

경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향

전홍민(주저자)
 충북대학교 경영대학 조교수
 (hmchun@cbnu.ac.kr)
 한혜상(공동저자)
 고려대학교 경영대학 박사과정
 (hansang@korea.ac.kr)
 유용근(교신저자)
 고려대학교 경영대학 부교수
 (yooyk@korea.ac.kr)

본 연구는 한국 기업을 대상으로 경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 최근 들어 회계규제가 강화되면서 감사인 또는 감독당국에게 제재를 받을 수 있는 재량적 발생액 등을 활용한 회계적 이익조정보다는 매출, 생산, 비용 등 실제 영업활동을 조정함으로써 보고이익을 조정하는 실물적 이익조정이 보다 많이 활용되고 있다는 실증 결과들이 보고되고 있다. 그러나 이러한 실물적 이익조정은 해당 기업들의 최적 영업활동을 저해함으로써 장기영업성과를 저하시키고 자기자본비용을 증가시키는 등 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다. 이에 본 연구에서는 경영자 지분율이 회계적 이익조정에 미치는 영향에 대하여 분석한 선행연구를 확장하여 경영자 지분율이 실물적 이익조정에는 어떠한 영향을 미치는지를 실증적으로 분석하였다. 우리나라의 유가증권 및 코스닥 시장에 상장되어 있는 2003년부터 2008년까지의 4,731개 기업/연도 관측치를 대상으로 실증분석을 실시한 결과, 경영자 지분율이 증가할 경우 선행연구에서 보고된 바와 같이 회계적 이익조정 규모는 증가하는 것으로 나타났으나, 실물적 이익조정의 규모는 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 해당 기업에 대해 보다 높은 지분을 소유하고 있는 경영자일수록 해당 기업의 장기영업성과와 자기자본비용 등에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 보다는 재량적 발생액 등을 활용한 회계적 이익조정을 통해 보고이익을 조정하고 있다고 해석될 수 있다. 본 연구는 국내 기업을 대상으로 경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향을 최초로 분석했다는 점에서 경영자 지분율이 회계적 이익조정에 미치는 영향만을 분석한 국내의 선행연구를 확장하여 경영자 지분율이 회계적 또는 실물적 이익조정에 미치는 영향에 대하여 종합적인 실증 분석을 실시했다는 점에서 추가적인 공헌점을 가질 수 있을 것으로 기대된다.

주제어: 경영자 지분율; 실물적 이익조정; 회계적 이익조정

1. 서론

본 연구는 한국기업을 대상으로 경영자 지분율이 실물적 영업활동을 통한 이익조정에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 보다 구체적으로 본 연구는 경영자 지분율과 실물적 이익조정규모 대용치 간의 상관관계를 분석함으로써 경영자가 해당 기업의 지

분을 보다 많이 보유할수록 실물적 이익조정을 보다 많이 또는 적게 활용하는지 여부를 실증적으로 분석하였다.

실물적 영업활동을 통한 이익조정(이하 실물적 이익조정)은 매출, 생산, 비용 등 실물적인 영업활동의 인위적인 변경을 통해서 보고이익을 상향적 혹은 하향적으로 조정하는 행위로 정의된다(Roychowdhury 2006). Gunny (2005)는 경영자의 실물적 이익조

정이 재량적 발생액 등을 활용한 회계적 이익조정과는 달리 감사인 또는 감독당국이 규제할 수 있는 대상이 되지 못하지만, 기업의 최적 영업활동을 저해함으로써 해당 기업의 장기영업성과 등에 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문에 이에 대한 연구가 필요하다고 제안하였다. 특히 Cohen et al. (2008)은 회계규제가 강화될수록 경영자는 잠재적인 법적 비용이 상대적으로 작게 드는 실물적 이익조정을 활용하려는 경향이 높아진다고 주장하며, 실물적 이익조정에 대한 심도 깊은 연구가 필요함을 역설하였다. 회계적 이익조정의 경우 감사인, 감독당국 등이 규제를 할 수 있는 법적인 근거를 가지고 있고 이들에 의해 회계적 이익조정이 실제로 줄어든다는 실증결과(Palmrose 1986; 나종길 2004)들이 있지만, 실물적 이익조정의 경우 경영자들이 자의적인 의사결정을 통해 해당 기업의 영업활동 자체를 변경하여 보고이익을 조정하는 것이기 때문에 감사인이나 감독당국이 이를 법적으로 규제할 수 있는 근거가 없기 때문이다.¹⁾ 이러한 제안에 따라 실물적 이익조정이 해당 기업에 미치는 경제적인 영향을 분석한 국내의 선행연구들은 대체적으로 실물적 이익조정이 해당 기업의 장기적 영업성과를 저하시키고 자기자본비용을 증가시키는 등의 부정적인 영향을 미친다고 보고하였다(Gunny 2005; 김지홍 외 2인 2009; Kim and Sohn 2009; Leggett et al. 2009; 전홍민, 차승민 2012).

기존의 재무 및 회계분야의 선행연구들은 소유와 경영이 분리되어 있는 기업 소유구조 하에서 경영자와 주주간의 정보 불균형이 나타날 수 있고 이로 인해서 대리인 비용이 발생한다고 주장하였다(Jensen

and Meckling 1976; Stulz 1988). 이러한 상황에서 일부 연구는 경영자가 해당 기업에 대해 보다 높은 수준의 지분을 소유하고 있을 경우 해당 기업에 대한 외부의 견제와 감시가 줄어들어 자신들의 기득권을 우선시하는 의사결정을 수행함으로써 결과적으로 대리인 비용이 높아지고 이에 따라 기업가치가 하락한다는 기득권 유지가설을 주장하였다(Demsetz 1983; Morck et al. 1988). 하지만 이와는 반대로 경영자가 해당 기업에 대해 보다 많은 지분을 소유할수록 주주와의 이해관계가 일치하게 되어 대리인비용이 감소하게 될 것이라는 주장도 제기되었다(Jensen and Meckling 1976; Stulz 1988). 예를 들어 Jensen and Meckling (1976)은 소유와 경영이 분리되어 있는 기업소유구조 하에서 경영자 지분율이 증가하면 이는 경영자가 해당 기업을 소유하는 것과 유사한 결과를 가져와 결론적으로 경영자의 대리인비용을 감소시킬 수 있다고 주장하였다.

이러한 이론적 배경하에서 경영자 지분율이 이익조정에 미치는 영향에 대해서 분석한 선행연구는 주로 경영자 지분율에 따라 재량적 발생액을 통한 회계적 이익조정의 규모가 어떻게 변하는지를 실증적으로 분석하였는데 대체로 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유하고 있을수록 회계적 이익조정을 더욱 적극적으로 활용하는 것으로 나타났다(Cheng and Warfield 2005; 김종대, 조문기 2007; 백상미 외 2인 2011). 특히, 미국 기업을 대상으로 경영자 지분율과 회계적 그리고 실물적 이익조정간 상관관계를 동시에 실증 분석한 Cohen et al. (2008)에 따르면 Sarbanes Oxley (SOX)법

1) 전홍민 외 2인 (2011)은 기관투자자 비율이 높은 기업일수록 실물적 이익조정이 줄어드는 것으로 보고하였으며, 김유찬, 강유식 (2011)은 기업지배구조가 좋은 기업일수록 실물적 이익조정이 줄어든다고 보고하였다. 이와 같이 감사제도나 법적 규제 외에 실물적 이익조정에 영향을 줄 수 있는 외적 메커니즘에 대한 연구가 일부 진행되고 있으나 아직도 관련 연구는 미비한 실정이다.

이 통과된 이후 경영자 지분율이 높아질수록 법적 비용을 고려하여 회계적 이익조정에 비해 실물적 이익조정을 이익조정 수단으로 보다 많이 활용하고 있다고 보고되었다.

본 연구는 미국 기업을 대상으로 경영자 지분율과 회계적 또는 실물적 이익조정규모와의 상관관계를 실증 분석한 Cohen et al. (2008)의 연구를 한국 기업에 적용하여 경영자 지분율이 회계적 이익조정 규모에 미치는 영향만을 분석한 국내의 선행연구에 추가적인 실증결과를 보고하고자 하였다. 이는 많은 선행연구들이 우리나라의 회계 및 법적 규제가 미국에 비해 약한 것으로 보고하고 있고(예: Leuz et al. 2003) 우리나라 기업의 지배구조 역시 미국 기업들과 다른 상황에서 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 실증결과가 우리나라 기업에 대해서는 적용되지 않을 가능성이 있기 때문이다.

