

# Comparison of Quarterly Earnings Management Between KOSPI and KOSDAQ Markets: Focusing on Institutional Reforms Related to Accounting Information

## 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정에 대한 비교연구: 회계제도 변화를 중심으로

Moonchul Kim(First Author)

School of Management, Kyung Hee University  
(kimc@khu.ac.kr)

Youngsoon S. Cheon(Corresponding Author)

College of Business & Economics, Chung-Ang University  
(yscheon@cau.ac.kr)

Jungyoup Lee(Co-Author)

Department of Health and Medical Administration, Shingu College  
(jylee@shingu.ac.kr)

.....

Prior research finds that firms in the KOSDAQ market tend to manage annual earnings more than their counterparts in the KOSPI market. However, there is little research that systematically investigates differences in quarterly earnings management between the two groups. Hence, this study examines whether there are differences in quarterly earnings management between KOSPI and KOSDAQ firms. We also examine whether accounting reforms adopted to improve the quality of financial statements are effective in restraining quarterly earnings management. The results reveal that the KOSDAQ firms manage quarterly earnings to the greater extent than the KOSPI firms. We also find that the IFRS adoption has positive effects on quarterly earnings management in both KOSPI and KOSDAQ markets, whereas the auditor review of interim financial statements has no effect on quarterly earnings management.

Key Words: Accounting reforms, Accrual models, KOSDAQ-market firms, KOSPI-market firms, Quarterly earnings management

.....

### 1. 서론

상장기업은 불특정 다수의 투자자와 채권자 등 다양한 이해관계자를 가지고 있으며, 기업의 가치를 받

영한 적절한 가격으로 자본을 조달하기 위해서는 이들 이해관계자들의 경제적 의사결정에 유용한 정보를 제공하는 것이 매우 중요하다. 이를 위해 상장기업의 재무제표 작성과 공시에 대해서는 엄격한 기준의 준수를 의무화하고 있다. 그러나 많은 선행연구에서

Submission Date: 12. 22. 2020

Revised Date: (1st: 04. 26. 2021)

Accepted Date: 05. 11. 2021

보고된 바와 같이 기업의 경영자는 다양한 경제적 동지에서 비롯된 이익조정을 수행하는 것으로 알려져 있다. 이러한 이익조정 결과 기업의 경제적 실질에 대한 정보가 왜곡된다면 이해관계자의 합리적 의사결정을 어렵게 하여 자원의 비효율적 배분을 초래하고 이로 인해 기업의 자본조달비용이 증가할 수 있다.

우리나라 주식시장은 크게 유가증권시장과 코스닥 시장으로 구분되는데, 이들 주식시장에 상장되어 있는 기업의 특성이나 회계정보의 질적 수준은 차이가 날 수 있다.<sup>1)</sup> 상장기업의 이익조정은 이익의 질에 직접적인 영향을 미칠 수 있으며 이익조정의 행태가 상장된 주식시장별로 차이가 있다는 것은 매우 중요한 의미를 갖는다. 첫째, 코스피기업과 코스닥기업 간에 이익조정의 차이가 있다면 투자자는 주식에 상장된 시장에 따라 이익의 질에 차이가 존재한다는 것을 인식하고 이를 의사결정에 고려할 필요가 있다. 둘째, 시장별로 이익조정의 차이가 존재한다면 이는 외부감사인에게도 중요한 의미를 갖는다. 불특정 다수의 투자자가 투자하는 상장기업에 대해서는 회계정보의 신뢰성을 확보하기 위해 높은 감사품질이 요구된다. 만일 시장별로 이익조정에 차이가 있다면, 외부감사인은 이러한 차이를 반영하여 감사계획을 수립하고 감사를 수행해야 할 것이다. 특정 시장에 상장된 기업에서 이익조정이 상대적으로 더 크게 나타난다면, 이들 기업을 감사하는 외부감사인은 보다 철저한 감사를 수행해야 할 것이다. 마지막으로, 감독당국의 입장에서든 주식시장별로 이익조정에 차이가 있다면 시장별로 차별화된 감독정책이 필요할 수 있다. 예로, 이익조정이 보다 빈번히 그리고

더 큰 금액으로 발생하는 시장의 상장기업에 대해서는 이익조정을 억제하는 감독을 강화할 필요가 있을 것이다.

주식시장별로 기업의 이익조정에 차이가 존재하는지를 살펴본 국내의 최초 연구는 Yoon(2001)이다. Yoon(2001)은 1994년-1997년의 표본기간을 대상으로 코스피기업과 코스닥기업 간에 이익조정의 차이가 있는지를 분석하였다. 그런데 이러한 연구기간에 포함된 코스닥기업은 장외등록시장에서 코스닥 시장으로 전환되는 초기의 기업들이었다. 즉, 표본기간에 존재하던 코스피기업과 코스닥기업 간에는 기업규모나 재무제표 작성을 위한 내부통제 등에서 현격한 차이가 존재하였으며 거래소나 관련 당국의 감독에서도 두 시장 간에 현저한 차이가 존재하던 시기이다. 또한, 연구에 사용된 코스닥기업의 표본수도 매우 제한적이었다. 따라서, 코스닥시장의 초창기를 대상으로 이루어진 실증분석 결과를 코스닥 시장이 안정화된 이후의 기간에 대해서도 일반화하기는 어려웠다. 이후 선행연구는 코스닥시장이 정착된 후 기간에 대해 시장별 이익조정의 차이를 분석하였으며, 일반적으로 코스피기업보다 코스닥기업에서 이익조정이 더 크게 나타남을 보고하였다(Kim, 2009; Park and Song, 2017). 이러한 연구결과에 기초하여 코스피시장과 코스닥시장 기업을 표본으로 재량적발생액을 연구한 선행연구는 시장구분 더미변수를 통제변수로 포함해 왔다.

그런데 시장별 이익조정의 차이를 검증한 선행연구는 연차이익에 대한 이익조정을 대상으로 하고 있으며 분기이익에 대한 시장별 이익조정의 차이를 체계

1) 한국거래소는 유가증권시장과 코스닥시장 외에도 코넥스시장을 운영하고 있다. 코넥스시장은 우수한 기술력을 보유하고 있음에도 불구하고 짧은 업력 등의 이유로 자금조달에 어려움을 겪는 초기 중소기업과 벤처기업의 자금조달을 원활하게 하기 위해 2013년 설립된 시장이다. 코넥스시장은 「중소기업기본법」상 중소기업만 상장 가능한 시장으로서 진입방법을 다양화하였으며 진입요건도 최소화하였다. 예를 들면, 분반기보고서 공시를 면제하였으며, 수시공시사항을 축소하고, 사외이사과 상근감사 설치의무도 면제하였다. 따라서 코넥스시장 상장기업은 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업과는 본질적인 차이가 있으므로 본 연구의 대상에서 제외한다.

적으로 분석한 선행연구는 부재하다. 분기이익은 기업을 분석하는 투자자들에게 적시에 기업성과에 대한 정보를 제공한다는 점에서 매우 중요하다. 그런데 연차이익은 외부감사인에게 감사를 받은 정보인 반면, 분기이익에 대해서는 질문, 분석적 절차 등 외부감사인의 검토절차만 거치므로 기업은 연차이익에 비해 더 용이하게 분기이익조정을 할 수 있다. 이는 실증분석 결과를 통해서도 나타났는데, 선행연구는 연차이익보다 1-3분기 이익조정이 더 크게 나타남을 보고하였다(Park and Kim, 2007; Song and Park, 2008). 이처럼 연차이익에 비해 분기이익조정이 보다 용이한 환경에서는 코스피기업의 분기이익조정이 코스닥기업과 크게 다르지 않을 수 있다. 따라서, 분기이익에 대해서도 코스닥기업이 코스피기업보다 이익조정을 더 많이 한다는 결론을 내리기 위해서는 실증분석을 통해 확인할 필요가 있어 보인다. 이에 본 연구에서는 코스피기업과 코스닥기업간에 분기이익조정이 달리 나타나는지를 검증한다.

방법론적인 측면에서, Yoon(2001)을 비롯하여 거래소별 이익조정 차이를 검증한 선행연구는 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)을 사용하여 재량적발생액을 측정하였다. 그런데 2000년대 이후 Jones 모형 또는 수정 Jones 모형에 대하여 많은 문제점이 제기되어 왔다. 특히 기업의 성과나 성장성은 비재량적발생액에 큰 영향을 미치게 되는데 Jones 모형이나 수정 Jones 모형에서는 이를 적절히 통제하지 못한다. 기업의 수익성과 성장성이 비재량적발생액에 미치는 영향을 적절히 통제하지 않으면 재량적발생액에 심각한 측정오차가 개입될 수 있다(McNichols, 2000; Collins et al., 2017). 이러한 문제를 해결하기 위해 Collins et al.(2017)은 (수정) Jones 모형에 기업의 성장성과 수익성을 비선형 형태로 추가한 모형을 제시하였다. 기업의 성장

성과 수익성을 통제하지 못하는 (수정) Jones 모형의 한계점은 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정을 비교하는데 있어 특히 중요할 수 있다. 코스피기업에 비해 코스닥기업은 기술력을 바탕으로 한 성장기업이 주류를 이루고 있다. 따라서, 기업의 수익성 및 성장성이 비재량적발생액에 미치는 영향을 적절히 통제하지 못하면 나타날 수 있는 오류는 코스닥기업의 분기이익에서 더욱 심화될 수 있다. 따라서, 본 연구는 결과의 강건성(robustness)을 확인하기 위해 (수정) Jones 모형 외에 Collins et al.(2017) 모형(이하 'Collins 모형')을 이용하여 재량적발생액을 측정한다.

1997년에 발생한 금융위기 이후 우리나라에서는 회계정보와 관련하여 중요한 제도적 변화가 있었다. 1980년 주식회사의 외부감사에 관한 법률(이하 '외감법')의 제정으로 연차이익에 대해서는 1980년대 초반부터 외부감사가 도입되었다. 반면, 분기이익에 대해서는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(구 증권거래법)을 통해 직전 사업연도말 자산총액이 2조원 이상인 상장기업에 대해서는 2001년 3분기부터, 자산총액이 1조원 이상인 상장기업에 대해서는 2004년 1분기부터, 자산총액이 5천억원 이상인 상장기업에 대해서는 2006년 3분기부터 외부감사인의 검토가 의무화되었다. 선행연구는 (수정) Jones 모형을 이용하여 분기검토의 효과를 검증하였으며 혼재된 결과를 보고하였다. 위에서 언급한 대로 (수정) Jones 모형의 문제점이 이러한 혼재된 결과를 초래하였을 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 Collins 모형을 이용하여 이들 제도적 변화가 원래 의도한 대로 분기이익의 신뢰성 향상에 기여하였는지를 검증한다. 나아가 본 연구는 이러한 분기검토의 효과가 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정에 달리 나타나는지를 검증한다.

분기재무제표 검토에 추가하여 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위해 2003년에 개정된 외감법을 통해 외부감사대상 기업에 대해 내부회계관리제도가 도입되었으며, 2006년부터 본격적으로 시행되었다. 많은 선행연구들이 내부회계관리제도의 도입이 이익조정에 미치는 영향을 검증하였는데, 이들 선행연구는 연차이익을 대상으로 하고 있으며 분기이익을 대상으로 한 선행연구는 부재하다. 따라서, 본 연구에서는 내부회계관리제도의 도입이 분기이익조정에 미친 영향을 살펴보고, 그 영향이 코스피기업과 코스닥기업 간에 달리 나타나는지를 검증한다.

2011년부터 모든 상장기업에 대해 국제회계기준(IFRS)이 도입되었다. 많은 선행연구가 IFRS 도입이 기업의 이익조정에 미치는 영향을 검증하였는데, IFRS의 도입 효과에 대해서는 혼재된 결과를 보고하였다. IFRS의 도입이 이익조정에 미치는 영향을 분석한 선행연구는 모두 연차이익을 대상으로 하고 있는데, 분기재무제표와 연차재무제표의 작성에 대한 법규 및 감사환경이 달라 IFRS 도입이 분기이익조정에 미친 영향은 연차이익에 미친 영향과는 다를 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 IFRS 도입이 분기이익조정에 미친 영향을 분석하고 이러한 영향이 주식시장별로 달리 나타나는지를 검증한다.

