# Restatement of Financial Statements and Cross-sectional Comparability: Moderating Effect of Managerial Defence Measures*

# 재무제표 재작성이 횡단면적 비교가능성에 미치는 영향: 경영권 보호수준의 조절효과

Jeong Taek Kim(First Author)
Assistant Professor, College of Business & Economics, Dankook University
(*jtkim01@dankook.ac.kr*)
Sang Hyuk Lee(Corresponding Author)
Assistant Professor, School of Social Science, Hansung University
(*tkdqur@hansung.ac.kr*)

Managers have an incentive to prepare financial statements as comparable to that of peer firms as possible regardless of their economic substance. Thus, in order to understand the implications of cross-sectional comparability of financial information, the quality of financial information itself should be taken into consideration. Using 2015-2018 Korean listed firms' data, we investigate how the cross-sectional comparability of firms that have experienced the restatement of financial statements has changed before and after the restatement. Our findings reveal that the cross-sectional comparability of financial statements is significantly reduced for firms that have experienced financial statement restatement. Furthermore, we find that this aspect is more pronounced in firms with less antitakeover provisions. This may be due to the fact that managers in such firms have a great incentive to exert influence on the production of accounting information in order to preserve their positions. Collectively, our findings suggest that managers(especially those with less protected privileges) tend to distort accounting information to maintain the cross-sectional comparability at a desirable level. This study expands related research by confirming that financial reporting quality should be considered in evaluating the financial statements comparability.

Key Words: financial statements comparability, financial statements restatements, financial reporting quality, managerial entrenchment

Submission Date: 04. 11. 2023 Revised Date: (1st: 08. 14. 2023) Accepted Date: 09. 07. 2023

* This research was financially supported by Hansung University.

Copyright 2023 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION
This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

# Ⅰ. 서 론

본 연구는 중대한 오류나 왜곡표시로 인한 재무제표 재작성을 전후하여 기업들의 재무정보 비교가능성이 어떻게 변화하는지, 그리고 이 과정에서 기업마다 상이한 경영권 보호수준은 어떤 영향을 미치는지 조사한다.

경영자는 자신의 평판이나 보상의 증진을 위해 주주의 이익에 반하는 기회주의적인 행동을 할 유인을 가진다(Jensen & Meckling 1976). 이러한 기회주의적 행위의 대표적인 양상 중 하나가 이익조정을 통한 재무정보의 왜곡이다. 지금까지 경영자의 이익조정 동기에 대한 연구들(Baker et al. 2003; Burns & Kedia 2006; Malmendier & Tate 2009; Francis et al. 2008 등)과 기업지배구조 또는 경영자의 참호구축 등 이익조정 행위에 영향을 미치는 기제에 대한 연구들(Xie et al. 2003; Huang et al. 2013; Di Meo et al. 2017)이 이루어져 왔다. 이러한 연구들은 주로 재량적발생액이나 발생액의 질, 재무제표 재작성 등을 재무보고품질의 대용치로 사용하였다. 다른 한편에서는 투자자 입장에서 재무정보의 신뢰성 및 효용성을 평가하기 위한 측정치로 재무제표 비교가능성을 사용한 연구들도 활발히 수행되어왔다(De Franco et al. 2011; Francis et al. 2014; Fang et al. 2015; Chen et al. 2016; Kang et al. 2013 등). 이 연구들은 한 기업이 경제적 사건을 어떤 회계수치로 전환하는지를 다른 기업들과 비교하여 보여줌으로써 해당기업의 회계정보시스템의 신뢰성에 대한 정보를 제공한다.

회계정보시스템에 대한 신뢰성은 공시정보의 신뢰성으로 이어지고 이는 공시에 대한 시장의 반응에 중대한 영향을 미치기 때문에 기업들은 재무정보의 비교가능성을 적정한 수준으로 유지하고자 하는 유인을 가지게 된다. 일반적으로 높은 비교가능성은 투자자들이 여러 투자대안들을 비교함에 있어 높은 효용을 제공하므로 좋은 것으로 간주되어 왔다. 특정 기업의 재무제표 비교가능성이 높다는 것은 그 기업이 동종산업 내의 다른 기업들과 유사한 회계정책을 사용한다는 것으로서 투자자들이 투자대안을 평가할 때 벤치마크 정보를 얻기가 수월해짐을 의미하기 때문이다. 그러나 횡단면적 비교가능성과 개별기업의 재무보고품질이 정확히 비례하는 개념이라고 보기는 어렵다. 예를 들어 두 기업이 동일한 경제적 이벤트를 유사하게 낮은 품질의 회계정보로 변환한다면 각 기업의 재무보고품질은 낮음에도 불구하고 비교가능성은 높을 수 있기 때문이다.

특히 비교가능성을 경영자의 기회주의적 동기와 결합해서 생각해보면 경영자는 높은 비교가능성을 유지하기 위해 재무정보를 왜곡할 가능성이 있다는 추론도 가능하다. 이와 관련하여 선행연구들은 경영자들이 경쟁기업의 영업성과에 연동하여 이익조정을 하는 경향이 있음을 발견하였으며(Du & Shen 2018), 재무제표 비교가능성이 경영자의 주식 혹은 현금 형태의 보상과 양(+)의 관련성을 가진다는 실증증거를 제시하기도 하였다(Choi & Suh 2019; Arianpoor & Efazati 2021). 즉, 경영자는 회계정보의 조정을 통해 재무보고품질을 일정부분 희생하더라도 횡단면적 비교가능성을 높게 유지할 유인을 가지고 있는 것이다. 따라서 개별기업의 재무보고품질을 고려하지 않고 동종기업들과의 횡단면적 비교가능성만을 평가하는 것은 정보이용자로 하여금 비교가능성이 가지는 함의를 정확히 이해하지 못하게 하는 원인이 될 수 있다.

이처럼 경영자가 사적인 이익추구를 목적으로 재무정보를 왜곡할 가능성이 있음에도 기존의 비교가능

성 관련 연구들은 개별기업의 재무보고품질을 명시적으로 고려하지 않았다. 이러한 연구공백을 메우기 위해 본 연구는 재무보고품질이 재무정보의 횡단면적 비교가능성에 어떤 영향을 미치는지를 조사하고자 하였다. 구체적으로 본 연구는 재무보고품질을 통제하였을 때 재무제표 비교가능성이 변화할 것으로 예상하되 그 변화의 방향은 실증연구의 영역에 속한다고 판단하였다. 보다 충실하게 작성된 재무정보를 사용하면 다른 기업과의 비교가능성이 개선될 가능성도 있지만, 비교가능성을 높게 유지하기 위한 목적으로 왜곡했던 재무정보가 정정되고 나면 비교가능성이 오히려 저하될 가능성도 있기 때문이다. 재무보고품질이 비교가능성에 미치는 영향은 경영자가 기회주의적인 행위를 하고자 할 유인이 얼마나 큰 지에 따라 다른 양상을 보일 것으로 예상된다. 본 연구는 재무보고품질의 대용치로 재무제표 재작성을 사용하는 한편, 재무제표 비교가능성은 De Franco et al. (2011)이 제시한 방법을 따라 측정하였다. 또한 경영자가 기회주의적 재무보고를 할 유인의 크기는 경영자 참호구축가설(managerial entrenchment hypothesis)에 기반하여 적대적 인수·합병에 대한 방어권(antitakeover)의 정도로 측정하였다.

2015년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장 상장기업 중 재무제표 재작성을 한 기업들의 비교가능성이 재작성 전후로 어떻게 변화했는지를 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 재무제표 재작성을 경험한 기업들은 다른 기업들과의 횡단면적 재무제표 비교가능성이 유의하게 감소한 것으로 나타났다. 이는 기업들이 의도적이든 그렇지 않든 비교가능성을 높이는 방향으로 회계정보를 왜곡하는 경향이 있음을 시사한다. 둘째, 재무제표 재작성 이후 비교가능성의 저하는 경영권 보호수준이 낮아 경영자의 이익조정 유인이 큰 기업에서 더욱 현저하게 나타났다. 이에 대한 하나의 해석은 경영권이 안정적이지 않은 경영자가 자신의 지위를 보전하기 위해 기회주의적 재무보고를 해야 하는 환경에 처했을 때 비교가능성을 높게 유지하는 방향으로 회계정보를 왜곡하는 경향이 있다는 것이다. 이상의 결과들은 표본기간 중 재무제표 재작성을 경험한 기업과 경험하지 않은 기업을 성향점수(propensity score)에 따라 1:1로 대응시킨 뒤 실시한 회귀분석에서도 동일하게 유지되어 결과의 강건성을 뒷받침하였다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점을 가진다. 첫째, 재무제표 비교가능성을 평가함에 있어 개별기업의 재무보고품질을 우선적으로 고려해야 함을 확인함으로써 선행연구의 공백을 메우고 있다. 둘째, 중요한 왜곡표시가 있을 때 재무제표를 재작성하게 하는 현행 제도가 경영자의 기회주의적인 행위를 억제하여 보다 충실한 재무정보를 생산하게 함을 입증하는 실증증거를 제시하고 있다. 셋째, 경영자의 다기간에 걸친 이익조정 동기를 잘 대표함에도 불구하고 선행연구에서는 많이 활용되지 않았던 경영권 방어수단을 분석에 도입함으로써 관련연구를 확장하였다.

이어지는 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 연관된 선행연구들을 살펴보고 가설을 제시한다. 제3장에서는 변수의 측정방법 및 연구모형에 대한 설명을 제시하고 표본 구성에 대해 서술한다. 제4장과 제5장은 주요분석 결과와 강건성 확인을 위한 추가분석 결과를 각각 보여주며, 제6장에서는 결론과 시사점을 제시하며 연구를 맺는다.

