 대한 견제와 감시활동을 강화하는 것이다. 이와 같이 외국인투자자의 존재는 더 우월한 투자기법을 통해서 본국의 수익률을 채긴다는 역기능이 있는 반면에 내국인투자자에 비해 높은 견제와 감시활동을 함으로써 기업의 대리인비용을 줄이는 순기능을 하기도 한다. 이만우와 노준화(2006)에 의하면, 외국인에 대한 주식취득이 허용된 1991년 이후 꾸준히 외국인의 주식소유비율은 증가하였으며 외국인 투자가 주식시장의 유동성 증대, 선진금융기법의 전파와 기업경영의 투명성에 이바지하는 등 긍정적인 면이 보고되기도 하였다.

외국인주주지분과 회계정보간의 관련성을 연구한 선행 논문을 정리하면 다음과 같다. Shleifer and Vishny(1997)에 의하면, 외국인투자자는 경영자의 재량적 회계선택을 감시하고 감독함에 잠재적으로 적극적인 역할을 할 수 있다고 주장하였다. 즉, 경영자의 단기적 보고이익을 증가시키기 위한 재량적인 회계선택행위를 제한할 것이므로 경영자의 보고이익 조정유인이 감소할 수 있다는 것이다. 외국인투자자 지분율과 재량적 발생액의 관계를 살펴본 연구에서는 외국인 투자자는 경영자의 재량적 회계선택을 감시, 감독하는 기능을 한다는 연구(Watts, 1988)와 외국인투자자는 분산되거나 일시적인 소유주으로써 존재하기 때문에 단기성과에만 집착하여 경영자에게 보고이익의 증가 압력을 행사할 수 있다는 상반된 결과의 연구(Porter, 1992)도 있다. 심한택과 허익구(2000)은 우리나라의 외국인투자자지분율이 낮은 집단에서 외국인투자자 지분율과 재량적발생액이 유의적인 양(+)의 관계가 있음을 보임으로써 외국인투자자 지분율과 이익조정간의 관계를 검증하였다.

이세용과 강성익(2006)은 1991년부터 2000년까지 2,992 기업-년의 표본을 대상으로 외국인 투자자 지분이 이익조정에 미치는 영향을 분석하였는데, 실증결과는 외국인 투자자 지분이 증가할수록 보고이익을 증가시키는 이익조정(이하 양의 이익조정)이나 보고이익을 감소시키는 이익조정(이하 음의 이익조정)의 절대값이 함께 감소하였다. 이것은 외국인 투자자 지분이 증가하면 경영자의 이익조정 수준이 감소한다는 것을 의미하며 결과적으로 외국인 투자자 지분이 증가함에 따라 정보불균형의 수준이 감소하면서 경영자의 재량적인 이익조정의 여지가 감소한 것으로 해석하였다.

III. 연구설계

1. 가설설정

대리인 문제와 관련하여 주주와 경영자 사이에 있어서 이해일치가설과 안주주의 가설이 대립되어왔다. 이해일치가설은 Jensen and Meckling(1976)을 기초로 하여 연구가 진행되고 왔고, Jensen and Meckling(1976)에 의하면 경영자지분이 높을수록 주주와 경영자의 이해관계가 일치하여 대리인 비용이 줄어들게 되면서 기업가치가 증가한다고 주장한다. 이후 국내외의 많은 실증연구들(Warfield et al., 1995 ; Klassen, 1997 ; 정구열 등, 2002)은 경영자지분이 높을수록 이익조정 행위가 감소되거나 기업가치가 증가함을 보여주고 있다. 반면, 안주주의가설에 의하면, 경영자의 소유지분이 낮을 경우 경영자는 노동시장에서의 평판을 높이거나 또는 인수·합병시장에서의 위협 등에 대응하기 위해 기업 가치를 극대화하는 방향으로 의사결정을 하지만, 소유지분이 높아지면 인수·합병의 위협이 낮아지므로 경영자는 사적 이익을 극대화하려고 노력하여 기업 가치를 극대화 시키는 의사결정 아닌 경영자 자신의 이익 추구하기 위한 의사결정을 하게 된다는 것이다(Chen and Kao, 2005). 이러한 안주주의 가설을 검증하고자 했던 많은 국내외 연구들(La Porta et al., 1998 ; Leuz et al., 2002 ; Fan and Wong, 2002 ; 박종일, 2003)은 경영자지분이 증가함에 따른 사적이익 추구행위가 커지는 대리인 문제를 보고해왔다.

이렇게 이해일치가설이나 안주주의가설이 첨예하게 대립하고 있는 것과는 달리 기업공개시장을 대상으로 하는 연구에서는 대체로 안주주의 가설을 지지하는 증거가 나타나고 있다. 국외 연구로, Aharony et al.(1993)과 Friedlan(1994)은 신규상장기업을 대상으로 기업공개 이전에 이익조정을 하는지 검증을 하였는데 상장 이전에 이익조정을 수행하는 증거가 발견되고 있다. 또한 Teoh et al.(1994)는 상장연도와 그 이후 연도에 이익 조정하는 것으로 나타났고, Teoh et al.(1998a, 1998b)는 상장시점의 양의 재량적 발생액이 나타남을 검증함으로써 발행가액을 높이기 위한 이익조정 행위가 상장 이후 장기적 기업성과를 하락시킴을 보이고 있다. 관련 국내연구(최관과 김문철, 1997 ; 김권중 등, 2004 ; 이정연 등, 2005 ; 최정호, 2006 ; 윤순석과 김효진, 2007 ; 최종서 등, 2010 ; 백상미 등, 2011)에서도 공개기업의 상장 전·후 기간에 대한 이익조정 여부를 실증분석하였는데, 상장 전이나 상장년도를 중심으로 상향의 이익조정이 일어나고 있으며, 경영자지분이 증가할수록 이익조정이 커지고 있음을 보고하고 있다.

한편, 지배주주 또는 경영자와 상충적 지위에서 논의되어왔던 외국인주주의 경우는 대리인 관점에서는 지배주주나 경영자의 감시 역할을 수행하는 것으로 보고된다. Sachs and Warner(1995)는 개발도상국의 연구를 통하여 외국인투자자가 기업의 감시활동에 중요한 역할을 한다는 연구결과를 보였다. 이만우와 노준화(2006)에 의하면, 외국인에 대한 주식취득이 허용된 1991년 이후 꾸준히 외국인의 주식소유비율은 증가하였으며 외국인 투자가 주식시장의 유동성

증대, 선진금융기법의 전파와 기업경영의 투명성에 이바지하는 등 긍정적인 면이 보고되기도 하였다. 외국인지분과 이익조정간의 관련성을 연구한 국내외 연구(Shleifer and Vishny, 1997 ; 신태택과 허익구, 2000 ; 이세용과 강성익, 2006)는 외국인투자자는 경영자의 단기적 보고이익을 증가시키기 위한 재량적인 회계선택행위를 제한하고 있음을 보고하였다.