본 연구의 분석대상은 2004년-2018년 기간동안 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익이다. 실증분석 결과, 연차이익과 마찬가지로 코스피기업보다 코스닥기업이 분기이익조정을 더 많이 하는 것으로 나타난다. 이러한 결과는 재량적발생액 측정모형에 민감하지 않다. 분기재무제표에 대한 감사인의 검토대상이 된 후에도 기업들의 분기이익조정에는 유의한 변동이 없는 것으로 나타난다. 코스피기업과 코스닥기업 모두 재량적발생액의 절댓값으로 측정된 분기이익조정은 분기검토 대상이 된 후에도 유의하게 변화

지 않았다. 내부회계관리제도의 시행 후 코스피기업의 분기이익조정에는 유의한 변동이 없는 것으로 나타난다. 반면, 코스닥기업의 경우(수정) Jones 모형에서는 내부회계관리제도 도입 후 분기이익조정에 유의한 변동이 없지만 Collins 모형에서는 분기이익조정이 증가한 것으로 나타난다. IFRS 도입 후 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정은 감소한 것으로 나타난다. 이러한 결과는 IFRS 도입을 제외하고는 재무정보의 신뢰성을 제고하기 위해 도입된 제도들이 기업들의 분기이익조정을 억제하는데 효과적이지 못하였음을 의미한다.

본 연구는 그간 우리나라에서 활발한 연구가 이루어지지 않은 분기이익조정을 대상으로 주식시장별 차이를 분석하고, 재무제표의 신뢰성을 제고하기 위해 도입된 주요 제도들이 분기이익조정에 미친 영향을 살펴보았다는 점에서 기존의 연구와 차별화된다. 본 연구 결과는 다음과 같은 시사점을 제공한다.

첫째, Yoon(2001)은 코스피기업보다 코스닥기업에서 연차이익조정이 더 크게 나타남을 보고하였다. 본 연구의 결과, 분기이익의 경우에도 코스피기업에 비해 코스닥기업에서 이익조정이 크게 나타나고 있어 시장별로 분기이익의 질적 차이가 존재함을 확인하였다. 이러한 결과는 투자자가 기업의 분기이익을 분석함에 있어 소속된 시장에 따라 이익조정의 차이가 존재할 가능성에 대해 유의할 필요가 있음을 보여준다. 또한, 본 연구의 결과는 분기이익을 이용하는 실증연구에서 주식시장별 이익조정의 차이를 고려할 필요가 있음을 시사한다. 둘째, 재무정보의 신뢰성을 제고하기 위해 도입된 주요 제도가 이익조정에 미친 영향을 분석한 대부분의 선행연구는 연차이익을 대상으로 하였다. 본 연구에서는 이러한 제도들이 기업들의 분기이익조정에 미친 영향을 실증적으로 분석하였다는 점에서 의의가 있다. 본 연구의 결

과는 분기재무제표의 신뢰성을 제고하기 위해 도입한 분기검토나 외부감사인의 내부회계관리제도 검토가 분기이익조정을 억제하는 역할은 하지 못하고 있음을 시사한다. 이러한 결과는 회계정책을 입안하고 집행하는 감독당국에게 시사점을 제공할 수 있을 것으로 보인다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 2000년 이후 회계정보의 신뢰성 제고를 위한 제도적 변화를 기술한다. III장에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 검토하고 실증분석을 위한 연구주제를 논의한다. IV장에서는 실증분석을 위한 연구모형과 표본을 설명한다. V장에서는 실증분석 결과를 설명하며, VI장에서는 본 연구의 결론과 시사점을 제시한다.

## II. 회계정보의 신뢰성 제고를 위한 제도적 변화

1997년의 금융위기 이후 회계정보의 신뢰성 향상을 위해 많은 제도적 변화가 이루어졌지만 주로 연차이익을 대상으로 그 효과에 대한 검증이 이루어졌다. 본 연구에서는 이러한 제도적 변화 중 분기이익 정보의 신뢰성과 관련된 세 가지 중요한 제도적 변화가 분기이익조정에 미친 영향과 그 영향이 코스피 기업과 코스닥기업간에 차이가 있는지를 검증한다. 따라서 아래에서는 본 연구의 검증대상인 제도적 변화를 살펴본다.

본 연구에서 검증하고자 하는 첫 번째 제도적 변화는 분기재무제표에 대한 외부감사인 검토이다. 앞에서 언급한 대로, 1980년에 제정된 외감법을 통해 주식회사가 매 회계연도말에 작성하는 (연차)재무제표에 대해서는 외부감사가 의무화되었지만 반기재무

제표 및 분기재무제표 등 중간보고서는 외부감사 대상이 아니었다. 분기재무제표에 대해서는 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(구 증권거래법)을 통해 직전 사업연도말 자산총액이 2조원 이상인 상장기업에 대해 2001년 3분기부터 외부감사인의 검토가 의무화되었다. 이후 외부감사인의 검토는 2004년에 자산총액이 1조원 이상인 상장기업으로 확대되었으며, 2006년부터는 자산총액이 5천억원 이상인 상장기업으로 확대되었다. 분기재무제표에 대한 외부감사인의 검토는 분기재무제표의 신뢰성을 향상시키기 위한 것으로서, 선행연구는 외부감사인의 분기재무제표 검토 이후 재량적발생액이 감소하는 것을 보고 하였다(Sohn and Kim, 2006; Kim, 2013; Oh and An, 2015). 그런데 분기재무제표 검토가 이익조정에 미친 영향을 살펴본 선행연구는 수정 Jones 모형을 사용함에 따라 재량적발생액 측정에 있어 기업의 성장성을 적절히 통제하지 못하는 문제가 있다. 따라서 본 연구에서는 Collins 모형을 사용하여 분기재무제표 검토의 효과를 재검증한다. 나아가 본 연구는 분기재무제표 검토효과가 코스피기업과 코스닥기업 간에 달리 나타나는지를 검증한다.

본 연구에서 살펴보고자 하는 두 번째 제도적 변화는 내부회계관리제도의 도입이다. 신뢰할 수 있는 재무제표의 작성 및 공시를 위해 2004년 4월 1일 이후 개시하는 사업연도부터 외부감사대상 기업에 대해 내부회계관리제도의 구축과 외부감사인의 검토가 도입되었다. 그러나 상장기업에 대해 내부회계관리제도에 대한 외부감사인의 검토의무가 실제로 적용되기 시작한 것은 한국상장회사협의회 산하 내부회계관리제도 운영위원회가 내부회계관리제도 모범규준을 발표한 후인 2006년부터이다. 기업의 내부회계관리제도 구축과 외부감사인의 검토를 지원하기 위해 내부회계관리제도 운영위원회는 2005년 6월

내부회계관리제도 모범규준을 발표하였으며, 이 모범규준은 내부회계관리제도 의무적용대상 기업과 감사인의 준거기준으로 활용되었다. 내부회계관리제도의 도입이 이익조정에 미치는 영향을 살펴본 선행연구는 모두 연차이익을 대상으로 하였는데, 선행연구는 혼재된 결과를 보고하였다. 일부 선행연구는 내부회계관리제도의 도입으로 재량적발생액이 유의하게 감소하였다는 결과를 보고한 반면(Cho and Yoo, 2006; Kang and Chun, 2008), 다른 선행연구는 내부회계관리제도 도입이 재량적발생액에 유의적인 영향을 미치지 못한다는 결과를 보고하였다(Nam and Park, 2008; Choi et al., 2012). 또한, 선행연구는 내부회계관리제도의 도입이 연차이익조정에 미친 효과가 시장별로 달리 나타나는지를 분석하였다. 선행연구는 일반적으로 코스피기업의 경우에는 재량적발생액이 감소한 반면, 코스닥기업의 경우에는 영향이 없거나 오히려 재량적발생액이 증가한다는 결과를 보고하였다(Shin, 2007; Choi and Gong, 2012). 그런데 Choi et al.(2012)은 코스닥기업의 경우 Kothari 모형에 의해 성과를 통제하는 경우 재량적발생액이 감소한다는 결과를 보고하였다. 이러한 선행연구는 재량적발생액의 측정모형에 따라 결과가 달리 나타날 수 있음을 시사한다. 따라서, 본 연구에서는 Collins 모형을 이용하여 내부회계관리제도의 도입이 분기이익조정에 미친 영향과 그 영향이 주식시장별로 달리 나타나는지를 살펴본다.

마지막으로, 본 연구는 2011년부터 모든 상장기업에 대해 도입된 IFRS가 분기이익조정에 미치는 영향을 검증한다. 많은 선행연구가 (수정) Jones 모형을 이용하여 IFRS의 도입이 이익조정에 미치는 영향을 검증하였으며, 혼재된 결과를 보고하였다. 많은 선행연구는 IFRS 도입 후 재량적발생액이 감소하는 것을 보고한 반면(Cha et al., 2014; Park, 2015;

Yoo et al., 2015; Lee and Choi, 2019), 일부 선행연구는 재량적발생액이 오히려 증가하였거나 유의적인 변화가 없다는 결과를 보고하였다(Kim and Son, 2013; Kim et al., 2020). 특히 Kim et al.(2020)은 K-GAAP과 IFRS 채택기간 간에 발생액 결정모형의 표준오차율(1-결정계수)을 이용하여 상향 및 하향 이익조정행태를 비교한 결과, 시장수준에서 상향 및 하향 이익조정행태가 IFRS 적용기간에 더 증가함을 보고하였다. 그런데 이들 선행연구는 IFRS 도입이 연차이익에 미치는 영향만을 분석하였다. 따라서, 본 연구에서는 IFRS 도입이 분기이익조정에 미치는 영향과 그 영향이 주식시장별로 달리 나타나는지를 검증한다.

### III. 선행연구와 연구주제

본 연구에서는 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정에 차이가 있는지를 검증한다. 나아가 본 연구는 분기재무제표의 신뢰성 제고를 위한 제도적 변화가 분기이익조정에 미친 영향을 검증한다. 구체적으로, 일정 자산규모 이상의 상장기업에 대한 외부감사인의 분기재무제표 검토의무화, 외감대상 기업에 대한 내부회계관리제도의 도입 및 상장기업에 대한 IFRS 도입이 분기이익조정에 미친 영향을 살펴본다. 따라서, 아래에서는 본 연구의 주제와 관련된 선행연구를 검토한다. 또한, 본 연구에서 검증하고자 하는 주제는 사전적으로(*ex ante*) 기대되는 결과의 방향을 예측하기가 쉽지 않다. 따라서, 가설의 형식으로 연구주제를 제시하는 대신 선행연구를 검토하면서 관련된 연구주제를 기술한다.

### 3.1 코스피기업과 코스닥기업의 이익조정 비교

주식시장별 이익조정을 비교한 국내 선행연구는 다음과 같다. Yoon(2001)은 2,441개의 유가증권시장 기업-연도와 808개의 코스닥시장 기업-연도를 이용하여 두 시장 간에 연차이익조정에 차이가 있는지를 분석하였다. 이익조정의 측정치는 수정 Jones 모형으로 추정된 재량적발생액과 총발생액을 사용하였다. 실증분석 결과, 코스피기업과 코스닥기업 모두 발생액을 활용하여 보고이익을 관리하는 경향이 있으며 이익관리 현상은 코스닥기업에서 더 강하게 나타났다. 구체적으로, 코스닥기업은 코스피기업에 비해 영업현금흐름이 저조한 경우에는 보고이익을 증가시키는 방향으로 발생액을 조정하였으며, 영업현금흐름이 양호한 경우에는 반대의 방향으로 발생액을 조정하는 것으로 나타났다. 그러나 이 연구의 표본기간은 1994년-1997년으로 코스닥시장 초기의 상장기업을 대상으로 하고 있다는 점에서 연구결과를 코스닥시장이 정착된 이후의 상장기업에 일반화하기에는 한계가 있다.

이후 연구들은 2000년대 이후 표본을 대상으로 코스피기업과 코스닥기업 간의 이익조정의 차이를 분석하였다. Kim(2009)은 2001년-2007년 기간에 대해 코스피기업과 코스닥기업을 대상으로 수정 Jones 모형을 사용하여 실증 분석한 결과, 코스닥기업의 연차이익조정이 코스피기업보다 크게 나타났다. Park and Song(2017)은 2000년-2011년 기간을 대상으로 연차이익을 이용하여 유가증권시장과 코스닥시장의 신규상장기업의 재량적발생액의 차이를 분석하였다. 분석 결과, 유가증권시장과 코스닥시장 모두 신규상장기업은 상장 이전과 상장연도에 상향 이익조정을 하는 것으로 나타났다. 나아가 유가증권시장 신규상장기업은 상장 직후 1년까지 이익

을 상향 조정하고 이후에는 하향 조정하는 것으로 나타났다. 반면, 코스닥시장 신규상장기업은 상장 이후에는 이익을 하향 조정하는 것으로 나타났다.

