

실제 영업활동을 통한 이익조정 및 기업지배구조가 경영자 보상에 미치는 영향*

김진배(주저자)

고려대학교 경영대학 교수
(jinbae@korea.ac.kr)

최경수(교신저자)

계명대학교 회계세무학부 조교수
(11568@kmu.ac.kr)

이민영(공저자)

고려대학교 경영대학 박사과정
(lmy0501@korea.ac.kr)

본 연구의 목적은 실제 이익조정이 경영자 보상에 미치는 영향을 기업지배구조의 역할을 함께 고려하여 분석하는 것이다. 구체적으로, 본 연구는 기업지배구조의 수준을 고려했을 때, 실제 영업활동을 통한 경영자의 이익조정에 대하여 보상을 통해 사후적인 불이익이 부여되는지를 살펴보고자 한다.

이러한 연구목적을 수행하기 위해 2006년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 기업을 이용하며, 구체적인 주요 실증 결과는 다음과 같다. 기업의 지배구조가 상대적으로 우수할 경우, 실제 이익조정이 증가할수록(상향조정과 하향조정 모두) 경영자의 보상은 낮아지는 결과를 보이고 있다. 반면, 기업지배구조의 수준이 상대적으로 낮을 경우에는, 실제 영업활동을 통한 이익 상향 및 하향 조정이 경영자의 보상과 체계적인 관계를 나타내지 않고 있다. 이는 실제 기업활동을 왜곡시키는 경영자의 이익조정 행위에 대하여 보상을 통해 합당한 불이익을 부여하기 위해서는, 기업지배구조의 수준이 뒷받침되어야 한다는 것으로 해석된다.

본 연구는 경영자 보상과 기업지배구조의 역할 및 효과성에 대한 새로운 시사점을 제시한다. 기업지배구조가 상대적으로 우수한 경우에 나타나는 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 유의한 관계는, 경영자의 보상 체계가 실제 영업활동을 통한 경영자의 의도적인 이익조정 행위를 사후적으로 제한하는 효과적인 메커니즘임을 나타내기 때문이다. 뿐만 아니라, 기업의 지배구조 수준이 상대적으로 안 좋을 경우에 경영자의 실제 이익조정에 대하여 보상을 통해 적절한 불이익이 부여되지 않는다는 사실은 기업지배구조의 역할을 강조하고 있다. 즉, 기업지배구조의 질적 수준은 경영자 보상 체계의 효과성에 영향을 미치는 중요한 요인임을 제시하고 있다.

주제어: 실제 이익조정, 기업지배구조, 경영자 보상

1. 서론

경영자의 이익조정 행위는 지금까지 재무회계 분야에서 가장 빈번하게 다루어 온 주제 중 하나이며, 최근 선행연구들은 실제 영업활동을 통한 경영자의

이익조정에 많은 관심을 기울이고 있다(Ewert and Wagenhofer 2005; Scott 2006; Zang 2007; 백상미와 최정미 2011; 이창섭 등 2012). 구체적으로, 실제 이익조정은 발생액에 기반한 이익조정과 함께 경영자의 대표적인 이익조정 수단이 되며, 매출과 재량적 비용 그리고 생산원가를 의도적으로 조

작하여 기업의 보고이익을 상향 또는 하향 조정하는 행위를 의미한다(Roychowdhury 2006).¹⁾ 이처럼 실제 이익조정은 발생액을 통한 이익조정이 단순히 회계선택을 일시적으로 변경시키는 것과는 달리 기업의 본질적인 영업활동을 변경시키므로, 경영자는 제반 영업환경에 대한 기업 내부정보에 상대적으로 크게 의존한다(Jiambalvo 1996; Graham et al. 2005). 또한, 내부 사적정보에 대한 의존도가 높은 실제 이익조정 특성으로 인해, 기업의 여러 이해관계자들은 경영자의 실제 이익조정 행위를 직접적으로 파악하여 제제를 가하기가 어렵게 된다(Graham et al. 2005; Roychowdhury 2006; Chen et al. 2010). 따라서, 경영자는 적발위험이 큰 발생액을 통한 이익조정보다 실제 영업활동에 기반한 이익조정을 선호하게 될 것이며, SOX(Sarbanes-Oxley Act) 제정 이후 강화된 회계규정은 실제로 경영자의 실제 이익조정 성향을 더욱 강화시키고 있다(Cohen et al. 2008).²⁾

다수의 선행연구는 실제 영업활동을 이용한 경영자의 이익조정 행위 및 그 효과에 대한 다양한 연구결과를 제시하고 있으며, 일반적으로 실제 이익조정의 부정적인 측면을 지지하고 있다(Gunny 2005; Kim and Sohn 2009; 강선아와 전성빈 2010). 특히, 발생액에 기반한 이익조정의 영향이 상대적으로 단기적인 반면, 기업의 실제 영업활동을 의도적으로 왜곡시키는 행위는 기업성과를 장기적으로 악화시킨다는 점에서 문제점이 더욱 부각된다(Cohen

and Zarowin 2010).

본 연구는 이와 같은 경영자의 실제 이익조정 행위에 대하여 사후적으로 보상을 통해 효과적인 패널티가 부여되는지에 초점을 맞추고자 한다. 경영자의 보상 체계는 주주와 경영자 간의 이해관계를 일치시켜 경영자에게 적절한 동기를 부여할 수 있는 대표적인 유인 메커니즘이다(Berle and Means 1932; Holmstrom 1979; Agarwal 1981; Murphy 1985; Lambert and Larcker 1987; Jensen and Murphy 1990). 만일, 경영자 보상 계약이 주주와 경영자의 부를 효과적으로 일치시킨다면, 경영자는 주주의 부를 증가시키는 방향으로 자신의 노력을 투입하게 되며, 그 결과 기업가치는 증가하게 된다. 반면, 경영자의 보상 체계가 주주와 경영자 간의 이해상충 문제를 완화시키는데 효과적이지 못할 경우에는, 경영자가 주주의 부를 침해하면서 자신의 사적효용을 증가시키려는 유인을 나타내 기업가치가 훼손될 가능성이 높아진다. 이처럼, 경영자 보상 계약의 효과성은 기업가치와 직결되는 주요한 문제라는 점에서, 해당기업의 보상 계약이 효과적으로 이루어지는지를 판별하는 것은 연구의 의의가 존재하게 된다(Jensen and Meckling 1976). 따라서, 기업가치(즉, 주주의 부)를 장기적으로 훼손시킬 수 있는 실제 이익조정이 경영자의 보상에 미치는 영향을 살펴보는 것은 경영자 보상 체계의 역할 및 효과성에 대한 새로운 시사점을 제시할 수 있다.

한편, 경영자 보상 계약의 효과성은 사전적으로 예

- 1) 물론 실제 이익조정은 항상 경영자의 기회주의적인 유인만을 반영하는 것은 아니다. 예를 들어, 기업환경의 변화에 따라 경영전략이 수정되거나 영업활동에 대한 내부정보를 외부투자자들에게 전달하려는 의도에서 경영자의 실제 이익조정 행위가 나타날 수도 있다. 그러나, 다수의 선행연구는 실제 이익조정이 경영자의 기회주의적인 행위와 밀접한 관련이 있다는 여러 증거들을 제시하고 있으며, 실제 이익조정이 이루어진 기업의 장기적인 영업성과가 악화된다는 사실을 입증하고 있다(Zang 2007; Cohen and Zarowin 2010). 이와 같은 선행연구들의 결과에 기반할 때, 실제 이익조정은 경영자의 기회주의적인 의도를 반영할 가능성이 존재한다고 볼 수 있다.
- 2) 김유찬과 강윤식(2011)에 의하면, 국내 기업의 경우에는 2000년대 중반을 전·후하여 경영자의 실제 이익조정 규모가 급격하게 증가하는 양상을 보이고 있다. 이와 같은 선행연구의 결과는 우리나라의 경영자 또한 외국 경영자의 실제 이익조정 행태와 시점상 유사한 양상을 보이는 것으로 판단된다.

측하기가 용이하지 않으므로, 보상의 효과성에 영향을 미치는 중요한 요인을 함께 고려하는 것이 필요하다. 다수의 선행연구에 의하면, 기업지배구조의 질적 수준은 경영자 보상 체계의 효과성을 결정짓는 중요한 결정요인으로 고려되어 있어(Core et al. 1999), 본 연구는 기업지배구조를 고려하여 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관계를 검증하고자 한다. 더욱이, 기업의 지배구조 수준이 실제 이익조정과 보상 사이의 관계에 미치는 영향을 살펴보는 것은 둘 간의 관계로 대변되는 경영자 보상 체계의 효과성과 관련하여 기업지배구조의 추가적인 역할을 함께 제시할 수 있다는 의의가 존재한다.

Core et al.(1999) 등의 여러 선행연구는, 기업지배구조가 상대적으로 우수할수록 주주와 경영자의 부를 연동시킴에 있어 경영자의 보상 체계가 보다 효과적임을 제시하고 있다. 따라서, 기업지배구조의 수준이 상대적으로 높을 경우 경영자의 실제 이익조정 행위는 보상의 감소를 통해 사후적인 불이익이 부여되는 반면, 기업지배구조가 좋지 않을 경우에는 보상을 통해 적절한 패널티가 가해지지 않을 것으로 기대된다.

본 논문은 이러한 연구목적을 수행하기 위해 유가증권시장을 대상으로 2006년부터 2010년까지의 기업-년도 표본을 이용하여 실증분석을 실시한다. 구체적인 주요 결과는 다음과 같다. 기업지배구조가 상대적으로 우수할 경우, 실제 영업활동을 이용한 이익 상향 및 하향조정이 증가할수록 경영자 보상은 유의하게 줄어드는 것으로 나타나고 있다. 이에 반해, 기업의 지배구조 수준이 상대적으로 낮을 경우에는 실제 이익조정(상향과 하향 모두)이 증가하더라도 경영자 보상이 감소하지 않는다는 것을 제시하고 있다. 이와 같은 결과들은 경영자 보상 체계가 경영자의 실제 이익조정 행위에 대하여 적절한 불이익을 부여함에 있어서 기업지배구조가 중요한 역할을

한다는 증거를 나타낸다. 즉, 기업지배구조가 우수할 경우 그렇지 않은 경우와는 차별적으로, 경영자의 보상 체계가 주주와 경영자 간의 대리인 문제를 완화시키는 데 보다 효과적이라는 사실을 뒷받침하고 있다.

본 연구는 다음과 같은 차별적 공헌점이 존재한다. 첫째, 본 연구는 기존 연구와 달리 경영자 보상 및 기업지배구조의 새로운 역할을 제시하고 있다. 기업지배구조가 우수할 경우 실제 이익조정이 보상의 감소로 연결된다는 사실은 경영자의 보상 체계가 실제 영업활동에 기반한 경영자의 의도적인 행위를 사후적으로 제한하는 효과적인 제재장치임을 의미하기 때문이다. 더욱이, 기업지배구조가 상대적으로 좋지 않을 경우에 실제 이익조정에 대하여 보상을 통해 적절한 패널티가 부여되지 않는다는 연구결과는 기업지배구조의 중요성을 강조하고 있다. 즉, 경영자 보상 체계가 효과적이기 위해서는 기업지배구조의 수준이 뒷받침되어야 한다는 사실을 제시하고 있다.