백상미 등(2011)은 코스닥 공개기업을 대상으로 경영자지분과 재량적 발생액과의 관계를 살펴본 결과, 기업공개시점에 경영자지분과 재량적 발생액은 선형관계가 나타났음을 보고하였다. 본 연구는 백상미 등(2011)의 연구에서 나아가 기업공개 시점에 경영자지분이 증가하면서 이익조정이 증가하는 상황에서, 경영자지분의 증가에도 불구하고 외국인 지분이 높은 구간에서는 외국인의 감시역할에 의해 오히려 이익조정이 감소할 수 있는지를 검증하고자 한다. 따라서 다음과 같은 [연구가설]을 설정하였다.

[연구가설] 기업공개시점의 경영자 이익조정행위는 외국인 지분이 높은 구간에서 감소할 것이다.

2. 실증분석모형

본 논문에서는 이익조정 측정치로서 재량적 발생액(discretionary accruals, 이하 ‘DA’)을 이용한다. 발생액은 경영자가 조정할 수 없는 비재량적 발생액(NDA)과 임의적으로 조정이 가능한 재량적 발생액으로 구성되어 있으므로 이익조정 여부는 재량적 발생액의 유의성 여부를 검증함으로써 판단할 수 있다. 우선 총발생액은 Hribar and Collins(2002)의 현금흐름표를 사용한 방법에 따라 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감하여 추정하였다. 그리고 발생액 중에서 재량적인 부분을 측정하기 위하여 수정존스모형(Modified Jones Model)을 사용하였다. 기존의 이익조정 검증방법은 연구대상기업의 경영성과에 따라 이익조정 여부가 결정될 수 있다는 문제점이 있다. 따라서 본 연구에서는 경영성과를 적절히 통제하여 연구의 신뢰성을 향상시키고자 Kothari et al.(2005)의 성과통제모형을 이용한 성과통제수정존스모형을 이용하여 분석을 수행하였다. 본 연구에서는 다음과 같은 성과통제수정존스모형을 적용하여 재량적 발생액(MJDA)을 산출한다.

$$TA_{it}/A_{it} = \alpha_0 + \alpha_1(\Delta REV_{it}/A_{it} - \Delta REC_{it}/A_{it}) + \alpha_2(PPE_{it}/A_{it}) + \alpha_3(ROA_{it}/A_{it}) + \varepsilon_{it} \quad (\text{식 1})$$

<변수 정의>

TA_{it} : i기업의 t년도의 총발생액,
 ΔREV_{it} : i기업의 t년도의 매출액의 변동,
 ΔREC_{it} : i기업의 t년도의 매출채권의 변동,
 PPE_{it} : i기업의 t년도의 유형자산,
 ROA_{it} : i기업의 t년도의 총자산수익률,
 A_{it} : i기업의 t년도의 총자산의 평균

기업공개 기업을 대상으로 한 분석을 검증하기 위해 분석대상 기업에 해당되는 기업공개 기업을 제외한 산업표본을 사용하여 산업-연도별로 회귀식의 계수를 추정한다. 추정된 회귀계수를 다음의 (식 2)에 적용하여 기업공개 기업 i 의 t 년도 수정존스모형에 의한 재량적 발생액(MJDA)을 산출한다.

$$MJDA_{it} = TA_{it}/A_{it} - \{ \alpha_0/A_{it} + \alpha_1(\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it})/A_{it} + \alpha_2 PPE_{it}/A_{it} + \alpha_3 ROA_{it}/A_{it} \} \quad (\text{식 } 2)$$

<변수 정의>

TA_{it} : i 기업의 t 년도의 총발생액,
 ΔREV_{it} : i 기업의 t 년도의 매출액의 변동,
 ΔREC_{it} : i 기업의 t 년도의 매출채권의 변동,
 PPE_{it} : i 기업의 t 년도의 유형자산,
 ROA_{it} : i 기업의 t 년도의 총자산수익률,
 A_{it} : i 기업의 t 년도의 총자산의 평균

기업공개 시점의 경영자 지분과 외국인 지분이 이익조정에 미치는 영향을 나타내는 [연구가설]을 검증하기 위해 다음과 같은 모형을 설정하였다.

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(MO)_{it} + \beta_2(MO)_{it} * (MO)_{it} + \beta_3(MO)_{it} * (foreign)_{it} + \beta_4(MO)_{it} * (MO)_{it} * (foreign)_{it} + \beta_5(VENTURE)_{it} + \beta_6(AUDIT)_{it} + \beta_7(DEBT)_{it} + \beta_8(SIZE)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{식 } 3)$$

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(MO)_{it} + \beta_2(MO)_{it} * (foreign)_{it} + \beta_3(VENTURE)_{it} + \beta_4(AUDIT)_{it} + \beta_5(DEBT)_{it} + \beta_6(SIZE)_{it} + \varepsilon_{it} \quad (\text{식 } 4)$$

<변수 정의>

MJDA : 성과통제 수정존스모형에 의한 재량적 발생액
 MO : 특수관계자 포함한 경영자지분율
 $foreign^4$: 외국인 지분율이 평균보다 크면 1, 아니면 0
 $VENTURE$: 벤처기업 여부
 $AUDIT$: 감사법인이 big firm이면 1, 아니면 0
 $DEBT$: 부채총계/자본총계
 $SIZE$: 기초총자산의 자연로그 값

(식 3)과 (식 4)에서 다음과 같은 통제변수가 포함되었다. 코스닥 등록기업의 경우 벤처기업과 일반기업의 이익조정크기가 다르게 발생하기 때문에 통제변수에 벤처기업 여부를 포함하였다(윤순석·김효진, 2007). Non-Big6보다 Big6 감사인에게 감사받은 피감사기업의 재량적 발생액이 더 낮다는 연구결과에 따라 감사인 더미(AUDIT)를 이용하여 감사효과를 통제하였다(Becker

4) 외국인지분율을 연속형 변수로 하여 분석을 수행할 경우 연속형 변수들의 교차변수는 분석결과를 명확하게 해석하는데 어려움이 있으므로 외국인 지분율을 평균을 중심으로 1, 0으로 나누어 분석을 수행하였다.

et al., 1998). 그리고 부채비율에 따른 경영자의 이익조정 가능성을 통제하기 위해 DEBT변수를 포함하였다. 부채비율이 높을수록 부채계약이 위반될 가능성이 높으므로 경영자의 이익조정 가능성이 높아질 가능성이 존재한다(Defond and Jambalvo 1994). 또한, 높은 부채비율은 재무적 곤경에 처한 기업은 계약의 재협상을 위해 이익을 감소시키는 유인을 가지게 되며 이로 인해 큰 음(-)의 재량적 발생액이 나타나기도 한다(DeAngelo et al., 1994). 기업규모(SIZE)는 기초총자산의 자연로그 값으로 기업의 규모가 클수록 정보의 비대칭성이 작아지므로 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함시켰다.