위에서 살펴본 바와 같이 Yoon(2001) 연구 이후 코스피기업과 코스닥기업의 이익조정을 직접 비교한 연구는 별로 이루어지지 않았으며, 이후 선행연구는 코스피기업과 코스닥기업의 이익조정의 차이에 대해 Yoon(2001)의 결과를 인용하여 왔다. 그런데 이들 선행연구는 연차이익을 대상으로 하고 있어 그 결과를 분기이익조정에 그대로 일반화할 수 있을지는 의문이다. 따라서, 본 연구에서는 코스닥시장이 정착된 이후의 기간을 대상으로 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정의 차이를 실증적으로 분석한다.

### 3.2 외부감사인의 분기재무제표 검토와 이익조정

외부감사인의 분기재무제표 검토가 이익조정에 미치는 영향을 살펴본 선행연구는 혼재된 결과를 보고하였다. Sohn and Kim(2006)은 2001년 3분기부터 2003년 3분기까지 분기검토를 받은 재무제표를 대상으로 분기재무제표 검토가 분기보고서, 반기보고서 및 연차보고서에 미치는 영향을 분석하였다. 주요 분석내용 중의 하나는 분기검토가 경영자의 이익조정 행위를 제한하는데 기여하고 있는지를 검증하는 것이었다. 실증분석 결과, 분기검토를 받은 표본의 유동재량발생액의 절댓값이 분기검토를 받지 않은 표본보다 유의적으로 작게 나타났다. Kim(2013)은 2002년-2010년까지의 기간을 대상으로 분기검토의 효과를 검증한 결과, 분기검토 시행 이후 재량적발생액이 감소하는 것을 보고하였다. 반면, 자발적으로 분기보고서에 대한 검토를 받은 기업을 대상으로 분기검토가 이익조정에 미치는 영향을 검증한

Park et al.(2005)은 2001년 3분기부터 2003년 3분기까지 자발적으로 분기검토를 받은 기업과 검토를 받지 않은 기업간에 유동재량발생액의 차이를 발견하지 못하였다. 위의 선행연구는 수정 Jones 모형을 사용하여 재량적발생액 및 유동재량발생액을 측정함에 따라 앞서 언급한 모형의 문제점에 민감하다. 따라서, 본 연구에서는 Collins 모형을 이용하여 분기검토가 분기이익조정에 미치는 영향을 분석한다. 또한, 이들 선행연구는 외부감사인의 분기검토가 이익조정에 미치는 영향이 코스피기업과 코스닥기업 간에 다른지는 검증하지 않았다. 이에 본 연구는 분기검토가 분기이익조정에 미치는 영향이 코스피기업과 코스닥기업 간에 다른지를 검증한다.

### 3.3 내부회계관리제도의 도입 효과

많은 선행연구가 내부회계관리제도의 도입이 이익조정에 미치는 영향을 검증하였으며 혼재된 결과를 보고하였다. Cho and Yoo(2006)는 내부회계관리제도의 시행 이후 그 전 기간에 비해 재량적발생액이 유의하게 감소함을 보고하였다. Kang and Chun(2008) 또한 내부회계관리제도 모범규준의 시행 이후 이익조정 수준이 유의적으로 감소함을 보고하였다. 반면, An and Choi(2008), Nam and Park(2008)은 내부회계관리제도의 도입이 이익조정에 유의적인 영향을 미치지 못한다는 것을 보고하였다.

또한, 선행연구는 내부회계관리제도의 도입이 이익조정에 미치는 영향이 주식시장별로 달리 나타나는지를 검증하였다. Shin(2007)은 코스피기업의 경우 양의 재량적발생액을 갖는 기업에 대해서만 내부회계관리제도 도입 후 이익조정 규모가 감소한 반면, 코스닥기업의 경우에는 내부회계관리제도 도입 후 오히려 이익조정 규모가 증가함을 보고하였

다. Kwon et al.(2010)은 코스피기업의 경우에는 내부회계관리제도의 도입 이후 재량적발생액의 질이 개선되었으나 코스닥기업의 경우에는 오히려 재량적발생액의 질이 더 낮아진다는 결과를 보고하였다. Choi and Gong(2012)은 코스피기업에서는 내부회계관리제도 도입 후 시간이 지남에 따라 재량적발생액의 질이 감소한 것에 반해 코스닥기업에서는 도입 초기와 후기 사이에 유의적인 변화가 없음을 보고하였다. 또한, Choi et al.(2012)은 코스피기업의 경우에는 내부회계관리제도 도입 이후 재량적발생액이 증가한 반면, 코스닥기업의 경우 Kothari 모형에 의한 성과조정 재량적발생액 측정치의 경우에만 재량적발생액이 감소한다는 결과를 보고하였다. 이들 선행연구는 연차이익을 대상으로 하고 있으며 내부회계관리제도의 도입이 분기이익조정에 미치는 영향을 검증한 선행연구는 부재하다. 따라서, 본 연구에서는 내부회계관리제도가 분기이익조정에 미친 영향을 살펴본다. 또한, 본 연구는 분기이익조정에 대한 내부회계관리제도 도입의 효과가 코스피기업과 코스닥기업 간에 달리 나타나는지를 검증한다.

### 3.4 IFRS 도입과 이익조정

많은 연구들이 IFRS 도입이 이익조정에 미친 영향을 검증하였으며, 선행연구는 혼재된 결과를 보고하였다. 다수의 연구들은 코스피기업과 코스닥기업 모두에서 IFRS 도입 후에 재량적발생액이 유의적으로 감소하는 것을 보고하였다(Cha et al., 2014; Park and Park, 2017; Gong, 2019). 또한, 선행연구는 IFRS 도입 후 재량적발생액 뿐만 아니라 실제이익조정이 유의하게 감소한다는 결과를 보고하였다(Park, 2015; Gong et al., 2014; Yoo et al., 2015; Gong, 2019).

그런데 일부 선행연구는 IFRS 도입 후에 재량적 발생액이 증가함을 보고하였다. 다른 선행연구의 결과와 달리 Kim and Son(2013)은 IFRS 도입 후에 재량적발생액이 증가함을 보고하였다. Kim et al.(2020)은 발생액 결정모형의 표준오차율(1-결정계수)을 이용하여 K-GAAP과 IFRS 채택기간 간에 상향 및 하향 이익조정행태를 비교하였다. 실증 분석 결과, 발생액 결정모형의 표준오차율(1-결정계수)은 K-GAAP 기간보다 IFRS 도입 후에 더 크게 나타나는 것을 발견하였다. 이는 시장 수준에서 상향 및 하향 이익조정행태가 IFRS 도입 후에 더 증가했음을 의미한다. 또한, Kim et al.(2020)은 경영자의 상향 이익조정행태가 IFRS 도입 후에 오히려 더 증가하거나 적어도 감소하지 않았다는 결과를 보고하였다.

이익조정에 대한 IFRS 도입 효과를 분석한 선행 연구는 모두 연차이익을 대상으로 한다. 그러나 분기재무제표와 연차재무제표의 작성에 대한 법규 및 감시환경이 다르고 이로 인해 IFRS 도입이 분기이익조정에 미친 영향은 연차이익에 미친 영향과 다를 수 있다. 따라서, 본 연구에서 IFRS 도입이 분기이익조정에 미친 영향을 분석하고, 이러한 영향이 시장별로 달리 나타나는지를 검증한다.

### 3.5 이익조정 측정모형에 관한 선행연구

그간 국내외에서 수행되어 온 이익조정 분야의 대부분의 선행연구는 재량적발생액을 이익조정의 측정치로 사용하였다. 재량적발생액을 측정하기 위해서는 먼저 비재량적발생액을 추정하고 이를 총발생액에서 차감하여 재량적발생액을 계산하므로, 비재량적발생액의 추정이 필수적이다. 이에 선행연구는 비재량적발생액을 추정하는 다양한 방법을 제시하였는데,

Healy(1985)는 과거 일정기간의 발생액 평균을 비재량적발생액의 추정치로 사용하였으며 DeAngelo(1986)는 직전연도의 발생액을 당해연도의 비재량적발생액의 추정치로 사용하였다. Dechow and Sloan(1991)은 동일 산업에 속하는 기업들의 발생액을 이용한 회귀분석을 수행하여 비재량적발생액을 추정하는 모형을 제시하였다. 그러나 이들 모형들은 개별기업의 영업특성이 비재량적발생액에 미치는 영향을 반영하지 못하는 한계점을 가지고 있었다. 이런 한계를 해소하기 위해 Jones(1991)는 매출액 변화와 유형자산을 이용하여 비재량적발생액을 추정하는 Jones 모형을 제시하였다. Dechow et al.(1995)은 Jones 모형에서 매출액이 이익조정의 수단으로 사용되지 않는다는 가정을 완화하여 비재량적발생액을 추정할 때 매출액의 변화에서 신용매출 변화분을 차감하는 수정 Jones 모형을 제시하였다. 이후 Jones 모형과 수정 Jones 모형은 재량적발생액을 이용한 이익조정연구에서 가장 보편적으로 사용되어 왔다. 그러나 동시에 Jones 모형(수정 Jones모형)에 대해서 여러 가지 한계점이 제기되었다.

McNichols(2000)는 (수정) Jones 모형을 이용하여 추정한 재량적발생액은 애널리스트가 기업에 대해 추정한 장기성장예측치 및 기업의 ROA와 유의한 양의 관계를 갖는다는 결과를 보이면서, 기업의 성장성과 수익성을 제대로 통제하지 않는 경우 비재량적발생액의 상당 부분이 재량적발생액으로 잘못 분류될 수 있음을 지적하였다. 이처럼 비재량적발생액이 재량적발생액으로 잘못 분류되면 이익조정이 없음에도 이익조정이 존재한다는 잘못된 결론을 내릴 수 있다. (수정) Jones 모형이 수익성을 제대로 반영하지 못하는 문제점을 개선하기 위하여 Kothari et al.(2005)은 성과대응모형을 제시하였다. 이 모형은 재량적발생액을 구하는 과정에서 수익성(ROA)을 통

제한다. 표본기업과 동일한 산업에 속하는 기업 중에서 표본기업의 ROA와 가장 근접한 값을 가지는 기업을 통제기업으로 선정한 다음 이 통제기업의 재량적발생액을 표본기업의 재량적발생액에서 차감하여 성과대응 재량적발생액을 측정한다. 하지만 이 모형은 두 기업의 재량적발생액의 차이를 산정하는 과정에서 재량적발생액 측정치에 잡음(noise)을 증가시키고 실제로 이익조정이 일어난 경우에도 이익조정된 부분의 상당부분을 제거하는 문제점을 가지고 있다. 따라서 많은 연구들은 통제기업의 재량적발생액을 직접 차감하는 대신에 (수정) Jones 모형에 ROA를 추가 설명변수로 포함하는 방법을 사용하기도 한다.

Collins et al.(2017)은 발생액과 과거 매출액성장률 및 미래성장성 간에 비선형관계가 존재한다는 것을 보고하면서 (수정) Jones 모형은 기업성장의 결과로 자연스럽게 발생하는 비재량적발생액을 적절히 통제하지 못하는 문제점이 있다고 지적하였다. 특히 (수정) Jones 모형을 분기자료에 적용하는 경우 이러한 문제가 심화됨을 보고하였다. 이러한 결과는 기업의 수익성과 성장성이 비재량적발생액에 미치는 효과를 적절히 통제하지 못하면 이익조정이 없는 경우에도 이익조정이 존재한다는 잘못된 결론을 내릴 가능성이 있음을 시사한다. 이러한 문제점을 해결하기 위해 Collins et al.(2017)은 (수정) Jones 모형에 기업의 성장성과 수익성을 비선형 형태로 추가한 확장모형을 제시하였다. 이러한 확장모형은 Jones 모형, 수정 Jones 모형 및 Kothari et al.(2005)의 성과대응모형보다 모형설정(specification) 오류를 현저하게 감소시키며 높은 검정력을 보이는 것으로 나타났다. 또한, Collins et al.(2017)의 확장모형은 이익조정으로 적발되어 재무제표를 재작성한 기업으로 구성된 표본에서도 검정력의 감소가 없음을 보고하였다.