보다 구체적으로 우리나라는 1997년 IMF위기 이후 분식회계와 관련된 법적 제도와 각종 회계 규제를 강화하여 왔으나, 미국과 달리 회계규제와 관련된 SOX법과 같은 명문화된 법제 등은 아직 미비한 실정이다.²⁾ 아울러 우리나라도 집단소송제도 등을 도입하였으나 실제로 경영자에 대해 소송이 제기된 사례 등이 거의 없어 경영자가 직면하는 소송위험 역시 미국에 비해 낮은 상황이다. 이와 더불어 실물적 이익조정을 자율적으로 규제할 수 있는 메커니즘과 관련하여 기관투자자를 포함한 기타 주주들의 실질적 영향력 등 기업지배구조에 있어서도 미국과 많

은 차이를 보이고 있는 것이 사실이다.³⁾

이러한 제도적 환경하에서 우리나라의 경우 경영자가 해당 기업에 대해 보다 많은 지분을 소유할수록 자신들의 이익을 추구하기 위하여 이익조정을 수행할 수 있는데 만일 우리나라의 회계 또는 법적 규제가 약하고 이에 따라 소송위험이 낮다면 해당 기업의 장기영업성과에 실질적으로 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 보다는 여전히 회계적 이익조정을 선호할 가능성이 있다. 나아가 미국과 달리 소유와 통제가 완전히 분리되지 않은 우리나라의 기업지배구조 하에서는 재벌 총수를 포함한 경영자 지분율이 높아질수록 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 오히려 억제하고자 할 유인마저 존재할 수 있다. 즉, 우리나라의 경우 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 연구결과처럼 경영자 지분율이 높을수록 법적 비용에 대한 부담 등으로 인해서 회계적 이익조정보다 실물적 이익조정을 더 많이 활용할 가능성도 있지만, 법적 규제에 따른 제반 비용이 낮고 소유와 통제가 분리되지 않은 상황에서 우리나라의 경영자들은 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 오히려 억제할 가능성도 존재한다. 따라서 우리나라의 경영자가 해당 기업에 대하여 보다 많은 지분을 소유할수록 실물적 이익조정규모가 증가할지 또는 감소할지 여부는 사전적으로 볼 때 실증분석 과제라 할 수 있을 것이다.

한국의 유가증권 또는 코스닥시장에 상장되어 있

2) Bhattacharya et al. (2001)의 연구에 따르면 법적 제도 등이 완비된 선진국에 비해 개발도상국 기업들의 이익조정규모가 더욱 큰 것으로 나타났으며, 특히 한국의 경우 분석대상 40개 국가 중 38위에 기록될 만큼 이익조정규모가 큰 것으로 나타났다.
3) 박경서 외 2인(2004)은 기업지배구조를 기업의 목적을 달성하기 위하여 기업 및 경영진을 감시하고 통제하는 의사결정구조 및 의사결정과정으로 정의하였다. 우리나라의 경우 기업지배구조의 개선을 위하여 사외이사제도의 확산, 대표소송요건의 완화, 감사위원회제도 등을 시행하고 있다. 그러나 우리나라는 미국 등 선진국과는 다르게 기업집단과 같은 특수한 형태의 기업구조가 존재하고, 실질적으로 재벌총수1인에게 모든 통제 및 소유권한이 부여되어 있는 등 소유와 통제가 실질적으로 분리되어 있는 선진국과는 구별되는 특수한 대리인 비용이 존재할 수 있다(김병호 2002).

는 2003년부터 2008년까지 총 4,731기업/연도 관측치를 이용하여 경영자 지분율과 회계적 그리고 실물적 이익조정규모 대용치와의 상관관계를 분석한 결과, 국내외 선행연구와 같이 경영자 지분율이 높아질수록 회계적 이익조정규모는 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 실증결과와는 반대로 우리나라의 경우 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할수록 실물적 이익조정규모는 오히려 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 우리나라 경영자의 경우 해당 기업에 대하여 보다 많은 지분을 소유할수록 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 보다는 소송위험 등이 낮은 법적 환경 하에서 재량적 발생액 등을 통한 회계적 이익조정을 보다 더 활용하고 있다고 해석할 수 있을 것이다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 먼저 한국기업을 대상으로 경영자 지분율과 실물적 이익조정규모의 상관관계에 대하여 최초로 실증분석 결과를 보고하였다는 점이다. 즉, 기존에 한국기업을 대상으로 경영자 지분율과 회계적 이익조정규모와의 상관관계에 대해서 분석한 선행연구는 있었지만, 경영자 지분율이 회계적 이익조정규모 뿐만 아니라 실물적 이익조정규모에 미치는 영향까지 종합적으로 분석한 연구가 없었던 만큼, 우리나라 경영자의 지분율이 전반적인 이익조정에 미치는 영향을 분석했다는 점에서 기존 국내 연구에 추가적인 공헌점을 가질 것으로 기대된다. 한편, 미국 등 선진국과 다른 법적 환경 및 기업지배구조를 가지고 있는 우리나라의 특수상황에서 미국 기업을 대상으로 경영자 지분율과 실물적 이익조정규모간 상관관계를 분석한 선행연구와 상반된 실증결과를 보고함으로써, 경영자의 이익조정 유인에 따른 이익조정수단의 선택에 있어 이와

같은 제반 환경을 고려해야 한다는 추가적인 시사점도 제시할 수 있을 것이다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제2장에서는 선행연구들을 살펴보고 연구가설을 수립하였으며, 제3장에서는 연구방법 및 연구자료에 대해서 기술하였다. 제4장에서는 실증결과를 요약하였으며, 제5장에서는 연구결과에 대한 결론 및 한계점을 제시하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 실물적 이익조정과 관련된 선행연구

Schipper (1989)는 이익조정을 “어떠한 사적 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 일련의 행위”로 규정하였다. 재량적 발생액 등을 통한 회계적 이익조정과 관련된 대부분의 선행연구들은 경영자들이 기업공개나 유상증자시의 가치평가, 임원 보상, 기업인수합병 등의 특수한 계약 상황하에서 기회주의적으로 재량적 발생액을 활용하여 회계적 이익조정을 실시한다고 주장하였다(Teoh et al. 1998; Rangan 1998; Cheng and Warfield 2005; 최관, 백원선 1999). 나아가, Ronen and Sadan (1975)은 경영자들이 보고이익을 유연화하기 위해서 위와 같은 특정한 상황이 아니어도 이익조정을 지속적으로 실시할 유인이 있다고 주장하였다. 한편, Graham et al. (2005)은 경영자들이 선호하는 이익조정 수단에는 회계적 이익조정 뿐만 아니라 실물활동을 조정함으로써 보고이익을 조정하려는 실물적 이익조정이 존재하며, 실물적 이익조정의 경우에는 실제 현

금흐름에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 반면 감사인이나 감독당국이 이를 법적으로 제재할 근거가 없는 만큼 회계적 이익조정과 더불어 보다 자세한 연구가 필요하다고 주장하였다.

Roychowdhury (2006)는 경영자들이 실물활동을 조정함으로써 일시적으로 보고이익을 상향조정하기 위하여 사용하는 세 가지 방법을 제시하였다. 보다 구체적으로 판촉행사나 신용매출을 통해서 매출을 늘리는 행위, 생산량을 늘려서 매출원가에 배부되는 간접원가를 줄이는 행위, 그리고 재량적으로 결정할 수 있는 연구개발비용, 광고비, 그리고 판매비 등을 줄이는 행위 등 보고이익을 상향 조정할 수 있는 세가지 실물적 이익조정 기법을 소개하였다. 한편, Zang (2012)은 경영자들이 이익을 조정할 때 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정보다 실물적 이익조정을 먼저 활용하는지 분석하고 그 결과 회계적 이익조정과 실물적 이익조정은 기업이 이익조정을 수행하는데 있어 상호 대체적인 관계에 있음을 입증하였다. 특히 기업들이 소송위험이 클 경우 이익조정의 수단을 회계적 이익조정에서 실물적 이익조정으로 전환하고 있음을 보고하였다. Cohen et al. (2008)은 SOX법의 통과로 기업들이 회계적 이익조정 보다는 실물적 이익조정을 더욱 활용하게 되었는데 이는 SOX법 이후 회계적 이익조정에 대한 잠재적인 법적 비용이 급격히 증가하였지만 실물적 이익조정은 이에 비해 법적 규제를 회피하기 쉽기 때문이라고 주장하였다. Cohen and Zarowin (2010)은 유상증자 시 기업들이 회계적 이익조정 또는 실물적 이익조정을 어떻게 활용하는지 분석하였는데 선행연구와 일관되게 SOX법 이후 상대적으로 법적 규제를 회피할 수 있는 실물적 이익조정이 보다 선호되고 있다고 보고하였다. 결론적으로 상기한 선행연구들은 일관되게 최근 들어 경영자들이 법

적 규제와 소송 위험 등이 큰 회계적 이익조정 보다는 실물적 이익조정을 보다 선호하게 되었다고 주장하였다.

한편, Gunny (2005)는 연구개발, 판매 및 관리, 고정자산 처분, 판매 단가 및 생산량 결정 등의 4가지 경영 활동의 조정을 통해 이루어진 실물적 이익조정이 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미친다는 실증결과를 보고하였다. 아울러 Gunny (2005)는 주식시장의 투자자들이 이러한 실물적 이익조정이 해당 기업의 차기 영업성과에 미치는 부정적인 영향을 인식하지 못하고 있지만, 재무분석가들은 이러한 효과를 인지하고 있다고 보고하였다. 아울러 Kim and Sohn (2009)은 미국 기업을 대상으로 회계적 또는 실물적 이익조정이 자기자본비용에 미치는 영향을 실증적으로 분석했는데 그 결과 두 가지 이익조정 모두 자기자본비용을 증가시키는 것으로 나타났으며, 특히 실물적 이익조정이 회계적 이익조정에 비해 자기자본비용을 더욱 많이 증가시키는 것으로 보고하였다.

