

Largest Shareholder's Participation in Management and Quarterly Earnings Quality*

최대주주의 경영참여와 분기이익품질

Jungmin Kim(First Author)

Associate Professor, Department of Accounting and
Taxation, Keimyung University
(jminjmin@kmu.ac.kr)

It has been considered that the higher the stake of the largest shareholder, the higher the possibility of a company's opportunistic behavior. However, the prior studies have not succeeded in showing consistent results between the largest shareholder's stake and accounting numbers. Therefore, this study empirically tried to examine the effect of the largest shareholder's share on quarterly earnings quality depending on whether the largest shareholder directly manages the business or not. Quarterly accruals quality was measured based on the Francis et al. (2005) model and then, it was used as a proxy for quarterly earnings quality. As a result of analyzing 14,060 company-year-quarter data of KRX-listed companies from 2015 to 2021, it showed that the higher the share ratio of the largest shareholder, the quarterly earnings quality would deteriorate when the largest shareholder participates in management. Additional analysis reflecting the non-linear relation of the largest shareholder's ratio to the accounting numbers also showed that the quarterly earnings quality was more affected when the largest shareholder directly participated in management. In addition, it was confirmed that the largest shareholder's opportunistic behavior was more prominent in the fourth quarter when earnings management motives were expected to be higher than in other quarters.

Key Words: Agency theory, Largest shareholders, Quarterly earnings, Earnings quality

1. 서론

대리인 문제란 개인 또는 집단이 자신들의 이해관계와 직결된 의사결정의 권한을 대리인에게 위임함으로써 발생할 수 있는 정보 불균형이나 도덕적 해

이 등을 일컫는다(Jensen & Meckling, 1976). 최대주주의 경영 참여가 보편적인 개발도상국이나 아시아 신흥시장에서는 경영자와 외부 주주 간의 전통적인 대리인 관계보다는 최대주주와 외부 소액주주 간의 대리인 문제가 우세하여, 최대주주의 지분율이 높을수록 소액주주의 이익이 침해될 가능성이 더 높

Submission Date: 04. 18. 2023

Revised Date: (1st: 08. 28. 2023)

Accepted Date: 09. 11. 2023

* This research was supported by the Bisa Research Grant of Keimyung University in 2022 (2022-0194).

Copyright 2023 THE KOREAN ACADEMIC SOCIETY OF BUSINESS ADMINISTRATION

This is an open access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution License 4.0, which permits unrestricted, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

은 것으로 알려져 있다(La Porta et al, 1999; Claessens et al, 2000; Faccio & Lang, 2002; Bona-Sanchez et al, 2017). 지분율이 높은 최대 주주는 자신의 효용을 극대화하기 위하여 외부의 소액주주들과 이해상반하더라도 경영에 적극적으로 개입할 수 있어, 결과적으로 소액주주들의 이익이 침해될 수 있기 때문이다. 우리나라 또한 소유권과 경영권의 분리가 여전히 미비한 경우가 많아, 이와 같은 대리인 문제가 보다 심각한 것으로 여겨지고 있다(Bae & Son, 2013).

Kim & Yoon(2010)은 최대주주의 통제권은 기업의 이익배분에 관한 의사결정에 상당한 영향을 미친다고 하였다. 관련 선행연구들의 결과에 따르면, 최대주주의 지분율이 높을수록 기업은 이익을 상향하는 경향이 있고, 기업의 대리인 문제가 심각할수록 공격적인 회계처리를 선호하는 것으로 나타났다(Park, 2003; Paek & Cho, 2006; Kim & Choi, 2008; Lee et al, 2012). 그러나 일부 연구들에서는 최대주주지분율이 높을수록 이익조정이 오히려 감소하거나, 통계적으로 유의한 관계를 발견하지 못하는 등(Kim & Yoon, 2010; Lee et al, 2012; Kim et al, 2015; Byeon et al, 2018; Shim & Lee, 2019), 일관성 없는 결과들로 인하여 최대주주의 기회주의적 행동과 회계이익과의 관계는 여전히 명확하지 않다. 또한 최대주주지분율과 회계수치 간의 비선형관계를 지적하는 연구들도 있다(McConnell & Servaes, 1990; Paek & Cho, 2006; Kwak & Cho, 2010; Kim, 2021). 따라서 회계수치에 대한 최대주주의 기회주의적 행동을 타당하게 관찰하기 위해서는 보다 정교한 연구 설계가 필요할 것으로 여겨진다. 특히, Morck et al.(1988)은 경영자의 주식 지분과 기업 성과에 관한 연구에서 경영자 지분이 낮은 수준에서는 기업의 성과가 증대되는 효

과가 있었지만, 경영자의 지분이 일정 수준을 넘어서면, 오히려 기업의 성과가 감소하였다고 보고하였고, 이는 경영자 자신이 사실상의 지배주주가 될 경우, 자신의 이해에 따라 기업을 운영할 가능성이 높기 때문이라고 지적하였다. 이와 같이 지분율이 높은 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우와 그렇지 않은 경우의 기업성과에 대한 유인은 다를 가능성이 있고, 이로 인한 이익조정에 대한 유인 또한 다를 가능성이 높다. 하지만 우리나라의 최대주주지분율과 회계수치 간의 관계를 분석한 기존의 선행연구들에서는 최대주주가 경영에 직접 참여하고 있는 지에 대한 직관적인 관찰은 없었다. 이에 본 연구는 기존의 최대주주지분율에 더하여 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우, 이로 인하여 커진 최대주주의 통제권이 보고이익의 품질에 어떠한 영향을 미치는 지를 알아보고자 한다.

한편, 최근의 자본시장에서는 개인투자자 참여의 증가와 퀀트 투자 등과 같은 투자방식의 변화로 인하여 단기 투자가 증가하고 있다. 이러한 추세에 따라 연차이익을 보완하는 것으로만 여겨지던 분기이익의 중요성도 더해지고 있다. 분기이익은 회계정보의 적시성을 높인다는 의미만으로도 중요한 의미를 지니지만(Brown & Kennelly, 1972; Hagerman et al, 1984), Jeter & Shivakumar(1999)에 따르면, 짧은 주기의 분기보고의 이익조정패턴은 경영자의 기회주의적 행동을 연차이익보다 더욱 잘 나타낸다고 하였다. 이에 본 연구에서는 분기이익을 사용하여 최대주주의 직접 경영참여 여부에 따른 최대주주지분율의 이익품질에 대한 영향을 살펴보고자 한다. 다만, 분기보고의 경우, 짧은 회계기간으로 인하여 연차보고서와 함께 보고되는 4분기를 제외하고는 회계감사가 생략된다. 또한 4분기는 연차의 경영성과를 확정하는 최종적인 시기로 이익조정의 유인이 다

른 분기들에 비해서 더 높을 것으로 생각된다(Kim, 2016). 실제로 연차이익이 확정되는 4분기의 차별성이 뚜렷한 것으로 나타났다(Jeter & Shivakumar, 1999; Das & Shroff, 2009; Kim, 2018; Park & Cho, 2018; Kim, 2021). 이에 본 연구에서는 최대주주의 직접 경영 참여에 따른 최대주주지분율의 영향이 분기 간에 차이가 있는 지, 구체적으로 4분기와 다른 분기들 간의 차이를 살펴보는 것도 의미가 있을 것으로 보고, 추가로 분석한다.

한편, La Porta et al.(2000)은 지배주주와 외부 소액주주들의 대리인 문제는 외부 소액주주들에 대한 법적인 보호가 약한 국가나, 지배주주의 재량권을 통제할 수 있는 체계가 없을 때 더욱 심각해진다고 하였다. 우리나라의 공정거래위원회는 자본시장의 경쟁력 집증을 억제하고, 기업지배구조의 개선을 위하여 자산총액이 10조 원 이상인 대규모의 기업집단을 상호출자제한기업집단으로 지정하여 상호출자나 순환출자 등으로 가공의결권을 형성하여 지배권을 왜곡하는 악성적 출자행태를 금지하고 있다. 이에 본 연구에서는 전체 표본을 상호출자제한기업집단 소속기업과 그렇지 않은 기업으로 나누어 분석하여 지배주주의 이익조정 영향에 제도로 인한 차이가 있는지도 검토한다.

본 연구는 이와 같은 일련의 분석을 통하여 우리나라 기업의 최대주주의 기회주의적 행동을 보다 심도 있게 이해하는 데에 도움을 줄 것으로 기대된다. 이러한 목적을 달성하기 위한 연구의 구성은 다음과 같다. 1장은 서론이고, 2장에서는 관련 선행연구를 살펴보고, 이를 기초로 가설을 설정한다. 3장에서는 설정된 가설 검증을 위한 주요 변수와 연구모형을 설계하고, 4장에서 실증분석의 결과를 검토한 후, 5장에서 연구의 결론을 맺는다.

II. 선행연구와 가설설정

2.1 선행연구

대리인 문제에서 발생할 수 있는 정보의 불균형과 경영자의 기회주의적 행동에 대하여 Jensen & Meckling(1976)은 내부자의 지분율이 높을수록 외부 주주와의 이해관계가 일치하여 기업의 기회주의적 행동은 줄어들 것으로 보았다. 그러나 Fama & Jensen(1983)은 경영자의 주식 비중이 높을수록 자신의 사익을 최대화하려는 동기가 작용하기 때문에, 내부 경영자에 대한 외부 주주의 견제는 오히려 어려워질 수 있다고 주장하였다. Morck et al.(1988)도 경영자의 소유 지분이 높을수록 기업 내부와 외부의 정보불균형은 더욱 심화되고, 이를 견제하기 위하여 설치된 조건들을 회피하기 위하여 경영자의 이익 조정 유인은 더욱 강해질 것이라고 하였다.

한편, 개발도상국 국가 및 아시아 신흥시장에서는 소유권과 경영권의 분리가 명확하지 않아 경영자와 외부 주주들 간의 전통적인 대리인 문제보다는 지배주주와 외부 소액주주들 간의 대리인 문제가 더 심각한 것으로 알려져 있다(La Porta et al, 1999; Claessens et al, 2000; Faccio & Lang, 2002; Bona-Sanchez et al, 2017). 또한 소유권과 경영권의 분리가 명확하지 않은 경우, 최대주주의 지분율이 높을수록 경영자는 이익을 높이기 위하여 발생액을 증가시키거나(La Porta et al, 1999; 2000), 지배주주가 자신의 부를 증가시키기 위하여 기업의 자원을 빼돌리려는 유인이 강하였다(Johnson et al, 2000). 우리나라 역시 여전히 소유권과 경영권의 분리가 다소 미약하여 전통적인 대리인 관계보다는 지배주주와 외부의 소액주주 간의 대리인 문제가 더

욱 심각하다고 여겨져 회계이익에 대한 지배주주의 영향력에 관한 연구들이 많이 진행되었다. 우선, Jeong et al.(2002)의 연구에서는 최대주주의 지분율이 높을수록 기업의 주가수익률에는 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타나, 이익의 유용성이 증가한다고 하였다. 그러나 우리나라의 최대주주는 기업의 내부 의사결정에 상당한 영향을 끼치기 때문에, 자신들의 이해를 위해서 이익조정에 관여할 가능성이 높다. Park(2003)은 이익조정 of 대용변수로 재량적 발생액을 사용하여 최대주주의 지분율이 높을수록 기업은 이익을 상향 조정하는 경향이 있다고 보고하였다. Paek & Cho(2006)의 연구에서도 최대주주의 지분율이 높을수록 기업의 이익은 대체로 상향 조정되는 것으로 나타났다. 이 외에도, 최대주주의 지분율이 높을수록 기업은 보수적인 회계처리보다는 공격적인 회계처리를 선호하는 것으로 나타났고(Kim & Choi, 2008), 실제 이익조정과도 유의적인 관계를 보였다(Lee et al, 2012).

한편 대리인 문제는 소유지배과리도가 큰 기업에서 더 심각한 것으로 나타났다. La Porta et al.(2000)은 지배주주의 지배권이 소유권을 초과할수록 지배주주는 사적이익을 추구할 유인이 증가하게 되어 대리인 비용이 커진다고 하였다. 실제로 소유지배과리도가 클수록 이익조정의 유인이 증가하여 회계정보의 가치관련성이 감소하거나(Hyun et al, 2013), 관계회사 매출로 측정된 터널링 규모가 증가하고(Ahn et al, 2015), 동종 산업 평균보다 높은 레버리지 비율을 가지는 등(Jeong et al, 2017), 지배주주의 기회주의적 행동의 가능성이 높은 것으로 나타났다. 또한 Bae & Son(2013)의 연구결과를 보면, 지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제가 심각할수록

감사보고시차가 유의적으로 길어지는 것으로 나타났다.¹⁾ 이는 외부감사인 또한 대리인 문제가 있다고 판단하는 경우, 지배주주의 기회주의적 행동 유인을 고려하여 감사 범위를 확대하는 것으로 해석할 수 있다.

그러나 모든 선행연구에서 지배주주의 대리인 문제가 기회주의적 행동으로 일관되게 귀결되는 것은 아니었다. Kim & Yoon(2010)의 연구에서는 지배주주의 대리인 문제가 심각할수록 재량적 발생액이 감소하여, 오히려 이익조정이 심하지 않은 것으로 나타났다. 이익조정의 대용변수로 회계이익과 과세소득의 차이를 이용한 Lee et al.(2012)의 연구에서는 최대주주지분율과 이익조정 간에는 유의한 관련성이 없었다. Kim et al.(2015)의 연구에서는 소유경영의 여부가 재량적 발생액과 배당성향 모두에 유의하지 않았고, Byeon et al.(2018)의 연구에서는 대규모 기업집단의 소속기업들의 최대주주지분율은 발생액 이익조정과 유의한 관계가 있었지만, 그렇지 않은 기업들에서는 실물 이익조정과 관계가 있는 것으로 나타나, 기업집단소속 여부에 따라 지배주주의 이익조정 수단이 다르다고 보고하였다. Shim & Lee(2019)는 최대주주지분율이 높을수록 재량적 발생액을 이용한 이익조정은 줄어들지만, 실물 이익조정은 늘어나는 것으로 나타나, 최대주주지분율이 높을수록 기업의 이익조정의 수단이 달라질 수 있음을 지적하였다.

한편, 연차이익은 외부감사인으로부터 회계감사를 받지만, 분기이익은 일정 규모 이상의 기업에 한해 외부감사인의 검토 절차만을 거쳐 연차이익에 비해 이익조정이 더 용이하다고 할 수 있다(Kim et al, 2021). 선행연구들에 따르면, 분기이익조정은 연차이익과는 별개로 이루어지되, 직전 분기가 아닌 전년

1) 감사보고시차란 외부감사인이 결산일로부터 감사보고서를 제출하기까지 걸리는 기간을 말한다(Bae & Son, 2013).