현재까지 주식시장별 이익조정을 비교하는 대부분의 국내 선행연구는 Jones 모형이나 수정 Jones 모형을 이용하여 재량적발생액을 측정하고 이를 이익조정의 측정치로 사용하였다. 그런데 (수정) Jones 모형은 기업의 수익성 및 성장성과 발생액 간의 비선형적인 관계를 통제하지 못함에 따라 심각한 모형설정오류(misspecification error)를 포함할 수 있다. 따라서 성장성이 본질적 발생액에 미치는 영향을 통제하지 않으면 (수정) Jones 모형에 의한 재량적발생액에서는 이익조정이 없음에도 이익조정이 존재한다고 결론을 내릴 수 있다. 그런데 코스닥기업은 코스피기업에 비해 성장성이 높다. 따라서, 성장성을 통제하지 않은 (수정) Jones 모형에서는 코스닥기업에서 이러한 오류가 심화되어 코스닥기업이 이익조정을 더 많이 한다는 잘못된 결론을 내릴 수 있다. 따라서 본 연구에서는 (수정) Jones 모형 외에 발생액과 수익성 및 성장성 간의 비선형관계를 통제하는 Collins et al.(2017) 모형을 이용하여 검증 결과의 강건성을 확인한다.

## IV. 연구모형

### 4.1 재량적발생액 측정 모형

본 연구에서는 분기이익조정이 시장별로 다른지를 검증한다. 또한, 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위해 도입된 외부감사인에 의한 분기재무제표 검토, 내부회계관리제도의 도입 및 IFRS의 도입이 분기이익조정에 미친 영향과 그 영향이 시장별로 달리 나타나는지를 검증한다. 본 연구에서는 재량적발생액의 측정모형에 따른 결과의 민감성을 살펴보기 위해 다

음과 같이 Jones 모형, 수정 Jones 모형, Collins 모형에 의해 재량적발생액을 측정한다.

$$\frac{ACC_q}{TA_{q-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Q_1}{TA_{q-1}} + \beta_2 \frac{Q_2}{TA_{q-1}} + \beta_3 \frac{Q_3}{TA_{q-1}} + \beta_4 \frac{Q_4}{TA_{q-1}} + \beta_5 \frac{\Delta SALE_q}{TA_{q-1}} + \beta_6 \frac{PACC_{q-4}}{TA_{q-1}} \quad \text{식(1)}$$

$$\frac{ACC_q}{TA_{q-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Q_1}{TA_{q-1}} + \beta_2 \frac{Q_2}{TA_{q-1}} + \beta_3 \frac{Q_3}{TA_{q-1}} + \beta_4 \frac{Q_4}{TA_{q-1}} + \beta_5 \frac{(\Delta SALE_q - \Delta AR_q)}{TA_{q-1}} + \beta_6 \frac{PACC_{q-4}}{TA_{q-1}} \quad \text{식(2)}$$

$$\frac{ACC_q}{TA_{q-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Q_1}{TA_{q-1}} + \beta_2 \frac{Q_2}{TA_{q-1}} + \beta_3 \frac{Q_3}{TA_{q-1}} + \beta_4 \frac{Q_4}{TA_{q-1}} + \beta_5 \frac{\Delta SALE_q}{TA_{q-1}} + \beta_6 \frac{PACC_{q-4}}{TA_{q-1}} + \sum_k \beta_{7,k} ROA\_DUM_q + \sum_k \beta_{8,k} SG\_DUM_{q-4} + \sum_k \beta_{9,k} MB\_DUM_{q-1} \quad \text{식(3)}$$

$$\frac{ACC_q}{TA_{q-1}} = \beta_0 + \beta_1 \frac{Q_1}{TA_{q-1}} + \beta_2 \frac{Q_2}{TA_{q-1}} + \beta_3 \frac{Q_3}{TA_{q-1}} + \beta_4 \frac{Q_4}{TA_{q-1}} + \beta_5 \frac{(\Delta SALE_q - \Delta AR_q)}{TA_{q-1}} + \beta_6 \frac{PACC_{q-4}}{TA_{q-1}} + \sum_k \beta_{7,k} ROA\_DUM_q + \sum_k \beta_{8,k} SG\_DUM_{q-4} + \sum_k \beta_{9,k} MB\_DUM_{q-1} \quad \text{식(4)}$$

여기서,

- $ACC$  = 당분기 당기순이익과 영업활동으로 인한 현금흐름의 차이로 계산된 발생액;
- $TA$  = 당분기 기초 자산총액;
- $Q$  = 1분기에서 4분기까지 해당 분기에 해당하는 경우 1의 값을 갖는 더미변수;
- $\Delta SALE$  = 매출액 변동액으로 당분기 매출액에서 전분기 매출액을 차감한 값;
- $\Delta AR$  = 매출채권 변동액으로 당분기 매출채권에서 전분기 매출채권을 차감한 값;
- $PACC$  = 전기 동분기 발생액;
- $ROA\_DUM$  = ROA(당분기 당기순이익을 기초 자산총액으로 나눈 값)를 5분위로 구분한 후 각 분위에 해당하는 경우 1의 값을 갖는 더미변수;
- $SG\_DUM$  = SG(당분기의 매출액에서 전기 동분기의 매출액을 차감한 값을 전기 동분기 매출액으로 나눈 값)를 5분위로 구분한 후 각 분위에 해당하는 경우 1의 값을 갖는 더미변수;
- $MB\_DUM$  = MB(기초 시가총액을 자기자본 장부금액으로 나눈 값)를 5분위로 구분한 후 각 분위에 해당하는 경우 1의 값을 갖는 더미변수.

식(1)과 식(2)는 Jones 모형과 수정 Jones 모형이며, 식(3)과 (4)는 각각 Jones 모형과 수정 Jones 모형을 기반으로 확장된 Collins 모형이다. 식(1)-(4)는 연도-산업별 회귀분석을 통해 횡단면적으로 추정한다. 식(3)과 (4)의 특징을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 더미변수 Q는 발생액에 영향을 미치는 각 분기별 영향을 통제하기 위해 포함된다. 둘째,  $\Delta SALE$  이나  $(\Delta SALE - \Delta AR)$ 은 각각 Jones 모형과 수정 Jones 모형의 설명변수이다. 본 연구에서는 Collins et al.(2017)에 의해 발생액을 측정함에 따라 감가

상각비와 상각비를 제외하고 측정한다.<sup>2)</sup> 따라서, 전통적으로 사용되었던 (수정) Jones 모형의 설명변수인 유형자산은 포함되지 않는다.<sup>3)</sup> 셋째,  $\Delta SALE$ 의 측정과 관련하여 많은 선행연구는 인접분기의 매출액 변동으로 측정해 왔다. 그러나, Collins 모형에서는 이러한 매출액 변동액은 분기자료의 경우 기업의 성장이 발생액에 미치는 영향을 충분히 반영하지 못하며 동 분기와 전년도 해당분기의 자료를 가지고 구한 성장률이 더 나은 측정치임을 제시하였다. 이와 같이 계산한 매출성장률이 SG인데, SG와 발생액 간의 비선형관계를 반영하기 위해 SG를 5개 그룹으로 나누고 각 구간별 더미변수( $SG\_DUM_{q-4}$ )의 형태로 포함하였다. 넷째,  $PACC_{q-4}$ 는 전년도 동분기 발생액인데 이를 포함하는 이유는 당분기에 대한 발생액의 결정요인 중 누락된 요인을 통제하기 위함이다. 다섯째, 발생액과 미래성장성 및 수익성의 관계를 통제하기 위하여 회귀식에  $ROA\_DUM_q$ 과  $MB\_DUM_{q-1}$ 의 더미변수를 포함한다. 이들 더미변수들도 각각 ROA와 MB를 각각 크기에 따라 5개 그룹으로 나누고 각 구간별로 더미변수를 설정함으로써 발생액과 이들 변수 간의 비선형관계를 회귀식에 반영한다.<sup>4)</sup>

## 4.2 회귀분석 모형

본 연구의 연구주제를 검증하기 위해 다음의 회귀식을 추정한다.

$$\begin{aligned} ABSDA = & \beta_0 + \beta_1 KOSDAQ + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV \\ & + \beta_4 ROA + \beta_5 BIG + \beta_6 CFO + \beta_7 PACC \\ & + \beta_8 MB + \beta_9 LOSS + \beta_{10} OWN + \beta_{11} AGE \\ & + MACRO + \text{분기더미} \end{aligned} \quad \text{식(5)}$$

$$\begin{aligned} ABSDA = & \beta_0 + \beta_1 REVIEW + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV \\ & + \beta_4 ROA + \beta_5 BIG + \beta_6 CFO + \beta_7 PACC \\ & + \beta_8 MB + \beta_9 LOSS + \beta_{10} OWN + \beta_{11} AGE \\ & + \text{연도더미} + \text{분기더미} \end{aligned} \quad \text{식(6)}$$

$$\begin{aligned} ABSDA = & \beta_0 + \beta_1 IACS + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV \\ & + \beta_4 ROA + \beta_5 BIG + \beta_6 CFO + \beta_7 PACC \\ & + \beta_8 MB + \beta_9 LOSS + \beta_{10} OWN + \beta_{11} AGE \\ & + \text{분기더미} \end{aligned} \quad \text{식(7)}$$

$$\begin{aligned} ABSDA = & \beta_0 + \beta_1 IFRS + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV \\ & + \beta_4 ROA + \beta_5 BIG + \beta_6 CFO + \beta_7 PACC \\ & + \beta_8 MB + \beta_9 LOSS + \beta_{10} OWN + \beta_{11} AGE \\ & + \text{분기더미} \end{aligned} \quad \text{식(8)}$$

- 2) 선행연구는 감가상각비나 상각비 관련 발생액은 쉽게 눈에 띄고 변동성도 적으며 예측가능하기 때문에 이들 항목은 다른 발생액에 비하여 조작하기 어렵다고 본다. 또한, 감가상각비나 상각비 관련 발생액보다 유동발생액이 과거 또는 미래성장성과 관련성이 크며 총 발생액 변동의 대부분은 유동발생액의 변동에서 기인한다고 본다(Collins et al., 2017).
- 3) 발생액 계산시 감가상각비와 관련된 효과를 포함하고, 재무적발생액 계산모형에서 PPE/TA를 포함하여 재무적발생액을 측정하더라도 본 연구에서 제시한 회귀분석 결과와 크게 다르지 않다.
- 4) 5분위수 더미변수 이용방법은 통제변수를 선형으로 회귀분석에 포함하는 방법이나 대응회사의 발생액을 차감하는 Kothari et al. (2005) 방법에 비해 다음과 같은 장점을 가진다. 이 방법은 발생액과 기업특성 간에 존재하는 비선형 관계를 반영할 수 있다. 둘째, 대응방법과 달리 재무적발생액의 횡단면적 표준편차를  $\sqrt{2}$ 만큼 증가시키지 않는다. 따라서, 주어진 크기의 이익조정을 탐지하는 검정력은 대응접근법에 비해 더 우수하다. 비선형관계를 포착하기 위해 몇 개의 구간으로 구분해야 하는가에 대해서는 명확한 기준은 없다. Collins et al.(2017)은 구간을 촘촘히 나누어 비선형관계를 좀 더 정교하게 측정하는 장점과 이로 인해 회귀분석 추정시 자유도의 손실 간에 상반관계가 있음을 지적하고 5개 구간으로 나누는 방법을 사용하였다. 본 연구도 Collins et al.(2017)에 따라 구간을 5개로 구분하여 포함한다.

- 여기서,
- ABSDA* = 당분기 재량적발생액의 절댓값;
  - KOSDAQ* = 코스닥기업의 경우 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수;
  - REVIEW* = 분기재무제표 검토대상에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수;
  - IACS* = 내부회계관리제도 시행 이후에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수;
  - IFRS* = IFRS 도입 이후에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수;
  - SIZE* = 기초 자산총액의 자연로그값;
  - LEV* = 기초 부채총액을 기초 자산총액으로 나눈 값;
  - ROA* = 당분기순이익을 기초 자산총액으로 나눈 값;
  - BIG* = 외부감사인이 Big 4 회계법인에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수;
  - CFO* = 당분기 영업활동으로 인한 현금흐름을 기초 자산총액으로 나눈 값;
  - PACC* = 전분기 총발생액을 기초 자산총액으로 나눈 값;
  - MB* = 기초 시가총액을 기초 자기자본 장부금액으로 나눈 값;
  - LOSS* = 당분기에 손실을 기록한 경우 1의 값을 갖는 더미변수;
  - OWN* = 대주주지분율;
  - AGE* = 설립일 이후 기업연령의 자연로그값;
- MACRO* 변수:
- BETA* = 1년간의 개별수익률과 시장수익률(EWI)을 이용한 시장모형에 의한 베타값;
  - GDP\_GR* = 연도별 GDP성장률;
  - INDEX\_GR* = 연도별 주가지수성장률;
  - INT\_RATE* = 연도별 평균기준금리;
  - EXC\_RATE* = 연도별 원/달러환율 평균의 자연로그값.

