http://dx.doi.org/10.5392/JKCA.2012.12.12.385

대규모기업집단의 차별적 이익조정 행태

Chaebol and Earnings Management

임형주
부산대학교 경영학과

Hyoung-Joo Lim(limhj@pusan.ac.kr)

요약

본 연구에서는 총수 및 그 일가에 의해 절대적인 영향력을 받고 있는 대규모기업집단이 그렇지 않은 기업에 비해 이익조정행위에 차별적으로 관여하는지 고찰한다. 본 연구는 선행연구에서 간과한 기업특성 및 잠재적 이분산에 기인한 내생성 문제를 통제하고자, 1992년부터 2010년까지 19년 동안 268개의 기업이 반복적으로 관찰되는 패널데이터를 이용한 확률효과 GLS 분석을 수행하였고, 추가분석에서는 잠재적 이분산성을 통제하고자 Hausman and Taylor검증을 실시하였다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다. 재벌집단에 속해 있는 기업들의 발생액을 이용한 이익조정행위는 그렇지 않은 기업들의 이익조정행위 수준과 유의한 차이를 보이지 않는 것으로 나타난 반면 실제이익조정행위를 덜 행하는 것으로 나타났다. 이는 미래경영성과 및 장기주가에도 부정적인 영향을 미치고, 기업가치 또한 크게 오인시키는 실제이익조정행위를 대규모집단이 회피한다는 것으로 해석할 수 있다. 본 연구는 재벌기업의 장기간 시계열특성과 횡단면적 특성을 동시에 고려한 패널데이터를 이용하여, 재벌기업과 이익조정의 관련성에 대한 보다 신뢰할 수 있는 결과를 제공했다는 점에서 의미가 크다고 할 수 있다.

■ 중심어 : | 대규모기업집단 | 발생액 이익조정 | 실제이익조정 | 패널데이터 |

Abstract

This study investigates whether earnings management behavior of chaebol firms differ from that of non-chaebol firms. The ownership structure of chaebol firms is characterized by the dominance of one largest shareholder and his family members who typically participate in the management of the firm directly or indirectly and influence most of the important management decision. This study adopts the random effect model and the hausman and talyor model, using a panel of 5092 firm-year over a period from 1991 to 2010 to control for potential heterogeneity and endogeneity that may cause sever bias. This study finds that there is no difference in accrual based earnings management level between chaebol firms and non-chaebol firms. However, chaebol firms appeared to engage less real earnings management that is known to negatively affect future earnings and share prices. The results are consistent when controlling for potential heterogeneity and endogeneity in the hausman and taylor model. The results may be of interest to various stakeholders, policy makers, standard setters and academic researchers.

■ keyword : | Chaebol | Accrual based Earnings Management | Real Earnings Management | Panel Data |

접수번호 : #121019-002
접수일자 : 2012년 10월 19일
심사완료일 : 2012년 11월 19일
교신저자 : 임형주, e-mail : limhj@pusan.ac.kr

I. 서론

재계에서 수많은 기업을 거느리며 막강한 재력과 거대한 자본을 보유하고 있는 재벌기업들은 우리나라 경제사회에 막대한 영향력을 행사해왔다. 아울러 지배기업의 각 계열기업이 다른 계열기업의 주식을 상호 보유하는 관행을 행하는 순환출자 구조를 지닌 재벌은 유일하게 우리나라에서만 존재한다. 이러한 재벌기업들에 대한 논의는 학계의 오랜 관심사였고, 최근 정치세력의 최대 화두인 경제민주화의 핵심 역시 재벌개혁으로 대변되고 있다.

대부분의 기업들이 주식회사의 형태를 취하고 있는 현대 기업 상황에서 소유의 분산은 당연한 귀결이지만, 모든 주주가 회사 경영에 참여하는 것은 불가능하기 때문에 경영자가 기업을 대리경영 하게 된다. 하지만, 우리나라 대규모 기업들은 재벌을 비롯한 소유경영자 및 가족중심에 의해 지배되는 경우가 대다수이기 때문에, 미국 및 타 국가와는 다른 시각으로 지배구조 문제를 살펴볼 필요가 있다.

전국경제인연합회에 따르면, 2007년에서 2009년의 3개년 기간 동안 평균 자산규모가 1000억 원 이상인 제조업 494개사를 대상으로 조사했을 때, 국내 가족지배기업의 비중은 73.7%로 나타났다. 또한 한국거래소 통계를 살펴보면, 상장법인 중 최대주주가 50% 이상의 주식(보통주)을 보유한 기업은 2012년 기준으로 318개이고, 최대주주 지분율 평균은 46.24%로 나타났다. 특히 재벌그룹 내부자 지분율의 평균은 2011년 기준 53.5%로 최근 20년 사이 최대치를 기록했다.

대부분의 권한이 총수 및 그 일가에 집중되고, 지배주주의 이익극대화에 중점을 둔 우리나라의 특이구조 상황에서, 대규모집단들이 그렇지 않은 기업들에 비해 외부소액주주의 이익을 침해한다는 가설은 실증적 분석에 근거해야 할 것이다.