둘째, 본 연구는 경영자 보상에 영향을 미치는 추가적인 결정요인을 파악하여 보상 체계에 대한 이해를 증진시키고 있다. 관련 연구들은 경영자 스스로가 자신의 보상 계약에 큰 영향을 미칠 수 있다는 점을 빈번하게 지적하고 있다(Crystal 1991; Bertrand and Mullainathan 2001; Bebchuk and Fried 2004; Bebchuk et al. 2010). 더욱이, 기업의 이해관계자들이 경영자 보상 계약의 구체적인 형태를 파악하기가 어려운 실정에서 경영자 보상 수준의 합리성에 대한 많은 의문이 제기되어 왔다. 이에 선행 연구들은 경영자 보상의 결정요인에 대해 많은 관심을 기울여 왔으며, 이를 통해 경영자 보상이 합리적으로 이루어지고 있는지를 간접적으로 판단하고자 하였다. 본 연구는 경영자의 실제 이익조정 행위가 보상에 유의한 영향을 미친다는 사실을 밝혀냄으로써, 경영자 보상 체계의 합리성에 대한 이해를 보다

향상시킬 수 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 2절에서는 가설을 수립하고, 3절에서는 연구설계와 표본선정을 제시한다. 4절에서는 실증분석결과를 제시하며, 마지막으로 5절에서는 연구의 주요결과를 요약하고 결론을 맺는다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 선행연구

경영자는 실제 영업활동을 변경시켜 기업의 보고 이익을 증가시키려는 다양한 유인을 갖는다(Graham et al. 2005; Zhang 2008).³⁾ Mizik and Jacobson(2007)은 경영자가 주식시장에서 자본을 조달하려고 할 때 의도적으로 주가를 높이려는 유인을 나타내며, 이를 위해 자본 조달 직전에 실제 이익조정을 행한다는 연구결과를 보고하고 있다. 또한, 강선아와 전성빈(2010)은 국내 유상증자기업이 증자 전 실제 영업활동을 통해 이익을 상향조정한다는 실증결과를 제시함으로써, Mizik and Jacobson(2007)과 유사한 실증결과를 제시하고 있다.

구체적으로, 실제 영업활동을 통해 이익을 상향 조정하려는 경우, 경영자는 대폭적인 가격 할인을 통해 매출액을 의도적으로 증가시키거나 연구개발비를 재량적으로 감소시켜 비용을 축소시키는 의사결정을 내리게 된다(Roychowdhury 2006). 또한, 기업의 상품 생산량을 비정상적으로 증가시켜 단위당 고정

비용을 낮춤으로써, 매출원가의 감소를 통해 기업의 이익을 증가시키는 방법을 이용하게 된다. 이처럼 실질적인 기업활동을 변경시키는 경영자의 행위는 발생액에 기반한 이익조정과는 차별적인 과급효과를 나타낸다. 특히 실제 이익조정의 경우, 기업의 미래 현금흐름에 직접적인 영향을 미치는 방식이라는 점에서 기업의 장기적인 성과에 부정적인 영향을 미치게 된다(Gunny 2010). 반면, 발생액을 이용한 경영자의 이익조정은 본연적으로 회계처리방법의 선택에 기반하고 있으므로, 일시적인 문제(예: 정확한 기간손익의 인식, 발생액의 반전효과 등)에 그칠 가능성이 높다(김유찬과 강윤식 2011).

뿐만 아니라, 과도한 가격 할인, 연구개발비의 삭감, 과잉생산 등을 통한 경영자의 실제 이익조정이 이루어지면, 기업 이미지가 훼손되고 기술개발 역량이 하락하여 단기간 내에 회복이 어려운 기업의 본질적인 경쟁력이 절하된다. 즉, 실제 영업활동을 통한 경영자의 기회주의적인 행위는 기업 내 효율적인 자원배분을 왜곡시켜 장기적으로 기업가치를 떨어뜨리는 결과를 야기하게 된다(Ewert and Wagenhofer 2005; Cohen et al. 2008). 따라서, 발생액에 기반한 경영자의 상향 이익조정은 반전현상 등을 비롯하여 그 효과가 비교적 단기간에 걸쳐 나타나는 반면, 실제 영업활동을 통해 보고이익을 증가시키는 행위는 기업의 장기성과를 저해한다는 측면에서 더욱 심각하다고 볼 수 있다(Cohen and Zarowin 2010).

만일, 경영자 보상이 주주와 경영자 간의 이해관계를 일치시키는 효과적인 계약 형태라면, 실제 영업활동을 이용해 이익을 부풀리는 경영자의 기회주의적인 행동에 대하여 보상을 통해 적절한 패널티가

3) Graham et al.(2005)의 설문조사에 따르면, 경영자들의 80% 이상이 목표이익을 달성하기 위해 연구개발비와 광고비 등을 삭감할 유인이 있다고 응답하였다. 또한, 경영자들의 55% 이상은 목표이익 달성을 위해 새로운 프로젝트를 연기하거나 포기할 의사가 있다고 응답하였다.

부여될 것이다. 실제로, 선행연구에서 경영자 보상 계약을 바라보는 지배적인 시각에 따르면, 경영자 보상 체계는 주주와 경영자 사이의 대리인 문제를 완화시키는 효과적인 메커니즘으로 고려되고 있다(Bebchuk and Fried 2004). Bebchuk and Fried(2003)는 경영자 보상을 바라보는 이러한 시각을 최적화된 계약 관점(optimal contracting approach)으로 정의하고 있으며, 이 관점 하에서 이사회는 경영자가 주주의 부를 극대화하는 방향으로 자신의 노력을 투입하게끔 보상 계약을 구조화한다고 여겨진다. 지금까지 이루어진 대부분의 관련 연구들은 이러한 최적화된 계약 관점에 기반하고 있으며, 이를 지지하는 여러 실증결과를 제시하고 있다(Bushman and Indjejikian 1993; Core and Guay 1999; Ragopal and Shevlin 2002).

예를 들어, Gibbons and Murphy(1992)는 기업성공을 재량적으로 높이거나 연구개발 투자를 줄이려는 경영자의 유인을 보상 계약을 통해 효과적으로 감소시킬 수 있는지 검증하고 있다. 분석 결과, 연구개발 비용과 경영자 보상 간에는 유의한 양(+)의 관계가 나타났으며, 이는 연구개발 비용을 의도적으로 축소시키려는 경영자의 기회주의적인 유인을 완화시키는 방향으로 보상 계약이 구조화되고 있음을 실증적으로 뒷받침한다. 또한, Cheng(2004)은 Gibbons and Murphy(1992)의 연구결과에서 한 걸음 더 나아가, 경영자가 연구개발 비용을 줄이려는 유인이 상대적으로 강할 경우, 경영자 보상과 연구개발 비용 간의 양(+)의 관계가 증가하는지를 검증하였다. 구체적으로, 퇴직을 앞둔 CEO일수록 또

는 이익감소 및 손실이 예상될 경우 연구개발 비용을 줄이려는 경영자의 유인이 강할 것으로 예상하였으며(Dechow and Sloan 1991; Bushee 1998), 해당 경우에 경영자 보상과 연구개발 비용 간의 양(+)의 관계가 강해지는 것을 발견하였다. 따라서, Cheng(2004)의 연구결과는 경영자 보상 계약이 연구개발 비용을 의도적으로 감소시키고자 하는 경영자의 유인을 효과적으로 완화시킨다는 Gibbons and Murphy(1992)의 연구결과를 확장 및 보완하고 있다.

2.2 가설설정

실제 영업활동에 기초한 경영자의 이익조정에 대해 보상을 통해 적절한 불이익이 가해지기 위해서는 다음과 같은 두 가지 조건이 충족되어야 한다(Crystal 1991). 첫째, 경영자 보상 계약에 직·간접적으로 영향을 미치는 기업의 이해관계자들이 경영자의 실제 이익조정 행위 및 그 규모를 제대로 파악할 수 있어야 한다.⁴⁾ 둘째, 경영자가 실제 영업활동을 의도적으로 변경시켜 이익을 왜곡시킬 경우, 이를 보상의 감소로 연결시킬 수 있어야 한다. 본 연구는 이와 같은 두 가지 요건에 중요한 영향을 미치는 요인으로 기업지배구조의 질적 수준을 고려하고 있으며, 이는 기존 선행연구와 비교하여 본 연구의 주요한 차별점을 나타낸다.

구체적으로, 경영자 보상 계약의 효과성을 파악하고 있는 대다수의 기존연구들은 이러한 효과성이 기업 별로 다르지 않다는 점을 암묵적으로 전제하고 있다(Dechow and Sloan 1991; Gibbons and

4) 이와 관련된 유일한 연구로는 Gunny(2005)가 있으며, 그는 재무분석가들이 경영자의 실제 이익조정 행위를 제대로 파악하는 반면, 외부투자자들은 그렇지 않다는 연구결과를 보고하고 있다. 또한, Bradshaw et al.(2001)은 일반 투자자들뿐만 아니라, 재무분석가 및 외부감사인들이 발생액이 내포하는 정보를 충분히 이해하지 못한다는 증거를 제시하고 있다. 이는 관찰하기가 상대적으로 어려운 재량적 발생액이 아니라, 보다 쉽게 파악할 수 있는 총발생액 정보에 관한 결과였다. 이러한 맥락에서 볼 때 여러 이해관계자들이 기업의 영업활동에 관한 내부정보에 기초한 경영자의 실제 이익조정을 파악하기는 쉽지 않을 것으로 판단된다(Chen et al. 2010).

Murphy 1992; Bushman and Indjejikian 1993; Bushee 1998; Core and Guay 1999; Ragopal and Shevlin 2002; Cheng 2004). 하지만, 경영자 보상의 효과성은 기업지배구조의 질적 수준에 의해 큰 영향을 받게 된다. 예를 들어, 보상 체계를 실질적으로 구조화하는 이사회는 기업지배구조의 중요한 부분을 구성하는 요소가 된다. 따라서, 경영자 보상 체계의 효과성과 기업지배구조의 수준 간에는 밀접한 관련성이 존재한다. 이처럼 본 연구는 경영자 보상 계약의 효과성이 기업 별로 다르다는 점을 명시적으로 고려하고 있다는 점에서 선행연구와 비교하여 보다 정교한 논리를 제시하고 있다.

한편, 다수의 선행연구는 기업지배구조의 수준이 상대적으로 높을 경우, 위에 언급한 두 가지 요건이 성립할 가능성이 높아진다는 다양한 증거를 제시하고 있다(Allen 1981; Holderness and Sheehan 1988). 먼저, 일련의 연구들은 기업지배구조가 우월할수록 실제 이익조정 정도가 감소한다는 것을 보여준다. 김유찬과 강윤식(2011)은 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service)에서 제공하는 기업지배구조 점수를 이용하여, 기업지배구조와 실제 이익조정 간에 유의한 음(-)의 관계가 나타나는 것을 발견하였다. 또한, 전홍민 등(2011)과 김성혜 등(2012)은 각각 기관투자자 지분율과 외국인투자자의 지분율이 높을수록 경영자의 실제 이익조정 행위가 감소함을 제시하고 있다. 경영자는 실제 영업활동에 대한 자신의 사적정보를 이용하여 이익을 조정하므로, 기업의 이해관계자들이 실제 이익조정 행위를 파악하여 제한하기가 용이하지 않다(Graham et al. 2005). 하지만 선행연구에서 제시하고 있는 기업지배구조와 실제 이익조정 간의 음(-)의 관계는, 기업지배구조가 우수할수록 실제 이익조정을 판별하는 것이 보다 용이해지고 결국

경영자의 조정 행위를 보다 효과적으로 감소시키게 된다는 것을 의미한다. 따라서 기업지배구조의 수준이 상대적으로 높을 경우, 경영자 보상 계약에 영향을 미치는 기업의 이해관계자들은 경영자의 실제 이익조정 행위를 보다 명확하게 파악할 것으로 예상된다.

