

# 기업특성 및 사외이사 특징이 기업의 부정행위에 미치는 영향: 중국상장기업을 중심으로\*

소유하

충남대학교 경상대학 회계학과 석사

백혜원

충남대학교 경상대학 경영학부 교수

## The Effect of Firm Characteristics and Outside Directors Characteristics on Fraud : Evidence from Chinese Listed Companies

Wei-He Xiao<sup>a</sup>, Hye-Won Paik<sup>b</sup>

<sup>a</sup> Department of Business, Chungnam National University, South Korea

<sup>b</sup> Department of Business, Chungnam National University, South Korea

*Received 31 August 2021, Revised 16 September 2021, Accepted 21 September 2021*

### Abstract

**Purpose** - Our study examines the determinant factors of corporate financial fraud and whether the characteristics of outside directors tend to decrease the fraud in China.

**Design/methodology/approach** - The data come from the enforcement actions of the Chinese Securities Regulatory Commission (CSRC). The multiple regression analysis were hired in order to analyze the data.

**Findings** - Firms that have smaller size, higher debt ratio, or lower return of assets are associated with the incidence of fraud. However, the firms that have a high proportion of outside directors on the board or whose outside directors have a high compensation are less likely to engage in fraud. Our results show that outside directors monitor the actions of managers and thus help deter fraudulent acts. On the other hand, fraud is more associated with the local outside directors rather than outside directors who are from other locations. Since local outside directors tend to be more related with managers of firms, they can lose their independence.

**Research implications or Originality** - Our findings have implications for the design of appropriate outside directors systems for China-listed firms. Moreover, our results imply that recruiting outside directors from other regions can improve the expertise and independence of outside directors in China. Our study contributes to provide more useful information about investors' investment decisions or management oversight and regulators' decisions on audit activities by disclosing information relating to the characteristics of outside directors.

**Keywords:** Fraud, Outside director compensation, Outside director location, Proportion of outside directors

**JEL Classifications:** C30, M41

\* 이 논문은 충남대학교 학술연구비 지원에 의한 논문임.

<sup>a</sup> First Author, E-mail: 294945423@qq.com

<sup>b</sup> Corresponding Author, E-mail: hwpaik@cnu.ac.kr

© 2021 The Institute of Management and Economy Research, All rights reserved.

## I. 서론

중국을 신흥 시장 국가로서, 회사 지배 구조와 중소 주주 권익의 보호 체제가 아직 완벽하지 않아서 기업의 부정행위가 빈번히 발생한다. 중국 루이싱(Lucki)커피는 한때 스타벅스를 위협할 것으로 기대되었으나 회계장부를 조작해 매출을 부풀리는 회계부정으로 최대주주가 주식 전부를 포기하였다. 미국에 상장된 중국 교육업체인 하오웨이(TAL Education Group)는 내부직원의 부정행위 발견으로 시외외거래에서 주가가 급락하였다.<sup>1)</sup> 기업의 부정행위에는 이익 부풀리기, 허위 자산 기재, 중대한 정보 누락, 주식 부당 매매, 주가 조작 등이 포함된다. 중국 정부는 증권사기와 회계부정 등 주식시장 불법행위에 대한 단속을 강화할 방침이라고 보도하였다.<sup>2)</sup>

사외이사는 기업의 경영진을 감시·감독하고 기업 경영과 관련하여 중요한 의사결정을 하는 이사회 구성원이다. 1940년에 미국 투자회사법은 사외이사를 이사회 일부로 정식화하였는데, 이러한 외부인은 독립성이 강하기 때문에 경영자의 독단적인 회계선택을 방지하여 재무보고의 투명성과 객관성을 높이는데 기여할 수 있다. 중국은 1993년에 사외이사제도를 처음 도입하였으나, 사외이사가 실제로 입법형식으로 중국에 진입한 것은 2001년이다. 중국증권감독위원회(China Securities Regulatory Commission)는 사외이사제도의 설립과 완비 등에 대해 “상장회사에서의 사외이사제도 구축에 관한 지도의견”을 발표하고, 전체 이사회 인원수에서 사외이사 수가 차지하는 비율이 1/3 이상이어야 함을 보고하였다. 사외이사 제도를 도입하는 목적은 주로 이사회 지배구조를 완비하고, 경영진을 감독하고 제약하는 지배 제도를 구축하기 위함이며, 이를 통하여 상장회사와 중소주주의 이익을 보호하는 것이다.

본 연구의 목적은 중국 상장기업들을 대상으로 부정행위를 행하는 기업들의 특성을 살펴보고, 사외이사의 특징에 따라 이러한 기업의 부정행위가 감소하는지를 실증분석하는 것이다. 2001년 사외이사제도를 완비한 이후 중국 시장에서 사외이사가 기업의 이해관계에서 벗어나 독립적 감시기능을 제대로 하고 있는지를 살펴본다는 점에서 본 연구는 의미가 있다. 사외이사 특징은 사외이사의 보상, 사외이사의 비율, 그리고 사외이사의 근무지가 상장회사 소재지와 일치하는지 여부를 살펴보았다. 중국은 특히 영토가 넓고, 각 지역 간의 법규 환경 및 산업화 과정에 큰 차이가 존재하기 때문에, 타지역의 사외이사들은 회사 소재 지역의 법률 법규에 대한 지식이 부족할 가능성이 크다. 따라서 본 연구는 중국의 지리적 특성을 고려하여 사외이사 영입 시 타지방에서 영입하는지 아니면 본사와 같은 지역에서 영입하는지 여부를 사외이사의 특성으로 추가하여 분석하였다는 점이 선행연구와 차별화된다.

본 연구의 결과, 사외이사의 보상이 높을수록, 사외이사 비율이 높을수록, 부채비율이 높은 기업의 부정행위가 감소하였다. 반면, 사외이사의 근무지가 상장회사의 소재지와 일치하는 경우, 부채비율이 높은 기업의 부정행위는 오히려 증가하였다. 본 연구는 중국시장에서 사외이사 보상과 사외이사비율이 기업의 투명성과 건전성을 높이는 측면에서 긍정적인 영향을 미치고 있음을 보여주었다는 점에서 의의가 있다. 그러나 특히 중국에서는 사외이사를 영입하는 경우 타지역에서 영입할지, 회사 소재지와 같은 지역에서 영입할지 여부는 사외이사의 전문성과 독립성 측면에서 신중하게 고려해야 할 사항임을 제시하고 있다. 또한 본 연구는 사외이사의 특성에 대한 정보를 자세하게 공시하면 투자자의 투자 의사결정이나 관리 감독, 규제 당국의 감사 활동에 도움을 줄 것이라는 점을 확인하였다는 점에서 공헌도가 있다.

## II. 이론적 배경 및 연구가설

### 1. 기업부정행위

회사의 부정행위는 상장회사의 경영진이 법규를 위반하는 행위이며, 내부자 거래, 시장 조작, 정보 조작, 정보공시 위반이나 범죄 등이 해당된다. 내부자 거래는 주식 가격에 영향을 줄 수 있는 내부 정보를

1) 美중시 비상장사 두 곳 회계조작 의혹, 제2의 루이싱커피 우려(2020.4.8. 연합뉴스포맷스)

2) 중국, 증권사기·회계부정 등 중시 불법행위 단속 강화(2020.7.13. 뉴시스)

유출하여 내부자나 타인이 부당한 이익을 얻는 과정을 말한다. 시장 조작이란 자금이나 정보를 이용해 정상적인 시장 공급순서를 무너뜨리고 주식의 정상적인 시장가격을 바꿔 시장가격과 주가가치가 크게 괴리되어 이를 모르는 시장참여자가 오관하도록 오도하는 것을 말한다. 정보조작이란 정보의 비대칭성을 이용해 증권시장과 금융시장에 괴담이나 부실자료를 유포해 모르는 시장참여자의 잘못된 판단을 유도하고 주가가격을 조작해 스스로 부당이득을 취하는 행위를 말한다. 정보공시 위반이란 회사 홈페이지, 사업설명서 또는 재무보고서 등을 통해 회사의 재무정보 및 경영실태를 주주들과 잠재적 투자자들에게 공개하는 정보공시 과정에서 법령을 위반하는 행위로 중대한 누락, 부실한 공시, 허위 정보 공시 등을 포함한다.

최관, 정문중, 최국현(2001)은 특수관계자와의 채권이 총자산에서 차지하는 비중이 큰 기업일수록 금융감독원의 감리에 지적될 가능성이 높음을 보고하였다. 즉 우리나라는 재벌 집단 속에서 특수관계가 있는 기업들 사이에 내부거래를 통하여 이익을 조작할 수 있는 여지가 있음을 의미한다. 박애영(2014)은 감리지적기업을 대상으로 하여 회계부정기업의 회계정보 유용성을 분석하였다. 코스닥 시장의 중요한 질적 문제인 횡령과 배임, 회계처리 위반으로 인한 고발 등을 함께 고려하여 회계부정기업의 정의를 확장하고 코스닥 회계부정기업의 순이익정보는 가치관련성이 낮음을 보고하였다. 최관과 백원선(1998)은 금융비용부담이 클수록, 전기손익수정손익항목의 비중이 클수록, 그리고 재량적 발생액이 클수록 이익조작기업으로 지적받을 가능성이 큼을 보고하였다. Nelson et al.(2002)의 연구는 여러 가지 이익조정 방법 중에서 매출계정을 통한 이익조정<sup>3)</sup>이 경영자가 가장 효과적으로 수행할 수 있는 방법이라고 지적하였다.<sup>4)</sup> 정아름과 정도진(2019)의 연구는 첨단 기술(high-tech)산업의 경우 투자자로부터 기업가치 평가 금액을 높게 받고자 재량적 수익을 통한 이익조정을 실시한다고 주장하였다. Cahan (1992)은 독점관련 규정을 위반한 기업들은 독점관정을 피하기 위해 독점력을 판단하는데 기준이 되는 보고이익을 하향조정하는 경향이 있다는 결과를 제시하였다.