본 연구에서는 상이한 가설에 근거하여, 총수 및 그 일가가 절대적인 권력을 행사하는 재벌기업들이 비재벌기업들에 비해 이익조정행위에 차별적으로 관여하는지에 대해 고찰하는 것을 주목적으로 한다. 본 연구가 선행연구와 지니는 차별성은 다음과 같다. 본 연구에서는 횡단면 및 시계열 데이터에 비해 더 많은 정보와 변수의 변동성을 제공하고, 결과적으로 효율적인 추정량을 얻을 수 있는 장기간에 걸친 패널데이터를 사용하였다. 기존 선행연구들에서는 합동(Pooled)데이터를 사용한 일반 회귀분석에 근거하여 실증분석을 행하였으나, 이는 이분산에 기인한 내생성 통제의 실패를 유발하고, 따라서 심각한 계량경제학적 편의를 제공할 수 있다. 둘째, 이익의 질의 대용치로 발생액에 근거한 이익조정측정치 뿐만 아니라, 최근 널리 사용되고 있는 실제이익조정측정치를 추가적으로 고려하였다. 만약 대규모 집단 기업들이 미래경영성과에 악영향을 미치고, 결과적으로 투자자를 비롯한 이해관계자를 기만할 수 있는 이익조정행위를 차별적으로 더 행한다면, 이는 재벌기업이 내면적으로 비윤리적인 기업이라고 할 수 있는 근거를 제공하게 될 것이다.

II. 선행연구 및 가설

[1]은 기업의 주주와 경영자 간의 이해상충의 문제를 대리인 비용으로 파악하였다. 총수와 그 일가의 절대적인 영향력에 지배를 받는 재벌기업들의 경우, 소유와 경영의 일체로 인한 주주-경영인 대리인 문제(Type 1)는 심각하지 않은 반면, 지배주주와 소액주주간의 대리인 문제(Type 2)가 심각할 수 있다[2].

[3]은 동아시아 기업들은 소유와 경영의 분리는 잘 되어있는 반면, 최대주주에 대한 통제와 경영은 잘 분리되지 않았다고 주장한 바 있다. 더불어, [4]는 한국 기업지배구조의 가장 큰 특징은 창업자와 그 일가로 대표되는 지배주주가 최대 소유지분을 보유하고 직·간접적으로 통제권을 행사하기 때문에, 지배주주와 소액주주간의 대리인 문제가 심각할 수 있음을 지적하였다.

지배주주와 외부소액주주간의 대리인 문제에 대한 선행연구는 상반된 가설; 이해일치가설과 이익침해가설로 요약될 수 있다. 먼저 이해일치가설[5]에 따르면, 지배주주의 지분율이 증가함에 따라 경영자 역할을 동시에 행하는 경우, 주주와 경영자의 이해관계가 일치되므로 이해관계자를 기만할 수 있는 이익조정 행위는 감소할 수 있다.

표 1. 상이한 이론 및 가설

이해일치가설 (청지기 이론)	이익침해가설 (대리인 이론)
소유집중도↑→감시감독↑→ DA↓	소유집중도↑→기회주의적 유인↑→DA↑
Jensen & Meckling(1976) 외 다수	La porta et al.(2000) 외 다수
대리인이 친조직적, 신뢰할 수 있는 집단주의자로 가정	대리인이 개인주의, 기회주의, 이기주의적이라고 가정
소유집중도가 높은 기업은 높은 지식을 보유하여 전문경영인 감시가 탁월하고, 장기적 관점에서 경영	소유집중도가 높은 기업의 지배주주는 사적이익을 추구하기 위해 외부소액주주의 이익을 침해

아울러 가족기업이라 할 수 있는 재벌기업의 경우 높은 지분을 확보하고 있으며, 사업에 대한 전문적 지식이 동반하여 경영인에 대한 감시를 잘 수행할 수 있다. 또한 소액주주들에 비해 단기적 이익이 아닌 장기적 투자관점에서 의사결정을 하는 경향이 강하므로 정보 불균형에 의한 대리인 문제가 약화될 가능성이 크다고 볼 수 있다. 이를 지지하는 연구로, [1]은 소유지분이 집중된 기업일수록, 지배주주는 경영자에 대한 감시·감독기능 수행이 보다 수월한 것으로 보고, 이 경우 대리인 문제가 감소한다고 주장하였다. 아울러 [6]은 소유지분율이 증가할수록 재량적 발생액의 크기는 감소하며 회계정보의 유용성이 증가하는 것을 발견하였고, [7]의 연구에서는 최고경영자의 주식소유비율이 높은 경우 이익조정이 감소한다고 보고하였다.

하지만, 한국의 소유구조는 창업자 및 그 일가의 직접적인 지분 소유와 계열사 및 관계기관을 통한 간접적 지분 소유로 인해 기업에 대한 절대적인 영향력이 지배주주에게 집중되는 경향을 보이고 있다. 따라서 모든 권한이 집중되는 총수와 그 일가들은 그들이 소유한 지분에 비해 상대적으로 높은 통제권을 기업에 행사할 수 있고, 이로 인한 지배주주와 외부주주의 대리인 문제는 심각하게 대두될 수 있다. 예컨대, 최대주주가 직접 경영자 역할을 수행할 수도 있고, 자신의 통제 하에 움직일 수 있는 경영자를 대표이사로 임명할 수도 있다. 이는 실제 재무제표작성에 책임을 가지는 대표이사가 최대주주 및 특수관계자 이거나 혹은 지배주주의 영향력 아래 움직이는 경영자일 가능성을 시사한다. 따라서 총수중심의 특이구조를 지닌 국내 상황에서는 이익침해가설이 지지될 가능성도 존재 한다.