## Ⅱ. 선행연구 및 가설 설정

### 2.1 선행연구 검토

#### 2.1.1 경영자의 기회주의적인 재무정보 생산

경영자는 재무제표 작성의 주체이자 최종책임자로서 재무정보 생산과 관련하여 중대한 영향력을 행사할 수 있다.[1] 따라서 경영자의 이익이 주주의 이익과 일치하지 않는 경우 사적인 이익을 추구하기 위해 재무정보를 왜곡하고자 하는 유인이 존재한다. 이러한 경영자의 재무정보 왜곡행위를 이익조정(earnings management)이라 일컫는바, 즉 이익조정은 "경영자가 사적인 이익을 추구하기 위해 외부재무보고 과정에 의도적으로 개입하는 일련의 행위"로 정의된다(Schipper 1989).

경영자의 사적인 이익추구의 예로는 보상이나 평판의 제고 등이 있는데, 많은 선행연구들이 경영자의 사적 이익추구와 이익조정 간의 관계를 조사해왔다. 예를 들어 Baker et al.(2003)이나 Burns & Kedia(2006)는 주식매수선택권(stock option)을 부여받은 경영자가 옵션 행사로 인한 이익을 극대화하기 위해 행사시점의 보고이익을 상향조정함을 발견하였고, Malmendier & Tate(2007)와 Francis et al.(2008)은 높은 명성을 가진 경영자일수록 주변의 기대에 부응하여 자신의 명성을 유지하기 위해 이익조정에 관여하는 경향이 있음을 발견하였다.

한편, 경영자의 기회주의적 이익조정 유인에 영향을 미치는 기제로 기업지배구조와 적대적 M&A로부터의 보호수단(antitakeover provisions)이 조사되어 왔다. 먼저 기업지배구조와 관련하여 이사회의 독립성과 전문성, 활동성이 높을수록 경영자의 이익조정 행위가 억제됨을 발견한 연구들이 존재한다(Beasley 1996; Xie et al. 2003). Vafeas(2005)는 감사위원회 내 사외이사 비율이 높을수록, 겸직 감사위원 비율이 낮을수록, 감사위원회 회의횟수가 많을수록 벤치마크 소폭상회 현상(meet/beat benchmarks)이 적게 나타남을 발견하였다. 또한 Huang et al.(2013)는 Gompers et al.(2003)에서 제시한 G-index를 사용하여 주주권의 보호수준을 측정한 후 주주권이 잘 보호되는 기업일수록 상향이익조정이 줄어듦을 발견하였고, Choi & Yoon(2006)은 한국기업지배구조개선지원센터에서 평가한 기업지배구조 점수가 높은 기업일수록 더 보수적인 회계처리가 이루어짐을 발견하였다.

또한 경영권의 보호수준(i.e., 적대적 M&A로부터의 보호수단)도 경영자의 이익조정 유인에 영향을 미칠 수 있다. 선행연구는 적대적 M&A로부터의 보호수단이 잘 갖추어진 기업일수록 경영자가 단기적인 재무성과에 대한 압박을 덜 받기 때문에 이익조정의 유인이 적다고 주장하며 이를 뒷받침하는 실증증거를 제시하였다. Di Meo et al.(2017)은 참호를 구축한 경영자(entrenched managers)는 단기적 성과에 연연하는 정도가 낮아 결과적으로 기업가치에 악영향을 미치는 이익조정을 덜 한다는 사실을 발견하였고, Zhao & Chen(2008)과 Zhao et al.(2012)는 시차임기제(staggered boards)를 통해 적대적 인수·합병으로부터 보호받는 이사들은 기업가치 제고에 관심이 적고 따라서 각각 회계적(accruals), 실물적(real activities) 이익조정에 소극적임을 발견하였다.

1) 우리나라에서는 2018년 11월부터 시행된 '주식회사 등의 외부감사에 관한 법률' 개정에 따라 외부감사인의 선임권자가 감사위원회로 바뀌기 전까지 경영자가 외부감사인의 선임권자였기 때문에 경영자가 재무정보 생산과정에 개입할 수 있는 여지가 상대적으로 많았다.

2.1.2 재무제표 비교가능성

재무제표의 횡단면적 비교가능성은 동종업계에 속한 기업들 간에 재무정보의 비교가 얼마나 유의미한지를 나타내는 질적특성으로서 투자자들로 하여금 투자대안들을 보다 정확히 이해하여 효과적인 의사결정을 내릴 수 있도록 실질적인 도움을 제공한다. 즉, 한 기업의 재무제표가 비교가능하게 작성되었다는 것은 해당기업에서 공시되는 재무정보를 타기업의 재무정보와 비교함으로써 정보이용자들이 유용한 정보를 얻을 수 있음을 의미한다.

횡단면적 비교가능성은 이벤트(주가정보)와 재무정보를 연계하여 비교가능성 측정방법을 제시한 De Franco et al.(2011) 이후 실증연구에서 본격적으로 활용되기 시작하였다. 관련된 선행연구의 첫 번째 분류는 비교가능성과 정보불균형(information asymmetry) 간의 관계에 대한 것이다. 비교가능성의 중요성을 강조하는 측에서는 횡단면적 비교가능성이 높을수록 외부정보이용자들에게 유용한 정보의 양이 증가하여 기업 내부자와 외부자 간의 정보불균형이 완화된다고 주장한다. 이와 관련하여 De Franco et al.(2011)은 비교가능성이 높은 기업일수록 공시되는 재무정보를 활용한 재무분석가 이익예측의 정확성이 높아짐을 발견하였고, Kang et al.(2013)은 국내 자료를 이용한 연구에서 비교가능성과 재무분석가의 이익예측 정확성 및 회계정보의 가치관련성이 양(+)의 관계를 가짐을 발견하였다. 또한 Chen et al.(2018)은 M&A 시장에서 재무제표 비교가능성이 높은 기업일수록 인수기업과 피인수기업 간의 정보불균형이 완화되어 가치평가가 더욱 정확히 이루어짐을 발견하였고, Cho et al.(2015)는 비교가능성이 높은 기업일수록 주가붕괴위험(stock price crash risk)이 감소함을 보고하였다.

비교가능성과 관련한 연구의 두 번째 분류는 비교가능성 수준에 영향을 미치는 요인들에 대한 것이다. Francis et al.(2014)는 동일한 대형감사인(Big N)에게 감사받은 기업들일수록 재무제표 비교가능성이 더 높음을 발견하였고, Choi(2016)은 주제를 감사파트너 수준까지 확장하여 동일한 파트너에게 감사받은 기업들일수록 비교가능성이 증분적으로 높음을 발견하였다. 또한 Fang et al.(2015)은 기관투자자가 재무제표의 비교가능성에 미치는 영향에 주목하여 미국에 기반을 둔 기관투자자가 투자한 해외기업들이 그렇지 않은 기업들보다 미국 상장기업과 더 비교가능한 재무제표를 제공한다는 사실을 발견하였다.

한편, 본 연구와 밀접한 관련성을 가진 세 번째 연구분류는 재무제표의 횡단면적 비교가능성과 재무보고품질 간의 관계에 대한 것이다. 이론상으로 개별기업의 재무보고품질과 비교가능성을 정확히 일치하는 개념으로 보기는 어렵기 때문에 이 주제는 실증연구의 영역에 해당한다. 이와 관련하여 Choi(2018)은 재량적발생액이 적은 기업일수록 비교가능성이 평균적으로 높음을 발견하였고, Sohn(2016)은 비교가능성이 높은 기업일수록 투자자에게 적발되기 쉬운 발생액 기반의 이익조정을 덜 활용하는 경향이 있음을 발견한 바 있다. 또한 Rezaei Pitenoei & Abdollahi(2019)와 Blanco et al.(2022)는 비교가능성이 낮은 기업일수록 회계부정(accounting fraud)이 일어날 확률이 더 높아짐을 보고하였다. 이상의 연구들에 따르면 비교가능성이 개별기업의 재무보고품질과 대체로 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 보인다. 그러나 이 연구들은 높은(낮은) 비교가능성을 가진 기업이 평균적으로 얼마나 높은(낮은) 품질의 재무정보를 생산하는지 분석한 반면, 본 연구는 동일한 기업에서 재무제표 재작성이라는 사건 이후로 비교가능성이 어떻게 변하는지를 시계열적으로 조사

하고 있다는 점에서 근본적인 차이점을 가진다. 즉, 본 연구는 경영자의 기회주의적인 동기가 해당기업의 비교가능성에 어떤 변화를 야기하는지를 조사한다는 점에서 선행연구들이 다루지 않았던 주제를 다루고 있다.

### 2.2 가설 설정

재무제표의 높은 비교가능성은 투자자들이 투자대안들을 비교함에 있어 벤치마크로 활용할 수 있는 정보가 많아짐을 의미하므로 일반적으로 좋은 것으로 간주된다. 그러나 비교가능성이 높다는 것이 곧 해당기업의 재무보고품질이 좋음을 의미하는 것은 아니다. 실증연구에서 널리 활용되는 비교가능성 측정치(e.g., De Franco et al. 2011)의 정의상 동일한 경제적 사건에 대해 유사하게 높은 수준의 재량적발생액(i.e., 낮은 재무보고품질)을 인식하는 두 기업이라면 역설적으로 비교가능성이 높게 나타날 것이기 때문이다.