도 동기의 이익을 벤치마크하는 경향이 있다(Degeorge et al, 1999; Kerstein & Rai, 2007; Park & Jeon 2010; Ko et al, 2013; Kim, 2021). 특히 4분기는 연차이익을 위한 마지막 이익조정의 기회로 이익조정 양상이 1~3분기에 비해 뚜렷한 것으로 나타났다. Kim & Goh(2012)는 4분기의 자산처분 이익을 통해 3분기 누적적자에서 흑자의 연차이익으로 전환된 기업들의 4분기 이익조정을 확인하였고, Kim(2014)은 3분기 누적적자가 0에 근접한 기업들에서 연차이익의 적자회피를 위한 4분기 이익조정을 확인하였다. Kim(2016)은 1~3분기 대비 4분기 매출액이 크게 증가한 기업들에서 이익조정의 규모 또한 상대적으로 큰 것으로 나타나 분기 매출액을 기초로 이익조정을 확인할 수 있다고 하였다. Ko et al.(2013)은 이익 예측치의 공시 여부와 달성 정도가 4분기 재량적 발생액과 양의 관계가 있다고 보고 하며, 이익 예측치 달성을 위한 4분기 이익조정의 가능성을 제시하였다. 또한 적자회피의 동기와는 반대로, Kim & Cha(2013)와 Kim & Lee(2015)는 3분기까지의 누적순이익이 작년 연간순이익을 초과 달성하거나, 직전 3년간 평균 연간순이익을 초과 달성한 기업들은 4분기에 유의한 음(-)의 재량적 발생액을 보고하는 조세회피성향이 있다고 보고하였다. Kim (2022)은 대리인 문제와 분기이익조정에 관한 연구에서 최대주주지분율이 높을수록 분기의 발생액의 질은 높지만, 4분기에는 역전하여 오히려 악화되는 경향이 있어, 최대주주지분율이 분기이익조정과 분기별 차별성에 영향을 끼칠 수 있다고 보고하였다.

이상으로 회계수치와 관련한 지배주주의 기회주의적 행동과 분기이익조정에 관한 선행연구들을 살펴보았다. 종합하면, 최대주주의 지분율이 높거나, 대리인 문제가 심각할수록 기업은 이익조정 등의 기회주의적 행동을 취할 가능성이 있지만, 연구들에 따라서는 그

반대의 결과를 보이거나, 통계적으로 유의하지 않는 등 여전히 일관되지 않음을 확인할 수 있었다. 따라서 최대주주의 이익조정에 대한 영향을 살펴보기 위해서는 좀 더 세밀한 연구가 진행될 필요가 있다. 또한 분기이익은 연차이익과 마찬가지로 이익조정에 노출되어 있고, 대리인 문제가 분기이익조정 및 분기 이익조정의 차별성에도 영향을 끼칠 수 있음을 확인할 수 있었다. 그리고 대부분의 지배주주의 기회주의적 행동에 관한 연구들이 연차이익조정에 집중되어 있고, 이익조정의 대응변수로 재량적 발생액을 주로 사용하는 등 이익 품질에 대한 다양한 변수들을 활용하여 관련 연구의 범위를 확장할 필요가 있을 것으로도 여겨진다.

2.2 가설의 설정

소유권과 경영권의 분리가 미약한 경우, 지분율이 높은 최대주주는 기업의 경영의사결정에 상당한 영향을 끼칠 가능성이 높고, 자신들의 이해를 위해서 이익조정에 관여할 가능성이 높다. 이에 따라 많은 선행연구들에서 최대주주지분율과 이익조정의 관계를 확인하였지만, 그 결과는 일관되지 않았다. 한편, Morck et al.(1988)은 경영자의 주식 지분과 기업 성과에 대한 연구에서 경영자들의 지분이 낮은 수준에서는 기업의 성과가 증가하였지만, 경영자의 지분이 일정 수준을 넘어서게 되면, 기업의 성과는 오히려 감소하였는데, 이는 경영자 자신이 지배주주인 경우, 주주들보다는 자신의 이해에 따라 기업을 운영하게 될 가능성이 높기 때문이라고 하였다. 따라서 지분율이 높은 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우와 그렇지 않은 경우의 기업성과에 대한 유인은 다르고, 이에 따라 이익조정의 유인도 다를 가능성이 높다. 한편, Jeter & Shivakumar(1999)는 연차이익보다 짧

은 보고기간의 이익조정패턴이 경영자의 기회주의적 행동을 더 잘 나타낸다고 하였다. 또한 분기보고의 경우, 짧은 회계기간으로 인하여 연차보고서와 함께 보고되는 4분기를 제외하고는 일정 규모 이상의 기업에 한하여 외부감사인의 검토 절차만을 거친다. 따라서 본 연구에서는 분기이익에 대한 이익조정의 경향이 기존의 연차이익보다 뚜렷할 가능성이 있을 것으로 보고, 다음과 같이 연구가설을 설정하였다

연구가설 1: 분기이익품질에 대한 최대주주지분율의 영향은 최대주주의 직접 경영 참여로 인하여 달라질 것이다.

한편, 4분기는 연차이익을 위하여 이익조정을 할 수 있는 마지막 기회이기 때문에, 경영자의 이익조정 유인이 다른 분기들보다 더욱 뚜렷할 것이다. 선행 연구들에서는 1~3분기와 4분기의 이익조정 간에는 서로 차별된 양상이 있고(Degeorge et al, 1999; Kerstein & Rai, 2007; Ko et al, 2013; Kim, 2021), 특히 연차이익을 위한 4분기 이익조정의 행태를 확인하였다. 예를 들어, Kim & Ko(2012)의 연구에서는 3분기 누적적자에서 연간 흑자이익으로 전환된 기업들의 4분기 자산처분이익을 통해 4분기 이익조정을 확인하였고, Kim(2014)의 연구에서도 3분까지의 누적적자가 0에 근접한 기업들에서 연차이익의 적화회피를 위한 4분기 이익조정을 확인하였다. Ko et al.(2013)은 경영자가 공시한 이익 예측치를 달성하기 위하여 4분기에 재량적 발생액을 이용하여 이익조정을 수행하고 있다고 하였다. Kim & Kim(2012)에서는 4분기에 부채 규모를 일시적으로 축소하는 기업의 경우, 4분기 재량적 발생액이 증가

하는 것으로 나타나 부채계약으로 인한 4분기 이익조정의 가능성을 제시하였다. 3분기까지의 누적이익이 작년 연간이익을 초과 달성하거나, 직전 3년간 평균 연간이익을 초과 달성한 기업들의 경우, 조세회피를 위하여 4분기에 유의한 음(-)의 재량적 발생액을 보고하는 등 4분기 이익조정의 유인이 강하였다(Kim & Cha, 2013; Kim & Lee, 2015). Kim & Han(2015)의 연구에서도 회계정보의 품질과 4분기 투자 비효율성의 관계를 확인하였다. 이상으로 다른 분기들보다 더욱 뚜렷한 4분기의 이익조정 유인이 최대주주의 직접 경영참여로 인한 기회주의적 영향을 받을 것으로 기대하여, 다음과 같은 연구가설을 추가로 설정하였다.

연구가설 2: 4분기 이익품질에 대한 최대주주지분율의 영향은 최대주주의 직접 경영 참여로 달라질 것이다.

우리나라의 재벌집단은 다양한 업종에 걸쳐 다수의 독립 형태의 법인 계열사들로 구성되어 있지만, 이들을 통제할 수 있는 주요 의사결정의 권한은 소수의 지배주주나 지배주주의 일가에게 집중되어 있다(Bae & Son, 2013; Park & Chun, 2021). La Porta et al.(2000)은 지배주주와 외부 소액주주들의 대리인 문제는 특히 외부의 소액주주들에 대한 법적 보호가 약하거나 지배주주의 재량권을 통제할 수 있는 체계가 없을 때 더욱 악화된다고 하였다. 우리나라는 재벌집단 내의 과도한 지배권 행사와 경제력 집중으로 인한 시장경제의 저해 등의 부작용을 방지하고자 공정거래위원회에서 매년 공시대상기업집단을 발표하고 있다.²⁾ 그중에서도 자산총액 10조 원 이

2) 공정거래위원회는 시장의 지배와 경제력 남용의 방지를 규정한 헌법 119조에 근거한 독점 규제 및 공정거래에 관한 법률 시행령 제 38조

상의 대규모 기업집단에 대해서는 기업지배구조의 개선을 위하여 상호출자제한기업집단으로 지정, 관리하고 있다.³⁾ 상호출자제한기업집단은 상호출자, 순환출자 등이 금지되는데, 이는 가공의 의결권을 형성하여 지배권을 왜곡하는 등의 악성적 출자행태를 제한하기 위함이다. Jeong et al.(2002)의 연구에 따르면, 최대주주지분율에 따른 이익의 정보효과가 재벌기업과 비재벌기업 간에 다른 것으로 나타났고, Byeon et al.(2018)의 연구에서도 상호출자제한기업집단의 소속 여부에 따라 최대주주지분율에 따른 이익조정에 유의한 차이가 있었다고 보고하였다. 이에 본 연구에서는 전체 표본을 상호출자제한기업집단에 소속한 기업들과 그렇지 않은 기업들로 분류하여 경영에 직접 참여하는 최대주주의 이익조정 유인이 기업지배구조 개선을 위하여 도입된 제도 규제에 의하여 차이를 보이는 지 확인하고자 한다. 구체적으로는 다음과 같은 연구가설을 추가로 설정하였다.

연구가설 3: 최대주주의 직접 경영 참여에 따른 분기 이익품질에 대한 최대주주지분율의 영향은 상호출자제한기업집단 소속여부에 따라 다를 것이다.

III. 연구설계

3.1 변수의 추정

3.1.1 분기이익품질

이익조정과 관련된 많은 연구들이 수정 Jones 모형을 기초로 한 재량적 발생액을 이익품질의 대용변수로 사용하고 있다. 그러나 재량적 발생액은 총발생액에서 비재량적 발생액과 구분하는 과정에서 상당한 측정오차가 존재하고, 영업현금흐름 크기에도 영향을 받는다는 문제점을 가지고 있다(Dechow & Dichev 2002). 이에 Dechow & Dichev(2002)는 발생액과 현금흐름으로 이루어진 회계이익에서 발생액이 미래의 현금흐름으로 실현되어 예측오차가 작은 경우에 발생액의 품질이 높다고 보고, 이익의 품질을 발생액의 현금전환정도로 정의하여, 유동발생액을 전기, 당기 및 차기의 영업현금흐름과 대응시킨 모형을 제시하였다.⁴⁾ Francis et al.(2005)은 Dechow & Dichev(2002)의 모형에 설명력을 높이기 위하여 매출액 변동분과 유형자산을 추가한 <Eq. 1>의 모형을 제시하였다. 본 연구에서는 Francis et al.(2005)의 <Eq. 1>의 모형에 기초하여 연도별-분기별-산업별 횡단분석으로 잔차를 추정하고,⁵⁾ <Eq. 2>

제 3항에 따라 매년 5월 1일까지 공시대상기업집단을 지정한다. 공시대상기업집단의 소속회사에는 공정거래법에 따른 공시의무와 특수관계인에 대한 부당한 이익제공금지 등이 적용된다.

- 3) 상호출자제한기업집단의 자산규모 조건은 2017년부터 기존의 자산 5조 원 이상에서 10조 원 이상으로 상향 조정되었다.
- 4) 우리나라의 기업을 대상으로 한 선행연구들을 보면, 발생액의 현금전환정도로 측정한 회계이익의 품질을 국내 자본시장의 참가자들도 인지하고 있음을 알 수 있다. 예를 들어, Kim & Choi(1999)는 우리나라의 주요 회계정보 이용자인 재무분석가, 신용분석가 및 공인회계사를 대상으로 이익의 질에 관한 설문조사를 실시한 결과, 이익의 지속성과 현금전환가능성이 다른 대용변수(보수주의, 이익의 변동성 및 이익의 예측가능성)보다 적절한 측정치로 나타났다. Sohn et al.(2009)은 발생액 품질의 증가와 거래량에 대한 반응이 기존의 재량적 발생액보다 더 의미있게 나타났다고 하였고, Sun et al.(2015)은 경영자에게 이익조정의 동기가 존재하는 경우, 발생액의 품질은 유의하게 낮았다고 보고하였다.
- 5) 이상치의 영향을 배제하기 위하여 모형 추정시, 주요 변수들의 상하 1%에서 원지라이징을 하였다.

와 같이 추정된 잔차의 절대값을 분기이익 품질의 대용변수로 사용한다(Choi, 2007; Choi & Paek, 2007; Kwon & Ki, 2011; Sun et al, 2015). <Eq. 1>의 잔차는 유동발생액이 영업현금흐름으로 전환되지 못한 부분을 나타내므로, <Eq. 2>의 잔차의 절대값, 즉 분기이익품질의 값이 클수록 분기이익의 품질은 낮다.

$$\begin{aligned} \Delta WC_{i,t,q} &= \alpha_0 + \beta_1 CFO_{i,t,q-1} + \beta_2 CFO_{i,t,q} \\ &+ \beta_3 CFO_{i,t,q+1} + \beta_4 \Delta SALES_{i,t,q} + \beta_5 PPE_{i,t,q} \\ &+ \epsilon_{i,t,q} \end{aligned} \quad < Eq. 1 >$$

$\Delta WC_{i,t,q}$ = i기업의 t연도, q분기의 유동발생액
 = 유동자산변동액 $_{i,t,q}$ - 유동부채변동액 $_{i,t,q}$
 = {(유동자산-현금및현금성자산) $_{i,t,q}$ - (유동자산-현금및현금성자산) $_{i,t,q-1}$ } - {(유동부채-유동성장기부채) $_{i,t,q}$ - (유동부채-유동성장기부채) $_{i,t,q-1}$ }
 $CFO_{i,t,q}$ = i기업의 t연도, q분기의 영업활동으로 인한 현금흐름
 $\Delta SALES_{i,t,q}$ = i기업 t연도, q분기의 매출액-i기업의 t연도, q-1분기의 매출액
 $PPE_{i,t,q}$ = i기업의 t연도, q분기 말의 감가상각 대상자산 = (유형자산-토지-건설중인자산) $_{i,t,q}$
 $\epsilon_{i,t,q}$ = 추정오차, 잔차항
 (모든 변수는 i기업의 t연도, q분기의 평균자산총액으로 나누어서 사용한다.)

$$AQ_{i,t,q} = |\epsilon_{i,t,q}| \quad < Eq. 2 >$$

$AQ_{i,t,q}$ = i기업의 t연도, q분기 이익의 품질

3.1.2 최대주주의 지분율과 경영참여

선행연구들에서는 대리인 문제의 대용변수로 최대주주지분율 혹은 소유지배과리도를 이용하였다. 공정거래위원회는 매년 기업집단을 대상으로 소유지배

과리도를 발표한다. 만약 소유지배과리도를 사용한다면, 기업집단만으로 표본을 한정할 수가 있어 본 연구에서는 최대주주지분율을 최대주주와 외부 소액주주 간의 대리인 문제의 대용변수로 사용하기로 한다. 최대주주지분율은 최대주주 및 최대주주의 특수관계자의 지분율을 합친 비율로, 특수관계자는 최대주주가 지분을 소유하여 지배하거나 친인척 관계로 인하여 중대한 영향력을 행사할 수 있는 모든 주주, 임원 또는 관계회사를 포함한다.

최대주주의 직접 경영참여 여부는 Kis Value의 최대주주명과 TS2000의 임원명단 중, 해당년도의 직명코드에서 대표이사의 직명코드를 가진 임원과 대응하여 확인하였다. 대표이사 직명코드에는 대표이사 회장, 대표이사 부회장, 대표이사 사장, 대표이사 부사장, 대표이사 전무이사, 대표이사 상무이사를 포함한다.

