

기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향

전홍민(제1저자)
 고려대학교 경영대학 박사과정
 (2pac1204@korea.ac.kr)
 김현희(공동저자)
 고려대학교 경영대학 박사
 (2004010463@korea.ac.kr)
 차승민(교신저자)
 경기대학교 경상대학 조교수
 (smcha@kgu.ac.kr)

.....

최근의 선행연구에 따르면 기업들은 강화된 회계 규제를 회피하기 위하여 기존의 재량적 발생액을 통한 회계적 이익조정 보다는 실물적 영업활동의 조정을 통한 이익조정(이하 실물적 이익조정)을 폭넓게 활용하고 있으며, 이러한 실물적 이익 조정은 기업의 장기영업성과 및 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서는 회계감 사나 법적 규제를 통해 통제할 수 없는 기업들의 실물적 이익조정을 기관투자자가 경영자에 대한 적절한 견제와 감시활동 의 수행을 통해 효과적으로 억제할 수 있는지 여부를 실증적으로 분석하였다. 1999년부터 2003년까지 한국의 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 2,292개의 기업/연도 관측치를 대상으로 한 실증분석에서 기관투자자의 경영자에 대한 견제 및 감시활동의 유인 및 영향력을 측정할 수 있는 기관투자자 지분율이 높아질수록 실물적 이익조정 규모의 대응치가 유의하 게 낮아지는 것으로 나타났다. 본 연구는 국내외의 최초로 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정을 억제하는 데 적절한 견제와 감시의 역할을 효과적으로 수행하고 있다는 점을 밝혔다는 점에서 회계학계뿐만 아니라 회계규제당국에도 큰 시사 점을 줄 수 있을 것으로 기대된다.

주제어: 실물적 이익조정; 기관투자자

.....

1. 서론

본 연구는 한국기업을 대상으로 기관투자자가 기업들의 실물적 영업활동을 통한 이익조정에 대해서 효과적으로 견제와 감시활동을 수행하는지에 대해서 분석하였다. 이를 위해 본 연구는 기관투자자들의 견제 및 감시활동에 대한 유인 및 영향력의 대 용치인 기관투자자 지분율이 실물적 영업활동을 통 한 이익조정 규모의 대응치와 가지는 상관관계를 분석하였다.

실물적 영업활동을 통한 이익조정(이하 실물적 이

익조정)은 경영자가 목표로 하는 이익에 도달하기 위하여 정상적인 영업활동에서 벗어난 비정상적인 영업활동을 수행함으로써 이익을 조정하는 행위로 정의할 수 있다. 국내외의 선행연구들은 대체로 경 영자들이 실제로 실물적 이익조정을 활용한다는 실 증결과를 보고하고 있으며(e.g., Roychowdhury 2006; 김지홍, 고재민, 고윤성 2008), Cohen, Dey and Lys(2008)은 회계 규제가 강화될수록 경영자들이 법적 비용이 상대적으로 적은 실물적 이 익조정을 보다 많이 선택할 것이라고 주장하였다. 나아가 Ewert and Wagenhofer(2005)는 실물 적 이익조정은 자원배분을 왜곡시켜 직접적으로 기

업의 가치를 감소시킨다고 주장하였으며, Kim and Sohn(2009)과 전홍민, 차승민(2010)은 실물적 이익조정이 클수록 자기자본비용이 유의하게 높아진다고 보고하는 등 국내외의 선행연구는 경영자의 실물적 이익조정이 현재의 투자자나 회사의 장기성과에 부정적인 영향을 미치고 있다고 주장하였다(e.g., Gunny 2005; Leggett, Parsons and Reitenga 2009; 김지홍, 배지현, 고재민 2009).

정상적인 영업활동을 수행하면서 단지 재량적 발생액 등을 조정함으로써 보고이익을 조정하는 회계적 이익조정인 경우 회계감사법인, 규제당국 등이 규제를 할 수 있는 법적 근거를 가지고 있고 이들 기관들이 규제를 강화할수록 회계적 이익조정이 줄어들지만(e.g., Palmrose 1986; 나종길 2004), 경영자들이 실물적 영업활동을 조정하면서 수행하는 실물적 이익조정의 경우 법적으로 이를 규제할 수 있는 근거가 없기 때문에 기업의 영업성과와 자기자본비용 등에 장기적으로 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정을 줄일 수 있는 별도의 메커니즘을 모색할 필요가 있을 것이다.

기존의 재무 및 회계분야의 선행연구들은 기관투자자의 경영자에 대한 견제와 감시 역할에 대해서 분석하여 왔다. Jiambalvo, Rajgopal and Venkatachalam(2002)에 따르면, 기관투자자는 소액주주와 달리 상대적으로 높은 지분을 보유하고 소액투자자에 비해 정보입수능력 및 분석능력이 뛰어난 전문가집단이기 때문에 이들은 자신들이 보유한 주식으로부터의 이익 극대화를 위하여 투자 기업을 견제하고 감시할 유인을 가지게 된다. 따라서 일부 선행연구들은 기관투자자들이 경영자의 경영활동에 대한 견제 및 감시활동을 충분히 수행한다고 주장하였다(e.g., Kaplan and Minton 1994; Chung, Firth, and Kim 2002). 그 반면 기관

투자자들도 단기적으로 자신의 이익을 보호하고 극대화하기 위하여 경영자의 기회주의적 행위를 묵인 혹은 방조할 가능성도 존재한다. 이에 따라 여타의 선행연구들은 현실적으로 기관투자자들이 경영자의 경영활동에 대해서 중대한 영향을 미칠 만큼의 실질적인 견제 및 감시활동을 수행하고 있지 못하다는 결론을 보고하기도 하였다(e.g., Agrawal and Knoeber 1996; Black 1998; Parrino, Sias and Starks 2003). 한편 기관투자자들이 회계적 이익조정에 미치는 영향을 살펴본 선행연구들 역시 일부 연구들은 기관투자자들이 경영자의 회계적 이익조정에 대해서는 효과적으로 견제와 감시활동을 수행하고 있는 것으로 보고하였으나(e.g., Chung, Firth, and Kim 2002; Choi and Seo 2008), 여타 연구들은 기관투자자들이 경영자의 회계적 이익조정을 효과적으로 억제하지 못하고 있다고 주장하기도 하였다(e.g., Matsumoto 2002; Liu and Peng 2006).

이와 같이 기관투자자가 경영자의 회계적 이익조정에 미치는 영향을 살펴본 선행연구들이 다수 존재하는 반면, 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서는 현재까지 국내외를 통틀어 선행연구가 존재하지 않는다. 단기적인 이익극대화 보다 경영자의 대리인 비용을 완화시키고자 하는 기관투자자가 회계적 이익조정 뿐만 아니라 경영자의 실물적 이익조정 역시 견제하고 감시할 유인을 가지고 있는 것은 사실이나, 기관투자자들이 회계적 이익조정을 포함한 경영자의 경영활동을 제대로 견제하고 있지 못하다는 선행연구 역시 존재하는 만큼 이는 어디까지나 실증적으로 분석해야 할 사안이라고 판단된다. 특히 한국의 경우 현재 미국 등 선진국에 비하여 회계규제가 강하지 않아 향후 지속적으로 회계규제를 강화

할 계획이고 이에 따라 앞으로는 한국의 기업들이 회계적 이익조정보다는 실물적 이익조정을 더욱 선호할 가능성이 높은 만큼 기업의 장기성과 또는 기업가치에 부작용을 초래하는 실물적 이익조정을 억제할 수 있는 메커니즘의 하나로서 기관투자자의 역할을 사전적으로 고찰하는 것은 학문적 그리고 실천적으로 커다란 의의를 가질 수 있을 것이다.

이에 따라 본 연구에서는 기관투자자가 기업에 대한 견제와 감시활동을 통해 실물적 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 보다 구체적으로 본 연구에서는 기관투자자가 기업을 견제하고 감시할 유인 및 그 영향력을 측정할 수 있는 기관투자자 지분율과 실물적 이익조정 규모의 대용치(비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가, 비정상 재량적 비용)간의 상관관계를 분석하였다.

한국의 유가증권 또는 코스닥시장에 상장되어 있으며 기관투자자 지분율이 공시된 1999년부터 2003년까지의 총 2,292개 기업/연도 관측치를 이용하여 수행한 실증분석 결과는 기관투자자 지분율이 높을수록 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용의 수준이 유의하게 낮아지는 것으로 나타났다. 나아가 실물적 이익조정 규모 대용치의 부호를 기준으로 상향적 또는 하향적 이익조정을 한 관측치 별로 수행한 추가분석에서도 기관투자자 지분율이 상향적 또는 하향적인 실물적 이익조정 규모의 대용치들과 각각 음(-)의 유의한 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과들은 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정을 억제하는 데 적절한 견제와 감시의 역할을 수행하고 있다는 것을 의미한다.

본 연구의 주된 공헌점은 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정에 미치는 영향에 대한 분석을 국내외 최초로 시도하여 기관투자자가 회계적 이익조

정에 미치는 영향에 대해 분석했던 기존의 연구를 실물적 이익조정으로까지 확장하였다는 점이다. Zang (2007)이 지적한 바와 같이 회계 규제가 강화될수록 경영자들이 상대적으로 소송비용이 적게 드는 실물적 이익조정을 시도할 가능성이 높아지고 나아가 실물적 이익조정이 기업의 장기 영업성과 및 주가에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 만큼 이를 통제하는 데에 기관투자자가 주도적인 역할을 할 수 있다는 점을 밝힌 것은 학계뿐만 아니라 회계 규제 당국에도 큰 시사점을 줄 수 있을 것으로 판단된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 동 논문의 제2장에서는 선행연구들을 살펴보고 연구가설을 수립하였으며 제3장에서는 연구방법 및 연구자료에 대해서 자세히 기술하였다. 제4장에서는 실증결과를 요약하였으며 제 5장에서는 연구결과에 대해서 요약하고 결론을 제시하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

Schipper(1989)는 “어떠한 사적인 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 일련의 행위”로 이익조정을 정의하였다. 이익조정과 관련된 대부분의 선행연구들은 경영자들이 기업공개나 유상증자시의 가치평가, 기업인수합병 등의 특수한 계약 상황에서 기회주의적으로 재량적 발생액을 이용한 회계적 이익조정을 실시한다고 주장하였다(e.g., Teoh, Welch and Wong 1998a, 1998b; Rangan 1998; 최관, 백원선 1999).