비교가능성을 높게 유지하는 것은 기업 입장에서 공시정보의 신뢰성 및 가치관련성 강화, 자본조달비용의 절감 등의 장점을 가지기 때문에 경영자는 재무보고품질과 관계없이 비교가능성을 높게 유지하고자 하는 유인을 가진다(Kang et al. 2013). 또한 비교가능성 제고가 '회계정보에 근거한' 경영자 성과평가를 강화하고(Ozcan et al. 2012; Lobo et al. 2018), 주식이나 현금 형태의 경영자 보상도 증가시킨다는 사실(Choi & Suh 2019; Arianpoor & Efazati 2021)은 경영자 입장에서도 높은 비교가능성을 유지하고자 할 유인이 있음을 시사한다. 실제로 선행연구는 경영자들이 동종업계 경쟁기업의 성과를 의식하여 재량적 발생액을 활용한 이익조정을 하는 경향이 있음을 발견한 바 있다(Du & Shen 2018). 이처럼 경영자가 기업 차원 혹은 개인적 차원의 동기로 인해 재무정보를 왜곡할 가능성이 있음에도 기존의 비교가능성 관련 연구들은 개별기업의 재무보고품질을 명시적으로 고려하지 않았다. 본 연구는 재무보고품질의 극적인 변화가 재무제표의 횡단면적 비교가능성에 영향을 미칠 것으로 예상하되 그 방향성에 대해서는 실증조사가 필요하다고 판단하였다. 재무보고품질의 극적인 변화를 포착하기 위한 효과적인 측정치는 재무제표 재작성(restatement)을 경험했는지 여부이다. 중요한 왜곡표시로 인해 재작성된 재무제표는 재작성 전의 재무제표에 비해 충실한 정보를 담고 있을 것으로 합리적으로 예상되기 때문이다. 동일한 기업이 과거에 비해 보다 충실한 재무정보를 생산한다면 동종업계 타기업과의 비교가능성이 개선될 가능성이 있다. 재량적발생액으로 측정한 재무보고품질이 높은 기업일수록 횡단면적 비교가능성이 평균적으로 높음을 발견한 Choi(2018)는 이러한 주장을 뒷받침한다. 그러나 다른 한편으로 재무제표 재작성을 실시한 기업에서 비교가능성을 높게 유지하기 위해 왜곡했던 재무정보가 정정되고 나면 비교가능성이 오히려 저하될 가능성도 존재한다. 경영자는 높은 비교가능성을 달성하고자 하는 유인이 있고 동시에 재무정보 생산과정에 큰 영향력을 행사할 수 있기 때문에 이러한 현상이 발생할 가능성은 상존한다. 이처럼 재무제표 재작성이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향은 실증조사의 영역에 해당하기 때문에 본 연구는 다음과 같이 귀무가설 형태로 가설을 설정하였다.

가설 1: 재무제표 재작성 여부는 타기업과의 재무제표 비교가능성에 영향을 미치지 않을 것이다.

한편, 특정기업의 재무보고품질의 변화가 횡단면적 비교가능성에 영향을 미치는 양상은 해당기업의 경영자가 얼마나 큰 이익조정 유인을 가지고 있는가에 따라 달라질 수 있다. 만약 경영자가 자신의 지위를 보전하기 위해 단기적인 재무성과의 달성, 동종업계에 속한 기업들과 비교가능한 재무제표의 작성 등의 압박을 받는 기업이라면 그 경영자는 기회주의적인 재무보고를 할 가능성이 클 것이다. 그리고 이런 기업일수록 중요한 왜곡표시로 인한 재무제표 재작성이 이루어져 보다 충실한 재무정보가 공시된다면 다른 기업들과의 비교가능성이 저하될 것으로 예상된다. 경영자의 이익조정 동기를 측정하기 위해 본 연구는 경영자 참호구축(managerial entrenchment) 연구에서 활용되는 적대적 M&A에 대한 경영권 방어수단(antitakeover), 즉 경영권 보호수준을 사용하였다. 이는 강한 경영권 보호로 인해 단기적인 성과에 관계없이 경영자의 지위가 안정적인 기업에서는 이익조정을 덜 하는 경향이 있기 때문이다(Zhao & Chen 2008; Zhao et al. 2012; Di Meo et al. 2017).

지금까지 경영자의 이익조정 동기의 대용변수로는 임기, 보상구조, 감시기구의 효과성 등이 널리 사용되어 왔다(Ali & Zhang 2015; Endrawes et al. 2020).[2] 그러나 본 연구가 특히 경영권 보호수준에 주목한 이유는 이 측정치가 경영자의 지속성 있는 권한을 가장 잘 대용함으로써 재무제표 비교가능성 변수와 적절히 대응된다고 판단했기 때문이다. 재무제표의 비교가능성을 일정하게 유지하기 위해서는 일회성이 아니라 다년간의 노력이 요구된다. 예를 들어 경영자가 특정한 회계기간에 의도적으로 상향이익조정을 한다면 그에 따른 반전(reversal) 효과를 상쇄하기 위해 차후에 더 높은 수준의 이익조정을 해야 할 것이다. 따라서 경영자가 임기초나 임기말 등 일시적인 환경에 기인한 동기를 바탕으로 비교가능성에 영향을 미치려는 시도를 할 개연성은 낮을 것으로 예상된다. 이에 반해 경영권 보호수단은 Appendix에서 제시된 사례와 같이 기업의 정관에 명시되는 것으로서 주주총회의 특별결의[3]가 없는 한 개정되지 않기 때문에 경영자의 권한에 대한 안정적인 측정수단이 된다.

그 외에 경영자 보상구조와 재무제표 비교가능성의 관련성을 다루거나 기업지배구조 등 감시기구의 효과성이 재무제표 비교가능성에 어떤 영향을 미치는지를 조사한 연구들은 회계 및 재무 분야에서 이미 활발하게 수행되어 온 바 있다(Nam 2020; Lee et al. 2016).

본 연구는 경영자의 지속성 있는 권한(즉, 다기간에 걸친 이익조정 동기)을 잘 대표하여 비교가능성 측정치와 개념적으로 적절한 짝을 이루면서도 선행연구에서는 많이 활용되지 않았던 경영권 보호수준을 분석에 도입함으로써 관련연구를 확장하고자 하였다.

이상의 논의를 바탕으로 본 연구는 다음과 같은 귀무가설을 두 번째 가설로 설정하였다.

가설 2: 경영권 보호수준은 재무제표 재작성 후 비교가능성의 변화에 영향을 미치지 않을 것이다.

2) 이 부분에 대한 건설적인 제안을 해주신 익명의 심사위원님께 감사드린다.
3) 일반적으로 출석주주 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수를 요구한다.

## Ⅲ. 연구모형, 변수 및 표본

### 3.1 변수측정

#### 3.1.1 재무제표 비교가능성

본 연구의 종속변수인 재무제표 비교가능성은 De Franco et al.(2011)에서 제시한 방법론에 따라 측정한다. 먼저, 아래의 식 (1)을 이용하여 기업 i에 대해 기업-연도별로 직전 16분기의 분기별 주가수익률과 분기순이익을 회귀분석하여 $a_i$, $\beta_i$를 추정한다. 이때, 기업-연도별 회귀분석을 통하여 추정된 $a_i$, $\beta_i$ 계수값이 De Franco et al.(2011)에서 설명하는 기업 i가 가지고 있는 회계시스템을 의미하며, 기업 i에서 발생하는 경제적 사건이 재무제표에 반영되는 정도를 나타낸다. 이와 같은 방법으로 표본에 포함된 모든 기업에 대해 기업-연도에 대한 각각의 $a_i$, $\beta_i$를 추정한다.

$$Earnings_{it} = a_i + \beta_i Return_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

*Earnings* : 분기순이익을 분기초 총자본의 시장가치로 나눈 값;
*Return* : 분기별 주가수익률.

식 (1)을 활용하여 기업 i가 보유한 회계시스템은 식 (2)로 표현할 수 있으며, 기업 i와 동일한 산업-연도에 속한 기업 j가 보유한 회계시스템은 식 (3)에 해당한다. 다음으로, 기업 i의 분기별 주가수익률을 식 (2)와 식 (3)에 각각 대입하여 기업 i와 기업 j 각각에 대한 기대순이익을 산출한다.

$$E(Earnings)_{iit} = \hat{a_i} + \hat{\beta_i} Return_{it} \quad (2)$$

$$E(Earnings)_{ijt} = \hat{a_j} + \hat{\beta_j} Return_{it} \quad (3)$$

변수의 정의는 식 (1)을 참조.

마지막으로, 식 (4)를 활용하여 식 (2), 식 (3)을 통해 산출한 기업 i와 기업 j의 기대순이익을 통해 동일한 경제적 사건(기업 i의 분기별 주가수익률)이 기업 i와 기업 j의 회계시스템에 어떻게 반영되었는지를 비교하여 재무제표 비교가능성을 측정한다. De Franco et al.(2011)은 기업이 영업활동을 수행하면서 일어나는 경제적 사건은 기업이 가지고 있는 회계시스템을 통해 재무제표에 기록될 것이며, 서로 다른 기업이 유사한 회계시스템을 가지고 있다면, 하나의 경제적 사건에 대해 서로 다른 기업일지라도 재무제표에 유사하게 기록될 것이라고 예측하였다. 식 (4)에 따라 기업 i를 기준으로 기업 i와 동일한 산업-연도에 포함된 모든 기업들에 대해 각각 직전 16분기의 평균 기대순이익 차이의 절대값을 계산하고, (-1)을 곱한다. (-1)을 곱하게 되면 측정한 값이 클수록 재무제표 비교가능성이 높은 것으로 해석할 수 있다. 마지막으로, 본 연구의 종속변수 산정 시 개별 기업별로 측정된 재무제표 비교가능성 측정치의 상위 4개 값의 평균을 *CPA*로, 중간값을 *CPM*으로 표시한다.

$$COMP_{ijt} = -1/16 \times \sum_{t-15}^{t} |E(Earnings)_{iit} - E(Earnings)_{ijt}| \quad (4)$$

변수의 정의는 식 (1)을 참조.