3. 표본선정과 자료수집

본 연구는 2000년부터 2006년까지 코스닥 시장에서 신규 등록한 기업⁵⁾으로 기업공개 년도와 기업공개 직후 년도를 대상으로 표본 선정하였다. 그리고 다음과 같은 표본선정 기준을 만족시키는 기업으로 구성하였다.

- ① 금융업에 속하거나 결산월이 12월이 아닌 기업을 제외한다.
- ② 음의 순자산을 가진 기업-연도 표본은 제외한다.
- ③ 재무자료 및 지분을 자료가 이용 가능한 기업이다.
- ④ 사업보고서에서 경영자지분을 자료가 확실한 기업이다.

재무자료의 비교가능성을 위해 금융업에 속하거나 결산월이 12월이 아닌 기업을 제외하였고, 비정상적인 기업을 제외하기 위해 순자산이 음인 기업-연도는 제외하였다. 또한, Kis-Value를 통해 재무자료와 지분율에 필요한 자료를 수집하였다. 경영자지분을 자료를 확보하기 위해 사업보고서의 임원현황에서 임원의 보유주식수와 최대주주 및 그 특수관계인의 주식소유현황에서 최대주주 및 특수관계자 지분율 자료를 확보하였다.⁶⁾⁷⁾ 위의 조건을 만족하는 코스닥 시장의 기업공개기업은 860기업-연도 개다.

5) 코스닥시장의 상장요건은 <표 1>에 제시되어 있다.

6) TS2000을 통해서 경영자의 지분율을 임원 보유주식수와 최대주주 및 특수관계자 지분율 자료를 확보할 수 있다. 하지만, 기업공개 이전 연도의 숫자는 TS2000에서 공개하는 숫자와 차이가 많이 발생하여 수작업을 통해 경영자 지분율 획득하였다.

7) 경영자 지분(MO1)은 사업보고서 상의 대주주 1인의 특수관계자에 속하면 특수관계자를 포함한 지분율로, 속하지 아니하면 사업보고서 상의 임원 보유주식수를 통해 경영자 자신의 지분율로 하였다. 경영자 지분율(MO2)은 임원 보유주식수를 통한 경영자 자신의 지분율로 계산되었다. 본 연구의 분석에서는 특수관계자를 포함한 경영자 지분(MO1)을 이용하여 검증하였고, MO변수로 표현하였다. 즉, 특수관계자 지분을 고려한 최고경영자 1인의 지분을 이용하였다. 또한, 경영자는 대표이사 직함을 쓰는 자로 2명 이상이 대표이사 직함을 사용하는 경우, 대표이사의 이해가 동일하다는 가정 하에 대표이사 지분의 합으로 경영자 지분을 계산하였다.

〈표 1〉 코스닥시장 기업공개 요건 중 재무요건

요 건	1999, 2000	2001, 2002	2003	2004	2005	2006
자본금						
일반	5억 이상	5억 이상	5억 이상	10억 이상	10억 이상	30억 이상
벤처	-	-	-	5억 이상	5억 이상	15억 이상
자본상태						
일반	자본잠식 없음	자본잠식 없음	자본잠식 없음	자본잠식 없음	자본잠식 없음	자본잠식 없음
벤처	-	-	자본잠식 없음	자본잠식 없음	자본잠식 없음	자본잠식 없음
부채비율						
일반	동업종 평균 1.5배 미만	100% 또는 동업종 평균 1.5배 미만	100% 또는 동업종 평균 1.5배 미만	100% 또는 동업종 평균 1.5배 미만	100% 또는 동업종 평균 1.5배 미만 (기업의 계속성 인정시 적용배제)	-
벤처	-	-	-	-	-	-
경영성과						
일반	경상이익 실현	경상이익 실현	경상이익 실현	경상이익 실현	경상이익 실현	경상이익 실현
벤처	-	-	-	경상이익 실현	경상이익 실현	경상이익 실현
자기자본 이익률						
일반	-	-	-	10% 이상	10% 이상	10% 이상 또는 이익규모 20억 이상
벤처	-	-	-	5% 이상	5% 이상	5% 이상 또는 이익규모 10억 이상
경과년수						
일반	3년 이상	3년 이상	3년 이상	3년 이상	3년 이상	3년 이상
벤처	-	-	-	-	-	-
감사의견	적정, 한정(감사범위 제한제외)	적정, 한정(감사범위 제한제외)	적정, 한정(감사범위 제한제외)	적정	적정	적정

출처 : 코스닥 협회(www.kosdaqca.or.kr), 최신개정법규

<표 2>에서는 2000년부터 2006년까지 기업공개 한 총 430개의 기업을 대상으로 기업의 연도별, 산업별 기업의 수가 제시되어 있다. 기업공개 기업의 수는 일정한 패턴을 갖고 있지 않고, 2002년도는 가장 많은 수의 기업(93개)이 기업공개 한 것으로 나타났다. 산업별로는 전기·전자

업에 속하는 표본이 약 29% (121개), 서비스업이 약 20% (85개) 순으로 나타났다.