3.2 연구의 모형

본 연구의 가설들을 검증하기 위하여 분기이익의 품질($AQ_{i,t,q}$)을 종속변수로, 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)과 최대주주의 경영참여여부($CONT_{i,t}$)를 독립변수로 하는 회귀식을 기본적인 연구모형으로 설정하였다. 우선, 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)의 분기이익의 품질($AQ_{i,t,q}$)에 대한 영향을 알아보기 위하여 <Model 1>과 같이 연구모형을 설정하였다. 그리고 연구가설 1의 최대주주의 경영참여로 인한 최대주주지분율과 분기이익품질의 관계에 대한 영향을 검증하기 위하여 최대주주의 경영참여 여부를 나타내는 더미변수($CONT_{i,t}$)와 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)과의 상호작용항을 추가하여 <Model 2>의 회귀모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
AQ_{i,t,q} = & \beta_0 + \beta_1 RATIO_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t,q} + \beta_3 ROA_{i,t,q} \\
& + \beta_4 DEBT_{i,t,q} + \beta_5 COUNT_{i,t,q} + \beta_6 SGR_{i,t,q} \\
& + \beta_7 VSALES_{i,t,q} + \beta_8 VCFO_{i,t,q} + \beta_9 FOR_{i,t,q} \\
& + \beta_{10} SGR_{i,t,q} + \beta_{11} VSALES_{i,t,q} + \beta_{12} VCFO_{i,t,q} \\
& + \beta_{13} FOR_{i,t,q} + \beta_{14} BIGA_{i,t} + YEAR + ID \\
& + \epsilon_{i,t,q}
\end{aligned}
\quad < Model 1 >$$

$$\begin{aligned}
AQ_{i,t,q} = & \beta_0 + \beta_1 RATIO_{i,t} + \beta_2 CONT_{i,t} \\
& + \beta_3 RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t,q} \\
& + \beta_5 ROA_{i,t,q} + \beta_6 DEBT_{i,t,q} + \beta_7 COUNT_{i,t,q} \\
& + \beta_8 SGR_{i,t,q} + \beta_9 VSALES_{i,t,q} + \beta_{10} VCFO_{i,t,q} \\
& + \beta_{11} FOR_{i,t,q} + \beta_{12} BIGA_{i,t} + YEAR + ID \\
& + \epsilon_{i,t,q}
\end{aligned}
\quad < Model 2 >$$

다음으로 최대주주의 영향력이 4분기 이익품질에 미치는 영향을 확인하기 위하여 4분기 더미변수($FOUR_{i,t}$)와 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)의 상호작용항을 추가한 <Model 3>의 회귀모형을 설정하였다. 그리고 연구가설 2의 최대주주의 경영참여로 인한 최대주주지분율의 영향력이 4분기 이익품질에 미치는 영향을 검증하기 위하여 <Model 3>에 최대주주의 경영참여여부 더미변수($CONT_{i,t}$)와 이의 상호작용항을 추가한 <Model 4>를 다음과 같이 설정하였다.

$$\begin{aligned}
AQ_{i,t,q} = & \beta_0 + \beta_1 RATIO_{i,t} + \beta_2 FOUR_{i,t} \\
& + \beta_3 RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t,q} \\
& + \beta_5 ROA_{i,t,q} + \beta_6 DEBT_{i,t,q} + \beta_7 COUNT_{i,t,q} \\
& + \beta_8 SGR_{i,t,q} + \beta_9 VSALES_{i,t,q} + \beta_{10} VCFO_{i,t,q} \\
& + \beta_{11} FOR_{i,t,q} + \beta_{12} BIGA_{i,t} + YEAR + ID \\
& + \epsilon_{i,t,q}
\end{aligned}
\quad < Model 3 >$$

$$AQ_{i,t,q} = \beta_0 + \beta_1 RATIO_{i,t} + \beta_2 FOUR_{i,t}$$

$$\begin{aligned}
& + \beta_3 CONT_{i,t} + \beta_4 RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t} \\
& + \beta_5 RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t,q} \\
& + \beta_7 ROA_{i,t,q} + \beta_8 DEBT_{i,t,q} + \beta_9 COUNT_{i,t,q} \\
& + \beta_{10} SGR_{i,t,q} + \beta_{11} VSALES_{i,t,q} + \beta_{12} VCFO_{i,t,q} \\
& + \beta_{13} FOR_{i,t,q} + \beta_{14} BIGA_{i,t} + YEAR + ID \\
& + \epsilon_{i,t,q}
\end{aligned}
\quad < Model 4 >$$

한편, McConell & Servaes(1990)는 기업 내부자의 지분과 대리인 비용 간에는 비단조적인(non-monotonic) 관계가 있음을 시사하였다. 내부자 지분이 낮은 수준에서는 기업 가치가 상승함에 따라 내부자의 부도 함께 상승하게 되어 외부 주주와의 이해가 일치하지만, 내부자의 지분이 높은 수준에서는 경영권 방어를 위한 기회주의적 행동으로 인하여 대리인 비용이 상승하게 된다는 것이다. Koh(2003)는 호주의 기업들을 대상으로 지분율의 구간을 나누어 지분율이 낮은 구간에서는 이익을 상향 조정하는 경향이 있지만, 높은 구간에서는 오히려 이익을 하향 조정하는 경향이 있었다고 보고하여, 소유구조와 이익조정 간의 비선형관계를 시사하였다. Paek & Cho(2006)는 최대주주의 지분율이 낮은 기업에서는 이익을 상향 조정하는 경향이 있었지만, 높은 집단에서는 이익조정과 유의하지 않았다고 하였다. Kwak & Cho(2010)는 최대주주지분율의 수준에 따라 이익의 정보유용성이 다른지를 알아보기 위하여 최대주주지분율을 3개의 구간으로 나누고, 이익의 정보유용성에 구간별 차이가 있는지를 확인하였다. 그 결과, 최대주주지분율이 가장 낮은 구간에서는 이익의 정보유용성이 낮게, 그 다음 구간에서는 높게, 그리고 최대주주지분율이 가장 높은 구간에서는 이익의 정보유용성이 다시 낮게 나타났다. 이전의 연구들이 구간을 나누어 비선형관계를 제시하였다면, Gonzalez & Garcia-Meca(2014)는 내부자 소유지분율의 2

차항을 사용하여 이익조정과의 비선형관계를 분석하고, 소유구조와 관련한 2차항과 이익조정 간에는 유의한 양(+)의 관계가 있었다고 보고하였다. Kim(2021)도 우리나라 기업을 대상으로 연차이익의 발생액의 품질과 소유자지분율의 2차항은 유의한 정(+)의 관계를 보였다고 보고하였다.

이와 같이 일련의 선행연구들은 최대주주지분율의 회계수치에 대한 영향력이 단순선형관계보다는 비선형관계일 수 있음을 암시하고 있다. 지분율의 일정 수준까지는 기업 가치의 상승에 따라 최대주주의 부도 함께 증가하기 때문에 보다 투명한 회계정보를 제공할 유인이 존재하지만, 지분율이 일정 수준을 초과하게 되면 최대주주의 기회주의적 행동 유인이 강해질 수 있다. 한편으로는 일정 구간까지의 지분율은 외부 이해관계자들의 반응에 민감한 구간이므로 이익조정이 더 활발히 이루어질 수 있지만, 일정 구간을 초과하면 외부의 기대를 충족시키고자 하는 유인이 작아질 수 있다(Byeon et al, 2018). 이에 따라 본 연구에서는 〈Model 1〉, 〈Model 2〉, 〈Model 3〉, 〈Model 4〉에 비선형관계를 고려하여 최대주주지분율의 2차항을 추가한 〈Model 1-1〉, 〈Model 2-1〉, 〈Model 3-1〉, 〈Model 4-1〉을 다음과 같이 설정하고, 추가 분석한다. 비선형관계일 경우, 2차항의 계수가 유의한 값이어야 한다. 따라서 최대주주의 경영참여여부($CONT_{i,t}$)*최대주주지분율의 제곱항($RATIO_{i,t}^2$)의 상호작용항의 계수가 통계적으로 유의한 값이라면, 분기이익품질과 최대주주의 지분율의 비선형관계는 최대주주의 경영참여 여부에 따라 차이가 있다고 해석할 수 있을 것이다.⁶⁾

$$AQ_{i,t,q} = \beta_0 + \beta_1 RATIO_{i,t} + \beta_2 RATIO_{i,t}^2 + \beta_3 SIZE_{i,t,q} + \beta_4 ROA_{i,t,q} + \beta_5 DEBT_{i,t,q} + \beta_6 COUNT_{i,t,q} + \beta_7 SGR_{i,t,q} + \beta_8 VSALES_{i,t,q} + \beta_9 VCFO_{i,t,q} + \beta_{10} FOR_{i,t,q} + \beta_{11} BIGA_{i,t} + YEAR + ID + \epsilon_{i,t,q} \quad < Model\ 1-1 >$$

$$AQ_{i,t,q} = \beta_0 + \beta_1 RATIO_{i,t} + \beta_2 RATIO_{i,t}^2 + \beta_3 CONT_{i,t} + \beta_4 RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t,q} + \beta_6 ROA_{i,t,q} + \beta_7 DEBT_{i,t,q} + \beta_8 COUNT_{i,t,q} + \beta_9 SGR_{i,t,q} + \beta_{10} VSALES_{i,t,q} + \beta_{11} VCFO_{i,t,q} + \beta_{12} FOR_{i,t,q} + \beta_{13} BIGA_{i,t} + YEAR + ID + \epsilon_{i,t,q} \quad < Model\ 2-1 >$$

$$AQ_{i,t,q} = \beta_0 + \beta_1 RATIO_{i,t} + \beta_2 RATIO_{i,t}^2 + \beta_3 FOUR_{i,t} + \beta_4 RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t} + \beta_5 SIZE_{i,t,q} + \beta_6 ROA_{i,t,q} + \beta_7 DEBT_{i,t,q} + \beta_8 COUNT_{i,t,q} + \beta_9 SGR_{i,t,q} + \beta_{10} VSALES_{i,t,q} + \beta_{11} VCFO_{i,t,q} + \beta_{12} FOR_{i,t,q} + \beta_{13} BIGA_{i,t} + YEAR + ID + \epsilon_{i,t,q} \quad < Model\ 3-1 >$$

$$AQ_{i,t,q} = \beta_0 + \beta_1 RATIO_{i,t} + \beta_2 RATIO_{i,t}^2 + \beta_3 FOUR_{i,t,q} + \beta_4 CONT_{i,t} + \beta_5 RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t} + \beta_6 RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t} + \beta_7 ACCD_{i,t,q} + \beta_8 SIZE_{i,t,q} + \beta_9 ROA_{i,t,q} + \beta_{10} DEBT_{i,t,q} + \beta_{11} COUNT_{i,t,q} + \beta_{12} SGR_{i,t,q} + \beta_{13} VSALES_{i,t,q} + \beta_{14} VCFO_{i,t,q} + \beta_{15} FOR_{i,t,q} + \beta_{16} BIGA_{i,t} + YEAR + ID + \epsilon_{i,t,q} \quad < Model\ 4-1 >$$

6) 반응변수와 설명변수의 관계가 비선형관계에 있는 경우, 다항함수로 근사시킬 수 있다. 이때, 설명변수 X 의 이차 변환 형태인 X^2 변수를 모형에 포함하여 2개의 설명변수, X 와 X^2 를 포함하는 모형을 2차 다항회귀모형이라고 한다. 이론상으로는 n 차 다항회귀모형도 가능하지만, 3차 이상일 경우, 회귀계수의 의미가 난해해지고, 추정치 불확실한 결과를 초래할 수 있다.

한편, 선행연구들에서 이익의 품질에 영향을 미칠 것으로 제시된 기업규모($SIZE_{i,t,q}$), 매출액변동성($VSALES_{i,t,q}$), 영업현금흐름변동성($VCFO_{i,t,q}$), 당기순손실보고횟수($COUNT_{i,t,q}$)를 통제변수로 추가하였다(Dechow & Dichev, 2002; Francis et al, 2005; Choi, 2007; Kwon & Ki, 2011; Paek, 2016; Kim, 2021; Kim, 2021). 이외에도 부채비율($DEBT_{i,t,q}$)(Paek 2016; Sun et al, 2015; Shim & Lee, 2019), 총자산이익률($ROA_{i,t,q}$)과 매출액성장률($SGR_{i,t,q}$)(Kothari et al. 2005; Sun et al, 2015; Kim et al, 2015; Shim & Lee, 2019), 외국인지분율($FOR_{i,t,q}$)(Kim, 2016; Kim 2021), 대형회계법인감사여부($BIG4_{i,t,q}$)(Becker et al.1998; Paek & Cho, 2006; Kim & Cha, 2013; Ko et al, 2013; Byeon et al, 2018; Shim & Lee 2019)를 연구모형에 추가하였다.

기업규모 변수는 연구모형에서 생략된 다양한 기업의 특성을 나타내는 대용변수로 포함하였다. 기업의 규모가 클수록 불확실성이 낮아져 이익의 품질은 대체로 높다고 하지만, 정치적 비용을 줄이기 위해 이익을 감소시킬 수도 있다. 경영환경이 복잡하고 변동성이 클수록 발생액의 비중과 금액이 커져 이익의 품질이 떨어질 수 있으므로 매출액변동성과 영업현금흐름변동성을 모형에 포함하였다. 해당 분기의 손실횟수가 클수록 이익을 상향하고자 하는 유인이 커져 이익의 품질에 영향을 끼칠 것으로 예상된다. 부채비율이 높은 기업은 부채계약의 조건을 위배하지 않고 재무구조를 개선하기 위하여 발생액을 증가시켜 이익의 품질이 낮을 가능성이 있다. 수익성이 좋은 기업은 보고이익을 감소시키려는 경향이 있고, 이는 발생액의 크기에 영향을 끼치므로 수익성을 나타내는 총자산이익률을 포함하였다. 매출액성장률이 높

〈Table 1〉 Operating Definitions of Variables

Variables	Definitions
$AQ_{i,t,q}$	Absolute value of residual calculated by Francis et al. (2005) model
$RATIO_{i,t}$	Percentage of the largest shareholder's ownership in year t
$CONT_{i,t}$	Dummy for participation of the largest shareholder in management in year t (participation=1, otherwise=0)
$FOUR_{i,t}$	Quarter dummy (4th quarter=1, otherwise=0)
$SIZE_{i,t,q}$	Size of firm, $\ln(\text{total assets at the end of } q \text{ quarter in year } t)$
$ROA_{i,t,q}$	Returns on average assets for q quarter in year t
$DEBT_{i,t,q}$	Debt ratio at the start of q quarter in year t
$COUNT_{i,t,q}$	Frequency of reporting net loss in the q quarter for the research period
$SGR_{i,t,q}$	Sales growth rate in q quarter of year t (changes in sales in q quarter/sales in q-1 quarter)
$VSALES_{i,t,q}$	Standard deviation of q quarter sales for 7 years/total assets at the start of q quarter in year t
$VCFO_{i,t,q}$	Standard deviation of q quarter operating cash flow for 7 years/total assets at the start of q quarter in year t
$FOR_{i,t,q}$	Percentage of foreign ownership at the end of q quarter in year t
$BIG4_{i,t}$	Big4 Auditing firm dummy (Big 4=1, otherwise=0)
$YEAR_{i,t}$	Year dummy
$ID_{i,t}$	Industry Dummy
$\epsilon_{i,t,q}$	Residuals

은 성장단계의 기업은 투자지출과 비용인식이 많아 이익을 높게 보고할 유인이 있다. 외국인 투자자는 투자기업의 경영자를 적극적으로 감시하여 경영자의 기회주의적 이익조정을 억제하는 역할을 한다고 알려져 있다. 따라서 외국인지분율이 높을수록 기업의 이익품질은 높을 것으로 예상된다. 대형회계법인의 경우 감사품질이 높아 피감사기업의 발생액이 보수적으로 설정되는 것으로 알려져, 이익의 품질은 상대적으로 좋을 것으로 예상된다. 또한 패널자료로 인하여 발생할 수 있는 연도 효과와 산업의 특성을 통제하기 위하여 연도더미(*YEAR*)와 산업더미(*ID*)를 통제 변수로 추가하였다. 연구에 사용된 변수들의 조작적 정의는 <Table 1>과 같다.