한편, 기업지배구조가 좋을수록 보상 계약은 주주와 경영자 간의 대리인 문제를 완화에 있어 보다 효과적이게 된다(Fama and Jensen 1983; Core 1997; Hall and Murphy 2003; Bebchuk and Fried 2004; Chhaochharia and Grinstein 2009). Core et al.(1999) 및 다수의 관련연구는 기업지배구조의 다양한 측면과 경영자 보상 간의 관계를 분석하였으며, 둘 간에 체계적인 관계가 존재한다는 것을 제시하고 있다. 예를 들어, Lambert et al.(1993)과 Hallock(1997)은 이사회 독립성 또는 활동성이 높아질수록 경영자의 초과보상이 감소한다는 실증결과를 보여준다. 특히, 이사회는 경영자 보상을 실제로 구조화한다는 점에서, 이사회의 구성원이 경영자 보상 계약에 독립적인 영향력을 행사할 경우 보다 효과적인 보상이 이루어질 수 있다. 또한, Allen(1981)은 경영자의 지분율과 초과보상 간에는 유의한 음(-)의 관계가 존재하며, 경영자를 제외한 이사회 구성원의 지분율이 증가할수록 경영자의 초과보상이 감소한다는 연구결과를 보고하고 있다. Allen(1981)의 이와 같은 결과는 경영자 및 이사회 구성원과 주주 간의 이해관계가 일치하는 방향으로 기업의 소유지배구조가 이루어지면, 경영자 보상이 보다 효과적이게 된다는 사실을 제시한다. 따라서, 기업지배구조의 수준이 높을 경우, 실제 영업활동을 통한 경영자의 이익조정 행위에 대하여 보상을 통해 적절한 패널티가 부여될 가능성이 높아질 것이다.

이처럼 기업지배구조가 상대적으로 좋은 기업은 해당 기업의 이해관계자들이 경영자의 실제 이익조

정을 보다 명확하게 파악할 수 있을 뿐만 아니라, 이를 보상의 감소로 연결시키는 효과적인 계약 형태를 갖게 된다. 즉, 기업지배구조의 수준이 상대적으로 높을 경우, 실제 영업활동에 기반한 경영자의 이익 조정에 대하여 보상을 통해 합당한 불이익이 가해질 것으로 기대된다. 반면, 기업지배구조의 수준이 상대적으로 낮을 경우에는, 실제 영업활동에 기반한 경영자의 이익조정에 대하여 보상을 통해 적절한 패널티가 가해지지 않을 것으로 예상된다. 이에 본 연구의 가설 1을 다음과 같이 설정한다.⁵⁾

가설 1-1: 기업지배구조의 수준이 상대적으로 높을 경우, 실제 영업활동을 통한 이익조정과 경영자 보상 간에 유의한 음(-)의 관계가 나타난다.

가설 1-2: 기업지배구조의 수준이 상대적으로 낮을 경우, 실제 영업활동을 통한 이익조정과 경영자 보상 간에 유의한 음(-)의 관계가 나타나지 않는다.

III. 연구설계 및 표본선정

3.1 연구설계

3.1.1 실제 이익조정 측정치

Roychowdhury(2006)에 의하면, 경영자는 매

출, 재량적 비용, 그리고 생산원가를 의도적으로 조작하여 실제 영업활동에 기반한 이익조정을 하게 된다. 먼저 경영자는 대폭적인 가격할인을 통해 기업의 매출규모를 부풀려서 보고이익을 상향조정 할 수 있으며, 이는 영업현금흐름의 비정상적인 감소로 나타난다. 또한, 경영자는 기업의 신용정책을 비정상적으로 완화시켜 이익을 상향 조정할 수 있다. 이 경우 매출액 중 현금흐름을 수반하지 않는 부실한 매출채권이 급격히 증가하여 매출액 대비 기업의 영업 현금흐름이 비정상적으로 감소한다.

다음으로 재량적 비용 측면에서, 경영자는 연구개발비 또는 광고선전비 등의 재량적인 비용을 비정상적으로 감소시켜 이익을 증가시킬 수 있다. 이처럼 경영자가 재량적 비용을 의도적으로 감소시키게 되면, 기업의 투자활동이 위축되어 장기성장에 필요한 기업역량이 훼손되는 등 부정적인 효과가 나타나게 된다.

마지막으로 생산원가의 경우, 경영자는 과잉생산을 통해 기업의 보고이익을 상향 조정하게 된다. 구체적으로, 기업의 상품 생산을 비정상적으로 증가시켜 단위당 고정비용을 낮추면, 매출원가 역시 감소하게 된다. 매출원가의 감소는 곧 이익의 증가를 의미하므로, 경영자는 기업의 생산활동을 의도적으로 왜곡시켜 보고이익을 조정하는 것이다.

정리하면, 실제 영업활동을 변경시켜 이익을 상향 조정하는 경영자는 비정상적으로 낮은 영업현금흐름과 재량적 비용, 그리고 비정상적으로 높은 생산원가를 보고하게 될 것이다. Roychowdhury(2006)는 이 같은 비정상 영업현금흐름과 비정상 재량적 비용, 그리고 비정상 생산원가를 측정하기 위해 다

5) 경영자의 실제 이익조정에 대한 대부분의 선행연구들은 상향 이익조정에 대한 풍부한 결과를 제시하고는 있으나, 하향 이익조정에 대한 연구는 소수에 그치는 실정이다. 이러한 사실로 인해 실제 영업활동에 기반한 경영자의 하향 이익조정을 명확하게 정의하기가 어려우며, 관련 근거를 제시함에 있어 한계점이 존재하게 된다. 이에 본 연구의 가설 1, 2는 실제 영업활동을 통한 이익조정 중 보고이익을 의도적으로 높이는 상향 조정에 초점을 맞추고 있으며, 하향 조정에 관해서는 추가분석에서 별도로 논하고자 한다.

음과 같은 추정 모형을 제시하고 있다.

$$OCF_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + a_2(S_t/A_{t-1}) + a_3(\Delta S_t/A_{t-1}) + e_t \quad (1)$$

$$DE_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + a_2(S_{t-1}/A_{t-1}) + e_t \quad (2)$$

$$PC_t/A_{t-1} = a_0 + a_1(1/A_{t-1}) + a_2(S_t/A_{t-1}) + a_3(\Delta S_t/A_{t-1}) + a_4(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + e_t \quad (3)$$

변수정의:

OCF_t = t년도 영업현금흐름;

DE_t = t년 재량적 비용 = 판매비와 관리비 - (세금과 공과 + 감가상각비 + 임차료비용 + 보험료);

PC_t = t년도 생산원가 = 매출원가 + 재고자산 증감분;

S_t = t년도 매출액;

S_{t-1} = t-1년도 매출액;

ΔS_t = t년도 매출액의 증감분;

ΔS_{t-1} = t-1년도 매출액의 증감분;

A_{t-1} = t-1년도 총자산.

구체적으로, 영업현금흐름의 비정상분은 실제 값에서 모형 (1)을 통해 구한 추정치를, 재량적 비용의 비정상분은 실제 값에서 모형 (2)를 통해 구한 추정치를, 그리고 생산원가의 비정상분은 실제 값에서 모형 (3)을 통해 구한 추정치를 차감하여 계산한다. 또한, 산업 및 연도별 특성을 반영하기 위해 산업-연도별 횡단면 분석을 통해 모형 (1)-(3)을 추

정한다. 만약, 상향된 실제 이익조정을 한다면, 비정상 영업현금흐름(AbOCF)과 비정상 재량적 비용(AbDE)은 음(-)의 값을, 비정상 생산원가(AbPC)는 양(+)의 값을 나타낼 것이다.

한편, Cohen et al.(2008)과 Cohen and Zarowin(2010)은 Roychowdhury(2006)의 추정 모형을 이용하여 계산한 세 가지 실제 이익조정 추정치를 결합하여 실제 이익조정 통합추정치(REM)를 제시하고 있다. 본 연구는 주요 설명변수로서 실제 이익조정 통합추정치(REM)를 이용하며, 다음과 같이 계산한다.⁶⁾

$$REM_t = AbOCF_t \times (-1) + AbDE_t \times (-1) + AbPC_t \quad (4)$$

비정상 영업현금흐름(AbOCF)과 비정상 재량적 비용(AbDE)에 음(-)의 부호를 곱한 것은 Roychowdhury(2006)가 개발한 세 가지 실제 이익조정 추정치의 부호를 통일하기 위함이다. 즉, 이렇게 되면 세 가지 실제 이익조정 추정치 모두 이익조정 방향과 양(+)의 관계를 갖게 된다. 본 연구의 가설 1과 2는 실제 영업활동을 통한 경영자의 상향 이익조정에 초점을 맞추고 있어, 실제 이익조정 통합추정치(REM)의 값이 양(+)의 값을 갖는 것으로 정의한다.

한편, 이와 같은 통합추정치 대신 비정상 영업현금흐름, 비정상 재량적 비용, 비정상 생산원가를 하나의 모형에 설명변수로 포함시켜 분석을 수행하는 것 역시 가능하다. 하지만, 이 경우에는 세 가지 추

6) 위에 제시된 Roychowdhury(2006)의 연구모형 (1)-(3)은 실제 영업활동을 통한 경영자의 정상적인 경영전략과 이익조정을 명확하게 구분하지 못함에 따른 측정오차의 문제점이 크게 존재한다. 구체적으로, 경영성고가 악화된 상황에서 재량적 비용을 삭감하거나 장기 재고를 처분하기 위해 가격 할인 행사를 하는 것은 최적의 의사결정임에도 불구하고 이를 실물활동을 이용한 경영자의 이익조정으로 오관할 가능성이 존재한다. 기존 연구들은 이와 같은 측정오차의 문제점을 완화시키기 위해 Roychowdhury(2006)의 연구모형에 경영성고를 포함시키고 있다. 따라서, 본 연구는 t년도의 총자산이익률을 모형 (1)-(3)의 설명변수로 추가하여 실제 이익조정 통합추정치를 재계산하여 실증분석을 실시한 결과 기존 결과는 일관되게 유지되는 것으로 나타났다.

정치 간의 강한 상관관계로 인해 다중공선성 문제가 심각해지게 된다.⁷⁾ 또한, 세 가지 측정치를 하나씩 모형에 포함시키는 경우에도 상관관계가 높은 다른 두 실제 이익조정 측정치들이 생략되어, 생략 변수 문제가 존재하게 된다. 비록 세 가지 실제 이익조정 측정치를 살펴보는 것이 보다 풍부한 결과를 제시할 수 있으나, 본 연구는 다중공선성 또는 생략변수로 인해 결과가 왜곡되는 것을 방지하고자 실제 이익조정 통합측정치를 이용하여 실증분석을 수행한다.⁸⁾

3.1.2 기업지배구조 측정치

본 연구는 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service)에서 제공하는 기업지배구조 평가점수를 이용하여 해당기업의 지배구조 수준을 측정한다.⁹⁾ 한국기업지배구조원은 사업보고서와 다양한 공시자료에 기반하여 유가증권 및 코스닥 시장 상장기업의 지배구조를 매년 평가하고 있다. 크게 5 가지 부문(① 주주의 권리보호, ② 이사회, ③ 공시, ④ 감사기구, ⑤ 경영과실배분)에 걸쳐 점수가 매겨

지고, 총 300점 만점으로 평가된다. 본 연구는 각 기업의 평가점수를 300점으로 나누어서 사용하며, 한국기업지배구조원에서 제시하는 구체적인 기업지배구조 평가항목은 <표 1>에 요약되어 있다.¹⁰⁾

3.1.3 연구모형

본 연구의 가설들을 검증하기 위한 연구모형은 다음과 같다.¹¹⁾

$$\begin{aligned} COMP_t = & \beta_0 + \beta_1 REM_{t-1} + \beta_2 \Delta ROA_{t-1} \\ & + \beta_3 RET_{t-1} + \beta_4 SIZE_{t-1} + \beta_5 MB_{t-1} \\ & + \beta_6 SD_OCF_{t-1} + \beta_7 SD_OI_{t-1} \\ & + \beta_8 SD_RET_{t-1} + \beta_9 CGscore_{t-1} \\ & + \beta_{10} R\&D_{t-1} + \beta_{11} LEV_{t-1} \\ & + \beta_{12} BlockDM_{t-1} + \beta_{13} DA_{t-1} \\ & + YRDM + IndDM + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (5)$$

변수정의:

COMP_t = t년도의 경영자 보상 = [등기임원의 현금보상(급여+상여금) 합계(단위: 천원)/등기임원 수]의 자연로그 값;
REM_{t-1} = t-1년도 실제 이익조정 통합측정치(음