규모가 클수록 사회적 영향이 크고 많은 사람들의 관심의 대상이 되기 쉽기 때문에 정치적 비용을 지불할 가능성이 크다. 정치적 비용가설에 의하면 기업은 높은 정치적 비용을 지불할 가능성이 클 경우 현재의 이익을 미래의 기간에 이연시키는 조정을 한다. 규모가 큰 회사일수록 더 많은 사회 대중의 관심과 감독 부서에 더 엄격한 감시를 받게 되고, 회사도 회계 정보의 질에 대한 요구가 높다(Xia et al., 2016). 부채계약가설에 의하면 기업은 부채계약이 위반될 가능성이 있는 경우 이를 회피하고자 이익을 조정한다. 최효순(2008)은 부채비율이 증가할수록 보고이익을 증가시키는 회계 선택을 하고 있음을 재량적발생액을 대응치로 실증분석하였다.

기업의 총자산이익률은 수익성을 나타내는 지표로, 수익성은 기업의 기술 혁신뿐 아니라 리스크 감수 능력에도 영향을 준다. 수익이 증가하면 기업에 더 많은 연구개발 자금을 제공할 수 있고, 리스크에 대한 감수 능력을 증가시켜 기업 규정 위반 행위가 발생할 확률을 낮출 수 있다. 이계원(1993)은 매출총이익률이 기업의 전반적인 영업활동 성과를 나타내므로, 총자산이익률이 높으면 재무활동이 건강하고 효율적임을 의미하는 것으로 보았다. 즉 비효율적인 경영으로 인하여 장기적으로 총자산이익률이 일정수준을 유지하지 못하면, 계속된 손실은 기업의 자금 흐름을 어렵게 하고 부채를 증가시킨다. Beasley et al. (2000)에 의하면 분식회계기업은 일반적으로 규모가 작고, 상장되지 않은 기업이고, 경영성과가 매우 저조함을 보고하였다. 본 연구는 선행연구들을 바탕으로 기업의 규모가 작을수록, 부채비율이 클수록, 또는 총자산이익률이 작을수록 기업의 부정행위는 증가할 것이라는 가설을 설정하였다.

**H 1-1** 기업의 규모와 기업부정행위는 음(-)의 관계가 있다.

**H 1-2** 기업의 부채비율과 기업부정행위는 양(+)의 관계가 있다.

**H 1-3** 기업의 총자산이익률과 기업부정행위에 음(-)의 관계가 있다.

## 2. 사외이사의 특징

- 3) 이익조정(earnings management)은 경영자의 재량으로 회계방법을 선택하며 이루어지는 것이며, 불법적으로 이익조작(earnings manipulation)을 하는 것과는 달리 합법적이다.
- 4) 한국공인회계사회에서 발표하는 2019년 감사보고서 감리결과 및 주요 지적사태에 따르면, 매출채권, 매출과 같은 수익관련 항목의 비중이 매우 높다는 것을 알 수 있다.

이사회는 주주와 경영진을 연결하는 연결고리로서 회사 경영의 핵심이며, 기업의 경영행위를 규제하는데 중요한 의미를 가진다. 따라서, 기업의 부정행위에 대한 대부분의 선행연구들은 이사회역의 역할을 강조하고 있다. 사외이사는 회계감사 선택, 감사인과의 의사소통, 회사정보 및 공시에 대한 감독 등을 통해 회사의 분식회계와 허위정보 공시 등의 위반행위를 억제할 수 있다. 사외이사는 회사에 상근하지 않는 이사로서, 독립적 지위에서 회사 경영을 감독하는 역할을 수행한다.<sup>5)</sup> Beasley (1996)는 기업의 이사회에서 사외이사의 비중이 높고, 또 사외이사 중에서 기업과 특수한 관계가 없는 독립적인 구성원이 많을수록 분식회계가능성이 낮음을 보고하였다. 사외이사들은 경제, 회계, 법률 등 전문적인 지식을 갖고 있으며, 이들의 네트워크는 여러 모로 기업에 도움이 되므로, 대부분의 사외이사들은 맡은 직무 외에 다른 회사의 사외이사를 겸직하는 특징을 가지고 있다(Fama and Jensen, 1983; 이균봉, 2018). 사외이사는 위원회에서의 정책결정에 대한 질을 향상시킬 수 있으며, 사업의 장기 전략을 수립하는데 도움이 되며, 경영자의 업무에 대한 감독 기능을 수행할 수 있다(임혜경, 2013). Vafeas (1999)는 이사회역의 개최빈도가 많은 기업일수록 재무성과치가 높다는 결과를 보여주었으며, 이는 이사회역의 개최회수가 많을수록 경영자의 감시·감독의 효율성이 증가함을 알 수 있다. 박경서, 이은성, 장하성(2004)는 사외이사의 비율과 지배주주 및 친족의 지분과의 관계는 유의한 음(-)의 관계임을 보고하였다. 이는 지배주주가 경영권을 극대화하기 위해 사외이사의 참여를 제한하는 것으로 보았다. 또한 사외이사의 선임비율과 사외이사의 참석률은 정(+ )의 관계를 보였으며, 이는 내부지분율이 높을수록 경영자에게 유리한 사외이사가 많이 선임되며, 사외이사의 참석율도 높아짐을 알 수 있다.

## 1) 사외이사의 보상과 기업부정행위에 관한 연구

Deutsch et al. (2007)의 연구에서는 사외이사의 주식관련 보상이 높을수록 기업의 R&D 투자비중이 높아진다는 결과를 보여주었다. Lambert and Larcker (1987)에 의하면 경영성과가 양호할수록 사외이사 보상이 높은 것으로 나타났다. Perry (1999)는 사외이사가 경영진을 적절히 감시·통제하기 위해서는 적절한 보상이 주어져야 효과성이 증가된다고 보고하였다. 정형모, 송동섭, 심재우(2013)는 사외이사 비율, 감사위원회 설치 여부, 사외이사 보상은 모두 실제이익조정을 억제하는 효과가 있다는 결과를 보여주었다. 선행연구들은 사외이사 보상은 사외이사 특성을 강화시켜 발생액 이익조정을 억제 시키는 효과를 나타낸다고 보고하고 있다(서영미, 고재민, 이호영, 2010; 이호영, 김수연, 고재민, 채수준, 2010). 진태홍(2003)의 연구는 경영자와 주주 사이의 대리인문제를 해결하기 위하여 경영자 보상을 성과와 연계시키는 것처럼 사외이사 보수를 성과와 연계시키면 사외이사는 주주의 이해관계와 일치하여 경영자의 감시통제 효과성이 증대한다는 결과를 보여주었다. 지성권, 신성욱, 한석재(2007)는 사외이사에게 주어지는 보상이 경영진의 감시통제 효과성에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과, 사외이사 1인당 현금보상이 높은 기업의 경우 매출액 대비 연구개발투자비중이 높은 것으로 나타났는데, 이는 사외이사가 경영자를 통제하여 단기성과에 집중하는 것이 아닌 연구개발 활동을 수행하도록 유도한다는 결과를 보여주고 있다.

반면 사외이사 보상이 부정적이라는 Jensen (1993)의 논문에서는 과도한 보상은 경영진과 타협하여 기회주의적인 행동을 묵인하는 수단으로 이용되며 경영진을 감시할 유인이 적어진다고 보고하고 있다. Brick et al. (2006)도 이사들에 대한 비기대보상이 경영자와 이사들의 결탁으로 인한 결과로 해석하였다.

이처럼, 사외이사 보상은 사외이사의 본래 역할을 수행하는 촉매제 역할을 하는 결과를 보여주지만, 반대로 경영자와 결탁하여 기회주의적 행동을 묵인하는 대가로 이용된다는 결과도 보여준다. 본 연구에서는 2001년 사외이사 제도를 정비한 이후 사외이사의 보상이 실제 기업부정행위를 억제하는 본래의 긍정적인 역할을 할 것인지, 아니면 기회주의적 행동을 묵인하는 대가로 부정행위가 증가할 것인지를 알아보기 위해서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

**H 2-1** 사외이사 보상은 기업의 규모와 기업부정행위의 관계에 영향을 미친다.

**H 2-2** 사외이사 보상은 기업의 부채비율과 기업부정행위의 관계에 영향을 미친다.

5) 사외이사의 독립적 지위 확보를 위해, 상법에서는 주주나 주주/임원의 가족 등은 사외이사로 선임할 수 없도록 정하고 있다(상법 제 382조 제3항).