식(5)는 코스닥기업과 코스피기업의 분기이익조정 차이를 분석하기 위한 모형으로서, 전체 표본기간인 2004년-2018년을 대상으로 한다. 본 연구에서

는 재량적발생액을 연도-산업별로 횡단면적으로 추정함에 따라 재량적발생액 대신 재량적발생액의 절댓값(*ABSDA*)을 분기이익조정의 측정치로 사용한다. 연차이익과 마찬가지로 코스닥기업이 코스피기업보다 더 분기이익조정을 한다면 *KOSDAQ*은 유의한 양의 계수를 보일 것이다. 한편, 기업규모가 재량적발생액에 미치는 영향을 통제하고 생략변수의 대용변수로 사용하기 위하여 *SIZE*를 포함한다(Cheng and Warfield, 2005; Cahan, 1992). 재무상태가 좋지 않은 기업은 부채계약의 위반을 회피하기 위하여 이익의 상향조정 유인이 있으므로 부채비율인 *LEV*를 통제변수로 포함한다(DeFond and Jiambalvo, 1994). 기업의 수익성과 외부감사인의 감사품질이 재량적발생액에 미치는 영향을 통제하기 위하여 *ROA*와 대형회계법인 여부인 *BIG*을 포함하며(Becker et al., 1998), 발생액과 영업현금흐름과의 관련성을 통제하기 위하여 *CFO*를 통제변수로 포함한다(Dechow, 1994). 또한, 전분기의 총발생액이 반전되는 특성을 통제하기 위하여 *PACC*를 포함하며(Beneish, 1997), 성장성이 재량적발생액에 미치는 영향을 통제하기 위하여 *MB*를 포함한다(Cohen and Zarowin, 2010). 손실기업의 특성을 반영하기 위하여 *LOSS*를 포함하며(Chung and Kallapur, 2003), 대주주 지분율이 재량적발생액에 미치는 영향을 통제하기 위하여 *OWN*을 포함한다(Paek and Cho, 2006). 코스닥기업이 코스피기업보다 업력이 짧는데, 짧은 업력이 재량적발생액에 미치는 영향을 통제하기 위해 *AGE*를 통제변수로 포함한다. 장기간의 표본을 대상으로 식(5)를 추정함에 따라 거시경제적 변화를 통제하기 위해 *BETA*, *GDP\_GR*, *INDEX\_GR*, *INT\_RATE* 및 *EXC\_RATE*를 거시경제변수(*MACRO*)로 포함한다(Kim et al., 2020). 마지막으로, 분기별 이익 조정의 차이를 통제하기 위해 분기별 더미변수를 포

함한다.

식(6)-(8)은 회계제도의 변화에 따라 분기이익조정 행태에 변화가 있는지를 분석하기 위한 모형으로서, 분석에 거시경제적 변동의 영향을 통제하고 각 제도의 영향을 보다 직접적으로 검증하기 위해 각 제도의 도입 직전 3년(12분기)과 직후 3년(12분기)의 기간을 대상으로 추정한다. 2006년 3분기부터 직전 사업연도 말 자산총액이 5천억원 이상인 기업에 대해 분기재무제표 검토가 의무화되었다.<sup>5)</sup> 따라서 식(6)은 기업의 자산총액이 5천억원 이상이 된 분기 이후 12분기와 직전 12분기를 대상으로 추정한다.<sup>6)</sup> REVIEW는 자산규모가 2006년 3분기 이후 기업의 자산총액이 5천억원 이상이 되는 시점을 전후하여 직후 12분기는 1의 값을, 직전 12분기는 0의 값을 갖는 더미변수이다. 식(7)은 내부회계관리제도 도입이 분기이익조정에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형으로서, 내부회계관리제도 모범규준 적용시점인 2006년을 기준으로 직전 8분기와 이후 8분기의 기간을 대상으로 추정된다. 본 연구의 표본기간이 2004년부터 시작됨에 따라 내부회계관리제도 도입 전의 기간이 2004-2005년의 8분기에 해당하므로 제도 도입 전후 기간을 대응시키기 위해 도입 후의 기간도 8분기만을 포함한다. 따라서, IACS는 표본분기가 2006년 이후이면 1의 값을, 직전 8분기는 0의 값을 갖는 더미변수이다. 식(8)은 국제회계기준의 도입이 분기이익조정에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형으로서, 국제회계기준 도입연도

인 2011년 이후 12분기와 직전 12분기의 기간을 대상으로 추정된다. 따라서, IFRS는 표본분기가 2011년 이후이면 1의 값을 갖는 더미변수이다. 회계제도의 변화가 시장별로 미치는 영향을 분석하기 위해 시장별로도 식(6)-(8)을 추정한다. 식(6)-(8)에 포함된 통제변수는 식(5)에 포함된 통제변수와 동일하다. 다만 식(6)은 각 제도의 변경 전후 짧은 기간을 대상으로 하므로, 회귀식의 추정기간 동안 거시경제 변동은 크지 않을 것으로 예상된다. 따라서, 모형의 정확도를 높이기 위해 5개의 거시경제변수 대신 연도 더미변수를 포함한다.<sup>7)</sup> 모든 표본기업에 대해 내부회계관리제도와 IFRS가 도입된 시점은 같다. 따라서, 식(7)과 식(8)에서 연도 더미변수는 제외한다.

#### 4.3 표본

본 연구의 표본은 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업이다. 이들 기업 중에서 금융업에 해당하는 기업, 결산월이 12월이 아닌 기업, 감사의견이 적정의견이 아닌 기업, 자본잠식인 기업 및 분석에 필요한 재무자료 등을 입수할 수 없는 기업은 제외한다. 금융업은 비금융업과 비교하여 재무제표의 구성이 상이하고 감독기관의 감독 및 영업환경이 다르므로 제외하며, 표본의 동질성을 확보하기 위하여 결산월이 12월인 기업만을 대상으로 한다. 또한, 감사의견이 적정의견이 아닌 기업은 재무제표를 신뢰할 수 없으므로 제외하며, 자

5) 2001년 3분기부터 직전 사업연도 말 자산총액이 2조원 이상인 기업에 대해 분기재무제표 검토가 의무화되었고 자산총액이 1조원 이상인 기업에 대해서는 2004년 1분기부터 분기재무제표 검토가 의무화되었다. 그러나 본 연구의 표본기간이 2004년부터 시작함에 따라 제도 도입 직전 기간을 측정할 수 없어 본 연구에서는 이를 고려하지 않는다.

6) 특정 제도가 도입된 후 정착되기 위해서는 일정기간이 필요하며 이를 반영하기 위해 본 연구에서는 제도 도입 직전 3년인 12분기와 직후 3년인 12분기를 분석대상 기간으로 설정한다. 그런데 본 연구의 표본기간이 2004년부터 시작함에 따라 2006년 3분기와 4분기에 분기검토 대상이 되는 기업의 경우에는 분기검토 직전 기간에 각각 10분기와 11분기가 포함된다.

7) 식(6)에 연도 더미변수 대신 거시경제변수를 포함하더라도 결과는 유사하게 나타난다.

〈Table 1〉 표본

구분	표본수(기업-분기)
2004년-2018년 기간동안 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업	120,308
제외: 금융업에 속한 기업	(10,248)
결산월이 12월이 아닌 기업	(3,088)
감사의견이 적정의견이 아닌 기업	(2,644)
자본잠식 기업	(4,455)
분석에 필요한 재무자료 등을 입수할 수 없는 기업	(17,457)
최종표본	82,416

본잠식인 기업의 경우 정상적인 영업활동을 수행하지 못할 가능성이 있으므로 제외한다. 마지막으로 분석에 필요한 재무자료 등을 입수할 수 없는 기업은 표본에서 제외한다. 이상의 조건을 충족하여 본 연구의 실증분석에 사용된 최종표본은 82,416 기업-분기이다. 〈Table 1〉은 표본의 선정과정을 제시한다. 한편 본 연구의 분석에 사용된 재무자료 등은 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 추출하였으며, 극단치로 인한 분석결과 왜곡을 방지하기 위해 연속변수의 경우 상·하위 1%의 값으로 조정(winsorize)하였다.

## V. 실증분석 결과

### 5.1 기술통계량

〈Table 2〉에서는 회귀분석에 사용된 변수의 기술통계량을 제시한다. 전체표본을 대상으로 하는 패널 A에서 연도-산업별 횡단면적으로 추정된 재량적발생액의 절댓값의 평균과 중위수는 측정모형 간에 크게 다르지 않다. 전체표본 중 코스닥기업은 약 58.8%

를 차지하며, 의무적인 분기검토 대상은 약 15.3%이고, 내부회계관리제도 시행 이후에 해당하는 표본은 약 89.2%인 것으로 나타난다. 또한, IFRS 도입 이후에 해당하는 표본은 약 58.1%이다. 한편, *SIZE*의 평균은 약 25.7이며, 부채비율은 약 40.0%로 나타난다. 표본의 평균 ROA는 0.2%이며, 약 52.1%에 해당하는 표본이 Big 4 회계법인으로부터 감사를 받은 것으로 나타난다. *MB*의 평균은 약 1.6으로 나타나며, 전체표본 중 약 31.8%는 당기순손실을 기록한 것으로 나타난다. 또한, 표본기업의 대주주지분율은 평균 27%이며, 기업연령의 자연로그값의 평균은 3.2이다.

패널 B는 코스피기업과 코스닥기업의 기술통계량을 비교한 결과를 보고한다. 재량적발생액의 절댓값은 모든 모형에서 코스피기업보다 코스닥기업에서 유의하게 크게 나타난다. 코스피기업이 코스닥기업보다 유의하게 큼에 따라 5천억원 이상이 되어 분기 재무제표 검토대상이 되는 표본도 코스피기업에서 유의하게 많이 나타난다. 코스피기업이 코스닥기업에 비해 부채비율이 높고, 수익성이 좋으며, 감사인이 Big 4 회계법인인 비율이 높으며, 영업현금흐름이 크다. 한편, 코스닥기업의 성장성이 코스피기업의 성장정보보다 크게 나타나며, 당기순손실을 보고하는

비율도 코스닥기업에서 더 크게 나타난다. 예상대로 코스닥기업의 업력이 코스피기업보다 짧다.

〈Table 3〉은 전체표본에 대해 회귀분석에 사용된 변수들 간의 상관계수를 보고하는데, 대각선 상단 및 하단은 각각 피어슨 상관계수와 스피어만 상관계수이다. 재량적발생액의 측정치 사이에는 높은 양의 상관관계가 나타난다. 또한, 모든 모형에서 재량적 발생액의 절댓값은 *KOSDAQ*, *LEV*, *MB*, *LOSS*와는 유의한 양의 상관관계를, *REVIEW*, *IACS*, *IFRS*, *SIZE*, *ROA*, *BIG*, *CFO*, *PACC*, *OWN*, *AGE*와는 유의한 음의 상관관계를 보인다. 코스닥기업의 경우 코스피기업에 비해 규모가 작고, 부채비

율이 낮으며, 수익성이 낮고, Big 4 회계법인이 아닌 감사인으로부터 감사를 받으며, 영업활동 현금흐름이 작고, 성장성이 높으며, 손실을 보고하는 경향이 있다. 규모가 큰 기업이 부채비율이 높으며, 수익성이 좋고, Big 4 회계법인에 의해 감사를 받으며, 영업활동 현금흐름이 크고 성장성이 낮으며, 손실을 보고할 가능성이 낮은 것으로 나타난다. 스피어만 상관계수는 피어슨 상관계수와 유사하다.