- 7) 예를 들어, 본 연구에서 비정상 재량적 비용(AbDE)과 비정상 생산원가(AbPC) 간의 상관관계는 -0.815로 나타나며, 기존 연구 역시 이와 유사한 결과를 보이고 있다.
- 8) 한편, 실제 이익조정 통합측정치를 구성하는 3가지 측정치는 다소 차별적인 속성을 지니게 되며, 선행연구에서는 각각의 차별적인 결과를 분석하기 위해 하나씩 연구모형에 포함시켜 실증분석을 수행하는 경우가 존재한다. 따라서, 본 연구결과의 강건성과 일반성 그리고 선행연구와 비교가능성을 용이하게 하기 위해 세 가지 측정치를 하나씩 모형에 포함시켜 실증 분석을 실시하였다. 분석 결과, 세 가지 측정치를 하나씩 연구모형에 포함시킨 경우에도 본 연구의 결과는 일관되게 유지되는 것을 발견하였다.
- 9) 한국기업지배구조원은 한국거래소, 금융투자협회, 상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회를 사원기관으로 하여 2002년에 설립되었다. 그 후, 2003년부터 매년 한국거래소의 유가증권시장 및 코스닥시장에 속해있는 전체 상장기업들에 대한 기업지배구조 평가점수를 제공하고 있다.
- 10) 2004년 이전에 제공된 한국기업지배구조원의 평가점수에는 기업들의 설문에 기반한 평가점수가 포함되어 있는데, 이 설문항목은 2005년 이후 평가항목에서 배제되었다. 본 연구는 기업지배구조 평가점수 산정 시 일관성을 유지하기 위해 2005년 이후의 평가점수만을 이용하고 있다.
- 11) 경영자의 보상은 일반적으로 전기의 성과 및 기업특성에 연동되므로, 독립변수들의 시점을 종속변수 보다 한 시점 전인 시점에 맞춰 본 연구의 모형 (5)를 설정한다(Core et al. 1999). 또한, 이와 같이 연구모형을 설정하는 것은 잠재적인 내생성 문제를 완화할 수 있다는 점에서 연구결과의 강건성을 높여준다.

〈표 1〉 기업지배구조 평가부문 별 평가점수 및 평가항목

평가부문	평가부문 별 문항수	평가 점수	평가항목
1. 주주의 권리보호	34	90점	- 기업지배구조헌장 및 임직원 윤리규정의 도입 - 집중투표제 및 서면투표제 도입 - 이사 시차임기제 도입여부 - 적대적 기업인수에 대한 원천적 방어수단 도입 - 이해관계자의 지분율 - 최대주주들과의 거래실적 - 주주제안, 위임장 권유안내 등 - 소액주주 보호여부 등
2. 이사회	35	90점	- 사외이사 선임비용 및 이사회 참석률 - 이사회 안건에 대한 사외이사의 반대 또는 수정의견 제시 및 채택여부 - 사외이사 추천형태 - 이사들의 주식보유 현황 - 추천위원회, 보상위원회의 설치 - 대표이사와 이사회회장의 분리 - 성과연동형 Stock Option의 부여 - 이사회 활동의 자체평가 및 평가결과 공시 등
3. 공시	38	60점	- IR 실적 - 자진, 조회, 정정공시 등 공시실적 - 개별이사의 이사회 참석률 공시 및 찬반여부 공시 - 인터넷 홈페이지, 감사보고서 등의 영문 공시여부 등 - 이사 개인별 보수총액 공시여부 등
4. 감사기구	18	50점	- 감사위원회의 설치, 구성, 운영 - 내부 신고자 보호제도의 구축여부 - 외부감사인의 추천형태 - 외부감사인의 비감사서비스 제공 여부 등
5. 경영과 실배분	3	10점	- 시가배당수익률 - 자사주 매입 3년간 평균배당성향 - 중간배당 여부 등

1) 출처: 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service: www.cgs.or.kr)

2) 박경서 등(2009)과 김유찬과 강윤식(2011)을 참고하여 작성됨.

인 경우 제외);

 ΔROA_{t-1} = t-1년도 총자산이익률의 증감분; RET_{t-1} = t-1년도 연간 주식수익률; $SIZE_{t-1}$ = t-1년도 매출액의 자연로그 값; MB_{t-1} = t-1년도 말 시가총액/t-1년도 말 자기
자본 장부가액; SD_OCF_{t-1} = 과거 3개년 동안의 영업현금흐름 표준
편차; SD_OI_{t-1} = 과거 3개년 동안의 영업이익 표준편차; SD_RET_{t-1} = 12개월 동안의 월별 주식수익률 표준
편차; $CGscore_{t-1}$ = 기업지배구조 점수/300;

$R\&D_{t-1}$ = t-1년도 연구개발비(= 연구비 + 경상 개발비)/t-1년도 매출액;
 LEV_{t-1} = t-1년도 말 총 부채/t-1년도 말 자기자본 장부가액;
 $BlockDM_{t-1}$ = 주요주주가 존재하면 1인 더미변수;
 DA_{t-1} = 수정된 Jones(1991) 모형(Dechow et al. 1995)을 통해 추정된 t-1년도 재량적 발생액;
 $YRDM$ = 연도별 고정효과(fixed effect)를 통제하기 위한 더미변수;
 $IndDM$ = 산업별 고정효과(fixed effect)를 통제하기 위한 더미변수.

종속변수는 경영자 보상(COMP)이며, 등기임원 1인당 현금보상에 자연로그 값을 취하여 계산한다.¹²⁾¹³⁾ 경영자에게 지급되는 현금보상은 주식에 기반한 보상과 함께 경영자의 총 보상을 구성하지만, 그 비중은 총 보상의 대부분을 차지하여 다수의 선행연구에서 총 보상의 대리변수로 이용되고 있다(Lambert and Larker 1987; 지성권과 김태수 2001). 또한, 현금 보상은 경영자의 행동 성향과 보다 직접적으로 연계되어 있으며, 기업지배구조의 특성을 잘 반영하는 속성을 나타낸다(Core et al. 1999; Combs

and Skill 2003; 김경목 2005). 따라서, 본 연구는 경영자 보상을 급여와 상여금의 합으로 구성되는 현금보상으로 한정한다.¹⁴⁾

본 연구의 주요 관심변수는 실제 이익조정 통합측정치(REM)를 이용하며, 그 밖에 연구모형이 포함하고 있는 통제변수는 다음과 같다. 첫째, 전형적인 대리인 이론은 경영자 보상과 기업성과 간에 양(+)의 관계가 존재한다고 제시한다. 본 연구는 총자산이익률의 증감분(ΔROA)과 연간 주식수익률(RET)을 연구모형에 포함시켜 기업성과의 효과를 통제하고자 하였다.¹⁵⁾ 둘째, 다수의 이론 및 실증연구에 의하면, 기업규모가 상대적으로 크거나 성장기회가 많을 경우 경영자가 받게 되는 보상이 유의하게 높다는 연구결과를 보고하고 있다(Rosen 1982; Smith and Watts 1992). 이에 기업규모(SIZE)와 성장기회(MB)를 통제변수로 포함시킨다.

셋째, 기업의 위험 역시 경영자 보상에 유의한 영향을 미치는데, 관련 선행연구는 혼합된 결과들을 제시하고 있다(Banker and Datar 1989; Cyert et al. 1997). 본 연구는 기업위험에 관한 다양한 측면을 통제하기 위해 영업현금흐름 변동성(SD_OCF),

- 12) 국내 기업의 경우, 사업보고서를 통해 경영자 1인의 현금보상에 대한 세부 자료를 제공하지 않으며, 전체 임원에 대한 총 현금급여만을 명시하고 있다. 이에 국내 선행연구들은 전체 임원에서 사외이사 및 감사(위원)를 제외한 등기임원의 1인당 평균 현금보상으로 경영자의 현금보상을 대리하고 있으며, 본 연구 역시 이러한 선행연구의 방법을 준수하고 있다(지성권과 김태수 2001).
- 13) 한편, 연구모형 (5)는 주요 관심변수인 실제 이익조정 통합측정치 외에 다양한 통제변수들을 포함하고 있다. 지금까지의 선행연구에 따르면, 이 같은 통제변수들은 경영자 보상 중 정상적인 부분을 설명하는 일반적인 경제변수들(Economic Determinants)이 된다(Core et al. 1999). 예를 들어, 기업성과에 해당하는 총자산이익률의 증감분과 연간 주식수익률은 경영자 보상 중 정상적인 부분을 설명하는 변수로 포함되어 있다. 또한, 기업규모 및 성장기회가 클수록 상대적으로 능력이 우수한 경영자가 필요하므로, 이에 따라 경영자가 받게 되는 정상적인 보상이 높다는 사실을 선행연구들이 제시하고 있다. 따라서, 경영자 보상 중 이러한 통제변수들이 설명하는 정상적인 부분을 제외하고도 실제 이익조정 통합측정치가 설명하는 부분이 존재한다면, 이는 경영자 보상 중 초과보상 또는 비정상보상에 해당하는 부분을 설명하는 것으로 판단된다. 비록, 연구모형의 종속변수 자체는 초과보상 금액으로 정의되어 있지만, 가설검증을 위한 본 연구의 이러한 모형은 비정상보상 금액에 초점을 맞추고 있는 선행연구들의 연구방법과 동일하다.
- 14) 더욱이, Gunny(2005)는 외부투자자들이 경영자의 실제 이익조정 행위를 제대로 파악하지 못한다는 실증결과를 제시하고 있다. 이는 경영자가 실제 이익조정을 통해 기업의 보고이익을 상향조정하면 주가가 상승하고, 그 결과 경영자의 주식관련보상 또한 증가함을 의미한다. 본 연구의 주요 목적은 실제 영업활동을 통한 경영자의 이익조정에 대하여 보상을 통해 적절한 페널티가 부여되는지를 검증하는 것으로서, 스톡옵션 등의 주식관련보상은 이와 같은 연구목적에 적합하지 않은 것으로 판단된다.
- 15) 총자산이익률(ΔROA)의 1차 차분(연간 일차차이)을 이용한 이유는 총자산이익률이 시계열적으로 양(+)의 상관관계를 갖는 것을 통제하기 위함이다.

영업이익 변동성(SD_OI), 주식수익률 변동성(SD_RET)을 연구모형에 포함시킨다. 넷째, 기업지배구조는 경영자 보상의 중요한 결정요인이므로(Core et al. 1999), 본 연구는 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service)에서 제공하는 지배구조 평가점수(CG_SCORE)를 이용하여 이를 통제하고자 한다.

이외에도, 통제변수로는 연구개발비(R&D), 부채비율(LEV), 주요주주 지분 더미(BlockholderDM)를 이용한다. 다수의 선행연구에 따르면, 경영자 보상은 연구개발비(R&D)와 양(+)의 관계를, 부채비율(LEV)과 주요주주 지분 더미(BlockDM)와는 음(-)의 관계를 나타낸다(Cheng 2004).¹⁶⁾ 마지막으로, Fixed Effect Model에 기반하여 개별기업 간의 군집성 문제와 시계열적 종속성 문제를 해결하고자 하였다. 구체적으로, 연도별 고정효과(Year Fixed Effect)를 통제하기 위한 연도더미 변수(YRDM)를 모형에 포함시켜 시계열적 종속성 문제를 줄이고자 했으며, 산업별 고정효과(Year Fixed Effect)를 통제하기 위한 산업더미 변수(IndDM)를 모형에 포함시켜 개별기업 간의 군집성 문제를 보다 완화시키고자 하였다.¹⁷⁾

3.2 표본선정

본 연구는 2006년부터 2010년까지의 유가증권시장 상장법인 중 경영자 보상 자료를 입수할 수 있는 기업을 대상으로 표본을 구성하였다. 경영자 보상 자료는 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)

에서 제공하는 사업보고서를 통해 수작업으로 수집하였고, 관련 재무자료의 경우에는 상장협의 데이터 베이스(TS 2000)에서 수집하였다. 또한, 기업지배구조 자료는 한국기업지배구조원에서 제공하는 지배구조 평가점수를 활용하였다. 구체적인 표본선정절차는 <표 2>의 패널 A에 보고되어 있다. 표본기간 동안의 최초 표본은 3,528개 기업-년도이며, 12월 결산법인이 아닌 기업과 금융업에 속하는 기업을 제외하였다. 또한, 실제 이익조정 통합측정치의 값이 음(-)인 경우 그리고 회귀분석에 필요한 변수들에 대한 자료를 입수할 수 없는 표본을 제외한 결과, 최종적으로 1,484개의 기업-년도 표본이 가설검증에 사용되었다.