〈표 2〉 연도별, 산업별 신규공개 기업의 분포

Industry	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	#IPO (% of Total)
운수장비	2 (0.47)	3 (0.70)	2 (0.47)	3 (0.70)	0 (0.00)	2 (0.47)	2 (0.47)	14 (3.26)
음식료품	0 (0.00)	0 (0.00)	0 (0.00)	0 (0.00)	0 (0.00)	0 (0.00)	2 (0.47)	2 (0.47)
섬유, 의복	1 (0.23)	1 (0.23)	3 (0.70)	1 (0.23)	1 (0.23)	0 (0.00)	0 (0.00)	7 (1.63)
종이, 목재	3 (0.70)	1 (0.23)	4 (0.93)	1 (0.23)	3 (0.70)	1 (0.23)	0 (0.00)	13 (3.02)
화학	12 (2.79)	4 (0.93)	6 (1.40)	6 (1.40)	1 (0.23)	4 (0.93)	1 (0.23)	34 (7.91)
비금속광물	0 (0.00)	4 (0.93)	5 (1.16)	1 (0.23)	0 (0.00)	3 (0.70)	3 (0.70)	16 (3.72)
건설업	3 (0.70)	1 (0.23)	1 (0.23)	0 (0.00)	0 (0.00)	1 (0.23)	0 (0.00)	6 (1.40)
도매 및 소매업	5 (1.16)	8 (1.86)	11 (2.56)	1 (0.23)	4 (0.93)	2 (0.47)	0 (0.00)	31 (7.21)
금속산업	3 (0.70)	5 (1.16)	6 (1.40)	0 (0.00)	1 (0.23)	2 (0.47)	2 (0.47)	19 (4.42)
전기, 전자	14 (3.26)	19 (4.42)	23 (5.35)	21 (4.88)	18 (4.19)	18 (4.19)	8 (1.86)	121 (28.14)
기계	13 (3.02)	13 (3.02)	7 (1.63)	6 (1.40)	6 (1.40)	14 (3.26)	16 (3.72)	75 (17.44)
서비스업	13 (3.02)	19 (4.42)	23 (5.35)	8 (1.86)	6 (1.40)	8 (1.86)	8 (1.86)	85 (19.77)
기타	0 (0.00)	2 (0.47)	2 (0.47)	0 (0.00)	1 (0.23)	2 (0.47)	0 (0.00)	7 (1.63)
#IPO (% of total)	69 (16.05)	80 (18.60)	93 (21.63)	48 (11.16)	41 (9.53)	57 (13.26)	42 (9.77)	430 (100)

IV. 실증분석결과

1. 기술통계와 상관관계분석

<표 3>는 [연구가설]을 검증하기 위한 주요 변수들의 기술통계가 제시되어 있다. <Panel A>는 공개기업을 대상으로 기업공개 연도와 기업공개 1년 후를 모두 포함한 변수들의 기술통계이다. 총 기업-년도 수는 860개로 성과통제 수정존스모형에 의한 재량적 발생액(MJDA)의 평균은 0.0048(중위수 0.0086)로 평균적으로 양의 재량적 발생액이 나타남을 알 수 있다. 경영자 지분(MO)은 평균 40.89%(중위수 41.03%)로 평균적으로 경영자는 지분을 많이 소유함을 알 수 있다.⁸⁾ 그리고 외국인의 경우 평균적으로 3.75% 정도 지분을 소유하고 있는 것으로 나타났다. 공개기업 중 약 29.77%의 기업이 벤처기업이고, 약 53.37%의 기업이 Big-firm으로부터 감사를 받는 것으로 나타났다. 부채비율(DEBT)은 평균 0.6743(중위수 0.4873)로 나타났고, 기초총자산의 자연로그 값으로 계산한 기업규모(SIZE)는 평균 24.28(중위수 24.21)로 나타났다. <Panel B>는 공개기업(IPO 기업)을 대상으로 기업공개 연도 변수들의 기술통계이다. 총 기업-년도 수는 430개로 MJDA의 평균은 0.0191(중위수 0.0191)로 전체 기업-연도의 MJDA 보다 높은 것으로 나타났다. 경영자 지분(MO)은 평균 41.88%(중위수 41.47%)이고, 외국인 지분(FOREIGN)은 평균 2.57%로 나타났다. 공개기업 중 약 29.77%의 기업이 벤처기업이고, 약 53.95%의 기업이 Big-firm으로부터 감사를 받는 것으로 나타났다. 부채비율(DEBT)은 평균 0.5954(중위수 0.4578)로 나타났고, 기업규모(SIZE)는 평균 24.23(중위수 24.12)로 나타났다. <Panel C>는 공개기업(IPO 기업)을 대상으로 기업공개 1년 후 시점 변수들의 기술통계이다. 총 기업-년도 수는 430개로 MJDA의 평균은 -0.0096(중위수 -0.0027)로 기업공개 시점과는 달리 음의 재량적 발생액이 나타났다. 이는 기업공개 연도의 이익 상향조정으로 인해 공개 다음연도에 발생액 반전현상이 나타남을 보여주고 있다(윤순석·김효진, 2007). 경영자 지분(MO)은 평균 39.91%(중위수 40.11%)이고, 외국인 지분(FOREIGN)은 평균 4.93%로 Panel B보다 평균적으로 낮은 경영자 지분과 높은 외국인 지분을 보이고 있다. 이는 기업공개 이후의 지분 분산효과로 나타난 결과이다. 공개기업 중 약 29.77%의 기업이 벤처기업이고, 약 52.79%의 기업이 Big-firm으로부터 감사를 받는 것으로 나타났다. 부채비율(DEBT)은 평균 0.7533(중위수 0.5128)로 나타났고, 기업규모(SIZE)는 평균 24.34(중위수 24.32)로 나타났다.

8) 백상미 등(2011)에 의하면 코스닥 등록기업 전체의 경영자 지분을 평균은 32.04%정도이다.