그러나 Graham, Harvey and Rajgopal(2005)은 경영자들이 선호하는 이익조정 수단이 재량적

발생액을 이용한 회계적 이익조정뿐만 아니라 실물적 이익조정 역시 포함한다고 주장하였다. 실물적 이익조정은 경영자가 목표로 하는 이익에 도달하기 위해서 정상적인 영업활동에서 벗어난 비정상적인 영업활동을 수행함으로써 이익을 조정하는 행위로 정의할 수 있다. Graham, Harvey and Rajgopal (2005)은 경영자들이 규제기관으로부터 제재를 받을 수 있는 회계적 이익조정보다 실물적 이익조정을 더욱 선호할 것이라고 밝히고 회계적 이익조정뿐만 아니라 실물적 이익조정에 대해서도 연구할 필요가 있다고 주장하였다. 특히 Zang(2007)은 기업들이 소송 발생 가능성이 클 경우 이익조정의 수단을 회계적 이익조정에서 실물적 이익조정으로 대체하고 있다는 사실을 밝혀냈다. Cohen, Dey and Lys(2008)는 Sarbanes Oxley(SOX)¹⁾법이 통과되기 이전에는 회계적 이익조정이 많이 사용되었지만 회계규제가 강화되는 SOX법이 통과되면서 회계적 이익조정이 줄어든 반면, 경영자들이 법적 비용과 책임이 상대적으로 적은 실물적 이익조정을 더욱 선호하게 되었다고 주장하였다. Cohen and Zarowin(2010)도 SOX법 통과 이후에 상대적으로 법적 비용이 덜 드는 실물적 이익조정이 유상증자시 더 많이 활용되고 있다고 보고하였다. 이와 같은 일련의 연구 결과를 종합해보면 경영자는 회계 규제가 따른 법적 비용을 고려했을 때 회계적 이익조정보다 실물적 이익조정을 상대적으로 더욱 안전한 이익조정의 수단으로 인식하고 있으며 이에 따라 회계 규제가 강화될수록 실물적 이익조정이 보다 광범위하게 이루어질 수 있음을 알 수 있다.

한편, Gunny(2005)는 경영자들이 연구개발, 판매 및 관리, 고정자산 처분, 판매 단가 및 생산량

결정 등의 네 가지 경영 활동을 조정함으로써 수행한 실물적 이익조정이 해당 기업의 장기 영업 성과에 부정적인 영향을 미친다는 사실을 보고하였다. 재량적 발생액을 이용한 회계적 이익조정의 경우 단순히 재량적 발생액의 반전효과로 인해 이후의 경영성과가 악화되는 것으로 보일 뿐이지만, 실물적 이익조정은 경영자의 단기적 의사결정으로 인한 자원배분의 왜곡을 통해 기업의 연구개발 및 영업에 대한 장기적 역량을 훼손할 수 있다는 점에서 기업의 장기성과에 보다 큰 악영향을 미칠 가능성이 많다. 또한 Kim and Sohn(2009)은 회계적 이익조정 규모뿐만 아니라 실물적 이익조정 규모도 자기자본비용과 양(+의 상관관계)을 가진다고 보고하고, 특히 실물적 이익조정이 회계적 이익조정보다 자기자본비용을 더욱 증가시킨다고 주장하였다.

한편 실물적 이익조정과 관련된 국내의 선행연구를 살펴보면, 김지홍, 고재민, 고윤성(2008)은 Roychowdhury(2006)가 제시한 실물적 이익조정 규모의 대용치(비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가, 비정상 재량적 비용)를 이용해서 분석한 결과 적자 회피를 위해 이익을 상향 조정한 것으로 의심되는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 실물적 이익조정 규모가 더욱 크다고 보고하였다. 나아가 김지홍, 배지현, 고재민(2009)은 실물적 이익조정은 해당 기업의 장기 영업성과에 부정적인 영향을 미치고 있으며, 이러한 부정적인 영향은 실물적 이익조정이 수행된 차기 연도 보다 그 이후에 더욱 심해진다고 결론지었다. 아울러 전홍민, 차승민(2010)은 실물적 이익조정 규모와 자기자본비용 사이에 양(+의 상관관계)가 존재한다고 보고하고 실물적 이익조정이 기업의 장기영업성과뿐만 아니

1) 미국에서 2002년 7월 30일에 통과된 법안으로 상장기업과 경영인에 대한 공시기준강화, 내부자 거래의 제한과 증권사기 방지, 기업 부정에 대한 처벌강화 등을 주요 골자로 한다.

라 해당 기업의 리스크 또는 자기자본비용을 증대시킨다고 주장하였다.

이와 같은 국내외의 선행연구 결과를 감안할 때, 경영자들은 회계적 이익조정 외에 실물적 이익조정을 실제로 수행하고 있으며(e.g., Roychowdhury 2006; 김지홍, 고재민, 고윤성 2008; 김지홍, 배지현, 고재민 2009), Cohen, Dey and Lys (2008)가 주장한 바와 같이 경영자들은 회계규제가 강화되고 있는 상황에서 상대적으로 감시가 소홀하고 법적 비용이 적을 가능성이 큰 실물적 이익조정을 보다 선호할 가능성이 있다고 판단된다. 나아가 경영자들이 실물적 이익조정을 수행할 경우 해당 기업의 장기영업성과가 저하되고 자기자본비용이 증가하는 등 기업가치에도 부정적인 영향이 존재하는 것으로 판단된다.

이에 따라 경영자들의 회계적 이익조정뿐만 아니라 실물적 이익조정을 어떻게 감시하고 억제할 수 있는지 살펴보는 것이 중요할 것이다. 즉, 회계 규제당국이 관련 규제를 강화할수록 경영자의 실물적 이익조정에 대한 선호가 증가하는 반면, 회계감사법인이나 규제당국이 이러한 실물적 이익조정을 규제할 법적 근거가 빈약한 만큼 경영자의 실물적 이익조정 행위를 견제하고 감시할 수 있는 별도의 메커니즘에 대해서 고찰해볼 필요가 있을 것이다. 따라서 본 연구에서는 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정에 대해서 견제와 감시의 역할을 효과적으로 수행함으로써 실물적 이익조정을 억제할 수 있는지 여부를 분석하였다.

기존의 재무와 회계분야의 선행연구들은 일반적으로 기관투자자들이 자신들이 지분을 소유한 기업에 대하여 견제와 감시활동을 효과적으로 수행하는지 여부에 대하여 일관된 결론을 도출하지 못하고 있다. 우선, Grossman and Hart(1980)는 소액

주주는 투자 금액에 비해 해당 기업을 견제하는 비용이 크기 때문에 적극적으로 견제 및 감시활동을 수행할 유인이 제한적이지만, 기관투자자를 포함한 대주주들은 대규모의 자금을 투자하는 경우가 많기 때문에 주주가치 극대화에 반하는 해당 기업 경영자의 사적 효용 추구행위를 견제하고 감시할 유인을 가진다고 주장하였다. 보다 구체적으로 Brickley, Lease and Smith(1988)는 기관투자자들이 이사회에서 의결권 행사를 통해 주주가치 극대화를 추구하기 위한 견제활동을 소액주주들에 비해 적극적으로 수행하고 있다는 실증결과를 보고하였다. Wahal and McConnell(2000) 역시 기관투자자들이 경영자로 하여금 기업의 장기성장에 필수적인 연구개발비와 유형자산에 대한 투자를 늘리도록 유도하는 역할을 수행하고 있다고 보고하였다. 나아가 Hartzel and Starks(2003)는 기관투자자가 경영자에 대한 금전적 보상의 결정에 있어 효과적인 견제 및 감시활동을 수행함으로써 주주와 경영자 사이에 발생할 수 있는 대리인 문제를 감소시키고 있다고 주장하였다.

그러나 이러한 선행연구와는 달리 일부 선행연구들은 기관투자자들이 지분을 소유한 기업에 대해서 효과적인 견제 및 감시역할을 수행하지 못하고 있다고 보고하였다. 예를 들어 Agrawal and Knoeber (1996)는 기관투자자 지분율이 높더라도 토빈의 Q로 측정된 기업가치가 유의하게 높아지지 못한다고 보고하였고, Black(1998)도 미국의 기관투자자들을 대상으로 한 설문조사를 통해 기관투자자들이 적극적인 의결권 행사를 통해서 기업의 경영활동을 적극적으로 견제하고 감시함으로써 해당 기업의 성과를 향상시키는 역할을 효과적으로 수행하고 있지 못한다고 주장하였다. 나아가 Parrino, Sias and Starks(2003) 역시 기관투자자들이 최고 경

영자에 대한 적절한 견제와 감시를 통해 기업지배 구조를 긍정적으로 변화시키는 역할을 제대로 수행하고 있지 못하다고 주장하였다. 이상의 선행연구를 종합해보면 Jensen(1993)과 Shleifer and Vishney(1997)가 주장하듯이 대규모의 자금을 투자한 기관투자자들이 경제적 보상을 위해 해당 기업 경영자들에 대해 견제와 감시활동을 수행할 충분한 유인을 가지고는 있으나, 기관투자자들이 적극적인 의결권 행사 등을 통해서 이러한 활동을 실질적으로 수행하고 있는지 여부는 실증분석의 과제라고 판단된다.