**H 2-3** 사외이사 보상은 기업의 총자산이익률과 기업부정행위 관계에 영향을 미친다.

## 2) 사외이사비율과 기업 부정행위에 관한 연구

Weisbach (1998)는 소유경영자와 사외이사비율간의 관계는 부(-)의 관계가 존재한다고 하였다. 또한 최고경영자를 감독하는 데 있어 사내이사와 사외이사의 행동에 차이가 있다는 가설을 검증하였다. 사외이사비율이 높은 이사회는 주식수익률이 하락할 경우, 최고경영자를 해임할 가능성이 사외이사 비율이 낮은 이사회보다 3배 정도 크다는 결과를 보였다. 이러한 결과는 사외이사가 CEO 해임과 관련하여 이사회의 의사결정에 중요한 영향을 미치고 있음을 의미한다. Beasley (1996)는 이사회 구성과 재무제표 부정 발생간의 관계를 연구한 결과, 이사회에서 사외이사가 차지하는 비율이 높을수록 재무제표의 신뢰성이 높게 나타났다. 이러한 연구결과는 사외이사의 비율이 높은 이사회가 재무제표 부정 가능성을 줄이는데 중요한 역할을 한다는 사실을 보여준다. Dechow et al. (1995)은 회계이익을 위반하면서 보고이익을 과대 계상하는 기업을 대상으로 지배구조와 이의조정 관계의 관계를 조사하였다. 결과로는 사내이사 비율이 높을수록 이익을 과대 계상하는 것으로 나타났다. Abbott et al. (2000)은 사외이사의 활동성이 많을수록 이익조정이 감소한다는 결과를 나타내고 있다. 선행연구들은 사외이사비율이 증가할수록 기업부정행위가 감소한다는 결과를 보여주었다. 본 연구는 기업의 규모, 부채비율, 총자산 이익률 등 기업 특성이 기업부정행위에 미치는 영향이 사외이사 비율에 따라 변화하는지를 살펴보고자 다음과 같은 가설을 설정하였다.

**H 3-1** 사외이사의 비율은 기업의 규모와 기업부정행위의 관계에 영향을 미친다.

**H 3-2** 사외이사의 비율은 기업의 부채비율과 기업부정행위의 관계에 영향을 미친다.

**H 3-3** 사외이사의 비율은 기업의 총자산이익률과 기업부정행위의 관계에 영향을 미친다.

## 3) 사외이사 근무지의 지리적 거리와 기업부정행위에 관한 연구

최근 시장에서는 타지역 사외이사를 영입하는 현상이 나타나면서 타지역 사외이사가 현지 사외이사와 차별화되는 특성이 주목받고 있다. Bae et al. (2008)에 의하면 지리적 거리가 개인의 정보 접근에 장애물이 되고, 개인의 의사결정에 영향을 미친다고 보고하였다. 중국은 특히 영토가 넓고, 각 지역 간의 법규 환경 및 산업과 과정에 비교적 큰 차이가 존재하기 때문에, 타지역의 사외이사들은 회사 소재 지역의 법률 법규에 대한 지식이 부족할 가능성이 크다. 이러한 관점을 검증한 학자들은 지리적 거리로 인해서 타지역 분석가들은 주식 예측의 정확도가 감소하고(Huse and Hagen, 2009), 타지역 기관투자자들은 감독 역할을 제대로 하지 못하며(Abidin et al., 2009), 타지역 이사회 구성원들은 정보 취득의 질과 양에 차이가 있음을 보고하였다(Alam et al., 2014).

Bin et al. (2015)은 자회사 소재지와 모회사 소재지가 가까운 회사일수록 사내 관리능력이 강하고 과도 투자 행위가 적다고 보고하였다. 즉 모회사와 자회사 간 지리적 거리가 멀수록 비효율적 투자 행위가 나타날 가능성이 높다. Luo et al. (2017)은 감사인과 피감사회사 간의 지리적 거리가 피감사회사의 회계 건전성을 떨어뜨린다고 지적했다. 지리적 거리가 멀수록 투자자의 정보 접근의 용이성이 감소하며, 투자자와 피투자자간의 정보 비대칭의 정도를 높인다(Song et al., 2012). 따라서 타 지역 투자자보다 지역 기관 투자자가 향후 투자로 인한 투자 수익을 더 잘 예측하여 더 높은 이익을 얻을 수 있다고 보고하였다.

상장회사가 타지역의 사외이사를 선임하는 것은 일반적으로 지역의 사외이사보다 평판이 높고, 보다 전문적인 지식을 소유하고 있기 때문이다. 그러나 한편으로 타지역의 사외이사를 영입하는데 비용이 소모될 것이며, 지역에 대한 이해도가 낮기 때문에 감독 기능을 제대로 수행하기가 어려울 수 있다. Alam et al. (2014)은 사외이사와 경영진이 같은 도시에 있을 경우 현지인과의 관계에 따라 긴밀하게 연결된 인적 네트워크가 존재할 수 있으며, 현지 사외이사가 경영진과 공모할 가능성이 높아져 독립성이 훼손될 수 있다는 사실을 발견했다. 따라서 본 연구는 사외이사 근무지가 회사의 소재지와 일치하는지 여부가 기업특성과 기업 부정행위의 관계에 영향을 미치는지를 살펴보기 위해 다음과 같은 가설을 설정하였다.

**H 4-1** 사외이사 근무지의 지리적 거리는 기업의 규모와 기업부정행위의 관계에 영향을 미친다.

- H 4-2 사외이사 근무지의 지리적 거리는 기업의 부채비율과 기업부정행위의 관계에 영향을 미친다.
- H 4-3 사외이사 근무지의 지리적 거리는 기업의 총자산이익률과 기업부정행위의 관계에 영향을 미친다.

### III. 연구방법 및 표본선정

#### 1. 연구모형

연구는 Chen et al. (2006) 과 Donghua et al. (2013)의 연구를 참고하여 다음과 같이 모형을 설립한다.

$$FRAUD = \alpha_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 \leq V_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \tag{1}$$

- FRAUD* = *i*기업이 *t*년도에 규정을 위반하면 1, 아니면 0
- SIZE* = 기업규모, 총자산의 자연로그 값
- $\leq V$  = 부채비율, 부채총액/자산총액
- ROA* = 총자산이익률, 순이익/총자산
- SOP* = 국유주비율이 50%이상이면 1, 미만이면 0
- DUAL* = CEO가 이사회의장을 겸임하면 1, 아니면 0
- EXEC* = 임원지분율
- BOARD* = 이사회의 총 이사 수의 자연로그 값
- MEET* = 이사회 개최횟수의 자연로그 값
- IND* = 산업별 더미변수
- YR* = 연도 더미변수

$$FRAUD = \alpha_0 + \beta_1 OUTS_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTS \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \tag{2}$$

$$FRAUD = \alpha_0 + \beta_1 OUTR_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTR \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \tag{3}$$

$$FRAUD = \alpha_0 + \beta_1 OUTP_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTP \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \tag{4}$$

- CHAR* = 기업특성 변수로, 기업규모(*SIZE*), 부채비율( $\leq V$ ), 총자산이익률(*ROA*)을 의미함
- OUTS* = 사외이사 평균급여의 자연로그 값
- OUTR* = 사외이사비율, 사외이사수/총 이사 수
- OUTP* = 사외이사근무지와 상장회사소재지가 일치하면 1, 아니면 0

본 연구의 가설을 검증하기 위한 종속변수는 *FRAUD*로, 중국증권감독위원회가 공시한 규정위반기업으로 *t*년도에 *i*기업이 규정을 하나라도 위반했으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 기업의 부정행위에는 이익 조작, 허위 자산 기재, 공시유예, 중대한 누락, 부실공시, 사기 상장, 출자 규칙 위반, 자금용도 변경, 회사 자산 점용, 이면 거래, 주식 부당 매매, 주가 조작, 변칙 보증, 부적절한 회계처리 등의 위반 행위가 포함된다.

기업특성변수로는 기업규모(*SIZE*), 부채비율( $\leq V$ ), 그리고 총자산이익률(*ROA*)을 사용하였다. 사외이사의 특징변수로는 사외이사 평균급여(*OUTS*), 사외이사비율(*OUTR*), 그리고 사외이사근무지와 상장회사소재지 일치여부 변수(*OUTP*)를 사용하였다. *OUTP* 변수는 Zhou et al. (2017)에서 정의한 것과 같이 사외이사의 근무지가 현재 상장사 등록지와 같은 성(직할시와 자치구 포함)에 있거나 과거

상장회사 등록지가 있는 성에서 근무한 적이 있다면 사외이사근무지와 상장회사소재지가 일치하는 것으로 정의하였다. 통제변수로는 국유주비율(*SOP*), CEO가 이사회 의장을 겸직하는지 여부(*DUAL*), 임원지분율(*EXEC*), 이사회 총 이사 수(*BOARD*), 이사회 개최횟수(*MEET*) 변수를 사용하였다. 박하연, 이아영, 강운식(2016)는 경영자와 이사회 의장이 분리된 기업의 이익조정 크기는 작게 나타나는 것을 확인하였다. 경영자가 이사회 의장을 겸임하면 기업부정행위가 증가할 확률이 크므로 통제변수로 겸직여부를 포함하였다. Jensen (1993)은 이사회 규모에 따라 이사회 의효율성이 달라지고 경영자를 합리적으로 통제하는데 영향을 미친다고 주장하였으므로 이사회 규모를 총 이사 수로 측정하여 통제변수로 포함한다.

[가설 1-1]의 분석 결과, 기업규모가 작을수록 기업의 부정행위가 증가한다면, 식(1)의  $\beta_1$ 계수는 음(-)의 값을 예측할 수 있다. [가설 1-2]의 분석 결과, 기업의 부채비율이 증가할수록 기업의 부정행위가 증가한다면, 식(1)의  $\beta_2$ 계수는 양(+)의 값을 예측할 수 있다. [가설 1-3]의 분석 결과, 기업의 총자산이익률이 낮을수록 기업의 부정행위가 증가한다면, 식(1)의  $\beta_3$ 계수는 음(-)의 값을 예측할 수 있다.