〈표 3〉 공개기업 주요 변수들의 기술통계

<Panel A> 전체 기업공개 주요 변수들의 기술통계						
변 수	N	Mean	Median	STD	Min	Max
MJDA	860	0.0048	0.0086	0.1356	-1.0217	0.5418
MO	860	0.4089	0.4103	0.1721	0.0000	1.0000
FOREIGN	860	0.0375	0.0000	0.0860	0.0000	0.5611
VENTURE	860	0.2977	0.0000	0.4575	0.0000	1.0000
AUDIT	860	0.5337	1.0000	0.4992	0.0000	1.0000
DEBT	860	0.6743	0.4873	0.7856	0.0293	13.9590
SIZE	860	24.2830	24.2134	0.7132	22.5257	26.9343
<Panel B> 기업공개 시점 주요 변수들의 기술통계						
변 수	N	Mean	Median	STD	Min	Max
MJDA	430	0.0191	0.0191	0.1255	-0.7295	0.4621
MO	430	0.4188	0.4147	0.1687	0.0000	1.0000
FOREIGN	430	0.0257	0.0000	0.0685	0.0000	0.5166
VENTURE	430	0.2977	0.0000	0.4578	0.0000	1.0000
AUDIT	430	0.5395	1.0000	0.4990	0.0000	1.0000
DEBT	430	0.5954	0.4578	0.4883	0.0293	3.4513
SIZE	430	24.2251	24.1240	0.6960	22.6505	26.9343
<Panel C> 기업공개 1년 후 시점 주요 변수들의 기술통계						
변 수	N	Mean	Median	STD	Min	Max
MJDA	430	-0.0096	-0.0027	0.1438	-1.0217	0.5418
MO	430	0.3991	0.4011	0.1751	0.0000	0.8216
FOREIGN	430	0.0493	0.0016	0.0991	0.0000	0.5611
VENTURE	430	0.2977	0.0000	0.4578	0.0000	1.0000
AUDIT	430	0.5279	1.0000	0.4998	0.0000	1.0000
DEBT	430	0.7533	0.5128	0.9924	0.0324	13.9590
SIZE	430	24.3409	24.3186	0.7262	22.5257	26.7843

MJDA : i기업 t년도의 성과통제 수정존스모형에 의한 재량적 발생액

MO : i기업 t년도의 특수관계자 포함한 경영자지분을

FOREIGN_{it} : i기업 t년도의 외국인 지분을

VENTURE : i기업 t년도의 벤처기업 여부

AUDIT : i기업 t년도의 감사법인이 big firm이면 1, 아니면 0

DEBT : i기업 t년도의 부채총계/자본총계

SIZE : i기업 t년도의 기초총자산의 자연로그 값

<표 4>는 공개기업을 대상으로 주요 변수들의 피어슨 상관관계를 분석한 결과이다. 성과통제 수정존스모형을 통한 재량적 발생액(MJDA)은 경영자 지분(MO)과 유의한 양의 관계가 존재하는 것으로 나타났고, 외국인 지분(FOREIGN)은 유의한 음의 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한, 경영자 지분과 외국인 지분 사이는 유의한 음의 관계가 있는 것으로 나타났다. AUDIT변수와 FOREIGN 변수와 유의한 양의 관계가 나타나 외국인 지분이 높은 기업일수록 Big-firm으로부터 감사를 받음을 간접적으로 알 수 있다. 즉, 공개기업에서 외국인 주주의 감시·감독 업무로 인해 감사품질효과가 발생하는 것으로 설명할 수 있다. 외국인 지분이 클수록 부채비율은 작게, 기업규모는 크게 나타났다.

<표 4> 공개기업 주요 변수들의 상관관계 분석

	MO1	FOREIGN	VENTURE	AUDIT	DEBT	SIZE
MJDA	0.1419***	-0.1252***	0.0040	-0.0209	-0.0265	-0.0142
MO1		-0.0989***	-0.1197***	-0.0249	-0.0287	0.0422
FOREIGN			-0.0072	0.0889***	-0.0669**	0.3113***
VENTURE				0.0070	-0.1134***	-0.1684***
AUDIT					-0.0305	0.1558***
DEBT						0.0740**

MJDA : i기업 t년도의 성과통제 수정존스모형에 의한 재량적 발생액

MO : i기업 t년도의 특수관계자 포함한 경영자지분을

FOREIGN_{it} : i기업 t년도의 외국인 지분을

VENTURE : i기업 t년도의 벤처기업 여부

AUDIT : i기업 t년도의 감사법인이 big firm이면 1, 아니면 0

DEBT : i기업 t년도의 부채총계/자본총계

SIZE : i기업 t년도의 기초총자산의 자연로그 값

2. 연구가설 검증결과

본 연구는 경영자의 기회주의적 행동이 강화되는 기업공개시장을 대상으로 외국인 지분이 경영자의 기회주의적 행동을 감시하고 견제할 수 있는지에 관한 [연구가설]을 검증하였다. <표 5>는 성과통제 수정존스모형의 재량적 발생액(MJDA)을 종속변수로 하여 경영자 지분과 경영자의 이익조정행위와의 관계가 일반적인 선형관계가 아닌 비선형관계가 존재한다는 백상미 등(2011)의 연구를 고려하여 경영자지분을 제공한 값(sq_MO)을 추가적으로 포함시켰다. 경영자지분과 이익조정과의 관계가 비선형모형이라면 MO변수는 유의한 양의 값이, MO변수의 제곱값은 유의한 음의 값이 예상된다. MJDA를 종속변수로 하여 분석한 검증 결과, 외국인 지분을 포함시키는 경우에도 선행연구와 동일하게 기업공개 시점에는 경영자지분과 이익조정과의 관계가 유의한

양의 값으로 나타나고, 기업공개 이후 시점에는 MO변수는 유의한 양의 값으로 sq_MO변수는 유의한 음의 값이 나타났다. 외국인 지분을 평균보다 크면 1, 아니면 0으로 하여 경영자 지분과 이익조정과의 관계를 살펴본 결과, 기업공개 시점에 외국인 지분이 큰 기업일수록 경영자 지분 증가에 따른 이익조정이 감소하는 것으로 나타났다(MO_fore : -0.0918 ; t=-2.20).

〈표 5〉 공개기업의 경영자 지분과 외국인 지분이 이익조정에 미치는 영향 분석

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(MO)_{it} + \beta_2(MO)_{it} * (MO)_{it} + \beta_3(MO)_{it} * (foreign)_{it} + \beta_4(MO)_{it} * (MO)_{it} * (foreign)_{it} \\ + \beta_5(VENTURE)_{it} + \beta_6(AUDIT)_{it} + \beta_7(DEBT)_{it} + \beta_8(SIZE)_{it} + \varepsilon_{it}$$

	IPO		IPO+1	
Intercept	-0.0990	-0.0529	-0.1253	0.0189
	-0.41	-0.22	-0.48	0.07
MO	0.0683	0.0653*	0.5545***	0.1539***
	0.56	1.79	4.10	3.77
sq_MO	-0.0413		-0.5530***	
	-0.27		-3.01	
MO_fore	-0.4489***	-0.0918**	-0.0153	-0.0048
	-2.96	-2.20	-0.10	-0.12
sq_MO_fore	0.7130**		-0.0310	
	2.46		-0.10	
VENTURE	0.0254*	0.0235*	-0.0191	-0.0093
	1.80	1.68	-1.18	-0.58
AUDIT	-0.0150	-0.0160	0.0059	0.0084
	-1.21	-1.29	0.42	0.59
DEBT	0.0241*	0.0274**	-0.0094	-0.0082
	1.89	2.15	-1.34	-1.17
SIZE	0.0053	0.0031	0.0036	-0.0013
	0.55	0.33	0.34	-0.12
Adj R-Sq	0.0390	0.0295	0.1171	0.1077
N	430	430	430	430

1) * 10%, ** 5%, *** 1% 수준에서 유의성을 나타낸다.