IV. 실증분석 결과

4.1 표본의 선정

실증분석을 위하여 한국거래소에 상장된 12월 결산법인을 표본으로 선정하고, 2015년부터 2021년까지의 7년간의 자료를 수집하였다. 2015년부터

2021년까지의 표본 기간은 분기재무제표에 대한 회계제도의 큰 변화가 없어, 표본 기간의 선정으로 인한 결론 추정에 큰 무리가 없을 것으로 예상된다.⁷⁾ 재무자료의 신뢰성을 위하여 감사의견이 적정하지 않은 기업과 정상적인 영업활동이 어려웠을 자본잠식 기업은 제외하였다. 표본의 동질성을 위하여 회계처리방법이 다른 금융업은 표본에서 제외하였고, 분기이익 품질의 연도별-분기별-산업별 횡단 추정에 필요한 관찰치 확보를 위하여 분기별 13개 이상의 기업들이 있는 산업으로 한정하였다. 본 연구의 목적 중 하나가 최대주주의 경영참여여부가 지분율에 따른 분기별 차별성에 끼치는 영향을 살펴보는 것이기 때문에 연도별 4개의 분기 자료가 모두 존재하는 기업만을 대상으로 하였다. 최종적으로 14,008개 기업-년-분기가 표본으로 선정되었고, 표본의 연도별-분기별 분포는 <Table 2>와 같다. 실증분석에 사용된 재무자료는 Kis-Value를 이용하였고, 최대지분율 및 최대주주의 경영참여여부 확인을 위한 임원명단은 TS-2000에서 추출하였다. 또한 공정거래위원회의 기업집단포털사이트(<https://www.egroup.go.kr>)를 이용하여 상호출자제한기업집단의 명단을 확보하였다. 극단치의 영향을 배제하기 위하여 주요 재무변수의 상하 1% 수준에서 원저라이징을 실시하였다.

<Table 2> Distribution of Firm-Year-Quarters over Sample

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Total
1st Quarter	474	476	488	502	521	519	522	3,502
2nd Quarter	474	476	488	502	521	519	522	3,502
3rd Quarter	474	476	488	502	521	519	522	3,502
4th Quarter	474	476	488	502	521	519	522	3,502
Total	1,896	1,904	1,952	2,008	2,084	2,076	2,088	14,008

7) Covid19로 인한 영향을 고려하여 표본 기간을 Covid19 기간인 2021년을 제외하고 2015년부터 2020년의 6년을 선정하여 연구모형을 재분석한 결과, 7년간의 분석 결과와 유사하였다.

4.2 실증분석 결과

4.2.1 기술통계와 주요 변수 간 상관분석

주요 변수의 기술통계량은 <Table 3>과 같다. 분기이익의 품질을 나타내는 변수 $AQ_{i,t,q}$ 의 평균은 0.0517이었다. $RATIO_{i,t}$ 의 평균은 0.4472으로 표본 집단의 평균적인 최대주주지분율은 약 45%인 것을 알 수 있다. 최대주주의 경영참여 여부를 나타내는 $CONT_{i,t,q}$ 의 평균은 0.2519으로, 표본 집단의 약 25%의 기업에서 최대주주가 경영에 직접 참여하고 있음을 알 수 있다. 분기 더미변수 $FOUR_{i,t,q}$ 는 4분기를 나타내므로 평균은 0.2500이다.

가설검정을 위한 다중회귀분석에 앞서, 연구모형에 사용될 변수들의 상관관계를 확인하기 위하여 피어슨 상관분석을 실시하고, 그 결과를 <Table 4>에 제시하였다. 분기이익품질($AQ_{i,t,q}$)은 4분기여부($FOUR_{i,t}$), 부채비율($DEBT_{i,t,q}$), 분기손실횟수

($COUNT_{i,t,q}$), 매출액변동성($VSALES_{i,t,q}$), 영업현금흐름변동성($VCFO_{i,t,q}$)과는 유의한 정(+)의 상관관계가 있는 반면, 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$), 기업규모($SIZE_{i,t,q}$), 외국인지분율($FOR_{i,t}$), 대형회계법인감사여부($DBIG_{i,t}$)와는 유의한 부(-)의 상관관계를 보였다. 독립변수들 간의 상관계수를 확인한 결과, 연구모형에서 다중공선성을 우려할 만한 변수는 없는 것으로 나타났다.

4.2.2 주요 집단변수에 대한 차이분석

분기이익품질의 차별성을 확인하기 위하여 주요 집단변수에 대한 T-test를 실시하고, 그 결과를 <Table 5>에 제시하였다. 최대주주가 기업경영에 직접 참여하는 기업(Control=1)의 분기이익품질 값의 평균은 0.0503으로, 기업경영에 참여하지 않는 기업(Control=0)의 평균 0.0522보다 낮지만, 통계적으로 유의하지는 않았다. 상호출자제한기업집단에 속

<Table 3> Descriptive Statistics

Variables	N	Mean	Std. Dev.	Median	Min	Max
$AQ_{i,t,q}$	14,008	0.0517	0.0587	0.0365	0.0000	1.2134
$RATIO_{i,t}$	14,008	0.4472	0.1594	0.4549	0.0925	0.8084
$CONT_{i,t}$	14,008	0.2519	0.4341	0.0000	0.0000	1.0000
$FOUR_{i,t}$	14,008	0.2500	0.4330	0.0000	0.0000	1.0000
$SIZE_{i,t,q}$	14,008	26.97	1.4261	26.73	23.10	33.16
$ROA_{i,t,q}$	14,008	0.0058	0.0382	0.0058	-0.3968	1.8410
$DEBT_{i,t,q}$	14,008	0.3916	0.2080	0.3967	0.0003	1.7235
$COUNT_{i,t,q}$	14,008	1.8990	1.9818	1.0000	0.0000	7.0000
$SGR_{i,t,q}$	14,008	0.0863	0.6388	0.0072	-0.9744	4.7268
$VSALES_{i,t,q}$	14,008	0.0515	0.0754	0.0326	0.0000	2.0879
$VCFO_{i,t,q}$	14,008	0.0252	0.0229	0.0202	0.0000	0.5669
$FOR_{i,t}$	14,008	0.1014	0.1224	0.0519	0.0000	0.9106
$BIG_{i,t}$	14,008	0.6074	0.4884	1.0000	0.0000	1.0000

(Table 4) Results of Correlation Analysis Between Variables

Variables	$AQ_{i,t,q}$	$RATIO_{i,t}$	$CONT_{i,t}$	$FOUR_{i,t,q}$	$SIZE_{i,t,q}$	$ROA_{i,t,q}$	$DEBT_{i,t,q}$	$COUNT_{i,t,q}$	$SGR_{i,t,q}$	$VSALES_{i,t,q}$	$VCFO_{i,t,q}$	$FOR_{i,t}$	$BICA_{i,t}$
$AQ_{i,t,q}$	1.0000												
$RATIO_{i,t}$	-0.1162***	1.0000											
$CONT_{i,t,q}$	-0.0137	-0.0140**	1.0000										
$FOUR_{i,t,q}$	0.0463***	0.0000	0.0000	1.0000									
$SIZE_{i,t,q}$	-0.1366***	-0.0005	-0.1843***	0.0021	1.0000								
$ROA_{i,t,q}$	0.0045	0.0660***	0.0200**	-0.1410***	0.1131***	1.0000							
$DEBT_{i,t,q}$	0.0177**	-0.1146***	-0.1351***	-0.0111	0.0909***	-0.0616***	1.0000						
$COUNT_{i,t,q}$	0.1067***	-0.1607***	0.0181**	0.3204***	-0.2380***	0.3110***	0.1976	1.0000					
$SGR_{i,t,q}$	0.0120	0.0427***	0.0224	-0.0056	-0.0104	0.0885	-0.1010***	-0.1193***	1.0000				
$VSALES_{i,t,q}$	0.0540***	0.0035	-0.0397***	0.0956***	-0.0516***	0.0096	0.0600***	0.0280***	0.0420***	1.0000			
$VCFO_{i,t,q}$	0.1334***	-0.1461***	-0.0250***	0.0272***	-0.2545***	-0.0569***	0.1857***	0.1373***	0.0057	0.3977***	1.0000		
$FOR_{i,t}$	-0.0593***	-0.0174***	-0.1188***	-0.0035	0.5078***	0.0896***	-0.1525***	-0.2068***	-0.0018	-0.0384***	-0.1048***	1.0000	
$BICA_{i,t}$	-0.0910***	0.0843***	-0.1747***	0.0000	0.4558***	0.0613***	-0.0100	-0.1661***	0.0049	-0.0120	-0.1375***	0.2804***	1.0000

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

〈Table 5〉 T-test results of AQ between two-groups

Groups	Dummy	N	Mean	Std. Dev.	Differences	t-value
Control	1	3528	0.0503	0.0571	-0.0019	-1.6255***
	0	10480	0.0522	0.0592		
Group	1	3280	0.0461	0.0443	-0.0073	-6.2859***
	0	10728	0.0534	0.0623		
Four	1	3502	0.0564	0.0662	0.0062	5.4839***
	0	10506	0.0502	0.0559		
Profit	1	10852	0.0493	0.0543	-0.0106	-8.9700***
	0	3156	0.0599	0.0712		

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

한 기업의 경우(Group=1), 분기이익의 품질 값은 0.0461로, 기업집단에 속하지 않은 기업의 경우(Group=0)의 0.0534보다 유의적으로 낮아 분기이익의 품질이 더 좋은 것으로 나타났다. 표본 집단의 4분기(Four=1) 이익품질 값의 평균은 0.0564로, 다른 분기들(Four=0)의 0.0502보다 높아, 4분기의 이익품질이 다른 분기들에 비해 좋지 않았다. 이는 다른 분기들에 비해 4분기의 이익조정이 뚜렷하다는 선행연구들의 결과와 일치한다. 또한 당해연도 연차이익을 보고한 기업의 경우(Profit=1), 손실을 보고한 기업(Profit=0)에 비하여 분기이익 품질 값의 평균이 유의적으로 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 통해, 기업집단에 속하지 않을수록, 4분기일수록, 그리고 손실기업일수록 분기이익의 품질은 떨어질 가능성이 있음을 확인할 수 있다. 다만, T-test의 결과는 분기이익품질에 영향을 끼칠 수 있는 변수들 간의 영향을 배제한 것이기 때문에, 통제변수들을 포함한 다중회귀모형을 통하여 분기이익품질에 대한 가설검정을 한다.

4.2.3 회귀분석

본 연구는 분기이익품질에 대한 지배주주의 영향

력에 관한 것이다. 우선, 〈Table 6〉의 〈Model 1〉은 최대주주지분율과 분기이익품질의 관계를 분석한 결과이다. 〈Model 1〉의 결과를 보면, 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)의 회귀계수는 -0.0262, t값은 -7.73으로 유의수준 1%에서 유의한 음(-)의 값을 나타내, 최대주주지분율이 높을수록 분기이익품질의 값은 낮아져, 이익의 품질은 양호해짐을 알 수 있다. 통제변수인 기업규모($SIZE_{i,t,q}$), 순자산이익률($ROA_{i,t,q}$), 부채비율($DEBT_{i,t,q}$), 분기손실횟수($COUNT_{i,t,q}$), 매출액성장률($SGR_{i,t,q}$), 매출액변동성($VSALES_{i,t,q}$), 영업현금흐름변동성($VCFO_{i,t,q}$), 대형회계법인감사여부($BICA_{i,t}$)도 분기이익품질에 유의한 영향을 주는 것으로 나타났다. 〈Table 6〉의 〈Model 2〉는 연구가설 1의 최대주주의 경영참여여부에 따라 최대주주지분율이 분기이익품질에 미치는 영향이 달라지는지를 알아보기 위하여 〈Model 1〉에 최대주주지분율과 직접 경영참여여부의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)을 추가하여 회귀분석한 결과이다. 만약 〈Model 1〉과 〈Model 2〉의 결정계수 간에 차이가 있고, 상호작용항이 통계적으로 유의하다면, 최대주주의 경영참여로 인한 조절효과가 있다고 할 것이다. 〈Table 6〉의 〈Model 2〉의 결과를 보면, 우선 $Adj.R^2$ 값이 0.0734로 〈Model 1〉의 $Adj.R^2$ 값인 0.0717보다 높은 것

〈Table 6〉 Results of Regressions for Research 〈Model 1, 2, 1-1, 2-1〉 for All Companies

	〈Model 1〉		〈Model 2〉		〈Model 1-1〉		〈Model 2-1〉	
	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value
(Intercept)	0.1599	12.87***	0.1717	13.61***	0.1981	15.65***	0.2058	16.11***
$RATIO_{i,t}$	-0.0262	-7.73***	-0.0329	-8.82***	-0.2203	-15.03***	-0.2167	-14.75***
$CONT_{i,t}$			-0.0171	-4.85***			-0.0094	-4.43***
$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$			0.0302	4.01***				
$RATIO_{i,t}^2$					0.2161	13.60***	0.2051	12.76***
$RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$							0.0326	3.96***
$SIZE_{i,t,q}$	-0.0041	-8.69***	-0.0043	-9.22***	-0.0040	-8.70***	-0.0043	-9.13***
$ROA_{i,t,q}$	0.0748	5.65***	0.0770	5.82***	0.0789	6.00***	0.0803	6.10***
$DEBT_{i,t,q}$	-0.0100	-3.65***	-0.0098	-3.55***	-0.0097	-3.57***	-0.0091	-3.34***
$COUNT_{i,t,q}$	0.0023	8.29***	0.0022	8.12***	0.0019	6.76***	0.0018	6.63***
$SGR_{i,t,q}$	0.0018	2.35**	0.0017	2.22**	0.0013	1.78*	0.0013	1.65*
$VSALES_{i,t,q}$	0.0161	2.26**	0.0163	2.27**	0.0161	2.27**	0.0167	2.35**
$VCFO_{i,t,q}$	0.1238	4.85***	0.1182	4.63***	0.1148	4.53***	0.1113	4.39***
$FOR_{i,t}$	0.0035	0.70	0.0031	0.63	0.0019	0.39	0.0020	0.40
$BIG_{i,t}$	-0.0022	-1.88*	-0.0025	-2.20**	-0.0016	-1.42	-0.0019	-1.62
$YEAR$	included		included		included		included	
$ID_{i,t}$	included		included		included		included	
$Adj. R^2$	0.0717		0.0734		0.0838		0.0850	
F-value	35.92***		34.6***		41.04***		39.25***	
N	14,008		14,008		14,008		14,008	

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

을 알 수 있다. 또한 최대주주의 지분율과 경영참여 여부의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0302, t값은 4.01로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 최대주주지분율이 1만큼 증가할 때, 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우에는 분기이익 품질의 값이 0.0302만큼 더 증가한다는 것을 의미한다. 이를 기초로, 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 그렇지 않은 경우보다 최대주주의 지분율이 높을수록 분기이익의 품질은 악화되는 것을 알 수 있다.