이익침해가설 [8-10]에 따르면, 지배주주들은 지분율이 증가함에 따라 대리인비용이 감소할 수 있다는 사실을 추론할 수 있다. 이와 관련하여, [11]은 지배주주는 자신의 부를 극대화하고자 외부소액주주에 대한 배당지불을 감소시키거나 그들의 통제 하에 있는 타 법인으로 이익을 이전 시킬 수 있고, 또한 자신의비영리목적의 극대화를 추구하여 사실상의 외부소액 주주에 대한 이익침해가 된다고 주장하였다. [10]은 외부소액주주들에 대한 법적인 보호가 약한 환경에 있는 국가들이 그렇지 않은 국가들에 비해 경영자나 지배주주의 기회주의적인 유인이 보다 강한 것으로 보고하였다. [12]는 La Porta et al의 주장을 세계 각국 자료를 이용해서 검증한 결과 외부소액주주들에 대한 법적 보호가 강한 국가는 그렇지 않은 국가에 비해 발생주의 회계정보의 질이 더 높고, 가치 관련성이 더 증가되는 특징을 보고한 바 있다.

국내 연구로, [13]은 최대주주지분율과 재량적 발생액 사이에 유의한 양(+)의 관련성을 보고하며, 최대주주지분율이 높을수록 재량적 발생액을 이용해 이익을 상향조정한다는 연구결과를 보고하였다. 더불어 [14]는 최대주주 지분율이 낮은 기업은 재량적 발생액의 절댓값이 더 크다는 사실을 발견하고, 이를 소유와 경영의 분리가 심화될수록 경영자의 기회주의적 이익조정이 증가한다고 해석하였다. 따라서 소유와 경영이 분리된 상황에서 경영자의 소유지분율이 높아질수록 주주와 경영자간의 대리권을 유지하고 자신의 부를 극대화시키기 위해, 소액주주의 이익을 침해하는 방향으로 의사결정을 할 수 있다. 한편, [15]는 소유지분율에 따른 경영자의 이익조정행태를 실제이익조정 대용치를 이용하여 분석하였고, 경영자지분율은 실제이익조정에 비선형적으로 영향을 미친다고 보고하였다.

경영과 소유가 일체되어 있다고 할 수 있는 대규모기업집단의 소유구조 하에서 지배주주와 외부소액주주의

이해가 일치하다면, 이들은 이익조정행위와 음(-)의 관련성을 나타낼 것으로 기대된다. 반면, 무책임 임무해태(Shirking) 혹은 사적이익 추구가 만연하다면 이익침해 가설이 국내에 지지될 것으로 판단된다. 아울러 상이한 가설의 지지여부는 소유주의 지분율에 근거한 통제권에 영향을 받을 수 있다. 따라서 본 연구에서는 상반된 가설과 상이한 선행연구로 인해 부호를 예측할 수 없어, 다음과 같은 두 가지 가설을 도출한다.

가설1: 대규모집단 기업은 그렇지 않은 기업들과 차별적으로 이익조정을 행할 것이다.

가설2: 대규모집단 기업은 지배주주의 지분율이 높을수록 차별적으로 이익조정을 행할 것이다.

III. 연구 설계

1. 표본

본 연구는 시계열적 기업의 특성과 횡단면적 효과를 동시에 반영하기 위해 1992년부터 2010까지 대규모기업집단 중 가장 빈번하게 30대기업집단[1]에 포함된 기업 27개를 선별하여 표본기업으로 선정하였다. 본 연구에서는 패널데이터를 사용함으로써 동일기업들이 연도별로 반복적으로 관찰되어 동적관계를 추정하고, 개체들의 관찰되지 않는 이질성 요인을 모형에서 고려한다. 총 표본수는 513기업-년(27개기업*19년도)이며, 통제집단으로 포함된 기업은 비재벌기업이면서 19년이상 생존하고 재무자료가 이용가능한 241개 기업들로 선정하였다(4579기업-년).[2]

2. 연구모형

본 연구에서는 기업의 특성변수와 잠재적 이분산성에 기인한 내생성을 통제한 후 재벌기업들이 이익조정행위에 차별적으로 관여하는지를 검증하고자 다음과 같이 두 개의 식을 도출한다.

$$EM_{i,j,t(j=1,2,3,4)} = \alpha_0 + \alpha_1 Chaebol_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 MB_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Lag_TA_{i,t} + \alpha_8 Big4_{i,t} + u_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$EM_{i,j,t(j=1,2,3,4)} = \alpha_0 + \alpha_1 Chaebol_{i,t} + \alpha_2 BigOwn + \alpha_3 Chaebol_{i,t} * BigOwn_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 CFO_{i,t} + \alpha_6 MB_{i,t} + \alpha_7 Lev_{i,t} + \alpha_8 Growth_{i,t} + \alpha_9 Lag_TA_{i,t} + \alpha_{10} Big4_{i,t} + u_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

여기서,

$EM_1(DAMJ)$: DeChow et al.(1995)가 제안한 DA

$EM_2(DAKW)$: Kothari et al.(2005)가 제안한 DA

$EM_3(TRM1)$: 실제이익조정 통합측정치 1

$EM_4(TRM2)$: 실제이익조정 통합측정치 2

$Chaebol$: 30대 기업집단이면 1, 아니면 0

$BigOwn$: 최대주주 및 특수관계자 지분율

$Size$: 총자산의 자연대수

CFO : 영업활동으로 인한 현금흐름

MB : 시장가치 대비 장부가치 비율

Lev : 부채비율

$Growth$: 당기매출액/전기매출액

Lag_TA : 전기발생액

$Big4$: 감사인이 Big4면 1, 아니면 0

본 연구에서는 첫 번째 이익조정의 대용치를 산출하기 위해 Modified Jones모형[16]을 원용하였다. 재량적 발생액(DAMJ)은 아래 식에서 산업별-연도별로 추정된 재량적 발생액의 기대치를 실제 총 발생액에서 차감하는 방식으로 산출하였다.

$$\frac{TACC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\triangle REV_{i,t} - \triangle REC_{i,t})}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + v_{i,t} \quad (3)$$

아울러 본 연구에서는 재무성과를 통제하기 위해 주 모형에 영업현금흐름을 포함시킴과 더불어 [17]이 제안한 아래 식과 같은 성과조정 발생액 모형(DAKW)도 동시에 고려한다. 추정방법은 앞서 사용된 수정 Jones모형의 그것과 상이하지 않다.