## 5.2 분기이익조정외의 단변량 분석

〈Table 4〉에서는 본 연구에서 검증하고자 하는 연

〈Table 2〉 기술통계량

패널 A: 전체표본의 기술통계량(N=82,416)

	평균	표준편차	최솟값	25%	중위수	75%	최댓값
<i>ABSDA1</i>	0.03419	0.03567	0.00038	0.00974	0.02251	0.04526	0.17806
<i>ABSDA2</i>	0.03358	0.03545	0.00037	0.00950	0.02188	0.04410	0.17755
<i>ABSDA3</i>	0.03158	0.03151	0.00036	0.00958	0.02163	0.04225	0.15631
<i>ABSDA4</i>	0.03060	0.03079	0.00036	0.00921	0.02099	0.04075	0.15414
<i>KOSDAQ</i>	0.58769	0.49225	0.00000	0.00000	1.00000	1.00000	1.00000
<i>REVIEW</i>	0.15305	0.36004	0.00000	0.00000	0.00000	0.00000	1.00000
<i>IACS</i>	0.89153	0.31098	0.00000	1.00000	1.00000	1.00000	1.00000
<i>IFRS</i>	0.58053	0.49348	0.00000	0.00000	1.00000	1.00000	1.00000
<i>SIZE</i>	25.71635	1.39360	23.30497	24.76408	25.46108	26.40818	30.33863
<i>LEV</i>	0.40004	0.19862	0.03357	0.23838	0.40011	0.55045	0.85593
<i>ROA</i>	0.00176	0.03812	-0.19907	-0.00482	0.00660	0.01850	0.08660
<i>BIG</i>	0.52151	0.49954	0.00000	0.00000	1.00000	1.00000	1.00000
<i>CFO</i>	0.00974	0.04775	-0.14908	-0.01250	0.00935	0.03353	0.16066
<i>PACC</i>	-0.00092	0.05439	-0.22855	-0.02072	0.00195	0.02410	0.15802
<i>MB</i>	1.56299	1.51205	0.21690	0.66847	1.08376	1.84514	9.36023
<i>LOSS</i>	0.31817	0.46577	0.00000	0.00000	0.00000	1.00000	1.00000
<i>OWN</i>	0.27147	0.14167	0.05080	0.16540	0.24320	0.35080	0.70040
<i>AGE</i>	3.17844	0.63258	1.38629	2.77259	3.25810	3.68888	4.29046

〈Table 2〉 기술통계량 (계속)

패널 B: 코스피기업의 코스닥기업의 기술통계량 비교

변수	코스피기업(N=33,981)		코스닥기업(N=48,435)		차이검증	
	평균	중위수	평균	중위수	t-값	Z-값
ABSDA1	0.02805	0.01848	0.03851	0.02594	-43.67***	-41.27***
ABSDA2	0.02753	0.01804	0.03782	0.02510	-43.24***	-41.17***
ABSDA3	0.02631	0.01821	0.03527	0.02466	-42.29***	-37.99***
ABSDA4	0.02553	0.01761	0.03415	0.02385	-41.60***	-38.09***
REVIEW	0.33448	0.00000	0.02577	0.00000	116.11***	121.17***
IACS	0.88638	1.00000	0.89514	1.00000	-3.96***	-3.98***
IFRS	0.56711	1.00000	0.58995	1.00000	-6.54***	-6.54***
SIZE	26.63995	26.41674	25.06837	25.01748	176.42***	160.78***
LEV	0.42721	0.43275	0.38098	0.37589	33.12***	32.85***
ROA	0.00598	0.00730	-0.00120	0.00594	28.82***	14.98***
BIG	0.67223	1.00000	0.41577	0.00000	75.63***	72.55***
CFO	0.01090	0.00992	0.00892	0.00874	6.09***	6.24***
PACC	0.00130	0.00242	-0.00248	0.00146	10.30***	5.16***
MB	1.26356	0.87303	1.77306	1.25395	-50.34***	-66.60***
LOSS	0.26279	0.00000	0.35701	0.00000	-29.16***	-28.59***
OWN	0.28410	0.25000	0.26260	0.24030	20.98***	14.35***
AGE	3.48663	3.66356	2.96222	2.94444	123.06***	138.03***

1) 변수의 정의

- ABSDA1 = Jones 모형에 의한 재량적발생액의 절댓값;
- ABSDA2 = 수정 Jones 모형에 의한 재량적발생액의 절댓값;
- ABSDA3 = Jones 모형을 확장한 Collins 모형에 의한 재량적발생액의 절댓값;
- ABSDA4 = 수정 Jones 모형을 확장한 Collins 모형에 의한 재량적발생액의 절댓값;
- KOSDAQ = 코스닥기업의 경우 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수;
- REVIEW = 분기재무제표 검토대상에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수;
- IACS = 내부회계관리제도 시행 이후에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수;
- IFRS = IFRS 도입 이후에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수;
- SIZE = 기초 자산총액의 자연로그값;
- LEV = 기초 부채총액을 기초 자산총액으로 나눈 값;
- ROA = 당분기순이익을 기초 자산총액으로 나눈 값;
- BIG = 외부감사인이 Big 4 회계법인에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수;
- CFO = 당분기 영업활동으로 인한 현금흐름을 기초 자산총액으로 나눈 값;
- PACC = 전분기 총발생액을 기초 자산총액으로 나눈 값;
- MB = 기초 시가총액을 기초 자기자본 장부금액으로 나눈 값;
- LOSS = 당분기에 손실을 기록한 경우 1의 값을 갖는 더미변수;
- OWN = 대주주지분율;
- AGE = 설립일 이후 기업연령의 자연로그값.

2) \*\*\*, \*\* 및 \*은 각각 1%, 5% 및 10% 이내에서 유의함.

〈Table 3〉 전체표본의 상관계수

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
(1) ABSDA1		0.931***	0.858***	0.795***	0.144***	-0.124***	-0.045***	-0.112***	-0.198***	0.094***	-0.252***	-0.071***	-0.077***	-0.020***	0.081***	0.123***	-0.058***	-0.143***
(2) ABSDA2	0.863***		0.804***	0.842***	0.143***	-0.122***	-0.042***	-0.108***	-0.197***	0.092***	-0.259***	-0.069***	-0.089***	-0.019***	0.085***	0.129***	-0.059***	-0.143***
(3) ABSDA3	0.700***	0.927***		0.930***	0.140***	-0.119***	-0.044***	-0.104***	-0.187***	0.089***	-0.195***	-0.067***	-0.059***	-0.017***	0.076***	0.109***	-0.050***	-0.140***
(4) ABSDA4	0.612***	0.965***	0.867***		0.138***	-0.116***	-0.039***	-0.099***	-0.184***	0.088***	-0.201***	-0.066***	-0.068***	-0.020***	0.082***	0.115***	-0.051***	-0.139***
(5) KOSDAQ	0.009**	0.009**	-0.001	-0.004		-0.422***	0.014***	0.023***	-0.555***	-0.115***	-0.093***	-0.253***	-0.020***	-0.034***	0.166***	0.100***	-0.075***	-0.408***
(6) REVIEW	-0.012***	-0.010***	-0.008**	-0.006*	-0.422***		0.079***	0.088***	0.762***	0.129***	0.075***	0.320***	0.042***	0.020***	-0.031***	-0.084***	0.065***	0.193***
(7) IACS	0.001	0.001	0.000	0.002	0.014***	0.079***		0.410***	0.124***	-0.048***	-0.010***	-0.015***	-0.007**	-0.009**	0.115***	0.081***	0.023***	0.070***
(8) IFRS	-0.005	-0.004	0.001	0.003	0.023***	0.088***	0.410***		0.163***	-0.070***	0.018**	-0.029***	0.010***	-0.011***	0.105***	0.010***	0.066***	0.107***
(9) SIZE	-0.009***	-0.008**	-0.003	-0.002	-0.560***	0.621***	0.144***	0.195***		0.185***	0.172***	0.384***	0.089***	0.060***	-0.121***	-0.166***	0.100***	0.308***
(10) LEV	-0.016***	-0.014***	0.042***	0.051***	-0.114***	0.128***	-0.048***	-0.069***	0.185***		-0.108***	0.041***	-0.066***	-0.046***	0.054***	0.115***	-0.022***	0.080***
(11) ROA	0.248***	0.295***	0.001	-0.004	-0.052***	0.053***	-0.043***	-0.046***	0.137***	-0.169***		0.102***	0.232***	0.072***	-0.042***	-0.634***	0.140***	0.057***
(12) BIG	-0.001	0.001	-0.009**	-0.007**	-0.253***	0.320***	-0.015***	-0.029***	0.370***	0.042***	0.095***		0.069***	0.025***	-0.039***	-0.092***	0.153***	0.029***
(13) CFO	-0.647***	-0.601***	-0.714***	-0.682***	-0.022***	0.051***	-0.012***	0.003	0.101***	-0.072***	0.286***	0.075***		0.203***	-0.023***	-0.189***	0.073***	-0.006*
(14) PACC	-0.098***	-0.087***	-0.132***	-0.129***	-0.018***	0.005	-0.020***	-0.037***	0.034***	-0.024***	0.074***	0.010***	0.169***		-0.046***	-0.075***	0.037***	0.024***
(15) MB	0.021***	0.025***	-0.004	-0.004	0.232***	-0.036***	0.181***	0.140***	-0.169***	0.018**	0.068***	-0.020***	0.016**	-0.003		0.061***	-0.077***	-0.171***
(16) LOSS	-0.202***	-0.238***	0.021***	0.025***	0.100***	-0.084***	0.031***	0.010***	-0.183***	0.111***	-0.807***	-0.092***	-0.219***	-0.062***	0.027***		-0.108***	-0.064***
(17) OMN	0.025***	0.028***	-0.004	-0.005	-0.050***	0.048***	0.019***	0.061***	0.124***	-0.086***	0.130***	0.138***	0.082***	0.027***	-0.078***	-0.124***		-0.038***
(18) AGE	-0.006*	-0.007*	0.000	0.003	-0.481***	0.231***	0.065***	0.105***	0.377***	0.087***	0.002	0.051***	-0.011***	0.011***	-0.265***	-0.075***	-0.040***	

1) 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조.  
 2) 대각선 상단 및 하단은 각각 피어슨 상관계수 및 스피어만 상관계수를 의미함.  
 3) \*\*\*, \*\* 및 \*은 각각 1%, 5% 및 10% 이내에서 유의함.

〈Table 4〉 분기 재량적발생액 절댓값의 단변량분석

패널 A: 분기이익검토 대상이 된 시점 전·후의 비교

구 분	분기검토 대상 전		분기검토 대상 후		평균 비교		중위수 비교	
	평균	중위수	평균	중위수	차이	t값	차이	Z값
ABSDA1	0.03138	0.02096	0.02834	0.01919	0.00304	3.70***	0.00177	3.11***
ABSDA2	0.03086	0.02034	0.02796	0.01905	0.00290	3.56***	0.00129	2.67***
ABSDA3	0.02977	0.02043	0.02627	0.01817	0.00349	4.70***	0.00225	3.89***
ABSDA4	0.02900	0.01996	0.02549	0.01758	0.00351	4.82***	0.00238	3.71***

패널 B: 내부회계관리제도 시행 전·후의 비교

구 분	내부회계관리제도 시행 전		내부회계관리제도 시행 후		평균 비교		중위수 비교	
	평균	중위수	평균	중위수	차이	t값	차이	Z값
ABSDA1	0.03664	0.02417	0.03740	0.02561	-0.00076	-1.14	-0.00144	-1.76*
ABSDA2	0.03580	0.02336	0.03655	0.02451	-0.00076	-1.14	-0.00115	-1.71*
ABSDA3	0.03388	0.02335	0.03483	0.02492	-0.00095	-1.61	-0.00157	-2.13**
ABSDA4	0.03259	0.02236	0.03359	0.02387	-0.00101	-1.75*	-0.00150	-2.46**

패널 C: IFRS 도입 전·후의 비교

구 분	IFRS 도입 전		IFRS 도입 후		평균 비교		중위수 비교	
	평균	중위수	평균	중위수	차이	t값	차이	Z값
ABSDA1	0.03476	0.02430	0.02982	0.02033	0.00495	10.33***	0.00396	10.67***
ABSDA2	0.03414	0.02340	0.02945	0.01993	0.00469	9.87***	0.00347	10.17***
ABSDA3	0.03203	0.02315	0.02815	0.01974	0.00389	9.08***	0.00341	9.51***
ABSDA4	0.03098	0.02243	0.02747	0.01908	0.00351	8.41***	0.00335	8.91***

1) 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조.

2) \*\*\*, \*\* 및 \*은 각각 1%, 5% 및 10% 이내에서 유의함.

구주제별로 분기 재량적발생액 절댓값의 단변량분석 결과를 제시한다. 코스피기업과 코스닥기업의 분기 재량적발생액 절댓값을 비교한 결과는 이미 〈Table 2〉의 패널 B에 보고되었으므로 여기서 다시 보고하지는 않는다. 〈Table 4〉의 패널 A에서는 분기재무제표 검토 전후의 분기 재량적발생액의 절댓값을 비교한다. 패널 B에서는 내부회계관리제도 시행 전·후의 분기 재량적발생액의 절댓값을 비교하며, 패널

C에서는 IFRS 도입 전·후의 분기 재량적발생액의 절댓값을 비교한다.