<표 2>의 패널 B와 패널 C는 각각 표본의 연도별 분포와 산업별 분포를 제시하고 있다. 연도별 분포의 경우, 표본 수는 최근 년도로 근접할수록 소폭으로 증가하는 양상을 나타내고 있으나, 대체적으로 각 연도에 걸쳐 고르게 분포되어 있다는 것을 알 수 있다. 또한 산업별 기업분포를 살펴보면, 기타 기계 및 장비 제조업에 해당하는 표본 수가 273개(약 18%)로 가장 높게 나타나며, 그 다음으로 화학물질 및 의약품 제조업에 종사하는 표본 수가 216개로 약 15%의 비중을 차지한다. 반면, 식료품 제조업과 섬유, 의복 및 액세서리, 가죽 제조업에 속한 기업들의 표본 수는 각각 전체표본의 약 4%와 5%로 비교적 낮은 비중을 보이고 있다. 전체적으로 제조업에 해당하는 비중이 크다는 표본의 분포를 감안할 경우, 특정 산업에 속한 기업이 표본으로 선정됨에 따른 편이 가능성이 낮을 것으로 판단된다.

16) 이 밖에 경영자 보상에 영향을 미치는 통제변수로는 경영자 지분율을 들 수 있다. 한국기업지배구조원에서 제공하는 지배구조 평가점수에는 이사들의 주식보유 현황에 대한 항목이 포함되어 있으므로, 본 연구는 이를 통해 경영자 지분율을 통제하고자 한다.

17) 극단치의 영향을 축소하고자 모든 변수의 상·하위 1% 값을 초과하는 표본은 해당 변수의 상·하위 1% 값으로 조정(winsorization)하여 사용하였다.

〈표 2〉 표본선정 및 분포

패널 A: 표본선정

표본선정기준	표본 수 (기업-년도)
2006년부터 2010년까지 유가증권시장에 속해있는 상장기업들로 구성된 최초 관측치 수	3,528
12월 결산법인	(380)
금융기업	(69)
남은 표본 수	3,079
실제 이익조정 통합측정치가 음(-)인 경우	(870)
식 (1)에 필요한 변수들에 대한 자료를 입수할 수 없는 표본	(725)
가설1, 2 검증에 사용된 표본	1,484

패널 B: 연도별 표본분포

연도	표본(기업) 수	구성비(%)
2006	275	18.53
2007	292	19.68
2008	306	20.62
2009	305	20.55
2010	306	20.62
합계	1,484	100.00

패널 C: 산업별 표본분포

산업구분	표본 수 (기업-년도)	구성비(%)
섬유, 의복 및 액세서리, 가죽 제조업	73	4.92
식료품 제조업	57	3.84
펄프, 종이 및 종이제품 제조업	97	6.54
화학물질 및 의약품 제조업	216	14.56
비금속 광물 제품 제조업	135	9.10
1차 금속 제조업	182	12.26
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	138	9.30
기타 기계 및 장비 제조업	273	18.40
종합 건설업	78	5.26
도매 및 상품중개업	109	7.35
전문서비스업	126	8.49
합계	1,484	100.00

1) 구성비는 산업 내 기업-년도 수를 전체 표본수로 나누어 계산한다.

IV. 실증분석결과

4.1 기술통계량 및 상관관계분석

〈표 3〉은 본 연구의 1,484개 기업-연도 표본에 대한 기술통계량을 나타내고 있다. 먼저 전체표본에 대한 기술통계량을 살펴보면, 경영자 보상(COMP)의 평균값이 12.154로서 경영자가 평균적으로 약 205,048,000원에 해당하는 현금보상을 받고 있다. 실제 이익조정(REM)의 경우, 평균값과 중위수가 각

각 0.181과 0.150으로 유사하며, 25% 값과 75% 값이 0.080과 0.247로 안정적인 분포를 보이고 있다. 또한, 재량적 발생액(DA)의 평균값(중위수)은 선행연구와 유사하게 0에 가깝고, 25%값과 75%값이 각각 -0.042와 0.050으로 비교적 고른 분포를 나타낸다.

〈표 4〉는 본 연구의 모형에 사용되는 변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다. 경영자 보상(COMP)은 실제 이익조정(REM)과 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내며, 이는 실제 영업활동을 통한 이익 상향조정이 증가할수록 경영자 보상이 감소한다는 것을

〈표 3〉 기술통계량

〈표 3〉은 주요 변수에 대한 기술통계량을 제시하고 있으며, COMP는 동기임원 1인당 현금보상의 자연로그 값을 나타내며, REM은 실제 이익조정 통합측정치(음인 경우 제외)를, ΔROA 는 총자산이익률의 증감분을 나타낸다. 또한, RET은 연간 주식수익률을, SIZE는 매출액의 자연로그 값을, MB는 시가총액을 자기자본 장부가액으로 나눈 값을 나타낸다. SD_OCF, SD_OI는 각각 과거 3개년 동안의 영업현금흐름 표준편차와 영업이익 표준편차이고, SD_RET는 12개월 동안의 월별 주식수익률 표준편차이다. CGscore는 기업지배구조 점수를 300점으로 나눈 값을, R&D는 연구개발비를 매출액으로 나눈 값을, LEV는 총 부채를 자기자본 장부가액으로 나눈 값이다. BlockDM은 주요주주가 존재하면 1인 더미 변수이고, DA는 수정 Jones 모형을 통해 추정된 재량적 발생액을 나타낸다.

변수명	(표본 수 = 1,484)				
	평균	표준편차	25%	중위수	75%
COMP	12.154	0.895	11.574	12.070	12.675
REM	0.181	0.138	0.080	0.150	0.247
ΔROA	-0.006	0.088	-0.036	-0.005	0.026
RET	0.315	0.793	-0.218	0.153	0.646
SIZE	19.289	1.576	18.319	19.063	20.163
MB	0.960	0.845	0.457	0.693	1.109
SD_OCF	0.063	0.059	0.027	0.045	0.077
SD_OI	0.033	0.034	0.012	0.024	0.042
SD_RET	0.152	0.074	0.100	0.140	0.187
CGscore	0.371	0.076	0.323	0.357	0.403
R&D	0.004	0.010	0.000	0.000	0.005
LEV	1.160	1.176	0.417	0.860	1.475
BlockDM	0.524	0.500	0.000	1.000	1.000
DA	0.018	0.093	-0.029	0.017	0.063

지지하는 기초적인 결과로 볼 수 있다. 또한, 예상대로 기업의 성장기회(MB)와 기업규모(SIZE)는 경영자 보상(COMP)과 양(+)의 상관관계를, 기업위험을 나타내는 영업이익 변동성(SD_OI), 주식수익률 변동성(SD_RET)은 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 이는 성장기회가 많거나 기업규모가 클수록 경영자 보상이 높다는 것을 의미하며, 기업이 처한 위험이 증가할수록 경영자의 보상이 유의하게 감소한다는 것으로 해석된다.

4.2 기업지배구조가 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관계에 미치는 영향

기업의 보고이익을 의도적으로 상향 조정하는 경영자의 실제 이익조정 행위에 대해 보상 계약이 사후적으로 합당한 불이익을 부여하기 위해서는 두 가지 전제조건이 만족되어야 한다. 구체적으로, 경영자 보상을 직·간접적으로 결정짓는 해당주체들이 실제 이익조정을 정확하게 파악할 수 있어야 할 뿐만 아니라, 이를 보상의 감소로 연결시킬 수 있는 독립성을 지니고 있어야 한다.

다수의 선행연구에 의하면, 기업지배구조가 좋을수록 다양한 이해관계자들이 실제 이익조정을 파악하는 것이 보다 용이해지고 경영자 보상 계약이 독립적으로 이루어져, 앞서 제시한 두 가지 전제조건이 충족될 가능성이 증가하게 된다. 즉, 기업지배구

조의 수준이 높을 경우 실제 이익조정에 대하여 보상을 통해 적절한 패널티가 부여될 가능성이 높은 반면, 지배구조가 상대적으로 좋지 않을 경우에는 그렇지 않을 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 기업지배구조가 우수할 경우에는 실제 이익조정과 경영자 보상 간에 유의한 음(-)의 관계가(가설 1-1), 기업지배구조가 열악할 경우에는 둘 간에 유의한 음(-)의 관계가 존재하지 않을 것으로(가설 1-2) 예상한다.<표 5>는 이와 같은 가설 2에 대한 실증분석 결과를 제시하고 있다.

먼저, 분석을 위해 대상표본을 기업지배구조 수준(CGscore)에 기반하여 4분위수로 구분하며, 첫 번째 분위수(CG_Q1)는 기업지배구조 수준이 가장 낮은 분위수를 의미하고 네 번째 분위수(CG_Q4)는 지배구조가 가장 우수한 분위수를 나타낸다.¹⁸⁾

구체적으로 <표 5>를 살펴보면, 기업지배구조의 수준이 상대적으로 높은 세 번째와 네 번째 분위수에서 실제 이익조정(REM)과 경영자 보상(COMP) 간에 통계적으로 유의한 음(-)의 관계가 나타나고 있다. 이에 반해, 기업지배구조의 수준이 상대적으로 낮은 첫 번째와 두 번째 분위수에서는 실제 이익조정(REM)과 경영자 보상(COMP) 간에 통계적으로 유의한 관계가 존재하지 않는다. 이는 기업지배구조가 상대적으로 좋을 경우, 실제 영업활동을 이용한 경영자의 상향 이익조정에 대해 보상을 통한 적절한 불이익이 부여되지만 기업지배구조의 수준이 낮을 경

18) 본 연구는 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관계에 대한 기업지배구조의 차별적인 효과를 검증하기 위해 기업지배구조를 기준으로 한 그룹핑 방식을 이용하고 있다. 하지만, 이러한 그룹핑 방식은 다른 요인들이 기업지배구조를 이용한 그룹핑 결정에 영향을 미칠 수 있다는 문제점이 존재한다. 즉, 기업지배구조를 기준으로 구분된 4개 하위표본의 그룹핑이 다른 기업특성에 의해서도 가능하면, 실제로는 특정 기업특성에 의해 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관련성이 나타나는 것임에도 불구하고 기업지배구조에 의해 이러한 관계가 성립하는 것으로 착각할 수 있다. 이에 본 연구는 기업지배구조와 관련성이 높은 대표적 기업특성 4가지(기업규모, 기업성과, 부채비율, 전년도 기업지배구조 수준)를 선정하여 각각의 기업특성 별로 4개의 하위표본으로 나눈 후(김유찬과 강윤식 2011), 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관계가 어떻게 변화하는지를 살펴보았다. 분석 결과, 기업지배구조를 이용했을 때의 결과는 유지되지 않았으며, 이는 기업지배구조를 기준으로 한 그룹핑에 따른 결과가 다른 기업 요인에 의해 나타났을 가능성을 완화시킴으로써 본 연구결과의 강건성을 보완해주고 있다.

