

거래소와 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이 및 기업지배구조 비교분석*

박종일

홍익대학교 경영학과 감사
(parkjil@hanmail.net)

전규안

승실대학교 경영학부 교수
(kajeon@ssu.ac.kr)

본 연구는 거래소기업과 코스닥기업간에 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지를 실증적으로 분석하였다. 또한 회계이익과 과세소득의 차이가 기업지배구조에 따라 두 시장간에 다른지를 분석하였다. Clody et al.(1996)에 의하면, 주식공개기업은 주식비공개 기업에 비해 자본시장압력이 상대적으로 높다고 보고하였다. 자본시장압력이 높으면 기업의 경영자는 과세소득보다 회계이익을 증가시켜 보고할 유인이 존재한다. 본 연구에서의 표본은 거래소기업과 코스닥기업으로 모두 주식이 공개된 기업들이다. 그러나 같은 주식공개 기업이라도 두 시장간에 자본시장압력에는 차이가 있을 것으로 기대된다. 본 연구의 목적은 거래소기업과 코스닥기업의 실제 과세소득 자료를 사업보고서상 법인세등명세서에서 수집하여 이들 두 시장간 회계이익과 과세소득의 차이를 비교하여 분석하고, 거래소기업과 코스닥기업의 기업지배구조에 따라 특히, 최대주주 지분율에 따라 두 시장간에 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지를 비교하여 분석하는데 있다.

본 연구는 1999년과 2000년에 거래소와 코스닥시장에 상장·등록되어 있는 기업들을 분석대상으로 하였다. 표본은 금융업을 제외한 12월 결산법인을 대상으로 거래소기업 498개 기업-연 자료와 코스닥기업 513개 기업-연 자료를 이용하였다.

실증분석결과에 의하면, 첫째로 거래소기업에 비해 코스닥기업이 회계이익과 과세소득의 차이가 유의한 양(+)의 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉, 거래소기업에 비해 코스닥기업이 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 경향이 강하고, 코스닥기업에 비해 거래소기업은 회계이익을 과세소득과 일치시켜 보고하는 경향이 강한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 거래소기업에 비해 코스닥기업의 경우 자본시장압력이 보다 더 높다는 것을 시사한다. 둘째로 전체기업의 경우 회계이익과 과세소득의 차이와 최대주주 지분율간에 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 또한 이러한 결과는 거래소기업에 비해 코스닥기업의 경우에 최대주주 지분율이 증가할수록 더 뚜렷한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 관찰되었다. 본 연구결과에 따르면, 거래소기업과 코스닥기업의 시장간 차이 및 기업지배구조 특히, 최대주주 지분율에 따라서 회계이익과 과세소득의 차이가 다른 것으로 나타났다.

1. 서론

본 연구는 거래소기업과 코스닥기업간의 회계이익과 과세소득의 차이를 비교하여 분석하고, 회계

이익과 과세소득의 차이가 기업지배구조에 따라서 두 시장간에 다른지를 분석하고자 한다. 회계정보의 투명성 문제는 IMF 외환위기 때 부각되다가 최근 들어 코스닥시장에서 심각한 문제점의 하나로 지적되고 있다.¹⁾ 경영자는 법인세를 감소시키거나

논문 접수일 : 2002. 5 게재확정일 : 2002. 10

* 본 연구는 승실대학교 교내연구비 지원으로 이루어졌음.

1) 아래의 신문기사는 이러한 코스닥기업의 분식회계와 현행 기업지배구조의 문제점을 지적한 기사내용이다.

재정경제부 금융정책 국장은 15일 "코스닥시장에서 분식회계, 허위공시 등이 시장발전을 가로막고 있다"며 "지배구조개선이 주식시장 활성화에 기여할 것"이라고 말했다. 금융정책 국장은 서울 명동 은행회관에서 코스닥증권시장이 주최한 기업지배구조개선 세미나에 참석해 이렇게 말했다. 그는 "국내 주식시장은 저평가 상태에 있다"며 "분식회계, 허위공시, 대주주 주가 조작 등이 기업지

자본조달이 용이하도록 또는 경영자 자신의 경영성과를 과시할 목적 등으로 순이익을 조작하는 경우가 있다(최 관·백원선, 1998). 경영자의 이익조정²⁾ 문제는 어느 나라나 있는 구조적인 문제이지만, 우리 나라 회계정보의 불투명성은 특히 심각한 것으로 알려져 왔다. 최근 들어 분식회계로 적발된 코스닥기업 중 어떤 기업은 대표이사가 외국인투자자에 의해 사기죄로 고소된 일도 있었다. 외국인투자자들에게 증권시장이 개방되어 이들에 의해서 상당한 투자가 이루어지고 있어 향후 분식회계와 부실감사에 대하여 외국인투자자들의 소송을 비롯한 주주권 행사가 증가될 것으로 예상된다. 또한 분식회계로 금융감독원에 적발된 기업들은 코스닥증권 홈페이지(www.kosdaq.or.kr)에 상시 공시될 정도로 코스닥시장에서 기업의 이익조정 문제는 현재 심각한 실정에 있다.

기업이 이익을 조정하면 회계이익과 과세소득의 차이가 발생하게 된다(Mills and Newberry, 2001; Phillips et al., 2001 등). Phillips et al.은 세법(tax rules)하에서의 엄격한 규정보다는 일반적으로 인정된 회계원칙(Generally Accepted Accounting Principles: GAAP)하에서 경영자들이 더 많은 재량권을 갖기 때문에 경영자가 이익을 조정하면 회계이익과 과세소득의 차이에 반영된다고 보고하였다. 또한 Clody et al.(1996)에 의하

면, 주식공개 기업은 주식비공개 기업에 비해 자본시장압력이 상대적으로 높다고 보고하였다. 자본시장압력³⁾이 높으면 기업의 경영자는 세금비용에 비해 비세금비용(nontax costs)의 부담이 커져 과세소득보다 회계이익을 증가시켜 보고할 유인이 존재한다(Mills and Newberry, 2001).

본 연구에서 분석대상은 거래소기업과 코스닥기업으로 모두 주식공개 기업들이다. 그러나 같은 주식공개 기업들이라도 두 시장간에 자본시장압력에는 차이가 있을 것으로 기대된다. 자본시장압력이 높은 기업의 경영자는 추가적인 자본조달을 유리하게 가져가기 위하여 이익을 증가시켜 보고하여 주가를 높이려는 경향이 있다. 경영자는 기업의 목표이익보다 실제이익이 감소되는 경우에 자본시장압력에 의해서 회계이익을 증가시켜 보고할 유인이 존재하며 이 경우 엄격한 세법하에서 보다는 재량권이 더욱 많은 GAAP하에서 재량적 발생을 증가시킬 수 있다. 경영자가 재량적 발생을 이용하여 회계이익을 증가시키면 일반적으로 회계이익과 과세소득의 차이(book-tax differences)가 발생한다.

본 연구에서는 재무보고환경이 다른 거래소상장기업과 코스닥등록기업간의 전반적인 회계이익과 과세소득간 차이를 비교하였다. 즉, 개별기업의 관점에서는 다양한 이유로 이익을 조정할 것으로 예상되지만 전체적으로 이익조정을 규제하는 환경이

배구조와 투명성을 저해하고 있고 이는 개인들의 주식투자를 가로막는 요인이 될 수 있다"고 말했다. 그는 또 "지배주주 위주 의사결정과정을 개선하고 경영투명성을 보장하는 시장시스템을 마련했지만 지배주주의 이익극대화는 여전히 사외이사 지배주주의 영향력에서 자유롭지 못한 현실"이라고 지적했다(매일경제신문 2002년 1월 15일).

- 2) 이익조정(earnings management)이란 기업의 경제적 성과에 대해 이해관계를 갖는 사람들의 의사결정에 영향을 미치기 위하여 경영자가 자신의 자의적인 판단을 재무보고에 개입시키는 것을 의미한다(Healy and Wahlen, 1999). Dechow et al.(1996)은 경영자의 이익조정은 GAAP 범위내에서 이익을 조정하는 경우이고, 이익조작(earnings manipulation)은 GAAP 범위를 벗어나서 이익을 조정하는 경우로 정의 내리기도 하였다. 그러나 이익조정과 이익조작의 명확한 구분은 어렵다. 본 연구에서는 이익조정과 실무계에서 사용되는 분식회계 용어를 혼용하여 사용한다.
- 3) 자본시장압력(capital market pressure)이란 경영자가 추가적인 자본조달을 유리하게 가져가기 위하여 보고이익을 높게 하여 주가를 높이려는 성향을 나타낸다(Dechow et al., 1996). 연구자에 따라서는 자본시장압력을 비세금비용(nontax costs)의 발생원인으로 보기도 한다. Klassen(1997)은 비세금비용의 대표적인 예로 재무보고비용(financial reporting costs)을 들었다.

다른 두 시장간에 경영자의 이익조정 정도에는 차이가 있고, 이 차이는 Phillips et al.과 Mills and Newberry의 주장처럼 각각 회계이익과 과세소득 간에 차이를 발생시킬 것으로 예상되므로, 두 시장 간에 회계이익과 과세소득의 차이가 있다는 가설을 검증하는 것이 본 연구의 주된 목적이다. 또한 두 시장은 시장조성기간에도 차이가 있어 기업의 지배 구조에 차이가 있다. 특히 코스닥기업은 거래소기업보다 주식의 소유지분이 덜 분산되어 있어 최대 주주의 통제력이 경영자의 경영활동에 미치는 영향이 보다 클 수 있다. 따라서 두 시장간 최대주주 지분율에 따라 경영자의 이익조정 유인에도 차이가 다를 것으로 예상되며, 이 차이는 회계이익과 과세소득의 차이에도 다르게 영향을 미칠 것으로 기대된다. 이와 같이 본 연구에서는 두 시장간 최대주주 지분율에 따라 회계이익과 과세소득의 차이가 다를 것으로 예상되어 이에 대하여 분석하였다.

본 연구는 1999년과 2000년을 대상으로 거래소와 코스닥시장에 상장·등록되어 있는 기업들을 분석하였다. 표본은 금융업을 제외한 12월 결산법인으로 거래소기업 498개 기업-연 자료와 코스닥기업 513개 기업-연 자료를 이용하였다. 본 연구에서 이용되는 실제 과세소득 자료는 거래소기업과 코스닥기업이 제출한 사업보고서상의 법인세등명세서에서 수집하였고, 회계이익은 법인세비용차감전 순이익을 이용하였다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 검토함으로써 연구가설에 대한 토대를 마련한다. III장에서는 코스닥시장의 현황을 살펴보고, IV장에서는 본 연구의 이론적 배경과 연구가설을 제시한다. V장에서는 연구가설을 검증하기 위한 연구설계로서 연구방법과 연구모형을 제시하고 변수의 측정과 표본선택에 대하

여 논의한다. VI장에서는 실증분석의 결과와 그에 대한 해석을 제시한다. VII장에서는 연구에 대한 결론과 연구의 한계점 및 미래의 연구방향을 제시한다.

II. 선행연구

2.1 회계이익과 과세소득의 차이 관련 연구

재무회계의 목적은 주로 기업 외부정보이용자들에게 그들의 경제적 의사결정에 도움이 되는 정보를 제공하는데 있는 반면, 세무회계의 목적은 국가 재정수입의 확보를 위하여 부담능력에 따른 공평과세를 실현하면서, 과세대상이 되는 소득을 정확히 파악하는데 있다. 따라서 재무회계의 목적과 세무회계의 목적이 서로 다르기 때문에 재무회계의 회계이익과 세무회계의 과세소득간에는 차이가 발생할 수 있다(Manzon and Plesko, 2001). Manzon and Plesko는 1988년부터 1998년까지의 기간을 대상으로 재무자료를 이용하여 과세소득을 추정하고, 회계이익과 과세소득간 차이의 크기와 이들의 차이 발생원인을 조사하였다. 연구결과에 의하면, 회계이익과 과세소득간 차이는 점차 양(+의 차이로 증가(즉, 과세소득에 비해 회계이익이 증가)되는 추세로 나타났으며, 그 이유로는 경영자의 이익조정행위가 증가한 것과 무관하지 않은 것으로 설명하였다. 또한 그들은 이러한 회계이익과 과세소득간 양(+의 차이)의 발생원인을 기업의 조세회피행위(tax sheltering behavior)의 증가에서 찾았지만 기업의 조세회피행위가 증가했다는 증거는 발견되지 않았다. 그들은 이러한 결과에 근거하여

재무자료에 기초한 과세소득에 대한 추정치가 기업의 실제 과세소득의 대용변수(proxy variable)로서 적합하지 않다고 결론짓고 있다.

Manzon and Plesko의 논문이 재무와 세무보고의 목적상 차이에 의해 회계이익과 과세소득의 차이가 발생한다는 점에 초점을 둔 반면, 회계이익과 과세소득의 차이에는 기업의 이익조정이 반영되어 있다고 보는 연구들이 있다(Phillips et al., 2001; 전규안·박종일, 2002). Phillips et al.은 세법하에서의 엄격한 규정보다는 일반적으로 인정된 회계원칙하에서 경영자들이 더 많은 재량권을 갖는다는 점에 착안하여 이연법인세비용(deferred tax expense)을 이용하면 기업의 이익조정을 발견할 수 있을 것으로 생각하였다.⁴⁾ 그들의 가정은 회계이익과 과세소득의 일시적 차이(temporary differences)는 주로 수익 및 비용과 관련된 회계상 발생액이 회계이익과 과세소득에 영향을 미치고, 이 결과로 이연법인세비용이 발생한다고 보았다. 전규안·박종일의 연구는 이연법인세 정보와 기업의 이익조정간에 관련성이 있는지를 조사한 결과, 기업의 재량적 발생이 높을수록 이연법인세대가 증가하고, 기업의 회계이익이 과세소득보다 클수록 이연법인세대가 증가하는 것으로 보고하였다.

회계이익과 과세소득의 차이와 국세청(IRS)과의 관계를 조사한 연구도 있다. Guenther et al.(1997)은 회계이익과 과세소득간 양(+)의 차이가 클수록 국세청의 세무조사대상(red flag)이 될 가능성이 높은 것으로 보았다. 또한 그들은 세무보고 목적상 현금주의보다 발생주의로 보고하는 것이 재무보고 목적상 이익을 이연시키는 원인이 됨을 보

고하였다. Mills(1998)는 국세청의 납세신고서(tax return)와 세무조사결과를 이용하여 회계이익이 과세소득에 비해 더 많이 초과할수록 국세청에 의한 세무조사금액이 크다는 사실을 보고하였다. Mills and Sansing(2000)은 납세자의 신고행동과 과세당국의 세무조사행동을 혼합전략으로 특징짓고 재무보고방법과 세무보고방법이 상호 관련된 전략적 납세준용모형(strategic tax compliance model)을 수리적으로 분석하여 두 가지의 가설을 제시하고, 재무자료를 이용하여 이에 대한 실증연구를 하였다. 연구결과에 의하면, 첫째로 특정 거래가 회계이익과 과세소득의 차이를 가져오지 않는 경우보다 가져오는 경우에 과세당국의 세무조사가 능성이 더 크며, 둘째로 일단 세무조사를 받게 되면 회계이익과 과세소득의 차이 여부는 세무조사결과에 영향을 미치지 않는다는 것이다. 국세청 자료를 이용하여 실증분석한 결과, 가설과 일치하는 결과를 보고하였다.