한편 실물적 이익조정과 관련된 국내 연구들을 살펴보면 김지홍 외 2인 (2008)은 Roychowdhury (2006)가 제시한 실물적 이익조정규모의 측정치를 사용하여 국내 기업들이 적자 회피와 이익 평준화를 위하여 실물적 영업활동을 변경함으로써 실물적 이익조정을 실시하고 있다고 보고하였다. 나아가, 김지홍 외 2인 (2009)은 상향적 또는 하향적 실물적 이익조정 중 특히 상향적 실물적 이익조정이 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치고 있다고 보고하였다. 한편 전홍민, 차승민 (2012)은 실물적 이익조정규모의 측정치와 자기자본비용이 양(+)의 상관관계를 가지고 있음을 보고함으로써 실물적 이익조정규모가 커질수록 자기자본비용이 증가한다고 결론지었다.

이러한 연구결과들을 종합해 보면, 국내기업의 경영자들도 실물적 이익조정을 이익조정 수단으로 활용하고 있으며 이러한 실물적 이익조정은 해당 기업의 장기영업성과를 저해하고 자기자본비용을 증가시키는 등 해당 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이에 따라 최근에는 해당 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 억제할 수 있는 별도의 메커니즘에 대한 연구가 이루어지고 있는데, 우선 전홍민 외 2인 (2011)은 기관투자자 지분율이 높을수록 실물적 이익조정규모가 감소하여 결과적으로 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정을 억제하는 데 적절한 견제와 감시의 역할을 수행하고 있다고 결론지었다. 나아가 김유찬, 강운식 (2011)은 기업지배구조가 좋은 국내 기업일수록 실물적 이익조정규모가 감소한다는 실증결과를 보고하였다. 이와 같이 국내 기업을 대상으로 실물적 이익조정에 영향을 미치는 내적 그리고 외적 메커니즘에 대한 연구가 시작되고는 있으나 아직 초기연구단계에 머물러 있는 상황이며, 특히 국내 기업을 대상으로 경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향을 분석한 연구는 존재하지 않은 실정이다.

2.2 경영자 지분율이 자본시장에 미치는 영향과 관련된 선행연구

경영자 지분율이 해당 기업의 가치에 미칠 수 있는 영향에 대해서는 두 가지의 대표적인 가설이 존재한다. 우선 Demsetz (1983)는 경영자 지분율이 증가할 경우 경영자들이 해당 기업의 가치를 극대화하지 않더라도 이들을 퇴출하기 어려워짐에 따라 결과적으로 견제를 받지 않는 경영자의 자의적인 영업활동으로 인해 기업가치가 감소할 수 있다고 주장하

였다. 아울러 Morck et al. (1988)은 경영자 지분율이 높아질수록 노동시장에서 자신들의 평판을 높이고 제품시장에서 인수합병 등의 위협에 대응하기 위하여 노력하고자 하는 유인이 감소하여 결과적으로 효율적인 자원 배분을 통해 기업가치의 극대화를 추구하기보다는 자신의 이익을 극대화 하기 위하여 노력한다고 주장하였다.

이와는 반대로 Jensen and Meckling (1976)은 소유와 경영이 분리되어 있는 상황에서 경영자의 지분율이 증가하면 마치 경영자가 해당 기업을 소유하는 것과 유사하게 되어 주주와 경영자 사이의 이해가 일치됨으로써 결과적으로 경영자의 대리인비용을 감소시킬 수 있다고 주장하였다. 이와 함께 Warfield et al. (1995) 역시 경영자 지분율이 높아질수록 경영자와 주주간 대리인 비용이 감소하여 경영자들의 이익조정 유인이 감소한다고 보고하였다. 결과적으로 경영자 지분율이 해당 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 분석한 선행연구들은 아직 일관되지 않은 혼재된 결론을 내리고 있는 실정이다.

한편 일부 선행연구에서는 경영자 지분율이 재정적 발생액을 활용한 회계적 이익조정에 미치는 영향에 대하여 실증분석을 실시하였다. 먼저 Cheng and Warfield (2005)는 미국기업을 대상으로 한 연구에서 경영자가 해당 기업의 주식을 보다 많이 보유하고 있을수록 해당 지분을 보다 높은 가격에서 매각하기 위하여 단기적으로 해당 기업의 주가를 극대화하려는 유인이 있으며 이때 경영자는 회계적 이익조정을 적극적으로 활용하고 있다고 보고하였다. 나아가 경영자 지분율이 높을수록 경영자는 재무분석가의 이익예측치를 충족시키기 위해서도 회계적 이익조정을 적극 활용한다고 주장하였다. 한편, 백상미 외 2인 (2011)은 한국 기업을 대상으로 한 연구에서 경영자 지분율이 높아질수록 회계적 이익조정

이 더욱 증가한다는 실증결과를 보고하였다. 결과적으로 경영자 지분율과 회계적 이익조정규모간 상관관계에 대하여 분석한 국내외의 선행연구들은 대체적으로 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할수록 단기적으로 보고이익을 증가시키기 위하여 회계적 이익조정을 더욱 많이 활용하고 있다고 보고하였다.

마지막으로 이들 연구를 확장하여 Cohen et al. (2008)은 미국기업을 대상으로 경영자 지분율과 회계적 그리고 실물적 이익조정규모간 상관관계를 동시에 실증적으로 분석하였다. 실증분석 결과 Cohen et al. (2008)은 SOX법이 통과된 이후 경영자들은 자신들의 지분율이 높아질수록 법적 비용 등을 고려하여 회계적 이익조정에 비해 실물적 이익조정을 이익조정 수단으로 보다 많이 활용하고 있다고 보고하였다.

하지만 미국에 비해 약한 법적 규제 및 소송위험과 소유와 통제가 구분되지 않는 독특한 기업지배구조를 가지는 우리나라 기업들에 대해서도 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 연구결과가 그대로 적용될 수 있는지 여부는 불확실하며, 이에 따라 우리나라의 경영자가 보다 많은 지분을 소유할수록 실물적 이익조정의 규모가 증가할지 또는 감소할지 여부는 사전적으로 볼 때 실증분석 과제라 할 수 있을 것이다.

2.3 가설 설정

이상의 논의를 종합해 볼 때 우리나라의 경영자들 역시 해당 기업에 대해 보다 많은 지분을 소유할수

록 자신들의 이익을 추구하기 위하여 회계적 또는 실물적 이익조정을 수행할 가능성이 있다. 하지만 미국 등 선진국에 비해 우리나라의 회계 또는 법적 규제가 약하고 소송위험도 낮다면 해당 기업의 장기영업성과에 실질적으로 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 보다는 여전히 회계적 이익조정을 선호할 가능성이 있다. 나아가 미국과 달리 소유와 통제가 완전히 분리되지 않은 우리나라의 기업지배구조 하에서 재벌 총수를 포함한 경영자 지분율이 높아질수록 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 억제하고자 할 유인도 존재할 수 있다. 즉, 우리나라의 경우 재벌 총수 등 보다 높은 지분율을 가지고 있는 경영자들은 단기적인 이익증가를 통한 현금보상 뿐만 아니라 기업의 장기적인 가치상승을 통한 자본이득 역시 취득할 수 있기 때문에 상대적으로 소속 기업의 장기적 성과를 증대시킬 수 있는 의사결정을 보다 적극적으로 수행할 가능성이 있다.⁴⁾ 따라서 우리나라의 경우 보다 낮은 지분율을 가지고 있는 경영자들이 회계적 이익조정 뿐만 아니라 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 역시 적극적으로 활용하는 반면, 보다 높은 지분율을 가지고 있는 경영자들은 이익조정 수단의 선택에 있어 해당 기업의 장기영업성과 또는 자기자본비용에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 보다 회피할 가능성도 존재한다. 즉, 우리나라의 경우 미국 기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 연구결과처럼 경영자 지분율이 높을수록 법적 비용에 대한 부담 등으로 인해서 회계적 이익조정보다 실물적 이익조

4) 선행연구에 따르면 보다 높은 지분율을 소유한 경영자들의 경우 장기적인 영업성과를 증진시킬 수 있는 연구개발투자를 보다 적극적으로 수행하고 있고(김경목 2003), 장기적 관점에서의 경영활동을 통해 해당 기업의 장기성과 또는 주가를 높이고 있으며(최우석, 이우백 2005), 나아가 주주와 경영자간 이해가 일치됨에 따라 이들 경영자들이 대리인 비용을 줄이려고 노력함에 따라(박종훈, 노은정 2008) 외부 투자자들이 이들 기업에 대하여 요구하는 최소 수익률인 자기자본비용 역시 감소하는 것으로 나타났다(Huang et al. 2009).