#### 3.1.2 경영권 보호수준

본 연구는 경영권의 보호수준을 측정하기 위해 Bebchuk et al.(2009)에서 제안한 E-index (Entrenchment index)를 사용하였다. E-index는 각 기업이 적대적 M&A에 대한 대표적인 경영권 방어수단 6개 중 몇 개를 정관에 규정하고 있는지를 측정하는 지표로서[4] 각각의 규정이 존재할 때마다 1점씩을 부여하여 0-6점 범위의 값을 가지며 그 값이 클수록 경영권 보호정도가 강한 것으로 해석된다. 6개의 경영권 방어수단은 (a) 이사의 시차임기제, (b) 이사의 책임감경, (c) 황금낙하산, (d) 이사 선임·해임에 대한 초다수결의제, (e) 이사의 자격제한, (f) 집중투표제 배제조항 등이다. 이 중 시차임기제는 매년 전체 이사 가운데 일부만 선임하게 하여 이사 전체가 교체되는 것을 방지하는 규정이고, 이사의 책임감경은 이사 등 법령위반이나 중과실로 회사에 손해를 끼쳤을 때 배상책임을 최근 1년간 보수액의 6배(사외이사는 3배) 이내로 제한하는 규정이며, 황금낙하산은 임원 해임시 거액의 퇴직금 지급, 저가에 의한 주식매입권 부여 등을 명시해 기업의 인수비용을 높이는 규정이다. 또한 초다수결의제는 이사나 감사의 선임 및 해임시 의결정족수에 가중규정을 둠으로써 일반주주들의 영향력을 제한하는 규정이고, 이사의 자격제한은 이사를 일정한 자격을 가진 자 중에서만 선임할 수 있도록 함으로써 일반주주의 자유로운 이사선임권한을 제한하는 규정이다. 집중투표제는 2인 이상의 이사를 선임할 때 한 주당 선출할 이사 수만큼 의결권을 부여하는 규정으로서 일반주주들은 이 제도를 활용하여 자신들의 표를 결집함으로써 개개인의 낮은 지분율에도 불구하는 원하는 이사를 선임할 확률을 높일 수 있다. 따라서 이러한 집중투표를 배제하는 조항은 일반주주의 임원선임 권한을 약화시키는 것으로 해석된다.

위의 경영권 방어수단들은 기업이 정관에 자율적으로 규정함으로써 효력을 가지게 된다. 본 연구는 표본기간 동안 한국거래소 유가증권시장 상장기업들의 정관을 직접 검토하여 각 방어수단의 현황을 수기로 수집하였다.

### 3.2 연구모형

본 연구에서 설정한 첫 번째 가설, 즉 재무제표 재작성 여부가 재무제표의 횡단면적 비교가능성에 영향을 미치는지를 검증하기 위한 연구모형은 아래의 식 (5)와 같다.

$$\begin{aligned} CP_{it} = {} & a_0 + \beta_1 RS_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 DEBT_{it} \\ & + \beta_4 BM_{it} + \beta_5 SG_{it} + \beta_6 EXP_{it} \\ & + \beta_7 ROA_{it} + \beta_8 DA_{it} + \beta_9 LOSS_{it} \\ & + \beta_{10} BIG4_{it} + \beta_{11} OPN_{it} + \beta_{12} CGADT_{it} \\ & + IND + YEAR + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

*CP* : 재무제표 비교가능성 측정치, *CPA*와 *CPM*으로 측정;
*CPA* : 기업별 재무제표 비교가능성 측정치 중 상위 4개 값의 평균;
*CPM* : 기업별 재무제표 비교가능성 측정치의 중간값;
*RS* : 재무제표를 재작성한 기업-연도 및 그 이후의 경우 1에 해당하는 더미변수;
*SIZE* : 총자산에 자연로그를 취한 값;
*DEBT* : 총부채를 총자산으로 나눈 값;

4) 우리나라 상법은 Bebchuk et al.(2009)에서 활용한 방어수단 중 일부(e.g., poison pill)를 허용하지 않기 때문에 본 연구는 Bebchuk et al.(2009)의 E-index를 일부 변형하여 경영권 보호수준을 측정하였다.

*BM* : 순자산 장부가액을 시가총액으로 나눈 값;
*SG* : 당기 매출액성장률;
*EXP* : 총매출액 중 해외수출액 비중;
*ROA* : 당기순이익을 총자산으로 나눈 값;
*DA* : 재량적발생액;
*LOSS* : 당기에 순손실이 발생한 경우 1에 해당하는 더미변수;
*BIG4* : 대형회계법인에게 감사받은 경우 1에 해당하는 더미변수;
*OPN* : 당기에 적정 감사의견을 받은 경우 1에 해당하는 더미변수;
*CGADT* : 당기에 감사인이 변경된 경우 1에 해당하는 더미변수;
*IND* : 산업더미변수;
*YEAR* : 연도더미변수;
$\varepsilon$ : 잔차항.

종속변수인 재무제표 비교가능성은 '3.1.1 재무제표 비교가능성' 절에서 서술한 방법에 따라 측정한 *CPA*와 *CPM*으로 설정한다. 독립변수는 재무제표를 재작성하여 공시한 기업-연도 및 그 이후의 경우 1의 값을 가지는 더미변수(*RS*)로 설정한다. 구체적으로 (1) 재무제표를 재작성하여 금융감독원 전자공시시스템(DART)을 통해 사업보고서 정정공시를 한 기업-연도나, (2) 재무제표 주석 또는 감사보고서 특기사항에 과거 재무제표가 수정되었음을 기술한 기업-연도 관측치에 대해 1의 값을 부여하였으며, 이때 입력 오류나 오탈자 등 사소한 정정은 제외하고 손익 또는 이익잉여금 재작성 금액이 총자산과 총매출의 평균의 1% 수준을 초과하는 경우로 한정하였다.[5)]

종속변수와 독립변수를 제외한 통제변수는 재무제표 비교가능성을 다룬 선행연구를 참조하여 설정한다(e.g., Francis et al. 2014). 구체적으로, 개별 기업의 특성으로 기업의 규모(*SIZE*), 부채비율(*DEBT*), 장부가액-시가총액비율(*BM*)을 연구모형에 포함한다. 또한 각 기업의 수익성 차이를 통제하기 위해 당기 매출액성장률(*SG*), 총자산수익률(*ROA*)을 포함하고, 당기에 순손실이 발생한 경우 1의 값을 가지는 더미변수(*LOSS*)도 연구모형에 포함한다. 기업들 간에 상이한 영업 복잡성을 통제하기 위해 총매출액 대비 해외매출액 비중(*EXP*)을 연구모형에 포함하고, 개별 기업의 보고이익의 질을 통제하기 위해 재량적 발생액(*DA*)과 대형회계법인에게 감사받았는지 여부(*BIG4*), 적정 감사의견 여부(*OPN*), 당기에 감사인이 변경되었는지 여부(*CGADT*)를 연구모형에 포함한다. 마지막으로, 개별기업이 속한 산업-연도별 효과를 통제하기 위해 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 한 산업더미변수(*IND*), 연도별 연도더미변수(*YEAR*)를 연구모형에 포함한다. 모든 연속변수는 분석결과가 해당 변수의 극단치로 인해 중대하게 영향받을 가능성을 줄이기 위해 1%와 99% 값으로 조정한다(winsorizing).

한편, 본 연구의 두 번째 가설, 즉 경영권의 보호정도에 따라 재무제표 재작성 이후 재무제표 비교가능성의 변화양상이 달라지는지를 검증하기 위해 '3.1.2 경영권 보호수준' 절에서 서술한 방법에 따라 측정한 E-index의 중위값을 기준[6)]으로 경영권 보호수준이 높은 그룹과 낮은 그룹을 구분한 후, 각각의 그룹에 대해 식 (5)의 회귀계수를 추정한다.

5) 재무제표 주석 및 감사보고서 특기사항 자료는 수기로 수집하였다.
6) 중위값이 2로 나타나는데, 2의 값을 가지는 표본이 다수여서 이후 절에서는 3이상의 값을 가지는 경우 경영권 보호수준이 높은 기업으로 정의한다.

### 3.3 표본 선정

본 연구의 표본 선정 과정은 〈Table 1〉에서 제시한다. 먼저, 본 연구에서 사용한 표본은 2015년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업으로 한정한다. 표본기간이 상대적으로 짧은 이유는 본 연구의 주요 독립변수인 재무제표 재작성 여부와 E-index 모두 개별 기업의 사업보고서나 정관을 수기로 조회하는 과정을 거쳐 도출되었기 때문이다. 향후 연구에서는 본 연구를 토대로 한국거래소 코스닥시장에 상장된 기업을 포함하여 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 간 체계적 차이도 분석해 볼 수 있을 것으로 기대된다. 다음으로, 표본 간 재무정보의 동질성과 비교가능성을 제고하기 위해 금융업에 속하는 기업-연도와 결산월이 12월이 아닌 기업-연도를 제외하고, 종속변수인 재무제표 비교가능성의 측정 과정에서 산업-연도별 표본이 10개 미만인 기업-연도를 제외한다. 마지막으로, 본 연구의 연구모형에 포함된 변수를 측정할 수 없는 기업-연도를 제외한다. 이러한 과정을 거쳐 본 연구는 2,174 기업-연도로 구성된 표본을 분석에 사용하였다.

## Ⅳ. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계량 및 상관관계 분석

〈Table 2〉의 Panel A에서는 본 연구에서 사용된 주요 변수에 대한 기술통계량을 제시한다. 재무제표 비교가능성 측정치 중 *CPA*의 평균은 -0.014, 중위수는 -0.005로 나타나며, *CPM*의 평균은 -0.032, 중위수는 -0.019로 나타난다.[7] 또한 재무제표를 재작성한 기업-연도 혹은 그 이후의 기업-연도는 전체 표본의 약 7%에 해당되며, 경영권 보호수준이 높은(즉, E-index가 3이상인) 기업-연도는 전체표본의 약 9%였다. 한편, 65%의 기업-연도가 대형회계법인에게 감사를 받았으며, 거의 모든 기업-연도는 적정 감사의견을 받은 것으로 나타났다.