시장간 차이에 따라 자본시장압력이 달라 회계이익과 과세소득간 차이를 발생시킨다고 보는 연구들이 있다. Cloyd et al.(1996)은 미국 제조회사의 재무담당자에게 보낸 설문지를 이용하여 주식공개 기업(public-firms)과 주식비공개 기업(private-firms)간 재무보고와 세무보고상의 차이를 조사하였다. 그들은 공개기업의 경영자는 재무보고상 이익을 증가시키는 전략으로 재무보고와 세무보고상 일치성(conformity)을 선호하지 않는 반면에 비공개기업은 재무보고상 의사결정에 조세부담을 고려하여 일치성을 선호한다고 보고하였다. 이러한 결과는 주식공개 기업의 경영자는 주식비공

4) Phillips et al.(2001)은 Mills and Newberry(2001)의 연구와 같이 이익조정의 대용치로 회계이익과 과세소득의 차이를 이용하여 분석하고자 했지만 그들은 과세소득자료의 수집상 어려움으로 인하여 이연법인세비용을 회계이익과 과세소득의 차이에 대한 대용변수로 보았다.

개 기업의 경영자보다 자본시장압력이 상대적으로 높아서 과세소득에 비해 회계이익을 높여 보고한다는 것을 보여준다. 반면에 주식비공개 기업은 주식공개 기업보다 자본시장압력이 상대적으로 낮아서 과세소득과 회계이익을 일치시켜 보고하는 것을 선호하는 것으로 나타났다.

Mills and Newberry(2001)는 1981년부터 1996년까지의 납세신고서에 수록된 국세청의 세무 자료를 이용하여 Clody et al.(1996)의 주장을 실증적으로 분석하였다. 그들은 회계이익과 과세소득의 차이가 가져오는 비세금비용과 세금비용에 대하여 주식공개 기업과 주식비공개 기업을 대상으로 분석한 결과, 주식공개 기업은 주식비공개 기업에 비해 비세금비용의 부담이 크므로 회계이익과 과세소득의 차이가 크며,⁵⁾ 주식비공개 기업과 재무적으로 파산가능성이 높은 기업일수록 부채비율이 높아서 더 많은 비세금비용을 유발한다고 보고하였다. 공개기업에 대한 분석결과, 보너스계획 경계점(bonus plan threshold)과 회계이익의 과거패턴이 재무보고이익에 영향을 미치는 것으로 보고하였다.

고종권(2002)은 Mills and Newberry(2001)의 연구에서 보고된 결과 중 주식공개 기업의 특성을 파악하기 위하여 국내 상장기업을 대상으로 세금비용과 비세금비용이 재무보고이익과 세무보고이익의 차이에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과는 세금비용인 한계세율이 유의한 양(+)의 부호를

보이고 있어서, 세금비용이 세무보고이익을 낮게 보고하려는 경영자의 세무유인에 영향을 미치는 것으로 보고하였다. 기업의 소유형태와 관련해서는 대규모기업집단의 경우 경영자의 재무보고유인이 강하게 나타났으며, 대규모기업집단에서는 소유집중도가 낮을수록 비세금비용이 큰 것으로 보고하였다. 또한 부채비율의 경우는 예상과 달리 재무보고이익과 세무보고이익간 차이와 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났으며, 부채비율과 재무적 어려움과의 상호작용변수는 부채비율이 높고 재무적 어려움이 클수록 경영자는 비세금비용에 따른 재무보고유인이 있는 것으로 보고하였다.

재무보고이익과 세무보고이익간의 상충관계를 이용하여 기업들이 효과적인 세무전략을 수행하고 있는가를 분석한 연구도 있다. 박종일·김경호(2002)은 우리 나라의 상장기업을 대상으로 비세금비용과 세금비용에 따라 회계이익과 과세소득의 차이가 있는지를 분석하였다.⁶⁾ 연구결과에 의하면, 회계이익과 과세소득의 차이는 재량적 발생(discretionary accruals)과 유의한 양(+)의 관련성이 있고, 조세혜택(tax subsidy)과도 유의한 양(+)의 관련성이 있음을 보고하였다. 이러한 결과에 대하여 재량적 발생이 기업의 이익조정여부를 설명하는 대용변수로서 적합성이 있으며, 조세혜택측정치는 기업의 조세부담 정도를 나타내는 측정치로서 적합성이 있다고 보고하였다. 또한 회계이익과 과세소득의 차이는 재량적 발생과 조세혜택

5) Mills and Newberry(2001)에 의하면, 기업은 절세유인(tax incentives)과 재무보고유인(financial reporting incentive) 사이에 상충관계를 가지며 이 상충관계에 의해 회계이익과 과세소득의 차이가 발생한다고 보았다. 여기서, 절세유인이란 과세소득을 낮게 보고하여 현재의 세금을 줄이고 회계이익과 과세소득을 일치(conformity)시켜서 과세당국의 세무조사를 줄이려는 유인이며, 재무보고유인은 회계이익을 높여 보고하여 추가적 자본조달을 유리하게 가져가기 위한 것이다. 즉 절세유인이 큰 기업은 회계이익과 과세소득을 일치시켜서 보고하는 반면에, 재무보고유인(자본시장압력)이 큰 기업은 회계이익을 과세소득보다 높게 보고한다고 보았다.

6) 박종일·김경호의 연구에서는 재량적 발생을 비세금비용(nontax costs)의 대용변수로 정의하였고, 기업이 부담하는 조세혜택을 세금비용(tax costs)의 대용변수로 정의하였다.

의 상호작용변수와 유의한 양(+)의 관련성을 보고하고, 우리나라 상장기업들이 Scholes and Wolfson (1992)에서 논의된 효과적인 세무계획(effective tax planning) 전략을 달성하고 있음을 제시하였다.

기타의 회계이익과 과세소득의 차이에 대한 연구로 이우택(1997)은 미국, 독일 및 일본에서의 기업회계와 세무회계의 관계를 설명하고 기업회계와 세무회계의 일치화에 대한 문제점을 지적하였다. 또한 양 회계의 무리한 일치는 역효과를 가져온다는 점을 지적하였다. 안숙찬·김찬홍(2000)은 1994년 말의 법인세법 개정시 도입된 기업회계 우선적용 규정⁷⁾이 과도한 세무조정으로 인한 기업의 불편을 감소시켰는가를 실제 세무조정 자료를 이용하여 분석한 결과, 1994년 말의 법인세법 개정이 세무조정의 어려움을 실질적으로 해소시키지는 못했다는 결론을 얻었다. 신현걸(2002)은 감사보고서상의 이연법인세 주석공시 자료를 이용하여 기업 특성에 따라 세무조정사항에 차이가 있는가를 분석하여 기업규모와 세무조정금액은 양(+)의 관계가 있으나 기업규모와 세무조정 개수는 관계가 없고, 매출액 대비 세무조정금액의 비율은 기업간에 차이가 없으며 가산하는 세무조정 개수가 차감하는 세무조정개수보다 많다는 연구결과를 제시하였다.

2.2 소유구조·이익조정 관련 연구

소유구조(ownership structure)와 관련된 선행 연구는 소유지분이 집중된 기업이 외부주주의 부의 극대화에 긍정적인 영향을 미친다는 연구와 소유지분이 집중된 기업이 외부주주의 부의 극대화에 부정적인 영향을 미친다는 연구로 나눌 수 있다.⁸⁾ 전자는 Berle and Means(1932)에 의하여 제기되었고, Jensen and Meckling(1976)의 논문에 의하여 대리이론이 체계적으로 설명된 이후 재무관리, 회계학 및 경제학 분야 등에서 활발하게 연구가 진행되어 왔다. Jensen and Meckling은 소유지분이 집중된 기업일수록 기업가치에 보다 유익한 것으로 보고 있다. 그들은 소유지분이 분산된 기업에 비해 소유지분이 집중된 기업일수록 지배주주⁹⁾가 경영자에 대하여 감독·감시기능이 보다 수월하기 때문에 대리문제를 감소시킨다고 보았다. Fama (1980)는 전문경영자의 등장에 따라 전문경영자가 주주의 이익을 위하여 행동하도록 규율할 수 있는 시장 메카니즘이 형성된다고 보았다. Fama and Jensen(1983)은 경영자의 재량권 행사는 소유와 경영의 분리정도가 클수록 더 심화된다고 보았다. 또한 Morck et al.(1988)은 소유와 통제의 분리가 덜 될수록 이해관계자들간의 갈등이 감소하고

7) 1994년 말의 법인세법 개정으로 구법인세법 제17조 제3항에서 "내국법인이 익금과 손금의 귀속사업연도와 자산·부채의 취득 및 평가에 관하여 일반적으로 공정·타당하다고 인정되는 기업회계기준을 적용하거나 관행을 계속적으로 적용하여 온 경우에는 당해 기업회계기준 또는 관행에 의한다. ..."라고 규정함으로써 익금과 손금의 귀속사업연도와 자산·부채의 취득 및 평가시에 세법보다 기업회계기준을 우선 적용할 것을 규정하였다.

8) 기업지배구조에 대한 연구들을 정리한 최근 논문으로는 Bushman and Smith(2001), Shleifer and Vishny(1997)가 있다.

9) 주주는 지분에 따라 대주주(major shareholder)와 소수주주(minor shareholder)로, 경영참여 여부에 따라 내부주주(inside shareholder)와 외부주주(outside shareholder)로, 출자방법에 따라 기관주주(institutional shareholder)와 개인주주(individual shareholder)로, 통제력의 크기에 따라 지배주주(controlling shareholder)와 소액주주(minority shareholder)로 나누어진다. 이들 주주중의 일부는 직접 경영에 참여하는 소유경영자가 되기도 하고, 지분이 거의 없는 전문경영자가 실질적인 지배력을 행사할 수도 있다. 선행연구에서는 지배주주와 최대주주(large shareholder)를 구분하지 않고 혼용하여 사용하는 경우가 더 많다. 일반적으로 최대주주의 지분율이 높으면 기업의 실질적인 지배력이 높아지므로 지배주주로 볼 수 있기 때문이다. 본 연구에서도 최대주주와 지배주주를 혼용하여 사용한다.

외부주주의 가치는 증가하는 것으로 보였다. 이에 대한 미국의 실증연구로는 Klassen(1997), Warfield et al.(1995) 등이 있다.

Klassen은 세금비용과 재무보고비용간의 상충관계를 경영자 입장에서 자주 직면하는 상황으로 보고¹⁰⁾ 이러한 상황이 내부소유집중도(inside ownership concentration)에 따라서 자본시장압력에 차이가 있는지를 조사하였다. Klassen은 기업의 내부소유집중도가 높을수록 재무제표나 언론매체 이외의 의사소통 채널을 이용하여 기업가치에 관한 내부정보를 전달하기가 더 용이하므로 소유가 널리 분산되어 있는 기업에 비해 자본시장압력이 상대적으로 낮다고 보았다. 즉, 내부지분율이 높은 기업일수록 재무보고유인은 낮아지고 절세유인이 상대적으로 커진다고 보았다. Bartov(1993)의 방법론을 이용하여 분석한 결과, 첫째로 높은 세율을 부담하는 기업들은 자산매각으로 인한 이익(손실)의 크기는 내부소유집중도가 클수록 혹은 재무보고유인이 낮을수록 감소(증가)함을 보고하였다. 둘째로 낮은 세율을 부담하는 기업일수록 절세유인이 약하므로 높은 세율을 부담하는 기업에 비해 재무보고유인과의 상충관계가 낮은 것으로 보고하였다.

최근에는 집중된 소유구조가 오히려 외부주주의 부의 극대화에 부정적인 영향을 미친다고 보는 견해가 있다. 이러한 연구로는 Shleifer and Vishny(1997), La Porta et al.(1998, 1999, 2000), Claessens et al.(1999, 2000) 등의 연구가 있는데, 이들의 연구는 지배주주(최대주주)와 소액주주간 이해관계의 상충을 조사하였다. 그들의 주장은 일관되게 지배주주들이 기업을 효율적으로 통

제하여 그들의 정책이 소액주주에 대한 이익침해(expropriation)¹¹⁾의 결과를 가져온다고 보고하였다. 예를 들어, 지배주주는 자신의 부를 극대화하고자 외부주주에 대한 배당금지급을 감소시키거나 그들이 통제하는 기타 법인의 이익을 이전시키거나 혹은 지배주주 자신의 비영리목적의 극대화(nonprofit-maximizing objectives)를 추구하는 사실상의 침해가 있을 수 있다(Claessens et al., 1999).

La Porta et al.(1999)은 27개 국가의 대기업을 대상으로 국제간 기업지배구조의 차이를 실증적으로 비교하여 조사하였다. 연구결과에 의하면, 투자자 보호가 잘된 미국 등의 일부 국가를 제외하고 대부분 국가에서 기업은 분산투자가 잘 되어 있지 않으며, 이들 기업의 통제구조는 가족 혹은 정부에 의하여 통제 받는 것으로 나타났다. 또한 기업의 소유구조가 분산되지 않을수록 소액주주 보호가 약하여 경영자나 지배주주의 기회주의적 행동에 의한 외부주주들의 이익침해가 더욱 크다고 보고하였다.

La Porta et al.(1998)은 49개 국가를 대상으로 기업지배구조와 자본시장이 규제당국의 법 준수 여부와 법의 기원(origin of laws)에 따라 차이가 있는지를 실증적으로 조사하였다. 그들의 연구결과에 의하면 법적 체계가 영미법체계를 따르는 국가들이 대륙법체계를 따르는 국가들에 비해 소액주주에 대한 법적 보호가 잘 준수되고 기업의 소유지분이 널리 분산되어 있으며 자본시장을 통한 자금조달 역시 보다 용이한 것으로 보고하였다.

La Porta et al.(2000)은 소액주주 보호가 약한 환경에 있는 국가들은 소액주주 보호가 강한 환

10) 이에 대한 자세한 내용은 Shackelford and Shevlin(2001), 박종일·김경호(2002)을 참조하기 바란다.

11) Claessens, Djankov, Fan and Lang(1999)은 이익의 침해를 지배주주가 자신의 복리를 극대화하기 위하여 그리고 소액주주로부터 부를 이전하기 위하여 자신의 통제력을 사용하는 과정으로 정의하였다.

경에 있는 국가들에 비해 경영자나 지배주주의 기회주의적 행동이 보다 선호된다고 주장하였다. WorldScope 데이터베이스의 자료를 이용하여 실증분석한 La Porta et al.(1998, 1999, 2000)의 연구결과에 따르면, 세계 여러 나라의 기업지배구조는 소유분산형과 소유집중형으로 크게 구분되고 소유분산형 기업은 잘 발달된 증권시장과 엄격한 공시제도 및 적대적 기업인수시장의 발달로 특징지어지며, 소유집중형 기업은 지배주주(대주주)의 존재, 덜 발달된 증권시장, 경영권에 대한 높은 프리미엄의 존재, 부실한 공시제도, 적대적 기업인수시장의 역할 부재 등으로 특징지어진다고 보고하였다. La Porta et al.에 의하면, 현재 전세계적으로 소유분산형보다는 소유집중형 기업지배구조가 지배적인 현상이고 미국조차도 소유지분이 분산된 경영자지배기업의 비중은 Berle and Means(1932)에서 제시한 소유와 경영의 분리이론이 상정한 것보다 낮은 것으로 관찰된다고 한다.

최근 들어 La Porta et al.의 주장을 실증적으로 검증하는 연구들이 발표되고 있다. Hung(2001)은 La Porta et al.의 주장을 국제간 비교를 통하여 분석한 결과, 투자자 보호가 강한 국가일수록 발생주의 회계정보의 질과 가치관련성간의 관련성이 보다 높다고 보고하였다. Jung and Kwon(2001)은 우리 나라 상장기업을 대상으로 소유구조와 이익의 정보력간의 관련성을 조사하였다. Jung and Kwon은 두 가지 상반된 가설을 설정하였는데, 이해관계자간 관심수렴가설(convergence of interest)과 지배주주의 소액주주에 대한 이익침해가설(expropriation of minority shareholder)이다. 전자의 경우 최대주주 지분율이 높을수록 대리비용이 감소하여 이익의 정보력과 최대주주 지분율간에는 양(+의) 관련성이 있다. 반면 후자의 경

우 최대주주 지분율이 높을수록 최대주주는 자신의 효익을 극대화하는 방향으로 즉, 기회주의적 행위를 증가시키며 경영활동에 개입하므로 이익의 정보력과 최대주주 지분율간에는 음(-)의 관련성이 있다. 연구결과에 의하면, 전체표본은 관심수렴가설이 지지되는 반면, 재벌기업에서는 최대주주 지분율과 이익정보력간에 유의한 관련성이 관찰되지 않았다. 이러한 현상은 5대 재벌과 대기업의 계열회사의 수가 많을수록 더 뚜렷한 것으로 보고하였다. 그들은 이러한 결과에 대하여 이익침해가설에 따른 음(-)의 효과와 관심수렴가설에 따른 양(+의) 효과가 서로 상쇄되어 우리 나라의 이익의 질과 정보력이 낮아진 것으로 결론 내렸다.