정을 더 많이 활용할 가능성도 있지만, 법적 규제에 따른 제반 비용이 낮고 소유와 통제가 분리되지 않은 상황에서 우리나라의 경영자들은 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 오히려 억제할 가능성도 존재한다. 이러한 점을 종합적으로 고려해 볼 때 우리나라 기업의 경우 경영자 지분율이 실물적 이익조정규모에 미치는 영향에 대해서 사전적으로 방향성을 예측하기 힘든 만큼 선행연구에서 사용한 실물적 이익조정규모 대용치(비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용)⁵⁾ 각각에 대하여 다음과 같은 귀무가설을 설정하였다.

가설: 경영자 지분율과 실물적 이익조정규모 사이에는 상관관계가 없다.

가설 1: 경영자 지분율과 비정상 영업현금흐름과는 상관관계가 없다.

가설 2: 경영자 지분율과 비정상 제조원가와와는 상관관계가 없다.

가설 3: 경영자 지분율과 비정상 재량적 비용과는 상관관계가 없다.

III. 연구방법론

3.1 실물적 이익조정규모의 측정

본 연구에서는 Roychowdhury (2006), Cohen and Zarowin (2010) 등의 선행연구를 따라 경영자들이 비정상적인 영업의사결정을 통해 보고이익을

조정하고자 하는 실물적 이익조정의 규모를 매출, 생산, 그리고 비용의 세 가지 측면에서 측정하였다.

우선 경영자는 당기 보고이익을 높이기(낮추기) 위하여 신용정책을 완화(강화)함으로써 매출을 증대(억제)시키려 할 것이다. 신용정책의 완화를 통한 매출 증대는 미래의 대손 증가를 가져올 수 있고, 반면 신용정책의 강화를 통한 매출 억제는 시장점유율을 낮추는 등 장기적으로 해당 기업의 미래 영업실적에 부정적인 효과를 가져올 것이다. 경영자가 보고이익을 높이기(낮추기) 위해 신용정책을 약화(강화)시킬 경우 전체 매출액에서 현금흐름이 차지하는 비중이 낮아질(높아질) 것이기 때문에, 신용정책 조정 등을 통한 매출액 상향(하향) 조정 시 보고이익을 높이려는(낮추려는) 실물적 이익조정의 규모는 다음 식(1)에서 도출한 비정상 영업현금흐름으로 측정할 수 있다. 즉, 다음의 식(1)에서 매출액 및 매출액 변화분에 대한 정상적 영업현금흐름을 추정하고 이를 실제 영업현금흐름으로부터 차감한 잔차로서 비정상 영업현금흐름을 추정할 수 있다. 음(-)의 비정상 영업현금흐름은 상향적 실물적 이익조정규모를, 그리고 양(+)의 비정상 영업현금흐름은 하향적 실물적 이익조정규모를 의미한다.⁶⁾ 그러나, 본 연구에서는 해석상 편의를 위해서 비정상 영업현금흐름에 대해서 (-1)을 곱하여 실증분석을 수행하였다.

$$\frac{CFO_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_{2t} \frac{Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_{3t} \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

여기서, CFO 는 영업현금흐름, $Sales$ 는 매출액을, 그리고 $Assets$ 은 총자산을 의미한다.

5) 실물적 이익조정규모 대용치에 대한 정의 및 측정방법은 제3장 연구방법론을 참조할 것.

6) 실물적 이익조정규모를 추정하는 식(1)~식(5)는 모두 산업 및 연도별 특성을 반영하기 위해 산업별 및 연도별로 회귀분석을 실시하였다.

다음으로 경영자는 당기 보고이익을 높이기(낮추기) 위하여 비정상적으로 생산량을 늘리고(줄이고) 이 경우 제품 단위당 고정제조간접비가 낮아(높아) 짐으로써 결국 제품 단위당 매출원가가 낮아(높아) 질 것이다. 당기 보고이익을 높이기 위하여 생산량을 일시에 늘릴 경우 미래에 재고 관리 및 진부화에 따른 비용이 늘어날 것이며, 당기 보고이익을 낮추기 위하여 생산량을 일시에 줄일 경우 고객 수요에 적절하게 대응하지 못하여 미래의 시장점유율이 낮아짐으로써 두 경우 모두 해당 기업의 장기영업성과 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이와 같이 생산량의 조정을 통한 실물적 이익조정규모를 추정하기 위하여 우선 제조원가를 구성하는 정상적인 매출원가와 재고자산의 증가분을 다음의 식(2)과 식(3)을 통해 추정하였다.

$$\frac{COGS_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_{2t} \frac{Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\frac{\Delta INV_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{3t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_{4t} \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_{5t} \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

여기서, *COGS*는 매출원가이며, *INV*는 재고자산을 나타낸다.

그 후 식(2)와 식(3)에서 추정된 정상적인 매출원가와 재고자산의 증가분을 더해서 정상적인 제조원가를 추정하고 이를 식(4)에 대입하여 정상적인 수준의 제조원가를 추정하였다. 실제 제조원가에서 다음의 식(4)에서 추정된 정상적 수준의 제조원가와 차이인 식(4)의 잔차가 생산량 조정을 통한 실물적

이익조정규모의 대용치로 사용될 수 있으며 양(+)의 부호를 가지는 비정상 제조원가는 상향적 이익조정규모를, 그리고 음(-)의 부호를 가지는 비정상 제조원가는 하향적 이익조정규모를 각각 의미한다.

$$\frac{Prod_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_{2t} \frac{Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_{3t} \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_{4t} \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

여기서, *Prod*는 제조원가를 의미하며 식(2)의 정상적 매출원가 추정치와 식(3)의 정상적 재고자산 변화분 추정치의 합을 의미한다.

마지막으로 경영자는 당기의 보고이익을 증가(감소)시키기 위해서 연구개발비나 광고선전비 같은 재량적 비용을 감소(증가)시킬 수 있다. 당기의 보고이익을 증가시키기 위해서 연구개발비 등을 감소시킬 경우 장기적으로 제품혁신 등이 저하될 수 있고, 당기의 보고이익을 감소하기 위하여 연구개발비 등을 과도하게 지출할 경우 비효율적인 자원분배로 인해 두 경우 모두 해당 기업의 장기영업성과를 저해할 수 있다. 이와 같은 비정상적인 재량적 비용을 추정하기 위하여 경영자가 자의적으로 조정할 수 있는 비용 항목들이 직전 연도 매출액과 선형관계를 가진다는 가정하에 식(5)를 통해 정상적 수준의 재량적 비용을 추정하였다. 그 후 실제 재량적 비용에서 추정된 정상적인 재량적 비용을 차감한 잔차를 통해 비정상적인 재량적 비용을 통한 실물적 이익조정규모를 추정하였다. 양(+)의 값 그리고 음(-)의 값을 가지는 비정상적인 재량적 비용은 각각 하향적 그리고 상향적인 실물적 이익조정의 규모를 의미한다. 하지만, 본 연구에서는 해석상 편의를 위해서 비정상 영업현금흐름과 같이 비정상 재량적 비용에 대해

서도 (-1)을 곱하여 실증분석을 수행하였다.

$$\frac{DiscExp_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_{2t} \frac{Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

여기서, *DiscExp*는 재량적 비용을 의미하며, 복리후생비+(일반관리비-세금과 공과금-감가상각비-임차료비용-보험료)+판매비+(연구비+경상연구개발비+경상개발비)로 계산하였다.

3.2 연구모형

본 연구에서는 연구가설을 검증하기 위하여 다음과 같은 다중회귀분석 모형을 설정하고 β₁으로 측정되는 경영자 지분율(MO)과 재량적 발생액(DA) 또는 실물적 이익조정규모(ACFO, APC, ADE) 간 상관관계에 대하여 각각 분석하였다.

$$DA_t = \beta_0 + \beta_1 MO_t + \beta_2 LNSIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 BM_t + \beta_7 BIG4_t + Industry\ Dummies + \varepsilon \quad (6)$$

$$ACFO_t (APC_t \text{ or } ADE_t) = \beta_0 + \beta_1 MO_t + \beta_2 LNSIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 BM_t + \beta_7 BIG4_t + \beta_8 DA_t$$

$$+ Industry\ Dummies + \varepsilon \quad (7)$$

- DA_t* : 수정된 존스모형 (Dechow et al. 1995)을 통해서 계산된 재량적 발생액.
- ACFO_t* : 비정상 영업현금흐름, 식(1)에서 구한 잔차에 (-1)을 곱해서 계산된 값.
- APC_t* : 비정상 제조원가, 식(4)에서 구한 잔차.
- ADE_t* : 비정상 재량적 비용, 식(5)에서 구한 잔차에 (-1)을 곱해서 계산된 값.
- MO_t* : 경영자 지분율로 각 기업의 임원 지분율의 합으로 계산된 값.
- LNSIZE_t* : 총자산의 자연로그 값.
- LEV_t* : 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율.
- ROA_t* : 총자산이익률.
- ROA_{t-1}* : 전기 총자산이익률.
- BM_t* : 기업의 순자산 장부가치를 시장가치로 나눈 값.
- BIG4_t* : Big-4 회계법인의 피감사기업이면 1, 아니면 0인 더미변수.
- Industry Dummies* : 한국표준산업 중분류 기준에 의해 분류된 산업별 더미변수.
- ε* : 잔차항.