식(2)는 가설 2를 검증하기 위한 회귀식으로, 사외이사의 보상과 기업특성변수의 상호계수( $OUTS \times CHAR$ )인  $\beta_3$ 을 통해 사외이사의 보상이 기업특성과 기업의 부정행위의 관계에 영향을 강화시키는지 아니면 완화시키는지 확인할 수 있다. 기업의 특성변수는 기업의 규모, 부채비율, 그리고 총자산이익률로 구분한다. 식(3)은 가설 3을 검증하기 위한 회귀식으로, 사외이사비율과 기업특성변수의 상호계수( $OUTR \times CHAR$ )인  $\beta_3$ 을 통해 사외이사비율이 기업특성과 기업의 부정행위의 관계에 영향을 강화시키는지 아니면 완화시키는지 확인할 수 있다. 식(4)는 가설 4를 검증하기 위한 회귀식으로, 사외이사의 근무지가 상장회사 소재지와 일치하는지 여부와 기업특성변수의 상호계수( $OUTP \times CHAR$ )인  $\beta_3$ 을 통해 사외이사근무지와 상장회사의 소재지 일치 여부가 기업특성과 기업의 부정행위의 관계에 영향을 강화시키는지 아니면 완화시키는지 확인할 수 있다.

## 2. 표본선정

본 연구에 사용된 표본대상은 중국 상하이, 심천 A주<sup>6)</sup>의 상장회사를 대상으로 다음의 조건을 만족하는 기업을 선정하였다.

- ① 2010 회계연도부터 2019 회계연도까지 금융업을 제외한 12월 결산 상장법인
- ② CSMAR (China Stock Market & Accounting Research Database)을 이용해 자료를 추출할 수 있는 기업
- ③ ST(Special treatment), \*ST등 특별관리 대상종목 기업 제외

T는 상장회사가 연속 2년 손실 기록을 내거나 혹은 주당순자산이 주식 액면가 아래로 낮아진 경우를 말한다. \*ST는 이 회사의 주식에 상장폐지의 위험이 존재한다는 것을 가리키며, 증권거래소는 그에 대해 "상장폐지의 위험이 존재함을 경고하는 특별처리"를 실행한다. A주의 공식 명칭은 위안화 보통주, 즉 중국 등록회사가 발행한 주식으로 중국 내에 상장되어 있으며, 경내 지역(홍콩마카오 지역 제외)의 개인과 기관이 위안화로 거래하거나 인수한 주식은 위안화로 표시되어 있다.

본 연구의 실증분석을 위하여 데이터는 CSMAR (China Stock Market & Accounting Research Database)에서 제공되는 자료를 이용하였으며, 사외이사의 보상 및 기업의 규정 위반 정보도 CSMAR의 자료를 사용하였다.<sup>7)</sup> 기업의 규정 위반 유형은 중국증권감독위원회가 공시한 규정위반기업 중에서 1,258개의 샘플을 추출하여 구분하였다. 기업의 부정행위에는 이익 조작, 허위 자산 기재, 공시유예, 중대한 누락, 부실공시, 사기 상장, 출자 규칙 위반, 자금 용도 변경, 회사 자산 점용, 이면 거래, 주식 부당 매매, 주가 조작, 변칙 보증, 부적절한 회계처리 등의 위반 행위가 포함된다. <Table 1>의 기업 위반사항을 보면 위반 사항이 가장 많은 것은 공시를 미루는 경우고, 그 다음은 중대한 누락, 그 다음이 허위기재이다.

6) 중국 상하이와 선전 증시에 상장된 주식 중 내국인과 허가를 받은 해외투자자(QFII)만 거래할 수 있는 주식을 뜻한다.

7) CSMAR 데이터베이스는 Shenzhen National Taiwan Education Technology Limited가 학술연구 수요에 입각해 CRSP, COMPUSTAT, TAQ, TOMSON 등 권위 있는 데이터베이스 전문표준을 참고해 중국 실정에 맞게 개발한 경제금융 분야의 연구용 정밀 데이터베이스다.

기타항목은 회사의 내부통제를 효과적으로 실시하지 못한 문제, 회사의 회계설정에 발생한 문제, 회사가 공시한 미래 계획을 시행하지 않은 것 등을 포함한다.

**Table 1. List of Fraud**

List of fraud	N
공시를 미루는 경우	745
추가 조작	2
사실과 다른 공시	138
자의로 자금의 용도 변경	41
반칙담보	56
허위기재	463
증대한 누락	534
회사자산을 점용	84
일반회계처리부적정	264
이윤 조작	56
규정을 어기고 주식을 매매	33
가상자산	7
기타	954
합계	3,377 <sup>8)</sup>

금융업의 경우 재무정보가 다른 업종과 비교하여 다르게 표시되므로 표본에서 금융업에 속하는 기업들은 제외하였고, 비교가능성을 높이기 위해 기업의 결산일이 12월이 아닌 기업들은 표본에서 제외하였다. 극단값의 영향을 최소화하기 위해 본 연구는 모든 변수를 1% 수준에서 윈저라이징을 하였다. 이러한 과정을 거친 후 최종 분석 표본에 포함된 기업-연도 표본은 12,560개다.

## IV. 실증분석결과

### 1. 기술통계량

〈Table 2〉는 주요 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 규정위반행위여부(*FRAUD*)의 평균값은 0.125이며, 이는 약 12.5%의 상장회사가 부정행위로 증권감독위원회 등 감독당국의 처벌을 받았음을 알 수 있다.

**Table 2. Discriptive Statistics**

	N	Min.	Max.	Mean	S. D.	Median
<i>FRAUD</i>	12,560	0	1	0.125	0.398	0
<i>SIZE</i>	12,560	19.885	26.186	22.366	1.296	22.209
$\leq V$	12,560	0.05	0.896	0.447	0.21	0.449

8) 위반 사항은 모두 3,377건인데 이는 동일 기업에 대하여 둘 이상의 위반사항이 있는 경우에는 중복계산하였다. 예를 들어 2019년 중국증권감독위원회의 처벌 공시에서 리시왕(LETV)기업은 사기발행(IPO fraud)을 하였고 이러한 행위는 반칙담보, 허위 기재, 증대한 누락 등을 동시에 위반하였으므로 N은 3이 된다. 종속변수 *FRAUD*는 위반을 한 개 이상 한 경우 1을 나타내는 더미변수이고, 추가분석에서의 종속변수 *FRAUD* 1은 위반횟수를 의미한다.



<i>ROA</i>	12,560	-0.217	0.196	0.037	0.0556	0.034
<i>OUTS</i>	12,560	9.721	12.25	0.455	0.498	0
<i>OUTR</i>	12,560	0.333	0.571	0.373	0.053	0.333
<i>OUTP</i>	12,560	0	1	0.467	0.499	0
<i>SOP</i>	12,560	0	1	0.455	0.498	0
<i>DUAL</i>	12,560	0	1	0.238	0.426	0
<i>EXEC</i>	12,560	6.72	20.425	14.516	3.815	14.943
<i>BOARD</i>	12,560	1.609	2.708	2.154	0.196	2.197
<i>MEET</i>	12,560	1.386	3.258	2.234	0.388	2.303

*FRAUD*= 기업이 t년도에 규정을 위반하면 1, 아니면 0  
*SIZE*= 기업규모, 총자산의 자연로그 값  
 $\leq V$ = 부채비율, 부채총액/자산총액  
*ROA*= 총자산이익률, 순이익/총자산  
*OUTS*= 사외이사 평균급여의 자연로그 값  
*OUTR*= 사외이사비율, 사외이사수/총 이사 수  
*OUTP*= 사외이사근무지와 상장회사소재지가 일치하면 1, 아니면 0  
*SOP*= 국유주비율이 50%이상이면 1, 미만이면 0  
*DUAL*= CEO가 이사회 의장을 겸임하면 1, 아니면 0  
*EXEC*= 임원지분수의 자연로그 값  
*BOARD*= 이사회 의 총 이사 수의 자연로그 값  
*MEET*= 이사회 개최 횟수의 자연로그 값

기업규모(*SIZE*)의 평균값은 22.366, 총자산이익률(*ROA*)의 평균값은 0.037, 부채비율( $\leq V$ )의 평균값은 0.447이다. 사외이사 보상의 자연로그 값(*OUTS*)의 평균은 0.455이고, 사외이사 비율(*OUTR*)은 평균적으로 37.3%이다. 사외이사의 근무지와 상장회사 소재지의 일치여부(*OUTP*) 평균은 46.7%로 사외이사들이 현지에 근무하는 경우는 약 47%이다. CEO가 이사회 의장을 겸직하는 경우(*DUAL*)는 23.8%이고, 임원지분수(*EXEC*)의 평균값은 14.516이다. 이사회 규모(*BOARD*)의 평균값은 2.154이고, 이사회 개최 횟수(*MEET*)의 평균값은 2.234이다.

(Table 3)은 (Table 2)의 표본을 규정미위반기업(non-fraud firms)과 규정위반기업(fraud firms)으로 각각 나누어 비교하였다. 규정위반기업은 미규정위반기업에 비하여 기업규모(*SIZE*)와 총자산이익률(*ROA*)의 평균값과 중간값 모두 통계적으로 유의하게 낮았고, 부채비율( $\leq V$ )의 평균값과 중간값 모두 통계적으로 유의하게 높았다. 따라서 기업규모가 낮을수록, 기업의 부채비율이 높을수록, 그리고 기업의 총자산이익률이 높을수록 기업의 규정 위반확률이 높음을 예측할 수 있다. 규정미위반기업은 규정위반기업에 비하여 사외이사의 급여(*OUTS*)의 평균값과 사외이사근무지와 회사의 소재지 일치여부(*OUTP*)의 평균값이 모두 통계적으로 유의하게 높음을 알 수 있다. 따라서 사외이사 급여가 높을수록, 그리고 사외이사 근무지가 회사 소재지와 가까울수록 기업의 규정 위반확률이 감소할 것을 예측할 수 있다.