〈Table 6〉의 〈Model 1-1〉과 〈Model 2-1〉은 분

기이익품질에 대한 최대주주지분율의 비선형적 관계를 고려하여 추가 분석한 결과이다. 〈Model 1-1〉의 분석 결과에서 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)의 1차항 계수의 t값은 -15.03으로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지고, 2차항($RATIO_{i,t}^2$)의 t값도 13.60으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가진다. 이는 최대주주지분율이 증가함에 따라 분기이익품질의 값은 감소하여 품질이 양호해 지지만, 일정 수준 이상에서는 오히려 분기이익품질의 값이 증가하여 품질이 악화되는 곡선형의 형태를 가지는 것을 확인할 수 있다. 또한 〈Model 1-1〉의 $Adj. R^2$ 값은 0.0838이

지만, 최대주주의 경영참여로 인한 영향을 추가한 〈Model 2-1〉에서는 $Adj.R^2$ 값이 0.0850로 약간 증가하였다. 〈Model 2-1〉의 최대주주지분율의 2차항과 경영참여여부의 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0326, t 값은 3.96으로 유의수준 1%에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 최대주주지분율의 2차항의 계수는 $0.2051 + 0.0326 = 0.2377$ 로, 최대주주가 경영에 참여하지 않는 경우의 2차항의 계수 0.2051보다 0.0326만큼 커졌다. 이를 곡선의 형태로 표현하자면, 폭이 좁아짐을 의미한다. 즉, 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 최대주주지분율의 변화에 분기 이익품질이 더욱 급격하게 변화한다는 것을 의미한다. 이러한 결과를 기초로 비선형 분석에서도 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우, 최대주주지분율이 높을수록 분기이익품질은 더 큰 영향을 받게 된다는 것을 알 수 있고, 이는 최대지분율에 따른 분기이익에 대한 이익조정은 최대주주의 경영참여에 따라 다를 것이라는 가설 1이 지지된 결과라고 할 수 있을 것이다.

한편, 분기이익품질은 분기별로 차별성을 보이고, 특히 4분기가 다른 분기들에 비하여 이익조정에 더욱 노출되어 있는 것으로 알려져 있다. 이에 따라 4분기의 이익품질에 대한 최대주주지분율의 영향이 최대주주의 경영참여에 따라 달라지는 지를 알아보기 위하여 〈Model 3〉과 〈Model 4〉를 회귀분석하고, 그 결과를 〈Table 7〉에 제시하였다. 우선 〈Model 3〉에서는 4분기 이익품질과 최대주주지분율의 관계에 대하여 분석하였다. 〈Table 7〉의 〈Model 3〉의 결과에서, 4분기 더미변수($FOUR_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0139, t 값은 4.19로 유의수준 1%에서 유의한 양(+)의 값을 가지고 있어, 선행연구와 같이 4분기의 이익품질이 다른 분기들에 비해 좋지 않은 것을 확인할 수 있다. 4분기 이익품질의 차별성이 최대주주지분율의 영향을

받는지를 살펴본 상호작용항($RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$)의 결과에서 회귀계수는 -0.0222, t 값은 -3.21로, 1%의 유의수준에서 유의한 결과를 보였다. 이는 최대주주지분율이 높은 기업의 경우, 4분기의 이익품질 값은 4분기가 아닌 경우보다 더 낮아, 분기의 이익품질은 상대적으로 양호한 것을 알 수 있다. 〈Model 4〉에서는 최대주주의 경영참여 여부에 따라 최대주주지분율의 4분기 이익품질에 대한 영향이 달라지는 지를 분석하였다. 〈Table 7〉의 〈Model 4〉의 분석 결과를 보면, 우선, 〈Model 4〉의 $Adj.R^2$ 값은 0.0747로, 〈Model 3〉의 $Adj.R^2$ 값인 0.0730보다 증가하여, 최대주주의 경영참여 변수를 추가한 것이 의미가 있음을 알 수 있다. 또한 최대주주지분율과 경영참여의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0305, t 값은 4.05로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 참여하지 않는 기업에 비하여 최대주주지분율이 높을수록 분기이익품질의 값은 증가하여, 상대적으로 이익품질이 악화된다는 것을 의미한다. 최대주주지분율과 4분기 더미변수의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$)의 회귀계수는 -0.0223, t 값은 -3.22로 유의한 음(-)의 값을 가지고 있어, 최대주주가 경영에 참여하는 경우에도, 최대주주지분율의 영향은 4분기 이익품질이 다른 분기들에 비해 양호한 것을 알 수 있다. 〈Table 7〉의 〈Model 3-1〉과 〈Model 4-1〉은 최대주주지분율과 분기이익품질의 비선형적 관계를 고려하여 〈Model 3〉과 〈Model 4〉를 추가 분석한 결과이다. 우선, 〈Model 3-1〉은 앞서 〈Model 1-1〉과 마찬가지로, 최대주주지분율의 1차항($RATIO_{i,t}$)의 t 값은 -15.26으로 유의수준 1%에서 유의한 음(-)의 값을, 최대주주지분율의 2차항($RATIO_{i,t}^2$)의 t 값은 13.99로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 4분기의 더미변수

〈Table 7〉 Results of Regressions for Research 〈Model 3, 4, 3-1, 4-1〉 for All Companies

	〈Model 3〉		〈Model 4〉		〈Model 3-1〉		〈Model 4-1〉	
	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value
(Intercept)	0.1598	12.83***	0.1719	13.58***	0.2006	15.82***	0.2085	16.29***
$RATIO_{i,t}$	-0.0212	-5.56***	-0.0279	-6.79***	-0.2238	-15.26***	-0.2202	-14.97***
$FOUR_{i,t,q}$	0.0139	4.19***	0.0141	4.24***	0.0089	4.26***	0.0090	4.31***
$RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$	-0.0222	-3.21***	-0.0223	-3.22***				
$CONT_{i,t,q}$			-0.0173	-4.92***			-0.0096	-4.50***
$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$			0.0305	4.05***				
$RATIO_{i,t}^2$					0.2240	13.99***	0.2129	13.14***
$RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t}$					-0.0182	-2.41**	-0.0183	-2.42**
$RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$							0.0330	4.01***
$SIZE_{i,t,q}$	-0.0042	-8.91***	-0.0044	-9.46***	-0.0042	-8.97***	-0.0044	-9.41***
$ROA_{i,t,q}$	0.0790	5.96***	0.0814	6.14***	0.0828	6.29***	0.0843	6.40***
$DEBT_{i,t,q}$	-0.0091	-3.32***	-0.0089	-3.22***	-0.0086	-3.16***	-0.0081	-2.93***
$COUNT_{i,t,q}$	0.0020	6.73***	0.0019	6.53***	0.0015	4.98***	0.0014	4.84***
$SGR_{i,t,q}$	0.0017	2.19**	0.0016	2.04**	0.0012	1.58	0.0011	1.45
$VSALES_{i,t,q}$	0.0139	1.93*	0.0139	1.93*	0.0132	1.85*	0.0137	1.92*
$VCFO_{i,t,q}$	0.1252	4.91***	0.1195	4.69***	0.1161	4.58***	0.1126	4.44***
$FOR_{i,t}$	0.0030	0.61	0.0026	0.53	0.0013	0.27	0.0014	0.28
$BIG_{i,t}$	-0.0022	-1.92**	-0.0026	-2.26**	-0.0017	-1.47	-0.0019	-1.68*
$YEAR$	included		included		included		included	
$ID_{i,t}$	included		included		included		included	
$Adj. R^2$	0.0730		0.0747		0.08511		0.08631	
F-value	34.43***		33.31***		39.32***		37.76***	
N	14,008		14,008		14,008		14,008	

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

($FOUR_{i,t,q}$)의 t값은 4.26으로 비선형관계의 분석에서도 4분기의 이익품질은 다른 분기들에 비해 좋지 않은 것을 확인할 수 있다. 최대주주지분율에 따른 4분기 이익품질의 값의 변화를 보면, 4분기가 아닌 경우의 최대주주지분율의 2차항의 계수는 0.2240이지만, 4분기의 최대주주지분율 2차항 계수는 $0.2240 - 0.0182 = 0.2058$ 이다. 이는 곡선의 폭이 넓어지는 것을 의미하여, 4분기의 경우 최대주주

지분율에 따른 이익품질의 변화가 완만해 짐을 알 수 있다. 최대주주의 경영참여로 인한 변화를 추가로 분석한 〈Model 4-1〉의 결과에서는 최대주주지분율의 2차항과 경영참여의 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0330, t값은 4.01으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 최대주주지분율의 2차항의 계수값이 그렇지 않은 경우보다 더 크다는 것을 의

미한다. 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 4분기 최대주주지분율의 2차항의 계수값은 $0.2129 - 0.0183 + 0.0330 = 0.2276$ 로, 최대주주가 경영에 참여하지 않는 경우의 4분기 최대주주지분율의 2차항의 계수값 $0.2129 - 0.0183 = 0.1946$ 보다 크다. 2차항의 계수값이 더 크다는 것은 곡선의 폭이 좁아져, 최대주주의 경영참여로 인하여 최대주주지분율의 분기이익품질에 대한 영향력이 그렇지 않은 경우보다 더욱 커짐을 의미한다. 이상의 <Table 7>의 분석결과를 기초로 최대주주의 경영참여에 따른 최대주주지분율의 영향은 4분기 이익품질에 영향을 줄 것이라는 가설 2가 지지되었음을 알 수 있다.

4.2.4 상호출자제한기업집단 소속 여부에 대한 추가분석

우리나라 공정거래위원회에서는 소수의 경제 주체에게 경제력이 집중되는 것을 막고, 기업지배구조의 개선을 위하여 매년 상호출자제한기업집단을 지정하여 관리하고 있다. 여기에서는 관리대상이 되고 있는 상호출자제한기업집단과 그렇지 않은 집단으로 구분하여 최대주주의 경영참여로 인한 최대주주지분율의 분기이익품질에 대한 영향에 차이가 있는지를 분석, 비교한다.

우선, <Table 8>에서는 분기이익품질에 대한 최

<Table 8> Results of Regressions for Research (Model 1 & 2) for Group and non-Group Companies

	Group members				non-Group members			
	<Model 1>		<Model 2>		<Model 1>		<Model 2>	
	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value
(Intercept)	0.1111	4.99***	0.0997	4.44***	0.1863	9.18***	0.2007	9.80***
$RATIO_{i,t}$	0.0258	4.04***	0.0213	3.27***	-0.0339	-8.15***	-0.0435	-9.35***
$CONT_{i,t}$			-0.0335	-3.65***			-0.0199	-4.99***
$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$			0.0587	3.16***			0.0375	4.37***
$SIZE_{i,t,q}$	-0.0042	-5.22***	-0.0037	-4.53***	-0.0048	-6.22***	-0.0051	-6.62***
$ROA_{i,t,q}$	0.0209	1.07	0.0256	1.31	0.0947	5.81***	0.0970	5.96***
$DEBT_{i,t,q}$	0.0071	1.43	0.0074	1.46	-0.0125	-3.80***	-0.0118	-3.59***
$COUNT_{i,t,q}$	0.0002	0.51	0.0002	0.37	0.0027	7.97***	0.0026	7.76***
$SGR_{i,t,q}$	0.0004	0.35	0.0001	0.05	0.0020	2.15**	0.0019	2.03**
$VSALES_{i,t,q}$	0.0336	2.75***	0.0354	2.90***	0.0154	1.80*	0.0156	1.82*
$VCFO_{i,t,q}$	0.2205	3.54***	0.2266	3.64***	0.1105	3.82***	0.1036	3.58***
$FOR_{i,t}$	0.0263	2.59***	0.0219	2.14**	0.0066	1.13	0.0075	1.28
$BIG_{i,t}$	0.0090	2.56**	0.0095	2.70***	-0.0037	-2.83***	-0.0040	-3.05***
$YEAR$	included		included		included		included	
$ID_{i,t}$	included		included		included		included	
$Adj. R^2$	0.1047		0.1081		0.0727		0.0747	
F-value	13.37***		13.04***		28.11***		27.25***	
N	3,280		3,280		10,728		10,728	

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

대주주지분율의 선형관계를 가정한 〈Model 1〉, 〈Model 2〉의 분석결과를 제시하였다. 상호출자제한 기업집단 소속기업의 경우, 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0258, t값은 4.04로 유의수준 1%에서 유의한 양(+)의 값을 보여, 최대주주지분율이 높을수록 분기이익품질의 값은 높은, 즉 양호하지 않은 결과가 나타났다. 〈Model 2〉의 경우, 최대주주의 지분율과 경영참여여부의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0587, t의 값은 3.16으로 유의수준 1%에서 유의한 양(+)의 값으로 나타나, 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 최대주주의 지분율이 높을수록 분기이익의 품질은 더 악화되는 것을 알 수 있다. 한편, 비대상 기업들의 경우, 〈Model 1〉에서 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)의 회귀계수는 -0.0339, t값은 -8.15로 1%의 유의수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 최대주주지분율이 늘어남에 따라 분기이익품질의 값은 낮아져, 오히려 분기이익의 품질은 개선됨을 의미한다. 그러나 최대주주의 경영참여를 고려한 〈Model 2〉에서 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0375, t값은 4.37로 유의한 양(+)의 값을 보여, 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 비대상 기업에서도 집단 소속 기업과 마찬가지로 최대주주지분율이 높을수록 분기이익의 품질은 나빠진다는 것을 알 수 있다.

〈Table 9〉는 최대주주지분율과 분기이익품질의 비선형적 관계를 고려한 〈Model 1-1〉과 〈Model 2-1〉를 기업집단과 그렇지 않은 집단으로 구분하여 분석한 결과이다. 〈Model 1-1〉의 결과를 보면, 기업집단 소속기업들과 소속되지 않은 기업들 모두에서 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 가지고, 최대주주지분율의 2차항($RATIO_{i,t}^2$)은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타남을 알 수 있어, 두 집단 분류 모두에서 최

대주주지분율과 분기이익품질의 비선형적 관계가 유효하고, 최대주주지분율이 높을수록 분기이익품질의 값은 낮지만, 일정수준 이상에서는 오히려 분기이익 품질의 값이 증가하는 것을 양상을 나타내는 것을 확인할 수 있다. 〈Table 9〉의 〈Model 2-1〉의 결과에서는 소속기업의 경우, 최대주주지분율의 2차항과 경영참여여부의 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수가 0.0432, t값은 2.46로 5% 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 소속기업이 아닌 경우에서도 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0398, t값은 4.17로 나타났다. 이러한 결과로부터 상호출자제한기업집단으로의 분류와 관계없이 최대주주지분율이 높을수록 최대주주가 경영에 참여하는 경우에서 참여하지 않는 경우보다 분기이익품질의 값은 통계적으로 유의하게 높은, 즉, 품질은 좋지 않다는 것을 알 수 있다.

