



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

공기업정책학 석사 학위논문

소유지배구조 및 부채비율이
공기업의 이익조정 유형에
미치는 영향

2017년 8월

서울대학교 행정대학원

공기업정책학과

박재군

소유지배구조 및 부채비율이
공기업을 이익조정 유형에
미치는 영향

지도교수 김 상 현

이 논문을 공기업정책학 석사 학위논문으로
제출함

2017년 4월

서울대학교 행정대학원

공기업정책학과

박 재 군

박재군의 석사 학위논문을 인준함

2017년 6월

위 원 장 _____ 엄 석 진 _____ (인)

부위원장 _____ 이 승 종 _____ (인)

위 원 _____ 김 상 현 _____ (인)

국문 초록

이익조정이라는 개념은 자본시장에서는 비교적 오래전부터 연구되어 온 주제다. 특히, 우리나라에서는 1998년 외환위기 이후 국가 주도의 부실기업 정리 과정에 있어서 이익조정의 사례에 대한 연구가 상당수 진행되기 시작했다. 이는 외환위기 이후 진행된 정부의 획일적인 200% 목표부채비율 기준을 기업들이 달성하기 위해서 이익조정의 동기가 커지게 된 데에 따른 것이다. 일반적으로 이익조정은 “어떠한 사적인 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 것”이라고 정의한다(Shipper, 1989). 그러면서 이러한 이익조정방법을 크게 두 가지로 보았다. 첫째, 투자나 재무에 관한 의사결정을 조정하여 실제로 자원의 흐름에 영향을 주면서 이익을 조정하는 유형(방법)이며, 둘째는 실질적인 자원의 흐름과는 관계없이 회계처리방법을 변경하여 순이익을 조정하는 것이다. 기업들이 목표 부채비율을 달성하기 위해서 경영의사 결정을 바꾸거나, 실제 회계처리 조정을 통해서 기업의 순이익을 조작하여 외형적으로 목표 부채비율이 달성된 것처럼 보이게 했던 것이다. 다수의 선행연구에서는 한국기업에서도 이익조정이 나타나고 있다고 보고하고 있다.

한편, 공공부문에 있어서 과도한 부채 등 취약한 재무구조가 전 국민적인 관심을 끌게 되면서, 공공분야에 대한 정부의 규제가 강화되고 있는 경향에 있다. 공기업의 취약한 재무구조에 대한 원인을 분석하는 일은 차치하고서라도, 공기업에 대한 강도 높은 재무구조 개선 압박에 따라서 공기업도 자본시장에서 빈번하게 일어나고 있는 이익조정의 유인이 작용할 소지가 다분해진 것이다. 2013년 12월 정부가 발표한 ‘공공기관 정상화 대책’에 따르면 부채관리강화를 위해 부채가 크고 부채증가율이 높은 15개 기관을 중점관리대상으로 선

정하고 부채감축을 목표로 공공기관의 부채비율을 2017년까지 200%-외환위기에 기업에게 목표로 제시했던 목표-수준에서 관리하도록 했다. 때문에 외환위기 당시 국내 기업들이 그러했듯이 공기업의 부채비율 상승에 따른 대내외적인 압박으로 인하여 공기업에서도 이익조정이 나타날 것으로 생각된다.

앞서 언급했듯 최근의 연구에서 공기업의 이익조정 여부가 확인된 바, 본 연구에서는 공공기관의 이익조정에 대한 연구범위를 보다 구체화하는 데 있다. 첫째, 공기업의 경우 부채비율 및 부채비율의 변화가 이익조정의 유형에 어떠한 영향을 미치는가에 대해서 살펴보았다. 특히 매년 이자 등 금융비용일 발생하는 단기 금융성 부채규모에 따라 이익조정의 행태가 달라질 것으로 예상하여, 부채비율과 재무부채비율로 독립변수를 이원화하여 각각의 변수가 이익조정 유형을 결정짓는데 유의미한 결과가 있는지를 분석하였다. 또한, 본 연구에서는 다양한 공기업과 관련한 요인 중 소유지배구조에 관심을 갖고 연구를 진행해보자 한다. 이익조정의 개념이 ‘주인-대리인 문제’에서 야기되는 정보의 비대칭성과 관련한 문제이니 만큼, 주인과 대리인 사이에서 발생하는 소유권의 괴리가 중요한 영향을 미칠 것으로 판단되기 때문이다. 공기업은 기본적으로 그들의 주인인 국민과 정부를 매개로 하여 복대리 관계에 놓여있다. 따라서 공기업은 효율성을 추구해야 뿐 아니라 국민의 세금으로 운영되는 기업인 만큼 공익성과 사회적 책임 등도 추구해야 하는 것이다. 민간기업에서는 주인-대리인 문제가 비교적 한정적인 수준에서 나타나는 반면, 공기업에서는 주인-대리인 문제로 인한 폐해가 심하게 나타나는 이유도 이러한 복대리 관계에 기인하는 바가 크다 할 것이다. 최근 정부에서는 공공기관의 성과향상을 위한 방안으로 에너지관련 공기업들의 주식상장을 논의하고 있는 바, 공공기관의 소유지배구조와 이익조정과의 관련성에 대한 연구는 정부 정책의 효과성을 평가하는