〈Table 2〉의 Panel B는 본 연구에서 사용된 주요 변수들 간 상관관계를 분석한 결과를 제시한다. 대각선을 기준으로 우측 상단에 해당되는 값이 스피어만(Spearman) 상관관계 계수이며, 좌측 하단에 해당되는 값이 피어슨(Pearson) 상관관계 계수이다. 재무제표 비교가능성 측정치인 *CPA*와 *CPM*는 두 가

〈Table 1〉 표본 선정 과정

| 내용 | 표본 수 |
|---|---|
| 2015년부터 2018년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 기업 | 2,924 |
| (차감) 금융업에 속하는 기업 | (206) |
| (차감) 결산월이 12월 외에 속하는 기업 | (62) |
| (차감) 산업-연도별 표본이 10개 미만 | (281) |
| (차감) 그 외 변수를 측정할 수 없는 기업 | (201) |
| 최종 표본 | 2,174 |

7) 본 연구에서는 De Franco et al.(2011)에서 제시한 측정방법과 동일하게 측정치의 원값을 종속변수로 활용한다. 이 경우 재무제표 비교가능성이 높을수록 동종 기업 혹은 동종 업계와 더 유사한 회계시스템을 보유하고 있다는 정보는 제공할 수 있으나 재무제표 비교가능성 측정치의 차이에 따라 얼마나 더 재무제표 비교가능성이 높은지는 측정할 수 없다는 단점이 존재한다.

〈Table 2〉 기술통계량 및 상관관계 분석

Panel A: 주요 변수들의 기술통계량

| 변수명 | 표본 수 | 평균 | 중위수 | 표준편차 | Q1 | Q3 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| *CPA* | 2,174 | -0.014 | -0.005 | 0.032 | -0.011 | -0.002 |
| *CPM* | 2,174 | -0.032 | -0.019 | 0.042 | -0.030 | -0.013 |
| *RS* | 2,174 | 0.073 | 0.000 | 0.260 | 0.000 | 0.000 |
| *HINDEX* | 2,174 | 0.085 | 0.000 | 0.279 | 0.000 | 0.000 |
| *SIZE* | 2,174 | 27.154 | 26.976 | 1.563 | 26.038 | 28.016 |
| *DEBT* | 2,174 | 0.460 | 0.467 | 0.200 | 0.306 | 0.606 |
| *BM* | 2,174 | 1.376 | 1.186 | 0.931 | 0.697 | 1.809 |
| *SG* | 2,174 | 0.048 | 0.026 | 0.234 | -0.047 | 0.103 |
| *EXP* | 2,174 | 0.154 | 0.000 | 0.258 | 0.000 | 0.218 |
| *ROA* | 2,174 | 0.022 | 0.026 | 0.077 | 0.002 | 0.055 |
| *DA* | 2,174 | -0.006 | -0.006 | 0.073 | -0.040 | 0.027 |
| *LOSS* | 2,174 | 0.228 | 0.000 | 0.420 | 0.000 | 0.000 |
| *BIG4* | 2,174 | 0.649 | 1.000 | 0.477 | 0.000 | 1.000 |
| *OPN* | 2,174 | 0.996 | 1.000 | 0.064 | 1.000 | 1.000 |
| *CGADT* | 2,174 | 0.160 | 0.000 | 0.367 | 0.000 | 0.000 |

Panel B: 주요 변수들 간 상관관계 분석

| | *1* | *2* | *3* | *4* | *5* | *6* | *7* | *8* | *9* | *10* | *11* | *12* | *13* | *14* | *15* |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| *1 CPA* | | 0.77* | -0.12* | 0.01 | 0.16* | -0.31* | -0.03 | 0.10* | 0.05* | 0.28* | 0.05* | -0.32* | 0.14* | 0.03 | -0.09* |
| *2 CPM* | 0.96* | | -0.13* | -0.03 | 0.23* | -0.32* | 0.04 | 0.11* | -0.09* | 0.29* | 0.04* | -0.37* | 0.18* | 0.03 | -0.11* |
| *3 RS* | -0.18* | -0.19* | | 0.02 | 0.01 | 0.19* | 0.00 | -0.05* | -0.03 | -0.15* | -0.06* | 0.14* | 0.01 | -0.04 | 0.09* |
| *4 HINDEX* | 0.02 | 0.01 | 0.02 | | -0.12* | -0.06* | -0.09* | 0.04 | 0.05* | -0.03 | 0.01 | 0.03 | -0.12* | 0.02 | 0.00 |
| *5 SIZE* | 0.07* | 0.09* | -0.01 | -0.08* | | 0.25* | 0.30* | 0.08* | -0.23* | 0.13* | -0.08* | -0.17* | 0.49* | 0.03 | -0.03 |
| *6 DEBT* | -0.31* | -0.36* | 0.19* | -0.07* | 0.24* | | -0.01 | 0.03 | -0.05* | -0.38* | -0.15* | 0.26* | 0.07* | 0.00 | 0.13* |
| *7 BM* | 0.05* | 0.06* | 0.02 | -0.10* | 0.29* | 0.00 | | -0.16* | -0.08* | -0.14* | 0.03 | -0.03 | 0.09* | 0.02 | -0.06* |
| *8 SG* | 0.05* | 0.05* | -0.03 | 0.05* | 0.04 | 0.01 | -0.07* | | -0.06* | 0.28* | 0.03 | -0.23* | 0.04 | 0.03 | 0.01 |
| *9 EXP* | 0.06* | 0.02 | -0.01 | 0.01 | -0.11* | 0.00 | -0.04 | -0.04 | | -0.08* | 0.04 | 0.06* | -0.09* | 0.00 | 0.01 |
| *10 ROA* | 0.25* | 0.27* | -0.16* | -0.05* | 0.20* | -0.30* | -0.01 | 0.17* | -0.07* | | 0.27* | -0.73* | 0.11* | 0.04* | -0.09* |
| *11 DA* | 0.08* | 0.08* | -0.08* | 0.01 | -0.07* | -0.16* | 0.00 | 0.04 | 0.00 | 0.40* | | -0.22* | -0.08* | 0.00 | -0.02 |
| *12 LOSS* | -0.27* | -0.30* | 0.14* | 0.03 | -0.16* | 0.27* | 0.01 | -0.13* | 0.08* | -0.65* | -0.24* | | -0.15* | -0.03 | 0.11* |
| *13 BIG4* | 0.09* | 0.10* | 0.01 | -0.12* | 0.47* | 0.07* | 0.10* | -0.01 | -0.05* | 0.12* | -0.07* | -0.15* | | 0.00 | -0.06* |
| *14 OPN* | 0.07* | 0.05* | -0.04 | 0.02 | 0.02 | -0.01 | 0.02 | 0.02 | 0.01 | 0.07* | 0.02 | -0.03 | 0.00 | | -0.01 |
| *15 CGADT* | -0.16* | -0.17* | 0.09* | 0.00 | -0.03 | 0.14* | -0.06* | 0.05* | 0.01 | -0.09* | -0.02 | 0.11* | -0.06* | -0.01 | |

1) 변수의 정의
*CPA* : 기업별 재무제표 비교가능성 측정치 중 상위 4개 값의 평균;
*CPM* : 기업별 재무제표 비교가능성 측정치의 중간값;
*RS* : 재무제표를 재작성한 기업-연도 및 그 이후의 경우 1에 해당하는 더미변수;
*HINDEX* : E-index가 3이상인 경우 1에 해당하는 더미변수;
*SIZE* : 총자산에 자연로그를 취한 값;
*DEBT* : 총부채를 총자산으로 나눈 값;
*BM* : 순자산 장부가액을 시가총액으로 나눈 값;
*SG* : 당기 매출액성장률;
*EXP* : 총매출액 중 해외수출액 비중;
*ROA* : 당기순이익을 총자산으로 나눈 값;
*DA* : 재량적발생액;
*LOSS* : 당기에 순손실이 발생한 경우 1에 해당하는 더미변수;
*BIG4* : 대형회계법인에게 감사받은 경우 1에 해당하는 더미변수;
*OPN* : 당기에 적정 감사의견을 받은 경우 1에 해당하는 더미변수;
*CGADT* : 당기에 감사인이 변경된 경우 1에 해당하는 더미변수.
2) *은 0.05 수준에서 통계적으로 유의함.

지 상관관계 분석에서 모두 *RS*와 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보여주고 있어 본 연구의 첫 번째 가설을 기각하며, 재무제표 재작성 여부에 따라 재무제표 비교가능성이 낮아지는 결과를 보여준다. 그러나 *CPA*, *CPM*과 다른 통제변수 간 상관관계 또한 대부분 유의하게 나타나고 있어, 다음 절에서 식 (5)를 활용한 회귀분석을 통해 재무제표 재작성 여부와 재무제표 비교가능성 간 관련성을 보다 정밀하게 분석하고자 한다.

### 4.2 가설 검증 결과

〈Table 3〉은 본 연구의 첫 번째 가설에 대한 분석결과를 보여준다. 첫 번째 열은 종속변수로 기업별 재무제표 비교가능성 측정치 중 상위 4개 값의 평균인 *CPA*를 사용한 결과를, 두 번째 열은 종속변수로 기업별 재무제표 비교가능성 측정치의 중간값인 *CPM*을 사용한 결과를 각각 나타낸다. 분석결과, 첫 번째 열과 두 번째 열에서 모두 재무제표 재작성 여부와 재무제표 비교가능성 간에 유의한 음(-)의 관계가 나타났다.[8] 이는 앞선 상관관계 분석결과와 유사하며, 본 연구의 첫 번째 귀무가설을 기각하는 결과이다. 이러한 결과는 재무제표 재작성을 통해 과거에 왜곡 보고되었던 재무정보가 정정되고 나면 재무제표의 횡단면적 비교가능성이 평균적으로 낮아짐을 의미한다.[9] 통제변수의 경우 *BM*, *ROA*는 재무제표 비교가능성과 유의한 양(+)의 관계를, *DEBT*, *LOSS*는 재무제표 비교가능성과 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 한편, *CGADT* 또한 재무제표 비교가능성과 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있어, 감사인 교체에 따라 재무제표 비교가능성이 낮아질 개연성 또한 있는 것으로 판단된다.