〈Table 10〉은 연구가설 2의 최대주주의 경영참여에 따른 최대주주지분율의 4분기 이익품질의 관한 영향을 상호출자제한기업집단 소속기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하여 분석한 결과이다. 우선 상호출자제한기업집단 소속기업을 대상으로 4분기 이익품질에 대한 최대주주지분율에 따른 영향을 분석한 〈Model 3〉의 결과를 보면, 4분기 더미변수($FOUR_{i,t,q}$)의 회귀계수는 0.0077, t값은 1.49로 통계적으로 유의하지 않았다. 분기별 이익품질의 차별성이 최대주주지분율의 영향을 받는지를 살펴본 상호작용항($RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t,q}$)에서도 t값은 -1.05로 통계적으로 유의하지 않았다. 그러나 집단 소속기업을 대상으로 최대주주의 경영참여 여부가 최대주주지분율의 4분기 이익 품질에 대해 끼치는 영향에 대하여 분석한 〈Model 4〉의 결과를 보면, 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 최대주주지분율과의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0602, t값은 3.24로 1% 유의수준

〈Table 9〉 Results of Regressions for Research 〈Model 1-1 & 2-1〉 for Group and non-Group Companies

	Group members				non-Group members			
	〈Model 1-1〉		〈Model 2-1〉		〈Model 1-1〉		〈Model 2-1〉	
	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value
(Intercept)	0.1439	6.30***	0.1315	5.68***	0.2146	10.57***	0.2239	10.98***
$RATIO_{i,t}$	-0.1247	-4.68***	-0.1132	-4.21***	-0.2422	-13.69***	-0.2389	-13.46***
$RATIO_{i,t}^2$	0.1585	5.82***	0.1428	5.14***	0.2343	12.11***	0.2205	11.25***
$CONT_{i,t}$			-0.0158	-3.11***			-0.0105	-4.27***
$RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$			0.0432	2.46**			0.0398	4.17***
$SIZE_{i,t,q}$	-0.0042	-5.31***	-0.0038	-4.74***	-0.0043	-5.60***	-0.0046	-5.93***
$ROA_{i,t,q}$	0.0201	1.03	0.0237	1.22	0.1004	6.21***	0.1016	6.28***
$DEBT_{i,t,q}$	0.0089	1.79*	0.0087	1.72*	-0.0137	-4.19***	-0.0127	-3.88***
$COUNT_{i,t,q}$	0.0000	0.09	0.0000	0.04	0.0022	6.73***	0.0022	6.58***
$SGR_{i,t,q}$	0.0003	0.23	0.0000	0.02	0.0016	1.67*	0.0015	1.59
$VSALES_{i,t,q}$	0.0350	2.89***	0.0372	3.06***	0.0139	1.64	0.0148	1.74*
$VCFO_{i,t,q}$	0.2380	3.84***	0.2401	3.87***	0.1047	3.64***	0.1000	3.48***
$FOR_{i,t}$	0.0197	1.94*	0.0169	1.65*	0.0056	0.96	0.0068	1.17
$BIG_{i,t}$	0.0093	2.66***	0.0096	2.75***	-0.0031	-2.41**	-0.0033	-2.51**
$YEAR$	included		included		included		included	
$ID_{i,t}$	included		included		included		included	
$Adj. R^2$	0.1137		0.1158		0.0851		0.0866	
F-value	14.14***		13.63***		32.19***		30.91***	
N	3,280		3,280		10,728		10,728	

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 최대주주가 경영에 참여하는 경우 4분기의 이익품질의 값은 최대 주주지분율이 1만큼 증가할 때, 최대주주가 경영에 참여하지 않는 경우보다 0.0602만큼 더 증가한다는 의미로, 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우, 4분기 이익품질은 더 악화됨을 알 수 있다. 〈Table 10〉의 상호출자제한기업집단에 소속하지 않은 기업에 대한 〈Model 3〉의 분석결과를 보면, 소속기업들과는 달리, 4분기 터미변수($FOUR_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0167, t값은 4.16으로 1%의 유의수준에서 유의한 양(+)

의 값을 보였다. 최대주주지분율과 4분기의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$)의 회귀계수도 -0.0261, t값은 -3.12로 유의수준 1%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 상호출자제한기업에 소속하지 않은 기업들의 경우, 4분기 이익품질은 다른 분기들에 비하여 통계적으로 유의하게 좋지 않지만, 최대주주지분율이 높은 경우, 4분기 이익품질은 양호해지는 것을 의미한다. 최대주주의 경영참여에 따른 영향을 확인하기 위하여 추가로 변수를 투입한 〈Model 4〉에서의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)

〈Table 10〉 Results of Regressions for Research 〈Model 3 & 4〉 for Group and non-Group Companies

	Group members				non-Group members			
	〈Model 3〉		〈Model 4〉		〈Model 3〉		〈Model 4〉	
	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value
(Intercept)	0.1108	4.97***	0.0994	4.42***	0.1888	9.27***	0.2035	9.91***
$RATIO_{i,t}$	0.0286	4.12***	0.0240	3.39***	-0.0280	-6.02***	-0.0377	-7.41***
$FOUR_{i,t,q}$	0.0077	1.49	0.0079	1.53	0.0167	4.16***	0.0169	4.21***
$RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$	-0.0114	-1.05	-0.0114	-1.05	-0.0261	-3.12***	-0.0261	-3.14***
$CONT_{i,t,q}$			-0.0340	-3.71***			-0.0202	-5.06***
$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$			0.0602	3.24***			0.0379	4.41***
$SIZE_{i,t,q}$	-0.0042	-5.27***	-0.0037	-4.58***	-0.0050	-6.51***	-0.0054	-6.92***
$ROA_{i,t,q}$	0.0225	1.15	0.0274	1.40	0.1008	6.18***	0.1033	6.33***
$DEBT_{i,t,q}$	0.0077	1.54	0.0081	1.59	-0.0113	-3.42***	-0.0106	-3.21***
$COUNT_{i,t,q}$	-0.0001	-0.17	-0.0002	-0.35	0.0023	6.53***	0.0022	6.28***
$SGR_{i,t,q}$	0.0002	0.19	-0.0001	-0.13	0.0019	2.03**	0.0018	1.91**
$VSALES_{i,t,q}$	0.0320	2.61***	0.0336	2.74***	0.0128	1.49	0.0128	1.49
$VCFO_{i,t,q}$	0.2130	3.41***	0.2190	3.51***	0.1130	3.91***	0.1061	3.67***
$FOR_{i,t}$	0.0258	2.53**	0.0213	2.08**	0.0062	1.07	0.0071	1.22
$BIG_{i,t}$	0.0090	2.55**	0.0094	2.68***	-0.0037	-2.86***	-0.0041	-3.09***
$YEAR$	included		included		included		included	
$ID_{i,t}$	included		included		included		included	
$Adj. R^2$	0.1050		0.1085		0.07438		0.07652	
F-value	12.66***		12.4***		27.12***		26.39***	
N	3,280		3,280		10,728		10,728	

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

의 회귀계수는 0.0379, t값은 4.41로 유의수준 1%에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 4분기 이익품질의 값은 최대주주지분율이 증가함에 따라 그렇지 않은 경우보다 0.00379가 더 증가한다는 의미로, 4분기 이익품질 더 악화되는 것을 확인할 수 있다.

〈Table 11〉의 〈Model 3-1〉과 〈Model 4-1〉은 〈Model 3〉과 〈Model 4〉를 최대주주지분율과 분기이익품질의 비선형적 관계를 고려하여 기업집단

소속여부로 표본을 구분하여 추가분석한 결과이다. 우선, 〈Model 3-1〉의 결과를 보면, 상호출자제한 기업집단에 소속된 기업의 경우, 4분기의 더미변수 ($FOUR_{i,t,q}$)는 유의수준 10%에서 유의한 양(+)의 값을 보이지만, 최대주주지분율과의 4분기 더미변수의 상호작용항 ($RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$)은 〈Model 3〉의 결과와 마찬가지로 분기이익품질에 유의하지 않았다. 최대주주가 경영에 참여하는 경우를 추가로 분석한 〈Model 4-1〉의 결과에서는 최대주주지분율과

〈Table 11〉 Results of Regressions for Research 〈Model 3-1 & 4-1〉 for Group and non-Group Companies

	Group members				non-Group members			
	〈Model 3-1〉		〈Model 4-1〉		〈Model 3-1〉		〈Model 4-1〉	
	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value
(Intercept)	0.1447	6.33***	0.1323	5.71***	0.2201	10.82***	0.2298	11.23***
$RATIO_{i,t}$	-0.1260	-4.73***	-0.1143	-4.25***	-0.2461	-13.90***	-0.2427	-13.67***
$FOUR_{i,t,q}$	0.0056	1.77*	0.0057	1.80*	0.0105	4.14***	0.0107	4.18***
$RATIO_{i,t}^2$	0.1628	5.94***	0.1467	5.25***	0.2431	12.47***	0.2292	11.60***
$RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t}$	-0.0117	-1.03	-0.0117	-1.03	-0.0210	-2.27***	-0.0211	-2.28**
$CONT_{i,t,q}$			-0.0159	-3.13***			-0.0107	-4.36***
$RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$			0.0445	2.53**			0.0401	4.21***
$SIZE_{i,t,q}$	-0.0043	-5.37***	-0.0039	-4.80***	-0.0046	-5.93***	-0.0048	-6.27***
$ROA_{i,t,q}$	0.0218	1.12	0.0255	1.31	0.1060	6.54***	0.1073	6.62***
$DEBT_{i,t,q}$	0.0096	1.92**	0.0095	1.87*	-0.0123	-3.76***	-0.0113	-3.44***
$COUNT_{i,t,q}$	-0.0003	-0.65	-0.0004	-0.71	0.0018	5.10***	0.0017	4.93***
$SGR_{i,t,q}$	0.0001	0.05	-0.0002	-0.18	0.0015	1.54	0.0014	1.45
$VSALES_{i,t,q}$	0.0332	2.72***	0.0353	2.89***	0.0106	1.24	0.0114	1.33
$VCFO_{i,t,q}$	0.2290	3.68***	0.2313	3.72***	0.1073	3.74***	0.1026	3.57***
$FOR_{i,t}$	0.0191	1.87*	0.0162	1.58	0.0051	0.89	0.0064	1.09
$BIG_{i,t}$	0.0092	2.64***	0.0096	2.73***	-0.0032	-2.44**	-0.0033	-2.55**
$YEAR$	included		included		included		included	
$ID_{i,t}$	included		included		included		included	
$Adj. R^2$	0.1141		0.1162		0.08677		0.08831	
F-value	13.42***		12.98***		30.98***		29.86***	
N	3,280		3,280		10,728		10,728	

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

경영참여여부의 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$)이 유의한 양(+)의 값을 가지는 것을 확인할 수 있다. 이는 최대주주가 경영에 참여하는 경우에는 최대주주지분율의 2차항 계수값이 더 크다는 것으로, 최대주주지분율에 따라 상대적으로 이익품질에 더 큰 영향을 받는다는 것을 의미한다. 상호출자제한기업집단에 소속되지 않은 기업들을 표본으로 〈Model 3-1〉을 분석한 결과를 보면, 4분기 더미변수($FOUR_{i,t}$)

는 통계적으로 유의한 양(+)값을 가지는 것으로 나타나, 4분기의 이익품질은 다른 분기들에 비해 좋지 않은 것을 확인할 수 있다. 최대주주지분율과 4분기 더미변수의 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t}$)의 경우, 회귀계수는 -0.0210, t값은 -2.27로 5%의 유의수준에서 통계적으로 유의하게 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 다른 분기들에 비하여 4분기의 최대주주지분율에 대한 분기이익품질의 곡선의

형태가 완만해지는 것을 알 수 있다. 최대주주의 경영 참여여부를 고려한 〈Model 4-1〉에서는 $Adj. R^2$ 가 0.8831로 〈Model 3-1〉의 $Adj. R^2$ 0.8677보다 약간 증가하였고, 최대주주의 경영참여여부를 추가한 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0401, t값은 4.21로 1%의 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 최대주주지분율의 4분기 이익품질에 대한 영향력이 그렇지 않은 경우보다 더욱 커진다는 것을 의미한다. 이와 같은 분석결과를 기초로 최대주주지분율의 4분기 이익품질은 최대주주의 경영참여에 영향을 받을 것이라는 가설 2가 상호출자제한기업집단 소속여부와 관계없이 모두 지지되

었음을 확인할 수 있다. 이상으로 전체 표본을 상호출자제한기업집단 소속기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하여, 최대주주의 경영참여 여부가 분기이익품질에 미치는 영향에 대하여 분석하였다.

다음으로 상호출자제한기업집단 소속여부로 실시한 회귀분석에서 최대주주의 경영참여에 따른 최대주주지분율의 분기이익품질에 미치는 영향의 집단 간 차이가 통계적으로 유의한지를 알아보기 위하여 주요 변수들의 회귀계수와 표준오차를 사용하여 Asymptotic t-test를 실시하고, 결과를 〈Table 12〉에 제시하였다. 〈Table 12〉의 주요 변수들의 t값을 보면, 우선 〈Model 2〉, 〈Model 2-1〉, 〈Model 4〉, 〈Model 4-1〉에서 최대주주지분율($RATIO_{i,t}$)의 t값은 각각

〈Table 12〉 Results of T-test for Regression Coefficients between Two-Groups

Model	Variables	Group members		non-Group members		t-value
		Estimate	S. E.	Estimate	S. E.	
〈Model 2〉	$RATIO_{i,t}$	0.0213	0.0065	-0.0435	0.0047	8.0874
	$CONT_{i,t}$	-0.0335	0.0092	-0.0199	0.0040	-1.3514
	$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$	0.0587	0.0186	0.0375	0.0086	1.0319
〈Model 2-1〉	$RATIO_{i,t}$	-0.1132	0.0269	-0.2389	0.0178	3.9013
	$RATIO_{i,t}^2$	0.1428	0.0278	0.2205	0.0196	-2.2839
	$CONT_{i,t}$	-0.0158	0.0051	-0.0105	0.0024	-0.9515
	$RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$	0.0432	0.0175	0.0398	0.0095	0.1728
〈Model 4〉	$RATIO_{i,t}$	0.0240	0.0071	-0.0377	0.0051	7.0810
	$FOUR_{i,t,q}$	0.0079	0.0052	0.0169	0.0040	-1.3699
	$RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$	-0.0114	0.0108	-0.0261	0.0083	1.0750
	$CONT_{i,t,q}$	-0.0340	0.0092	-0.0202	0.0040	-1.3800
	$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$	0.0602	0.0186	0.0379	0.0086	1.0914
〈Model 4-1〉	$RATIO_{i,t}$	-0.1143	0.0269	-0.2427	0.0178	3.9854
	$FOUR_{i,t,q}$	0.0057	0.0032	0.0107	0.0025	-1.2281
	$RATIO_{i,t}^2$	0.1467	0.0279	0.2292	0.0198	-2.4106
	$RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t}$	-0.0117	0.0113	-0.0211	0.0093	0.6427
	$CONT_{i,t,q}$	-0.0159	0.0051	-0.0107	0.0024	-0.9344
	$RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$	0.0445	0.0176	0.0401	0.0095	0.2195

8.0874, 3.9013, 7.0810, 3.9854로 두 집단 간의 차이가 없다는 귀무가설을 기각할 수 있다. 즉 두 집단 간의 최대주주지분율의 분기이익품질에 대한 회귀계수는 통계적으로 유의한 차이가 있다고 할 수 있고, 상호출자제한기업집단에 속한 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비하여 분기이익품질에 대한 최대주주지분율의 회귀계수값이 유의미하게 크다는 것을 알 수 있다. 4분기 더미변수의 회귀계수($FOUR_{i,t}$)의 차이를 나타내는 t값에서는 〈Model 4〉에서는 -1.3699, 〈Model 4-1〉에서도 -1.2281로 두 집단 간의 차이가 없다는 귀무가설을 기각할 수 없다. 즉 두 집단의 4분기 이익품질 간에는 통계적으로 유의한 차이가 있다고 할 수 없음을 알 수 있다. 최대주주가 경영에 직접 참여하게 되는 경우, 최대주주지분율의 분기이익품질에 대한 영향을 나타내는 변수들인, $CONT_{i,t}$, $RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$, $RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$ 의 회귀계수들의 집단 간 차이를 검정한 t값의 정도도 집단 간 차이가 없다는 귀무가설을 기각할 수 없는 것으로 나타나, 통계적으로 유의한 차이가 있다고 할 수 없음을 알 수 있다. 따라서 가설 3은 채택되지 못하는 것으로 나타났다. 그러나 〈Table 8〉, 〈Table 9〉, 〈Table 10〉, 〈Table 11〉의 결과를 기초로 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우, 최대주주지분율에 따른 분기이익품질에 대한 영향은 상호출자제한기업 집단 소속여부와 관계없이 모두 부정적으로 작용함을 알 수 있다.

4.2.5 3분기 누적적자 여부에 따른 추가분석

추가적으로 선행연구에서 4분기 이익조정에 영향을 주는 것으로 제시된 3분기 누적적자여부에 따라 최대주주의 경영참여가 최대주주지분율의 4분기 이익품질에 영향을 미치는 지에 대하여 분석을 실시하

였다. 구체적으로는 3분기 누적적자 여부에 따라 집단을 나누어 4분기 이익품질에 대한 분석인 〈Model 3〉, 〈Model 4〉, 〈Model 3-1〉 및 〈Model 4-1〉을 실시하였다.