2) 변수 정의는 다음과 같다.

MJDA_{it} : i기업 t년도의 성과통제 수정존스모형에 의한 재량적 발생액

PWDA_{it} : i기업 t년도의 성과통제 비선형모형에 의한 재량적 발생액

MO_{it} : i기업 t년도의 특수관계자 포함한 경영자지분을

foreign_{it} : i기업 t년도의 외국인 지분율이 평균보다 크면 1, 아니면 0

VENTURE_{it} : i기업 t년도의 벤처기업 여부

AUDIT_{it} : i기업 t년도의 감사법인이 big firm이면 1, 아니면 0

DEBT_{it} : i기업 t년도의 부채총계/자본총계

SIZE_{it} : i기업 t년도의 기초총자산의 자연로그 값

그러나 기업공개 1년 후 시점에는 외국인 지분이 경영자 지분과 이익조정과의 관계에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 백상미 등(2011)의 연구와 동일하게 기업공개 이후시점과는 달리 기업공개시점에는 경영자의 이익조정 행위가 두드러지게 나타나고 있었는데, 외국인 지분은 이러한 경영자의 이익조정 행위를 견제하는 역할을 수행하여 외국인 지분의 증가와 함께 이익조정이 감소하는 결과를 보임으로써 [연구가설]을 지지하는 나타났다. 한편, 기업공개 이후시점의 경우, 기관투자자 등을 포함한 외부주주의 확대에 따른 지분분산과 감독기관 등 관련 이해관계자의 확대에 따른 감시활동이 증대됨에 경영자 지분 증가에 따른 이익조정 증가유인은 약화되며, 외국인의 감시역할도 어느 정도 제한적일 것으로 추정된다.

<표 6>은 공개기업에서 경영자 지분을 제외한 외국인 지분이 기업공개 시점에 따라 이익조정에 미치는 영향이 달라지는지를 추가분석한 결과를 보여준다. 분석 결과, 기업공개 시점과는 관계없이 외국인 지분이 증가할수록 재량적 발생액이 작아지는 것으로 나타났다. 이는 공개시점과 관계없이 외국인 주주는 경영자의 이익조정 감시활동을 수행하는 것으로 나타났다. 추가적으로 경영자 지분을 중위수와 평균으로 구분하였을 경우 외국인 지분과 이익조정과의 관계를 분석하였다. <Panel B>와 <Panel C>를 살펴보면, 경영자 지분의 중위수(평균)보다 낮은 구간에서 외국인 지분 증가에 따른 이익조정이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다($-0.4475(t=-3.11)$; $-0.4434(t=-3.10)$). 즉, 외국인 주주와 이익조정의 유의한 음의 관계는 경영자 지분이 작은 구간에서 주로 이루어짐을 알 수 있다.

<표 6> 공개기업의 외국인 지분율이 이익조정에 미치는 영향 분석

$$Y_{it} = \alpha_{it} + \beta_1(\text{FOREIGN})_{it} + \beta_2(\text{VENTURE})_{it} + \beta_3(\text{AUDIT})_{it} + \beta_4(\text{DEBT})_{it} + \beta_5(\text{SIZE})_{it} + \varepsilon_{it}$$

<Panel A> 경영자지분을 제외한 분석

	IPO	IPO+1
Intercept	-0.0694 -0.30	-0.1090 -0.42
FOREIGN	-0.2902*** -3.15	-0.1526** -2.03
VENTURE	0.0180 1.30	-0.0181 -1.13
AUDIT	-0.0150 -1.21	0.0097 0.68
DEBT	0.0231* 1.80	-0.0108 -1.52
SIZE	0.0052 0.56	0.0063 0.59
Adj R-Sq	0.0290	0.0028
N	430	430

〈표 6〉 공개기업의 외국인 지분율이 이익조정에 미치는 영향 분석 (계속)

<Panel B> 경영자지분을 중위수 기준으로 구분				
기준(중위수)	IPO		IPO+1	
	< 중위수	> 중위수	< 중위수	> 중위수
Intercept	0.0868 0.24	-0.3009 -1.03	-0.5013 -1.15	0.4416 1.64
FOREIGN	-0.4475*** -3.11	-0.0735 -0.63	-0.1883 -1.52	-0.0298 -0.38
VENTURE	0.0121 0.58	0.0362** 1.98	-0.0062 -0.24	-0.0313* -1.84
AUDIT	-0.0382* -1.97	0.0159 1.02	0.0216 0.87	-0.0134 -0.93
DEBT	0.0359* 1.92	0.0025 0.14	-0.0064 -0.48	-0.0055 -0.83
SIZE	-0.0001 -0.01	0.0132 1.12	0.0219 1.24	-0.0156 -1.47
<Panel C> 경영자지분을 평균 기준으로 구분				
기준(평균)	IPO		IPO+1	
	<평균	>평균	<평균	>평균
Intercept	0.0734 0.20	-0.2763 -0.94	-0.5357 -1.21	0.4729* 1.79
FOREIGN	-0.4434*** -3.10	-0.0718 -0.61	-0.1962 -1.55	-0.0264 -0.35
VENTURE	0.0111 0.54	0.0392** 2.12	-0.0090 -0.34	-0.0288* -1.73
AUDIT	-0.0386** -2.00	0.0163 1.04	0.0224 0.89	-0.0136 -0.96
DEBT	0.0364* 1.96	0.0015 0.09	-0.0060 -0.45	-0.0055 -0.85
SIZE	-0.0005 -0.03	0.0138 1.17	0.0234 1.30	-0.0169 -1.62

1) * 10%, ** 5%, *** 1% 수준에서 유의성을 나타낸다.

2) 변수 정의는 다음과 같다.

FOREIGN_{it} : i기업 t년도의 외국인 지분율VENTURE_{it} : i기업 t년도의 벤처기업 여부AUDIT_{it} : i기업 t년도의 감사법인이 big firm이면 1, 아니면 0DEBT_{it} : i기업 t년도의 부채총계/자본총계SIZE_{it} : i기업 t년도의 기초총자산의 자연로그 값

V. 결 론

본 연구는 2000년부터 2006년까지 코스닥시장에 상장한 기업을 대상으로 기업공개라는 특수한 상황아래 경영자의 기회주의적 행동 유인이 외국인 지분에 의해 감소될 수 있는지 검증하고자 하였다.