데 일정 부문 유용한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 판단된다. 다만, 공기업의 소유지배구조를 서명함에 있어서는 민간기업을 대상으로 한 연구들의 기준과는 다소 차이가 있을 것으로 보인다. 기본적으로 민간기업은 소유권과 지배권이 분리되어 이 두 개념의 차이에서 비롯되는 문제들이 연구의 초점이 되기도 하지만, 공기업의 경우 소유권과 지배권이 단일하기 때문이다. 다시 말해서 공기업의 소유권과 지배권은 정부로 귀결된다. 다만, 상장공기업의 경우 일정정도 지배권이 시장으로 넘어감에 따라 그렇지 않은 공기업과는 차이가 있을 것으로 보인다.

분석결과를 종합하자면, 우선 ‘비상장 공기업의 소유지배구조와 실제이익조정 간에(+)의 관계가 있을 것이다’라는 가설1은 기각되었다. 가설2 중 ‘공기업의 부채비율과 발생액 이익조정 간에 (+)의 관계가 있을 것이다’라는 가설은 기각되었으며, 또한 ‘공기업의 재무부채비율(LOAN)’과 실제 이익조정 간에 (+)의 관계가 있을 것이다’는 가설도 기각되었다. 즉, 선행연구들에서는 이러한 변수들의 통계적으로 의미 있는 영향관계로 나타났지만, 본 연구에서는 다른 분석결과가 도출되었다. 다음 선행연구에서 선행 연구에서 유의미하게 나타난 기업규모와 감사여부에 있어서 이익조정과 유의미한 관계가 있는 것으로 다시 확인되었으며, 부채이율에 있어서도 재무부채비율이 높은 경우 실제 이익조정행위와 유의미한 관계가 있음을 확인했다. 다만, 본 연구에서는 모형에 사용될 관측치가 부족한 바, 향후 연구에서는 좀더 다양하고 장기간의 자료를 바탕으로 모형의 적합성을 높이는 한편, 연구범위를 보다 확장하여 공기업과 민간기업의 이익조정 유형을 비교·분석하는 작업이 진행되어야 할 것이다.

목 차

제1장 서론	1
제1절 연구의 배경	1
제2절 연구의 목적	8
제2장 이론적 논의	15
제1절 이익조정과 관련된 이론적 논의	15
1. 이익조정의 정의와 유형	15
2. 이익조정의 원인	22
3. 이익조정의 측정방법	24
1) 실제 이익조정의 측정	24
2) 발생액 이익조정의 측정	27
3) 이익조정의 측정오차	28
제2절 이익조정과 관련된 선행연구	30
1. 자본시장에서의 이익조정에 관한 연구	30
2. 공공기관과 이익조정에 관한 연구	34
제3장 연구가설 및 연구모형	39
제1절 연구대상 및 자료수집	40
1. 연구대상	40
2. 자료수집	43
제2절 변수 및 데이터	43
1. 독립변수	43
1) 소유지배구조	44
2) 부채비율	45

2. 종속변수	46
1) 발생액 이익조정	46
2) 실제 이익조정	48
3. 통제변수	50
제3절 연구가설	54
1. 연구가설(1)	54
2. 연구가설(2)	56
제4절 연구모형	57
1. 연구의 분석틀	57
2. 연구분석 방법	60
제4장 분석결과	61
제1절 기초통계량	61
제2절 변수 간 상관관계 분석	67
제2절 이익조정에 대한 영향요인 분석	69
1. 발생액 이익조정(DA)에 대한 영향 분석	69
2. 실제 이익조정(REM)에 대한 영향 분석	71
3. 분석결과 요약 및 가설검증	75
제5장 연구요약 및 함의	75
제1절 연구결과 요약 및 함의	76
1. 연구결과 요약	76
2. 연구의 이론적 · 정책적 함의	77
제2절 연구의 한계 및 향후연구	81
1. 연구의 한계	81
2. 향후 연구과제	83