1) 30대기업집단 지정제도는 공정거래위원회가 재벌들의 독점과 문어발식 기업확장 등 경제력집중을 억제하기 위해 자산총액이 많은 순으로 30개그룹을 지정, 관리하는 것을 말한다.

2) 표로는 제시하지 않았지만, 통제표본 집단을 다양하게 구성하여 동일한 분석을 실시하였다. 먼저 재벌기업과 동종산업에 속하면서, 규모가 비슷한 집단을 일대일 매칭하여 2배수로 구성하였고, 이를 3배수 및 4배수로 확장하여 동일한 분석방법을 적용하였다. 하지만, 연구결과는 질적으로 상이하지 않은 것으로 나타났다.

$$\frac{TACC_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{(\triangle REV_{i,t} - \triangle REC_{i,t})}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{PPE_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + v_{i,t} \quad (4)$$

$ROA_{i,t-1}$: t-1기의 총자산 수익률 (t-1기 당기순이익/t-2기 자산총계)

실제이익조정에 대한 측정치는 [18]이 최초로 제안하고, [19]가 발전시킨 방법을 원용하여 아래 식에서 도출된 TRM(Total Real Earnings Management)을 산출하였다.

$$TRM1 = abprod + abSGA^*(-1) \quad (5)$$

$$TRM2 = abCFO^*(-1) + abSGA^*(-1) \quad (6)$$

여기서,

$abCFO$:실제 CFO에서 아래식의 잔차를 차감한 값

$abProd$:실제 Prod에서 아래식의 잔차를 차감한 값

$abSGA$:실제 SGA에서 아래식의 잔차를 차감한 값[3)]

$$\frac{CFO_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\triangle Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + v_{i,t} \quad (7)$$

$$\frac{\mathrm{Prod}_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_3 \frac{\triangle Sales_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} + \beta_4 \frac{\triangle Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + v_{i,t} \quad (8)$$

$$\frac{SGA_{i,t}}{Asset_{i,t-1}} = \beta_1 \frac{1}{Asset_{i,t-1}} + \beta_2 \frac{Sales_{i,t-1}}{Asset_{i,t-1}} + v_{i,t} \quad (9)$$

본 연구모형의 주 변수인 Chaebol은 대규모 기업집단과 비재벌집단의 이익조정 행위를 비교한다. 만약 대규모집단 기업이 사적이익을 더 추구하고, 외부주주의 이익을 침해하는 방향으로 의사결정을 한다면, Chaebol은 유의한 양(+)의 값을 보일 것으로 기대된다. 반면, 재벌기업들이 비재벌기업에 비해 내면적으로 더 윤리적이라면 Chaebol은 유의한 음(-)의 값을 나타낼 것으로 기대된다. 소유집중도는 총수와 그 일가가 기업에 절대적인 영향력을 행사한다는 점을 인지하고, 최대주주와 특수관계인의 합으로 정의하였다. 한편, 생략변수 문제를 완화하기 위해서 여러 선행연구들을 근거로 다양한 통제변수를 본 모형에 포함하였다. 구체적으로, 규모를 통제하기 위하여 Size변수, 기업성과를 통제하기 위하여 CFO변수, 시장기회를 통제하기 위하여 MB변수, 위험을 통제하기 위하여 Lev변수, 성장성을 통제하기 위하여 Growth변수, 발생액 반전 현상을 통제하기 위하여 Lag_TA변수, 마지막으로 감사품질을 통제하기 위하여 Big4변수가 포함되었다. 반면, 전기발생액과 대형회계법인 여부는 실제이익조정과는 무관한 것으로 판단되어 TRM모형에는 포함되지 않았다. 모든 변수는 K-GAAP에 근거한 재무자료가 사용되었다.

3) *CFO*는 영업현금흐름, *Prod*는 매출원가+재고자산 변화분, *SGA*는 [22]가 정의한 재량적 지출을 의미한다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계 및 상관관계 분석

표 2. 기술통계량 및 차이분석

	Chaebol		*Non-Chaebol*		*Difference*
	Mean	*SD*	*Mean*	*SD*	*t value(z)*
BigOwn	30.27	14.6	33.74	13.9	−2.67(−2.46)**
DAMJ	0.0002	0.13	0.0008	0.15	0.20(0.15)
DAKO	−0.007	0.08	0.0009	0.09	−1.88(−2.53)**
TRM1	−0.043	0.06	0.0062	0.01	−3.93(−5.52)***
TRM2	0.0702	1.62	0.0899	1.15	−0.03(−0.46)

Note 1 Chaebol=27 firms & Non-Chaebol: 241 firms
Note 2 z value is wilcoxon z value from difference test
Note 3 ***, **, * indicate significance level of 1%, 5%, 10% respectively