〈표 4〉 주요 변수 간 상관관계

〈표 4〉는 주요 변수에 대한 상관관계를 제시하고 있다. COMP는 등기임원 1인당 현금보상의 자연로그 값을 나타내며, REM은 실제 이익조정 통합측정치(음인 경우 제외)를, ΔROA 는 총자산이익률의 증감분을 나타낸다. 또한, RET은 연간 주식수익률을, SIZE는 매출액의 자연로그 값을, MB는 시가총액을 자기자본 장부가액으로 나눈 값을 나타낸다. SD_OCF, SD_OI는 각각 과거 3개년 동안의 영업현금흐름 표준편차와 영업이익 표준편차이고, SD_RET는 12개월 동안의 월별 주식수익률 표준편차이다. CGscore는 기업지배구조 점수를 300점으로 나눈 값을, R&D는 연구개발비를 매출액으로 나눈 값을, LEV는 총 부채를 자기자본 장부가액으로 나눈 값이다. BlockDM은 주요주주가 존재하면 1인 더미변수이고, DA는 수정 Jones 모형을 통해 추정된 재량적 발생액을 나타낸다.

	REM	ΔROA	RET	SIZE	MB	SD_OCF	SD_OI	SD_RET	CGscore	R&D	LEV	BlockDM	DA
COMP	-0.075	0.016	0.033	0.587	0.114	-0.042	-0.051	-0.097	0.521	0.009	0.068	0.102	0.025
REM		-0.046	0.003	0.028	0.053	0.295	0.179	0.129	-0.106	-0.080	0.128	-0.004	0.265
ΔROA			0.259	-0.012	0.056	-0.006	-0.004	0.008	-0.026	-0.040	-0.047	0.003	0.329
RET				0.017	0.308	-0.006	-0.031	0.349	-0.001	-0.015	-0.056	-0.027	0.098
SIZE					0.133	-0.045	-0.113	-0.093	0.637	-0.102	0.233	0.155	0.021
MB						0.215	0.240	0.296	0.192	0.105	0.380	0.040	-0.036
SD_OCF							0.450	0.203	-0.067	0.077	0.171	-0.066	0.160
SD_OI								0.171	-0.081	0.097	0.066	-0.009	0.001
SD_RET									-0.085	0.039	0.188	-0.112	0.001
CGscore										0.061	0.100	0.200	-0.005
R&D											0.035	-0.042	-0.054
LEV												-0.006	-0.113
BlockDM													0.006

1) 진한 글씨는 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다(양측검정).

〈표 5〉 기업지배구조의 수준이 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관계에 미치는 영향

〈표 5〉는 개별기업의 지배구조 수준이 실제 이익조정과 경영자 보상의 관계에 미치는 영향을 나타낸다. COMP는 등기임원 1인당 현금보상의 자연로그 값을, REM은 실제 이익조정 통합측정치(음인 경우 제외)를, ΔROA 는 총자산이익률의 증감분을 나타낸다. 또한, RET은 연간 주식수익률을, SIZE는 매출액의 자연로그 값을, MB는 시가총액을 자기자본 장부가액으로 나눈 값을 나타낸다. SD_OCF, SD_OI는 각각 과거 3개년 동안의 영업현금흐름 표준편차와 영업이익 표준편차이고, SD_RET는 12개월 동안의 월별 주식수익률 표준편차이다. CGscore는 기업지배구조 점수를 300점으로 나눈 값을, R&D는 연구개발비를 매출액으로 나눈 값을, LEV는 총 부채를 자기자본 장부가액으로 나눈 값이다. BlockDM은 주요주주가 존재하면 1인 더미변수이고, DA는 수정 Jones 모형을 통해 추정된 재량적 발생액을 나타낸다. CG_Qi(i=1,2,3,4)는 Positive REM 하위 표본에서 기업지배구조 수준(CGscore)을 기준으로 나눈 4분위수 집단을 의미하며, 첫 번째 분위수(CG_Q1)는 기업지배구조 수준이 가장 낮은 분위수를 의미하고 네 번째 분위수(CG_Q4)는 지배구조가 가장 우수한 분위수를 나타낸다.

$$COMP_t = \beta_0 + \beta_1 REM_{t-1} + \beta_2 \Delta ROA_{t-1} + \beta_3 RET_{t-1} + \beta_4 SIZE_{t-1} + \beta_5 MB_{t-1} + \beta_6 SD_OCF_{t-1} + \beta_7 SD_OI_{t-1} + \beta_8 SD_RET_{t-1} + \beta_9 CGscore_{t-1} + \beta_{10} R\&D_{t-1} + \beta_{11} LEV_{t-1} + \beta_{12} BlockDM_{t-1} + \beta_{13} DA_{t-1} + YRDM + IndDM + \varepsilon_t$$

변수명	CG_Q1		CG_Q2		CG_Q3		CG_Q4	
	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값
Intercept	6.521***	9.13	5.043***	3.59	4.557***	3.87	6.445***	10.65
REM	-0.375	-1.49	-0.307	-1.04	-0.513*	-1.79	-1.178***	-2.81
ΔROA	-0.385	-1.14	0.526	1.05	-0.623	-1.38	0.365	0.53
RET	0.113**	2.01	-0.035	-0.47	0.068	1.02	0.148	1.62
SIZE	0.291***	9.49	0.296***	8.13	0.292***	8.34	0.253***	7.71
MB	0.074	1.48	-0.053	-0.72	0.033	0.54	-0.001	-0.01
SD_OCF	-0.422	-0.74	1.236	1.53	0.674	0.93	-0.460	-0.45
SD_OI	-0.690	-0.64	-0.911	-0.73	1.172	1.01	2.880	1.55
SD_RET	-0.967*	-1.89	0.140	0.25	-0.963	-1.41	-0.597	-0.72
CGscore	1.297	0.83	6.300	1.60	6.689**	2.49	2.638***	3.05
R&D	7.837**	2.52	4.851	1.27	0.746	0.17	-2.666	-0.55
LEV	-0.035	-1.16	-0.059	-1.39	-0.045	-1.18	0.045	1.03
BlockDM	-0.082	-1.20	0.007	0.09	-0.076	-1.10	0.009	0.10
DA	0.219	0.58	0.243	0.50	0.363	0.78	1.467**	2.28
연도 더미	포함		포함		포함		포함	
산업 더미	포함		포함		포함		포함	
수정 R^2 (%)	26.88		17.97		18.26		33.94	
F 값	7.77***		5.02***		5.17***		10.56***	
표본 수	369		368		374		373	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함(양측검정)을 의미한다.

우에는 그렇지 않다는 것을 의미하며, 본 연구의 가설 1을 강하게 뒷받침하고 있다.

이러한 결과는 보상과 관련한 기업지배구조의 중요한 역할을 시사한다. 앞서 제시하였듯이, 경영자 보상 계약이 실제 영업활동을 이용한 경영자의 이익 조정에 대해 적절한 불이익을 부여하기 위해서는 두 가지 요건이 충족되어야 한다. 즉, 보상 계약에 직·간접적으로 영향을 미치는 기업의 이해관계자들이 경영자의 실제 이익조정 행위를 명확하게 판별할 수 있어야 하며, 동시에 이를 보상의 감소로 연결시킬 수 있어야 한다. 가설 2에 대한 본 연구의 실증결과들은 기업지배구조의 수준이 상대적으로 우수할 경우, 이와 같은 두 가지 전제조건이 성립할 가능성이 높아진다는 증거를 간접적으로 제공한다. 다시 말해, 본 연구는 실제 영업활동을 통한 경영자의 이익조정 행위를 보상 계약에 효과적 또는 독립적으로 연결시키기 위해서는 기업지배구조의 수준이 중요하다는 사실을 제시하고 있다.

V. 추가분석

지금까지 본 연구는 실제 영업활동을 이용하여 기업의 보고이익을 증가시키는 경영자의 기회주의적인 행위만을 고려하여, 실제 이익조정이 경영자 보상에 미치는 영향을 분석하였다. 한편, 실제 영업활동을 통한 하향 이익조정에 대한 연구는 아직까지 소수에 그치고 있어 경영자의 기회주의적인 행태로서 명확히 규정하기에는 한계점이 존재하나, 다수의 선행연구는 경영자가 기업의 보고이익이 예년과 비교하여 크게 증가할 경우 보고이익 중 일부를 미래로 이연시키고자 한다는 사실을 일관되게 제시하고

있다(Graham et al. 2005). 전통적인 계약 관점 하에서는, 위험회피적인 경영자가 성과에 따른 보상의 변동성을 줄이기 위해 이익의 시계열적인 안정성을 확보하려는 것으로 이와 같은 경영자의 이익 하향조정 행위를 설명하고 있다(Lambert 1984; Trueman and Titman 1988; Scott 2006).

또한, 몇몇의 선행연구에 의하면, 경영자는 실제 영업활동을 활용하여 이익을 하향 조정하려는 유인 역시 갖게 된다(Xu et al. 2007; Matsuura 2008). 구체적으로, 최근 연구는 경영자가 자신의 사적 이득을 획득하기 위하여 실제 영업활동을 통해 이익을 하향 조정한다는 실증결과를 보여준다. Gong et al. (2006)은 자사주를 취득하려는 기업의 경영자가 실제 이익조정을 이용하여 보고이익을 의도적으로 낮춘다는 연구결과를 제시하고 있다. 이 결과는 자사주 취득 기업이 자사주를 저가로 획득하기 위함인 것으로 해석된다. 또한, 손성규 등(2011)은 경영자가 주식을 매수하려고 할 때, 매수 직전의 이익을 실제 영업활동을 통해 재량적으로 줄임으로써 주식 거래로 인한 이익을 극대화하려 한다는 것을 발견하였다. 이처럼 실제 이익조정으로 인한 보고이익의 감소는 경영자의 기회주의적인 행위와 밀접한 관련이 있으며, 기업가치를 하락시키는 주요한 요인이 된다. 일례로, Kim and Sohn(2009)은 경영자가 실제 이익조정에 기반하여 이익을 하향조정할수록, 기업의 자기자본비용이 증가한다는 실증결과를 제시하고 있다.

따라서, 관련 선행연구의 부족으로 실제 영업활동을 통한 경영자의 하향 이익조정에 대한 근거가 아직까지 부족한 실정이지만, 최근 몇몇 연구들은 기업의 보고이익을 의도적으로 낮추는 방향으로 경영자가 실제 이익조정을 활용할 수 있음을 나타내고 있다. 이에 본 연구의 추가분석에서는 실제 영업활

동을 통한 경영자의 하향 이익조정이 경영자 보상에 미치는 영향 그리고 기업지배구조가 둘 간의 관계에 어떠한 영향을 미치는지 추가적으로 분석하고자 한다.

분석을 위해, <표 2>의 표본선정 절차에서 제외시켰던 실제 이익조정 통합측정치가 음(-)인 경우를 이용하며, 구체적인 결과는 다음과 같다. 먼저, <표 6>은 실제 이익조정(REM)이 양(+)인 표본과 음(-)인 표본의 기술통계량을 함께 제시하고 있으며, 두

표본 간의 평균과 중위수의 차이를 비교하고 있다. 실제 이익조정이 양(+)인 표본과 음(-)인 표본의 총자산이익률 변동분(ΔROA) 평균값은 각각 -0.01과 0.01로 실제 이익조정이 양(+)인 표본의 총자산이익률 변동분(ΔROA)이 상대적으로 작으며, 주가수익률(RET) 역시 이와 유사한 결과를 나타내고 있다. 이는 조정 전의 보고이익이 평균적으로 큰 경우에는 실제 이익조정을 통해 보고이익을 낮추는 경

<표 6> 기술통계량

<표 6>은 실제 이익조정 통합 측정치의 값이 양(+)인 표본과 음(-)인 표본의 기술통계량을 제시하고 있다. Positive REM과 Negative REM은 각각 실제 이익조정 통합 측정치의 값이 양(+)과 음(-)인 샘플을 의미한다. COMP는 등기임원 1인당 현금보상의 자연로그 값을 나타내며, REM은 실제 이익조정 통합측정치를, ΔROA 는 총자산이익률의 증감분을 나타낸다. 또한, RET는 연간 주식수익률을, SIZE는 매출액의 자연로그 값을, MB는 시가총액을 자기자본 장부가액으로 나눈 값을 나타낸다. SD_OCF, SD_OI는 각각 과거 3개년 동안의 영업현금흐름 표준편차와 영업이익 표준편차이고, SD_RET는 12개월 동안의 월별 주식수익률 표준편차이다. CGscore는 기업지배구조 점수를 300점으로 나눈 값을, R&D는 연구개발비를 매출액으로 나눈 값을, LEV는 총 부채를 자기자본 장부가액으로 나눈 값이다. BlockDM은 주요 주주가 존재하면 1인 더미변수이고, DA는 수정 Jones 모형을 통해 추정된 재량적 발생액을 나타낸다.