우선 본 연구 실증분석의 종속변수인 재량적 발생액(DA)은 수정된 존스모형(Dechow et al. 1995; Cohen et al. 2008)⁷⁾을 사용하여 추정하였으며, 실물적 이익조정규모 대용치인 비정상 영업현금흐름(ACFO), 비정상 제조원가(APC) 및 비정상 재량적 비용(ADE)은 상기한 식(1)-식(5)를 활용하여 산출하였다.

7) 본 연구에서는 회계적 이익조정규모를 추정하기 위하여 산업별 및 연도별 회귀분석을 실시하여 비재량적 발생액을 산출한 후 실제 발생액에서 비재량적 발생액의 기대치를 차감하여 재량적 발생액을 계산하였다(Dechow et al. 1995). 구체적으로 비재량적 발생액은 아래와 같은 회귀식을 통하여 추정되었고 아래 식의 잔차가 본 연구에서 활용된 수정된 존스모형에 의한 재량적 발생액이다.

$$\frac{TA_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_{2t} \frac{(\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it})}{Assets_{i,t-1}} + k_{3t} \frac{PPE_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it}$$

TA_t: 총발생액=당기순이익-영업현금흐름. *Assets_t*: 총자산액. *ΔREV_t*: t-1기에서 t기 동안의 매출액 변화분. *ΔAR_t*: t-1기에서 t기 동안의 매출채권 변화분. *PPE_t*: 유형자산.

다음으로 본 연구의 주요 관심변수인 경영자 지분율은 TS2000에서 확인된 각 기업의 임원 지분율의 합을 통해서 계산되었다. 만일 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할수록 자신들의 이익을 위하여 기회주의적으로 회계적 이익조정 또는 실물적 이익조정을 보다 많이 활용하여 당기의 보고이익을 증가시키려 한다면 식(6)과 식(7)의 β_7 은 각각 양(+)의 값을 가질 것이다. 반면 경영자 지분율이 증가할수록 대리인비용이 감소하여 경영자와 주주간의 이해관계가 보다 일치된다면 당기의 보고이익을 증가시키기 위하여 회계적 또는 실물적 이익조정을 활용하지 않을 것이므로 β_7 은 각각 음(-)의 값을 가질 것이다.

한편, 본 연구에서는 기존 선행연구에서 이익조정에 영향을 미치는 것으로 보고된 변수들을 통제변수로 사용하였다. 우선 기업규모가 커질수록 정치적 비용이 증가하여 이익조정 규모가 감소할 것이므로 총자산의 자연로그 값으로 측정된 기업규모(*LNSIZE*)를 통제변수에 포함시켰다(Watts and Zimmerman 1978). 또한 부채계약에 따른 제약요건을 만족시키기 위하여 이익조정이 수행될 수 있으므로 부채규모를 나타내는 부채비율(*LEV*)을 통제하였다(윤순석 2001; Marquardt and Wiedman 2005). 그리고 Guay et al. (1996) 등이 보고한 바와 같이 기업의 경영성과가 이익조정에 직접적인 영향을 미치므로 기업 경영성과의 대용치로 총자산이익률(*ROA*)과 전기 총자산이익률(*ROA_{t-1}*)을 통제변수에 포함하였으며, 기업의 미래 성장성이 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 장부가치 대비 시장가치 비율(*BM*)도 통제변수에 추가하였다

(Cohen and Zarowin 2010). 아울러 Big-4 회계법인에게 감사를 받는 기업일수록 경영자가 회계적 이익정보보다는 실물적 이익조정을 더욱 선호할 것이라는 Cohen and Zarowin (2010)의 주장에 따라 Big-4 회계법인을 나타내는 더미변수(*BIG4*)를 통제변수에 포함하였다. 마지막으로 회계적 이익조정규모에 따라 실물적 이익조정규모가 영향을 받을 수 있으므로 식(7)에서는 재량적 발생액(*DA*)을 추가로 통제하였으며, 이익조정 규모의 산업별 분포를 통제하기 위하여 산업별 더미변수를 추가하였다.⁸⁾

3.3 연구자료

본 연구의 실증분석을 위해 필요한 경영자 지분율은 TS2000에서 추출하였으며, 기타 회귀변수들을 측정하기 위한 재무자료들은 KisValue Library에서 추출하였다. 한편, 우리나라의 유가증권 시장에 상장된 기업 중 다음의 요건들을 만족하는 기업들을 최종 표본으로 선정하였다.

- (1) ㈜상장사협의회 TS2000에서 경영자 지분율을 구할 수 있는 기업
- (2) ㈜한국신용평가정보의 KisValue Library에서 재무자료를 구할 수 있는 기업
- (3) 회계연도가 12월말로 종료되는 기업
- (4) 금융업종에 속하지 않는 기업

조건(3)은 동일 시점에서의 횡단면 분석을 위해서 적용되었으며 조건(4)는 금융업에 속하는 기업들의 계정과목 성격 등이 일반기업과 상이하기 때문에 도

8) 본 연구에서는 실증분석에 사용된 패널자료의 특성으로부터 발생할 수 있는 잔차항 간의 유의한 상관관계로 인해 통계적 유의성을 표시하는 t값이 과대 계상될 가능성을 해소하기 위하여 연도별 회귀분석에 기반한 Fama-MacBeth(Fama and MacBeth 1973) 접근법을 사용한 회귀분석을 실시하였기 때문에 연도별 더미변수를 별도로 통제할 필요가 없다.

입되었다. 결과적으로 상기한 조건을 모두 만족시키는 2003년부터 2008년까지 총 4,731 기업/연도의 표본이 동 연구의 실증분석에 활용되었다.

IV. 실증결과

4.1 기초통계량과 상관관계 분석

〈표 1〉은 본 연구의 실증분석에 사용된 주요 변수에 대한 기술통계량을 보고하였다. 본 연구에서는 극단치의 효과를 최소화하기 위하여 각 변수들의 값이 전체 표본 분포의 1(99)% 보다 작을(클) 경우

해당 변수 값을 각각 1(99)% 값으로 대체하였다.

먼저 비정상 영업현금흐름(*ACFO*), 비정상 제조원가(*APC*), 비정상 재량적 비용(*ADE*) 및 재량적 발생액(*DA*)의 평균(표준편차)은 각각 -0.001(0.112), -0.006(0.140), 0.002(0.084) 및 -0.001(0.134)인 것으로 나타나, 해당 회귀식의 잔차로부터 각각의 변수를 추출한 본 연구의 변수 측정이 합리적으로 수행됐음을 알 수 있다. 한편, 본 연구의 표본에 포함된 우리나라 기업의 경우 경영자가 평균적으로 해당 기업의 지분(*MO*)을 21.4%정도 소유하고 있는 것으로 나타났다.

통제변수들의 경우 총자산액으로 측정된 기업규모(*SIZE*)⁹⁾는 평균이 5,090억원이고 부채비율(*LEV*)은 평균 43.1% 수준인 것으로 나타났다. 총자산이

〈표 1〉 주요 변수의 기술통계량

〈표 1〉은 주요 변수에 대한 기술통계량을 나타낸다. *ACFO*는 식(1)에서 구한 잔차에 (-1)을 곱해서 계산된 값으로 비정상 영업현금흐름. *APC*는 식(4)에서 구한 잔차로 비정상 제조원가. *ADE*는 식(5)에서 구한 잔차에 (-1)을 곱해서 계산된 값으로 비정상 재량적 비용. *DA*는 수정된 존스모형을 통해서 계산된 재량적 발생액. *MO*는 경영자 지분율로 각 기업의 임원 지분율의 합으로 계산된 값. *SIZE*는 총자산(단위: 십억원). *LEV*는 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율. *ROA*는 총자산이익률. *BM*은 기업의 순자산 장부가치를 시장가치로 나눈 값으로 장부가치 대비 시장가치 비율. *BIG4*는 BIG-4회계법인의 피감사기업이면 1, 아니면 0인 더미변수.