표 목 차

<표 1> 실제 이익조정 측정치의 상반된 효과	18
<표 2> 2016년도 공기업 지정현황	41
<표 3> 민간기업과 공공기관 지배구조 비교	42
<표 4> 주요 항목 기초 통계	62
<표 5> 기관별 주요 지표(한국가스공사)	63
<표 6> 기관별 주요 지표(한국석유공사)	63
<표 7> 기관별 주요 지표(한국수력원자력)	63
<표 8> 기관별 주요 지표(한국전력공사)	64
<표 9> 기관별 주요 지표(한국지역난방공사)	64
<표 10> 기관별 주요 지표(인천국제공항공사)	64
<표 11> 기관별 주요 지표(한국공항공사)	65
<표 12> 기관별 주요 지표(한국관광공사)	65
<표 13> 기관별 주요 지표(한국도로공사)	65
<표 14> 기관별 주요 지표(한국수자원공사)	66
<표 15> 기관별 주요 지표(한국철도공사)	66
<표 16> 기관별 주요 지표(한국토지주택공사)	66
<표 17> 각 변수별 상관관계 분석	67
<표 18> 발생액 이익조정에 대한 영향 분석	69
<표 19> 발생액 이익조정에 대한 통제효과 분석	70
<표 20> 실제 이익조정에 대한 영향 분석	72
<표 21> 실제 이익조정에 대한 영향 분석	74

제1장 서론

제1절 연구의 배경

공공기관은 국가 혹은 지방자치단체의 경제성장 촉진기능, 독과점의 억제기능등 거시적인 국가경제 차원에서의 공공적 목표, 즉 공공성이라는 운영목적이 추가된 형태의 조직이라고 볼 수 있다. 이러한 공공기관은 크게 공기업, 준정부기관, 기타공공기관으로 구분할 수 있는데 공기업의 경우 국가이익을 위한 공공성 뿐 만 아니라 사기업의 중요한 목적으로 볼 수 있는 이윤을 추구해야 하는 어려움을 동시에 겪고 있다(이중호, 2007). 공공기관들은 기업으로서 갖추어야 할 중요한 요건인 경영성과를 위해 재정상의 자율성을 바탕으로 한 책임경영제를 운영하고 있다. 책임경영제는 공공기관의 자율적인 운영을 보장하는 반면, 향후 경영실적을 평가하고 그 결과에 책임을 묻는 제도를 의미한다. 이러한 경영성과평가제도는 이른바 ‘주인-대리인 문제’에서 야기되는 ‘정보의 비대칭성’ 문제¹⁾를 완화하고 공공

1) 김양구 외(2015)는 주식회사제도의 대표적인 특징으로는 소유와 경영의 분리를 들 수 있다고 언급하면서, 주식회사제도 하에서는 경영자와 주주 사이의 정보불균형(information asymmetry)이 존재하기 때문에 항상 경영자의 기회주의적 행위에 대한 우려가 존재한다고 주장했다. 이러한 경영자의 기회주의적 행위가 회계상 이익조정의 형태로 나타난다고 보았다. 따라서 주식회사형태를 갖추고 있는

기관의 경영성과 향상에 기여해 온 것이 사실이다.

최근에는 공공기관의 과도한 부채가 국가경제에 큰 불안요인으로 작용하면서 공공기관의 부채문제가 공공기관의 경영평가에서도 중요한 요소로 작용하고 있다. 공공기관의 부채는 2009년 이후 공기업을 중심으로 시작된 대규모 국책사업으로 인해 크게 증가하기 시작했다. 이에 정부에서는 2013년 말부터 ‘공공기관 정상화 대책’을 통해 부채규모에 따라 부채중점관리 공기업과 기타 공기업을 구분하여 공공기관의 부채규모를 관리하고 있다. 그러나 대규모 국책사업수행에 따라 공기업들은 통제할 수 없는 요인들로 인해 부채가 급증하고 있으며, 이는 곧 경영성과의 악화로 이어졌고, 이로 인해 정부가 주관하는 경영평가에서도 부정적인 평가를 받고 있다. 공공기관 입장에서 볼 때, 높은 경영성과등급은 성과급 등 금전적 보상을 수반하는 반면에 낮은 경영성과등급은 기관장의 경영능력 부족이라는 비판과 함께 해임건의 및 해임으로 이어질 수도 있다. 때문에 공공기관의 경우, 경영평가에서 높은 등급을 받기 위해서 평가지표 중 경영자의 재량적 의사결정을 통해 점수를 높일 수 있는 재무적, 계량적 지표에 대한 조정을 통해 성과를 높이려는 요인이 있을 것이다. 이로 인하여 회계분야의 연구주제 중에서 경영성과와 그 경영성과를 증가시키려는 의도를 가진 이익조정에 대한 연구들이 공공기관까지 범위가 확대되는 것을 확인할 수 있다.