변수명	Positive REM (표본 수 = 1,484)					Negative REM (표본 수 = 870)				
	평균	표준편차	25%	중위수	75%	평균	표준편차	25%	중위수	75%
COMP	12.15	0.90	11.57	12.07	12.68	12.36	0.91	11.79	12.23	12.93
REM	0.18	0.14	0.08	0.15	0.25	-0.25	0.29	-0.33	-0.15	-0.06
ΔROA	-0.01	0.09	-0.04	-0.01	0.03	0.01	0.07	-0.02	0.00	0.03
RET	0.32	0.79	-0.22	0.15	0.65	0.40	0.84	-0.15	0.19	0.67
SIZE	19.29	1.58	18.32	19.06	20.16	19.51	1.58	18.41	19.24	20.45
MB	0.96	0.85	0.46	0.69	1.11	1.40	1.17	0.63	1.06	1.70
SD_OCF	0.06	0.06	0.03	0.05	0.08	0.06	0.05	0.03	0.05	0.08
SD_OI	0.03	0.03	0.01	0.02	0.04	0.03	0.03	0.01	0.02	0.04
SD_RET	0.15	0.07	0.10	0.14	0.19	0.14	0.07	0.10	0.13	0.17
CGscore	0.37	0.08	0.32	0.36	0.40	0.40	0.09	0.33	0.38	0.44
R&D	0.00	0.01	0.00	0.00	0.01	0.01	0.02	0.00	0.00	0.01
LEV	1.16	1.18	0.42	0.86	1.48	0.93	0.75	0.39	0.76	1.20
BlockDM	0.52	0.50	0.00	1.00	1.00	0.58	0.49	0.00	1.00	1.00
DA	0.02	0.09	-0.03	0.02	0.06	-0.02	0.09	-0.06	-0.02	0.03

1) 진한 글씨로 나타나 있는 평균값(중위수)은 Positive REM과 Negative REM 간의 차이가 5% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타낸다(평균값과 중위수 차이 검정은 각각 t-test와 Wilcoxon test에 기반함).

〈표 7〉 기업지배구조의 수준이 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관계에 미치는 영향 (Negative REM 표본)

〈표 7〉은 Negative REM 표본에서, 지배구조 수준이 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관계에 미치는 영향을 나타낸다. COMP는 등기임원 1인당 현금보상의 자연로그 값을, REM은 실제 이익조정 통합측정치를, ΔROA 는 총자산이익률의 증감분을 나타낸다. 또한, RET은 연간 주식수익률을, SIZE는 매출액의 자연로그 값을, MB는 시가총액을 자기자본 장부가액으로 나눈 값을 나타낸다. SD_OCF, SD_OI는 각각 과거 3개년 동안의 영업현금흐름 표준편차와 영업이익 표준편차이고, SD_RET는 12개월 동안의 월별 주식수익률 표준편차이다. CGscore는 기업지배구조 점수를 300점으로 나눈 값을, R&D는 연구개발비를 매출액으로 나눈 값을, LEV는 총 부채를 자기자본 장부가액으로 나눈 값이다. BlockDM은 주요 주주가 존재하면 1인 더미변수이고, DA는 수정 Jones 모형을 통해 추정된 재량적 발생액을 나타낸다. CG_Qi(i=1,2,3,4)는 Negative REM 표본에서 기업지배구조 수준(CGscore)을 기준으로 나눈 4분위수 집단을 의미하며, 첫 번째 분위수(CG_Q1)는 기업지배구조 수준이 가장 낮은 분위수를 의미하고 네 번째 분위수(CG_Q4)는 지배구조가 가장 우수한 분위수를 나타낸다.

$$COMP_t = \beta_0 + \beta_1 REM_{t-1} + \beta_2 \Delta ROA_{t-1} + \beta_3 RET_{t-1} + \beta_4 SIZE_{t-1} + \beta_5 MB_{t-1} + \beta_6 SD_OCF_{t-1} + \beta_7 SD_OI_{t-1} + \beta_8 SD_RET_{t-1} + \beta_9 CGscore_{t-1} + \beta_{10} R\&D_{t-1} + \beta_{11} LEV_{t-1} + \beta_{12} BlockDM_{t-1} + \beta_{13} DA_{t-1} + YRDM + IndDM + \varepsilon_t$$

변수명	CG_Q1		CG_Q2		CG_Q3		CG_Q4	
	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값	추정계수	t 값
Intercept	6.651***	5.80	4.640***	2.77	5.739***	4.37	5.895***	6.60
REM	-0.291	-1.36	-0.071	-0.35	0.409***	2.75	0.435**	2.14
ΔROA	-0.148	-0.24	-0.046	-0.07	-0.048	-0.06	1.715	1.44
RET	0.186**	2.43	-0.012	-0.15	0.102	1.17	-0.087	-0.79
SIZE	0.355***	7.51	0.335***	7.59	0.301***	6.06	0.375***	9.11
MB	0.045	0.72	0.035	0.67	0.046	0.82	0.117**	2.19
SD_OCF	-2.884***	-2.64	-0.669	-0.64	0.062	0.05	0.916	0.61
SD_OI	-0.116	-0.07	-1.489	-1.10	0.584	0.33	-3.302	-1.29
SD_RET	-1.829***	-2.80	0.092	0.12	-1.080	-1.13	1.952	1.33
CGscore	-1.385	-0.54	5.500	1.37	3.048	1.17	0.084	0.10
R&D	8.534**	2.18	6.378*	1.70	4.944	1.64	-2.195	-0.85
LEV	-0.022	-0.32	-0.039	-0.51	-0.014	-0.17	-0.329***	-3.14
BlockDM	0.018	0.18	-0.096	-1.10	0.040	0.43	-0.092	-0.79
DA	-0.662	-1.01	-0.361	-0.60	0.641	1.03	0.128	0.16
연도 더미	포함		포함		포함		포함	
산업 더미	포함		포함		포함		포함	
수정 R^2 (%)	29.84		34.05		22.04		42.75	
F 값	5.61***		6.37***		4.20***		9.03***	
표본 수	218		209		227		216	

1) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함(양측검정)을 의미한다.

향이 있는 반면, 조정 전의 보고이익이 평균적으로 작은 경우에는 실제 이익조정을 통해 보고이익을 높이라는 경향이 있다는 기초적인 결과로 해석된다. 또한, 실제 이익조정이 양(+)인 표본은 음(-)인 표본에 비해 평균적으로 연구개발투자(R&D)가 낮으며, 부채비율(LEV)이 평균적으로 높은 것을 알 수 있다.

〈표 7〉은 기업지배구조가 실제 이익조정(하향)과 경영자 보상 간의 관계에 미치는 영향을 나타내고 있다. 분석을 위해 대상표본을 기업지배구조 수준(CGscore)에 기반하여 4분위수로 구분하며, 첫 번째 분위수(CG_Q1)는 기업지배구조 수준이 가장 낮은 분위수를 의미하고 네 번째 분위수(CG_Q4)는 지배구조가 가장 우수한 분위수를 나타낸다.¹⁹⁾

구체적으로 〈표 7〉을 살펴보면, 기업지배구조의 수준이 상대적으로 높은 세 번째와 네 번째 분위수에서 실제 이익조정(REM)과 경영자 보상(COMP) 간에 통계적으로 유의한 양(+)의 관계가 나타나고 있다. 이에 반해, 기업지배구조의 수준이 상대적으로 낮은 첫 번째와 두 번째 분위수에서는 실제 이익조정(REM)과 경영자 보상(COMP) 간에 통계적으로 유의한 관계가 존재하지 않는다. 이는 기업지배구조가 상대적으로 좋을 경우, 실제 영업활동을 이용한 경영자의 하향 이익조정에 대해 보상을 통한 적절한 불이익이 부여되지만 기업지배구조의 수준이 낮을 경우에는 그렇지 않다는 것을 의미한다. 이는 실제 영업활동에 기반하여 기업의 보고이익을 의도적으로 낮추는 경영자의 기회주의적인 행위에 대하여 보상을 통해 적절한 패널티가 부여되기 위해서는

개별기업의 지배구조 수준이 주요하다는 사실을 제시하고 있다.

VI. 결론

본 연구는 실제 이익조정 및 기업지배구조가 경영자의 보상에 미치는 영향을 분석하고 있다. 구체적으로, 본 연구는 해당기업의 기업지배구조 수준이 경영자의 실제 이익조정과 보상 간의 관계에 어떠한 영향을 미치는지 검토하고자 하였다.

이와 같은 연구목적을 수행하기 위해, 2006년부터 2010년까지 유가증권시장에 소속된 기업을 대상으로 실증분석을 수행한 결과, 다음과 같은 주요 결과를 발견하였다. 해당기업의 기업지배구조 수준이 상대적으로 우수할 경우에 경영자의 실제 이익조정과 보상 간에 체계적인 관계가 나타나는 반면, 기업지배구조가 좋지 않을 경우에는 둘 간에 유의한 관계가 나타나지 않았다. 구체적으로, 기업지배구조의 수준을 높을 경우에만, 실제 영업활동을 활용한 이익 상향 및 하향조정이 증가할수록 경영자의 보상은 감소하는 결과를 발견하였다. 이는 기업지배구조의 상대적 우수성이 경영자 보상 계약의 효과성에 중요한 영향을 미친다는 사실을 제시한다. 즉, 실제 영업활동을 왜곡시킴으로써 기업가치를 훼손시키는 경영자의 기회주의적인 행동에 대하여 보상을 통해 적절한 불이익을 부여하기 위해서는, 기업지배구조의 수준이 뒷받침되어야 한다는 것을 강조하고 있다.

19) 〈표 5〉의 경우와 유사하게, 본 연구는 기업지배구조와 관련성이 높은 대표적인 기업특성 4가지(기업규모, 기업성과, 부채비율, 전년도 기업지배구조 수준)를 선정하여 각각의 기업특성 별로 4개의 하위표본으로 나눈 후(김유찬과 강윤식 2011), 실제 이익조정과 경영자 보상 간의 관계가 어떻게 변화하는지를 분석하였다. 분석 결과, 기업지배구조를 이용했을 때의 결과는 유지되지 않았으며, 이는 기업지배구조를 기준으로 한 그룹핑에 따른 결과가 다른 기업 요인에 의해 나타났을 가능성을 감소시킴으로써 본 연구결과의 강건성을 보완해주고 있다.

경영자의 보상은 주주와 경영자의 이해관계를 일치시키기 위한 대표적인 유인 체계로서, 보상 계약의 효과성은 기업가치와 직결되는 문제가 된다. 이러한 경영자 보상의 효과성을 파악하는 가장 직접적인 방법은 경영자와 기업 간에 이루어지는 경영자의 보상 계약을 면밀히 살펴보는 것이다. 그러나, 대부분의 경우 문서화된 경영자의 보상 계약은 존재하지 않을 뿐만 아니라, 존재할 경우에도 관련 자료를 수집하기가 현실적으로 어려운 실정이다(Milgrom and Roberts 1992). 따라서, 지금까지의 선행연구들은 경영자 보상을 결정하는 잠재적인 요인들을 판별하는데 주력해 왔으며, 이를 통해 경영자 보상의 형태 및 지급근거를 간접적으로 제시함으로써 보상 계약의 효과성을 분석하고 있다(Rosen 1982; Smith and Watts 1992; Li and Srinivasan 2011; 지성권과 김태수 2001; 안태식과 이용규 2003). 본 연구는 기업지배구조가 상대적으로 좋을 경우에 실제 이익조정이 경영자 보상에 유의한 영향을 미치는 새로운 결정요인임을 제시하여, 경영자 보상 계약의 효과성에 대한 기존 선행연구를 보완 및 확장한다는 점에서 차별점을 나타낸다.