Leuz et al.(2001)은 31개 국가를 대상으로 외부주주에 대한 법적 보호와 이익조정간의 관련성을 조사하였다. 그들은 외부주주에 대한 법적 보호가 국가간에 차이가 있고, 이들 차이는 경영자의 이익조정 유인에도 영향을 다룰 것으로 보았다. 연구결과에 의하면, 외부주주에 대한 법적 보호가 약한 국가들에 비해 강한 국가의 기업들이 이익을 조정할 유인이 보다 낮아서 이익의 질은 더 높다고 보고하였다. 또한 그들의 연구결과에 따르면, 우리나라는 외부주주에 대한 법적 권리가 낮고, 법 준수의 여부도 낮은 등급을 받고 있어 기업이 이익조정을 많이 하는 국가로 분류되었다.

Bhattacharya et al.(2001)은 1985년부터 1998년까지 40개 국가의 재무자료를 이용하여 이익조정이 증권시장에 미치는 영향을 조사하였다. 그들은 기업의 이익조정과 증권시장의 발달정도간에는 음(-)의 관련성이 있다고 보고하였다. 즉, 증권시장이 발달된 나라일수록 기업의 이익조정은 낮은 반면, 증권시장이 덜 발달된 나라일수록 기업의 이익조정은 높다. 또한 그들은 기업의 이익조

정 문제는 선진국에 비해 개발도상국(emerging market)에서 보다 심각한 것으로 보고하였다. 그들의 연구결과에 따르면, 우리 나라는 40개 국가 중에서 기업이 이익조정을 많이 하는 나라로 순위 38위에 기록되어 있다.

기타의 연구로 거래소기업과 코스닥기업의 재정적 발생간 차이가 있는지를 연구한 논문이 있다. 윤순석(2001)은 거래소기업과 코스닥기업은 모두 발생액을 이용하여 보고이익을 관리하는 경향이 있으며, 코스닥기업이 거래소기업에 비해 경영자의 이익조정이 더 심한 것으로 보고하였다.

III. 코스닥시장의 현황

우리 나라의 코스닥시장은 고부가가치 산업인 지식기반 중소기업·벤처기업의 직접자금조달을 지원하고 투자자에게는 고위험·고수익의 투자기회를 제공하기 위하여 1996년 7월 주식장외시장을 조직화하여 설립된 시장으로 그 기원은 첨단기업의 자금조달원으로써 미국 신경제를 뒷받침하고 있는 미국의 나스닥시장을 벤치마킹하여 설립되었다. 코스닥시장의 개설초기에는 등록법인의 실적저조, 투자자의 무관심 등으로 시장규모가 매우 작고 거래실적이 저조한 상태였고, 코스닥시장이 급성장하기 전인 1998년까지만 하더라도 단순히 거래소시장의 보완 시장으로서 거래소 상장의 전 단계로 인식되어 왔

다. 그러나 1999년에 들어 전산망에 의한 경쟁매매의 도입과 꾸준한 정부의 벤처기업¹²⁾ 육성 및 코스닥시장의 활성화 정책이 전세제적 벤처투자 열기와 정보통신을 중심으로 한 벤처열풍, 국내의 경제회복 및 저금리하에서 수익을 노리는 투자자의 욕구 등과 맞물려 코스닥시장은 짧은 시간내에서 급성장을 하게 되었다. 그러다가 2000년 4월 이후 벤처거품론이 제기된 후 주가의 급등락이 계속되면서 현재까지 조정기를 거치고 있는 실정에 있다. 짧은 기간동안에 코스닥시장이 거래소시장에 비해 등록법인 수, 시가총액, 등록주식수 등이 크게 성장한 것은 매우 주목할 만한 사실이다.

1997년부터 2000년까지의 기간에 대하여 거래소시장과 코스닥시장의 시장규모와 거래실적을 연도별로 비교하면 <표 1>과 같다.¹³⁾ <표 1>을 보면, 1999년도에 정부의 코스닥시장 활성화 정책에 따라 등록법인수, 시가총액, 등록주식수가 괄목할 만한 성장세를 보이고 있으며, 일평균 거래량과 거래대금도 1998년과 비교해 1999년에 크게 증가되었고, 2000년에는 일평균 거래량이 거래소기업보다는 작지만 급증하였다. 또한 2000년도에 들어 코스닥시장의 일평균 거래대금은 거래소시장과 거의 같은 수준으로 성장하여 거래가 활발히 이루어지고 있다.¹⁴⁾

코스닥시장의 급격한 활성화는 코스닥지수의 급등으로 이어졌고, 1999년 이후 뚜렷한 상승기조를 보이다가 2000년 3월에 가서는 280포인트 이상까지 상승하였지만 이후 벤처거품론의 대두와 함께

12) 벤처기업이란 중소기업청으로부터 확인을 받은 기업들로서 주로 인터넷, 정보통신, 바이오 관련의 하이테크 기업들이며, 코스닥내 벤처기업은 이들 벤처 중 코스닥에 등록된 기업들이다. 코스닥 등록요건에 있어서 벤처기업은 일반기업에 비해 업력 및 자본금, 자산, 부채 등 재무구조 요건에 제약이 없다(김이영, 2001).

13) 현재는 거래소기업과 코스닥기업의 '기업 특성'보다는 '매매제도 특성'이 거래소와 코스닥을 구분하는 기준이 되고 있다.

14) 1999년과 2000년의 경우 정부의 국민PC의 보급과 맞물려 인터넷PC의 보급률이 확산되어 증권매매에서도 사이버거래가 보편화되어짐에 따라 코스닥시장에서 단타거래(day trading)가 많이 증가한 것도 일평균 거래대금의 증가와 무관하지 않다.

〈표 1〉 거래소시장과 코스닥시장의 시장규모 비교

구 분		1997년도	1998년도	1999년도	2000년도
기업 수	거래소시장	776	748	725	704
	코스닥시장	359	331	453	604
시가총액 (백억원)	거래소시장	7,099	13,779	34,950	18,804
	코스닥시장	483	605	9,341	2,902
등록주식수 (백만 주)	거래소시장	9,031	11,444	17,326	19,639
	코스닥시장	756	1,341	3,397	7,049
일평균거래량 (천 주)	거래소시장	41,525	97,716	278,551	306,163
	코스닥시장	162	704	34,837	211,827
일평균 거래대금 (천 만원)	거래소시장	55,576	66,043	348,162	260,221
	코스닥시장	399	550	42,895	240,037

주) 본 자료는 김이영(2001)의 연구에서 참조함: 증권거래소(www.kse.or.kr), 코스닥증권시장(www.kosdaq.or.kr)

하강기조를 보여 2002년 상반기에 코스닥지수는 60포인트 내외를 유지하고 있는 실정이다. 이러한 코스닥지수의 하락에는 벤처거품론에 대한 문제 이외에도 최근 들어 코스닥시장에서의 문제점으로 거론되고 있는 불공정거래, 불성실공시 및 기업지배구조¹⁵⁾와 경영자의 도덕적 해이 문제 등도 원인이 있다. 또한 시장측면에서는 규제부재와 효율적인 유통시장의 기능이 제대로 작동하지 않아서 코스닥 시장이 벤처기업의 유통시장으로서 기능하는데 장애가 되고 있다.

담보를 요구하고 있는 금융기관의 관행을 고려해 볼 때 벤처기업은 코스닥시장을 통한 직접금융시장이 벤처금융의 주요한 자금조달원이 되고 있다. 벤처기업의 입장에서는 상장요건이 까다로운 거래소 시장보다는 등록요건이 다소 완화하여 적용하고 있

는 코스닥시장을 이용하는 것이 보다 용이하게 직접금융을 얻을 수 있는 수단이 된다. 그러나 코스닥시장은 등록기업의 발행주식수나 매출규모가 작고 소유지분 분산정도가 낮아서 특히, 대주주의 친인척이나 임직원 명의로 위장 분산된 경우가 있어 제한된 물량으로 유통시장을 유지하는 경우가 많다. 코스닥시장의 이러한 약점을 이용하여 불공정 거래를 일삼는, 이른바 작전세력이 적지 않았고, 증권선물위원회를 포함한 증권당국도 주가하락을 우려하여 조사나 처벌에 소극적인 경우가 많아 시장을 신뢰하지 않는 투자자가 상당하다는 것이 문제점으로 지적되고 있다. 또한 전반적인 기업지배구조의 문제나 경영투명성이 낮은 수준에 머무르고 있고 회계정보와 관련해서는 정보의 불균형 (information asymmetry) 현상이 거래소시장과

15) 한국경제의 새로운 성장동인으로 주목받고 있는 코스닥 등록기업들의 주된 자본조달 창구인 코스닥시장의 주가하락과 위기론이 신경제의 일시적 몰락과 함께 부분적으로는 이들 기업의 부실한 기업지배구조에 기인한다는 주장이 대두되어 왔다(장하성, 2001).

비교해 더 심화되어 있다.¹⁶⁾ 그 이유는 코스닥시장에 등록되어 있는 주식은 그 역사가 길지 않아서 회계정보의 질에 대한 투자자들의 관심도가 낮았고, 코스닥기업 중 벤처기업의 경우는 주로 성장주로 인식되고 있기에 경영자는 자사의 성장성을 가미시켜 포장하기 위하여 회계정보를 보고할 때 이익을 조정할 유인이 더 강할 수 있기 때문이다. 손성규·전영순(2000)은 코스닥시장에 대한 문제점으로 코스닥기업과 관련된 정보가 증권거래소 상장기업에 비해 구하기가 어려우며 신뢰할 수 있는 공시제도가 제대로 확립되어 있지 않은 점을 지적하였다. 또한 그들은 코스닥시장은 가치평가 중심의 증권시장이 형성되지 않고 투기적인 시장이 형성되었고 특히, 코스닥기업의 주가가 내재가치와 무관하게 형성되는 사례가 빈번하였고 심지어는 코스닥시장에서 내재가치와 무관하게 주가가 급등하는 이른바 '묻지마'주식이 나타나는 등 기형적인 증권시장이 형성되었다는 점을 지적하고 있다. 이러한 코스닥시장에서의 건전한 시장메카니즘이 미흡한 점과 사회적 통제시스템의 부재를 사회의 전반적인 회계불투명성의 주요 요인으로 들지 않을 수 없다.

IV. 이론적 배경과 연구가설

우리 나라는 IMF 체제 및 신정부 출범 이후 재벌구조의 폐해에 대한 원인지유의 차원에서 기업지배구조 개선과 경영투명성 제고정책이 핵심과제로 추진되어 왔다. 지금까지 상당한 제도개선이 이루

어졌고 지배구조 개혁을 위한 기본틀이 마련된 것이 사실이다. 특히, 거래소시장은 외환위기 이후에 사회적 공감대가 형성되어 회계정보의 투명성 확보를 위한 제도적 개선이 상당부분 진행되어졌다. 반면에 이 기간에 코스닥시장에서 벤처기업에 대한 관심은 하나의 신드롬이라 할 수 있을 정도로 증폭되어 벤처기업의 창업뿐만 아니라 개인투자자가 소액주주로 참여하고 있는 코스닥시장은 빠른 증가세가 있었다. 정부도 거래소의 대기업 중심의 경제로는 지속적인 경제성장에 한계가 있다는 인식하에 산업 전반에 걸쳐 구조조정을 추진하는 과정에서 다양한 벤처기업 육성책을 개발해 왔고, 이러한 환경 속에서 코스닥시장의 기업수는 급격하게 늘어났으며, 2000년 2월에는 처음으로 코스닥시장의 거래대금이 증권거래소의 거래대금을 넘어서기도 하였다. 그러나 코스닥기업에 대한 거품논쟁의 대두는 코스닥시장에 대한 투자자들의 관심도를 떨어뜨리는 요인이 되었고, 최근 들어서는 코스닥기업에서 경영자의 이익조정 문제가 점차 부각되었는데, 이는 대주주경영자 위주의 기업지배구조에 기인한 불공정거래, 불성실공시, 분식회계 등이 시장투명성을 떨어뜨리기 때문이다.

증권시장에서 공시되는 정보의 양이 부족한 코스닥기업의 경우 정보비대칭 현상이 상대적으로 더 심화되어 있을 가능성이 크다(윤순석, 2001). 코스닥기업의 재무제표에 대한 신뢰성과 투명성은 거래소기업에 비해 상대적으로 낮을 가능성이 높다. 윤순석은 코스닥기업이 거래소기업에 비해 경영자의 이익조정이 보다 심한 것으로 보고하고 있다. 이러한 배경에는 코스닥기업이 거래소기업에 비해

16) 투자자들이 신뢰할 수 있는 투명한 경영과 회계시스템의 구축여부가 코스닥등록 심사기준이 되어 등록심사과정에서 재무제표의 건전성과 신뢰성이 강조되기 시작한 것은 2000년 이후부터이고, 코스닥기업에 대한 공시의무와 이에 대한 제제도 2000년 4월 1일부터 강화되었다(손성규·전영순, 2000).

시장형성기간이 보다 짧은 점, 회계정보의 질에 대한 투자자의 무관심, 규제기관의 외부주주에 대한 법적 보호제도가 미흡한 점과 코스닥기업의 경영자는 이익관리를 통하여 보다 영업성과를 잘 포장할 유인이 크게 작용한 것과 관련이 있다.

또한 증권거래소 상장에 비해 코스닥시장의 등록요건이 약하기 때문에 코스닥기업은 이익조정의 개연성이 상대적으로 높을 수 있다(윤순석, 2001). 코스닥기업은 금융기관의 차입보다 코스닥시장에서 증자를 통한 직접금융을 이용해 자금조달을 하기 때문에 코스닥기업의 자금조달활동은 경영자에게 이익을 조정할 유인을 제공한다. 신규상장기업이나 유상증자기업은 신주의 발행가액을 높일수록 기존 주주의 부를 증가시킬 수 있다. 따라서 신규상장기업이나 유상증자기업은 일반투자자들이 기업의 미래를 밝게 볼 수 있도록 이익을 상향조정하려는 동기를 가지게 되며, 이것은 자본시장의 압력을 증가시킬 수 있다(최 관·김문철, 1997; 최 관·백원선, 1999; Tech et al., 1998; Rangan, 1998 등). 자본시장압력이 높은 기업의 경영자는 추가적인 자본조달을 유리하게 하기 위하여 이익을 상향조정하여 주가를 높이려는 경향이 있다(Dechow et al., 1996). 따라서 거래소기업에 비해 코스닥기업의 경영자는 이익을 상향조정할 유인이 보다 클 수 있다.

기업이 이익을 조정하면 회계이익과 과세소득의 차이에 반영된다(Phillips et al., 2001; Mills

and Newberry, 2001; 전규안·박종일, 2002; 박종일·김경호, 2002).¹⁷⁾ 경영자는 기업의 목표 이익보다 실제이익이 감소하는 경우에 자본시장압력에 의해서 회계이익을 증가시킬 유인이 존재하며, 이 경우 엄격한 세법하에서 보다는 재량권이 더욱 많은 GAAP하에서 재량적 발생을 증가시킬 수 있다. 재량적 발생의 증가는 회계이익의 증가뿐만 아니라 과세소득에도 영향을 미치게 된다. 기업이 재량적 발생으로 회계이익을 증가시키면 일반적으로 회계이익과 과세소득의 차이(book-tax differences)가 발생한다. 따라서 경영자는 현재의 보고이익을 결정할 때 과세소득에는 영향을 주지 않으면서(또는 최소한으로 증가시키거나 오히려 감소시키면서) 회계이익을 증가시키는 방법을 원한다.