〈Table 4〉에서는 본 연구의 두 번째 가설에 대한 분석결과를 보여준다. 첫 번째 열과 두 번째 열은 E-index가 3이상인 경영권 보호수준이 높은 그룹에 대한 식 (5)의 회귀추정결과이며, 세 번째 열과 네 번째 열은 E-index가 2이하인 경영권 보호수준이 낮은 그룹에 대한 식 (5)의 회귀추정결과이다. 첫 번째 열과 세 번째 열은 종속변수로 기업별 재무제표 비교가능성 측정치 중 상위 4개 값의 평균인 *CPA*를, 두 번째 열과 네 번째 열은 종속변수로 기업별 재무제표 비교가능성 측정치의 중간값인 *CPM*를 사용하여 분석한 결과이다. 분석결과, 경영권 보호수준이 낮은 그룹에 대한 결과인 세 번째 열과 네 번째 열에서만 재무제표 재작성과 재무제표 비교가능성 간에 유의한 음(-)의 관계가 나타났다.[10][11] 또한 경영권 보호수준이 높은 그룹과 경영권 보호수준이 낮은 그룹의 *RS* 계수값의 크기를 비교한 결과는 종속변수를 *CPA*와 *CPM*으로 설정했을 때 모두 경영권 보호수준이 낮은 그룹의 *RS* 계수값이 유의한 음(-)

8) 재무제표를 재작성한 연도만 별도로 더미변수로 지정하여 분석한 결과도 유사하게 나타난다(*CPA*가 종속변수인 경우 계수값 -0.009, t값 -1.87, *CPM*이 종속변수인 경우 계수값 -0.013, t값 -2.24).

9) 과거의 재무보고 왜곡이 반드시 비교가능성을 높게 유지하기 위한 목적이었다고 단정할 수는 없으나, 경영자가 비교가능성을 높게 유지하고자 할 동기가 있음을 고려했을 때 이러한 목적의 재무보고 왜곡이 일정 부분 존재할 개연성이 있다.

10) 경영권 보호수준에 따라 그룹을 나누지 않고, *HINDEX*를 더미변수로 포함한 교호항(*RS***HINDEX*)을 활용하여 분석을 수행한 결과 교호항은 일부만 유의하게 나타나고 있으며(*CPA*가 종속변수인 경우 계수값 0.021, t값 1.63, *CPM*이 종속변수인 경우 계수값 0.029, t값 1.86), *RS*와 *RS***HINDEX*의 계수값의 합은 유의하지 않게 나타나고 있어 본 연구에서 제시한 결과와 유사하게 나타난다(*CPA*가 종속변수인 경우 계수값의 합 0.005, t값 0.48, *CPM*이 종속변수인 경우 계수값의 합 0.008, t값 0.60).

11) 재무제표를 재작성한 연도만 별도로 더미변수로 지정하여 분석한 결과도 유사하게 나타난다.

〈Table 3〉 재무제표 재작성 여부와 재무제표 비교가능성

| 변수명 | DV=*CPA* | DV=*CPM* |
|---|---|---|
| *Intercept* | -0.054** (-2.56) | -0.084*** (-3.17) |
| *RS* | -0.013** (-2.03) | -0.017** (-2.30) |
| *SIZE* | 0.001 (1.58) | 0.002** (2.20) |
| *DEBT* | -0.031*** (-4.33) | -0.046*** (-5.00) |
| *BM* | 0.002* (1.74) | 0.003* (1.78) |
| *SG* | 0.002 (0.50) | 0.001 (0.28) |
| *EXP* | 0.005* (1.79) | 0.006 (1.51) |
| *ROA* | 0.027* (1.70) | 0.035* (1.87) |
| *DA* | -0.016 (-1.24) | -0.022 (-1.37) |
| *LOSS* | -0.010*** (-3.60) | -0.014*** (-4.23) |
| *BIG4* | 0.002 (0.81) | 0.002 (0.76) |
| *OPN* | 0.024* (1.92) | 0.023 (1.57) |
| *CGADT* | -0.007*** (-2.83) | -0.009*** (-3.12) |
| *IND* | *Included* | *Included* |
| *YEAR* | *Included* | *Included* |
| No of obs. | 2,174 | 2,174 |
| Adj. R-sq. | 0.240 | 0.319 |

1) 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조.
2) ***, **, *은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의한 것을 의미함.
3) 괄호 안의 값은 기업 수준에서 클러스터링한 통계적 유의성을 나타내는 t값을 나타냄.

으로 나타나고 있다.[12] 즉, 재무제표 재작성 이후 횡단면적 비교가능성이 저하되는 현상은 주로 경영권 보호수준이 낮은 기업에서 관찰되고 있는데, 이에 대한 하나의 해석은 경영권이 안정적으로 보호되지 않는 경영자일수록 가시적인 단기성과(즉, 경쟁기업에 비해 현저히 낮지 않은 성과)를 달성하기 위해 회계정보 생산과정에 영향력을 행사할 개연성이 크다는 것이다.

12) 교호항을 사용하는 경우 다중공선성 등으로 인해 통계적 유의성이 낮게 나타날 개연성이 존재한다. 따라서 본 연구에서는 그룹을 구분하여 분석을 수행하였으며, 결과에 대한 강건성을 확보하기 위해 *RS* 계수값을 비교하는 통계적 무관회귀(seemingly unrelated regression) 기법을 활용하여 분석을 수행하였다(Zellner, 1962).

〈Table 4〉 경영권 보호수준에 따른 재무제표 재작성과 재무제표 비교가능성의 관계

| 변수명 | *HINDEX*=1 | | *HINDEX*=0 | |
|---|---|---|---|---|
| | DV=*CPA* | DV=*CPM* | DV=*CPA* | DV=*CPM* |
| Difference of *RS* | -<br>- | -<br>- | -0.025*<br>(-1.84) | -0.029*<br>(-1.92) |
| *Intercept* | -0.090**<br>(-2.17) | -0.114**<br>(-2.57) | -0.047**<br>(-2.05) | -0.079***<br>(-2.66) |
| *RS* | 0.009<br>(0.72) | 0.009<br>(0.60) | -0.015**<br>(-2.21) | -0.021**<br>(-2.52) |
| *SIZE* | 0.003**<br>(2.07) | 0.003*<br>(1.99) | 0.001<br>(1.02) | 0.002*<br>(1.68) |
| *DEBT* | -0.021<br>(-1.41) | -0.019<br>(-1.01) | -0.029***<br>(-4.01) | -0.045***<br>(-4.79) |
| *BM* | -0.001<br>(-0.41) | -0.004<br>(-0.83) | 0.002*<br>(1.76) | 0.003*<br>(1.78) |
| *SG* | -0.005<br>(-1.49) | -0.010**<br>(-2.12) | 0.003<br>(0.72) | 0.003<br>(0.56) |
| *EXP* | 0.010<br>(1.03) | 0.011<br>(0.91) | 0.005<br>(1.53) | 0.005<br>(1.37) |
| *ROA* | -0.044<br>(-1.36) | -0.015<br>(-0.41) | 0.033*<br>(1.82) | 0.036*<br>(1.68) |
| *DA* | -0.021<br>(-0.93) | -0.042<br>(-1.52) | -0.011<br>(-0.73) | -0.014<br>(-0.75) |
| *LOSS* | -0.014**<br>(-2.16) | -0.018**<br>(-2.22) | -0.009***<br>(-3.19) | -0.013***<br>(-3.84) |
| *BIG4* | 0.009<br>(1.27) | 0.012<br>(1.40) | 0.003<br>(1.24) | 0.003<br>(1.07) |
| *OPN* | -<br>- | -<br>- | 0.024*<br>(1.96) | 0.024<br>(1.63) |
| *CGADT* | 0.001<br>(0.51) | 0.004<br>(1.11) | -0.006**<br>(-2.52) | -0.008***<br>(-2.82) |
| *IND* | *Included* | *Included* | *Included* | *Included* |
| *YEAR* | *Included* | *Included* | *Included* | *Included* |
| No of obs. | 185 | 185 | 1,989 | 1,989 |
| Adj. R-sq. | 0.537 | 0.626 | 0.263 | 0.338 |

1) 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조.
2) ***, **, *은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의한 것을 의미함.
3) 괄호 안의 값은 기업 수준에서 클러스터링한 통계적 유의성을 나타내는 t값을 나타냄.

# Ⅴ. 추가분석

## 5.1 시차분석

〈Table 5〉에서는 〈Table 3〉에서 제시한 본 연구의 결과가 내생성에서 비롯된 것일 수 있다는 우려를 완화하기 위해 종속변수로 당기가 아닌 차기의 *CPA*와 *CPM*를 설정한 후 분석을 재수행한 결과를 제시한다. 첫 번째 열은 종속변수로 차기의 *CPA*를, 두 번째 열은 차기의 *CPM*을 각각 사용하여 분석한 결과이다. 분석결과, 첫 번째 열과 두 번째 열 모두 앞선 결과와 유사하게 재무제표 재작성과 재무제표 비교가능성 간에 유의한 음(-)의 관계가 발견되었다.

〈Table 5〉 재무제표 재작성 여부와 차기의 재무제표 비교가능성

| 변수명 | DV=$CPA_{t+1}$ | DV=$CPM_{t+1}$ |
|---|---|---|
| *Intercept* | -0.032*<br>(-1.83) | -0.055**<br>(-2.45) |
| *RS* | -0.013**<br>(-2.04) | -0.016**<br>(-2.22) |
| *SIZE* | 0.001<br>(1.19) | 0.002*<br>(1.79) |
| *DEBT* | -0.029***<br>(-4.68) | -0.042***<br>(-5.21) |
| *BM* | 0.001<br>(0.70) | 0.001<br>(0.76) |
| *SG* | 0.004<br>(1.09) | 0.004<br>(0.77) |
| *EXP* | 0.006**<br>(2.21) | 0.006*<br>(1.79) |
| *ROA* | 0.036**<br>(2.33) | 0.044**<br>(2.34) |
| *DA* | -0.019<br>(-1.53) | -0.026*<br>(-1.70) |
| *LOSS* | -0.010***<br>(-4.07) | -0.016***<br>(-4.85) |
| *BIG4* | 0.000<br>(0.25) | 0.000<br>(0.18) |
| *OPN* | 0.015<br>(1.47) | 0.012<br>(1.05) |
| *CGADT* | -0.006***<br>(-2.87) | -0.007***<br>(-2.94) |
| *IND* | *Included* | *Included* |
| *YEAR* | *Included* | *Included* |
| No of obs. | 2,160 | 2,160 |
| Adj. R-sq. | 0.240 | 0.297 |

1) 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조.
2) ***, **, *은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의한 것을 의미함.
3) 괄호 안의 값은 기업 수준에서 클러스터링한 통계적 유의성을 나타내는 t값을 나타냄.