**Table 3.** Discriptive Statistics of Fraud/non-fraud Firms

Variables	Non-fraud firms (N=11,302)		Fraud firms (N= 1,258)		Differences in Mean	Differences in Median
	Mean	Median	Mean	Median	t-value	z-value
<i>SIZE</i>	22.38	22.22	22.22	22.12	4.676***	2.978***
$\leq V$	0.443	0.444	0.489	0.495	-7.199***	-7.006***
<i>ROA</i>	0.04	0.036	0.014	0.034	12.529***	14.58***
<i>OUTS</i>	10.975	11.002	10.938	10.996	2.56*	1.847*
<i>OUTR</i>	0.3727	0.333	0.3733	0.333	-0.407	-0.515
<i>OUTP</i>	0.474	0	0.412	0	4.22***	4.172***

<i>SOP</i>	0.461	0	0.401	0	4.153***	4.095***
<i>DUAL</i>	0.233	0	0.285	0	-3.884***	-4.092***
<i>EXEC</i>	14.49	14.89	14.74	15.32	-2.19**	-2.452**
<i>BOARD</i>	2.156	2.197	2.136	2.197	3.5***	3.36***
<i>MEET</i>	2.223	2.197	2.328	2.303	-9.102***	-9.427***

Notes: 1. See <Table 2> for the variable definition  
 2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

통제변수의 경우 규정미위반기업의 국유주(*SOP*)의 평균값이 규정위반기업에 비해 유의하게 높았는데, 이는 규정미위반기업에서 제1대 주주의 지분율이 상대적으로 많았음을 의미한다. 규정위반기업은 CEO가 이사회 의장을 겸직하는 경우(*DUAL*), 임원주식수(*EXEC*), 이사회 개최회수(*MEET*)의 평균값이 규정미위반기업에 비해 유의하게 높았는데, 이는 경영자가 이사회 의장을 겸임하는 경우, 기업의 임원주식수가 많을수록, 그리고 기업의 이사회 개최 횟수가 많을수록 기업의 규정 위반확률이 높음을 예측할 수 있다.

**Table 4.** Correlation Analysis

	<i>FRAUD</i>	<i>SIZE</i>	$\leq V$	<i>ROA</i>	<i>OUTS</i>	<i>OUTR</i>	<i>OUTP</i>	<i>SOP</i>	<i>DUAL</i>	<i>EXEC</i>	<i>BOARD</i>	<i>MEET</i>
<i>FRAUD</i>	1											
<i>SIZE</i>	-0.037**	1										
$\leq V$	0.066**	0.522**	1									
<i>ROA</i>	-0.14**	-0.001**	-0.34*	1								
<i>OUTS</i>	-0.023**	0.417**	0.1295**	-0.05*	1							
<i>OUTR</i>	-0.0036	0.035**	0.008	0.0303*	0.046**	1						
<i>OUTP</i>	0.037	-0.046**	-0.03*	0.0019	-0.051**	-0.004	1					
<i>SOP</i>	-0.037**	0.303**	0.3103*	-0.06*	0.064**	-0.044**	0.01**	1				
<i>DUAL</i>	0.037**	-0.156**	-0.133*	0.0172	-0.038**	0.134**	0.017	-0.252**	1			
<i>EXEC</i>	0.02**	-0.14**	-0.294*	0.1182*	0.04**	0.043**	0.001	-0.619**	0.242**	1		
<i>BOARD</i>	-0.031**	0.231**	0.1541**	0.0313*	0.066**	-0.491**	-0.029**	0.228*	-0.18**	-0.169**	1	
<i>MEET</i>	0.081**	0.247**	0.23**	-0.09*	0.104**	0.057**	0.011	-0.031**	0.0128	0.089**	-0.031**	1

Notes 1. See &lt;Table 2&gt; for the variable definition

2. p: \*\*\*&lt;0.01, \*\*&lt;0.05 and \*&lt;0.10.

(Table 4)는 모형에 포함된 변수들의 상관관계를 제시하고 있다. 먼저 기업규모(*SIZE*)와 총자산이익률(*ROA*)은 규정위반 여부(*FRAUD*)와 각각 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 부채비율( $\leq V$ )은 규정위반 여부(*FRAUD*)와 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 즉, 기업규모가 작을수록, 총자산이익률이 작을수록, 그리고 부채비율이 높을수록 회사의 규정위반행위는 증가할 것을 예상할 수 있다. 사외이사 특징 중 사외이사의 보수(*OUTS*)는 규정위반여부(*FRAUD*)와 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 따라서, 사외이사의 보수가 높을수록 회사의 규정위반행위는 감소함을 예상할 수 있다. 그러나 단변량 분석 결과는 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 다양한 통제변수들이 고려되지 않기 때문에 일반화하기 어렵다. 따라서 다변량 분석을 통해 본 연구의 가설을 검증하고자 한다.

## 2. 다변량분석

(Table 5)는 [가설 1]을 검증한 결과로, 기업의 특성이 기업의 부정행위에 미치는 영향을 분석하였다. [가설 1-1]의 분석 결과, 기업 규모는 기업부정행위에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다( $z=-0.333, p<0.01$ ). 즉, 기업규모가 낮을수록 기업의 규정 위반확률이 증가하는 것을 알 수 있다. 규모가 큰 회사일수록 사회 대중의 관심이 높아지고, 감독 부서에서 더욱 엄격한 감시를 받게 되며, 투자자들은 회계 정보의 질에 대한 요구가 높다는 선행연구와 일치하는 결과이다(Xia et al., 2016).

**Table 5.** Result for Determinant Factors of Firms' Fraud

$FRAUD = \alpha_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 \leq V_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \quad (1)$			
Variable	Coeff.		t-stat
<i>SIZE</i>	-0.333		-9.88***
$\leq V$	1.628		8.27***
<i>ROA</i>	-3.905		-7.33***
<i>SOP</i>	-0.122		-1.47
<i>DUAL</i>	0.184		2.55**
<i>EXEC</i>	0.003		0.135
<i>BOARD</i>	0.81		0.733
<i>MEET</i>	0.792		8.41***
<i>IND</i>		included	
<i>YR</i>		included	
Pseudo R <sup>2</sup>		0.0744	
LR chi <sup>2</sup>		607.7	

Notes 1. See <Table 2> for the variable definition

2.  $p$ : \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

[가설 1-2]의 분석 결과, 기업의 부채비율은 기업부정행위에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다( $z=1.628, p<0.01$ ). 즉 중국 상장기업의 부채비율이 높을수록 기업의 규정 위반확률이 증가하는 것으로 해석할 수 있다. 부채비율이 높은 상장기업은 대출금을 빨리 갚고 자금을 조달해 투자자를 끌어들이기 위해 법규를 위반할 가능성이 크기 때문인 것으로 예상할 수 있다. [가설 1-3]의 분석 결과, 기업의 총자산이익률은 기업부정행위에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다( $z=-3.905, p<0.01$ ). 이는 기업의 총자산이익률이 낮을수록 기업의 규정위반확률이 증가하는 것을 의미한다. 이러한 결과는 수익률

이 낮은 기업이 경영목표를 달성해 투자자를 유치하고 기업의 경영성과를 높이기 위해서는 위반 확률이 더 높음을 시사한다. 통제변수의 결과를 살펴보면 경영자가 이사회외 의장을 겸직하는 경우 (*DUAL*)와 이사회 개최회수 (*MEET*)는 기업의 부정행위와 유의한 양(+)의 관계를 보여주었다.

〈Table 6〉에서는 기업의 특징 (*CHAR*)과 사외이사의 보상 (*OUTS*)의 상호작용 효과가 기업 부정행위에 미치는 영향을 알아보기 위한 가설 2의 실증분석 결과를 보고하였다. 기업의 특징 (*CHAR*)은 기업규모 (*SIZE*), 부채비율 ( $\leq V$ ), 그리고 총자산이익률 (*ROA*)로 구분하였다. 먼저 모형의 설명력(Pseudo R2)은 각각 5.1%, 5.4%, 6.2%로 나타났다.