이러한 맥락에서 거래소기업에 비해 코스닥기업의 경우 자본시장압력이 상대적으로 높을 것으로 예상되며, 자본시장압력이 높은 코스닥기업은 보고이익을 상향조정할 유인이 있고, 이 경우 회계이익과 과세소득의 차이는 양(+)¹⁸⁾의 차이로 나타날 것이다. 따라서 거래소기업보다 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이가 클 것으로 예상되므로 아래와 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 회계이익과 과세소득의 차이는 거래소기업과 코스닥기업간에 차이가 있다.

우리 나라는 외환위기 이후 재벌 및 대주주¹⁹⁾경

17) 전규안·박종일(2002), 박종일·김경호(2002)의 연구에서는 재량적 발생과 회계이익과 과세소득의 차이간에 양(+)¹⁸⁾의 관련성이 있음을 보고하였다.
 18) 경영자가 재량적 발생을 하향조정하는 경우 일반적으로 회계이익과 과세소득의 차이는 음(-)의 차이로 나타나게 된다. 그러나 경영자가 이익을 하향조정하는 유인보다 상향조정할 유인이 더 크므로, 본 연구에서는 경영자가 이익을 상향조정하는 경우를 기준으로 설명한다.
 19) 최근 경제신문기사에서는 기업지배구조를 국가간 비교하여 현행 우리나라의 기업지배구조의 문제점을 지적하였다. "한국의 기업지배구조는 세계 이머징마켓 25개국 가운데 16위에 불과해 기업지배구조 개선이 시급한 것으로 나타났다. 14일 증권업계에 따르면 세계적 투자은행 크레디티요네(CLSA)가 지난 상반기 아시아, 남미, 동구 등의 25개 이머징마켓, 495개 기

영자 위주의 기업지배구조²⁰⁾로 인하여 회계정보의 투명성에 문제가 있는 것으로 여겨져 왔다. 우리나라의 기업지배구조가 취약하다는 지적은 기업활동에 대한 감시와 견제가 매우 어렵다는 데 근거한다. La Porta et al.(1998, 1999, 2000)은 소액주주에 대한 법적 보호가 잘되지 않은 국가일수록 지배주주의 기회주의적 행동과 외부주주에 대한 이익침해 유인이 보다 강한 것으로 보고하였다. 지배주주에 의한 경영구조에서는 소액주주의 이익이 침해될 우려가 크며, 이런 점에서 우리나라도 예외는 아니다. 우리나라는 지배주주와 소액주주간에 이해관계대립이 더욱 심화되어 있어 미국과는 또 다른 측면에서의 대리인 문제가 발생할 수 있다.

Johnson et al.(2000)은 1997년과 1998년의 동아시아 경제위기가 기업지배구조에 기인되며, 경제적 전망이 나빠수록 경영자의 외부주주에 대한 이익침해는 더 가중되어 주가는 더 큰 폭으로 하락하는 결과를 초래한다고 보고하였다. 또한 그들에 의하면 대부분의 동아시아의 신흥시장(emerging market)에서 경영자의 경영활동은 사실상 지배주주에 의한다고 한다. Claessens et al.(2000)은 우리나라를 포함한 동아시아 기업들의 소유구조와 통제구조를 연구한 결과, 동아시아의 대기업들은

소유와 경영은 분리되어 있어도 지배주주에 의한 통제와 경영이 잘 분리되지 있지 못한 것으로 보고하였다. 그들의 보고에 따르면, 우리나라 기업도 소유와 경영이 잘 분리되어 있지 못하고, 소유지분이 분산되어 있는 경우에도 지배주주에 의한 통제와 경영은 분리되어 있지 못한 것으로 보고하고 있다.²¹⁾ 이러한 경우 지배주주의 영향이 경영자의 영업활동과 재무보고결정에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 특히, 코스닥시장은 거래소기업에 비해 시장의 형성기간이 늦은 편이고 기업의 지배구조가 더욱 열악한 것으로 알려져 있다.

Jung and Kwon(2001)은 상반된 두 견해인 이해관계자간 관심수렴가설(convergence of interest hypothesis)과 지배주주의 소액주주에 대한 이익침해가설(expropriation of minority shareholder)을 제시하였다. 이해관계자간 관심수렴가설에 의하면, 즉, 최대주주의 지분율이 증가할수록 대리비용은 감소한다. 최대주주와 외부주주간의 관심이 일치하여 최대주주는 외부주주의 부의 극대화 와 동일한 방향으로 움직여서 경영자에 대한 감시 기능을 효과적으로 수행함으로써 경영자의 이익조정행위는 감소하게 된다. 따라서 최대주주 지분율과 기업의 재량적 발생간에는 음(-)의 관련성이 예

업(한국 24개)에 대해 투명성과 국제적 회계기준의 수용여부 등 5개 거시적 요소를 기준으로 기업지배구조를 평가한 결과, 한국은 16위를 차지하는데 그쳤다. 이머징마켓 중 거시적 측면에서 가장 기업지배구조가 양호한 나라는 싱가포르로 10점 만점에 평균 7.4점을 얻었고 홍콩, 칠레, 멕시코 순이었으며, 한국은 인도, 페루, 콜롬비아, 헝가리 등에 비해서도 뒤쳐졌다. 한편 주요 평가항목에서 한국은 '소액주주에 대한 대우'에 100점 만점에 33.3점을 얻는데 그쳐 싱가포르, 남아프리카 공화국은 물론, 인도와 필리핀보다 낮은 평가를 받았다. 반면 대주주의 기업통제정도에서는 83.3점으로 남아프리카공화국(55점), 싱가포르(58.1점)는 물론, 대만(68.1점)에 비해서도 크게 높아 대조적이었다(매일경제신문, 2002년 2월 14일)."

위의 기사내용을 보면, 우리나라의 경우 소액주주에 대한 법적 보호가 100점 만점 중 33.3점으로 개발도상국에 비해서도 낮은 평점을 받은 반면 대주주의 기업통제는 100점 만점 중 83.3점으로 매우 높게 나타나고 있다.

20) 기업지배구조(corporate governance)란 기업의 목적을 달성하기 위하여 기업 및 그 경영진을 감시하고 통제하는 의사결정구조 및 의사결정과정이라고 정의할 수 있다(장하성, 2001). 기업지배구조는 주주와 경영자, 주주와 채권자 등에서 나타날 수 있는 대리인 문제와 밀접한 관련을 가지며, 기업지배구조의 효율성은 기업지배구조가 이러한 대리인 문제를 얼마나 잘 통제할 수 있는냐에 달려 있다.

21) 국제간 지배주주와 통제 문제를 다루고 있는 논문은 La Porta et al.(1999), Claessens et al.(1999, 2000) 등이 있는데 이와 관련해 자세한 사항은 이들 연구를 참조하기 바란다.

상된다. 반면에 지배주주의 소액주주에 대한 이익 침해가설에 의하면, 최대주주는 외부주주를 위한 기업가치 극대화보다 자신의 부의 극대화를 위하여 즉, 외부주주의 부의 극대화와는 상반된 방향으로 움직여서 최대주주의 영향이 경영자의 경영활동에도 영향을 미치게 되어 경영자의 이익조정행위는 증가하게 된다. 따라서 최대주주 지분율과 기업의 재무적 발생간에는 양(+)의 관련성이 예상된다.

위의 두 상반된 견해 중 어떠한 가설이 코스닥기업과 거래소기업간의 회계이익과 과세소득의 차이를 보다 잘 설명하는지는 실증적인 의문사항(empirical question)이다. 일반적으로 시장에서 주식공개기간이 짧을수록 기업의 소유지분은 널리 분산되어 있지 않고 지배주주에 의해 지분이 집중된다(La Porta et al., 1998). 따라서 코스닥기업의 기업지배구조는 거래소기업에 비해 최대주주에 의한 소유지분의 집중도가 보다 높다. 이러한 점에서 최대주주 지분율에 따라 경영자가 이익을 조정할 유인에 차이가 있고, 이 차이는 회계이익과 과세소득간 차이에도 미치는 영향이 다를 것으로 기대된다. 이와 같이 거래소기업과 코스닥기업의 기업지배구조 특히, 최대주주 지분율에 따라서 두 시장간 회계이익과 과세소득의 차이에 미치는 영향이 다를 것으로 예상되므로 아래와 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 회계이익과 과세소득의 차이는 거래소기업과 코스닥기업간의 최대주주 지분율에 따라 차이가 있다.

V. 연구설계

5.1 연구방법

본 연구의 목적은 거래소기업과 코스닥기업간에 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지 그리고 기업 지배구조에 따라 특히, 최대주주 지분율에 따라 거래소기업과 코스닥기업의 두 시장간 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지를 분석하는데 있다. 이를 위하여 본 연구에서는 거래소기업과 코스닥기업의 변수간 차이를 단일변량분석인 t-검증과 Wilcoxon 부호순위검증 및 회귀분석을 이용하여 분석하였다. 식(1)과 식(2)의 회귀모형은 회계이익과 과세소득의 차이(book-tax income differences; 이하 BTDIFF로 칭함)²²⁾를 종속변수로 하고, 일정 변수를 통제한 후 두 시장간에 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지 그리고 기업의 지배구조에 따라서 거래소기업과 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지를 분석하고자 한다.

$$\begin{aligned} BTDIFF_{it} = & b_0 + b_1KOSD_{it} + b_2LARGE_{it} \\ & + b_3INSTITU_{it} + b_4FOR_{it} + b_5GOV_{it} \\ & + b_6OTHERC_{it} + b_7GRW_{it} \\ & + b_8LEV_{it} + b_9SIZE_{it} + b_{10}CARRY_{it} \\ & + b_{11}TAXCRET_{it} + b_{12}YD_{it} + e_{it} \quad (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} BTDIFF_{it} = & b_0 + b_1KOSD_{it} + b_2LARGE_{it} \\ & + b_3INSTITU_{it} + b_4FOR_{it} \\ & + b_5GOV_{it} + b_6OTHERC_{it} \end{aligned}$$

22) 본 연구에서는 회계이익과 과세소득의 차이(BTDIFF)는 세전이익과 과세표준의 차이를 나타낸다. 세전이익(book income: BI)은 순익계산서상의 법인세비용차감전순이익이고, 과세소득(taxable income: TI)은 상장기업의 사업보고서상 법인세등명세서의 과세표준을 나타낸다.

$$\begin{aligned}
 &+b_7GRW_{it} + b_8LEV_{it} + b_9SIZE_{it} \\
 &+b_{10}CARRY_{it} + b_{11}TAXCRET_{it} \\
 &+b_{12}KOSD * LARGE_{it} \\
 &+b_{13}KOSD * INSTITU_{it} \\
 &+b_{14}KOSD * FOR_{it} \\
 &+b_{15}KOSD * GOV_{it} \\
 &+b_{16}KOSD * OTHERC_{it} \\
 &+b_{17}YD_{it} + e_{it} \quad (2)
 \end{aligned}$$

여기에서,

- BTDIFF_{it}: i기업의 t년도 회계이익과 과세소득의 차이로 기초총자산으로 표준화함
- KOSD_{it}: i기업이 t년도에 코스닥기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수
- LARGE_{it}: i기업의 t년도 최대주주 지분율 (특수관계자 포함)
- INSTITU_{it}: i기업의 t년도 기관투자자비율 (=금융기관+증권회사+보험회사)
- FOR_{it}: i기업의 t년도 외국인투자자비율
- GOV_{it}: i기업의 t년도 정부 지분율 (=정부+정부관리기관)
- OTHERC_{it}: i기업의 t년도 기타법인 투자비율
- GRW_{it}: i기업의 t년도 총자산의 성장률
- LEV_{it}: i기업의 t년도 부채비율 (=총부채/총자산)
- SIZE_{it}: i기업의 t년도 Ln(매출액)
- CARRY_{it}: i기업이 t년도에 법인세등명세서 상 이월결손금이 있는 기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수

TAXCRET_{it}: i기업의 t년도 세액공제와 세액감면/기초총자산²³⁾

YD_{it}: 2000년이면 1이고, 아니면 0인 더미변수

식(1)과 식(2)에서 KOSD 변수는 코스닥기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수이다. 본 연구는 기업지배구조로 최대주주 지분율(LARGE), 기관투자자비율(INSTITU), 외국인투자자비율(FOR), 정부 지분율(GOV) 및 기타법인 투자비율(OTHERC) 변수를 이용하였다. 기타 통제변수로는 총자산의 성장률(GRW), 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 이월결손금(CARRY) 및 세액공제와 세액감면(TAXCRET) 변수를 모형식에 포함하였다. 또한 YD 변수는 경기변동상황과 세법개정에 따른 연도별 차이를 통제하기 위하여 모형에 포함하였다. YD 변수의 경우 2000년이면 1이고, 아니면 0인 더미변수이다.

본 연구는 식(1)과 식(2)의 회귀모형식을 이용하여 시장간 차이에 따라 회계이익과 과세소득의 차이 혹은 두 시장간 기업의 지배구조에 따라 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지를 검증하였다. 가설 1을 검증하기 위한 변수는 식(1)과 식(2)에서 KOSD 변수이다. KOSD의 회귀계수 b₁은 유의한 양(+)의 값으로 예상된다. 가설 2를 검증하기 위하여 식(1)과 식(2)에서는 기업지배구조(LARGE, INSTITU, FOR, GOV, OTHERC)를 모형식에 포함하였다. 본 연구에서 식(2)는 KOSD의 더미변수와 기업지배구조간의 상호작용변수(KOSD*LARGE, KOSD*INSTITU, KOSD*

23) TAXCRET 변수는 금융감독위원회 전자공시시스템에서 수집한 사업보고서상의 법인세등명세서에 보고된 세액공제와 세액감면을 이용하여 측정하였다.

FOR, KOSD*GOV, KOSD*OTHERC)를 모형식에서 하나의 설명변수로 되어 있다. 이들 변수를 이용하여 본 연구는 두 시장간 차이에 따른 회계이익과 과세소득의 차이(BTDIFF)가 다른지를 검증하는 것과 함께 시장간 차이와 기업지배구조간의 상호작용계수에도 차이가 있는지를 검증하였다.

5.2 표본의 선정

본 연구에서는 연구가설을 검증하기 위하여 1999년과 2000년을 표본으로 선정하였는데, 이 중에서 최종 표본은 다음과 같은 제 조건을 만족시키는 기업을 선정하였다.

- (1) 12월 31일이 결산일인 상장·등록기업
- (2) 금융업에 포함되지 않는 기업
- (3) 금융감독원 전자공시시스템에서 사업보고서상 법인세등명세서가 수집가능한 기업
- (4) 한국신용평가(주)와 한국상장회사협의회(주)의 데이터베이스에서 재무자료와 지분을 자료가 이용가능한 기업

본 연구에서의 검증기간은 IMF 외환위기 이후기간인 1999년과 2000년이다. 이 기간을 선택한 이유는 외환위기 기간의 경우 자본시장의 안정성이 확보되어 있지 않아서 재무제표 정보가 왜곡되어 있을 가능성이 있어 이를 배제하기 위함이다. 결산일이 12월 31일이고 비금융업인 기업을 선정 한 이유는 표본의 동질성을 높이기 위함이다. 본 연구는 회계이익과 과세소득의 차이 변수를 이용하기 위해

서 과세소득 자료는 금융감독원의 전자공시시스템을 통하여 사업보고서상 법인세등명세서에서 추출하였다. 분석에 필요한 거래소기업의 자료는 한국신용평가주식회사의 KIS-FAS 데이터베이스에서 추출하였고, 코스닥기업의 자료는 한국상장회사협의회 TS2000 웨어하우스에서 추출하였다. 본 연구는 12월 결산기업 중 법인세비용차감전순이익과 과세소득이 모두 양(+인) 기업을 대상으로 분석하였다.²⁴⁾ 각 변수에 대한 극단치 처리는 평균±(3*표준편차)에서 벗어나면 표본에서 제외하여 분석하였다. 최종 표본은 거래소기업 498개 기업-연 자료와 코스닥기업 513개 기업-연 자료를 이용하였다.