이익조정이라는 개념은 자본시장에서는 비교적 오래전부터 연구되어 온 주제다. 특히, 우리나라에서는 1998년 외환위기 이후 국가 주도의 부실기업 정리 과정에 있어서 이익조정의 사례에 대한 연구가

공기업에서도 이러한 주장들에 근거한 이익조정이 있을 것이라 판단되며, 최근 이에 관한 실증 연구들이 진행되고 있다.

상당수 진행되기 시작했다. 이는 외환위기 이후 진행된 정부의 획일적인 200% 목표부채비율 기준을 기업들이 달성하기 위해서 이익조정 동기가 커지게 된 데에 따른 것이다. 외환위기 당시 정부는 국가경제의 경쟁력 상실이 한국 기업의 취약한 재무구조에 원인이 있다고 보았다. 때문에 기업의 재무구조와 사업구조에 대한 혁신과 조정을 통해서 기업의 부채비율 감소를 위기 돌파의 최우선 과제로 인식한 듯 하다. 다시 말해서 정부는 기업의 부채비율을 감소시킴으로써 기업의 재무적 안정성을 제고하여 일시적인 경기침체나 영업실적 악화에 따른 기업의 위기 상황에서도 스스로 생존할 수 있는 능력을 배양하고, 다른 한편으로는 당시 추진하고 있었던 기업의 구조조정의 잣대로 사용하고자 하는 의도로 기업에 대한 부채비율 감축목표를 일괄적으로 제시하게 된 것이다. 따라서 기업들의 생존에 대한 급격한 압박 속에서 정부가 제시한 부채비율목표를 달성하기 위하여 부채비율을 급격하게 감축시킬 수 밖에 없었다. 목표부채비율을 약속한 시한 내에 달성하지 못 할 경우 기업들은 여신회수, 신규여신규제, 퇴출 등의 제재를 받게 됨에 따라 기업존폐와 관련된 상당한 스트레스를 받는 상황이었으며, 퇴출당하지 않더라도 시장에서 부실기업으로 인식되어 주가하락, 투자자의 투자회피 등 사업운영에 엄청난 차질을 빚을 수 밖에 없었기 때문이다.

외환위기 당시 기업들은 유동성이 절대적으로 부족한 상황이었기 때문에 타인자본을 상환하여 부채비율을 감소시키는 것은 현실적으로 불가능에 가까웠다²⁾. 그래서 상당수의 기업들이 추가적인 타인자

2) 기업들이 부채비율을 낮추는 방법에는 두 가지가 있을 수 있다. 첫째는 타인자본을 감소시키는 방법이다. 기업에 대하여 부채비율의 감소를 권고하는 이유는 수익성을 개선하여 기업가치를 높이라는 의미로 해석될 수 있다. 따라서 수익성이 떨어지는 자산을 매각하여 타인자본을 상환하거나, 타인자본을 자기자본으로 전환하는 방

본조달을 억제하기 위해 신규 투자를 기피하고, 유상증자 및 자산재평가등을 통해서 자기자본을 증가시키는 방법을 사용하여 부채비율을 줄이고자 시도하기 시작했다. 1997년 당시 2조원에 불과하던 30대 대기업의 유상증자를 통한 자기자본 조달이 1999년에는 27조원으로 큰 폭으로 증가했으며, 2000년 까지만 한시적으로 허용되었던 자산재평가 제도를 통해 30대 대기업은 자기자본을 47조원까지 증가시켰다(이한득·박상수, 2000). 기업의 입장에서는 자산재평가로 인한 부채비율의 외형적인 축소가 정부가 제시하는 부채비율목표를 달성하는데 유용한 수단으로 작용한 것이다. 따라서 외환위기 당시 정부의 획일적인 부채비율목표 제시가 기업들 사이에서 이익조정을 하게 되는 동기로 작용했음을 알 수 있으며, 이후 자산재평가 등 이익조정과 관련한 다양한 회계적 행위들이 기업 경영에 있어서 일반적인 현상으로 나타나게 된다.