〈Table 6〉 성향점수대응

Panel A: 재무제표 재작성 여부에 따른 기업 특성의 차이에 대한 t-검정

| | Before matching | | | After matching | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | *RS* = 1 (N=158) | *RS* = 0 (N=2,016) | Diff. | *RS* = 1 (N=158) | *RS* = 0 (N=158) | Diff. |
| *DEBT* | 0.596 | 0.450 | 0.147*** | 0.596 | 0.592 | 0.004 |
| *ROA* | -0.022 | 0.025 | -0.047*** | -0.022 | -0.028 | 0.006 |
| *DA* | -0.027 | -0.004 | -0.022*** | -0.027 | -0.028 | 0.001 |
| *LOSS* | 0.437 | 0.212 | 0.225*** | 0.437 | 0.475 | -0.038 |
| *CGADT* | 0.279 | 0.151 | 0.128*** | 0.279 | 0.310 | -0.032 |

Panel B: 성향점수매칭 표본을 이용한 가설 1 분석

| 변수명 | DV=*CPA* | DV=*CPM* |
|---|---|---|
| *Intercept* | 0.002<br>(0.02) | -0.013<br>(-0.13) |
| *RS* | -0.018**<br>(-2.30) | -0.023**<br>(-2.54) |
| *SIZE* | -0.000<br>(-0.12) | 0.001<br>(0.14) |
| *DEBT* | -0.047*<br>(-1.78) | -0.072**<br>(-2.26) |
| *BM* | 0.003<br>(1.24) | 0.005<br>(1.42) |
| *SG* | 0.024<br>(1.61) | 0.029*<br>(1.69) |
| *EXP* | 0.010<br>(0.97) | 0.007<br>(0.56) |
| *ROA* | 0.058<br>(1.36) | 0.065<br>(1.20) |
| *DA* | -0.043<br>(-1.02) | -0.057<br>(-1.04) |
| *LOSS* | -0.011*<br>(-1.91) | -0.018**<br>(-2.48) |
| *BIG4* | 0.005<br>(0.71) | 0.007<br>(0.73) |
| *OPN* | 0.028<br>(1.50) | 0.022<br>(0.81) |
| *CGADT* | -0.006<br>(-0.88) | -0.008<br>(-1.03) |
| *IND* | *Included* | *Included* |
| *YEAR* | *Included* | *Included* |
| No of obs. | 316 | 316 |
| Adj. R-sq. | 0.231 | 0.291 |

〈Table 6〉 성향점수대응 (계속)

Panel C: 성향점수매칭 표본을 이용한 가설 2 분석

| 변수명 | *HINDEX*=1 | | *HINDEX*=0 | |
|---|---|---|---|---|
| | DV=*CPA* | DV=*CPM* | DV=*CPA* | DV=*CPM* |
| *Intercept* | -0.042<br>(-0.54) | -0.044<br>(-0.24) | -0.009<br>(-0.11) | -0.025<br>(-0.24) |
| *RS* | 0.003<br>(0.32) | 0.010<br>(0.38) | -0.020**<br>(-2.42) | -0.027***<br>(-2.65) |
| *SIZE* | 0.000<br>(0.05) | -0.001<br>(-0.07) | -0.000<br>(-0.06) | 0.001<br>(0.20) |
| *DEBT* | 0.046<br>(1.62) | 0.062<br>(1.08) | -0.048*<br>(-1.85) | -0.074**<br>(-2.39) |
| *BM* | 0.007<br>(1.31) | 0.008<br>(0.65) | 0.004<br>(1.29) | 0.005<br>(1.51) |
| *SG* | -0.002<br>(-0.23) | -0.006<br>(-0.32) | 0.033**<br>(2.03) | 0.040**<br>(2.14) |
| *EXP* | -0.007<br>(-0.88) | -0.010<br>(-0.47) | 0.011<br>(0.94) | 0.008<br>(0.50) |
| *ROA* | -0.066<br>(-1.33) | -0.035<br>(-0.28) | 0.059<br>(1.31) | 0.063<br>(1.10) |
| *DA* | 0.014<br>(0.50) | -0.025<br>(-0.35) | -0.025<br>(-0.56) | -0.032<br>(-0.55) |
| *LOSS* | 0.003<br>(0.74) | 0.003<br>(0.32) | -0.008<br>(-1.26) | -0.014*<br>(-1.85) |
| *BIG4* | -0.001<br>(-0.25) | 0.000<br>(0.01) | 0.006<br>(0.71) | 0.007<br>(0.66) |
| *OPN* | -<br>- | -<br>- | 0.031<br>(1.61) | 0.027<br>(0.95) |
| *CGADT* | 0.003<br>(0.55) | 0.008<br>(0.69) | -0.004<br>(-0.63) | -0.006<br>(-0.81) |
| *IND* | *Included* | *Included* | *Included* | *Included* |
| *YEAR* | *Included* | *Included* | *Included* | *Included* |
| No of obs. | 31 | 31 | 285 | 285 |
| Adj. R-sq. | 0.949 | 0.837 | 0.274 | 0.327 |

1) 변수의 정의는 〈Table 2〉를 참조.
2) ***, **, *은 각각 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의한 것을 의미함.
3) 괄호 안의 값은 기업 수준에서 클러스터링한 통계적 유의성을 나타내는 t값을 나타냄.

이러한 결과는 본 연구의 주요 결과가 강건하다는 근거를 제공한다.

### 5.2 성향점수대응 분석

〈Table 6〉에서는 〈Table 3〉과 〈Table 4〉에서 제시한 본 연구의 결과가 재무제표를 재작성한 기업-연도의 표본이 가지고 있는 고유의 특성으로 인해 나타난 것일 수 있다는 우려를 완화하기 위해 성향점수대응기법(propensity scored matching)을 사용하여 재무제표를 재작성한 표본에 대해 재무제표를 재작성하지 않은 표본을 1:1로 대응시켜 표본을 재구성한 후 재구성된 표본만을 활용하여 첫 번째 가설과 두 번째 가설에 대한 분석을 재수행한 결과를 제시한다. 이를 구체적으로 살펴보면, 먼저, 재무제표를 재작성한 표본과 재무제표를 재작성하지 않은 표본에 대한 t-검정을 통해 체계적 차이가 발생하는 변수를 구분하고, 해당 변수를 활용하여 재무제표 재작성 여부를 종속변수로 하여 프로빗(probit) 분석을 통해 성향점수를 산정한다. 다음으로, 재무제표를 재작성한 표본과 가장 유사한 성향점수를 가진 재무제표를 재작성하지 않은 표본을 대응시켜 표본을 재구성한다. 재구성한 표본은 재무제표를 재작성한 158개에 대응되는 재무제표를 재작성하지 않은 158개 표본으로 총 316개의 기업-연도이다.

〈Table 6〉 Panel A에서는 재무제표를 재작성한 표본과 재무제표를 재작성하지 않은 표본 간 차이가 발생하는 변수와 함께 성향점수대응 전과 성향점수대응 후 해당 변수의 차이에 대한 t-검정 결과를 제시한다. 성향점수대응 전 재무제표를 재작성한 그룹($RS$=1)과 재작성하지 않은 그룹($RS$=0) 간에 체계적 차이가 존재하는 변수는 $DEBT$, $ROA$, $DA$, $LOSS$, $CGADT$인데, 성향점수대응 후 두 그룹 사이에 해당변수들의 유의한 차이가 목격되지 않는 것으로 미루어 대응이 적절하게 이루어진 것으로 판단된다.

〈Table 6〉 Panel B에서는 성향점수대응을 통해 재구성된 표본을 활용하여 재무제표 재작성과 재무제표 비교가능성 간의 관련성을 분석한 결과를 제시한다. 분석결과, 〈Table 3〉의 결과와 마찬가지로 재무제표 재작성과 재무제표 비교가능성 간에 유의한 음(-)의 관계가 발견되었다.

또한, 〈Table 6〉 Panel C에서는 성향점수대응을 통해 재구성된 표본을 활용하여 경영권 보호수준에 따라 재무제표 재작성과 재무제표 비교가능성 간의 관계양상이 달라지는지를 조사한 결과를 제시한다. 분석결과, 〈Table 4〉의 결과와 유사하게 재무제표 재작성과 재무제표 비교가능성 간 유의한 음(-)의 관계는 경영권 보호수준이 낮은 그룹에서만 관찰되었다. 상기의 결과들은 본 연구의 주요 결과들이 재무제표를 재작성한 기업-연도의 표본이 가지고 있는 고유한 특성으로 인해 나타났을 개연성을 완화하며, 앞선 분석결과에 강건성을 부여한다.

## Ⅵ. 결 론

경영자는 재무보고품질을 희생하더라도 재무정보의 비교가능성을 일정한 수준으로 유지하고자 하는 유인을 가지기 때문에 비교가능성을 의사결정에 유용하게 활용하기 위해서는 각 기업의 재무보고품질 역시 함께 고려되어야 한다. 그럼에도 기존의 재무제표 비교가능성 관련 연구들은 개별기업의 재무보고품질을 명시적으로 고려하지 않았던 바, 이러한 연구 공백을 메우기 위해 본 연구는 재무보고품질의 변화가 재무정보의 횡단면적 비교가능성에 어떤 영향을

미치는지를 조사하였다. 재무보고품질의 대용치로 재무제표 재작성을 사용하고 De Franco et al.(2011)을 따라 도출한 재무제표 비교가능성 측정치를 사용하여 실증분석을 수행한 결과, 본 연구는 재무제표 재작성을 경험한 기업의 경우 이전에 비해 다른 기업들과의 재무제표 비교가능성이 유의하게 감소하였다는 사실을 발견하였다. 또한 추가분석을 통해 재무제표 재작성 이후 비교가능성의 저하는 경영권 보호 정도가 낮아 경영자의 기회주의적 재무보고 유인이 큰 기업에서 더욱 현저하게 나타났음을 발견하였다. 종합적으로 본 연구의 결과들은 기업들, 특히 경영자가 사적이익을 위해 기회주의적인 재무정보 생산을 할 유인이 큰 기업들일수록 비교가능성을 높은 수준으로 유지하기 위해 회계정보를 왜곡하는 경향이 있음을 시사한다.