패널 A에서 분기검토 대상이 된 시점 직전의 재량적발생액의 절댓값은 분기검토 이후의 재량적발생액의 절댓값보다 크게 나타나며, 모든 발생액 측정모형에서 유의하다. 이는 분기검토 대상이 된 이후에 분기이익조정이 감소하였음을 의미한다. 패널 B에서 내부회계관리제도 시행 전후의 재량적발생액의 절댓

값은 유의하게 다르지 않다. 마지막으로 패널 C에서, IFRS 도입 전 기간의 재량적발생액의 절댓값은 도입 후의 재량적발생액의 절댓값보다 크며 모든 발생액 모형에서 유의하다. 이는 IFRS 도입 후에 분기이익 조정이 감소하였음을 의미한다. 하지만 <Table 4>에 보고된 단변량분석은 재량적발생액에 영향을 미치는 다른 변수들을 통제하지 않은 결과이므로 해석에 주의가 필요하다. 따라서, 아래에서는 통제변수를 포함한 회귀분석을 수행한다.

### 5.3 회귀분석 결과

<Table 5>에서는 코스피기업과 코스닥기업 간에 분기이익조정이 다른지를 검증하기 위해 전체 표본 기간을 대상으로 식(5)을 추정한 결과를 보고한다. <Table 5>의 결과를 살펴보면, KOSDAQ은 모든 재량적발생액 모형에서 유의한 양의 값을 보인다. 재량적발생액에 영향을 미치는 다른 변수들을 통제 한 후 재량적발생액의 절댓값은 코스피기업보다 코스닥기업에서 더 크게 나타나는데, 이는 연차이익과 마찬가지로 코스닥기업이 코스피기업보다 분기이익 조정을 더 많이 하고 있음을 의미한다. 한편, 통제변수의 경우 *LEV*, *PACC* 및 *MB*는 유의한 양의 계수를 보이며, *SIZE*, *ROA*, *CFO*, *LOSS*, *OWN*, *AGE*는 유의한 음의 계수를 보인다. 이는 부채비율이 높을수록, 전분기 발생액이 클수록, 성장성이 클수록, 기업규모가 작을수록, 수익성이 나쁠수록, 영업활동 현금흐름이 작을수록, 대주주지분율이 작을수록, 업력이 짧을수록 분기이익조정이 크게 나타남을 의미한다.

<Table 6>은 외부감사인의 분기재무제표 검토대상이 된 이후 분기이익조정에 변동이 있는지를 검증하기 위해 분기재무제표 검토대상이 되는 분기를 전

후한 24분기를 대상으로 식(6)을 추정한 결과를 보고한다. 표본기간 중 자산규모가 5천억 미만에서 5천억 이상으로 증가함으로써 분기검토 대상이 되어 식(6)을 추정하는데 사용된 표본은 4,416 기업-분기이다. 이 중 코스피 표본은 3,416 기업-분기이며, 코스닥 표본은 1,000 기업-분기이다. 패널 A에서는 전체표본을 대상으로 회귀식을 추정한 결과를 보고하며, 패널 B와 C는 각각 코스피기업과 코스닥기업을 대상으로 회귀식을 추정한 결과를 보고한다. 한편, 통제변수의 경우 <Table 5>의 결과와 유사하므로 관심변수만을 제시한다.

실증분석 결과, *REVIEW*의 계수는 코스피기업과 코스닥기업의 모든 회귀식에서 유의하지 않다. 이는 감사인의 분기재무제표 검토가 도입되었다 하더라도 기업의 분기이익조정에는 유의한 영향을 미치지 못했음을 의미한다.

<Table 7>은 내부회계관리제도 도입이 분기이익 조정에 미치는 영향을 검증하기 위해 내부회계관리제도 검토제도의 도입 직전 8분기와 직후 8분기를 대상으로 식(7)을 추정한 결과를 보고한다. 패널 A는 전체표본을 대상으로 한 결과를 보고하며, 패널 B와 C는 각각 코스피기업과 코스닥기업을 대상으로 분석한 결과를 보고한다.

패널 A에서 전체표본을 대상으로 한 결과를 보면, *IACS*는 Collins 모형에 의해 측정된 *ABSDA3*에서만 유의한 양의 계수를 보이며 다른 모형에서는 유의하지 않다. 코스피기업을 대상으로 한 패널 B에 나타난 결과를 보면, *IACS*의 계수는 모든 발생액 모형에서 유의하지 않다. 한편, 코스닥기업을 대상으로 한 패널 C에서 *IACS*는 (수정) Jones 모형에서는 유의하지 않은 반면, Collins 모형을 적용한 *ABSDA3*와 *ABSDA4* 모형에서는 유의한 양의 계수를 보인다. <Table 7>의 결과를 요약하면, 내부회

〈Table 5〉 코스피시장과 코스닥시장의 분기이익조정

구분	종속변수			
	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
Intercept	-0.04806 (-2.45)**	-0.05943 (-3.05)***	-0.02041 (-1.15)	-0.02866 (-1.66)*
KOSDAQ	0.00201 (6.35)***	0.00195 (6.20)***	0.00182 (6.36)***	0.00175 (6.27)***
SIZE	-0.00366 (-31.07)***	-0.00352 (-30.13)***	-0.00315 (-29.64)***	-0.00294 (-28.34)***
LEV	0.01863 (30.36)***	0.01766 (28.98)***	0.01634 (29.55)***	0.01538 (28.46)***
ROA	-0.22338 (-54.94)***	-0.22514 (-55.76)***	-0.13787 (-37.61)***	-0.13918 (-38.86)***
BIG	0.00037 (1.44)	0.00046 (1.82)*	0.00020 (0.85)	0.00024 (1.07)
CFO	-0.02367 (-9.14)***	-0.03226 (-12.54)***	-0.01281 (-5.49)***	-0.01688 (-7.40)***
PACC	0.00341 (1.52)	0.00621 (2.79)***	0.00427 (2.11)**	0.00485 (2.46)**
MB	0.00093 (11.20)***	0.00107 (12.91)***	0.00071 (9.41)***	0.00085 (11.61)***
LOSS	-0.00716 (-22.00)***	-0.00684 (-21.17)***	-0.00364 (-12.39)***	-0.00335 (-11.70)***
OWN	-0.00219 (-2.59)***	-0.00209 (-2.49)**	-0.00184 (-2.41)**	-0.00179 (-2.40)**
AGE	-0.00416 (-20.05)***	-0.00414 (-20.07)***	-0.00373 (-19.92)***	-0.00358 (-19.58)***
거시경제변수	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.1288	0.1304	0.0925	0.0929
F값	642.2***	651.5***	442.9***	445.2***
표본수	82,416			

- 1) 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조.
- 2) 괄호 안의 값은 t-값을 의미함.
- 3) \*\*\*, \*\* 및 \*은 각각 1%, 5% 및 10% 이내에서 유의함.

계관리제도 시행 이후 코스피기업의 분기이익조정에는 유의한 변동이 없다. 코스닥기업의 경우 일부 분기이익조정이 증가한 결과가 나타나지만 그 결과는 발생액 측정모형에 민감하다.

〈Table 8〉에서는 IFRS 도입이 기업의 분기이익 조정에 미치는 영향을 분석하기 위해 식(8)을 추정 한 결과를 보고한다. 패널 A는 전체표본을 대상으로 한 결과를, 패널B와 C는 각각 코스피기업과 코스닥

(Table 6) 분기재무제표 검토가 분기이익조정에 미친 영향

패널 A: 전체표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
REVIEW	0.00023 (0.19)	0.00011 (0.09)	-0.00083 (-0.74)	-0.00104 (-0.94)
통제변수	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.0608	0.0627	0.0542	0.0515
F값	11.2***	11.6***	10.0***	9.6***
표본수	4,416			

패널 B: 코스피표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
REVIEW	-0.00052 (-0.37)	-0.00074 (-0.54)	-0.00086 (-0.68)	-0.00122 (-0.97)
통제변수	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.0718	0.0719	0.0633	0.0596
F값	10.4***	10.5***	9.2***	8.7***
표본수	3,416			

패널 C: 코스닥표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
REVIEW	0.00354 (1.27)	0.00331 (1.21)	0.00008 (0.03)	0.00014 (0.06)
통제변수	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.0510	0.0562	0.0345	0.0292
F값	2.9***	3.1***	2.3***	2.1***
표본수	1,000			

1) 변수의 정의는 (Table 2) 참조.

2) 괄호 안의 값은 t-값을 의미함.

3) \*\*\* 및 \*\*은 각각 1% 및 5% 이내에서 유의함.

〈Table 7〉 내부회계관리제도의 시행이 분기이익조정에 미친 영향

패널 A: 전체표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
IACS	0.00065 (0.99)	0.00050 (0.77)	0.00111 (1.89)*	0.00090 (1.57)
통제변수	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.1194	0.1232	0.0861	0.0881
F값	121.3***	125.6***	84.5***	86.7***
표본수	12,416			

패널 B: 코스피표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
IACS	0.00043 (0.53)	0.00020 (0.25)	0.00078 (1.04)	0.00046 (0.63)
통제변수	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.0667	0.0688	0.0553	0.0562
F값	31.9***	33.0***	26.4***	26.8***
표본수	6,060			

패널 C: 코스닥표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
IACS	0.00150 (1.46)	0.00146 (1.44)	0.00185 (2.01)**	0.00166 (1.86)*
통제변수	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.1260	0.1320	0.0837	0.0883
F값	66.5***	70.0***	42.4***	45.0***
표본수	6,356			

- 1) 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조.
- 2) 괄호 안의 값은 t값을 의미함.
- 3) \*\*\* 및 \*\*은 각각 1% 및 5% 이내에서 유의함.

〈Table 8〉 IFRS 도입이 분기이익조정에 미친 영향

패널 A: 전체표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
IFRS	-0.00393 (-8.46)***	-0.00373 (-8.09)***	-0.00288 (-6.85)***	-0.00259 (-6.30)***
통제변수	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.0812	0.0827	0.0602	0.0589
F값	118.4***	120.7***	86.1***	84.2***
표본수	18,600			

패널 B: 코스피표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
IFRS	-0.00504 (-8.56)***	-0.00494 (-8.44)***	-0.00374 (-7.08)***	-0.00359 (-6.93)***
통제변수	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.0730	0.0715	0.0549	0.0548
F값	54.8***	53.6***	40.7***	40.6***
표본수	9,564			

패널 C: 코스닥표본을 대상으로 한 회귀분석

구분	ABSDA1	ABSDA2	ABSDA3	ABSDA4
IFRS	-0.00241 (-3.27)***	-0.00204 (-2.80)***	-0.00152 (-2.27)**	-0.00105 (-1.62)
통제변수	포함	포함	포함	포함
분기더미	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.0743	0.0815	0.0507	0.0523
F값	52.8***	58.2***	35.5***	36.6***
표본수	9,036			

1) 변수의 정의는 〈Table 2〉 참조.

2) 괄호 안의 값은 t값을 의미함.

3) \*\*\* 및 \*\*은 각각 1% 및 5% 이내에서 유의함.

기업을 대상으로 회귀식을 추정한 결과를 제시한다.

전체표본을 대상으로 한 패널 A에서, IFRS의 계수는 모든 발생액 모형에서 유의한 음의 계수를 보인다. 코스피기업을 대상으로 한 패널 B의 결과는 패널 A와 유사하다. 코스닥기업을 대상으로 한 패널 C에서 IFRS는 ABSDA1, ABSDA2, ABSDA3 모형에서는 유의한 음의 계수를 보이는 한편, ABSDA4 모형에서는 유의하지 않다. <Table 8>의 결과를 요약하면, IFRS 도입 후 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정은 유의하게 감소한 것으로 나타난다.