참고문헌

- 강선아, 전성빈(2010), "Consequences of Real Activity Based Earnings Management: Evidence of Seasoned Equity Offering Firms in Korea," **경영학연구**, 39, 595-632.
- 김경목(2005), "대리인 비용과 권력의 결합: 기업 소유구조가 경영진의 보상 수준에 미치는 영향에 대한 연구," **경영학연구**, 34, 1475-1500.
- 김성혜, 이아영, 전성빈(2012), "외국인투자자의 특성과 실
제이익조정 - 외국인대주주의 역할을 중심으로," **회계학연구**, 37, 129-165.
- 김유찬, 강운식(2011), "기업지배구조가 실물활동에 기반을 둔 이익조정에 미치는 효과," **경영학연구**, 40, 1-28.
- 백상미, 최정미(2011), "경영자 교체와 이익조정 - 신규상장 기업을 중심으로," **회계와 감사연구**, 53, 137-161.
- 박경서, 변희섭, 이은정(2009), "한국주식시장에 사후적 지배구조 프리미엄이 재하는가?" **한국증권학회지**, 38, 423-454.
- 손성규, 고재민, 정기위(2011), "내부자거래의 장단기 유형에 따른 이익조정 수단의 차별적 선택," **한국증권학회지**, 40, 579-607.
- 안태식, 이용규(2003), "경영자 보상은 하방경직적인가?" **회계저널**, 12, 65-85.
- 이창섭, 최우석, 배성호(2012), "실제이익조정활동과 감사 시간 및 감사보수," **경영학연구**, 41, 757-787.
- 전홍민, 김현희, 차승민(2011), "기관투자자가 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향," **경영학연구**, 40, 383-406.
- 지성권, 김태수(2001), "경영자 보상과 회계이익특성의 관계에 관한 실증연구," **회계학연구**, 26, 25-54.
- Agarwal, N. C.(1981), "Determinants of Executive Compensation," *Industrial Relations*, 20, 36-46.
- Allen, M.(1981), "Power and Privilege in the Large Corporation: Corporate Control and Managerial Compensation," *American Journal of Sociology*, 86, 1112-1123.
- Bainbridge, S. M.(2005), "Executive Compensation: Who Decides?" *Texas Law Review*, 83, 1615-1662.
- Banker, R. D., and S. M. Datar(1989), "Sensitivity, Precision, and Linear Aggregation of Signals for Performance Evaluation," *Journal of Accounting Research*, 27, 21-39.
- Bebchuk, L., and J. Fried(2004), "Pay Without Per-

- formance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*," Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Bebchuk, L. A., Y. Grinstein, and U. Peyer(2010), "Lucky CEOs and Lucky Directors," *The Journal of Finance*, 65, 2363-2401.
- Berle, A. A., and G. C. Means(1932), "*The Modern Corporation and Private Property*," New York, Macmillan.
- Bertrand, M., and S. Mullainathan(2001), "Are CEOs Rewarded for Luck? The Ones without Principles Are," *Quarterly Journal of Economics*, 116, 901 - 932.
- Boyd, B. K.(1994), "Board Control and CEO Compensation," *Strategic Management Journal*, 15, 335-344.
- Bushee, B.(1998) "The Influence of Institutional Investors on Myopic R&D Investment Behavior," *The Accounting Review*, 73, 305-333.
- Bushman, R., and R. Indjejikian(1993), "Shareholder Demand for "Distorted" Accounting Disclosures," *The Accounting Review*, 68, 765-782.
- Chen, J. Z., L. L. Rees, and K. Sivaramakrishnan (2010), "On the Use of Accounting vs. Real Earnings Management to Meet Earnings Expectations - a Market Analysis," Working Paper.
- Cheng, S.(2004), "R&D Expenditures and CEO Compensation," *The Accounting Review*, 79, 305-328.
- Chhaochharia, V., and Y. Grinstein(2009), "CEO Compensation and Board Structure," *The Journal of Finance*, 64, 231-260.
- 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, 757-786.
- 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.
- Combs, J. G., and M. S. Skill(2003), "Managerialist and Human Capital Explanations for Key Executive Pay Premiums: A Contingency Perspective," *Academy of Management Journal*, 46, 63-73.
- Core, J. E.(1997), "The Directors' and Officers' Insurance Premium: An Outside Assessment of the Cost of Weak Corporate Governance," Working Paper, The Wharton School, University of Pennsylvania.
- Core, J. E., and W. Guay(1999), "The Use of Equity Grants to Manage Optimal Equity Incentive Levels," *Journal of Accounting and Economics*, 28, 151-184.
- Core, J. E., R. W. Holthausen, and D. F. Larcker (1999), "Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance," *Journal of Financial Economics*, 51, 371-406.
- Cyert, R., S. Kang, P. Kumar, and A. Shah(1997), "Corporate Governance and the Level of CEO Compensation," Working Paper, Carnegie Mellon University.
- Crystal, G.(1991), "*In search of Excess: The Overcompensation of American Executives*," W.W. Norton and Company, New York.
- Dechow, P., and R. Sloan(1991) "Executive Incentives and Horizon Problem," *Journal of Accounting and Economics*, 14, 51-89.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeny(1995), "Detecting Earnings Management," *The Account-*

- ting Review, 70, 193-225.
- Ewert, R., and A. Wagenhofer(2005), "Economic Effects of Tightening Accounting Standards to Restrict Earnings Management," *The Accounting Review*, 80, 1101-1124.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics*, 26, 301-325.
- Finkelstein, S., and D. Hambrick(1989), "Chief Executive Compensation: A study of the Intersection of Markets and Political Processes," *Strategic Management Journal*, 10, 121-134.
- Gibbons, R. and K. Murphy(1992), "Optimal Incentive Contracts in the Presence of Career Concerns: Theory and Evidence," *Journal of Political Economy*, 100, 468-505.
- Gong, G., H. Louis, and A. X. Sun(2006), "Earnings Management and firm Performance Following Popen-market Repurchases," Working Paper, Pennsylvania State University.
- 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.
- Gunny, K.(2005), "What are the Consequences of Real Earnings Management?" Working Paper, University of California at Berkeley.
- Gunny, K.(2010), "The Relation Between Earnings Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks," *Contemporary Accounting Research*, 27, 855-888.
- Hall, B. J., and K. J. Murphy(2003), "The Trouble with Stock Options," *Journal of Economic Perspectives*, 17, 49-70.
- Hallock, K. F.(1997), "Reciprocally Interlocking Boards of Directors and Executive Compensation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 32, 331-344.
- Holderness, C., and D. Sheehan(1988), "The Role of Majority Shareholders in Publicly-Held Corporations: An Exploratory Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 317-346.
- Holmstrom, B.(1979), "Moral Hazard and Observability," *The Bell Journal of Economics*, 10, 74-91.
- Jensen, M., and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305 - 360.
- Jensen, M., and K. J. Murphy(1990), "Performance Pay and Top-management Incentives," *Journal of Political Economy*, 98, 225 - 264.
- Jensen, M.(1993), "The Modern Industrial revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems," *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Jiambalvo, J.(1996), "Discussion of "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: an Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC," *Contemporary Accounting Research*, 13, 37-47.
- Jones, J.(1991), "Earnings Management During Import Relief Investigation," *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Kim, J. B., and B. C. Sohn(2009), "Real Versus Accrual-based Earnings Management and Implied Cost of Equity Capital," Working Paper, Concordia University.
- Lambert, R.(1984), "Income Smoothing as Rational Equilibrium Behavior," *The Accounting Review*, 59, 604-618.
- Lambert, R., and D. Larcker(1987), "An Analysis of the Use of Accounting and Market Mea-

- sures of Performance in Executive Compensation Contracts,” *Journal of Accounting Research*, 25, 85-129.
- Lambert, R., D. Larcker, and K. Weigelt(1993), “The Structure of Organizational Incentives,” *Administrative Science Quarterly*, 38, 438-461.
- Li, F., and S. Srinivasan(2011), “Corporate Governance when Founders are Directors,” *Journal of Financial Economics*, 102, 454-469.
- Matsuura, S.(2008), “On the Relation Between Real Earnings Management and Accounting Earnings Management: Income Smoothing Perspective,” *Journal of International Business Research*, 7, 63-77.
- Milgrom, P., and J. Roberts(1992), *Economics, Organization and Management*, Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall.
- Mizik, N., and R. Jacobson(2007), “Earnings Inflation Through Accruals and Real Activity Manipulation: Its Prevalence at the Time of an SEO and the Financial Market Consequences,” Working paper, Columbia university.
- Murphy, K. J.(1985), “Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis,” *Journal of Accounting and Economics*, 7, 11-42.
- Rajgopal, S., and T. Shevlin(2002), “Empirical Evidence on the Relation between Stock Option Compensation and Risk Taking,” *Journal of Accounting and Economics*, 33, 145-171.
- Rosen, S.(1982), “Authority, Control and the Distribution of Earnings,” *Bell Journal of Economics*, 13, 311-323.
- Roychowdhury, S.(2006), “Earnings Management Through Real Activities Manipulation,” *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Scott, W.(2006), *Financial Accounting Theory*, 4th Edition, Toronto: Prentice-Hall.
- Smith, C. W., and R. L. Watts(1992), “The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Financing Policies,” *Journal of Financial Economics*, 32, 262-292.
- Trueman, B., and S. Titman(1988), “An Explanation for Accounting Income Smoothing,” *Journal of Accounting Research*, 26, 127-139.
- Xu, Z., G. Taylor, and M. Dugan(2007), “Review of Real Earnings Management Literature,” *Journal of Accounting Literature*, 26, 195-228.
- Zang, A. Y.(2007), “Evidence on the Tradeoff Between Real Manipulation and Accrual Manipulation,” Working Paper, Duke University.
- Zhang, W.(2008), “Real Activity Manipulations to Meet Analysts’ Cash Flow Forecasts,” Working paper, University of Texas at Dallas.

The Effect of Real Earnings Management and Corporate Governance on CEO Compensation

Jinbae Kim* · Kyong Soo Choi** · Min Young Lee***

Abstract

In this paper, we empirically examine how the corporate governance affects the relation between real earnings management and CEO compensation.

To perform the analysis, we hand collect CEO compensation data for fiscal years 2006-2010 from Financial Supervisory Service's Data Analysis, Retrieval and Transfer System (DART). Our results are given as follows.

When the level of corporate governance is relatively high, there exists a negative (positive) relation between income-increasing (-decreasing) real earnings management and CEO compensation. In contrast, when the level of corporate governance is relatively low, we find no systematic association between income-increasing (-decreasing) real earnings management and CEO compensation. These results suggest the importance of corporate governance in terms of the effectiveness of CEO compensation contract. That is, in order to penalize properly the manager's behavior which distorts the firm's real operating activities through pay cut, the higher level of corporate governance should be supported.

This paper, by demonstrating the systematic association between real earnings management and CEO compensation and the impact of corporate governance on such relation, provides a new insight about role (or effectiveness) of CEO compensation and corporate governance. More specifically, The significant relation between real earnings management and CEO compensation when the level of corporate governance is relatively high, suggests that the CEO compensation contract is effective in restricting the manager's earnings management behavior through real activity manipulation.

* Professor, Business School, Korea University

** Assistant Professor, Department of Accounting and Taxation, Keimyung University

*** Ph.D. Student, Business School, Korea University

Also, the insignificant association between real earnings management and CEO compensation when the level of corporate governance is relatively low, stresses the role of corporate governance. A large number of prior literature provides the evidence that the corporate governance is one of the key sources which affects the effectiveness of the compensation contract. Similarly, our results establish that, for the sake of establishing the effective CEO compensation contract which motivates the manager to provide an effort for the best interest of the shareholders, the level of corporate governance is essential.

Key words: Real earnings management, Corporate governance, CEO compensation