VI. 실증분석결과

6.1 기술통계

거래소기업과 코스닥기업에 대하여 변수들의 기술통계량은 <표 2>에 제시하였다. 두 시장간 변수에 대한 기술통계를 보면, 우선 거래소기업의 세전이익(BI)은 평균(중위수)이 0.079(0.059)이고 과세소득(TI)은 평균(중위수)이 0.081(0.061)이다. 따라서 회계이익과 과세소득의 차이(BTDIFF)는 거래소기업의 평균과 중위수가 각각 -0.002, -0.004로 회계이익에 비해 과세소득이 조금 높은 것으로 나타나고 있다. 반면에 코스닥기업의 세전이익은 평균(중위수)이 0.144(0.098)이고 과세소

24) 과세표준을 '0' 혹은 '음(-)'으로 보고한 기업은 결산서상의 당기순손실이 발생하여 상당부분 법인세등명세서 작성을 불성실하게 작성한 기업과 과세표준 이하 산출세액 계산과정에서 해당항목의 수치를 보고하지 않은 기업이 있어 이들 기업에 대해서는 자료에 대한 신뢰성에 문제가 있다고 판단하여 분석에서 제외하였다.

〈표 2〉 기술통계량

시 장 구 분	변 수	평 균	중위수	표준편차	최소값	최대값	표 본
거 래 소 기 업	BTDIFF	-0.002	-0.004	0.035	-0.116	0.340	498
	BI	0.079	0.059	0.072	0.001	0.574	498
	TI	0.081	0.061	0.068	0.000	0.498	498
	LARGE	0.312	0.301	0.181	0.000	0.877	498
	INSTITU	0.076	0.044	0.093	0.000	0.645	498
	FOR	0.078	0.017	0.142	0.000	0.993	498
	GOV	0.009	0.000	0.037	0.000	0.523	498
	OTHERC	0.197	0.145	0.167	0.000	0.882	498
	GRW	0.134	0.062	0.300	-0.590	2.493	498
	LEV	0.480	0.485	0.153	0.078	0.940	498
	SIZE	19.135	18.897	1.307	16.687	24.352	498
코 스 닥 기 업	BTDIFF	0.028	0.013	0.065	-0.253	0.492	513
	BI	0.144	0.098	0.141	0.003	1.391	513
	TI	0.116	0.086	0.108	0.001	0.898	513
	LARGE	0.484	0.475	0.193	0.000	1.000	513
	INSTITU	0.031	0.003	0.057	0.000	0.418	513
	FOR	0.040	0.000	0.131	0.000	0.999	513
	GOV	0.007	0.000	0.045	0.000	0.667	513
	OTHERC	0.105	0.037	0.158	0.000	0.878	513
	GRW	0.548	0.289	0.733	-0.713	4.881	513
	LEV	0.441	0.439	0.172	0.066	0.943	513
	SIZE	17.492	17.408	0.903	14.515	20.219	513

주1) 본 연구에서의 표본은 1999년부터 2000년까지 거래소기업과 코스닥기업으로 1,011개 기업을 분석함.

주2) 각 변수는 평균±(3*표준편차)에서 벗어나면 극단치로 보아 표본에서 제외하여 분석함.

주3) BTDIFF: 회계이익과 과세소득의 차이로 기초총자산으로 표준화함, BI: 회계이익(손익계산서상 법인세비용차감전순이익), TI: 과세소득(사업보고서상 법인세등명세서의 과세표준), LARGE: 최대주주 지분율(특수관계자 포함), INSTITU: 기관투자자지분율(=금융기관+증권회사+보험회사), FOR: 외국인투자자지분율, GOV: 정부지분율(=정부+정부관리기관), OTHERC: 기타법인 투자비율, GRW: 총자산의 성장률, LEV: 부채비율(=총부채/총자산), SIZE: Ln(매출액)임.

득은 평균(중위수)이 0.116(0.086)이다. 코스닥 기업의 BTDIFF는 평균과 중위수가 각각 0.028, 0.013으로 회계이익이 과세소득보다 높게 나타났다. 이러한 결과는 코스닥기업은 과세소득보다 회계이익을 증가시켜 보고하는 반면에 거래소기업은 회계이익을 과세소득에 일치시켜 보고한다는 것을 의미한다.

최대주주 지분율(LARGE)은 거래소기업의 경우 평균이 0.312이고, 코스닥기업은 평균이 0.484로 거래소기업보다 코스닥기업의 경우가 최대주주에게 소유지분이 더 집중된 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 코스닥등록기업의 경우 거래소상장기업에 비해 상장기간이 짧아서 주식의 분산 정도가 낮은 것을 의미한다. 기관투자자비율(INSTITU)은 거래소기업의 경우 평균 0.076이고 코스닥기업은 평균 0.031로 나타나 기관투자자들은 분석기간 중에 코스닥기업의 투자보다 거래소기업의 투자를 선호한 것으로 나타났다. 외국인투자자비율(FOR)은 거래소기업의 경우 평균 0.078이고 코스닥기업은 평균이 0.040으로 기관투자자와 비슷하게 외국인 투자자들도 코스닥기업보다 거래소기업에 주로 투자한 것으로 나타났다.

정부 지분율(GOV)은 거래소기업의 경우 평균 0.009이고 코스닥기업은 평균 0.007로 비슷하여 거래소와 코스닥기업 모두에서 정부의 투자비율은 저조한 것으로 나타났다. 기타법인의 투자비율(OTHERC)은 거래소기업의 경우 평균이 0.197이고 코스닥기업은 평균이 0.105로 나타나 법인기업들은 성장성 위주의 코스닥기업에 대한 투자보다 안정성 위주의 거래소기업에 대해서 주로 투자한 것으로 나타났다.

총자산의 성장률(GRW)은 거래소기업의 경우 평균 0.134이고 코스닥기업은 평균이 0.548로 거래

소기업에 비해 코스닥기업의 총자산에 대한 성장률이 4배 정도 더 높은 것으로 나타났다. 부채비율(LEV)은 거래소기업의 경우 평균이 0.480이고 코스닥기업은 평균이 0.441로 코스닥기업에 비해 거래소기업의 부채비율이 더 높게 나타나고 있다. 본 연구에서 기업규모(SIZE) 변수는 매출액에 자연로그를 취하여 계산하였다. 기업규모는 거래소기업의 경우 평균이 19.135이고 코스닥기업은 평균이 17.492로 예상대로 거래소기업에 비해 코스닥기업의 기업규모는 더 작은 것으로 나타나고 있다.

주요 변수간 피어슨 상관계수는 <표 3>에 제시되어 있다. BTDIFF와 LARGE, BTDIFF와 FOR 간에는 각각 양(+)과 음(-)의 방향으로 유의한 관련성을 갖는데 반면, BTDIFF와 INSTITU, BTDIFF와 GOV, BTDIFF와 OTHERC간에는 유의한 관련성을 보이지 않는다. 이는 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 경영자가 회계이익을 과세소득에 비해 높게 보고하는 것을 의미하며, 회계이익이 과세소득에 비해 높은 기업일수록 외국인투자자비율이 감소되는 것을 나타낸다. 이러한 결과는 BTDIFF와 FOR간의 관계보다 BTDIFF와 LARGE간의 관계에서 더 뚜렷한 관련성이 있는 것으로 나타났다.

BTDIFF와 유의한 관련성이 있는 기타의 변수는 GRW, LEV 및 SIZE로 모두 체계적인 관련성을 보인다. BTDIFF와 GRW간의 상관계수는 0.2780으로 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 총자산의 성장률이 높은 기업일수록 회계이익을 과세소득에 비해 높게 보고하는 경향이 있다. BTDIFF와 LEV간의 상관계수는 -0.1707로 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 부채비율이 낮은 기업일수록 회계이익을 과세소득에 비해 높게 보고하는 것으로 나타났다. 이러

〈표 3〉 주요 변수간 상관관계분석

변 수	BTDIFF	LARGE	INSTITU	FOR	GOV	OTHERC	GRW	LEV	SIZE
BTDIFF	1.0000 p=0.000	0.1254 (0.000)	-0.0168 (0.595)	-0.0688 (0.029)	-0.0337 (0.284)	-0.0463 (0.141)	0.2780 (0.000)	-0.1707 (0.000)	-0.1774 (0.000)
LARGE		1.0000	-0.1813 (0.000)	-0.0881 (0.005)	-0.0342 (0.278)	0.0098 (0.754)	0.0454 (0.150)	-0.1136 (0.000)	-0.3158 (0.000)
INSTITU			1.0000	0.1019 (0.001)	-0.0017 (0.957)	0.0115 (0.714)	-0.0115 (0.714)	0.0062 (0.844)	0.3669 (0.000)
FOR				1.0000	0.0177 (0.574)	0.0192 (0.542)	-0.0094 (0.764)	0.0333 (0.290)	0.2723 (0.000)
GOV					1.0000	-0.0090 (0.775)	-0.0194 (0.537)	-0.0289 (0.359)	0.0769 (0.014)
OTHERC						1.0000	-0.0582 (0.064)	0.0605 (0.055)	0.2826 (0.000)
GRW							1.0000	-0.3313 (0.000)	-0.3041 (0.000)
LEV								1.0000	0.3408 (0.000)
SIZE									1.0000

주1) 상관계수는 피어슨 상관계수이고, 괄호안의 수치는 p값임(양측검증).

주2) 본 연구에서의 표본은 1999년부터 2000년까지 거래소기업과 코스닥기업으로 1,011개 기업을 분석함.

주3) 각 변수는 평균±(3*표준편차)에서 벗어나면 극단치로 보아 표본에서 제외하여 분석함.

주4) BTDIFF: 회계이익과 과세소득의 차이로 기초총자산으로 표준화함, KOSD: 코스닥기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수, LARGE: 최대주주 지분율(특수관계자 포함), INSTITU: 기관투자자비율(=금융기관+증권회사+보험회사), FOR: 외국인투자자비율, GOV: 정부 지분율(=정부+정부관리기관), OTHERC: 기타법인 투자비율, GRW: 총자산의 성장률, LEV: 부채비율(=총부채/총자산), SIZE: Ln(매출액)임.

한 결과는 Mills and Newberry(2001)의 결과와는 상반된 결과이다. Mills and Newberry에 의하면, 미국의 경우 부채계약(debt covenant)이 존재하여 회계이익을 과세소득에 비해 낮게 보고하면 부채계약의 위반 가능성이 증가한다고 한다. 그러나 우리 나라의 경우 미국의 부채계약과 같은 엄

격한 차입조건이 존재하지 않기 때문에 BTDIFF와 LEV간에 유의한 양(+)의 관련성이 관찰되지 않는 것으로 보여진다. 이러한 BTDIFF와 LEV간에 유의한 음(-)의 관련성은 고종권(2002)의 연구에서 보고된 결과와도 일치한다. BTDIFF와 SIZE간의 상관계수는 -0.1774로 유의한 음(-)의

관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 기업규모가 작은 기업일수록 회계이익을 과세소득에 비해 높게 보고하는 경향이 있다. Watts and Zimmerman (1986)은 기업의 규모가 클수록 정치적 표적이 될 가능성이 증가되므로 이에 따른 정치적 비용의 부담 증가는 경영자에게 회계이익을 낮게 보고하는 회계처리방법을 선택하도록 할 유인을 제공한다고 보고하였다. 우리 나라에서도 기업규모가 큰 기업일수록 회계이익을 과세소득보다 낮추어 보고한 것으로 보여진다.

BTDIFF와 GRW, LEV 및 SIZE 변수는 유의한 관련성이 있는 것으로 나타나 이들 변수를 모형식에 통제변수로 포함하여 분석할 필요가 있다. 또한 특이한 점은 SIZE 변수의 경우 기타의 모든 변수와 유의한 관련성이 있다는 점이다. 즉, 기업규모가 큰 기업일수록 기관투자자비율(INSTITU), 외국인투자자비율(FOR), 정부 지분율(GOV), 기타법인 투자비율(OTHERC) 및 부채비율(LEV)이 증가하는 것으로 나타났고, 최대주주 지분율(LARGE)과 총자산의 성장률(GRW)은 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 투자자집단이 기업규모가 작은 기업보다는 큰 기업에 대해서 투자를 선호하는 경향이 있으며, 기업규모가 클수록 기업의 차입 의존도가 증가하고 성장성이 둔화되는 것을 의미한다.

INSTITU과 FOR간에는 1%수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기관투자자와 외국인투자자들이 우리 나라 상장·등록법인에 대한 투자패턴이 비슷한 것을 나타낸다. 그러나 LARGE와 INSTITU 혹은

LARGE와 FOR간에는 각각 1%수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 기업의 통제권이 소수에 의해 집중된 소유구조 형태의 기업이므로 기관투자자와 외국인투자자들은 이러한 소유구조가 집중된 기업보다 소유구조가 분산된 기업에 대하여 투자를 선호하는 경향이 있음을 의미한다.

6.2 단일변량분석

거래소기업과 코스닥기업간에 주요 변수간 차이 검증 결과는 <표 4>에 제시되어 있다. 거래소기업과 코스닥기업간의 세전이익(BI) 혹은 과세소득(TI)은 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의하게 거래소기업에 비해 코스닥기업이 회계이익과 과세소득 모두 높게 나타났다. 거래소기업과 코스닥기업의 BTDIFF간에는 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의하게 거래소기업에 비해 코스닥기업이 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 것으로 나타났다.²⁵⁾

최대주주 지분율(LARGE)은 평균과 중위수 모두 거래소기업에 비해 코스닥기업이 높고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 차이로 나타나고 있다. 즉, 거래소기업에 비해 코스닥기업은 최대주주에 의해 집중된 소유구조 형태를 가진다. 한편 기관투자자비율(INSTITU)은 평균과 중위수 모두 코스닥기업에 비해 거래소기업이 높고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 차이를 보인다. 외국인투자자비율(FOR)과 기타법인 투자비율(OTHERC)도 기관

25) 이러한 결과는 다시 말해서, 거래소기업이 코스닥기업에 비해 회계이익을 과세소득보다 낮게 보고하는 경향이 있다고 해석될 수 있다. 그러나 보수주의 원칙에서 보면, 과세소득에 비해 회계이익을 낮추어 보고하는 것은 외부정보이용자 입장에서 보다 심각한 문제를 일으키지 않기에 본 연구에서는 설명의 편의상 회계이익을 과세소득에 비해 높게 보고하는 경우를 중심으로 설명한다.