Variables	N. of Obs.	Mean	Std. Dev.	1%	5%	10%	25%	Median	75%	90%	95%	99%
<i>ACFO</i>	4,731	-0.001	0.112	-0.316	-0.181	-0.128	-0.063	-0.004	0.055	0.126	0.189	0.380
<i>APC</i>	4,731	-0.006	0.140	-0.499	-0.239	-0.163	-0.070	-0.004	0.064	0.153	0.223	0.406
<i>ADE</i>	4,731	0.002	0.084	-0.357	-0.136	-0.082	-0.027	0.006	0.037	0.084	0.130	0.261
<i>DA</i>	4,731	-0.001	0.134	-0.535	-0.214	-0.133	-0.055	0.003	0.061	0.136	0.200	0.430
<i>MO</i>	4,731	0.214	0.159	0.000	0.000	0.003	0.080	0.201	0.324	0.435	0.489	0.657
<i>SIZE</i>	4,731	509	1,586	10	19	26	44	86	223	856	2,351	11,740
<i>LEV</i>	4,731	0.431	0.195	0.064	0.116	0.162	0.280	0.435	0.576	0.685	0.743	0.898
<i>ROA</i>	4,731	0.010	0.133	-0.716	-0.240	-0.102	0.003	0.034	0.072	0.111	0.141	0.219
<i>BM</i>	4,731	1.402	1.096	0.065	0.244	0.358	0.622	1.101	1.816	2.838	3.680	5.779
<i>BIG4</i>	4,731	0.536	0.499	0	0	0	0	1	1	1	1	1

9) 〈표 1〉에 보고된 바와 같이 기업규모 분포의 편향성을 통제하기 위하여 이후 실증분석에서는 동 변수에 자연로그를 취한 값(*LNSIZE*)을 사용하였다.

익률(*ROA*)의 평균은 1% 정도이며 장부가치대비 시장가치비율(*BM*)은 평균 1.402인 것으로 나타났다. 마지막으로 표본에 포함된 기업들 중 약 53.6%가 Big-4 회계법인으로부터 회계감사를 받고 있는 것으로 나타났다.

〈표 2〉는 본 연구에 활용된 주요 변수들의 피어슨 상관계수를 나타내고 있다.

우선, 비정상 영업현금흐름(*ACFO*), 비정상 제조원가(*APC*), 비정상 재량적 비용(*ADE*) 및 재량적 발생액(*DA*)은 대부분 5%에서 유의한 양(+)¹의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 본 연구의 관심 변수인 경영자 지분율(*MO*)은 비정상 영업현금흐름(*ACFO*)과는 음(-)의 유의한 상관관계를 가지는 반면 비정상 재량적 비용(*ADE*) 및 재량적 발생액(*DA*)과는 양(+)²의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기존의 국내외 선행연구와 유사하게 경영자 지분율이 높아질수록 재량적 발생액이 증가한다는 것을 의미하지만, 경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향은 일관되게 나타나

지 않았다. 한편 대체적으로 기업규모(*LNSIZE*)가 크거나 Big-4 회계법인(*BIG4*)의 감사를 받는 기업일수록 실물적 이익조정이 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 하지만 경영자 지분율(*MO*)이 여타 통제변수와 모두 유의한 상관관계를 가지고 있고 이익조정규모 대용치들 역시 이들 통제변수들과 유의한 상관관계를 가지고 있는 경우가 많음에 따라 상관계수 분석 결과의 해석에 유의할 필요가 있다. 따라서 다음 절에 회계적 또는 실물적 이익조정규모를 종속 변수로 하고 경영자 지분율 및 여타 통제변수를 독립변수로 하는 다중회귀분석 결과를 보고하였다.

4.2 다중회귀분석

본 연구의 연구가설을 실증적으로 검증한 주된 분석결과인 다중회귀분석 결과는 〈표 3〉에 보고하였다.

우선 경영자 지분율(*MO*)은 재량적 발생액(*DA*)과 1% 수준에서 유의한 양(+)³의 상관관계를 가지는 것으로 나타나, 선행연구와 일관되게 경영자가

〈표 2〉 주요 변수의 피어슨 상관계수

〈표 2〉는 주요 변수에 대한 피어슨 상관계수를 나타낸다. *LNSIZE*는 *SIZE*의 자연로그 값이며, 여타 변수의 정의는 〈표 1〉을 참조한다. 진한부분은 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

Variables	<i>ACFO</i>	<i>APC</i>	<i>ADE</i>	<i>DA</i>	<i>MO</i>	<i>LNSIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>BM</i>
N. of Obs.	4,731	4,731	4,731	4,731	4,731	4,731	4,731	4,731	4,731
<i>APC</i>	0.369								
<i>ADE</i>	-0.002	0.650							
<i>DA</i>	0.352	0.047	0.049						
<i>MO</i>	-0.038	-0.010	0.043	0.097					
<i>LNSIZE</i>	-0.094	-0.149	-0.147	0.002	-0.349				
<i>LEV</i>	0.221	0.155	-0.020	-0.136	-0.157	0.180			
<i>ROA</i>	-0.314	-0.216	-0.011	0.474	0.111	0.242	-0.279		
<i>BM</i>	-0.004	0.069	0.086	0.071	0.064	0.085	-0.092	0.142	
<i>BIG4</i>	-0.047	-0.110	-0.108	-0.008	-0.164	0.355	0.057	0.089	0.019

〈표 3〉 회계적 그리고 실물적 이익조정 규모와 경영자 지분율의 관련성에 관한 회귀분석

〈표 3〉은 통제변수를 포함한 회계적 이익조정 규모(DA) 그리고 세 가지 실물적 이익조정 규모(ACFO, APC, ADE)와 경영자 지분율과의 관련성에 관한 다중회귀분석 결과를 나타내고 있다. 이와 관련된 자세한 식은 아래와 같다. 동 실증분석에서는 연도별 회귀분석에 기반한 Fama-MacBeth (Fama and MacBeth 1973) 접근법을 사용하여 회귀분석을 실시하였다. 〈표 3〉에 보고된 회귀계수는 연도별 회귀분석으로부터 도출된 연도별 회귀계수의 평균값이며, 해당 회귀계수의 통계적 유의성을 표시하는 t값은 Kemsley and Nissim (2002)의 방법을 준용하여 이들 연도별 회귀계수의 1차 자기상관성을 조정하여 계산한 t값이다. Adj. R²는 각 연도별 회귀분석에서 산출된 수정 결정계수들의 평균값이다. **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

$$DA_t = \beta_0 + \beta_1 MO_t + \beta_2 LNSIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 BM_t + \beta_7 BIG4_t + Industry\ Dummies + \epsilon$$

$$ACFO_t\ (APC_t\ or\ ADE_t) = \beta_0 + \beta_1 MO_t + \beta_2 LNSIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 BM_t + \beta_7 BIG4_t + \beta_8 DA_t + Industry\ Dummies + \epsilon$$

Dependant Variables	DA		ACFO		APC		ADE	
	coef.	t-stat.	coef.	t-stat.	coef.	t-stat.	coef.	t-stat.
INTERCEPT	0.303**	4.69	-0.134*	-2.39	0.356**	6.46	0.401**	19.94
MO	0.024**	3.05	-0.016**	-3.72	-0.048**	-4.97	-0.021**	-8.65
LNSIZE	-0.012**	-5.14	0.004	1.86	-0.015**	-8.53	-0.013**	-20.71
LEV	0.013	1.21	0.088**	5.64	0.107**	11.07	0.020**	7.41
ROA	0.594**	14.72	-0.564**	-17.50	-0.269**	-8.47	0.003	0.22
ROA _{t-1}	-0.143**	-2.72	-0.007	-0.37	0.015	0.43	0.042**	2.78
BM	0.003	1.33	0.008**	4.18	0.020**	7.49	0.010**	9.01
BIG4	-0.002	-1.39	-0.003	-1.14	-0.016**	-7.33	-0.009**	-6.12
DA			0.640**	9.07	0.207**	6.67	0.028*	2.47
Industry Dummies	Included		Included		Included		Included	
Adj. R ²	0.297		0.548		0.124		0.092	
N. of Years	6		6		6		6	
N. of Obs.	4,731		4,731		4,731		4,731	

해당 기업의 지분을 보다 많이 보유할수록 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정을 보다 많이 활용하는 것으로 나타났다(Cheng and Warfield 2005; 백상미 외 2인 2011).

그 반면 경영자 지분율(MO)은 비정상 영업현금 흐름(ACFO), 비정상 제조원가(APC) 및 비정상 재량적 비용(ADE)과 모두 1% 수준에서 유의한 음

(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 미국기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 연구결과와는 달리 우리나라 기업들의 경우 회계적 이익조정에 대한 법적 규제와 관련된 제반 비용이 낮고 소유와 통제가 분리되지 않은 상황에서 경영자들이 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할수록 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영

향을 미치는 실물적 이익조정을 오히려 억제하는 것으로 해석될 수 있다.¹⁰⁾

한편, 여타 통제변수들의 회귀계수를 살펴보면, 기업규모(LNSIZE)와 Big-4 회계법인 더미변수(BIG4)는 대체적으로 이익조정규모와 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타나 기업규모가 크거나 대형회계법인의 감사를 받을수록 이익조정규모가 감소하는 것으로 나타났다. 이에 반해 부채비율(LEV)과 장부가치 대비 시장가치 비율(BM)은 이익조정규모와 대체적으로 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타나, 부채비율이 높아 부채계약조건을 충족시켜야 하거나 성장하는 기업일수록 이익조정을 보다 많이 실시하는 것으로 나타났다. 하지만 당기 및 전기의 총자산이익률(ROA 및 ROA_{t-1})은 이익조정규모와 일관된 상관관계를 나타내지 않았다. 마지막으로 재량적 발생액(DA)은 실물적 이익조정규모와 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타나, 우리나라의 경우 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정과 실물적 이익조정이 서로 대체적인 관계라기 보다는 보완적인 관계를 가지는 것으로 나타났다.¹¹⁾

〈표 3〉에서 실시한 회귀분석은 우리나라 기업들이 상향적인 실물적 이익조정을 주로 실시할 것이라는 가정하에서 수행한 실증분석이다. 하지만 선행연구(김지홍 외 2인 2009)에서 보고한 바와 같이 경영자들은 상향적인 실물적 이익조정 뿐만 아니라 이익유연화 등을 위하여 하향적인 실물적 이익조정을 실

시할 유인 역시 가질 수 있다. 나아가 전술한 바와 같이 하향적인 실물적 이익조정 역시 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있다. 이에 따라 비정상 영업현금흐름(ACFO), 비정상 제조원가(APC) 및 비정상 재량적 비용(ADE) 각각의 변수가 양(+) 또는 음(-)의 부호를 가지는지 여부를 바탕으로 각각의 기업들을 상향적 또는 하향적인 실물적 이익조정을 수행한 기업군으로 분류하고 각각의 기업군에 대하여 경영자 지분율이 각각의 상향적 또는 하향적인 실물적 이익조정 규모와 가지는 상관관계에 대하여 추가로 분석하였다.