대리인 문제와 관련하여 이해일치가설과 안주주의 가설이 대립해 왔는데, 이해일치가설은 경영자지분이 높을수록 주주와 경영자의 이해관계가 일치하여 대리인 비용이 줄어들게 되면서 기업가치가 증가한다고 주장하였고 관련 실증연구들은 경영자지분이 높을수록 이익조정 행위가 감소되거나 기업가치가 증가함을 보여주고 있다. 반면, 안주주의가설에 의하면, 경영자의 소유지분이 높아지면 인수·합병의 위협이 낮아지므로 경영자는 사적 이익을 극대화하려고 노력하여 기업 가치를 극대화 시키는 의사결정 아닌 경영자 자신의 이익 추구하기 위한 의사결정을 하게 된다고 주장하였고, 관련 실증연구들은 경영자지분이 증가함에 따른 사적이익 추구행위가 커지는 대리인 문제를 보고하기도 하였다. 이렇게 이해일치가설이나 안주주의가설이 첨예하게 대립하고 있는 것과는 달리 기업공개시장을 대상으로 하는 국외 연구(Aharony et al., 1993 ; Friedlan, 1994 ; Teoh et al., 1994 ; Teoh et al., 1998a, 1998b)와 국내연구(최 관과 김문철, 1997 ; 김권중 등, 2004 ; 이정연 등, 2005 ; 최정호, 2006 ; 윤순석과 김효진, 2007 ; 최종서 등, 2010 ; 백상미 등, 2011)에서는 대체로 상장 이전이나 상장년도를 중심으로 이익조정이 일어나고 있으며, 경영자지분이 증가할수록 이익조정이 커지고 있음을 보고하고 있어 안주주의 가설을 지지하는 증거를 보이고 있다. 한편, 지배주주 또는 경영자와 상충적 지위에서 논의되어왔던 외국인 주주의 경우는 대리인 관점에서는 지배주주나 경영자의 감시 역할을 수행하는 것으로 보고되어 왔다. 이에 따라, 본 연구는 경영자의 기회주의적 행동 유인이 강화될 수 있는 기업공개시장을 대상으로 외국인 주주가 경영자에 대한 감시 및 견제활동을 수행하는지를 검증하고자 [연구가설]을 설정하였다. 본 연구는 [연구가설]을 검증함에 있어, 다음과 같은 이유에서 거래소 시장이 아닌 코스닥 시장을 대상으로 분석하였다. 첫째, 코스닥 시장은 거래소 시장에 비해 감시와 견제는 상대적으로 미약하여 경영자의 기회주의적 행동이나 사적이익 추구가 보다 활발하고 더 쉽게 관찰될 수 있다는 점이다. 둘째, 코스닥 시장에 신규 상장하고자 하는 기업은 거래소 시장에 비해 완화된 상장요건을 가지고 있고, 코스닥 시장에서의 기관투자자 혹은 외부주주, 감사인에 의한 감시와 견제기능이 상대적으로 소홀할 수 있다. 이러한 두 가지 관점에서 코스닥의 시장의 기업공개와 관련하여 경영자의 사적이익추구의 수단으로 활용될 수 있는 가능성이 크고 이익조정여부가 보다 선명히 관찰될 수 있을 것이라 보았다.

가설검증 결과, 코스닥 시장에 신규 상장된 기업을 대상으로 외국인 지분에 따른 경영자 지분과 재량적 발생액과의 관계를 살펴본 결과, 기업공개 시점의 경영자 지분과 재량적 발생액의 유의한 양의 관계가 외국인 지분이 높은 구간에서는 유의한 음의 관계로 나타나고 있었다. 또한,

추가분석에서는 공개기업에서 경영자 지분을 제외한 외국인 지분이 기업공개 시점에 따라 이익 조정에 미치는 영향이 달라지는지를 분석하였는데, 기업공개 시점과는 관계없이 외국인 지분이 증가할수록 재량적 발생액이 작아지는 것으로 나타났다. 이는 외국인 주주가 경영자의 보고이익 조정유인을 감소시키는 순기능적 역할을 수행하는 것으로 해석된다.

본 연구는 국내 기업공개 시장에서 소유경영자에 의한 외부소액주주의 이익침해 가능성이 외국인 주주에 의해 완화되고 있는 점을 확인하였다는 점에서 다른 연구와 차별성이 있다. 즉, 본 연구는 경영자의 기회주의적 행동 유인이 강화되어 외부소액주주의 이익침해가능성이 존재하는 국내 기업공개시장에서 경영자의 보고이익 조정유인을 감소시키는 외국인주주의 순기능적 역할을 확인하고 있다. 본 연구는 코스닥시장에 공개하는 기업의 회계정보를 이용하는 정보이용자들은 경영자지분에 대응하는 외국인지분의 특성을 적절히 고려해야 정보유용성을 높일 수 있음을 시사하고 있다.