[표 2]은 집단별 이익조정 행위에 대한 기술통계량 및 차이분석 결과를 제시하고 있다. 대규모 기업집단의 표본 수는 513기업-년이고, 통제집단의 표본 수는 4579기업-년이다. 대규모집단의 지배주주 지분율의 평균은 30.27%, 통제집단의 평균은 33.74%로 나타났다. 두 집단 모두 지분율이 상당히 높은 편으로 나타났으며, 차이분석에서는 비대규모집단의 평균이 유의적으로 큰 것으로 나타났다. 한편, 수정Jones모형에서 도출한 재량적 발생액은 재벌집단의 평균이 0.0002, 비재벌집단의 평균이 0.0008로 나타났다. 하지만 차이분석에서는 유의한 차이를 발견할 수 없었다. (t값 0.2, z값 0.15) 아울러 실제이익통합 측정치2 역시 유의한 이익조정행태의 차이를 발견할 수 없었다. 반면, [17]이 제안한 재량적 발생액모형과 실제이익조정 통합측정치1에서는 재

벌집단이 비재벌집단에 비해 이익조정행위를 덜 행하는 것으로 나타났다.

[표 3]는 주요변수 간의 피어슨 상관관계 분석결과를 제시하고 있다. Chaebol변수는 DAKW와 TRM1과 유의한 음(-)의 관련성을 나타낸 반면, DAMJ와 TRM2와는 유의적이지 않은 것으로 나타났다. 한편 발생액을 통한 이익조정측정치와 실제이익조정 측정치는 전반적으로 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 구체적으로 TRM2를 제외한 모든 이익조정측정치는 상호 관련성이 있는 것으로 나타나, 이는 기업들이 목표 보고이익을 달성하기 위하여 두 가지 이익조정 행위를 병행하여 사용하고 있음을 시사한다. 아울러 소유집중도는 재벌집단에 비해 비재벌집단이 소폭 높은 것으로 나타났고, 이익조정 측정치에 대해서는 유의한 값을 나타내지 않았다.

표 3. 상관관계 분석[4)]

		1.	2.	3.	4.	5.	6.
1.	*Chaebol*	1					
2.	*BigOwn*	−0.04*	1				
3.	*DAMJ*	−0.01	0.01	1			
4.	*DAKW*	−0.02*	0.02	0.62***	1		
5.	*TRM1*	−0.08***	0.03	0.26***	0.30***	1	
6.	*TRM2*	−0.01	0.02	0.001	0.01	0.004	1

Note 1 N=5092 firm-years
Note 2 ***, **, * indicate significance level of 1%, 5%, 10% respectively

2. 패널데이터 분석

본 연구에서는 대규모기업집단에 속한 기업들이 비재벌기업집단에 비해 차별적으로 이익조정행위에 관여한다는 주가설의 검증을 위하여, 패널데이터를 이용한 정적(Static)분석을 실행하였다. 패널데이터의 오차항은 합동(Pooled)데이터와는 상이하게 시간에 따라 변하지 않는 패널의 개체특성을 나타내는 오차항(u_i)과, 시간과 패널 개체에 따라 변하는 순수한 오차항(ϵ_i) 즉, 2개로 구성되어 있다.

본 연구에서 사용된 확률효과 모형은 일반 OLS로 추정할 경우, 1계 자기상관문제가 발생할 수 있다 [20]. 따라서 본 연구에서는 선형회귀모형에서 존재할 수 있는 오차항의 자기상관 문제를 고려한 공분산 행렬 가중치(Covariance matrix weight)를 이용하여 확률효과 GLS 분석을 실시하였다.

[표 4]은 확률효과 GLS분석에 따른 재량적 발생액 모형의 결과를 제시하고 있다. 먼저 Chaebol은 모든 발생액 이익조정 측정치에 대해 음(-)의 부호를 나타내었지만 유의한 값은 관찰되지 않았다. 이는 규제기관의 관리를 받고 있는 30대 대규모집단에 속한 기업과 그렇지 않은 기업의 이익조정 수준의 차이는 존재하지 않는 것을 의미한다. 대규모집단은 많은 이해관계자의 관심을 받고 있고, 특히 외국인 투자자 및 기관투자자의 지분율이 상대적으로 높은 편이라 할 수 있다. 외부기관 주주들은 높은 수준의 투명성을 요구하고, 정보 수집능력과 분석이 다른 정보이용자에 비해 높기 때문에, 기업경영 감시자로서의 역할을 수행할 수 있다[21]. 하지만, 그 효과의 차이가 경영자 재량권에 의한 발생액 이익조정에서는 두드러지지 않은 것으로 나타났다.

표 4. 재량적 발생액 모형

$$DAMJ(KO) = \alpha_0 + \alpha_1 Chaebol_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 MB_{i,t} + \alpha_5 Lev_{i,t} + \alpha_6 Growth_{i,t} + \alpha_7 Lag_TA_{i,t} + \alpha_8 Big4_{i,t} + u_{i,t} + \epsilon$$

	DAMJ	*DAKW*
Intercept	−0.111(−3.18)***	−0.029(−1.27)
Chaebol	−0.005(−0.61)	−0.007(−1.25)
Size	0.006(3.56)***	0.002(2.65)***
CFO	−0.318(−19.76)***	−0.208(−20.67)***
MB	−0.003(−1.00)	−0.005(−2.16)**
Lev	0.001(0.66)	0.002(1.19)
Grw	−0.017(−0.14)	−0.012(−0.16)
LagTacc	0.024(4.15)***	0.008(2.42)***
Big4	−0.004(−0.92)	−0.002(−0.05)
Industry	*Included*	*Included*
Wald Chi2	441.03***	444.21***
Panel	268	268
Obs	5092	5092

Note 1 ***, **, * indicate significance level of 1%, 5%, 10% respectively

그 외 통제변수들에 대한 설명은 다음과 같다. 먼저 기업규모를 통제하기 위해 포함된 Size변수는 발생액 이익조정 측정치에 대해 유의한 양(+)의 관련성을 보이는 것으로 나타났다. 이는 규모가 큰 기업이 이익조정

4) 표로는 제시되지 않았지만, 모든 통제변수에 대한 기술통계량 및 단변량 분석 그리고 상관관계분석이 수행되었다. 분석결과 변수간의 상관관계가 높지 않았고, 별도로 실시된 다중공선성 검증에서는 VIF값이 3을 초과하지 않은 것으로 나타났다.