## VI. 결론

연차이익을 대상으로 유가증권시장 상장기업과 코스닥시장 상장기업의 이익조정을 검증한 선행연구는 일반적으로 코스닥기업이 코스피기업보다 이익조정을 더 많이 한다는 결과를 보고하였다. 이러한 선행연구에 기초하여 주식시장별 이익조정을 분석하는 선행연구는 코스닥기업이 코스피기업보다 이익조정을 더 많이 한다고 가정하여 왔다. 그러나 분기이익에 대해서도 연차이익에 대한 결과를 일반화할 수 있는지에 대해서는 의문이다. 연차이익은 외부감사인에게 감사를 받은 정보인 반면, 분기이익에 대해서는 일정규모 이상의 기업에 한해 외부감사인의 검토절차만 거친다. 따라서 연차이익조정에 비해 분기이익조정이 더 용이하다고 할 수 있으며, 분기이익조정에 있어서는 코스피기업의 경우에도 코스닥기업과 다르지 않을 수 있다. 그러나 지금까지 주식시장별로 분기이익조정이 다른지를 체계적으로 살펴본 선행연구는 부재하다. 한편, 분기이익은 기업을 분석하는 투자자들에게 적시에 기업성과에 대한 정보를

제공한다는 점에서 매우 중요한 정보이다. 재무분석가를 비롯하여 투자자들은 기업의 미래성과 및 기업가치를 평가함에 있어 분기이익 정보를 이용하므로 주식시장 간에 분기이익조정에 차이가 있다면 이는 투자자들에게 중요한 시사점을 제공할 것이다. 따라서, 본 연구에서는 코스피기업과 코스닥기업 간에 분기이익조정의 차이가 있는지를 실증적으로 분석하였다.

2000년대 들어 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위한 많은 제도적 변화가 있었다. 많은 선행연구가 이러한 제도적 변화가 기업의 이익조정에 미치는 영향을 검증하였는데, 검증 결과 혼재된 결과를 보고하였다. 이들 선행연구는 주로 연차이익을 대상으로 하고 있으며, 분기이익을 대상으로 이러한 제도적 변화가 분기이익조정에 미친 영향을 분석한 연구는 거의 부재하다. 따라서, 본 연구는 재무제표의 신뢰성 제고를 위해 도입된 주요 제도들이 분기이익조정에 미친 영향을 실증적으로 분석하였다. 구체적으로, 외부감사인의 분기재무제표 검토, 내부회계관리제도의 도입 및 IFRS 도입이 분기이익조정에 미친 영향을 검증하며, 그 영향이 주식시장별로 달리 나타나는지를 검증하였다.

실증분석 결과, 코스닥기업이 코스피기업보다 더 많이 분기이익조정을 하는 것으로 나타난다. 감사인의 분기재무제표 검토가 분기이익조정에 미친 영향을 분석한 결과, 코스피기업과 코스닥기업 모두 분기검토를 전후하여 분기이익조정에 유의한 변동이 없는 것으로 나타난다. 내부회계관리제도의 시행 후 코스피기업의 분기이익조정에는 유의한 변동이 없는 반면, 코스닥기업의 경우에는 일부 재량적발생액 측정모형에 따라 분기이익조정이 증가한 것으로 나타난다. 마지막으로, IFRS 도입 후에 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정은 유의하게 감소한 것으로 나타난다.

본 연구의 결과는 재량적발생액을 이용하여 이익조정을 검증하는 연구에 여러 가지 시사점을 제시한다. 첫째, 연차이익과 마찬가지로 코스닥기업은 코스피기업보다 분기이익조정을 더 많이 하는 것으로 나타나며, 코스닥기업의 특성인 성장성과 수익성을 조정 한 후에도 유사한 결과가 나타난다. 이는 코스피기업과 코스닥기업 모두를 대상으로 분기이익조정을 검증하는 연구에서 연차이익조정을 살펴보는 연구와 마찬가지로 시장별 이익조정의 차이를 통제할 필요가 있음을 시사한다. 둘째, 본 연구의 결과는 주요 회계제도의 도입이 분기이익조정에 미치는 영향에 대한 이해를 제고함으로써 회계정책 담당자에게 유용한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대한다.

본 연구의 경우 제도적 변화의 영향을 검증하기 위해 각 제도 도입을 전후하여 짧은 기간을 분석대상으로 함에 따라 해당 제도 외의 요인이 결과에 영향을 미칠 수 있는 가능성은 낮을 것이다. 그럼에도 불구하고 이러한 가능성을 완전히 배제하기는 어렵다는 점은 본 연구의 한계라고 하겠다.

## 참고문헌

- An, S. B. and S. H. Choi(2008), "The Effects of Audit Committee Quality and Internal Control System on Accounting Transparency," *Korean Journal of Business Administration*, 21(1), pp.99-126.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam(1998), "The Effect of Audit Quality on Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 15(1), pp.1-24.
- Beneish, M. D.(1997), "Detecting GAAP Violation: Implications for Assessing Earnings Management among Firms with Extreme Financial Performance," *Journal of Accounting and Public Policy*, 16(3), pp.271-309.
- Cahan, S.(1992), "The Effect of Antitrust Investigation on Discretionary Accruals: Refined Test of Political Cost Hypothesis," *The Accounting Review*, 67(1), pp.77-95.
- Cha, S. M., B. Y. Moon, and I. J. Kang(2014), "The Effect of K-IFRS on Earnings Management in Financial Reporting," *Accounting Information Review*, 32(3), pp.223-250.
- Cheng, Q. and T. D. Warfield(2005), "Equity Incentives and Earnings Management," *The Accounting Review*, 80(2), pp.441-476.
- Cho, H. W. and K. Y. Yoo(2006), "Internal Control System and Reliability of Accounting Information," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 44, pp.119-145.
- Choi, J. S. and K. T. Gong(2012), "Trends in Accrual Quality Subsequent to the Enforcement of Internal Accounting Control System," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 54(2), pp.299-341.
- Choi, K. S., J. J. Lee, and S. Y. Park(2012), "The Effect of Internal Accounting Control System on Long Term Earnings Management," *Review of Accounting and Policy Studies*, 17(4), pp.225-247.
- Chung, H. and S. Kallapur(2003), "Client Importance, Non-audit Services and Abnormal Accruals," *The Accounting Review*, 78(4), pp.931-955.
- Cohen, D. A. and P. Zarowin(2010), "Accrual Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings," *Journal*

- of *Accounting and Economics*, 50(1), pp. 2-19.
- Collins, D. W., R. S. Pungaliya, and A. M. Vihj (2017), "The Effects of Firm Growth and Model Specification Choices on Tests of Earnings Management in Quarterly Settings," *The Accounting Review*, 92(2), pp.69-100.
- DeAngelo, L.(1986), "Accounting Numbers as Market Valuation Substitutes - A Study of Management Buyouts of Public Stockholders," *Accounting Review*, 61(3), pp.400-420.
- Dechow, P. M.(1994), "Accounting Earnings and Cash Flows as Measure of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 18(1), pp.3-42.
- Dechow, P. M. and R. G. Sloan(1991), "Executive Incentives and the Horizon Problem: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 14(1), pp.51-89.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeny (1995), "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, 70(2), pp.193-225.
- DeFond, M. L. and J. Jiambalvo(1994), "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 17(1-2), pp.145-176.
- Gong, G. T., K. S. Bae, and S. M. Jeong(2014), "Study on the Introduction of Mandatory IFRS after Earnings Management Adjusting the Value Relevance," *The Journal of Business Education*, 28(6), pp.351-373.
- Gong, J. S.(2019), "An Empirical Analysis of Earnings Management in Korean Firms," *Asia-pacific Journal of Multimedia Services Convergent with Art, Humanities, and Sociology*, 9(12), pp.1429-1438.
- Healy, P.(1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), pp.85-107.
- Jones, J.(1991), "Earnings Management during Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, 29(2), pp.193-228.
- Kang, S. A. and S. B. Chun(2008), "An Empirical Test of Earning Management before/after the Enforcement of Internal Accounting Control System Standards," *Review of Accounting and Policy Studies*, 13(2), pp.23-48.
- Kim, J. I. and H. C. Son(2013), "A Study on Earnings Management before and after Full Adoption of K-IFRS," *Korean International Accounting Review*, 48, pp.77-106.
- Kim, K. S., J. H. Lee, and K. J. Lee(2020), "Does the Adoption of Principle-based IFRS Reduce Earnings Management in Korea?: Time-series Comparison Using Accruals Determinant Factor Model," *Korean Accounting Review*, 45(3), pp.173-213.
- Kim, K. T.(2013), "The Association between the Review of the Quarterly Financial Statements and Accounting Transparency: Focusing on Temporarily Lower Debt Level in Comparison with Earlier Quarters," *Korean Accounting Journal*, 22(1), pp.267-298.
- Kim, Y. H.(2009), "Earnings Management and Value Relevance of Accounting Information of KSE and KOSDAQ Firms," *Accounting Information Review*, 27(2), pp.255-272.
- Kothari, S. P, A. Leone, and C. Wasley(2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp.163-197.
- Kwon, Y. H., J. G. Jeong, and M. K. Cho(2010), "A Study on the Effect of Internal Accounting

- Control System—Evidence from Market Pricing of Discretionary Accruals,” *Accounting Information Review*, 28(4), pp.223-246.
- Lee, W. J. and S. U. Choi(2019), “Does IFRS Adoption Improve Earnings Quality? Evidence Based On The Trade-off between Accruals- and Real-Earnings Management and Suggestion for K-IFRS,” *Korean Accounting Journal*, 28 (5), pp.401-434.
- McNichols, M.(2000), “Research Design Issues in Earnings Management Studies,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(4-5), pp. 313-345.
- Nam, T. J. and S. M. Park(2008), “The Effect of Korean Statements of Internal Control Standards on the Earnings Management,” *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 48, pp.173-204.
- Oh, H. H. and S. B. An(2015), “A Study on the Effects of Corporate Ownership Structure and Mandatory Review on Earning Management in the Quarterly Financial Statements,” *Korean International Accounting Review*, 61, pp.191-216.
- Paek, W. S. and H. W. Cho(2006), “Ownership Holding by Second Largest Stockholder and Earnings Management,” *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 35(6), pp.103-139.
- Park, J. C. and K. T. Kim(2007), “The Differential Properties of Fourth-Quarter versus Earlier-Quarters Earnings: Discretionary Accruals and Earnings Predictability,” *Korean Accounting Review*, 32(4), pp.91-113.
- Park, J. I.(2015), “The Effect of IFRS Adoption on Real Earnings Management,” *Journal of Taxation and Accounting*, 16(5), pp.65-110.
- Park, J. S. , T. D. Kim, and Y. H. Lee(2005), “Quarterly Review and the Usefulness of Financial Statements,” *Journal of Taxation and Accounting*, 16(11), pp.71-95.
- Park, J. S. and S. K. Park(2017), “Credit Risk Relevance of Earnings Management before and after IFRS Adoption,” *Journal of Industrial Economics and Business*, 30(1), pp. 143-162.
- Park, S. T. and C. S. Song(2017), “A Study on the Earnings Management Difference of IPO Firms around IPO between KSE and Kosdaq Market,” *Journal of Industrial Economics and Business*, 30(3), pp.897-924.
- Shin, H. G.(2007), “Analysis of Review Reports on Internal Control Systems,” *Korean Accounting Journal*, 16(1), pp.107-128.
- Sohn, S. K. and T. D. Kim(2006), “A Study on the Effect of the Continuous Audit System on the Usefulness of Financial Statements - Focusing on Quarterly Review,” *Korean Management Review*, 35(4), pp.989-1013.
- Song, I. M. and Y. H. Park(2008), “Quarterly Pattern of Earnings Management: Loss Avoidance and Reversal,” *Korean Accounting Review*, 33(2), pp.1-28.
- Yoo, H. S., Y. S. Kim, and K. A. Jeon(2015), “The Effects of K-IFRS Adoption on the Quality of Earnings - A Focusing on Firm’s Characteristics -,” *Journal of Taxation and Accounting*, 16(2), pp.85-130.
- Yoon, S. S.(2001), “A Comparison of Earnings Management Between KSE Firms and KOSDAQ Firms,” *Korean Journal of Financial Studies*, 29(1), pp.57-85.

- The author Moonchul Kim is a professor in the Department of Accounting and Taxation at Kyung Hee University. He earned a doctoral degree in Accounting from the University of Illinois at Urbana-Champaign. His research interests include value-relevance of accounting information, earnings management, insider trading and accounting, and audit quality.
- The author Youngsoon S. Cheon is a professor in the College of Business & Economics at Chung-Ang University. She earned a doctoral degree in Accounting from the University of Georgia. Her research interests include incentives for and effects of disclosures, corporate governance, and usefulness of accounting information.
- The author Jungyoup Lee is an assistant professor in the Department of Health and Medical Administration at Shingu College. He earned a doctoral degree in Accounting from Kyung Hee University. His research interests include insider trading, earnings management, and disclosures.