**Table 6.** Result for the Effect of Outside Directors' Compensation on Firms' Fraud

$$FRAUD = \alpha_0 + \beta_1 OUTS_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTS \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \quad (2)$$

Variable	<i>SIZE</i>		$\leq V$		<i>ROA</i>	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
<i>OUTS</i>	1.190	1.10	0.249	1.43	-0.251	-3.65***
<i>CHAR</i>	0.424	0.79	13.760	4.05***	-5.790	-0.55
<i>OUTS</i> × <i>CHAR</i>	-0.059	-1.23	-1.135	-3.65***	-0.016	-0.02
<i>SOP</i>	-0.096	-1.17	-0.297	-3.66***	-0.206	-2.53**
<i>DUAL</i>	0.187	2.63***	0.237	3.33***	0.212	2.96***
<i>EXEC</i>	-0.022	-2.08**	-0.011	-1.04	-0.012	-1.18
<i>BOARD</i>	0.103	0.62	-0.242	1.51	-0.046	-0.29
<i>MEET</i>	0.919	10.76***	0.607	7.18***	0.680	8.23***
<i>IND</i>	included		included		included	
<i>YR</i>	included		included		included	
N	12,560		12,560		12,560	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.051		0.054		0.062	
LR chi <sup>2</sup>	416.6		439.65		502.64	

Notes: 1. See <Table 2> for the variable definition, CHAR: firms' characteristics such as SIZE, LEV, and ROA  
 2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

기업의 특징 중 기업규모와 총자산이익률의 경우, 사외이사의 보상과 기업특징의 상호관계변수 (*OUTS* × *CHAR*)는 유의한 값이 나타나지 않았다. 이는 사외이사의 보상은 기업규모와 기업부정행위 여부와의 음(-)의 관계와, 총자산이익률과 기업부정행위 여부와의 음(-)의 관계에 영향을 미치지 않음을 보여준다. 반면 부채비율의 경우, 사외이사의 보상과 기업특징의 상호관계변수 (*OUTS* × *CHAR*)는 유의한 음(-)의 값을 보여주었다(z=-1.135, p<0.01). 즉 부채비율이 높을수록 기업부정행위의 확률은 증가하지만 사외이사의 보상이 높을수록 부채비율과 기업부정행위의 양(+)의 관계는 감소한다는 것을 나타낸다. 본 연구의 결과는 사외이사 급여의 증가는 부채비율 증가로 인한 기업의 부정행위를 억제하는 데 효과가 있는 것으로 나타났다.

〈Table 7〉은 기업의 특징(SIZE, LEV, ROA)과 사외이사의 비율 (*OUTR*)의 상호작용 효과가 업 부정

행위에 미치는 영향을 알아보기 위한 가설 3의 실증분석결과를 보여준다. 사외이사 비율과 기업특징의 상호관계변수( $OUTR \times CHAR$ )는 부채비율의 경우만 FRAUD와 유의한 음(-)의 값을 보여주었다 ( $z=-5.009, p<0.1$ ). 즉 부채비율이 높을수록 기업부정행위의 확률이 증가하지만 사외이사 비율이 높을수록 그러한 경향이 감소함을 알 수 있다. 본 연구의 결과는 이사회의 사외이사 비율이 높을수록, 경영자에 대한 모니터링 역할을 적절히 수행하고 있음을 알 수 있다. 이는 이사회에 독립적인 구성원으로 이루어질 때 재무회계과정에 대한 보다 효과적인 감독이 이루어질 수 있음을 보여준 Klein (2002)의 연구와 일치하는 결과이다.

**Table 7.** Result for the Effect of Proportion of Outside Directors on Firms' Fraud

$$FRAUD = \alpha_0 + \beta_1 OUTR_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTR \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Variable	SIZE		$\leq V$		ROA	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
<i>OUTR</i>	7.876	0.78	0.868	0.58	-1.250	-1.79*
<i>CHAR</i>	-0.109	-0.63	3.229	3.03***	-5.130	-1.55
<i>OUTR × CHAR</i>	-0.377	-0.83	-5.009	-1.78*	-2.578	-0.30
<i>SOP</i>	-0.092	-1.13	-0.311	-3.86***	-0.213	-2.63***
<i>DUAL</i>	0.187	2.63***	0.250	3.51***	0.228	3.18***
<i>EXEC</i>	-0.022	-2.22**	-0.018	-1.70*	-0.015	-1.45
<i>BOARD</i>	0.043	0.22	-0.519	-2.76***	-0.268	-1.42
<i>MEET</i>	0.920	10.79***	0.573	6.83***	0.665	8.07***
<i>IND</i>	included		included		included	
<i>YR</i>	included		included		included	
N	12,560		12,560		12,560	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.051		0.050		0.060	
LR chi <sup>2</sup>	412.35		407.64		491.95	

Notes: 1. See <Table 2> for the variable definition, CHAR: firms' characteristics such as SIZE, LEV, and ROA  
 2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

(Table 8)에서는 기업의 특징(SIZE, LEV, ROA)과 사외이사의 근무지와 상장회사의 소재지 일치정도 ( $OUTP$ )의 상호작용 효과가 기업 부정행위에 미치는 영향을 알아보기 위한 가설 4의 실증분석결과를 보고하였다. 사외이사 비율과 기업규모의 상호관계변수( $OUTP \times SIZE$ )와 사외이사 비율과 총자산이익률의 상호관계변수( $OUTP \times ROA$ )는 유의한 값을 나타내지 않았다. 단, 사외이사 근무지와 부채비율의 상호관계변수( $OUTP \times \leq V$ )는 FRAUD와 유의한 양(+ )의 값을 보여주었다( $z=0.554, p<0.1$ ). 이는 부채비율이 높을수록 기업부정행위의 확률이 증가하고, 사외이사 근무지와 상장회사의 소재지가 일치하면 그러한 경향이 증가한다는 것을 나타낸다. 가설4의 결과는 사외이사와 경영진이 같은 지역에 있는 경우 긴밀하게 연결된 인적 네트워크가 존재하며 사외이사의 독립성이 훼손될 수 있다는 Alam et al. (2014)의 연구와 일치하는 결과이다. 따라서 본 연구의 결과는 지역의 사외이사보다는 타지역의 사외이사를 영입하는 것이 사외이사의 전문성과 독립성을 향상시킬 수 있으며, 경영자의 감시 기능을 더욱 효율적으로 할 수 있음을 시사한다.

(Table 6)에서 (Table 8)의 결과를 종합하면, 기업의 특징 중 기업규모와 총자산이익률과 기업부정행위의 관계는 사외이사의 특징에 따라 별다른 영향을 받지 않았다. 그러나 기업 특징 중 부채비율이 높을수록 기업의 부정행위가 증가하는 양(+)의 관계는 사외이사 보상이 높거나 사외이사 비율이 높을수록 유의하게 감소하는 결과를 보여주었다. 이는 사외이사들이 기업 특징 중에서도 부채비율이 높을수록 기업부정행위가 높아지는 확률을 더욱 집중해서 모니터링함을 알 수 있다. 그러나 사외이사 근무지와 상장회사의 소재지가 일치할수록 부채비율과 기업부정행위의 양(+)의 관계는 오히려 증가함을 알 수 있다. 중국은 특히 영토가 넓고, 각 지역 간의 법규 환경 및 산업화 과정에 큰 차이가 존재하기 때문에, 타지역의 사외이사들은 회사 소재 지역의 법률 법규에 대한 지식이 부족할 가능성이 크다. 그러나, 부채비율이 높은 기업일수록 타지역의 사외이사를 영입하는 것이 중국 상장기업의 부정행위를 감소시킬 수 있음을 시사한다.

**Table 8.** Result for the Effect of Outside Directors' Location on Firms' Fraud

$$FRAUD = \alpha_0 + \beta_1 OUTP_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTP \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + \epsilon_{it} \quad (4)$$

Variable	SIZE		≤ V		ROA	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
OUTP	0.790	0.69	-0.458	-2.88***	-0.190	-2.85***
CHAR	-0.237	-6.45***	1.090	5.09***	-5.950	-9.91***
OUTP × CHAR	-0.045	-0.88	0.554	1.84*	-0.364	-0.37
SOP	-0.090	-1.11	-0.318	-3.96***	-0.222	-2.75***
DUAL	0.184	2.59***	0.241	3.39***	0.218	3.06***
EXEC	-0.022	-2.16**	-0.017	-1.64*	-0.015	-1.42
BOARD	0.099	0.60	-0.335	-2.09**	-0.099	-0.61
MEET	0.920	10.78***	0.573	6.83***	0.657	7.98***
IND	included		included		included	
YR	included		included		included	
N	12,560		12,560		12,560	
Pseudo R <sup>2</sup>	0.053		0.0504		0.060	
LR chi <sup>2</sup>	432.85		411.7		491.95	

Notes: 1. See <Table 2> for the variable definition, CHAR: firms' characteristics such as SIZE, LEV, and ROA

2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

### 3. 추가분석

식(5)는 가설1을 분석했던 식(1)과 동일하지만, 규정위반 횟수(FRAUD1)와 2년 연속으로 위반하는 경우를 위반 강도(FRAUD2)로 종속변수를 추가로 정의하였다.

$$FRAUD(1,2) = \alpha_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 \leq V_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it}$$

FRAUD1 = 규정위반횟수  
 FRAUD2 = 규정위반강도, 2년 연속으로 규정을 위반한 경우 1, 아니면 0

(5)

(Table 9)는 종속변수로 기업규정위반횟수(FRAUD1)와 규정강도(FRAUD2)를 정의한 후 분석한

결과를 보여준다. 기업 규모는 기업규정위반횟수와 유의한 음(-)의 관계를, 부채비율은 기업규정위반횟수와 유의한 양(+)의 관계를, 그리고 총자산이익률은 기업규정위반횟수와 유의한 음(-)의 관계를 나타내었다. 즉, [가설 1]을 분석하였던 <Table 5>의 결과와 유사하게, 기업 규모가 작을수록, 부채비율이 증가할수록, 그리고 총자산이익률이 낮을수록 기업의 규정위반횟수는 증가함을 알 수 있다. 종속변수를 2년 연속 위반한 경우로 정의하고 로짓분석을 한 경우도 결과는 유사하였다. 따라서 추가분석 결과 기업 규모가 작을수록, 부채비율이 높을수록, 그리고 총자산이익률이 작을수록 규정위반 횟수뿐만 아니라 2년 연속으로 위반할 확률도 증가함을 알 수 있다.