우선, 〈Table 13〉은 최대주주의 경영참여에 따른 최대주주지분율의 4분기 이익품질의 관한 영향을 3분기 누적적자기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하여 분석한 결과이다. 우선 누적적자기업을 대상으로 이익품질에 대한 최대주주지분율에 따른 영향을 분석한 〈Model 3〉의 결과를 보면, 4분기 더미변수($FOUR_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0314, t값은 3.88, 4분기 이익품질의 차별성이 최대주주지분율의 영향을 받는지를 살펴본 상호작용항($RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$)에서도 t값은 -2.63으로 통계적으로 유의하였다. 최대주주의 경영참여 여부가 최대주주지분율의 4분기 이익품질에 대해 끼치는 영향에 대하여 분석한 〈Model 4〉의 결과를 보면, 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 최대주주지분율과의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0449, t값은 1.99로 5% 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 누적적자기업이 아닌 기업의 경우에는 〈Model 3〉에서 4분기 더미변수($FOUR_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0070, t값은 1.92로 10%의 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였지만, 최대주주지분율과 4분기의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$)은 통계적으로 유의하지 않았다. 최대주주의 경영참여에 따른 영향을 확인하기 위하여 추가로 변수를 투입한 〈Model 4〉에서의 상호작용항($RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$)의 회귀계수는 0.0154, t값은 1.93으로 유의수준 10%에서 유의한 양(+)의 값을 보였다.

〈Table 14〉의 〈Model 3-1〉과 〈Model 4-1〉은 〈Model 3〉과 〈Model 4〉를 최대주주지분율과 분기이익품질의 비선형적 관계를 고려하여 3분기 누적적

〈Table 13〉 Results of Regressions for Research 〈Model 3 & 4〉 for Cumulative Deficit in the 3rd quarter

	Cumulative Deficit Group				Non Cumulative Deficit Group			
	〈Model 3〉		〈Model 4〉		〈Model 3〉		〈Model 4〉	
	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value
(Intercept)	0.1417	3.64***	0.1561	3.99***	0.1535	12.02***	0.1602	12.27***
$RATIO_{i,t}$	-0.0329	-3.25***	-0.0410	-3.83***	-0.0165	-4.03***	-0.0200	-4.52***
$FOUR_{i,t,q}$	0.0314	3.88***	0.0317	3.92***	0.0070	1.92*	0.0070	1.95*
$RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$	-0.0489	-2.63***	-0.0490	-2.64***	-0.0080	-1.09	-0.0081	-1.09
$CONT_{i,t,q}$			-0.0261	-2.83***			-0.0088	-2.31**
$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$			0.0449	1.99**			0.0154	1.93*
$SIZE_{i,t,q}$	-0.0039	-2.64***	-0.0042	-2.85***	-0.0039	-8.20***	-0.0041	-8.45***
$ROA_{i,t,q}$	-0.0783	-2.43**	-0.0721	-2.24**	0.1811	12.21***	0.1816	12.24***
$DEBT_{i,t,q}$	-0.0044	-0.57	-0.0027	-0.35	-0.0088	-3.01***	-0.0089	-3.01***
$COUNT_{i,t,q}$	0.0014	1.61	0.0014	1.57	0.0018	5.52***	0.0017	5.40***
$SGR_{i,t,q}$	-0.0005	-0.18	-0.0008	-0.25	0.0011	1.44	0.0010	1.37
$VSALES_{i,t,q}$	0.0447	1.98**	0.0442	1.97**	0.0082	1.12	0.0082	1.12
$VCFO_{i,t,q}$	0.2089	3.55***	0.1946	3.30***	0.0153	0.52	0.0145	0.50
$FOR_{i,t}$	0.0333	2.11**	0.0315	1.99**	-0.0019	-0.37	-0.0020	-0.40
$BIG_{i,t}$	-0.0035	-0.97	-0.0041	-1.15	-0.0020	-1.67*	-0.0022	-1.84*
$YEAR$	included		included		included		included	
$ID_{i,t}$	included		included		included		included	
$Adj. R^2$	0.1221		0.1251		0.06554		0.06587	
F-value	11.46***		11.15***		25.49***		24.22***	
N	2484		2484		11524		11524	

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

자 여부에 따라 표본을 구분하여 추가분석한 결과이다. 〈Model 3-1〉의 결과를 보면, 누적적자 기업의 경우, 4분기 더미변수($FOUR_{i,t,q}$)는 통계적으로 유의한 양(+)값을 가지는 것으로 나타나, 4분기의 이익품질은 다른 분기들에 비해 상대적으로 좋지 않다는 것을 알 수 있다. 최대주주지분율과 4분기 더미변수의 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t}$)의 경우, 회귀계수는 -0.0485, t값은 -2.22로 5%의 유의수준에서 통계적으로 유의하게 음(-)의 값을 가지는 것

으로 나타났다. 이는 다른 분기들에 비하여 4분기의 최대주주지분율에 대한 분기이익품질의 곡선의 형태가 완만해지는 것을 알 수 있다. 누적적자가 아닌 기업의 경우, 4분기의 더미변수($FOUR_{i,t,q}$)는 유의수준 5%에서 유의한 양(+)의 값을 보이지만, 최대주주지분율과의 4분기 더미변수의 상호작용항($RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t}$)은 분기이익품질에 유의하지 않았다. 최대주주가 경영에 참여하는 경우를 추가로 분석한 〈Model 4-1〉의 결과에서는 최대주주지분율과 경영참여부

〈Table 14〉 Results of Regressions for Research 〈Model 3-1 & 4-1〉 for Cumulative Deficit in the 3rd quarter

	Cumulative Deficit Group				Non Cumulative Deficit Group			
	〈Model 3-1〉		〈Model 4-1〉		〈Model 3-1〉		〈Model 4-1〉	
	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value	Coff.	t-value
(Intercept)	0.1621	4.15***	0.1770	4.51***	0.1950	14.78***	0.1989	14.90***
$RATIO_{i,t}$	-0.1990	-5.27***	-0.2001	-5.27***	-0.1960	-12.10***	-0.1942	-11.97***
$FOUR_{i,t,q}$	0.0217	4.08***	0.0220	4.13***	0.0050	2.24**	0.0051	2.26**
$RATIO^2_{i,t}$	0.1936	4.44***	0.1828	4.18***	0.1950	11.25***	0.1893	10.79***
$RATIO^2_{i,t} \times FOUR_{i,t}$	-0.0485	-2.22**	-0.0486	-2.24**	-0.0055	-0.69	-0.0055	-0.70
$CONT_{i,t,q}$			-0.0202	-3.46***			-0.0046	-2.03**
$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$			0.0753	2.68***			0.0165	1.96*
$SIZE_{i,t,q}$	-0.0034	-2.31**	-0.0038	-2.57**	-0.0041	-8.61***	-0.0042	-8.78***
$ROA_{i,t,q}$	-0.0743	-2.32**	-0.0675	-2.10**	0.1770	11.99***	0.1772	12.00***
$DEBT_{i,t,q}$	-0.0044	0.56	-0.0015	-0.20	-0.0085	-2.93***	-0.0083	-2.83***
$COUNT_{i,t,q}$	0.0010	1.12	0.0009	1.06	0.0015	4.56***	0.0014	4.45***
$SGR_{i,t,q}$	-0.0010	-0.35	-0.0013	-0.45	0.0008	1.09	0.0008	1.02
$VSALES_{i,t,q}$	0.0466	2.08**	0.0461	2.06**	0.0074	1.02	0.0078	1.07
$VCFO_{i,t,q}$	0.1943	3.31***	0.1812	3.08***	0.0175	0.60	0.0174	0.60
$FOR_{i,t}$	0.0283	1.79*	0.0281	1.78*	-0.0033	-0.65	-0.0032	-0.63
$BIG4_{i,t}$	-0.0034	-0.96	-0.0039	-1.09	-0.0015	-1.26	-0.0016	-1.33
$YEAR$	included		included		included		included	
$ID_{i,t}$	included		included		included		included	
$Adj. R^2$	0.1272		0.1307		0.07558		0.07577	
F-value	11.64***		11.37***		28.71***		27.24***	
N	2484		2484		11524		11524	

*, **, *** indicate statistical significance at 0.10, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

의 상호작용항($RATIO^2_{i,t} \times CONT_{i,t}$)이 3분기 누적 적자 여부에 관계없이 유의한 양(+)의 값을 가지는 것을 확인할 수 있다.

다음으로 3분기 누적적자 여부로 실시한 회귀분석에서 최대주주의 경영참여에 따른 최대주주지분율의 4분기이익품질에 미치는 영향의 집단 간 차이가 통계적으로 유의한지를 알아보기 위하여 주요 변수들의 회귀계수와 표준오차를 사용하여 Asymptotic

t-test를 실시하고, 결과를 〈Table 15〉에 제시하였다. 우선 〈Model 3〉, 〈Model 3-1〉, 〈Model 4〉, 〈Model 4-1〉에서 4분기 더미변수($FOUR_{i,t,q}$)의 t값은 각각 2.7586, 2.8903, 2.7822, 2.9296으로 두 집단 간의 4분기 이익품질에 대한 회귀계수는 통계적으로 유의한 차이가 있다고 할 수 있고, 3분기 누적적자 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비하여 분기이익품질에 대한 유의미하게 크다는 것을 알 수 있다.

〈Table 15〉 Results of T-test for Regression Coefficients between Two-Groups for Cumulative Deficit

Model	Variables	Cumulative Deficit Group		Non Cumulative Deficit Group		t-value
		Estimate	S. E.	Estimate	S. E.	
〈Model 3〉	$RATIO_{i,t}$	-0.0329	0.0101	-0.0165	0.0041	-1.5060
	$FOUR_{i,t,q}$	0.0314	0.0081	0.0070	0.0036	2.7586
	$RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$	-0.0489	0.0186	-0.0080	0.0074	-2.0430
〈Model 3-1〉	$RATIO_{i,t}$	-0.1990	0.0378	-0.1960	0.0162	-0.0724
	$RATIO_{i,t}^2$	0.1936	0.0436	0.1950	0.0173	-0.0300
	$FOUR_{i,t,q}$	0.0217	0.0053	0.0050	0.0022	2.8903
	$RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t}$	-0.0485	0.0218	-0.0055	0.0079	-1.8540
〈Model 4〉	$RATIO_{i,t}$	-0.0410	0.0107	-0.0200	0.0044	-1.8079
	$FOUR_{i,t,q}$	0.0317	0.0081	0.0070	0.0036	2.7822
	$RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$	-0.0490	0.0185	-0.0081	0.0074	-2.0518
	$CONT_{i,t,q}$	-0.0261	0.0092	-0.0088	0.0038	-1.7265
	$RATIO_{i,t} \times CONT_{i,t}$	0.0449	0.0226	0.0154	0.0080	1.2343
〈Model 4-1〉	$RATIO_{i,t}$	-0.2001	0.0380	-0.1942	0.0162	-0.1414
	$FOUR_{i,t,q}$	0.0220	0.0053	0.0051	0.0022	2.9296
	$RATIO_{i,t}^2$	0.1828	0.0438	0.1893	0.0175	-0.1398
	$RATIO_{i,t}^2 \times FOUR_{i,t}$	-0.0486	0.0218	-0.0055	0.0079	-1.8639
	$CONT_{i,t,q}$	-0.0202	0.0058	-0.0046	0.0023	-2.4842
	$RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$	0.0753	0.0280	0.0165	0.0084	2.0070

이는 기존의 선행연구들과도 일치하는 결과이다. 그러나 최대주주의 지분율에 따른 4분기 이익품질이나 최대주주가 경영에 직접 참여하게 되는 경우의 최대주주지분율의 분기이익품질에 대한 영향을 나타내는 변수들인, $RATIO_{i,t} \times FOUR_{i,t}$ 나 $RATIO_{i,t}^2 \times CONT_{i,t}$ 의 회귀계수들의 집단 간 차이를 검정한 t값의 정도도 연구모형에 따라 집단 간 차이가 없다는 귀무가설을 기각할 수 없는 것으로 나타나, 통계적으로 유의한 차이가 있다고 할 수 없음을 알 수 있다. 그러나 〈Table 13〉, 〈Table 14〉의 결과를 기초로 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우, 최대주주지분율에 따른 4분기 이익품질에 대한 영향은 3분기 누

적손익과 관계없이 부정적으로 작용함을 알 수 있다.

V. 결 론

본 연구는 Francis et al.(2005)의 모형에 기초하여 분기별로 측정한 발생액의 질을 분기이익품질의 대용변수로 사용하여, 최대주주지분율이 분기이익품질에 미치는 영향이 최대주주의 직접 경영참여 여부에 따라 달라지는지를 살펴보았다. 2015년부터 2021년까지의 한국거래소 상장기업을 대상으로 14,008개

의 기업-년-분기 자료를 분석한 결과, 최대주주가 경영에 참여하는 경우, 그렇지 않은 경우와 비교하여 최대주주의 지분율이 높을수록 분기이익의 품질이 악화되는 것을 확인할 수 있었다. 선행연구들에서 지적된 최대주주지분율의 회계수치에 대한 비선형관계를 반영한 추가분석에서도 최대주주지분율이 높은 최대주주가 경영에 직접 참여하는 경우에는 분기이익품질이 더 큰 영향을 받는 것으로 나타났다. 또한 이러한 최대주주의 기회주의적 행동은 이익조정 동기가 다른 분기들에 비해 높을 것으로 여겨지는 4분기에도 두드러지는 영향을 끼친다는 것을 확인할 수 있었다.

우리나라는 여전히 소수의 최대주주와 외부의 소액주주들 간의 대리인 문제가 심각한 것으로 여겨지고 있다. 최대주주는 자신의 지분율이 높을수록 자신의 효용을 극대화하기 위하여 경영활동에 적극적으로 개입할 수 있고, 이는 결과적으로 소액주주들의 이익을 침해할 수 있다. 그러나 이제까지의 최대주주지분율과 이익조정과의 관계를 분석한 연구들에서는 상호 일관성이 없는 결과를 제시하거나, 양자 간의 비선형관계를 지적하기도 하였다. 이에 본 연구에서는 최대주주의 경영참여라는 직관적인 변수를 추가하여 회계수치에 대한 최대주주의 기회주의적 행동을 관찰하려 하였다. 기존의 최대주주지분율에 더하여 최대주주가 직접 경영에 참여하는 경우, 이로 인하여 커진 최대주주의 통제권이 보고이익의 품질에 부정적인 영향을 끼친다는 연구의 결과를 명확히 제시하였다는 점에서 본 연구의 차별성이 있을 것이다. 또한 본 연구는 최대주주지분율의 선형관계와 비선형관계를 모두 포함하여 분석한 점, 이익조정의 대용변수로서 영업현금흐름의 크기의 영향을 받지 않는 발생액의 질을 사용했다는 점, 그리고 적시성 있는 정보로 최근 중요성이 높아진 분기이익을 이용했다는 점에서 기존 연구들의 범위와 타당도를 높였다는 것, 또한 본 연

구의 의의라고 할 수 있을 것이다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 한계점과 후속 연구에 관한 시사점을 가진다. 첫째, 본 논문은 최대주주지분율의 영향이 최대주주의 직접 경영참여에 따라 달라질 수 있는지를 검증하면서, 대표이사나 최대주주가 2명 이상인 경우나, 지분율이 낮음에도 불구하고 대표이사로 선임되었을 때 과연 그 영향력이 일관될 수 있는지에 대한 분석은 실시되지 않았다. Lee et al.(2018)의 연구에 따르면, 공동경영자 구조에서는 단독경영자 구조에 비해 이익조정이 유의하게 낮은 것으로 나타나, 공동경영의 경우에 최고경영자의 권한이 분산되어 경영자의 사적이익 추구행위가 견제될 수 있다고 한다. 또한 우리나라의 상장기업을 대상으로 토너먼트 이론을 검증한 Hong & Yoo(2022)의 연구에서도 전문경영자가 복수의 최고경영자로 함께 존재하는 소유경영기업의 경우, 단독 소유경영기업에 비해 소유경영자에 대한 경영권의 견제가 이루어지거나 기업성과 및 기업 가치에 다른 영향력을 끼칠 수 있다고 하였다. 이같이 공동대표이거나 지분율이 낮음에도 불구하고 대표이사에 선임되는 경우, 경영권의 견제가 이루어져 지배주주의 기회주의적 행동에 영향력을 끼칠 수 있으므로, 향후의 연구에서는 공동경영을 비롯하여 다양한 소유경영구조를 고려해 볼 필요가 있을 것으로 여겨진다. 또한 Kim et al.(2021)는 코스피기업과 코스닥기업의 분기이익조정을 비교하고, 코스닥기업이 분기이익조정을 더 많이 하는 것으로 나타났다고 보고하였다. 따라서 코스닥시장과 같이 업력이 짧은 시장 내에서의 대리인 문제에 대해서도 관심을 가질 필요가 있을 것이다.