〈표 4〉에 보고된 바와 같이 경영자 지분율(MO)은 비정상 영업현금흐름(ACFO), 비정상 제조원가(APC) 그리고 비정상 재량적 비용(ADE)이 양(+)의 부호를 가지는 상향적인 실물적 이익조정을 실시한 것으로 예상되는 기업군에 대해서만 각각 1% 또는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 회귀계수를 가지는 것으로 나타났다. 그 반면 실물적 이익조정규모 대용치가 음(-)의 값을 가지는 하향적인 실물적 이익조정을 실시한 것으로 예상되는 기업군에 대해서는 경영자 지분율(MO)과 실물적 이익조정규모 사이에 유의한 상관관계가 관찰되지 않았다. 즉 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할수록 실물적 이익조정을 억제하는 효과는 주로 상향적인 실물적 이익조정에 대해서 발휘되는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 김지홍외 2인(2009)이 보고한 바와

10) 〈표 3〉에 보고된 바와 같이 경영자 지분율과 실물적 이익조정규모 사이에 존재하는 음(-)의 상관관계에 대하여 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할수록 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 억제하기 보다는 실물적 이익조정규모가 작은 기업일수록 경영자가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할 것이라는 해석도 가능하다. 이러한 가능성을 배제하기 위하여 본 연구에서는 당해 연도가 아닌 전년도의 경영자 지분율을 독립변수로 하는 회귀분석을 〈표 3〉과 같이 반복하여 실시하였다. 그 결과 전년도 경영자 지분율도 비정상 영업현금흐름(ACFO) 및 비정상 제조원가(APC)와는 1% 수준에서 그리고 비정상 재량적비용(ADE)과는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타나, 상기한 대체가설에 의하여 본 연구의 실증결과가 도출되지 않는 것으로 판단된다.

11) 외국인 투자자 지분율 및 경영진을 선임할 수 있는 실질 지배력을 가진 대주주 지분율을 추가적으로 통제변수에 포함하여 추가분석을 실시했으나 본 연구의 주된 실증결과에는 변화가 없었다.

〈표 4〉 상향적 및 하향적 이익조정으로 구분한 기업군별 실물적 이익조정 규모와 경영자 지분율의 관련성에 관한 회귀분석

〈표 4〉는 실물적 이익조정 규모 대용치($ACFO$, APC , ADE)의 부호에 따라 상향적 및 하향적 실물적 이익조정을 수행한 기업군을 구분하여, 각각의 집단별로 실물적 이익조정 규모와 경영자 지분율과의 관련성에 대한 다중회귀분석 결과를 나타내고 있다. 이와 관련된 자세한 식은 아래와 같다. 동 분석에서는 연도별 회귀분석에 기반한 Fama-MacBeth(Fama and MacBeth 1973) 접근법을 사용하여 회귀분석을 실시하였다. 〈표 4〉에 보고된 회귀계수는 연도별 회귀분석으로부터 도출된 연도별 회귀계수의 평균값이며, 해당 회귀계수의 통계적 유의성을 표시하는 t값은 Kemsley and Nissim (2002)의 방법을 준용하여 이들 연도별 회귀계수의 1차 자기상관성을 조정하여 계산한 t값이다. Adj. R²는 각 연도별 회귀분석에서 산출된 수정 결정계수들의 평균값이다. **, *는 각각 1%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다.

$$ACFO_t \text{ (} APC_t \text{ or } ADE_t) = \beta_0 + \beta_1 MO_t + \beta_2 LNSIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 ROA_{t-1} + \beta_6 BM_t + \beta_7 BIG4_t + \beta_8 DA_t + \text{Industry Dummies} + \varepsilon$$

Dependant Variables	$ACFO > 0$		$ACFO < 0$		$APC > 0$		$APC < 0$		$ADE > 0$		$ADE < 0$	
	coef.	t-stat.	coef.	t-stat.	coef.	t-stat.	coef.	t-stat.	coef.	t-stat.	coef.	t-stat.
<i>INTERCEPT</i>	0.115*	2.28	-0.269**	-4.96	0.329**	24.49	-0.038	-1.32	0.328**	6.09	-0.063**	-6.44
<i>MO</i>	-0.034**	-5.01	0.004	0.76	-0.032**	-3.13	0.011	1.83	-0.007*	-2.00	0.022	0.90
<i>LNSIZE</i>	-0.002	-0.99	0.006**	3.38	-0.008**	-8.60	-0.005**	-3.20	-0.008**	-4.57	-0.002**	-4.72
<i>LEV</i>	0.050**	3.53	0.034**	2.62	0.073**	11.84	0.016	1.24	0.032**	20.38	-0.002	-0.28
<i>ROA</i>	-0.348**	-7.25	-0.375**	-7.79	-0.020	-1.26	-0.284**	-7.30	0.044**	4.61	-0.053**	-4.92
<i>ROA_{t-1}</i>	-0.003	-0.13	-0.013	-0.41	0.019	1.10	-0.003	-0.05	0.036**	3.10	-0.015*	-2.42
<i>BM</i>	-0.004*	-2.36	0.013**	4.40	-0.008**	-5.64	0.021**	5.51	-0.002**	-2.78	0.006**	6.13
<i>BIG4</i>	-0.007*	-1.97	0.007**	3.54	-0.012**	-12.49	-0.004	-0.91	-0.004**	-2.57	-0.007**	-3.10
<i>DA</i>	0.414**	6.50	0.436**	6.79	0.075**	2.82	0.145**	5.44	0.008**	2.87	0.032	1.17
<i>Industry Dummies</i>	<i>Included</i>				<i>Included</i>				<i>Included</i>			
Adj. R ²	0.412		0.441		0.170		0.220		0.429		0.203	
N. of Years	6		6		6		6		6		6	
N. of Obs.	2,274		2,457		2,286		2,445		2,658		2,073	

같이 상향적인 실물적 이익조정이 해당 기업의 장기 영업성과를 주로 저해한다는 점을 감안할 때 보다 많은 지분을 소유한 경영자일수록 해당 기업의 장기 영업성과를 저해할 수 있는 상향적인 실물적 이익조정을 보다 집중적으로 회피하기 때문에 도출된 것으로 판단된다.

이상의 실증결과를 종합해 보면 미국기업을 대상으로 한 Cohen et al. (2008)의 선행연구에서 보고한 바와는 반대로 우리나라 기업들의 경우 경영자

가 해당 기업의 지분을 보다 많이 소유할수록 상향적인 실물적 이익조정을 억제하는 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 경우 재량적 발생액을 활용한 회계적 이익조정을 수행하더라도 이에 따른 법적 제재 비용 등이 미국에 비해 높지 않은 반면, 기업에 대한 소유 및 통제가 구분되지 않은 상황에서 우리나라 경영자들이 해당 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 보다 억제할 유인을 가지기 때문이라고 판단된다.

V. 결론 및 한계점

본 연구에서는 우리나라의 유가증권 또는 코스닥 시장에 상장된 기업 중 경영자 지분율 정보를 구할 수 있는 2003년부터 2008년까지 4,731개 기업/연도 관측치를 이용하여 경영자 지분율이 실물적 이익조정규모에 미치는 영향에 대해 분석하였다.

실증분석 결과 우리나라 기업의 경우 미국기업을 대상으로 한 선행연구와는 달리 경영자가 보다 많은 지분을 소유할수록 매출, 생산 그리고 비용 측면에서의 실물적 활동을 조정함으로써 보고이익을 조정하는 실물적 이익조정을 억제하고 있는 것으로 나타났다. 이러한 경향은 주로 상향적인 실물적 이익조정에 대하여 존재하는 것으로 나타났다.