본 연구는 재무제표의 횡단면적 비교가능성을 평가함에 있어 재무보고품질을 우선적으로 고려해야 한다는 사실과 재무보고품질이 비교가능성에 미치는 영향은 경영자의 이익조정 유인의 크기에 따라 달라질 수 있다는 사실을 각각 보임으로써 선행연구의 공백을 메우고 있다. 또한 재무제표 재작성이 경영자의 기회주의적인 행위를 억제하여 보다 충실한 재무정보를 생산하게 함을 입증하는 실증증거를 제시한다는 점에서도 추가적인 공헌점이 있다. 그러나 본 연구에서 사용한 비교가능성 측정치가 회계이익과 주가의 관련성을 기초로 측정되었다는 특성이나 측정 과정에서 발생할 수 있는 측정오류가 존재하기 때문에 그 해석에 주의할 필요가 있다.

## 참고문헌


Ali, A., and Zhang, W.(2015), "CEO tenure and earnings management," *Journal of Accounting and Economics*, 59(1), pp.60-79.

Arianpoor, A., and Efazati, S.(2023), "The impact of accounting comparability on CEO incentive plan in an emerging economy: the moderating role of board independence," *Asian Reveiew of Accounting*, Forthcoming

Baker, T., D. Collins, and A. Reitenga(2003), "Stock option compensation and earnings management incentives," *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, 18(4), pp.557-582.

Beasley, M. S.(1996), "An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud," *The Accounting Review*, 71(4), pp.443-465.

Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell(2009), "What matters in corporate governance?," *The Review of Financial Studies*, 22(2), pp.783-827.

Blanco, B., Dhole, S., and Gul, F. A.(2022), "Financial statement comparability and accounting fraud," *Journal of Business Finance & Accounting*, pp.1-40.

Burns, N., and S. Kedia(2006), "The impact of performance-based compensation on misreporting," *Journal of Financial Economics*, 79(1), pp.35-67.

Chen, C. W., D. W. Collins, T. D. Kravet, and R. D. Mergenthaler(2018), "Financial statement comparability and the efficiency of acquisition decisions," *Contemporary Accounting Research*, 35(1), pp.164-202.

Cho, E. H., H. W. Moon, and Y. S. Choi(2015), "The effect of comparability on firm-level stock price crash risk," *Korean Accounting Review*, 40(4), pp.179-211.

Choi, H. D., and J. W. Yoon(2006), "The effect of corporate governance on conservativeness of accounting information," *Korean Accounting Review*, 31(4), pp.145-174.

Choi, S. U.(2016), "Are financial statements of the clients that share the same auditor similar? An analysis using audit firms and audit partners," *Korean Accounting Journal*, 25 (2), pp.239-273.

Choi, S. U.(2018), "Can low quality earnings be comparable? Analysis on the relation between discretionary accruals and financial statements comparability," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 60(2), pp.181-220.

Choi, H., and Suh, S.(2019), "The effect of financial reporting quality on CEO compensation structure: Evidence from accounting comparability," *Journal of Accounting and Public Policy*, 38(5), pp.106681.

De Franco, G., S. P. Kothari, and R. S. Verdi(2011), "The benefits of financial statement comparability," *Journal of Accounting Research*, 49(4), pp.895-931.

Di Meo, F., J. M. G. Lara, and J. A. Surroca(2017), "Managerial entrenchment and earnings management," *Journal of Accounting and Public Policy*, 36(5), pp.399-414.

Du, Q., and Shen, R(2018), "Peer performance and earnings management," *Journal of Banking & Finance*, 89, pp.125-137.

Endrawes, M., Feng, Z., Lu, M., and Shan, Y.(2020), "Audit committee characteristics and financial statement comparability," *Accounting & Finance*, 60(3), pp.2361-2395.

Fang, V. W., M. Maffett, and B. Zhang(2015), "Foreign institutional ownership and the global convergence of financial reporting practices," *Journal of Accounting Research*, 53(3), pp.593-631.

Francis, J., A. H. Huang, S. Rajgopal, and A. Y. Zang(2008), "CEO reputation and earnings quality," *Contemporary Accounting Research*, 25(1), pp.109-147.

Francis, J. R., M. L. Pinnuck, and O. Watanabe (2014), "Auditor style and financial statement comparability," *The Accounting Review*, 89 (2), pp.605-633.

Huang, H. H., W. Wang, and J. Zhou(2013), "Shareholder rights, insider ownership and earnings management," *Abacus*, 49(1), pp.46-73.

Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.

Kang, M. J., M. G. Lee, and H. Y. Lee(2013), "The impact of financial reporting comparability on analyst forecasts and value relevance," *Korean Accounting Review*, 38(1), pp.281-320.

Lee, M. G., Kang, M., Lee, H. Y., and Park, J. C. (2016), "Related-party transactions and financial statement comparability: evidence from South Korea," *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics*, 23(2), pp.224-252.

Lobo, G. J., Neel, M., and Rhodes, A.(2018), "Accounting comparability and relative performance evaluation in CEO compensation," *Review of Accounting Studies*, 23, pp.1137-1176.

Malmendier, U., and G. Tate(2009), "Superstar

CEOs," *The Quarterly Journal of Economics*, 124(4), pp.1593-1638.

Nam, J.(2020), "Financial reporting comparability and accounting-based relative performance evaluation in the design of CEO cash compensation contracts," *The Accounting Review*, 95(3), pp.343-370.

Ozcan, N., Singer, Z., and You, H.(2012), "Mandatory IFRS adoption and the contractual usefulness of accounting information in executive compensation," *Journal of Accounting Research*, 50(4), pp.1077-1107.

Rezaei Pitenoei, Y., and Abdollahi, A.(2019), "Financial statements comparability and the likelihood of fraudulent reporting," *Financial Accounting Research*, 11(2), pp.89-104.

Schipper, K.(1989), "Earnings management," *Accounting Horizons*, 3(4), pp.91-102.

Vafeas, N.(2005), "Audit committees, boards, and the quality of reported earnings," *Contemporary Accounting Research*, 22(4), pp.1093-1122.

Sohn, B. C.(2016), "The effect of accounting comparability on the accrual-based and real earnings management," *Journal of Accounting and Public Policy*, 35(5), pp.513-539.

Xie, B., N. D. III. Wallace, and J. D. Peter(2003), "Earnings management and corporate governance: The role of the board and the audit committee," *Journal of Corporate Finance*, 9(3), pp.295-316.

Zellner, A(1962), "An efficient method of estimating seemingly unrelated regressions and tests for aggregation bias," *Journal of the American Statistical Association*, 57(298), pp.348-368.

Zhao, Y., and K. H. Chen(2008), "Staggered boards and earnings management," *The Accounting Review*, 83(5), pp.1347-1381.

Zhao, Y., K. H. Chen, Y. Zhang, and M. Davis(2012), "Takeover protection and managerial myopia: Evidence from real earnings management," *Journal of Accounting and Public Policy*, 31(1), pp.109-135.

• The author Jeong-Taek Kim is an Assistant Professor at College of Business & Economics of Dankook University. He received a master's degree from Seoul National University and a Ph.D degree from Korea University. His research interests include ESG, corporate disclosures, and auditing.

• The author Sang Hyuk Lee is an Assistant Professor, School of Social Science, Hansung University. He received his Ph.D. in Business Administration at Korea University. As a certified public accountant (KICPA), he worked for Samil PwC and KRX. Sang Hyuk Lee's research interests are Valuation, Disclosure and Corporate Governance.

# 〈Appendix〉

현대자동차(주)의 정관(2023.03.15. 기준)에 규정된 경영권 보호수단 (발췌)

## 1. 집중투표제 배제조항

제 22 조 (이사의 수와 선임방법)

(1) 본 회사는 이사 3명 이상 11명 이하를 두고 주주총회에서 이를 선임 한다.

단, 전체이사의 과반수를 사외이사후보추천위원회의 추천을 받은 사외 이사로 선임한다.

(2) 이사의 선임은 출석한 주주의 의결권의 과반수로 하되 발행주식총수의 4분의 1 이상의 수로 한다.

단, 이사의 선임시 집중투표의 방법은 적용하지 않는다.

## 2. 이사의 책임감경

제 28 조 (이사의 책임)

(1) 이사는 임무해태 등의 경우에 상법 등 법률이 정하는 바에 따라서 회사와 제3자에 대하여 책임을 진다.

(2) 전항에 따른 이사의 회사에 대한 책임은 이사가 그 행위를 한 날 이전 최근 1년 간의 보수액의 6배(사외이사의 경우는 3배)에 해당하는 금액을 한도로 한다. 다만, 이사가 고의 또는 중대한 과실로 손해를 발생시킨 경우와 법률상 이사의 책임감경을 허용하지 않는 경우에는 그러하지 아니하다. (신설 2012.3.16)

(3) 이사는 법령과 정관의 규정에 따라 회사에 대하여 그 직무를 충실히 수행한다.

(4) 이사가 본 회사의 직무수행과 관련하여 부담하거나 지출한 모든 소송 비용, 기타의 손실, 손해 및 채무는 회사가 이를 보상한다. 단, 그러한 손실, 손해 및 채무가 당해 이사의 악의 또는 중대한 과실에 의한 임무 위배로 발생하거나, 그 밖에 회사에 의한 보상이 법률상 허용되지 않는 경우에는 그러하지 아니하다.