참고문헌

- 김권중 · 김문철 · 전중열. 2004. “신규 상장기업의 이익조정동기”. 회계학연구 제29권 제4호 : 87-116.
- 김유찬 · 황국재. 2008. “경영자 지분과 이사회 특성이 회계정보의 보수성에 미치는 효과”. 회계저널 제17권 제4호 : 225-265.
- 김종대 · 조문기. 2007. “경영자지분율과 회계정보의 가치관련성 간의 상관관계분석”. 회계학연구 제32권 제4호 : 1-27.
- 박종일. 2003. “기업지배구조와 이익조정 : 최대주주 지분율을 중심으로”. 회계학연구 제28권 제2호 : 135-172.
- 박종일 · 전규안. 2003. “거대소와 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이 및 기업지배구조 비교 분석”. 경영학연구 제32권 제2호 : 343-378.
- 백상미 · 양대천 · 김진배. 2011. “코스닥 등록 및 공개 기업의 경영자지분과 이익조정”. 회계정보연구 제29권 제3호 : 395 - 429.
- 심한택 · 허익구. 2000. “외국인투자자와 경영자의 회계적 재량”. 한국산업경영학회 경영연구 15(3) : 89 - 112.
- 양대천 · 최정미 · 변윤정. 2011. “내부회계관리제도 취약점보고와 실제이익조정”. 회계정보연구 29(2) : 319 - 344.
- 윤순석. 2001. “상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교연구”. 증권학회지 제29호 : 57-85.
- 윤순석 · 김효진. 2007. “신규등록 코스닥 벤처기업의 이익관리”. 회계정보연구 제25권 제4호 : 29-57.
- 이만우 · 노준화. 2006. “외국인 투자가 기업에 미친 영향 - 배당, 투자, 기부금 및 자기주식취득을 중심으로”. 세무와회계저널 제7권 제1호 : 7 - 25.
- 이세용 · 강성익. 2006. “외국인 투자자 지분율이 이익조정에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제5권 제2호 : 229 - 256.
- 이정연 · 박제균 · 김철기. 2005. “코스닥 신규등록기업의 이익조정에 관한 연구”. 대한경영학회지 제53호 : 2681-2700.
- 정구열 · 권수영 · 백원선. 2002. “기업소유구조와 이익의 정보효과”. 경영학연구 제31권 제6호 : 1707-1727.
- 최 관 · 김문철. 1997. “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”. 회계학연구 제22권 제2호 : 1-23.
- 최정호. 2006. “감사품질과 신규상장기업의 이익조정”. 회계학연구 제31권 제4호 : 113-143.
- 최종서 · 광영민 · 백정환. 2010. 코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익추구. 회계학연구 제35권 제3호 : 37 - 78.
- Aharony, J., C. Lin. and W. Leob. 1993. Initial Public Offerings, Accounting Choices, and Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 10 : 61-81.

- Becker, C. L. M. L. Defont, J. Jiambalvo and K. R. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earning management. *Contemporary Accounting Research* (spring) : 1-24
- Berle, A and G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*, New York, MacMillan.
- Chen, A. and L. Kao. 2005. The conflict Between Agency Theory and Corporate Control on Managerial Ownership : The Evidence from Taiwan IPO Performance. *International Journal of Business* 10(1), 39-61.
- Classens, S., Djankov, S., and Lang, L. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58 : 81 - 112.
- Darrough, M & S Rangan (2005). Do the insider manipulate earnings when they sell their shares in an initial public offering?. *Journal of accounting research* 43 : 1 - 33.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1994. Accounting choice in troubled companies. *Journal of Accounting and Economics* 17(January) : 113-143.
- Defond, M. L. and J. Jiambalvo. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 : 145-176.
- Fan, J. P. H., and T. J. Wong. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 33 (August) : 401-415.
- Friedlan, J. 1994. Accounting Choices of Issuers of Initial Public Offerings. *Contemporary Accounting Research* 11 : 1-31.
- Hribar, P. and D. W. Collins. 2002. Errors in Estimating Accruals : Implications for Empirical Research. *Journal of Accounting Research* 40(March.) : 105-134.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305-360.
- Klassen, K. J. 1997. The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-off between Financial and Tax Reporting. *The Accounting Review* 72, 455-474.
- Kothari, S., Leone, A., Wasley, C. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 163-197.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* 106 : 1113-1155.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1999. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54 : 471-518.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 2000. Investor Protection and Corporate Governace. *The Journal of Financial Economics* 58 : 3 - 27.
- Leuz, C., D. Nanda and P. D. Wysocki. 2002. Investor Protection and Earnings Management : An International Comparison, the University of Pennsylvania. *Working Paper*.
- McConnell, J. and H. Servaes. 1990. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate

- Value. *Journal of Financial Economics* 27, 595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation : an Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20 : 293-315.
- Porter, G., 1992. Capital Choice : Changing the Way America Invests in Industry. Harvard Business School.
- Sachs, J.D. and A.M. Warner. 1995. Economic Reform and the Process of Global Integration. *Brookings Papers on Economic Activity* : 1-118.
- Shleifer, A. and Vishny, R. W. 1997. A Survey of Corporate Governance. *The Journal of Finance* 52 : 737-783.
- Teoh, S., T. Wong, and G. Rao. 1994. Incentives and Opportunities for Earnings Management in Initial Public Offerings. *Working paper*, University of Michigan.
- Teoh, S., T. Wong, and G. Rao. 1998. Are Accruals during Initial Public Offerings Opportunistic? *Review of Accounting Studies* 3 : 175-208.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong. 1998a. Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* 50 : 63-99.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong. 1998b. Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings. *Journal of Finance* 53 : 1935-1974.
- Teshima, N., and A. Shuto. 2008. Managerial Ownership and Earnings Management : Theory and Empirical Evidence from Japan. *Journal of International Financial Management & Accounting* 19 : 1-37.
- Warfield, T. D., J. J. Wild and K. L. Wild. 1995. Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 : 61-91.
- Watts, R. L., 1988. Discussion of Financial Reporting Standards, Agency Costs, and Shareholder Intervention. *Journal of Accounting Literature* 7 : 125-132.

The Role of Foreign Ownership on Managerial Opportunistic Behavior in IPO Market

Baik, Sang-Mi* · Yang, Dae-Cheon**

—〈Abstract〉—

Recent studies indicate that managers have a tendency to pursue seek private interest by using the opportunities of IPO. Also, they show that earnings management is associated with managerial ownership as the evidence of managers' opportunistic behavior in IPO market. Domestic related studies explain that manager's opportunistic behavior may be more strengthened in IPO market of KOSDAQ than in that of KOSPI because of information asymmetry and mitigated requirement.

On the other hand, many researches such as Sachs and Warner(1995) and Schleifer & Vishiny(1996) emphasize that foreign ownerships play a positive role in monitoring managerial opportunistic behavior and controlling discretionary accrual choice by managers.

In this study, we aim to investigate whether earnings management by managers is mitigated by surveillance of foreign investors in the IPO market of KOSDAQ, in which strong motives of managerial opportunistic behavior can exist.

The empirical results shows that there is inverse relation between foreign ownership and discretionary accrual though high density of managerial ownership induces high level of discretionary accrual in IPO period. It means that foreign ownership can surveil and control managerial opportunistic behavior in IPO market.

This paper contributes to the accounting literature by verifying a positive role of foreign ownership in controlling managerial opportunistic behavior and discretionary accrual choices in IPO market. Also, It implies that stakeholder and information user of IPO company need to consider conflicting attributes of foreign ownership and managerial ownership to increase usefulness of accounting information.

〈Key words〉 IPOs, Managerial ownership, Foreign ownership, Earnings management

* Ph. D. in Accounting, Korea University

** Assistant Professor, School of Business Administration, Chung-Ang University