**Table 9. Result for Determinant Factors of Firms' Fraud**

$$FRAUD(1,2) = \alpha_0 + \beta_1 SIZE_{it} + \beta_2 \leq V_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \quad (5)$$

Variable	OLS model( <i>FRAUD1</i> )		Logit model( <i>FRAUD2</i> )	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
<i>SIZE</i>	-0.035	-9.58***	-0.444	-5.69***
$\leq V$	0.187	8.05***	2.045	4.61***
<i>ROA</i>	-0.602	-8.59***	-4.39	-3.99***
<i>SOP</i>	-0.013	-1.39	0.03	0.17
<i>DUAL</i>	0.026	3.04***	0.533	3.21***
<i>EXEC</i>	0.001	0.05	-0.033	-1.31
<i>BOARD</i>	0.001	0.03	-0.086	-0.21
<i>MEET</i>	0.079	8.24***	0.85	4.07***
<i>IND</i>		included		included
<i>YR</i>		included		included
Adj R <sup>2</sup>	0.0459			
F	19.32			
Pseudo R <sup>2</sup>			0.1256	
LR chi <sup>2</sup>			250.09	

Notes: 1. See <Table 2> for the variable definition  
 2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

<Table 10>에서는 식(6)을 이용하여 기업의 특징(SIZE, LEV, ROA)과 사외이사의 보상(OUTS)의 상호작용 효과가 기업 부정행위에 미치는 영향을 알아보기 위한 실증분석결과를 보고하였다. 지면 상 통제변수는 생략하고 주요변수 위주로 표를 제시하였다. Panel A는 종속변수가 기업의 규정위반횟수 (*FRAUD1*)의 경우이고, Panel B는 종속변수가 연속으로 2년 위반한 경우 (*FRAUD2*)의 분석결과를 나타낸다. <Table 6>의 결과와 유사하게, 사외이사의 보상은 기업의 규모와 기업규정위반횟수의 관계에 유의한 영향력을 미치지 못하였다. 반면, Panel A와 Panel B에서 모두 사외이사의 보상과 부채비율의 상호변수 (*OUTS* ×  $\leq V$ )는 음(-)의 유의한 결과를 나타내었다. 즉 부채비율이 높을수록 기업규정위반 횟수와 강도가 증가하지만, 사외이사의 보상이 많을수록 그러한 경향이 감소하다는 것을 나타낸다. 종속변수를 기업규정위반 횟수(*FRAUD1*)로 정의한 경우 사외이사보상과 총자산이익률의 상호변수 (*OUTS* × *ROA*)는 유의한 양(+)의 값을 나타내었다. 이는 기업총자산이익률이 낮을수록 기업규정위반 횟수가 증가하지만, 사외이사의 보상이 많을수록 그러한 경향은 감소하다는 것을 나타낸다. 따라서 사외이사 급여의 증가는 기업의 부정행위를 억제하는 데 효과가 있는 것으로 나타났다.



**Table 10.** Result for the Effect of Outside Directors' Compensation on Firms' Fraud

$$FRAUD(1,2) = \alpha_0 + \beta_1 OUTS_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTS \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} PPA + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \quad (6)$$

**nel A** Dependant Variable: *FRAUD1*

Variable	<i>SIZE</i>		$\leq V$		<i>ROA</i>	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
<i>OUTS</i>	0.080	0.73	0.033	1.75**	-0.040	-4.46***
<i>CHAR</i>	0.027	0.48	1.820	4.75***	-4.540	-3.23***
<i>OUTS</i> × <i>CHAR</i>	-0.004	-0.88	-0.151	-4.31***	0.338	2.63***
Adj R <sup>2</sup>	0.029		0.0326		0.039	
F	12.32		13.83		16.52	

**Panel B** Dependant Variable: *FRAUD2*

<i>OUTS</i>	3.425	1.19	0.779	1.76**	-0.028	-0.18
<i>CHAR</i>	1.210	0.85	20.316	2.47**	-1.786	-0.09
<i>OUTS</i> × <i>CHAR</i>	-0.146	-1.13	-1.686	-2.25**	-0.509	0.27
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0970		0.09		0.1057	
LR chi <sup>2</sup>	193.20		188.89		210.45	

Notes: 1. See <Table 2> for the variable definition, CHAR: firms' characteristics such as SIZE, LEV, and ROA  
 2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

<Table 11>에서는 식(7)을 이용하여 기업의 특징(SIZE, LEV, ROA)과 사외이사 비율(OUTR)의 상호작용 효과가 기업 규정위반회수(*FRAUD1*)와 규정위반강도(*FRAUD2*)에 미치는 영향을 분석한 결과를 보고하였다. 부채비율과 사외이사 비율의 상호작용 효과는 기업 규정위반회수(*FRAUD1*)와 유의한 음(-)의 값을 나타내었고(t=-1.72, p<0.1), 이 외는 유의한 결과를 얻지 못하였다. 즉 부채비율이 높을수록 기업위반회수는 증가하지만 사외이사 비율이 높을수록 그러한 경향이 감소하는 것을 알 수 있다.

<Table 12>에서는 종속변수가 기업규정위반회수(*FRAUD1*)인 경우와 2년 연속 규정을 위반한 경우(*FRAUD2*) 모두, 사외이사 근무지와 상장회사의 소재지가 일치 여부와 기업특징의 상호변수는 유의한 값을 나타내지 않았다. 즉, 사외이사 근무지와 상장회사의 소재지가 일치하는지 여부는 기업의 규정을 위반하는 횟수나 2년 연속 규정을 위반하는 경우 등 경영자의 부정행위를 감소시키는데 크게 기여하지 못한 것을 알 수 있다. 오히려, 기업특성 변수 자체는 종속변수(*FRAUD1*, *FRAUD2*)와 유의한 결과를 보여주었다. 즉, 기업규모가 작을수록, 부채비율이 클수록, 그리고 총자산이익률이 낮을수록 기업의 규정 위반 회수는 더욱 강해지고, 2년 연속 규정을 위반하는 경우도 증가함을 알 수 있다.

**Table 11.** Result for the Effect of Proportion of Outside Directors on Firms' Fraud

$$FRAUD(1,2) = \alpha_0 + \beta_1 OUTR_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTR \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \quad (7)$$

Panel A Dependant Variable: <i>FRAUD1</i>						
Variable	<i>SIZE</i>		$\leq V$		<i>ROA</i>	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
<i>OUTR</i>	0.870	0.83	0.046	0.28	-0.125	-1.45
<i>CHAR</i>	-0.009	-0.51	0.364	3.08***	-0.367	-0.91
<i>OUTR</i> × <i>CHAR</i>	-0.042	-0.90	-0.539	-1.72*	-1.24	-1.08
Adj R <sup>2</sup>	0.029		0.030		0.038	
F	12.21		12.69		16.08	
Panel B Dependant Variable: <i>FRAUD2</i>						
<i>OUTR</i>	-20.228	-0.82	-9.07	-2.14**	-2.85	-1.68**
<i>CHAR</i>	-0.688	-1.63	-2.15	-0.82	-3.68	-0.57
<i>OUTR</i> × <i>CHAR</i>	0.831	0.75	10.856	1.55	-9.69	-0.58
Pseudo R <sup>2</sup>	0.097		0.095		0.107	
LR chi <sup>2</sup>	192.45		189.11		213.56	

Notes: 1. See <Table 2> for the variable definition, CHAR: firms' characteristics such as SIZE, LEV, and ROA  
 2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

**Table 12.** Result for the Effect of Outside Directors' Location on Firms' Fraud

$$FRAUD(1,2) = \alpha_0 + \beta_1 OUTP_{it} + \beta_2 CHAR_{it} + \beta_3 OUTP \times CHAR_{it} + \beta_4 SOP_{it} + \beta_5 DUAL_{it} + \beta_6 EXEC_{it} + \beta_7 BOARD_{it} + \beta_8 MEET + IND + YR + \epsilon_{it} \quad (8)$$

Panel A Dependant Variable: <i>FRAUD1</i>						
Variable	<i>SIZE</i>		$\leq V$		<i>ROA</i>	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
<i>OUTP</i>	0.00	0.01	-0.038	-2.25**	-0.033	-3.87***
<i>CHAR</i>	-0.025	-6.05***	0.144	5.68***	-0.946	-11.62***
<i>OUTP</i> × <i>CHAR</i>	-0.001	-0.22	0.032	0.96	0.21	1.63
Adj R <sup>2</sup>	0.030		0.030		0.039	
F	12.56		12.72		16.38	
Panel B Dependant Variable: <i>FRAUD2</i>						
<i>OUTP</i>	1,674	0.59	-0.647	-1.54	-0.121	-0.79
<i>CHAR</i>	-0.35	-3.86***	1.44	2.77***	-6.628	-5.5***
<i>OUTP</i> × <i>CHAR</i>	-0.083	-0.64	0.984	1.31	-2.012	-1.02
Pseudo R <sup>2</sup>	0.097		0.093		0.107	
LR chi <sup>2</sup>	192.38		185.44		212.06	

Notes: 1. See <Table 2> for the variable definition, CHAR: firms' characteristics such as SIZE, LEV, and ROA  
 2. p: \*\*\*<0.01, \*\*<0.05 and \*<0.10.

## V. 결론

사외이사 제도는 회사의 경영을 관리하는 중요한 제도로서 영국, 미국에서 광범위하게 추진되어, 이사회에서 사외이사들이 차지하는 비중이 갈수록 높아지고 있다. 세계 500대 기업 중 GM의 경우 사외이사 비율이 압도적으로 높다. 본 연구는 2001년 이후 중국 시장에서 활발하게 시행되고 있는 사외이사제도의 특성이 기업의 규정 위반행위에 어떤 영향을 미치는지를 상하이, 심천 A주의 상장된 비금융업종을 대상으로 분석하였다.