행위를 더 행한다는 것을 의미한다. 성과를 통제하기 위해 포함된 CFO변수는 발생액 이익조정과 강력한 음(-)의 관계에 있는 것으로 나타났다. 이는 성과가 좋은 기업들이 이익을 상향보고 하려는 유인이 낮을 것이라는 직관과 일치한다. 시장의 기회를 통제하기 위해 포함된 MB변수는 음(-)의 부호를 나타내었지만, DAKO 변수에 대해서만 유의한 것으로 나타났다. 반면 부채비율, 성장성, 대형회계법인 여부는 선행연구와 일관되게 음(-)의 부호를 나타내었지만, 유의수준은 관찰되지 않았다. 마지막으로 발생액 반전현상을 통제하기 위해 포함된 Lag_Tacc는 유의한 양(+)의 값을 나타내었다.

표 5. 실제이익조정 모형

$$TRM1(2) = \alpha_0 + \alpha_1 Chaebol_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 CFO_{i,t} + \alpha_4 MB_{i,t} + \alpha_5 Le + \alpha_6 Growth_{i,t} + u_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

	TRM1	TRM2
Intercept	-0.009(0.81)	-5.807(-7.87)***
Chaebol	-0.022(-1.85)*	-0.971(-1.89)*
Size	0.001(2.71)***	0.348(9.12)***
CFO	-0.569(-64.67)***	1.133(-15.35)***
MB	-0.004(-2.28)**	-0.014(-0.91)
Lev	0.002(1.18)	0.006(0.06)
Grw	-0.031(-2.77)***	-0.052(-1.44)
Industry	*Included*	*Included*
Wald Chi2	422.06***	324.47***
Panel	268	268
Obs	5092	5092

Note 1 ***, **, * indicate significance level of 1%, 5%, 10% respectively

[표 5]는 확률효과 GLS분석에 따른 실제이익조정 모형의 결과를 제시하고 있다. 연구결과를 살펴보면, Chaebol은 모든 실제이익조정 측정치에 대해 10% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성을 나타내었다. 실제이익조정행위는 기업의 가치를 크게 오인시키고, 미래 경영성과 뿐만 아니라 주가성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 알려져 있다[22]. 이는 대규모집단 기업들이 비재벌집단에 비해 장기적 안목으로 의사결정을 내리며, 총수 및 그 일가들이 경영자들의 단기 보고이익 달성을 위한 기회주의적 행동을 효율적으로 감시하는 것으로 해석할 수 있다.

그 외 생략변수 문제를 완화하기 위해서 포함된 통제변수들의 결과는 다음과 같다. Size와 CFO는 실제이익조정행위와 각각 유의한 양(+)과 음(-)의 관련성을 보였다. 이는 규모가 큰 기업일수록 실제이익조정 행위를 더 행하며, 성과가 높은 기업일수록 이익 상향보고의 유인이 낮은 것을 의미한다. MB와 Grw는 실제이익조정행위에 대해 음(-)의 부호를 나타내었지만, TRM1에 대해서만 유의한 것으로 나타났다. 마지막으로 부채비율은 실제이익조정과 양(+)의 관련성을 나타내었지만, 유의하지 않았다.

[표 6]은 대규모집단의 지배주주 지분율 변동에 따른 이익조정행태의 검증결과를 제시하고 있다.[5] Chaebol 변수는 발생액을 통한 이익조정와 관련성이 없는 것으로 나타난 반면, 실제이익조정 행위와는 유의한 음(-)의 관련성을 보였다. 한편, 기업의 소유집중도를 나타내는 BigOwn은 TRM1을 제외한 모든 변수와 유의한 관련성을 나타내지 않았다. 즉, 통제권을 가진 지배주주의 지분율이 높다고 해서, 이익조정이 차별적으로 행해진다는 강력한 증거는 관찰되지 않았다.

가설2를 검증하기 위하여 포함된 지분율과 재벌더미의 상호작용 변수 Chaebol*BigOwn은 모든 이익조정 측정치에 대해 음(-)의 값을 보였지만, TRM1에 대해서만 5%수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 대규모집단은 지배주주의 통제지분율이 높은 경우 실제이익조정 행위를 제한한다고 해석할 수 있지만, 강력한 증거는 관찰되지 않았다. 본 분석에 포함된 통제변수의 결과는 앞서 실시된 가설 1 검증결과의 그것과 질적으로 상이하지 않았다.

V. 추가분석

본 연구에서는 대규모집단이 비재벌기업에 비해 이익조정행위에 차별적으로 관여하는지를 분석하기 위해 패널데이터의 확률효과 GLS 분석을 시행하였다. 하지만 경영자의 도덕성과 같은 관측불가능한 요인이 이익

5) Dataguide를 비롯한 국내 데이터베이스에서는 2000년 이전의 지분율 자료가 이용가능하지 않다. 따라서 ,지분율을 포함한 모형에서는 2000년에서 2010년 사이의 재무자료가 사용되었다.