둘째, 본 연구에서는 일정 규모 이상의 기업에 한해 외부감사인의 검토 절차만을 거치는 분기보고가 연차이익에 비해 이익조정이 더 용이할 것으로 보고(Kim et al., 2021), 연차이익 대신 분기이익조정을

연구대상으로 하였다. 그러나 2000년부터 공시를 의무화한 우리나라의 분기보고서는 2006년 3분기부터는 직전 사업연도 말 자산총액이 5천억 원 이상인 기업에 대해서 외부감사인에 의한 검토를 의무화하였다. Son & Lee(2005)는 분기보고서가 의무 공시되기 이전부터 검토 의견이 반영된 반기재무제표의 경우, 정보효과가 존재한다고 보고하였다. 따라서 향후의 연구에서는 본 연구에서 다루지 못한 분기보고서의 검토 여부가 분기이익조정에 미치는 영향이나 분기보고서에 검토의견을 제시할 필요가 없는 총자산 5천억 미만의 기업들의 자발적 검토의견이 대리인 문제에 미치는 영향 등을 분석할 필요가 있을 것으로 판단된다.

셋째, 본 연구에서는 이익품질의 대용변수로서 유동발생액의 현금전환정도를 사용하였다. 그러나 발생액의 예측오차는 경영자의 고의적인 이익조정의 결과일 수도 있지만, 회계기준의 적용과정에서 비롯된 비용항목의 임시배분으로 인하여 발생한 분기손익조정효과일 수도 있다. Paek(2016)에서는 분기 재량적 발생액을 통제한 후에도 여전히 분기손익조정효과가 존재하며, 연차재무제표를 작성하는 4분기손익의 조정효과는 다른 분기손익의 조정효과보다 더 강하게 관찰되었다고 보고하였다. 따라서 향후의 분기손익을 이용한 연구에서는 발생액을 사용한 이익조정의 가능성 외에도 분기손익조정효과로 인한 결과일 수 있음을 추가적으로 구분하여 분석해야 할 필요가 있을 것으로 보인다.

넷째, 패널분석이라는 한계도 있지만, 연구모형의 설명력이 부족하다. Bushman et al.(2016)은 발생액과 영업현금흐름의 상관관계를 시계열로 분석한 결과, 두 수치의 관계가 예전에 비하여 현저히 약화되고 있다고 보고하였다. 따라서 회계수치를 이용한 실증 모형에 대한 다양한 시도와 고민이 필요할 것으

로 보인다. 다섯째, 본 연구는 최대주주의 분기이익 품질에 대한 영향을 분석한 연구로 선행연구들에 기초하여 이익품질과 조정에 영향을 끼칠 수 있는 다양한 통제변수를 추가하였다. 후속연구에서는 기업 내부 및 외부 지배구조 수준을 나타내는 다양한 변수와 연구 방법의 모색으로 이익품질에 대한 기업지배구조의 역할 및 회계감사에 관한 연구를 진행할 필요가 있을 것으로 보인다.

급변하는 우리나라 자본시장에서 여전히 최대주주의 역할에 의문을 제기하는 경우가 많다. 따라서 앞으로 최대주주의 기회주의적 행동에 대한 관찰과 이를 풀어나갈 방안에 대한 더욱 활발한 논의가 필요할 것으로 생각되어진다.

참고문헌

- Ahn, H. B., Lee, Y. H., and Choi, K. D.(2015), "Governance and Investment Opportunity Set: Tunnelling," *Journal of Business Research*, 30(2), pp.283-307.
- Bae, C. H., and Son, S. K.(2013), "The Effect of Agency Problem Between Controlling Shareholders and Minority Shareholders on Audit Report Lag," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 55(2), pp.249-275.
- Becker, C., M. DeFond, J. Jiambalvo, and K. Subramanyam(1998), "The Effect of Audit Quality on Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 19(Spring), pp. 1-24.
- Bona-Sanchez, C., C. Fernandez-senra, and F. Perez-Aleman(2017), "Related-party Transactions, Dominant Owners and Firm Value,"

- Business Research Quarterly*, 20(1), pp.4-17.
- Brown, P., and J. W. Kennelly(1972), "The Informational Content of Quarterly Earnings: An Extension and Some Further Evidence," *The Journal of Business*, 45(3), pp.403-415.
- Bushman, R. M., Lerman, A., and X. F. Zhang(2016), "The Changing Landscape of Accrual Accounting," *Journal of Accounting Research*, 54(1), pp.41-78.
- Byeon, J. W., Kang, P. K., and Hwang, K. J.(2018), "Non-linear Properties of the Relation between Largest Shareholder Ownership and Earnings Management: Focusing on Large Business Groups," *Review of Accounting and Policy Studies*, 23(3), pp.293-327.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. H. Lang(2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp.81-112.
- Choi, J. H.(2007), "Corporate Governance and Earnings Quality," *Korean Management Review*, 36(2), pp.527-549.
- Choi, K., and Paek, W. S.(2007), "Accrual Quality Based on Convertibility into Cash and Accrual Anomaly," *Korean Accounting Review*, 32(3), pp.1-26.
- Das S., and P. K. Shroff(2009), "Quarterly Earnings Patterns and Earnings Management," *Contemporary Accounting Research*, 26(3), pp. 797-831.
- Dechow, P. M., and I. D. Dichev(2002), "The Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77(Supplement), pp.35-59.
- DeGeorge, F., J. Patel, and R. Zeckhauser(1999), "Earnings Management to Exceed Thresholds," *The Journal of Business*, 72(1), pp.1-33.
- Faccio, M. and L. Lang(2002), "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, 65, pp.365-395.
- Fama, E. F., and M. C. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *The Journal of Law & Economics*, 26(2), pp.301-325.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper (2005), "The Market Pricing of Accruals Quality," *Journal of Accounting and Economics*, 39(2), pp.295-327.
- Gonzalez, J. S., and Garcia-Meca, E.(2014), "Does Corporate Governance Influence Earnings Management in Latin American Markets?" *Journal of Business Ethics*, 121, pp.419-440.
- Hagerman, R., M. Zmijewski, and P. Shah(1984), "The Association Between the Magnitude of Quarterly Earnings Forecast Errors and Risk-adjusted Stock Returns," *Journal of Accounting Research*, 22, pp.526-540.
- Hong, J. Y. and Yoo, S. W.(2022), "A Study on the Effectiveness of Tournament Theory in Accordance with the Type of CEO," *Korean Accounting Review*, 47(5), pp.141-174.
- Hyun, J. H., Hwang, I., Shin, J. Y., and Kim B. J. (2013), "The Effect of Agency Problem between Controlling Shareholders and Minority Shareholders on Compensation of Outside Directors," *Korean Accounting Journal*, 22(3), pp.1-29.
- Jensen, M.C., and W.H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Jeong, G. Y., Kwon, S. Y., and Paek, W. S.(2002), "Ownership Structure and Earnings Informativeness: Evidence from Korea," *Korea Business Review*, 31(6), pp.1707-1727.

- Jeong, M. G., Kim, D. W., and Kim, B. K.(2017), "Controlling Shareholders' Tunneling and Firm's Leverage Decision," *Journal of Industrial Economics and Business*, 30(2), pp. 669-689.
- Jeter, D. C., and L. Shivakumar(1999), "Cross-Sectional Estimation of Abnormal Accruals Using Quarterly and Annual data: Effectiveness in detecting event-specific earnings management," *Accounting and Business Research*, 29(4), pp.299-319.
- Johnson, S., P. Boone, A. Breach, and E. Fredman (2000), "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp.141-186.
- Kerstein, J. and A. Rai(2007), "Intra-Year Shifts in the Earnings Distribution and Their Implications for Earnings Management," *Journal of Accounting and Economics*, 44, pp.399-419.
- Kim, H. J., and Yoon, S. S.(2010), "The Impact of the Wedge on Corporate Governance and Earnings Management," *Accounting Information Review*, 28(2), pp.1-32.
- Kim, H. S.(2014), "The Fourth Quarter Earnings Management to Avoid Losses," *Business Management Review*, 47(2), pp.25-44.
- Kim, H. Y., Kim, H. S., and Seo, J. G.(2015), "A Study on Owner-Manager, Earning Management and Dividend," *Review of Accounting and Policy Studies*, 20(4), pp.85-110.
- Kim, J. M.(2021), "A Study on the Differentiation of Quarterly Earnings Quality," *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 23(5), pp.2187-2200.
- Kim, J. M.(2022), "Impact of Controlling Shareholders on Earnings Quality in the Fourth Quarter," *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 24(4), pp.1341-1354.
- Kim, J. S., and Cha, S. M.(2013), "Managers' Earnings Management in the Fourth Quarter and Corporate Governance," *Journal of Taxation and Accounting*, 14(3), pp.217-252.
- Kim, J. S., and Lee, S. P.(2015), "Income Smoothing and Tax Avoidance in the Fourth Quarter," *Journal of Finance and Accounting Information*, 15(1), pp.1-22.
- Kim, J. S., and Ko, Y. S.(2012), "Disposition of Assets in the Fourth Quarter for Earnings Management and the Role of Auditors," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 54(1), pp.319-354.
- Kim, K. A., and Kim, K. T.(2012), "The Effect of the Practice to Temporarily Lower Fourth-Quarter Debt Levels in Comparison with Earlier-Quarters Debt Levels on Relation between Debt/Equity Ratio and Earnings Management," *Study on Accounting, Taxation & auditing*, 54(1), pp.175-209.
- Kim, K. T.(2016), "The Association between Temporarily Higher Fourth-Quarter Sales Level Compared with Earlier-Quarters and Earnings Management," *Korean Journal of Business Administration*, 29(12), pp.1773-1792.
- Kim, K. T.(2018), "The Value Relevance of Temporarily Higher Sales Level," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 60(3), pp.123-148.
- Kim, M. C., Cheon, Y. S. and Lee, J. Y.(2021), "Comparison of Quarterly Earnings Management Between KOSPI and KOSDAQ Markets: Focusing on Institutional Reforms Related to Accounting Information," *Korean Management Review*, 50(5), pp. 1187-1215.
- Kim, M. C.and Choi, K.(1999), "A Study on the Con-

- cept of Earnings Quality," *Korean Accounting Journal*, 8(1), pp. 221-249.
- Kim, M. I., and Choi, J. H.(2008), "The Association between the Wedge between Voting Right and Cash Flow Right and Conservatism," *Study on Accounting, Taxation & Auditing*, 47, pp.181-210.
- Kim, S. M., and Han, J. S.(2015), "The Fourth Quarter Investment Efficiency and Accounting Quality," *Accounting Information Review*, 33(4), pp.371-401.
- Kim, S. R.(2021), "Ownership and Accruals Quality," *Journal of The Korean Data Analysis Society*, 23(6), pp.2841-2850.
- Ko, D. Y., Ahn, M. K., and Yang, D. J.(2013), "Management Earnings Forecast and Fourth-Quarter Earnings Management," *Korean Accounting Journal*, 22(3), pp.199-220.
- Koh, P. S.(2003), "On the Association between Institutional Ownership and Aggressive Corporate Earnings Management in Australia," *The British Accounting Review*, 35, pp. 105-128.
- Kothari, S. P., A. Leone, and C. Wasley(2005), "Performance matched discretionary accrual measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39, pp.163-197.
- Kwak, J. M., and Cho, M. K.(2010), "Differential Earnings Informativeness according to the Largest Shareholder's Ownership," *Global Business Administration Review*, 7(1), pp. 121-144.
- Kwon, S. Y., and Ki, E. S.(2011), "The Effect of Accruals Quality on the Audit Hour and Audit Fee," *Korean Accounting Review*, 36 (4), pp.95-137.
- La Porta, R., F. Lopez-de Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World," *The Journal of Finance*, 54(2), pp. 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer (2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), pp.3-27.
- Lee, A. Y., Chun, S. B., and Kim, S. H.(2012), "Controlling Shareholders' Ownership Structure and Real Earnings Management," *Korean Accounting Review*, 37(1), pp.157-189.
- Lee, G. B., Ryu, Y. R., and Ji, S. H.(2012), "A Study on the Relevance between Firm's governance and Earnings management: Using the Book-Tax Difference," *Korea International Accounting Review*, 42, pp.33-52.
- Lee, J. Y., Hyun, J. W., Choi, Y. S., and Lee, M. Y.(2018), "Co-CEO Structure and Mutual Monitoring Effect: Focusing on Earnings Management," *Journal of the Korean Entrepreneurship Society*, 13(4), pp. 55-84.
- McConnell, J. J., and H. Servaes(1990), "Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value," *Journal of Financial Economics*, 27 (2), pp.595-612.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny(1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- Paek, W. S.(2016), "The Settling-up Effect of Quarterly Earnings and its Determinants," *Korean Accounting Review*, 41(5), pp.41-77.
- Paek, W. S., and Cho, H. W.(2006), "Ownership Holding by Second Largest Stockholder and Earnings Management," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 35(6), pp.103-139.
- Park, J. I.(2003), "Corporate Governance and Earnings

- Management: View from the Largest Shareholder's Holding," *Korean Accounting Review*, 28(2), pp.135-172.
- Park, S. Y., Chun, H. M.(2021), "Owner-Managers and the Implied Cost of Equity Capital: Evidence from Chaebol Firms," *Korean Management Review*, 50(5), pp. 1255-1277.
- Shim, D. H., and Lee, Y. S.(2019), "The Effects of The Largest Shareholders' Holding on the Earnings Management: Discriminatory Response based on the Disclosure Status of the Schedule of Manufacturing Costs," *Korea International Accounting Review*, 84, pp. 121-145.
- Sohn, S. K., Goh, J. M., and Paik, H. W. (2009), "The Information Content of Accruals Quality," *Korean Accounting Information Review*, 27 (2), pp.273-304.
- Son, S. G., and Lee, E. C.(2005), "Information Content Study on the Review Opinions of Semi-annual Financial Statements," *Korean Accounting Review*, 30(1), pp.1-34.
- Sun, E. J., Son, U. S., and Paek, W. S.(2015), "Tax Subsidy, Discretionary Accruals and Accruals Quality," *Korean Accounting Review*, 40(5), pp.79-104.

• The author Jungmin Kim is an associate professor in the Department of Accounting and Taxation at Keimyung University. She graduated from Kyungpook National University and earned a doctoral degree in Economics with a major in accounting from Kyoto University in Japan. Her research interests include accounting institutional change, quarterly disclosures, and earnings management by internal stakeholders.