〈표 4〉 두 시장간 주요 변수에 대한 차이검증

변 수	거래소		코스닥		t-검증	Wilcoxon-부호순위검증
	평 균	중위수	평 균	중위수		
BI	0.079	0.059	0.144	0.098	-9.35(0.000)	-9.1224(0.000)
TI	0.081	0.061	0.116	0.086	-6.27(0.000)	-5.9989(0.000)
BTDIFF	-0.002	-0.004	0.028	0.013	-9.20(0.000)	-9.3070(0.000)
LARGE	0.312	0.301	0.484	0.475	-14.56(0.000)	-13.0400(0.000)
INSTITU	0.076	0.044	0.031	0.003	9.12(0.000)	12.3392(0.000)
FOR	0.078	0.017	0.040	0.000	4.38(0.000)	11.2276(0.000)
GOV	0.009	0.000	0.007	0.000	1.10(0.270)	3.5143(0.000)
OTHERC	0.197	0.145	0.105	0.037	9.00(0.000)	3.7726(0.000)
GRW	0.134	0.062	0.548	0.289	-11.82(0.000)	-13.0550(0.000)
LEV	0.480	0.485	0.441	0.439	23.18(0.000)	12.2322(0.000)
SIZE	19.135	18.897	17.492	17.408	3.82(0.000)	20.2890(0.000)
NI	0.056	0.042	0.109	0.076	-10.10(0.000)	-9.9322(0.000)
CFO	0.080	0.071	0.055	0.060	2.79(0.005)	2.5973(0.009)
TA	-0.024	-0.022	0.054	0.020	-8.73(0.000)	-8.0249(0.000)
표 본 수	498		513			

주1) 본 연구에서의 표본은 1999년부터 2000년까지 거래소기업과 코스닥기업으로 1,011개 기업을 분석함.

주2) 각 변수는 평균±(3*표준편차)에서 벗어나면 극단치로 보아 표본에서 제외하여 분석함.

주3) BTDIFF: 회계이익과 과세소득의 차이로 기초총자산으로 표준화함. BI: 회계이익(손익계산서상 법인세비용차감전순이익), TI: 과세소득(사업보고서상 법인세등명세서의 과세표준), LARGE: 최대주주 지분율(특수관계자 포함), INSTITU: 기관투자자비율(=금융기관+증권회사+보험회사), FOR: 외국인투자자비율, GOV: 정부지분율(=정부+정부관리기관), OTHERC: 기타법인 투자비율, GRW: 총자산의 성장률, LEV: 부채비율(=총부채/총자산), SIZE: Ln(매출액)임.

주4) 괄호 속의 수치는 p값임(양측검증).

투자자비율과 같이 평균과 중위수 모두 코스닥기업에 비해 거래소기업이 높고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 차이로 나타났다. 정부 지분율(GOV)의 경우 거래소기업과 코스닥기업간 평균에서는 유의한 차이를 보이지 않지

만 중위수는 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. 기업규모(SIZE)는 일반적으로 예상할 수 있듯이 평균과 중위수 모두 거래소기업이 코스닥기업보다 월등히 큰 것으로 나타나고 있다. 기업의 성장성을 나타내는 총자산의 성장률(GRW)은 평균과 중위

수 모두 거래소기업에 비해 코스닥기업이 높고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 차이로 나타났다. 이러한 결과는 1999년과 2000년에 있어 거래소기업에 비해 코스닥기업은 벤처기업에 대한 투자 열풍으로 소액주주로 구성된 개인투자자들에 의해 코스닥증권시장에서 활발한 자금조달이 이루어져 총자산의 성장률이 증가된 것으로 보여진다. 부채비율(LEV)은 평균과 중위수 모두 거래소기업에 비해 코스닥기업이 낮고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 차이로 나타났다. 이는 본 분석기간 중에 있어 코스닥기업보다 거래소기업이 금융기관 등을 통한 간접금융에 의한 자금조달로 부채차입의존도가 높은 반면에 거래소기업보다 코스닥기업은 코스닥시장에서의 직접금융을 통한 증자활동이 활발하게 이루어져서 나타난 결과로 보인다.

본 연구의 분석대상기간에서 기초총자산 대비 당기순이익은 거래소기업의 경우 평균(중위수)이 0.056(0.042)이고, 코스닥기업은 평균(중위수)이 0.109(0.076)이다. 거래소기업에 비해 코스닥기업이 기초총자산순이익률이 양호한 것으로 나타나고 있다. 그러나 영업현금흐름(CFO)은 거래소의 경우 평균(중위수)이 0.080(0.071)이고, 코스닥기업은 평균(중위수)이 0.055(0.060)이다. 당기순이익과는 반대로 영업현금흐름은 거래소기업에 비해 코스닥기업이 덜 양호한 것으로 나타나고 있다.

NI에서 CFO를 차감하여 계산한 총발생(total accruals: TA)은 거래소기업의 경우 평균(중위수)이 -0.024(-0.022)로 음(-)의 값을 갖는데 반해 코스닥기업의 경우는 평균(중위수)이 0.054

(0.020)로 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다.²⁶⁾ 총발생에 대하여 두 시장간에 차이가 있는지를 분석한 결과, 평균과 중위수 모두 거래소기업에 비해 코스닥기업이 높고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 차이가 있다. 즉, 거래소기업에 비해 코스닥기업은 영업현금흐름이 저조한 경우 총발생을 이용하여 이익을 조정할 유인이 더 강한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 윤순석(1998, 2001)의 선행연구에서 밝혀진 것처럼 일반적으로 기업의 영업현금흐름에 따라 발생액을 조정하려는 경영자의 유인이 거래소기업보다 코스닥기업에서 더 강한 것을 의미한다.

거래소기업과 코스닥기업 각각에 대하여 연도별로 회계이익과 과세소득의 차이(BTDIFF)에 대하여 '0'과 차이를 검증한 결과는 <표 5>에 제시되어 있다. 거래소기업의 경우 1999년도 BTDIFF는 평균과 중위수 모두 '0'과 유의한 차이를 보이지 않는다. 그러나 코스닥기업의 경우 1999년도 BTDIFF는 평균과 중위수 모두 '0'과 1%수준에서 유의한 양(+)의 차이가 있는 것으로 나타났다. 2000년에 거래소기업의 BTDIFF는 평균과 중위수 모두 '0'과 유의한 음(-)의 차이로 나타났다. 그러나 2000년에 코스닥기업의 BTDIFF는 평균과 중위수 모두 '0'과 1%수준에서 유의한 양(+)의 차이로 나타나고 있다.

1999년과 2000년도를 통합하여 분석한 결과, 거래소기업의 BTDIFF는 평균에 대한 t-검증 결과에서는 '0'과 유의한 차이를 보이지 않지만 중위수에 대한 Wilcoxon부호순위검증의 경우 1%수준에서 유의한 음(-)의 차이로 나타났다. 반면에 코스닥기업의 BTDIFF는 통합하여 분석한 경우도

26) 윤순석(1998)은 영업현금흐름이 음수인 집단이 당기순이익을 양수로 변환시키는 이익조정을 한다고 보고한 바 있다.

〈표 5〉 연도별 BTDIFF에 대한 '0'과의 차이검증

구 분	거래소기업				코스닥기업			
	평균	중위수	t-검증	Wilcoxon 부호순위검증	평균	중위수	t-검증	Wilcoxon 부호순위검증
1999년	0.002	-0.002	0.91 (0.363)	1.000 (0.317)	0.039	0.021	7.73 (0.000)	7.365 (0.000)
표본수	238				225			
2000년	-0.006	-0.005	-3.14 (0.002)	-4.177 (0.000)	0.020	0.009	6.16 (0.000)	5.812 (0.000)
표본수	260				288			
통 합	-0.002	-0.004	-1.29 (0.197)	-3.716 (0.000)	0.028	0.012	9.79 (0.000)	9.293 (0.000)
표본수	498				513			

주1) 변수는 평균±(3*표준편차)에서 벗어나면 극단치로 보아 표본에서 제외하여 분석함.
 주2) 괄호 속의 수치는 p값임(양측검증).

연도별 결과와 같이 평균과 중위수 모두 '0'과 1% 수준에서 유의한 양(+)의 차이로 나타났다. Clody et al.(1996)과 Mills and Newberry(2001)는 주식공개 기업은 주식비공개 기업에 비해 자본시장 압력이 높아서 과세소득보다 회계이익을 높게 보고한다고 보고하였다. 그러나 본 연구결과에 따르면, 주식이 공개된 상장·등록법인이라도 두 시장에 따라 자본시장압력이 다른 것으로 나타났다. 즉, 우리 나라 코스닥기업은 거래소기업에 비해 회계이익을 과세소득보다 높게 보고하는 경향이 더 강한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 거래소기업에 비해 코스닥기업의 경우 자본시장압력이 상대적으로 더 높다는 것을 의미한다. 따라서 거래소기업에 비해

코스닥기업의 경영자는 이익을 상향조정할 유인이 강하고 이 경우 회계이익이 과세소득보다 높게 나타난 것으로 보여진다. 반면에 코스닥기업에 비해 거래소기업의 경영자는 회계이익을 과세소득에 일치시켜 보고하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 코스닥기업에 비해 거래소기업의 경우 상대적으로 자본시장압력이 낮거나 법인세최소화를 위한 유인이 더 강하여 회계이익을 과세소득에 일치시키는 세무전략을 수행한 것으로 보여진다.²⁷⁾ 또한 중위수를 기준으로 거래소기업의 경우를 보면 회계이익에 비해 과세소득이 유의하게 낮은 것으로 나타나고 있는데, 거래소기업의 경영자가 회계이익에 비해 과세소득을 높게 혹은 과세소득에 비해 회

27) 경영자가 회계이익과 과세소득을 일치(conformity)시켜 보고하면 이익을 상향조정하여 회계이익을 높이고 과세소득을 일치시켰는지 혹은 이익을 하향조정하여 회계이익을 낮추고 과세소득에 일치시켰는지에 대하여 외부정보이용자들 혹은 과세당국은 잘 구분되지 않는다(Guenther and Sansing, 2000).

계이익을 낮게 보고한다는 점은 거래소기업의 경우 자본시장압력에 대한 효과보다 과세당국의 세무조사압력에 대한 효과가 더 크게 영향을 미치는 것으로 보인다.

회계이익과 과세소득의 차이(BTDIFF)가 두 시장간에 차이가 있는지를 검증한 결과는 <표 6>에 제시되어 있다.²⁸⁾ 거래소기업과 코스닥 일반기업의 BTDIFF간에는 평균과 중위수 모두 거래소기업에 비해 코스닥 일반기업의 BTDIFF가 높고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 양(+)의 차이로 나타났다. 또한 거래소기업과 코스닥 벤처기업의 BTDIFF간에는 평균과 중위수 모두 거래소기업에 비해 코스닥 벤처기업의 BTDIFF가 높고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다.

거래소와 코스닥 일반기업과 코스닥 벤처기업의

BTDIFF간에는 평균과 중위수 모두 거래소와 코스닥 일반기업에 비해 코스닥 벤처기업의 BTDIFF가 높고 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증 모두 1%수준에서 유의한 양(+)의 차이가 있다. 그러나 코스닥시장에 등록된 코스닥 일반기업과 코스닥 벤처기업의 BTDIFF간에는 평균과 중위수 모두 t-검증과 Wilcoxon부호순위검증에서 유의한 차이를 보이지 않는다. 이러한 결과는 코스닥기업의 일반기업과 벤처기업에 따라 경영자가 회계이익과 과세소득을 보고할 때 차이가 있기보다는 거래소기업과 코스닥기업의 시장간 차이에 따라 경영자가 회계이익과 과세소득을 보고할 때 차이가 있다는 것을 의미한다. 따라서 이후 분석에서는 코스닥기업의 일반기업과 벤처기업을 따로 구분하기 않고 거래소기업과 코스닥기업간을 비교하여 분석한다.

이상의 결과를 종합하여 볼 때, 거래소기업과 코

<표 6> 시장간 BTDIFF의 차이검증

구 분	거래소	코스닥 일반	차이검증*	거래소	코스닥 벤처	차이검증
평 균	-0.002	0.026	-8.05(0.000)	-0.002	0.031	-5.72(0.000)
중위수	-0.004	0.013	-8.61(0.000)	-0.004	0.011	-6.31(0.000)
표본수	498	320		498	193	
구 분	거래소와 코스닥 일반	코스닥 벤처	차이검증	코스닥 일반	코스닥 벤처	차이검증
평 균	0.009	0.031	-3.88(0.000)	0.026	0.031	-0.88(0.381)
중위수	0.000	0.011	-4.13(0.000)	0.013	0.011	-0.13(0.894)
표본수	818	193		320	193	

주1) * : 차이검증은 평균이면 t-검증, 중위수이면 Wilcoxon부호순위검증을 나타냄.

주2) 괄호 속의 수치는 p값임(양측검증).

28) 본 연구에서는 코스닥기업을 일반기업과 벤처기업으로 구분하여 분석하였다. 이렇게 한 이유는 코스닥기업들 중 일반기업은 거래소기업과 비슷한 업종과 특성을 갖는 기업이 많을 수 있어 같은 기업집단으로 볼 수 있는 반면에 코스닥기업들 중 벤처기업은 거래소기업 혹은 코스닥기업의 일반기업과는 기업특성이 다를 수 있기 때문이다.

스닥기업의 경영자는 회계이익과 과세소득을 보고할 때 차이가 있으며, 코스닥기업은 거래소기업에 비해 회계이익을 과세소득보다 높게 보고하는 것으로 나타났다. 반면에 거래소기업은 회계이익을 과세소득과 일치시키거나 회계이익을 과세소득보다 낮게 보고하는 것으로 나타났다.

6.3 다변량분석

회계이익과 과세소득의 차이에 영향을 미칠 것으로 예상되는 일정변수를 통제한 후 가설 1과 가설 2를 검증하기 위하여 식(1)과 식(2)의 모형식을 이용하였다. 식(1)과 식(2)에 대한 회귀분석결과는 <표 7>과 <표 8>에 제시되어 있다. <표 7>과 <표 8>에서는 기업지배구조 변수에 KOSD의 더미변수를 곱한 상호작용변수 포함여부에 따라 독립적인 경우(independent)와 상호의존적인 경우(interactive)로 구분하여 검증결과를 제시하였다. 본 연구에서 <표 7>과 <표 8>이 다른 점은 <표 7>은 독립변수에 KOSD변수가 포함된 회귀분석결과이고, <표 8>은 KOSD변수가 제외된 회귀분석결과이다. <표 7>은 가설 1을 검증한 결과이고, <표 8>은 가설 2를 검증한 결과이다.²⁹⁾

<표 7>에서 F-값은 독립적이거나 상호의존적인 경우 모두 통계적으로 유의한 것으로 나타나 모형 설정은 적합한 것으로 판단된다. 모형의 설명력(수정된 R²)은 13%에서 20% 정도로 나타나 양호한

편이다. 주요 관심변수는 KOSD 변수로 코스닥기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수이다. 본 연구에서는 두 시장간에 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지를 검증하기 위하여 모형식에서 KOSD 변수를 하나의 설명변수로 포함시켰다. 독립적인 경우인 추정모형 1부터 3까지의 결과와 상호작용변수가 포함된 상호의존적인 경우인 추정모형 4부터 6까지의 결과 모두 일정변수를 통제한 후에도 KOSD의 회귀계수 b₁이 1%수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이러한 결과는 거래소기업에 비해 코스닥기업이 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 경향이 있음을 나타내며, <표 4>의 결과와 일치한다. 또한 이러한 결과는 재량적 발생을 이용하여 거래소기업과 코스닥기업간 차이를 분석한 윤순석(2001)의 결과와도 일치하는 것이다.³⁰⁾ Phillips et al.(2001)은 경영자가 이익을 조정하면 회계이익과 과세소득의 차이에 반영된다고 보고하였다. 따라서 이러한 현상은 두 시장간 차이 혹은 재무보고환경의 차이에 따라 경영자의 이익조정 유인이 같지 않음을 의미한다.

기타 BTDIFF와 유의한 관련성을 보이는 통제변수로는 일관되게 이월결손금이 있는 기업(CARRY), 세액공제와 세액감면(TAXCRET), 총자산의 성장률(GRW), 부채비율(LEV) 변수 등이다. BTDIFF와 CARRY간에는 추정모형에 상관없이 1%수준에서 모두 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 Maydew(1997)에서 보고

29) <표 7>의 추정모형 1부터 6까지에 대하여 다중공선성이 있는지를 VIF(variation inflation factor)로 체크해 보았지만 10 이하로 심각하지는 않은 것으로 나타났다. 그러나 KOSD와 LARGE 변수간에는 상관계수가 0.4166으로 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. KOSD와 LARGE 변수를 모형식에 같이 포함시켜 분석하면 BTDIFF와 LARGE간에는 유의한 관련성이 나타나지 않는다. 이러한 결과는 LARGE가 BTDIFF에 미치는 영향에 비해 KOSD가 BTDIFF에 미치는 영향이 더 큰 것에 기인한 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 가설 2의 경우 KOSD와 LARGE 변수간에 존재할 수 있는 다중공선성의 영향을 배제한 후 검증결과를 살펴보기 위하여 KOSD의 설명변수가 제외된 <표 8>의 회귀분석결과로 논의한다.