표 6. 지배주주 지분율 변동에 따른 이익조정

Model: $EM_{i,j,t(j=1,2,3,4)} = \alpha_0 + \alpha_1 Chaebol_{i,t} + \alpha_2 BigOwn + \alpha_3 Chaebol_{i,t} * BigOwner_{i,t} + \alpha_4 Size_{i,t} + \alpha_5 CFO_{i,t} + \alpha_6 MB_{i,t} + \alpha_7 Lev_{i,t} + \alpha_8 Growth_{i,t} + \alpha_9 Lag_TA_{i,t} + \alpha_{10} Big4_{i,t} + u_{i,t} + \epsilon_{i,t}$

	DAMJ	*DAKW*	*TRM1*	*TRM2*
Intercept	−0.104(−3.24)***	−0.022(−1.02)	−0.076(−2.09)**	0.516(0.72)
Chaebol	−0.002(−0.17)	−0.012(−1.67)	−0.036(−2.46)**	−0.047(−1.83)*
Bigown	0.048(0.49)	0.085(0.14)	0.014(2.26)**	0.037(1.36)
*Chaebol*Bigown*	−0.002(−1.48)	−0.004(−1.65)	−0.002(−1.86)*	−0.001(−1.56)
Size	0.063(3.59)***	0.016(2.51)**	0.051(2.62)***	0.018(3.49)***
CFO	−0.307(−19.37)***	−0.201(−20.29)***	−0.556(−31.24)***	−0.958(−15.83)***
MB	−0.042(−1.09)	−0.059(−2.47)**	−0.069(−3.29)***	−0.075(−0.21)
Lev	−0.002(−0.77)	−0.016(−1.01)	0.002(1.46)	0.041(0.16)
Grw	−0.187(−0.15)	−0.102(−0.13)	−0.299(−4.36)***	−0.102(0.82)
LagTacc	0.015(2.46)***	0.079(2.14)**		
Big4	−0.005(−0.95)	−0.006(−0.18)		
Industry	*Included*	*Included*	*Included*	*Included*
Wald Chi2	386.14***	432.82***	379.67***	136.04***
Panel	268	268	268	268

Note 1 ***, **, * indicate significance level of 1%, 5%, 10% respectively
Note 2 For variable definition, refer to 2. research design.

조정변수와 설명변수에 모두 영향을 미친다면 이는 잔차의 이분산을 유발하게 되고, 결과적으로 내생성 문제의 원인이 된다. 이를 통제하기 위한 일환으로 고정효과모형(Fixed effect model)이 유용할 수 있지만, 이는 실제 값에서 패널의 평균을 차감하는 방식을 거치는 within변환의 적용이 불가피하기 때문에, 본 연구의 주변수인 Chaebol과 같은 시간에 따라 변하지 않는 변수는 추정되지 않는 단점이 있다. 따라서 본 연구에서는 Chaebol변수를 추정하면서 일치추정량을 얻을 수 있는 HT 도구변수를 이용한 확률효과 모형을 채택하였다[23].[6)]

[표 7]은 하우즈만 테일러 분석결과를 제시하고 있다. 본 모형에 포함된 모든 통제변수는 주 분석의 그것들과 상이하지 않다. 이분산 존재가 의심되는 패널의 잔차를 고려한 Hausman분석에서, Chaebol은 모든 이익조정측정치에 대해 음(-)의 값을 나타내었지만, 실제이익조정측정치에 대해서만 각각 5%, 10%수준에서 유의한 값을 보였다. 이는 주 분석의 결과를 강건하게 해주는 결과이다. 본 분석에 포함된 통제변수의 결과는 주 분석의 그것들과 질적으로 상이하지 않았다.[7)]

표 7. Hausman and Taylor 추정

	DAMJ	*DAKW*	*TRM1*	*TRM2*
Chaebol	−0.004 (−0.51)	−0.007 (−1.19)	−0.031 (−2.02)**	−0.104 (−1.81)*
Controls		*Included*		
Wald Chi2	464.01***	474.02***	375.72***	38.7***
Panel	268	268	268	268
Obs	5092	5092	5092	5092

Note 1 ***, **, * indicate significance level of 1%, 5%, 10% respectively

VI. 결론

본 연구에서는 총수 및 그 일가에 의해 절대적인 영

6) HT 모형은 고정효과를 고려한 확률효과 모형이라고 할 수 있다. 추정절차는 다음과 같다. 먼저 주모형의 식을 within변환을 적용한 고정효과 모형을 이용하여 모든 계수에 대한 일치추정량을 산출한다. 둘째, 고정효과 모형에서 생성된 잔차를 종속변수로, Chaebol과 외생변수를 설명변수로 두어 도구변수를 산출한다. 셋째 앞서 산출한 고정효과 계수와 도구변수 계수를 이용하여 확률효과 모형을 추정하기 위해 필요한 잔차의 추정치를 산출한다. 마지막으로 잔차 추정치를 이용하여 확률효과 GLS 분석을 실시한다.

7) 표로 제시되지는 않았지만, 지분율 변동에 따른 대규모집단의 이익조정 행태 분석도 Hausman & Taylor변환을 통하여 재시행 되었지만, 분석결과는 질적으로 달라지지 않았다.