본 연구는 우리나라의 경우 보다 많은 지분을 소유한 경영자일수록 주주와의 이해관계 일치로 해당 기업의 장기영업성장에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 실물적 이익조정을 억제한다는 실증결과를 국내 처음으로 보고했다는 점에서 주된 공헌점을 가진다. 특히 경영자 지분율이 증가할수록 실물적 이익조정 규모가 늘어난다는 미국기업을 대상으로 한 선행연구(Cohen et al. 2008)와 상반된 실증결과를 보고함으로써 경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향을 고려할 때 제반 법적 제도 및 기업소유구조 등 우리나라의 특수한 환경적 요소를 감안해야 함을 입증했다는 점에서도 추가적인 공헌점을 가질 수 있을 것이다.

이러한 공헌점에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점을 가진다. 첫째, 본 연구에서는 선행연구에 기반하여 회계적 또는 실물적 이익조정규모를 추정하였으나, 해당 추정치에 내제될 수 있는 측정오류에 의하여 본 연구의 실증결과가 도출되었을 가능

성을 완전히 배제할 수 없다. 하지만 이러한 측정오류가 경영자 지분율과 체계적인 상관관계를 가질만한 사전적인 이유가 없는 만큼 해당 측정오류는 오히려 본 연구 실증결과의 유의성을 감소시킬 가능성도 존재한다. 둘째, 본 연구에서는 소유경영자와 전문경영자를 명확하게 구분하여 경영자 지분율을 측정할 수 없었기 때문에 후속연구를 통해 소유경영자와 전문경영자가 실물적 이익조정에 미치는 영향을 구분하여 분석할 필요가 있는 것으로 판단된다. 셋째, 본 연구의 실증결과는 경영자 지분율과 실물적 이익조정규모간의 평균적인 상관관계만을 분석하고 있다는 한계점을 가지고 있다. 예를 들어 주식시장 기대의 충족, 차입계약조건의 충족 및 법인세 최소화 등 경영자의 다양한 이익조정 유인에 따라 경영자 지분율과 실물적 이익조정규모 사이의 상관관계가 영향을 받을 수 있을 것이다. 하지만 이러한 분석은 본 연구의 연구범위를 벗어난 것으로 향후 추가적인 실증분석을 통해 밝혀져야 할 것으로 판단된다. 이러한 한계점에도 불구하고 본 연구는 경영자 자신이 해당 기업에 대해 보다 많은 지분을 소유할수록 실물적 이익조정을 오히려 억제할 유인을 가진다는 실증결과를 보고함으로써 우리나라의 실물적 이익조정 관련 연구에 추가적인 공헌점을 가질 수 있을 것으로 기대된다.

참고문헌

- 김경목 (2003), "기업지배구조와 혁신: 소유구조가 연구개발 투자에 미치는 영향," *경영학연구* 32(6), 1799-1832.
- 김병호 (2002), "기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 대한 연구: 임원지분율을 중심으로," *한국증권학회*

- 지 30(1), 391-434.
- 김유찬, 강운식 (2011), "기업지배구조가 실물활동에 기반을 둔 이익조정에 미치는 효과," *경영학연구* 40(1), 1-28.
- 김종대, 조문기 (2007), "경영자지분율과 회계정보의 가치관련성 간의 상관관계분석," *회계학연구* 32(4), 1-27.
- 김지홍, 고재민, 고윤성 (2008), "적자회피 및 이익평준화를 위한 실제 이익조정 활동," *회계저널* 17(4), 31-63.
- 김지홍, 배지현, 고재민 (2009), "실제 이익조정이 장기 경영성과에 미치는 영향," *회계학연구* 34(4), 31-70.
- 나종길 (2004), "유동발생의 예측오차와 감사인 유형에 따른 재량적 발생의 정보성 차이," *회계학연구* 29(1), 117-142.
- 박경서, 이은정, 장하성 (2004), "대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향," *재무연구* 17(2), 163-201.
- 박종훈, 노은정 (2008), "기업의 소유구조가 대리인비용에 미치는 영향: 외국인 지분율과 경영자 지분율 효과를 중심으로," *관리회계연구* 8(1), 143-164.
- 백상미, 양대천, 김진배 (2011), "코스닥 등록 및 공개 기업의 경영자 지분과 이익조정," *회계정보연구* 29(3), 395-429.
- 윤순석 (2001), "상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구," *한국증권학회지* 29(1), 57-85.
- 전홍민, 차승민 (2012), "실물적 이익조정이 자기자본비용에 미치는 영향: 한국기업을 중심으로," *세무와 회계저널* 13(1), 99-130.
- 전홍민, 차승민, 김현희 (2011), "기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향," *경영학연구* 40(2), 383-406.
- 최관, 백원선 (1999), "유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구," *회계학연구* 24(4), 1-27.
- 최우석, 이우백 (2005), "오너경영과 기업성과에 대한 실증 연구," *재무연구* 18(1), 121-155.
- Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker (2001), "The World Price of Earnings Management," Working Paper, Queens University.*
- Cheng, Q., and T. Warfield (2005), "Equity Incentives and Earnings Management," The Accounting Review, 80, 441-476.*
- Cohen, D., A. Dey, and T. Lys (2008), "Real and Accrual-Based Earnings Management in the Pre and Post-Sarbanes-Oxley Periods," The Accounting Review, 83, 757-787.*
- Cohen, D., and P. Zarowin (2010), "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings," Journal of Accounting and Economics, 50, 2-19.*
- Dechow, M., R. Sloan, and A. Sweeney (1995), "Detecting Earnings Management," The Accounting Review, 70, 193-225.*
- Demsetz, H. (1983), "The Structure of Ownership and the Theory of the Firm," Journal of Law and Economics, 26, 375-390.*
- Fama, E., and J. MacBeth (1973), "Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests," Journal of Political Economy, 81, 607-636.*
- Graham, R., R. Harvey, and S. Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," Journal of Accounting and Economics, 40, 3-73.*
- Guay, W., P. Kothari, and L. Watts (1996), "A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models," Journal of Accounting Research, 34, 83-105.*
- Gunny, K. (2005), "What Are the Consequences of Real Earnings Management?" Working Paper, University of Colorado.*
- Huang, H., Q. Wang, and X. Zhang (2009), "The Effect of CEO Ownership and Shareholder Rights on Cost of Equity Capital," Corporate Governance, 9, 255-270.*

- Jensen, C., and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Kemsley, D., and D. Nissim (2002), "Valuation of Debt Tax Shield," *Journal of Finance*, 57, 2045-2073.
- Kim, B., and C. Sohn (2009), "Real versus Accrual-based Earnings Management and Implied Cost of Equity Capital," Working Paper, Concordia University.
- Leggett, M., L. Parsons, and A. Reitenga (2009), "Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance," Working Paper, University of Alabama.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki (2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- Marquardt, C., and C. Wiedman (2005), "Earnings Management through Transaction Structuring: Contingent Convertible Debt and Diluted EPS," *Journal of Accounting Research*, 43, 205-243.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Palmrose, Z. (1986), "Audit Fees and Auditor Size: Further Evidence," *Journal of Accounting Research*, 24, 97-110.
- Rangan, S. (1998), "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 50, 101-122.
- Ronen, J., and S. Sadan (1975), "Classificatory Smoothing: Alternative Income Models," *Journal of Accounting Research*, 13, 133-149.
- Roychowdhury, S. (2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Schipper, K. (1989), "Commentary in Earnings Management," *Accounting Horizons*, 3, 91-102.
- Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- Teoh, H., I. Welch, and T. Wong (1998), "Earnings Management and the Long-run Underperformance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Warfield, D., J. Wild, and L. Wild (1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 20, 61-91.
- Watts, L., and J. Zimmerman (1978), "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," *The Accounting Review*, 53, 112-134.
- Zang, A. (2012), "Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation," *The Accounting Review*, 87, 675-703.

Managerial Ownership and Real Earnings Management

Hong Min Chun* · Hae Sang Han** · Yong Keun Yoo***

Abstract

This paper examines the effect of managerial ownership on real earnings management for Korean firms. More specifically, we examine the association between the magnitude of manager's ownership and the proxies for the magnitude of real earnings management (hereafter, real EM), such as abnormal cash flow from operation, abnormal production cost, and abnormal discretionary expenses. Prior research has documented that after the Sarbanes Oxley (SOX) acts were enforced, managers began to substitute earnings management using discretionary accruals (hereafter, accrual EM) by real EM. This is because regulator or auditor cannot scrutinize real EM since real EM is the results of manager's autonomous decisions for firm's operation. Because there is limited research examining the association between managerial ownership and real EM in Korea, we examine such an association in this study. By using 4,731 Korean firm/year observations between 2003 and 2008, we find that the magnitude of managerial ownership is negatively associated with the proxy for the magnitude of real EM while that of managerial ownership is positively associated with that of accrual EM. This study contributes to the literature by providing the first empirical evidence regarding the effect of managerial ownership on real EM for Korean firms.

Key words: Managerial Ownership, Real Earnings Management, Accrual Earnings Management

* Chungbuk National University School of Business

** Korea University Business School

*** Korea University Business School