한편 기관투자자들이 견제와 감시활동을 통해 경영자들의 회계적 이익조정을 효과적으로 억제하는지 여부를 분석한 국내외 선행연구를 살펴보면, Chung, Firth and Kim(2002)은 미국 기업을 대상으로 한 연구에서 기관투자자 지분율이 높을수록 회계적 이익조정 규모의 대용치인 재량적 발생액이 유의하게 낮아진다고 보고하고 기관투자자가 경영자들의 회계적 이익조정 행위를 효과적으로 견제하고 감시하고 있다고 주장하였다. 그 반면 Matsumoto(2002)와 Liu and Peng(2006)은 미국 기업을 대상으로 한 유사연구에서 정반대의 실증결과를 보고하고 기관투자자가 경영자들의 회계적 이익조정을 효과적으로 억제하고 있지 못하다고 주장하였다. 한편, Choi and Seo(2008)는 국내 기업을 대상으로 한 연구에서 기관투자자 지분율과 재량적 발생액 수준간에 음(-)의 상관관계가 있다고 보고하고 국내의 기관투자자들이 경영자의 회계적 이익조정에 대하여 적절한 견제 및 감시활동을 수행함으로써 이익의 질을 높이는 데에 긍정적인 역할을 한다고 주장하였다.

이상의 관련 선행연구를 종합해 보면 기관투자자가 회계적 이익조정을 포함한 경영자의 경영활동을

견제하고 감시하는 역할을 효과적으로 수행하고 있는지 여부에 대하여 일관된 결론이 도출되지 않은 상황이며, 나아가 경영자들의 실물적 이익조정에 대하여 기관투자자가 어떠한 영향을 미치는지 여부에 대해서는 국내외를 통틀어 선행연구가 존재하지 않는다. 특히 한국의 경우 현재 미국 등 선진국에 비하여 회계규제가 강하지 않아 향후 지속적으로 회계규제를 강화할 계획이고 이에 따라 앞으로는 한국의 기업들이 회계적 이익조정 보다는 실물적 이익조정을 더욱 선호할 가능성이 높은 만큼 기업의 장기성과 또는 기업가치에 장기적인 부작용을 초래하는 경영자의 실물적 이익조정을 견제하고 감시하는 주체로서 기관투자자의 역할을 사전적으로 고찰해 볼 필요가 있을 것이다. 이에 따라 본 연구에서는 경영자의 실물적 이익조정에 대한 기관투자자의 견제 및 감시역할에 대한 유인과 이를 위한 실질적 영향력의 대용치로서 기관투자자 지분율을 고려하고 동 지분율과 실물적 이익조정 규모 대용치와의 상관관계를 분석함으로써 한국의 기관투자자들이 경영자의 실물적 이익조정 행위를 효과적으로 견제하고 감시하고 있는지 여부를 실증적으로 분석하였다.

우선 기관투자자 지분율이 증가할수록 보다 많은 자금을 투자한 기관투자자들이 해당 기업의 장기영업성과 및 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 경영자의 실물적 이익조정을 견제하고 감시할 유인이 높아지는 한편, 경영자로 하여금 정상적인 영업활동을 수행하도록 강제할 수 있는 영향력도 증가하기 때문에 결과적으로 기관투자자 지분율이 증가할수록 경영자의 실물적 이익조정 규모가 감소할 가능성이 있다. 그러나 일부 선행연구에서 보고된 바와 같이 기관투자자들이 경영자의 경영활동에 대해서 실질적으로 견제 및 감시활동을 수행하고 있지

않다면 기관투자자들이 경영자의 실물적 이익조정 행위를 묵인 또는 방조할 가능성도 아울러 존재하고 이 경우 기관투자자 지분율이 증가하더라도 경영자의 실물적 이익조정 규모에는 별다른 영향이 없을 것이다. 따라서 본 연구에서는 기관투자자 지분율과 경영자의 실물적 이익조정 규모와의 상관관계에 대하여 어떠한 방향성을 예측하지 않는 귀무가설 형태로 다음과 같이 연구가설을 설정하였다.

가설: 기관투자자 지분율과 실물적 이익조정 규모 사이에는 상관관계가 없다.

III. 연구방법론

3.1 실물적 이익조정 규모의 측정

본 연구에서는 경영자의 실물적 이익조정 규모를 측정하기 위하여 Roychowdhury(2006) 및 Cohen and Zarowin(2010) 등의 연구에서 사용된 정상적 영업현금흐름, 정상적 제조원가 및 정상적 재량적 비용을 추정하는 모형을 활용하였다. 우선 이들 추정 모형에 대한 산업별 및 연도별 회귀분석을 통해 정상적인 영업현금흐름, 제조원가, 재량적 비용을 각각 추정하고 각 변수의 실제 측정치에서 해당 추정치를 차감한 금액을 실물적 이익조정 규모의 대용치로 고려하였다.²⁾

구체적인 실물적 이익조정 규모 대용치의 추정에

앞서 실물적 이익조정 규모를 추정하는 이론적 배경을 살펴보면, 매출, 생산, 그리고 비용과 관련된 세 가지 경영활동 측면에서 다음과 같이 서술할 수 있다. 먼저 매출의 측면에서 살펴보면 경영자는 당기의 발생주의 회계이익을 높이기(낮추기) 위하여 신용정책을 비정상적으로 완화(강화)시킬 수 있다. 이 경우 매출액에 비해 매출채권이 비정상적으로 증가(감소)함에 따라 결과적으로 영업현금흐름이 비정상적으로 감소(증가)할 것이다. 비정상적인 신용정책의 완화는 미래의 대손증가를 유발할 수 있고 비정상적인 신용정책의 강화는 잠재적 고객의 상실을 초래할 수 있기 때문에 두 경우 모두 기업의 장기영업성과에는 부정적인 영향을 미칠 것이다. 둘째, 생산의 측면에서 경영자는 당기의 회계이익을 높이기(낮추기) 위하여 과잉생산(과소생산)을 수행하고 이 경우 단위당 고정제조간접비가 감소(증가)함에 따라 매출원가가 비정상적으로 감소(증가)하여 결과적으로 회계이익이 증가(감소)하는 한편, 그 결과 매출원가와 재고자산 증가분의 합인 제조원가는 비정상적으로 증가(감소)할 것이다. 비정상적인 생산량의 증대는 재고관리 및 재고진부화에 따른 재고비용의 증대를 초래할 수 있고 비정상적인 생산량의 감소는 고객수요를 적시에 충족시키지 못함에 따라 중국적으로 기업의 장기영업성과에 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것이다. 마지막으로 비용 측면에서 경영자는 당기의 이익을 높이기(낮추기) 위하여 연구개발비나 광고선전비 같은 재량적인 비용을 감소(증가)시키는 의사결정을 할 수 있을 것이다. 경영자가 비정상적으로 재량적 비용

2) 일부 선행연구(e.g., Cohen and Zarowin 2010)에서 세 가지 실물적 이익조정 규모 대용치의 부호를 조정한 단순합(비정상 제조원가 - 비정상 영업현금흐름 - 비정상 재량적 비용)을 총체적인 실물적 이익조정 규모의 대용치로 사용하여 실증분석을 시도한 바 있으나, 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용 각각이 당기 이익에 미치는 영향이 그 규모에 있어 서로 통일되어 있지 않기 때문에 오히려 측정오차를 증대시킬 가능성이 있다. 이에 따라 본 연구에서는 세 가지 실물적 이익조정 규모 대용치 각각에 대하여 개별적으로 실증분석을 수행하였다.

을 감소시킬 경우 기업의 장기영업성과 향상에 필수적인 제반 투자활동이 위축될 수 있는 반면, 경영자가 비정상적으로 재량적 비용을 증대시키고자 할 경우에는 과잉투자로 인해 기업의 장기영업성과가 오히려 악화될 수 있다. 결과적으로 회계적 보고이익을 상향조정하고자 하는 기업은 영업현금흐름의 감소, 제조원가의 증가, 재량적 비용의 감소를 보일 것이며 반대로 보고이익을 하향조정하고자 하는 기업은 영업현금흐름의 증가, 제조원가의 감소, 재량적 비용의 증가를 보일 것이다.

보다 구체적으로 첫번째 실물적 이익조정 규모의 대용치인 비정상 영업현금흐름은 다음의 회귀식(1)에서 도출된 잔차로 추정하였다. 즉, 정상적 영업현금흐름이 매출액 및 매출액 증가액의 선형함수라는 가정하에서 이를 회귀모형을 통해 추정하고 실제 영업현금흐름과 추정된 정상적 영업현금흐름의 차이가 실물적 이익조정에 따른 비정상 영업현금흐름이라고 간주하였다.

$$\frac{CFO_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1r} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_2 \frac{Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

(CFO_{it} : 영업현금흐름, $Sales_{it}$: 매출액, $Assets_{it}$: 총자산)

한편, 제조원가는 매출원가와 재고자산 증가분의 합으로 정의될 수 있다. 먼저 매출원가와 재고자산 증가분은 다음의 식(2)와 (3)과 같이 매출액 또는 매출액 증가액의 선형함수로 각각 가정하였다.

$$\frac{COGS_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1r} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_2 \frac{Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$\frac{\Delta INV_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1r} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_2 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_3 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

($COGS_{it}$: 매출원가, INV_{it} : 재고자산)

이러한 가정을 통해 식(2)와 식(3)을 더함으로써 다음의 식(4)와 같은 정상적 수준의 제조원가를 추정하는 모형을 도출할 수 있다. 따라서 두 번째 실물적 이익조정 규모의 대용치인 비정상 제조원가는 다음 식(4)의 회귀식에서 도출된 잔차로 추정하였다. 즉, 정상적 제조원가가 매출액 및 매출액 증가액의 선형함수라는 가정하에서 이를 회귀모형을 통해 추정하고 실제 제조원가와 추정된 정상적 제조원가의 차이를 실물적 이익조정에 따른 비정상 제조원가로 간주하였다.

$$\frac{Prod_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1r} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_2 \frac{Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{i,t-1}} + k_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

($Prod_{it}$: 제조원가(매출원가 + 재고자산 변화분))

마지막 실물적 이익조정 규모의 대용치인 비정상 재량적 비용은 다음 식(5)의 회귀식에서 도출된 잔차로 추정하였다. 즉, 정상적인 재량적 비용이 매출액의 선형함수라는 가정하에서 이를 회귀모형을 통해 추정하고 실제 재량적 비용과 추정된 정상적 재량적 비용의 차이가 실물적 이익조정에 따른

비정상 재량적 비용이라고 간주하였다.

$$\frac{DiscExp_{it}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + k_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Assets_{i,t-1}} + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

(*DiscExp*: 복리후생비 + (일반관리비-제세공과금-감가상각비-임차료비용-보험비) + 판매비 + (연구비+경상연구개발비+경상개발비))³⁾

본 연구에서는 상기한 바와 같이 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가, 비정상 재량적 비용을 추정하고 이를 경영자가 회계적 보고이익의 조정을 위하여 비정상적인 경영활동을 수행함으로써 달성한 실물적 이익조정 규모로 간주하였다. 마지막으로 경영자가 회계적 보고이익의 증대를 위해 상향적인 실물적 이익조정을 시도할 뿐만 아니라 이익유연화⁴⁾ 등을 위해 하향적인 실물적 이익조정을 수행할 가능성도 있기 때문에⁵⁾ 본 연구에서는 상기한 대로 추정된 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가, 비정상 재량적 비용의 절대값을 실물적 이익조정 규모의 추정치로 간주하고 기관투자자 지분

율과의 상관관계를 분석하였다. 아울러 추가분석에서는 추정된 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가, 비정상 재량적 비용의 부호를 기준으로 상향적인 실물적 이익조정과 하향적인 실물적 이익조정을 수행한 기업을 구분하고 각각의 그룹에 대해 기관투자자 지분율과의 상관관계를 분석하였다.