본 연구의 결과, 기업규모가 작을수록, 부채비율이 증가할수록, 그리고 총자산이익률이 낮을수록 기업의 규정위반확률은 증가하였다. 기업의 부채비율이 높을수록 기업의 규정위반확률은 증가하였지만, 사외이사의 보상이 많거나 사외이사비율이 높을수록 기업의 부정행위는 감소하였다. 즉 사외이사의 보상을 증가시키거나, 사외이사 비율을 높일수록, 사외이사들이 경영자의 모니터링 역할을 하여 경영자들의 부정행위를 억제하는 데 도움을 준 것을 알 수 있다. 반면, 사외이사의 근무지와 상장회사의 소재지가 일치하는 경우 부채비율과 기업의 부정행위와의 양(+)의 관계가 더욱 강화되었다. 즉 현지의 사외이사들은 위치적 이점을 가지고 있기 때문에 회사의 내부 정보를 신속하고 정확하게 파악할 수 있다는 장점이 있지만, 사적네트워크를 통해 경영진과 공모할 가능성이 있으며 경영자의 감독 기능을 제대로 하지 못하는 단점이 발생할 수 있다.

종속변수로 기업부정행위의 횟수와 연속 2년 위반하는 경우를 추가하여 분석한 결과, 기업 규모, 총자산 이익률이 기업의 위반 횟수와 위반 강도에 각각 유의한 음(-)의 관계가 나타나고 부채비율이 기업의 위반 횟수와 위반 강도에 각각 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 이사회의 특징 중에서 사외이사의 보상이 높을수록 그리고 사외이사 비율이 높을수록, 부채비율이 높은 기업의 규정위반 횟수와 위반강도가 감소되었다. 또한 사외이사 보상이 증가하면 총자산이익률이 낮은 기업의 위반횟수도 감소하였다. 사외이사의 근무지가 상장회사의 소재지와 일치여부는 기업특성에 따른 기업위반횟수와 위반강도에 영향을 주지 못하였다.

본 연구의 결과는 기업의 투명성과 건전성을 높이는 측면에서 사외이사의 보상과 사외이사비율이 중국 시장에서 긍정적인 영향을 미치고 있음을 확인하였다는 점에서 의의가 있다. 중국은 특히 영토가 넓고 각 지역간의 법규 환경 및 산업화 과정에서 비교적 큰 차이가 존재하기 때문에 사외이사를 영입하는 경우 타지역에서 영입할지, 아니면 회사 소재지와 같은 지역에서 영입할지 여부는 사외이사의 전문성과 독립성 측면에서 신중하게 고려해야할 사항임을 제시하고 있다. 또한 본 연구는 사외이사의 특성에 대한 정보를 자세하게 공시하면 투자자의 투자 의사결정이나 관리 감독, 규제 당국의 감사 활동에 도움을 줄 것이라는 점을 확인하였다는 점에서 공헌도가 있다.

## References

- 박경서·이은정·장하성 (2004), “대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향”, *재무연구*, 17(2), 163-201.
- 박애영 (2014), “회계부정기업의 지배구조와 회계정보의 가치관련성 : 코스닥 기업을 중심으로”, *회계정보연구*, 32(2), 217-249.
- 박하연·이아영·강윤식 (2016), “이사회 영향력과 이익조정: 독립적인 사외이사의 존재와 대표이사-이사회 의장 분리를 중심으로”, *회계저널*, 25(5), 243-275.
- 서영미·고재민·이호영 (2010), “사외이사 특성과 성과에 근거한 경영자 보상과의 상관관계”, *회계연구*, 15(1), 1-31.
- 이계원 (1993), “회계정보에 의한 기업부실예측과 시장반응”, *회계학연구*, 16, 49-77.
- 이균봉 (2018), “사외이사의 이사직 겸임이 이익조정에 미치는 영향”, *세무회계연구*, 57, 37-54.
- 이호영·김수연·고재민·채수준 (2010), “사외이사의 보상과 이익조정의 상관관계 연구: 이사회의 특성을 중심으로”, *회계저널*, 19(4), 37-59.
- 임혜경 (2013), “사외이사의 전문성과 감사위원회가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향”, 단국대학교 대학원,

석사학위논문.

- 정아름·정도진 (2019), “첨단기술산업의 재량적 수익에 관한 연구”, *회계와 정책연구*, 24(4), 77-106.
- 정형모·송동섭·심재우 (2013), “사외이사 특성과 이익조정의 관련성 연구”, *국제회계연구*, 0(49), 531-552.
- 지성권·신성욱·한석재 (2007), “사외이사 보상의 결정요인과 이사회효과성”, *한국경영학회 통합학술발표논문집*, 1-36.
- 진태홍 (2003), “사외이사제도와 기업성과”, *재무관리논총*, 9(1), 1-35.
- 최관·백원선 (1998), “감리지적기업의 이익조작에 관한 실증적연구”, *회계학연구*, 23(2), 133-223.
- 최관·정문중·최국현 (2001), 금융감독원 감리선정모형 개발, 금융감독원 연구보고서
- 최효순 (2008), “기업의 이익조정 유인에 대한 부채계약가설 재검증”, *회계학연구*, 33(1), 69-96.
- Abbott, L. J., Y. Park and S. Parker (2000), “The Effects of Audit Committee Activity and Independence on Corporate Fraud”, *Managerial Finance*, 26(11), 55-68.
- Abidin, Z., N. Kamal and K. Jusoff (2009), “Board Structure and Corporate Performance in Malaysia”, *International Journal of Economics and Finance*, 1(1), 150-164.
- Alam, Z. S., M. A. Chen, C. S. Ciccotello and H. E. Ryan (2014), “Does the Location of Directors Matter? Information Acquisition and Board Decisions”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 49(1), 131-164.
- Bae, K. H., R. M. Stulz and H. Tan (2008), “Do Local Analysts Know More? a Cross-country Study of the Performance of Local Analysts and Foreign Analysts.” *Journal of Financial Economics*, 88(3), 581-606.
- Beasley, M. (1996), “An Empirical Analysis of the Relation between Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, *The Accounting Review* 71(October), 443-465.
- Beasley, M., J. Carcello, D. Hermanson and P. Lapides (2000), “Fraudulent Financial Reporting: Consideration of Industry Traits and Corporate Governance Mechanisms”, *Accounting Horizons*, 14(4), 441-454.
- Bin, L., S. Yupeng and L. Yanbin (2015), “External Risk and Social Trust: Evidence from Trust Game Experiments”, *World Economy*, 38(4), 146-168.
- Brick, I. E., O. Palmon and J. K. Wald (2006), “CEO Compensation, Director Compensation, and Firm Performance: Evidence of Cronyism?”, *Journal of Corporate Finance*, 12, 403-423.
- Cahan, S. F. (1992), “The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals: A Refined Test of the Political Cost Hypothesis”, *The Accounting Review*, 67(1), 77-95.
- Chen, G., M. Firth, D. N. Gao and O. M. Rui (2006), “Ownership Structure, Corporate Governance, and Fraud: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 12(3), 424-448.
- Dechow, P., R. Sloan and A. Sweeney (1995), “Detecting Earning Management”, *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Deutsch, Y., T. Keil and T. Laamanen (2007), “Decision Making in Acquisitions: the Effect of Outside Directors' Compensation on Acquisition Patterns”, *Journal of Management*, 33(1), 30-56.
- Donghua, C., H. Xiaoli, L. Shangkun and X. Fu (2013), “Religious Tradition and Corporate Governance”, *Economic Research Journal*, 9, 71-84.
- Fama, E. and M. Jensen (1983), “Separation of Ownership and Control”, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Huse, M. and N. Hagen (2009), “Women and Employee-elected Board Members, and their Contributions to Board Control Tasks”, *Journal of Business Ethics*, 89(4), 581-597.
- Jensen, M. C. (1993), “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *Journal of Finance*, 48, 831-880.
- Klein, A. (2002), “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, 33(August), 375-400.
- Lambert, R. and D. Larcker (1987), “An Analysis of the Use of Accounting and Market Measures of Performance in Executive Compensation Contracts”, *Journal of Accounting Research*, 25(3), 85-125.

- Luo, J., Z. Huang and J. Zhu (2017), "Influence of Independent Directors' Geographic Distance on Corporate Agency Costs", *China Industrial Economics*, 0(8), 100-119.
- Nelson, M., Elliott, J. A. and Tarpley, R. L. 2002. "How are Earnings Managed? Examples from Auditors." Working paper, Cornell University.
- Perry, T. (1999), "Incentive Compensation for Outside Directors and CEO Turnover", Working paper, Arizona State University.
- Song, Y., J. Shen and M. Fan (2012), "Do the Geographical Characteristics of Listed Companies Influence the Shareholding Decisions of Institutional Investors? - Empirical Evidence from China's Securities Market", *Accounting Research*, 0(7), 72-79.
- Vafeas, N. (1999), "Board Meeting Frequency and Firm Performance." *Journal of Financial Economics*, 53(1), 113-142.
- Weisbach, M. S. (1988), "Outside Directors and CEO Turnover", *Journal of Finance Economics*, 20, 431-460.
- Xia, H. Y., Y. Z. Li, C. Y. Zhang and D. H. Zhang (2016), "Internal Audit Quality, Enterprise Scale and Corporate Performance: Empirical Study of Listed Company", *Journal of Central University of Finance and Economics*, 6, 71-78.