30) 윤순석(2001)은 거래소기업보다 코스닥기업이 재량적 발생을 이용한 이익조정행위가 더 강한 것으로 보고한 바 있다.

〈표 7〉 BTDIFF와 두 시간간 차이에 대한 회귀분석결과

변수	독립적(independent)			상호의존적(interactive)		
	추정모형1	추정모형2	추정모형3	추정모형4	추정모형5	추정모형6
절편	-0.032059 (-1.058)	-0.015096 (-0.499)	0.008680 (0.318)	-0.018500 (-0.594)	-0.005177 (-0.167)	0.023406 (0.829)
KOSD	0.026400 (5.908)***	0.028231 (6.349)***	0.020290 (4.922)***	0.024840 (2.789)***	0.025987 (2.941)***	0.017710 (2.231)**
LARGE	0.006100 (0.694)	0.004651 (0.534)	0.011176 (1.452)	0.00065 (0.050)	0.000462 (0.035)	0.003161 (0.289)
INSTITU	0.017456 (0.789)	0.026056 (1.184)	0.030807 (1.628)*	0.023583 (0.899)	0.027823 (1.069)	0.037051 (1.689)*
FOR	-0.020665 (-1.703)*	-0.014875 (-1.230)	-0.005592 (-0.524)	0.011050 (0.654)	0.012307 (0.735)	0.016622 (1.179)
GOV	-0.033420 (-0.855)	-0.038335 (-0.989)	-0.031588 (-0.970)	-0.039172 (-0.629)	-0.041184 (-0.667)	-0.031929 (-0.619)
OTHERC	0.004798 (0.470)	0.004558 (0.451)	-0.006067 (-0.681)	-0.002537 (-0.173)	-0.003826 (-0.263)	-0.003600 (-0.295)
KOSD*LARGE				0.007244 (0.409)	0.006075 (0.346)	0.012865 (0.832)
KOSD*INSTITU				-0.030624 (-0.641)	-0.017374 (-0.366)	-0.020805 (-0.492)
KOSD*FOR				-0.064788 (-2.704)***	-0.056228 (-2.359)**	-0.050276 (-2.353)**
KOSD*GOV				0.009369 (0.118)	0.005309 (0.067)	0.000305 (0.005)
KOSD*OTHERC				0.019510 (0.963)	0.020595 (1.025)	-0.001464 (-0.082)
CARRY			0.637095 (4.573)***			0.622326 (4.465)***
TAXCRET		-0.845967 (-4.428)***	-1.367638 (-7.333)***		-0.800976 (-4.171)***	-1.328076 (-7.089)***
GRW	0.015479 (5.069)***	0.021630 (6.497)***	0.024903 (8.282)***	0.015726 (5.108)***	0.021430 (6.405)***	0.024870 (8.230)***
LEV	-0.039449 (-3.562)***	-0.047072 (-4.238)**	-0.044842 (-4.493)***	-0.036149 (-3.250)***	-0.043880 (-3.922)***	-0.041403 (-4.108)***
SIZE	0.002715 (1.609)	0.002079 (1.239)	0.000654 (0.432)	0.001940 (1.113)	0.001517 (0.876)	-0.000213 (-0.135)
YD	-0.013953 (-4.282)***	-0.013973 (-4.328)***	-0.012245 (-4.319)***	-0.014148 (-4.330)***	-0.014127 (-4.359)***	-0.012316 (-4.324)***
F-값	16.71820***	17.26392***	19.46177***	11.83242***	12.35752***	14.15665***
수정된 R ²	0.13467	0.15048	0.19527	0.13852	0.15249	0.19677
표본수	1,011	1,011	1,011	1,011	1,011	1,011

주1) BTDIFF: 회계이익과 과세소득의 차이/기초총자산, KOSD: 코스닥기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수, LARGE: 최대주주 지분율(특수관계자 포함), INSTITU: 기관투자자비율(=금융기관+증권회사+보험회사), FOR: 외국인투자비율, GOV: 정부 지분율(=정부+정부관리기관), OTHERC: 기타법인 투자비율, CARRY: 이월결손금이 있는 기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수, TAXCRET: 세액공제와 세액감면/기초총자산, GRW: 총자산의 성장률, LEV: 부채비율(=총부채/총자산), SIZE: Ln(매출액) 및 YD: 2000년이면 1이고, 아니면 0인 더미변수임.

주2) 본 연구에서의 표본은 1999년과 2000년도 거래소기업과 코스닥기업이고, 각 변수는 평균±(3*표준편차)에서 벗어나면 극단치로 보아 표본에서 제외하여 분석함.

주3) 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

한 이월결손금이 있는 기업들은 이익을 증가시켜 보고할 유인이 있다는 결과와 일치하는 것이다. 즉, 이월결손금이 있는 기업일수록 경영자는 과세소득에 비해 회계이익을 증가시켜 보고하는 경향이 강한 것을 나타낸다.

BTDIFF와 TAXCRET간에는 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 회계이익과 과세소득의 차이가 적다는 것이 상대적으로 과세소득이 많아서 납부해야 할 법인세가 많다는 것을 의미하므로 이때에는 세액공제와 세액감면을 많이 받음으로써 법인세를 많이 납부하게 되는 것을 회피한다는 것을 의미한다.

BTDIFF와 GRW간에는 1%수준에서 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 성장성이 높은 기업일수록 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 경향이 있음을 의미한다. BTDIFF와 LEV간에는 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Mills and Newberry(2001)의 결과와 일치하지 않는데 반해 고종권(2002)의 결과와는 일치한다. Mills and Newberry는 부채비율이 높은 기업일수록 과세소득에 비해 회계이익을 높게 보고하는 경향이 강한 것으로 보고하였다. 따라서 그들은 부채비율이 부채계약의 위반가능성이 있는 기업을 나타내는 대응치로서 적합성이 있는 것으로 보고하였다. 그러나 본 검증결과에 따르면 Mills and Newberry와는 달리 부채비율이 높은 기업일수록 과세소득에 비해 회계이익을 낮추어 보고하는 경향이 강한 것으로 나타나고 있다. 이러한 현상은 우리 나라의 경우 미국과 달리 엄격한 부채계약과 같은 차입조건이

적으며, 지급이자 손금불산입 규정에 의하여 부채비율이 높은 기업의 경우에 많은 지급이자가 손금불산입됨으로써 회계이익에 비해 과세소득이 증가하는 경우가 발생하기 때문인 것으로 생각된다.³¹⁾ 또한 재량적 발생을 이용한 윤순석(2001)의 결과에서도 부채비율과 재량적 발생간에는 유의한 음(-)의 관련성을 보고하였다.

〈표 8〉에서 F-값은 독립적이거나 상호의존적인 경우 모두에서 통계적으로 유의한 것으로 나타나 모형설정상상의 문제는 없는 것으로 보여진다. 모형의 설명력(수정된 R²)은 10%에서 19% 정도로 나타나고 있다. 주요 관심변수인 최대주주 지분율(LARGE)의 회귀계수를 보면, 상호작용변수가 제외된 추정모형 1부터 3까지 전체기업(거래소기업과 코스닥기업)의 경우 BTDIFF와 LARGE간에는 1%수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 즉, 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 것을 나타낸다. 이러한 현상은 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 경영자는 회계이익을 증가시키는 방향으로 조정하려는 경향이 강한 것을 의미한다. 또한 이러한 결과는 최대주주의 지분율이 높을수록 기업가치에 유리하다고 보는 견해인 이해관계자간 관심수렴가설과는 일치하지 않는다(Jensen and Meckling, 1976; Klassen, 1997). 그러나 최대주주의 지분율이 높을수록 외부투자자에게 불리하다고 보는 견해인 지배주주의 소액주주에 대한 이익침해가설과 일치한다(La Porta et al., 1998, 1999, 2000; Leuz et al., 2001). La Porta et al.은 우리 나라와 같은 대륙법체계를 따르는

31) 신현걸(2002)에 의하면, 우리 나라 상장기업 중 약 55%의 기업에서 지급이자 손금불산입이 발생하며 평균 지급이자 손금불산입액은 약 22억원이었다.

(표 8) BTDIFF와 두 시장간 기업지배구조의 차이에 대한 회귀분석결과

변수	모형	독립적(independent)			상호의존적(interactive)		
		추정모형1	추정모형2	추정모형3	추정모형4	추정모형5	추정모형6
절편		0.040291 (1.429)	0.059341 (2.086)**	0.068442 (2.768)***	0.002762 (0.091)	0.016753 (0.553)	0.041154 (1.515)
LARGE		0.024212 (2.893)***	0.024045 (2.892)***	0.024687 (3.390)***	-0.013705 (-1.127)	-0.014545 (-1.206)	-0.006035 (-0.594)
INSTITU		0.006567 (0.293)	0.013366 (0.598)	0.026928 (1.406)	0.011771 (0.453)	0.015385 (0.597)	0.031209 (1.430)
FOR		-0.019765 (-1.602)	-0.014693 (-1.192)	-0.004798 (-0.444)	0.007972 (0.471)	0.009063 (0.540)	0.015491 (1.097)
GOV		-0.029291 (-0.737)	-0.033303 (-0.843)	-0.025940 (-0.787)	-0.051791 (-0.831)	-0.054328 (-0.879)	-0.038829 (-0.753)
OTHERC		-0.007001 (-0.688)	-0.007918 (-0.783)	-0.015132 (-1.713)*	-0.009639 (-0.666)	-0.011220 (-0.781)	-0.007242 (-0.597)
KOSD*LARGE					0.044318 (3.781)***	0.044848 (3.856)***	0.039388 (3.972)***
KOSD*INSTITU					0.006370 (0.138)	0.021000 (0.458)	0.004068 (0.099)
KOSD*FOR					-0.054373 (-2.292)**	-0.045531 (-1.926)*	-0.044206 (-2.081)**
KOSD*GOV					0.030234 (0.380)	0.027205 (0.344)	0.012239 (0.185)
KOSD*OTHERC					0.032203 (1.625)*	0.033838 (1.721)*	0.004394 (0.247)
CARRY				0.611919 (4.339)***			0.612240 (4.385)***
TAXCRET				-0.733225 (-3.781)***	-0.011137 (-6.871)***		-0.783404 (-4.066)***
GRW		0.020977 (7.093)***	0.026638 (8.078)***	0.028177 (9.487)***	0.017254 (5.675)***	0.022902 (6.896)***	0.025827 (8.615)***
LEV		-0.027171 (-2.457)**	-0.033040 (-2.977)***	-0.033717 (-3.425)***	-0.034177 (-3.068)***	-0.041650 (-3.717)***	-0.039516 (-3.926)***
SIZE		-0.001236 (-0.785)	-0.002024 (-1.283)	-0.002708 (-1.975)**	0.001196 (0.692)	0.000749 (0.436)	-0.000947 (-0.611)
YD		-0.012412 (-3.758)***	-0.012336 (-3.760)***	-0.011137 (-3.891)***	-0.013064 (-4.013)***	-0.012994 (-4.022)***	-0.011543 (-4.073)***
F-값		14.21590***	14.39405***	18.55051***	12.03347***	12.50867***	14.66523***
수정된 R ²		0.10536	0.11709	0.17454	0.13265	0.14597	0.19321
표본수		1,011	1,011	1,011	1,011	1,011	1,011

주1) BTDIFF: 회계이익과 과세소득의 차이/기초총자산, KOSD: 코스닥기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수, LARGE: 최대주주 지분율(특수관계자 포함), INSTITU: 기관투자자비율(=금융기관+증권회사+보험회사), FOR: 외국인투자자비율, GOV: 정부 지분율(=정부+정부관리기관), OTHERC: 기타법인 투자비율, CARRY: 이월결손금이 있는 기업이면 1이고, 아니면 0인 더미변수, TAXCRET: 세액공제와 세액감면/기초총자산, GRW: 총자산의 성장률, LEV: 부채비율(=총부채/총자산), SIZE: Ln(매출액) 및 YD: 2000년이면 1이고, 아니면 0인 더미변수임.

주2) 본 연구에서의 표본은 1999년과 2000년도 거래소기업과 코스닥기업이고, 각 변수는 평균±(3*표준편차)에서 벗어나면 극단치로 보아 표본에서 제외하여 분석함.

주3) 괄호 속의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

국가는 소액주주에 대한 법적 보호가 영미법체계보다 상대적으로 취약하고 자본시장이 덜 발달되어 있다고 보고하였다. 일반적으로 경영자가 재량권을 이용하여 이익을 높게 조정하여 보고하면 자본시장에서 외부투자자들은 이를 직접 관찰하기가 쉽지 않다(Healy and Wahlen, 1999). 투자자가 특정기업에 대하여 투자결정을 할 때 시장에서 회계이익의 질이 쉽게 파악되지 않을 경우 이익의 질이 낮은 기업에 투자한 투자자는 초과위험을 부담하게 되고 사후적으로 투자손실을 보게될 가능성은 높아진다. 결국 투자자의 투자손실은 기업의 경영자 혹은 최대주주에게로 부의 이전이 발생하여 지배주주의 외부주주에 대한 이익침해가 발생한다. 이러한 현상은 본 결과에 따르면, 최대주주의 지분율이 높을수록 경영자는 이익을 상향조정할 유인이 강하여 재량적 발생을 이용하여 과세소득에 비해 회계이익을 높게 보고하므로 최대주주의 지분율이 높은 기업에 투자한 투자자는 이익침해를 입게 될 가능성이 높다.

본 연구는 추정모형 4부터 추정모형 6까지 KOSD 더미변수와 기업지배구조간의 상호작용변수(KOSD*LARGE, KOSD*INSTITU, KOSD*FOR, KOSD*GOV, KOSD*OTHERC)를 모형식에 포함하여 분석하였다. 추정모형 4부터 추정모형 6까지는 두 시장간 기업지배구조 차이에 따라 회계이익과 과세소득의 차이에 미치는 영향이 다른지를 회귀분석한 결과이다. 상호작용변수가 포함된 KOSD 더미변수의 회귀계수를 보면, BTDIFF와 LARGE간의 회귀계수는 통계적으로 유의한 관계를 보이지 않는다. 그러나 BTDIFF와 KOSD*LARGE간에 회귀

계수는 1%수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타나고 있다.³²⁾ <표 4>에서 보았듯이 거래소기업에 비해 코스닥기업의 최대주주 지분율이 보다 높고 이 차이는 통계적으로 유의한 차이가 있었다. 따라서 최대주주 지분율이 높은 코스닥기업일수록 거래소기업에 비해 회계이익을 과세소득보다 높게 보고하는 경향이 더 강한 것으로 나타났다. 즉, 코스닥기업의 경우 소수지분율이 덜 분산될수록 경영자는 이익조정을 할 유인이 더욱 강한 것을 나타낸다. 이러한 결과는 위에서 논의한 지배주주의 소액주주에 대한 이익침해가 거래소기업보다 코스닥기업의 경우에서 보다 강한 유인이 있음을 의미한다.