3.2 연구모형

본 연구에서는 가설의 검증을 위하여 세가지 실물적 이익조정 규모의 대응치를 종속변수로 그리고 기관투자자 지분율을 주요 독립변수로 하는 다음의 식(6)~(8)에 대해 각각 회귀분석을 실시하였다.

$$\begin{aligned} /ACFO_t/ &= \beta_0 + \beta_1 INSTITUTE_t + \beta_2 \ln SIZE_t \\ &+ \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t \\ &+ Industry Dummies + \varepsilon \quad (6) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} /APC_t/ &= \beta_0 + \beta_1 INSTITUTE_t + \beta_2 \ln SIZE_t \\ &+ \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t \\ &+ Industry Dummies + \varepsilon \quad (7) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} /ADE_t/ &= \beta_0 + \beta_1 INSTITUTE_t + \beta_2 \ln SIZE_t \\ &+ \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t \end{aligned}$$

- 3) 김지홍, 고재민, 고윤성(2008)에서와 같이 감가상각비, 임차료비용, 그리고 보험료는 경영자가 재량적으로 변경시킬 수 없는 것으로 판단하여 재량적 비용에서 제외하였으며, 대손 상각비는 실질적인 경영활동의 변경이 아닌 발생액을 통한 이익조정 항목으로 보아 포함시키지 않았다. 하지만 이러한 비용을 포함하여 실증분석을 수행해도 본 연구에서 보고한 실증결과에 질적인 차이를 보이지 않았다. 아울러 경영자가 보다 쉽게 재량적으로 변경시킬 수 있는 비용항목으로 간주할 수 있는 연구비, 경상연구개발비, 경상개발비 및 판매비에 국한하여 재량적 비용을 정의한 후 실증분석을 반복하여도 본 연구의 주된 실증결과에는 큰 차이가 없었다.
- 4) Healy(1985), Gaver, Graver, and Austin(1995)에서 보고된 바와 같이 이익조정에 앞서 큰 폭의 손실이나 이익이 보고될 것으로 예측되는 경우 경영자는 Big Bath나 이익유연화 동기에 의해서 하향적인 이익조정을 수행할 유인을 가질 것이다. 아울러 김지홍, 고재민, 고윤성(2008)도 큰 폭의 이익을 보고한 기업의 경우 하향적인 실물적 이익조정을 통해서 이익유연화를 도모하고 있다고 보고하였다.
- 5) 예를 들어 Kirschenheiter and Melumad(2002)가 제시한 이론적 모형에 따르면 기업들은 하향적 이익조정을 통해 당기 이익을 대폭 낮출 경우 투자자들이 당기 이익의 지속성이 낮을 것으로 판단하여 상대적으로 주가의 하락폭을 낮추는 반면 당기의 하향적 이익조정을 통해 형성된 발생액이 활용되어 상향조정된 미래의 이익이 보다 유연화될 경우 이에 대해서는 상대적으로 주가의 상승폭을 더욱 높이기 때문에 장기적으로는 주가가 보다 극대화될 수 있다고 결론짓고 있다. 이러한 이론적 모형의 결론은 이익조정 형태와는 관련이 없기 때문에 결과적으로 기업들은 발생액을 통한 이익조정 외에 실물적 이익조정을 통해서도 하향적 이익조정을 시도할 만한 충분한 유인을 가지고 있다고 판단된다.

$$+ \text{Industry Dummies} + \varepsilon \quad (8)$$

- $/ACFO_t/$: 비정상 영업현금흐름, 식(1)에서 구한 잔차의 절대값
 $/APC_t/$: 비정상 제조원가, 식(4)에서 구한 잔차의 절대값
 $/ADE_t/$: 비정상 재무적 비용, 식(5)에서 구한 잔차의 절대값
 $INSTIT_t$: 기관투자자 지분율
 $\ln SIZE_t$: 기업규모로 총자산에 대한 자연로그값
 LEV_t : 부채비율 (총부채/총자산)
 ROA_t : 자산수익률(당기 순이익/ 총자산)
 $Industry Dummies$: 산업별 더미변수
 ε : 잔차항

우선 동 회귀모형의 종속변수는 실물적 이익조정 규모를 추정하는 식(1), 식(4) 및 식(5)에서 구한 잔차에 대해서 절대값을 취한 값을 사용하였다.⁶⁾ 주된 관심변수로는 기관투자자의 경영자에 대한 견제와 감시활동 수행분석을 위해서 선행연구에서 가장 많이 쓰여진 기관투자자 지분율을 사용하였다 (e.g., Chung, Firth, and Kim 2002; Choi and Seo 2008). 본 연구에서 기관투자자 지분율은 해당 회사 사업보고서의 주식에 관한 사항에 공시된

주식분포 현황 중에서 금융기관, 증권회사, 보험회사, 기타 법인 등이 보유한 지분율을 합산한 값으로 정의하였다. 한편, 통제변수로는 기업규모의 자연로그값($\ln SIZE$), 부채비율(LEV), 그리고 기업성과를 나타내는 자산수익률(ROA)을 사용하였다. 우선 기업규모는 정치적 비용 가설에 따라 기업규모가 경영자의 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위하여 포함시켰으며(e.g., Watts and Zimmerman 1978; Francis, LaFond, Olsson, and Schipper 2005), 자본구조에 따라 경영자의 이익조정 유인에 차이가 있을 수 있음에 따라 부채비율을 통제변수에 포함시켰다(e.g., 윤순석 2001; Marquardt and Wiedman 2005). 아울러 Guay, Kothari, and Watts(1996) 등에서 제시한 바와 같이 경영자의 이익조정 유인이 경영 성과와도 관련이 있기 때문에 자산수익률을 통제변수에 포함시켰다. 마지막으로 해당 기업이 속한 산업별 특성에 따른 잠재적인 효과를 통제하기 위하여 각 산업별 더미변수를 추가적인 통제변수로 포함시켰다.⁷⁾

기관투자자가 경영자의 상향적 혹은 하향적인 실물적 이익조정에 대해서 적절히 견제와 감시활동을 수행하고 있다면 실물적 이익조정 규모의 절대적

- 6) 실물적 이익조정 규모 대응치의 원래 값을 회귀식의 종속변수로 사용하여 실증분석을 수행한 결과 기관투자자 지분율이 증가할수록 평균적으로는 이익을 증대시키는 방향의 실물적 이익조정 규모 대응치들이 모두 감소하는 것으로 나타났다. 하지만 이와 같이 실물적 이익조정 규모 대응치의 원래 값을 회귀식의 종속변수로 사용하여 실증분석을 수행할 경우 다음과 같은 해석상의 문제가 존재할 수 있다. 예를 들어 비정상적 재무적 비용과 기관투자자 지분율 간에 양(+)의 상관관계가 관찰된다면 이는 기관투자자 지분율이 높을수록 평균적으로 비정상적인 재무적 비용이 증가된다는 것을 의미하기 때문에 결과적으로 기관투자자가 기업들이 재무적 비용을 줄여서 이익을 상향조정하는 것을 억제하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 그러나 만일 이러한 상관관계가 주로 식(5)에서 잔차가 양(+)인 값을 가지는 기업들에 의하여 도출되었다면 이는 오히려 기관투자자 지분율이 높을수록 이미 최적수준을 초과한 재무적 비용이 더욱 증가한다는 것을 의미하므로 결과적으로 기관투자자가 비정상적 재무적 비용의 증대를 통한 하향적인 실물적 이익조정을 더욱 조장한다고 해석할 수 밖에는 없을 것이다. 이러한 해석상의 어려움을 감안하여 본 연구에서는 실물적 이익조정 규모 대응치의 절대값을 회귀식의 종속변수로 사용하는 한편, 추가분석을 통해 실물적 이익조정규모의 대응치가 음(-) 또는 양(+)인 기업을 각각 구분하여 동 대응치와 기관투자자 지분율 간의 상관관계를 분석하였다.
- 7) 본 연구의 실증분석은 연도별 회귀분석에 바탕을 둔 Fama-MacBeth 접근법(Fama and MacBeth 1973)을 준용하고 있기 때문에 연도별 더미변수를 별도로 통제할 필요가 없다. 아울러 일부 선행연구(e.g., Cohen and Zarowin 2010)에서 실물적 이익조정 규모에 영향을 미칠 수 있다고 제안된 감사인 규모, 운영업자산 및 외국인투자비중 등을 추가로 통제하더라도 본 연구의 실증결과에는 별다른 차이가 없었다.

수준과 기관투자자 지분율은 실증적으로 유의한 음(-)의 관계를 나타낼 것이라고 예상된다. 하지만 기관투자자가 경영자의 이익조정 행위를 방조 혹은 묵인하고 있다면 이러한 상관관계가 관찰되지 않을 것으로 예상된다.