향력을 받고 있는 대규모기업집단이 그렇지 않은 기업에 비해 이익조정행위에 차별적으로 관여하는지를 고찰하였다. 한국 재벌의 경우 총수를 중심으로 그 일가들이 직·간접적으로 경영의 중요한 의사결정에 지대한 영향력을 미치는 것으로 알려져 있다. 본 연구에서는 선행연구에서 간과한 기업특성 및 잠재적 이분산에 기인한 내생성 문제를 통제하고자, 1992년부터 2010년까지 19년 동안 268개 기업의 반복적 패널데이터를 사용하여 분석결과의 신뢰도를 높이려 노력하였다. 연구결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 재벌집단에 속해 있는 기업들의 발생액을 이용한 이익조정행위는 그렇지 않은 기업들의 이익조정행위 수준과 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다. 반면 대규모집단에 속한 기업들은 비재벌기업집단에 비해 실제이익조정행위는 덜 행하는 것으로 나타났다. 이는 미래경영성과 및 장기주가에도 부정적인 영향을 미치고, 기업가치 또한 크게 오인시키는 실제이익조정행위를 대규모집단이 회피한다는 것으로 해석할 수 있다. 둘째, 대규모집단 기업을 지배하는 주주들의 지분율은 모든 이익조정 측정치에 음(-)의 부호를 나타내었지만, TRM1에 대해서만 유의한 수준이 관찰되었다. 이는 대기업집단 지배주주의 지분율이 높을수록 기업가치를 크게 오인시키는 실제이익조정행위는 제한한다고 해석할 수 있지만, 강력한 증거는 관찰되지 않았다.

본 연구는 재벌기업의 장기간 반복되는 시계열특성과 횡단면적 특성을 동시에 고려한 패널데이터를 이용하여, 재벌기업의 이익의 질에 대한 보다 신뢰할 수 있는 결과를 제공했다는 점에서 의미가 크다고 할 수 있다.

참 고 문 헌

[1] M. Jensen and W. Meckling, "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure," Journal of Financial Economics, Vol.3, pp.305-360, 1976.

[2] A. Ali, T. Y. Chen, and S. Radhakrishnan, "Corporate disclosures by family firms," Journal of Accounting and Economics, Vol.44, pp.238-286, 2007.

[3] S. Claessens, S. Djankov, and L. H. P. Lang, "The separation of ownership and control in East Asian Corporations," Journal of Financial Economics, Vol.58, pp.81-312, 2000.

[4] 안홍복, 최강득, 송준협, "소유구조와 이익정보의 관련성 분석", 회계학연구, 제27권, 제4호, pp.1-30, 2002.

[5] A. A. Berle and G. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan, 1932.

[6] T. Warfield, J. J. Wild, and K. Wild, "Managerial ownership, accounting choice, and informativeness of earnings," Journal of Accounting and Economics, Vol.20, pp.61-91, 1995.

[7] A. Klein, "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earning Management," Journal of Accounting and Economics, Vol.33, pp.375-400, 2002.

[8] R. F. La Porta, Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer and R. W. Vishny, "Law and Finance," Journal of Political Economy, Vol.106, pp.1113-1155, 1998.

[9] R. F. LaPorta, Lopes-Silanes, and A. Shleifer, "Corporate ownership around the world," Journal of Finance, Vol.54, pp.471-517, 1999.

[10] R. F. La Porta, Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer, and R. Vishny, "Investor protection and corporate governance," Journal of Finance Economics, Vol.58, pp.3-27, 2000.

[11] K. Klassen, "The impact of inside ownership concentration on the trade-off between financial and tax reporting," The Accounting Review, Vol.72, pp.455-474, 1997.

[12] M. Hung, "Accounting Standards and Value Relevance of Financial Statements: An

International Analysis," Journal of Accounting and Economics, Vol.30, pp.305-360, 2001.
[13] 박종일, "기업지배구조와 이익조정 최대주주 지분율을 중심으로", 회계학연구, 제28권, 제2호, pp.135-172, 2003.
[14] 최성규, 김경민, "소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조정", 회계학연구, 제26권, 제1호, pp.153-175, 2001.
[15] 한정희, 문상혁, "소유지분율에 따른 경영자의 차별적인 이익조정행태", 학술발표자료, 한국경영교육학회, 2010.
[16] P. Dechow, R. Sloan, and A. Sweeney, "Detecting earnings management," The Accounting Review, Vol.70, pp.193-225, 1995.
[17] S. P. Kothari, A. J. Leone, and C. E. Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," Journal of Accounting and Economics, Vol.39, No.1, pp.163-197, 2005
[18] S. Roychowdhury, "Earnings Management through Real Activities Manipulation," Journal of Accounting and Economics, Vol.42, pp.335-370, 2006.
[19] D. Cohen and P. Zarowin, "Accrual-Based and Real Earnings Management Activities around Seasoned Equity Offerings," Journal of Accounting and Economics, Vol.50, pp.2-19, 2010.
[20] B. H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data,* New York: John Wiley, 2008.
[21] 전영순, "외국인투자자 및 기관투자가의 투자의사결정과 회계이익의 질", 경영학연구, 제32권, 제4호, pp.1001-1032, 2003.
[22] 김지홍, 고재민, 고윤성, "적자 회피 및 이익 평준화를 위한 실제 이익조정 활동", 회계저널, 제17권, 제4호, pp.31-63, 2008.
[23] J. A. Hausman and W. E. Taylor, "Panel Data and Unobservable Individual Effects," Econometrica, Vol.49, No.6, pp.1377-1398, 1981(2).

저 자 소 개

임 형 주(Hyoung-Joo Lim) 정회원

- 2004년 : International College of Hotel management(학사)
- 2009년 : 부산대학교 경영학과(석사)
- 2010년 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과(박사)

<관심분야> : 지배구조, 이익조정, 보수주의, 패널데이터, CSR, IFRS