BTDIFF와 KOSD*FOR간의 회귀계수는 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타나고 있다. <표 4>에서 보았듯이 거래소기업에 비해 코스닥기업의 경우 외국인투자자비율이 낮았다. 따라서 외국인투자자들이 정보분석능력이 기타의 투자자들보다 뛰어나다면 이익의 질이 낮은 코스닥기업보다는 거래소기업을 중심으로 투자를 증가시킨 것으로 보여진다. 기타 BTDIFF와 유의한 통제변수로는 이월결산금이 있는 기업(CARRY), 세액공제와 세액감면(TAXCRET), 총자산의 성장률(GRW), 부채비율(LEV) 변수 등이다. 이러한 결과는 <표 7>과 일치함을 알 수 있다.

이상의 결과를 종합하여 볼 때, 가설 1의 예상대로 거래소기업에 비해 코스닥기업이 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 경향이 강한 것으로 나타났다. Clody et al.(1996), Mills and Newberry (2001)는 주식비공개 기업보다 주식공개 기업의

32) 상호작용변수의 회귀계수를 해석할 때는 LARGE와 KOSD*LARGE의 계수를 합쳐서 하는 경우도 있다. 이들을 합쳐서 해석하면 코스닥기업의 BTDIFF와 LARGE의 회귀계수는 추정모형 4의 경우 0.0306, 추정모형 5의 경우 0.0303, 추정모형 6의 경우 0.0333으로 나타나 1%수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타나고 있다.

경우 자본시장압력이 크며 이에 따라 주식공개 기업은 과세소득보다 회계이익을 높이는 경향이 있다고 보고하였다. 그러나 본 결과에 따르면, 주식공개된 상장·등록기업도 시장간 차이에 따라 회계이익과 과세소득을 보고할 때 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉, 거래소기업에 비해 코스닥기업이 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 경향이 강하고, 거래소기업은 회계이익을 과세소득에 일치시켜 보고하는 경향이 강하다. 따라서 거래소기업보다 코스닥기업의 경우 상대적으로 자본시장압력에 따른 비세금비용의 부담이 더 크게 영향을 미치는 것으로 보여진다.

가설 2의 예상대로 회계이익과 과세소득의 차이는 기업의 소유구조에 따라 영향을 받는 것으로 나타났다. 전체기업의 경우, 회계이익과 과세소득의 차이와 최대주주 지분율과는 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났으며 거래소기업에 비해 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이와 최대주주 지분율간에 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 관찰되었다.

Ⅷ. 결 론

본 연구는 거래소기업과 코스닥기업간에 회계이익과 과세소득의 차이가 다른지를 실증적으로 분석하였다. 또한 회계이익과 과세소득의 차이가 두 시장간의 기업지배구조 특히, 최대주주 지분율에 따라 다른지를 분석하였다. Clody et al.(1996), Mills and Newberry(2001)는 주식공개 기업들이 주식비공개 기업들보다 상대적으로 자본시장압력이 크며 이에 따라 주식공개 기업의 경영자는 과

세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 경향이 있음을 보고하였다. 본 연구는 동일한 주식공개 기업이라도 시장간 차이에 따라 자본시장압력에 차이가 있고, 자본시장압력이 높은 기업의 경영자는 재량권을 이용하여 이익을 상향조정할 유인이 있다는 것을 실증적으로 보여주었다. 즉, 두 시장간 자본시장압력의 차이는 경영자의 이익조정 유인에 영향을 미치므로 두 시장간 회계이익과 과세소득의 차이가 다를 것으로 예상하였으며 두 시장간 최대주주 지분율에 따라 경영자의 이익조정 유인에 차이가 있으므로, 이 차이로 인해 회계이익과 과세소득의 차이가 다를 것으로 예상하고 이를 지지하는 연구결과를 얻었다. 본 연구는 1999년과 2000년에 거래소와 코스닥시장에 상장·등록되어 있는 기업들을 분석대상으로 하였다. 표본은 금융업을 제외한 12월 결산법인으로 거래소기업 498개 기업-연 자료와 코스닥기업 513개 기업-연 자료를 이용하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같이 요약될 수 있다. 첫째, 거래소기업보다 코스닥기업이 회계이익과 과세소득의 차이가 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 즉, 거래소기업에 비해 코스닥기업은 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 경향이 강하며, 코스닥기업에 비해 거래소기업은 회계이익을 과세소득에 일치시켜 보고하는 경향이 강한 것으로 나타났다. 이러한 결과는 코스닥기업에 비해 거래소기업의 경우 자본시장압력이 상대적으로 낮거나 법인세를 최소화하려는 유인이 보다 강한 것을 의미한다. Clody et al.(1996), Mills and Newberry(2001)는 주식비공개 기업에 비해 주식공개 기업의 경우 자본시장압력이 상대적으로 높아 과세소득보다 회계이익을 높게 보고하는 경향이 있음을 보고하였다. 그러나 본 연구에서는 같은 주식공개 기

업이라도 거래소기업에 비해 코스닥기업의 경우 상대적으로 자본시장압력이 더 커서 과세소득보다 회계이익을 더 높게 보고한다는 것을 보여주었다. 이러한 결과는 거래소기업보다 코스닥기업이 재무보고이익을 상향조정할 유인이 더 강하다는 윤순석(2001)의 결과와도 일치하는 것이다.

둘째, 전체기업(거래소기업과 코스닥기업)의 경우 회계이익과 과세소득의 차이와 최대주주 지분율 간에는 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한 거래소기업에 비해 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이와 최대주주 지분율 간에 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 회계이익과 과세소득의 차이가 두 시장간의 기업지배구조에 따라서도 차이가 있음을 보여주는 것이다. 또한 이러한 결과는 거래소기업에 비해 코스닥기업의 경우 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 재무보고이익을 높게 보고하는 경향이 강하여 지배주주는 경영자를 감시·감독하는 기능보다는 외부투자자에 대한 이익침해의 가능성이 높다는 La Porta et al.(1998, 1999, 2000)의 주장과 일치하는 것이다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 사업보고서상의 법인세등명세서에서 실제 과세소득에 대한 자료를 추출하여 분석함으로써 회계이익과 과세소득 관련 실증연구를 하였다. 그 동안 재무보고이익에 관한 자료입수가 어려워서 재무보고이익을 이용한 분석이 쉽지 않았으나, 본 연구는 사업보고서상의 법인세등명세서에서 과세소득 자료를 추출하여 분석함으로써 재무보고이익과 과세소득 관련 실증연구를 하였다는 점에서 의의가 있다. 둘째, 본 연구에서는 경영자의 이익조정을 유인하는 가설들을 검증한 것뿐만 아니라 환경이 다른 거래소기업과 코스닥기업간의 전반적인 회계

이익과 과세소득의 차이를 비교하여 분석하였다. 그리고 회계이익과 과세소득의 차이는 두 시장간 기업의 지배구조 특히, 최대주주 지분율에 따라서 차이가 있음을 보여주었다. 이러한 점은 회계기준 제정기관, 과세당국, 세무정책결정자, 학계 연구자, 투자자 및 실무관련 당사자들에게 회계이익과 과세소득의 차이에 대한 이해에 보다 유용한 정보를 제공할 것으로 기대된다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 손익계산서상의 법인세비용차감전순이익을 보고한 기업과 법인세등명세서상 과세소득이 양(+)인 기업만을 대상으로 분석하였다. 따라서 재무상태가 건전한 기업이 표본에 포함될 수 있어 생존기업편의가 발생할 수도 있다. 둘째, 회계이익과 과세소득의 차이는 영구적 차이와 일시적 차이로 구성되어 있다. 특히, 일시적 차이가 영구적 차이보다 경영자의 이익조정을 보다 잘 반영할 것으로 기대되지만 자료수집의 한계로 인해 이에 대한 고려는 본 연구에서 하지 못하였다. 앞으로의 연구에서는 일시적 차이와 영구적 차이를 이용하여 분석하는 것도 흥미로운 것이라고 생각된다.

참고 문헌

- 고종권(2002), "세금비용과 비세금비용이 재무보고와 세무보고 이익의 차이에 미치는 영향," **한국회계학회 하계 학술발표대회 발표논문집**: 365-385.
- 김이영(2001), "코스닥기업의 위험구조와 정보효율성," **코스닥저널(제2호)**: 78-89.
- 매일경제신문, 2002년 1월 15일, "기업지배구조개선 주식시장 활성화 기여".
- 매일경제신문, 2002년 2월 14일, "한국 기업지배구조, 이머

- 장마켓 25개국 중 16위”.
- 박종일 · 김경호(2002), “세금비용과 이익조정이 회계이익과 과세소득의 차이에 미치는 영향,” *회계학연구*(제 27권 제2호): 81-115.
- 손성규 · 전영순(2000), “코스닥시장과 증권거래소시장에서의 회계이익정보의 상대적 중요성: 거래량을 중심으로,” *한국증권학회 심포지움*(제3차).
- 신현걸(2002), “상장법인의 세무조정 현황 실증분석,” *세무학연구*(제18권 제3호): 169-194.
- 안숙찬 · 김찬홍(2000), “1999년의 법인세법 개정이 세무조정에 미친 영향: 법인세법 제17조를 중심으로,” *세무학연구*(제15호): 35-66.
- 윤순석(1998), “영업현금흐름에 따른 이익관리 현상에 대한 연구,” *회계학연구*(제23권 제1호): 107-126.
- 윤순석(2001), “상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구,” *증권학회지*(제29호): 57-85.
- 이우택(1997), “기업회계와 세무회계의 일치론에 대한 비판적 연구,” *회계학연구*(제22권 제2호): 199-162.
- 전규안 · 박종일(2002), 이연법인세와 이익조정에 관한 연구, *회계학연구*(제27권 제1호): 107-135.
- 정운오(1998), “미시경제학에 근거한 세무회계연구,” *회계학연구*(제23권 제3호): 107-125.
- 최 관 · 김문철(1997), “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구,” *회계학연구*(제22권 제2호): 1-28.
- 최 관 · 백원선(1998), “감리지적기업의 이익조작에 관한 실증적 연구,” *회계학연구*(제23권 제2호): 133-161.
- 최 관 · 백원선(1999), “유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구,” *회계학연구*(제24권 제4호): 1-27.
- Bartov, E.(1993), “The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation,” *The Accounting Review* 68: 840-855.
- Berle, A and G. Means(1932), “The Modern Corporation and Private Property,” New York, MacMillan.
- Bhattacharya, U., H Daouk, and M. Welker(2001), “The World Price of Earnings Management,” *Working Paper*, Queen’s University.
- Bushman, R. M. and A. J. Smith(2001), “Financial Accounting Information and Corporate Governance,” *Journal of Accounting and Economics* 58: 237-333.
- Claessens, S., S. Djanjov, J. Fan, L. Lang(1999), “Expropriation of Minority Shareholders in East Asia,” *Working Paper*, The World Bank, Washington, DC.
- Claessens, S., S. Djanjov, L. Lang(2000), “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations,” *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.
- Cloyd, B., J. Pratt, and T. Stock(1996), “The Use of Financial Accounting Choice to Support Aggressive Tax Positions: Public and Private Firms,” *Journal of Accounting Research* 34: 23-43.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney(1996), “The Cause and Consequences of Earnings Management: An Analysis of Firms subject to Enforcement Action by the SEC,” *Contemporary Accounting Research* 13: 1-35.
- Fama, E. and M. Jensen(1983), “Separation of Ownership and Control,” *Journal of Law and Economics* 26: 301-326.
- Fama, E.(1980), “Agency Problems and the Theory of the Firm,” *Journal of Political Economy* 88: 288-307.
- Guenther, D. A. and R. C. Sansing(2000), “Valuation of the Firm in the Presence of Temporary Book-Tax Differences: The Role of Deferred Tax Assets and Liabilities,” *The Accounting Review* 75: 1-12.
- Guenther, D. A., E. L. Maydew, and S. E. Nutter(1997), “Financial Reporting, Tax Costs, and Book-Tax Conformity,” *Journal of Accounting and Economics* 23: 225-248.
- Healy, P. M. and J. M. Wahlen(1999), “A Review of the

- Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting," *Accounting Horizons* 13: 365-383.
- Hung, M.(2001), "Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements: An International Analysis," *Journal of Accounting and Economics* 30: 401-420.
- Jensen, M. and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Jonson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Friedman(2000), "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial and Economics* 58: 141-186.
- Jung, Koo-yul and Soo-Young Kwon(2001), "Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea," *Working Paper*, KAIST.
- Klassen, K. J.(1997), "The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-Off between Financial and Tax Reporting," *The Accounting Review* 72: 455-474.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(1998), "Law and Finance," *Journal of Political Economy* 106: 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* 58: 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer(1999), "Corporate Ownership Around the World," *Journal of Finance* 54: 471-518.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki(2001), "Investor Protection and Earnings Management: an International Comparison," *Working Paper*, University of Pennsylvania.
- Manzon, G. and G. Plesko(2001), "The Relation between Financial and Tax Reporting Measures of Income," *Working Paper*, Boston College and Massachusetts Institute of Technology.
- Mills, L. F.(1998), "Book-Tax Differences and Internal Revenue Service Adjustments," *Journal of Accounting Research* 36: 343-355.
- Mills, L., and L. Newberry(2001), "The Influences Tax and Non-Tax Costs on Book-Tax Reporting Differences: Public and Private Firms," *Journal of the American Association* 23: 1-19.
- Mills, L., and R. Sansing(2000), "Strategic Tax and Financial Reporting Decisions: Theory and Evidence," *Contemporary Accounting Research* 17: 85-106.
- Morck, R. A. Shleifer, and R. Vishny(1988), "Management and Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* 20: 293-315.
- Phillips, J., M. Pincus, and S. Rego(2001), "Earnings Management: New Evidence Based on Deferred tax Expense," *Working Paper*, University of Iowa.
- Rangan, S.(1998), "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics* 50: 101-122.
- Scholes, M. and M. Wolfson(1992), *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*, Engelwood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, Inc.
- Shackelford, D. and S. Shevlin(2000), "Empirical Tax Research in Accounting," *Working Paper*, Cambridge, MA.
- Shleifer, A and R. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance* 52: 737-783.
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong(1998), "Earnings Management and the Post-issue Performance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial and Economics* 50: 63-99.

Warfield, T., J. Wild, and K. Wild(1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings, *Journal of Accounting and*

Economics 20: 61-91.

Watts R. and J. Zimmerman(1986), *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs, N. J., Prentice-Hall.

A Comparison of Book-Tax income differences and Corporate Governance between KSE and KOSDAQ Firms

Jong-Il Park* · Kyu-An Jeon**

Abstract

This study investigates whether there are any differences in book-tax income differences and corporate governance practices of the Korea Stock Exchange(KSE) firms and the KOSDAQ firms during the period of 1999-2000. Because managers generally have more discretion under generally accepted accounting principles than tax rules, we expect managers will be more likely to manage earnings by exploiting their discretion under GAAP, which in turn will give rise to book-tax income differences that it reflect results from earnings management.

A sample consists of 498 KSE and 513 KOSDAQ firm-year observations is used empirically comparing book-tax income differences and corporate governance practices of firms listed in the two different stock exchanges.

This study provides evidence consistent with the following predictions: First, this study documents, based on difference tests of book-tax income differences and regression analyses, that the KOSDAQ firms manage book-tax income differences more heavily than the KSE firms even though both groups tend to manage earnings. More specifically, the KOSDAQ firms, as compared to the KSE firms, increase book-tax income differences. Second, the KOSDAQ firms manage increase book-tax income differences more heavily increase the large shareholder than KSE firms of book-tax income differences. This results support the expropriation of minority shareholders hypothesis(La Porta et al., 1998, 1999, 2000).

* Lecturer, Hongik University.

** Professor, Soongsil University.

We believe that our findings of overall reporting effects provide a useful foundation for future studies to use financial statement tax footnotes of the KSE and KOSDAQ firms to examine specific accruals or transactions that enhance dual reporting. Also, this results are also expected to be of interest to standard setters, policy makers, tax regulators, academic researchers, investors, and other non-academic constituents.

Key words: KSE firms, KOSDAQ firms, book-tax income differences, earnings management, corporate governance, large shareholder