3.3 연구자료

본 연구의 실증분석을 위해 필요한 기관투자자 지분율 정보는 TS2000에서 추출하였다. 실물적 이익조정 규모를 측정하기 위한 재무자료들은 KisValue Library를 사용하였다. 나아가, 국내의 유가증권 시장 또는 코스닥 시장에 상장된 기업 중 다음의 요건들을 만족하는 기업들을 최종 표본으로 선정하였다.

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

조건(3)은 보다 합리적인 횡단면분석을 위해서 적용되었으며, 조건(4)는 금융업에 속하는 기업들의 계정과목 성격이 일반기업과 상이하기 때문에 도입되었다. 상기한 조건을 만족하는 1999년부터 2003년⁸⁾까지 총 2,292기업/연도의 표본이 본 연구의 분석에 사용되었다. <표 1>은 전체 표본의 연도별 기업 수 <패널 A>와 산업별 기업 수 <패널

B>를 나타내고 있다. <패널 A>를 보면 1999년부터 2003년까지 434개(2001년)부터 483개(2002년)까지 관측치가 고르게 분포되어 있는 것으로 나타났다. <패널 B>는 한국표준산업분류의 중분류를 사용해서 관측치의 산업별 분포를 나타내었는데 산업별로 고르게 관측치가 분포되어 있음을 알 수 있다.

IV. 실증결과

4.1 기초통계량과 상관관계 분석

본 연구의 주요 변수에 대한 기초통계량은 <표 2>에 나타나 있다.⁹⁾ 먼저 실물적 이익조정의 절대적 규모를 나타내는 비정상 영업현금흐름(/ACFO/), 비정상 제조원가(/APC/) 및 비정상 재량적 비용(/ADE/)의 평균(표준편차)은 각각 0.0695(0.0672), 0.0830(0.0930), 0.042(0.0566)으로 나타났다. 아울러 본 연구의 주된 관심변수인 기관투자자 지분율(INSTIT)의 분포를 보면 기관투자자들은 해당 기업에 대해 평균적으로 약 9.38% 정도의 주식을 소유하고 있는 것으로 나타났고 표준편차는 13.4% 인 것으로 나타났다. 표본에 포함된 기업의 기업규모(SIZE)의 평균(중위수)는 각각 9천 80억원(1천 980억)이었으며, 부채비율(LEV)은 평균(중위수) 53.6%(51.3%) 수준인 것으로 나타났다. 그리고 자산수익률(ROA)의 평균과 표준편차는 각각 2.2%, 13.8% 인 것으로 나타났다.

8) ㈜상장사협의회 TS2000은 기관투자자 지분율 의무 공시기간인 1999년부터 2003년까지의 기관투자자 지분율 정보만을 제공하고 있다.

9) 본 연구에서는 극단치의 효과를 최소화하기 위해서 각 변수들에 대해서 전체 분포의 1(99)% 보다 작은(큰) 값을 해당 분포의 1(99)% 값으로 대체하였다.

〈표 1〉 연도별 및 산업별 표본수

패널A와 패널B는 본 연구에 사용된 연도별 표본수와 산업별 표본수를 각각 나타낸다.

패널 A: 연도별 표본수

연도	표본수
1999	455
2000	441
2001	434
2002	483
2003	479
합계	2,292

패널B: 산업별 표본수

산업별 분류	표본수
음식료품	155
섬유 및 의복업	134
목재 및 종이제조업	121
화학물 및 화학제품제조업	245
의료 정밀 제조업	122
고무 및 플라스틱제조업	57
비금속광물제품 제조업	95
제1차 금속산업	155
금속가공업	36
전자기계, 컴퓨터, 영상, 음향	180
의료, 정밀, 광학기기 및 시계 제조업	22
전자부품	62
기타 제조업	90
자동차 및 기타운송업	215
건설업	166
도소매업	158
운송업	79
출판업	10
정보처리 및 컴퓨터관련 서비스업	47
기타서비스업	143
총 합	2,292

〈표 2〉 주요 변수의 기술통계량

〈표 2〉는 주요 변수에 대한 기술통계량을 나타낸다. $/ACFO/$ 는 비정상 영업현금흐름에 대한 절대값, $/APC/$ 는 비정상 제조원가에 대한 절대값, $/ADE/$ 는 비정상 재량적 비용에 대한 절대값이다. $INSTIT$ 는 기관투자자 지분율, $SIZE$ 는 총자산(단위: 십억원), LEV 는 총부채를 총자산으로 나누어서 계산한 부채비율이고 ROA 는 당기순이익을 총자산으로 나누어서 계산한 총자산이익률이다.

변수	표본수	평균	표준 편차	1%	5%	10%	25%	중간값	75%	90%	95%	99%
$/ACFO/$	2,292	0.0695	0.0672	0.0009	0.0039	0.0090	0.0238	0.0518	0.0932	0.1510	0.1973	0.3726
$/APC/$	2,292	0.0830	0.0930	0.0012	0.0047	0.0093	0.0243	0.0539	0.1059	0.1853	0.2581	0.5706
$/ADE/$	2,292	0.0420	0.0566	0.0006	0.0021	0.0043	0.0099	0.0231	0.0506	0.0976	0.1420	0.3488
$INSTIT$	2,292	0.0938	0.1344	0.0001	0.0003	0.0013	0.0078	0.0427	0.1246	0.2447	0.3621	0.7170
$SIZE$	2,292	908	2,430	19	35	48	90	198	531	1,931	3,998	17,616
EV	2,292	0.5358	0.2510	0.1176	0.1910	0.2547	0.3693	0.5126	0.6516	0.8028	0.9428	1.6260
ROA	2,292	0.0223	0.1380	-0.6698	-0.1744	-0.0735	0.0059	0.0304	0.0654	0.1056	0.1453	0.6491

〈표 3〉은 동 연구의 실증분석에 사용된 주요 변수들의 피어슨 상관계수를 보고하였다. 본 연구의 주된 관심변수인 기관투자자 지분율($INSTIT$)은 비정상 영업현금흐름($/ACFO/$)과 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타냈지만 비정상 제조원가($/APC/$) 및 비정상 재량적 비용($/ADE/$)과는 유의한 상관관계를 나타내지 못했다. 실물적 이익조정 규모 대응치 간의 상관관계를 살펴보면 비정상 영업현금흐름($/ACFO/$)은 비정상 제조원가($/APC/$) 및 비정상 재량적 비용($/ADE/$)과 서로 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 한편, 기업 규모의 자연로그값($lnSIZE$)은 비정상 영업현금흐름($/ACFO/$), 비정상 제조원가($/APC/$) 및 비정상 재량적 비용($/ADE/$) 모두와 양(+)의 유의한 상관관계를 나타냈고 부채비율(LEV) (자산수익률(ROA))은 비정상 제조원가($/APC/$) 및 비정상 재량적 비용($/ADE/$)과 각각 1% 수준에서 유의한 음(-)(양(+))의 상관관계를 나타내었다. 또한 기관투자자 지분율($INSTIT$)

은 기업규모($lnSIZE$), 부채비율(LEV) 및 자산수익률(ROA)과 1% 수준에서 모두 유의한 양(+)의 상관관계를 나타내었다. 이러한 일변량 상관관계 분석에 따르면 기관투자자 지분율이 높은 기업일수록 비정상 영업현금흐름이 낮은 한편, 기업규모, 부채비율 및 자산수익률이 높은 것으로 해석할 수 있다. 하지만 비정상 영업현금흐름($/ACFO/$), 비정상 제조원가($/APC/$) 및 비정상 재량적 비용($/ADE/$)이 다른 통제변수와 유의한 상관관계를 가지는 동시에 기관투자자 지분율($INSTIT$) 역시 이들 통제변수와 유의한 상관관계를 가지기 때문에 일변량 상관관계 분석의 결과에 대한 해석에 주의를 할 필요가 있다. 따라서 보다 정확한 실증분석을 위해서는 실물적 이익조정의 절대적 규모에 영향을 미치는 변수를 통제된 후 기관투자자 지분율과 실물적 이익조정 규모의 대응치간의 상관관계를 살펴볼 필요가 있다. 따라서 다음 절에서는 실물적 이익조정의 절대적 규모에 영향을 미치는 요인을 설명하기 위해서 기관투자자 지분율($INSTIT$)을 포

〈표 3〉 주요 변수의 피어슨 상관계수

〈표 3〉은 주요 변수에 대한 피어슨 상관계수를 나타낸다. $\ln SIZE$ 는 $SIZE$ 의 자연로그 값이며, 여타 변수의 정의는 〈표 2〉의 주석을 참조한다. 괄호 안의 숫자는 p-값을 나타낸다 (양측검정).

변수	/ACFO/	/APC/	/ADE/	INSTIT	$\ln SIZE$	LEV
표본수	2,292	2,292	2,292	2,292	2,292	2,292
/APC/	0.360 (0.000)					
/ADE/	0.185 (0.000)	0.644 (0.000)				
INSTIT	-0.046 (0.028)	-0.031 (0.142)	-0.012 (0.571)			
$\ln SIZE$	0.086 (0.000)	0.095 (0.000)	0.093 (0.000)	0.119 (0.000)		
LEV	-0.009 (0.673)	-0.061 (0.004)	-0.100 (0.000)	0.132 (0.000)	0.056 (0.007)	
ROA	0.022 (0.289)	0.082 (0.000)	0.079 (0.000)	0.093 (0.000)	0.007 (0.703)	-0.383 (0.000)

함한 기타 통제변수들을 회귀변수로 사용한 다중회귀분석의 결과를 보고하였다.

4.2 다중 회귀분석 결과

〈표 4〉는 기관투자자 지분율이 실물적 이익조정 의 절대적 규모에 미치는 영향을 분석하기 위한 다중 회귀분석 결과를 나타내고 있다. 본 연구에서는 실증분석에 사용된 패널자료의 특성으로부터 발생할 수 있는 잔차항 간의 유의한 상관관계에 의하여 통계적 유의성을 표시하는 t값이 과대계상될 가능성을 해소하기 위하여 연도별 회귀분석에 기반한 Fama-MacBeth 접근법(Fama and MacBeth 1973)을 사용한 회귀분석을 실시하였다.

우선 기관투자자 지분율($INSTIT$)과 비정상 영업현금흐름($ACFO$)의 관련성에 관한 회귀분석 결과를 보면, 기관투자자 지분율($INSTIT$)은 음(-)의 회귀계수를 가지는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지 못하였다. 반면 기관투자자 지분율($INSTIT$)은 비정상 제조원가(APC)를 설명하는데 있어 음(-)의 회귀계수(-0.035)를 가지는 것으로 나타났으며 이는 1% 수준에서 유의한(t값: -11.18) 것으로 나타났다. 마지막으로 기관투자자 지분율($INSTIT$)은 비정상 재량적 비용(ADE)에 대해서도 음(-)의 회귀계수(-0.021)를 가지며 이 역시 1% 수준에서 유의한(t값: -4.44) 것으로 나타났다.¹⁰⁾

한편 실물적 이익조정의 절대적 규모에 영향을

10) 연도별로 회귀분석을 실시한 결과 1999년부터 2003년까지 모든 연도(비정상 영업현금흐름의 경우 4개 연도)에 걸쳐 실물적 이익조정 규모 대응치와 기관투자자 지분율 사이에 지속적인 음(-)의 상관관계가 관찰됨에 따라 본 연구의 실증결과가 특정연도의 표본에 의하여 도출되지 않는 것으로 판단된다. 아울러 모든 기업/연도의 표본을 통합하여 회귀분석을 실시했을 경우에도 본 연구의 주된 실증결과에는 차이가 없었다. 한편 비정상 제조원가 및 비정상 재량적 비용과는 달리 비정상 영업현금흐름의 경우 기관투자자

〈표 4〉 실물적 이익조정 규모의 절대적 수준과 기관투자자 지분율의 관련성에 관한 회귀분석

〈표 4〉는 통계변수를 포함한 세 가지 실물적 이익조정 규모에 대한 절대적 수준(/ACFO/, /APC/, /ADE/)과 기관투자자 지분율과의 관련성에 관한 다중회귀분석 결과를 나타내고 있다. 동 실증분석에서는 연도별 회귀분석에 기반한 Fama-MacBeth 접근법(Fama and MacBeth 1973)을 사용하여 회귀분석을 실시하였다. 〈표 4〉에 보고된 회귀계수는 연도별 회귀분석으로부터 도출된 연도별 회귀계수의 평균값이며, 해당 회귀계수의 통계적 유의성을 표시하는 t값은 Kemsley and Nissim(2002)의 방법을 준용하여 이들 연도별 회귀계수의 1차 자기상관성을 조정하여 계산한 t값이다. Adj. R²는 각 연도별 회귀분석에서 산출된 수정 결정계수들의 평균값이다.

$$/ACFO/ (/APC/, /ADE/) = \beta_0 + \beta_1 INSTITUTE + \beta_2 \ln SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + Industry Dummies + \epsilon$$

종속변수	/ACFO/		/APC/		/ADE/	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
INTERCEPT	0.136 ***	8.07	0.076 **	2.54	-0.024 ***	-3.62
INSTITUTE	-0.018	-0.87	-0.035 ***	-11.18	-0.021 ***	-4.44
lnSIZE	0.003	0.22	0.001	0.32	-0.007 ***	-3.25
LEV	-0.002 ***	-3.93	0.003 ***	2.74	0.004 ***	13.56
ROA	0.026	0.85	0.065 ***	6.85	0.025 ***	4.20
Industry Dummies	포함		포함		포함	
Adj. R ²	0.062		0.187		0.238	
표본 수	2,292		2,292		2,292	

(주1) 변수설명은 〈표 2〉 및 〈표 3〉의 주석을 참조한다.

(주2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

미치는 다른 통계변수들을 살펴보면 기업규모(lnSIZE)의 경우 비정상 재량적 비용(/ADE/)에 대해 통계적으로 유의한 음(-)의 회귀계수를 가지고 있는 것으로 나타났으며 부채비율(LEV)의 경우 비정상 영업현금흐름(/ACFO/)과는 음(-)의 상관관계, 비정상 제조원가(/APC/) 및 비정상 재량적 비용(/ADE/)과는 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 마지막으로 자산수익률(ROA)의 경우에는 비정상 제조원가(/APC/) 및 비정상 재량적 비용(/ADE/)과 각각 양(+)의 상관관계를

가지는 것으로 나타났다.

한편 〈표 5〉는 실물적 이익조정의 절대적 규모를 측정하는 비정상 영업현금흐름(/ACFO/), 비정상 제조원가(/APC/) 및 비정상 재량적 비용(/ADE/) 각각에 대해서 절대값을 취하기 이전의 해당 변수가 양(+) 또는 음(-)의 부호를 가지는지 여부를 바탕으로 해당 표본을 상향적 또는 하향적인 이익조정을 수행한 기업군으로 분류하고 그 각각의 경우에 대하여 기관투자자가 경영자에 대한 견제와 감시활동을 수행함으로써 실물적 이익조정을 억제

지분율과의 음(-)의 상관관계가 통계적으로 유의하지 않았는데 이는 비정상 영업현금흐름에 내재된 측정오차가 다른 실물적 이익조정 규모의 대응치보다 상대적으로 크기 때문에 나타난 결과일 수도 있고, 기관투자자가 경영자의 매출을 통한 실물적 이익조정에 대해서는 견제와 감시활동을 효과적으로 수행하지 않기 때문에 나타난 결과일 수도 있다. 후속 연구를 통해 이에 대한 보다 명확한 실증분석이 필요할 것으로 판단된다.

하고 있는지 여부에 대한 회귀분석 결과를 보고하였다.

〈표 5〉에 나타난 바와 같이 비정상 영업현금흐름(ACFO)이 0보다 클 때에는 기관투자자 지분율(INSTIT)이 1% 수준에서 유의한 음(-)의 회귀계수(-0.033)를 가지는 것으로 나타나 비정상 현금흐름을 낮추는 역할을 수행한다는 것을 알 수 있다. 아울러 비정상 제조원가(APC)의 경우 0보다 작을 때는 기관투자자 지분율(INSTIT)이 1% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수(0.051)를 가지고 0보다 클 때는 기관투자자 지분율(INSTIT)이 10% 수준에서 유의한 음(-)의 회귀계수(-0.014)를 가지는 것으로 나타났다. 마지막으로 비정상 재량적 비용(ADE)의 경우에도 0보다 작을 때는 기관투자자 지분율(INSTIT)이 1% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수(0.013)를 가지고, 0보다 클 때는 기관투자자 지분율(INSTIT)이 5% 수준에서 유의한 음(-)의 회귀계수(-0.027)를 가지는 것으로 나타났다. 따라서 기관투자자 지분율(INSTIT)이 높아질수록 경영자의 상향적 또는 하향적 이익조정 규모가 각각 감소하는 것으로 나타났다.

한편, 〈표 5〉에 보고된 실증분석 결과는 평균적으로 기관투자자 지분율이 높을수록 실물적 이익조정의 절대적 규모가 감소함을 의미하지만 이러한 상관관계가 기관투자자 지분율 분포 전체에 대하여 균일하게 적용되지 않을 수 있다. 이는 기관투자자 지분율이 현저히 낮을 경우에는 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정에 의하여 부담하게 되는 잠재적 손실가능성이 크지 않아 경영자의 실물적 이익조정을 견제하고 감시할 유인을 충분히 가지지 못할 수 있으며 나아가 이들 기관투자자들이 이사회 등을 통하여 경영자의 경영활동을 실질적으로 견제하고 감시할 만한 능력을 가지지 못할 수 있기

때문이다. 이에 따라 추가분석의 일환으로서 본 연구에서는 기관투자자 지분율의 크기를 기준으로(즉, 기관투자자 지분율의 중간값인 4.27%) 전체 표본을 두 개의 그룹으로 나누고 그 각각에 대하여 〈표 4〉에서의 실증분석을 반복하여 실시하였다.

〈표 6〉에 보고된 바와 같이 기관투자자 지분율(INSTIT)과 실물적 이익조정 규모 대용치 사이에 존재하는 음(-)의 상관관계는 기관투자자 지분율이 큰 상위그룹에서만 유의하게 관찰되었다. 즉, 기관투자자 지분율이 중간값보다 큰 그룹의 경우 기관투자자 지분율(INSTIT)은 비정상 제조원가(/APC/)를 설명하는데 있어 1% 수준에서 유의한(t값: -4.25) 음(-)의 회귀계수(-0.029)를 가지는 것으로 나타났으며, 비정상 재량적 비용(/ADE/)에 대해서도 역시 음(-)의 회귀계수(-0.021)를 가지는 한편 이 역시 1% 수준에서 유의한(t값: -4.75) 것으로 나타났다. 반면, 기관투자자 지분율이 중간값보다 작은 그룹의 경우에는 기관투자자 지분율(INSTIT)의 회귀계수가 세 가지 실물적 이익조정 규모 대용치에 대하여 양(+)의 값을 가지나 모두 통계적으로 유의하지 않았다. 이러한 실증분석 결과는 기관투자자 지분율이 높아질수록 기관투자자가 경영자와 담합하여 이들의 실물적 이익조정 행위를 묵인 또는 방조할 가능성보다는 기관투자자 입장에서 경영자의 실물적 이익조정 행위를 실제로 견제할 수 있는 능력 및 유인이 보다 증대되기 때문에 결과적으로 높은 비율의 지분을 소유하고 있는 기관투자자들이 경영자의 실물적 이익조정을 보다 효과적으로 견제하며 감시하고 있음을 의미한다. 이와 반대로 기관투자자 지분율이 낮은 경우에는 기관투자자가 경영자가 수행하는 실물적 이익조정의 부작용으로 말미암아 부담하게 되는 잠재적인 손실액이 크지 않아 이들의 실물적 이익조정 행위

〈표 5〉 상향적 및 하향적 이익조정으로 구분한 기업군별 실물적 이익조정 규모와 기관투자자 지분율의 관련성에 관한 회귀분석

〈표 5〉는 실물적 이익조정 규모 대용치(*ACFO*, *APC*, *ADE*)의 부호에 따라 상향적 및 하향적 이익조정을 수행한 기업군을 구분하여, 각각의 집단별로 실물적 이익조정 규모와 기관투자자 지분율과의 관련성에 대한 다중회귀분석 결과를 나타내고 있다. 동 분석에서는 연도별 회귀분석에 기반한 Fama-MacBeth 접근법(Fama and MacBeth 1973)을 사용하여 회귀분석을 실시하였다. 〈표5〉에 보고된 회귀계수는 연도별 회귀분석으로부터 도출된 연도별 회귀계수의 평균값이며, 해당 회귀계수의 통계적 유의성을 표시하는 t값은 Kemsley and Nissim(2002)의 방법을 준용하여 이들 연도별 회귀계수의 1차 자기상관성을 조정하여 계산한 t값이다. Adj. R²는 각 연도별 회귀분석에서 산출된 수정 결정계수들의 평균값이다.

$$ACFO (APC, ADE) = \beta_0 + \beta_1 INSTIT + \beta_2 lnSIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + Industry Dummies + \varepsilon$$

종속변수	<i>ACFO</i> < 0		<i>ACFO</i> > 0		<i>APC</i> < 0		<i>APC</i> > 0		<i>ADE</i> < 0		<i>ADE</i> > 0	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
<i>INTERCEPT</i>	-0.337 ***	-8.14	0.006	0.15	-0.035	-0.26	0.191 ***	8.37	-0.051 ***	-6.37	-0.061 ***	-5.04
<i>INSTIT</i>	0.017	0.50	-0.033 ***	-2.93	0.051 ***	4.35	-0.014 *	-1.93	0.013 ***	2.79	-0.027 **	-1.99
<i>lnSIZE</i>	-0.026	-0.92	-0.020 ***	-2.53	0.003	0.41	0.013	0.69	0.001	0.17	-0.021 ***	-2.69
<i>LEV</i>	0.010 ***	5.54	0.003 ***	2.76	-0.007	-1.57	-0.005 ***	-5.08	0.001 ***	3.05	0.006 ***	19.19
<i>ROA</i>	0.015	0.29	0.096 ***	4.42	-0.134 ***	-7.42	0.003	0.15	0.006	0.79	0.054 ***	5.64
<i>Industry Dummies</i>	포 함		포 함		포 함		포 함		포 함		포 함	
Adj. R ²	0.097		0.113		0.253		0.128		0.385		0.260	
표본 수	996		1,296		1,260		1,032		1,185		1,107	

(주1) 변수설명은 〈표 2〉 및 〈표 3〉의 주석을 참조한다.

(주2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

〈표 6〉 기관투자자 지분율 수준에 따른 기업군별 실물적 이익조정 규모의 절대적 수준과 기관투자자 지분율의 관련성에 관한 회귀분석

〈표 6〉은 전체 표본을 기관투자자 지분율이 높은 그룹과 낮은 그룹으로 구분하고 각각에 대해서 실물적 이익조정 규모의 절대적 수준(/ACFO/, /APC/, /ADE/)과 기관투자자 지분율의 관련성에 관한 다중회귀분석 결과를 나타내고 있다. 동 분석에서는 기관투자자 지분율에 대한 중위수 값(4.27%)을 기준으로 전체 표본을 두 그룹으로 구분하였다. 동 분석에서는 연도별 회귀분석에 기반한 Fama-MacBeth 접근법(Fama and MacBeth 1973)을 사용하였으며, 〈표 6〉에 보고된 회귀계수는 연도별 회귀분석으로부터 도출된 연도별 회귀계수의 평균값이고 해당 회귀계수의 통계적 유의성을 표시하는 t값은 Kemsley and Nissim(2002)의 방법을 준용하여 이들 연도별 회귀계수의 1차 자기상관성을 조정하여 계산한 t값이다. Adj. R²는 각 연도별 회귀분석에서 산출된 수정 결정계수들의 평균값이다.

$$/ACFO/ \ /APC/ \ /ADE/ = \beta_0 + \beta_1 INSTIT + \beta_2 \ln SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 ROA + Industry Dummies + \varepsilon$$

그룹	기관투자자 지분율이 낮은 그룹 (INSTIT < 4.27%)						기관투자자 지분율이 높은 그룹 (INSTIT >= 4.27%)					
	/ACFO/		/APC/		/ADE/		/ACFO/		/APC/		/ADE/	
종속변수	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
INTERCEPT	0.220 ***	3.55	-0.013	-0.45	-0.035	-1.03	0.111 ***	4.50	0.111 **	2.17	-0.028 **	-1.85
INSTIT	0.409	1.07	0.150	0.50	0.138	0.90	-0.021	-1.26	-0.029 ***	-4.25	-0.021 ***	-4.75
lnSIZE	-0.006 *	-1.75	0.005 ***	3.90	0.004 ***	3.20	-0.000	-0.25	0.002	1.26	0.005 ***	6.61
LEV	0.018	0.53	0.017	0.97	-0.005 **	-2.17	-0.013	-1.33	-0.018 ***	-3.59	-0.011 **	-2.30
ROA	0.036	0.62	0.062 **	2.46	0.038 ***	8.23	0.013	1.05	0.064 ***	10.84	0.006	0.64
Industry Dummies	포 함		포 함		포 함		포 함		포 함		포 함	
Adj. R ²	0.052		0.202		0.262		0.098		0.205		0.245	
표본 수	1,146		1,146		1,146		1,146		1,146		1,146	

(주1) 변수설명은 〈표 2〉 및 〈표 3〉의 주석을 참조한다. (주2) ***, **, *는 양측검정으로 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

를 견제할 유인이 별로 크지 않고 아울러 경영자의 실물적 이익조정 행위를 실질적으로 견제하고 감시할 수 있는 능력을 지니고 있지 못하기 때문에 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정 행위에 별다른 영향을 미치지 못하는 것으로 판단된다.

이상의 실증분석 결과를 종합해 보면 한국 기업을 대상으로 한 본 연구에서 기관투자자 지분율(*INSTIT*)은 비정상 제조원가(*/APC/*) 및 비정상 재량적 비용(*/ADE/*)으로 측정된 실물적 이익조정의 절대적 규모와 음(-)의 유의한 상관관계를 가지는 것으로 나타났으며 나아가 이러한 상관관계는 경영자의 상향적 또는 하향적 이익조정 양자 모두에 대해서 동일하게 적용됨을 알 수 있다. 결론적으로 기관투자자는 경영자의 실물적 이익조정에 대하여 견제와 감시의 기능을 효과적으로 수행함으로써 회계감사법인이나 규제당국을 대신하여 기업의 장기영업성과나 자기자본비용 등에 부정적인 영향을 미치는 실물적 이익조정 행위를 효과적으로 억제하는데 기여하고 있다고 판단된다.¹¹⁾

V. 결론 및 한계점

본 연구는 한국의 유가증권 또는 코스닥 시장에 상장된 기업 중 기관투자자 지분율 정보를 구할 수 있는 1999년부터 2003년까지 2,292개의 관측치

를 이용하여 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정을 억제하는 역할을 효과적으로 수행하고 있는지에 대하여 분석하였다. 이러한 연구주제의 실증분석을 위해 본 연구는 기관투자자 지분율과 실물적 이익조정 규모 대용치(비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가, 비정상 재량적 비용)의 절대적 수준과의 관련성을 살펴보았는데 본 연구의 실증결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 기관투자자 지분율은 실물적 이익조정 규모의 대용치 중 비정상 제조원가, 비정상 재량적 비용의 절대적 수준과 음(-)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 나아가 실물적 이익조정 규모 대용치의 부호를 기준으로 상향적 또는 하향적 이익조정을 한 것으로 추정되는 기업군 별로 분리해서 수행한 추가 분석에서도 기관투자자 지분율은 경영자의 상향적 또는 하향적 이익조정 규모와 일관된 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 결론적으로 이러한 실증분석 결과는 한국의 기관투자자들이 경영자의 비정상적인 영업활동을 통한 상향적 또는 하향적 이익조정을 적절히 견제하고 감시함으로써 이를 효과적으로 억제하고 있음을 의미한다.

본 연구는 기관투자자가 재량적 발생액을 이용한 회계적 이익조정에 있어 경영자에 대한 견제 및 감시 역할을 효과적으로 수행하는지 여부를 분석하였던 선행연구를 확장하여 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정 행위 역시 억제할 수 있음을 국내외 처음으로 실증적으로 보였다는 점에서 주된 공헌점

11) 추가적으로 본 연구에서 사용된 표본을 대상으로 재량적 발생액의 절대값으로 측정된 회계적 이익조정 규모의 대용치와 기관투자자 지분율간의 상관관계를 분석한 결과 양자 사이에는 통계적으로 유의한 상관관계를 찾을 수 없었다. 이러한 실증결과는 기관투자자들이 경영자의 회계적 이익조정을 효과적으로 억제하지 못하고 있다고 보고한 일부 연구와 동일한 결과이나 (e.g., Matsumoto 2002; Liu and Peng 2006), 기관투자자들이 실물적 이익조정을 효과적으로 억제하고 있다는 본 연구의 실증결과와는 다소 배치되는 것이 사실이다. 물론 발생액의 반전현상을 통해서 회계적 이익조정이 장기적으로 유지되기 어려운 반면 실물적 이익조정은 기업의 장기성과나 자기자본비용 등에 장기적으로 악영향을 미칠 수 있는 만큼 기관투자자들이 이러한 실물적 이익조정을 억제하는데 보다 많은 유인을 가지고 있기 때문일 수 있으나, 이는 본 연구의 연구범위를 벗어난 것으로 추후 보다 세부적인 분석이 필요한 것으로 판단된다.

을 가질 것으로 판단된다. 특히 회계규제가 강화되면서 경영자의 실물적 이익조정에 대한 선호가 더욱 증가될 것으로 예상되는 가운데 법적으로 경영자의 실물적 이익조정을 규제할 수 있는 수단이 없는 상황에서 이러한 실물적 이익조정을 줄일 수 있는 역할을 기관투자자가 수행할 수 있다는 점을 보였다는 점에서 학계 뿐만 아니라 회계규제당국에 대해서도 큰 시사점을 줄 수 있다고 판단된다.

이러한 공헌점에도 불구하고 본 연구의 실증분석은 다음과 같은 한계점을 내포하고 있다. 첫째, 본 연구에서는 기관투자자 지분율과 실물적 이익조정 규모 대응치 간에 존재하는 상관관계만을 보고하고 있어 기관투자자가 사후적으로 실물적 이익조정 규모가 상대적으로 작을 것으로 예측되는 기업만을 선택하여 투자하고 있다는 대체가설을 완전히 배제할 수는 없을 것이다. 둘째, 2004년부터 기관투자자 지분율이 기업의 의무 공시사항에서 제외됨에 따라 본 연구의 실증분석 연도가 1999년부터 2003년까지로 한정되어 있어 실증결과가 다른 기간에도 동일하게 적용된다고 단정지을 수 없을 것이다. 셋째, 본 연구에서는 경영자의 실물적 이익조정을 억제할 수 있는 메커니즘으로서 기관투자자의 역할만을 분석하였다. 기관투자자 외에 채무분석가 등 여타 자본시장 참여자도 이러한 역할을 수행할 가능성이 있으나 이는 본 연구의 연구범위를 넘어선 것으로 후속 연구를 통해 추가적으로 분석할 필요성이 있는 것으로 판단된다. 그러나 이러한 한계점에도 불구하고 본 연구는 경영자의 실물적 이익조정 행위를 견제하고 감시할 수 있는 메커니즘으로서 기관투자자의 역할을 국내외 최초로 밝혀냈다는 점에서 큰 의의를 가질 수 있을 것이다.

참고문헌

- 김지홍, 고재민, 고운성 (2008), 적자회피 및 이익평준화를 위한 실제 이익조정 활동, **회계저널** 17(4), 31-63.
- 김지홍, 배지현, 고재민 (2009), 실제 이익조정이 장기 경영성과에 미치는 영향, **회계학연구** 34(4), 31-70.
- 나종길 (2004), 유동발생의 예측오차와 감사인 유형에 따른 재량적 발생의 정보성 차이, **회계학연구** 29(1), 117-142
- 윤순석 (2001), 상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구, **증권학회지** 29(1), 57-85.
- 전홍민, 차승민 (2010), 실물적 이익조정이 자기자본비용에 미치는 영향: 한국기업을 중심으로, Working Paper.
- 최관, 백원선 (1999), 유상증자기업의 이익조정에 대한 실증적 연구, **회계학연구** 24(4), 1-27.
- Agrawal, A. and C.R. Knoeber (1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377- 397.
- Black, B. (1998), "Shareholder Activism and Corporate Governance in the United States," *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*.
- Brickley, J., R. Lease and C. Smith (1988), "Ownership Structure and Voting on Antitakeover Amendments," *Journal of Financial Economics*, 20, 267-291.
- Choi, S.K. and J.W. Seo (2008), "Institutional Ownership and Accounting Transparency," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 37, 627-673.

- Chung, R., M. Firth and J. Kim (2002), "Institutional Monitoring and Opportunistic Earnings Management," *Journal of Corporate Finance*, 8, 29-48.
- Cohen, D.A., A. Dey and T.Z. Lys (2008), "Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre- and Post-Sarbanes-Oxley Periods," *The Accounting Review*, 83, 757-787.
- Cohen, D.A. and P. Zarowin (2010), "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings," *Journal of Accounting and Economics*, 50, 2-19.
- Ewert, R. and A. Wagenhofer (2005), "Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management," *The Accounting Review*, 80, 1101-1124.
- Fama, E. and J.D. MacBeth (1973), "Risk, Return and Equilibrium: Empirical Tests," *Journal of Political Economy*, 81, 607-636.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper (2005), "The Market Pricing of Accruals Quality," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 295-327.
- Gaver, J., K. Graver and J. Austin (1995), "Additional Evidence on the Association between Income Management and Earnings Based Bonus Plans," *Journal of Accounting and Economics*, 19, 3-29.
- Graham, J.R., C.R. Harvey and S. Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Grossman, S. and O. Hart (1980), "Takeover Bids, the Free Rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.
- Guay, W., S.P. Kothari and R.L. Watts (1996), "A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models," *Journal of Accounting Research*, 34, 83-105.
- Gunny, K. (2005), "What are the Consequences of Real Earnings Management?," *Working Paper*, University of California at Berkeley.
- Hartzell, J.C. and L.T. Starks (2003), "Institutional Investors and Executive Compensation," *Journal of Finance*, 58, 2351-2374.
- Healy, P.M. (1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 7, 85-107.
- Jensen, M. (1993), "The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal and M. Venkatachalam (2002), "Institutional Ownership and the Extant to which Stock Prices Reflect Future Earnings," *Contemporary Accounting Research*, 19, 117-136.
- Kaplan, S. and B. Minton (1994), "Outside' Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and Implications for Mangers," *Working Paper*, National Bureau of Economic Research Inc.
- Kemsley, D. and D. Nissim (2002), "Valuation of Debt Tax Shield," *Journal of Finance*, 57, 2045-2073.
- Kim, J.B. and B.C. Sohn (2009), "Real versus Accrual-Based Earnings Management and Implied Cost of Equity Capital," *Working Paper*, Concordia University.
- Kirschenheiter, M. and N. Melumad (2002), "Can 'Big Bath' and Earnings Smoothing Coexist as Equilibrium Financial Reporting

- Strategies?," *Journal of Accounting Research*, 40, 761-796.
- Leggett, D.M., L.M. Parsons and A.L. Reitenga (2009), "Real Earnings Management and Subsequent Operating Performance," *Working Paper*, University of Alabama.
- Liu, L.Y. and E.Y. Peng (2006), "Institutional Ownership Composition and Accrual Quality," *Working Paper*, California State University.
- Marquardt, C.A. and C.I. Wiedman (2005), "Earnings Management through Transaction Structuring: Contingent Convertible Debt and Diluted EPS," *Journal of Accounting Research*, 43, 205-243.
- Mastumoto, D. (2002), "Management's Incentives to Avoid Negative Earnings Surprises," *The Accounting Review*, 77, 483-514.
- Palmrose, Z. (1986), "Audit fees and Auditor Size: Further Evidence," *Journal of Accounting Research*, 24, 97-110.
- Parrino, R., R. Sias and L. Starks (2003), "Voting With Their Feet: Institutional Ownership Changes around Forced CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 68, 3-46.
- Rangan, S. (1998), "Earnings Management and the Performance of Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 50, 101-122.
- Roychowdhury, S. (2006), "Earnings Management through Real Activities Manipulation," *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Schipper, K. (1989), "Commentary on Earnings Management," *Accounting Horizons*, 3, 91-102.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 737-783.
- Teoh, S.H., I. Welch and T.J. Wong (1998a), "Earnings Management and the Long-Run Market Performance of Initial Public Offerings," *The Journal of Finance*, 53, 1935-1974.
- Teoh, S.H., I. Welch and T.J. Wong (1998b), "Earnings Management and the Post-Issue Underperformance in Seasoned Equity Offerings," *Journal of Financial Economics*, 50, 63-99.
- Wahal, S. and J.J. McConnell (2000), "Do Institutional Investors Exacerbate Managerial Myopia?," *Journal of Corporate Finance*, 6, 307-329.
- Watts, R.L. and J.L. Zimmerman (1978), "Towards a Positive Theory of the Determination of Accounting Standards," *The Accounting Review*, 53, 112-134.
- Zang, A. (2007), "Evidence on the Trade off between Real Manipulation and Accrual Manipulation," *Working Paper*, Duke University.

Institutional Investors' Monitoring Role on the Real Earnings Management

Hong Min Chun* · Hyun Hee Kim** · Seung Min Cha***

Abstract

This paper examines the monitoring role of institutional investors on managers' real earnings management for Korean firms. More specifically, we examine the association between the institutional investors' ownership and the proxies for the magnitude of real earnings management, such as abnormal cash flow from operation, abnormal production cost and abnormal discretionary expenses. Real earnings management (hereafter REM) is defined as "management actions that deviate from normal business practices, undertaken with the primary objective of meeting certain earnings thresholds" (Roychowdhury 2006). Prior research on REM suggests that managers actually use the method of REM to manipulate earnings (e.g., Roychowdhury 2006; Kim, Goh and Koh 2008) and that REM has negative effects on firms' long-term profitability or cost of equity capital (e.g., Ewert and Wagenhofer 2005; Kim and Sohn 2009). In particular, Cohen, Dey and Lys (2008) suggest that managers have begun to substitute earnings management based on discretionary accruals by REM since accounting regulations were reinforced. Since traditional mechanism such as external audit or accounting regulation that prevents managers' earnings management based on discretionary accruals cannot restrain managers' REM, it will be important to explore an alternative mechanism to constrain managers' REM. In this study, we focus on the monitoring role of institutional investors as an alternative mechanism to constrain managers' REM. While previous finance and accounting research has explored the monitoring role of institutional investors, which leads to mixed results regarding to its effectiveness, no prior study examines the monitoring role of institutional investors on managers' REM. Our

* Ph.D. Student, Korea University

** Ph.D., Korea University

*** Assistant Professor, Kyonggi University, email: smcha@kgu.ac.kr.

study fills this void in the literature. By using 2,292 firm/year observations between 1999 and 2003 in Korean stock market, we find that institutional investors' ownership is negatively associated with the proxy for the magnitude of REM. Furthermore, we find that this association is maintained for both of income-increasing and income - decreasing REM. Thus, we conclude that institutional investors in Korean stock market may be able to effectively constrain managers' REM through their monitoring role. This paper is the first study to document the negative association between institutional investors' ownership and the magnitude of REM. Given that in the future managers may prefer REM to earnings management based on discretionary accruals to manipulate earnings and that external audit and/or accounting regulation cannot constrain managers' REM, our empirical evidence will be of interest to accounting regulators as well as academia.

Key words: Real Earnings Management; Institutional Investors