그러나 공공분야에서는 비교적 최근에 이르러서 이익조정과 관련한 연구가 진행되고 있다. 최근 공공부문에 있어서 과도한 부채 등 취약한 재무구조가 전 국민적인 관심을 끌게 되면서, 공공분야에 대한 정부의 규제가 강화되고 있는 경향에 있다. 공기업의 취약한 재무구조에 대한 원인을 분석하는 일은 차치하고서라도, 공기업에 대한 강도 높은 재무구조 개선 압박에 따라서 공기업도 자본시장에서 빈번하게 일어나고 있는 이익조정의 유인이 작용할 소지가 다분해

법, 그리고 유상증자에 의하여 조달된 자금으로 타인자본을 실질적으로 감소시키는 것이 부채감소 협약이 기대하는 정책효과일 것이다. 둘째는 타인자본을 감소시키지 않고 자기자본의 확대를 통해 부채비율을 감소 시키는 것이다. 자산재평가에 의하여 현금유입 없이 자기자본을 증가시키는 방법과 유상증자를 통하여 유입된 현금으로 타인자본을 상환하지 않고 자기자본을 증가시켜 부채비율을 낮추는 방법 등이 이에 해당한다(김지홍·고윤성, 2006).

진 것이다. 2013년 12월 정부가 발표한 ‘공공기관 정상화 대책’에 따르면 부채관리강화를 위해 부채가 크고 부채증가율이 높은 15개 기관을 중점관리대상으로 선정하고 부채감축을 목표로 공공기관의 부채비율을 2017년까지 200%-외환위기시에 기업에게 목표로 제시했던 목표-수준에서 관리하도록 했다. 물론 공기업 차원에서 부채관리 강화에 따른 적정수준의 부채사용은 바람직하며 긍정적인 효과도 가져올 수 있지만 공기업에 대한 강도 높은 부채감축으로 인해 국가 경제 전체적으로 부정적인 효과도 존재할 것으로 보인다. 특히, 외환위기 당시 한국의 기업들에서 보여졌던 이익조정에 대한 동기유인이 작용하면서, 실질적인 부채감축노력 외에 회계조정에 의한 부채감축이 이루어질 개연성이 높아진 것으로 판단할 수 있다. 따라서 공기업에서도 민간기업과 마찬가지로 이익조정이 일어날 수 있다는 가정 하에 최근 들어 많은 연구가 진행되고 있다. 그 중 몇몇 연구들은 유의미한 결과를 얻어내면서 공공분야에서의 이익조정에 대한 개념 적용과 연구들이 다양한 형태로 시도되고 있는 것이다.

일반적으로 이익조정은 “어떠한 사적인 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 것”이라고 정의한다(Shipper, 1989). 그러면서 이러한 이익조정방법을 크게 두 가지로 보았다. 첫째, 투자나 재무에 관한 의사결정을 조정하여 실제로 자원의 흐름에 영향을 주면서 이익을 조정하는 유형(방법)이다. 예를 들면, 경영자는 연구개발비의 수준을 변경하거나 광고선전비를 조정하여 순이익에 영향을 줄 수 있고, 연말에 매출시기를 조정하거나 유가증권을 처분하는 등의 방법으로 순이익을 조정할 수 있다. 둘째는 실질적인 자원의 흐름과는 관계없이 회계처리방법을 변경하여 순이익을 조정하는 것이다. 예를 들면, 경영자는 재고자산의 단가산정방법이나 감가상각방법의 선택과 변경을 통하여 순이익에 영

향을 줄 수도 있고, 불량채권의 대손상각비 추정이나 유형자산의 잔존가액이나 내용연수 추정을 통해서도 순이익을 조정할 수 있다. 협의의 이익조정은 이 두 가지 중에서 어떠한 방법을 사용하더라도 GAAP³⁾가 허용하는 범위 내에서 행하여지는 것으로 보았다(차진화·김완희, 2010). 따라서 GAAP가 허용하는 범위를 넘어서서 회계수치를 조작하는 이른바 ‘분식회계⁴⁾’는 본 연구의 대상에서 제외한다.

박원·김태영(2013)은 공공기관의 재무적인 특성이 경영성과 혹은 이익조정에 미치는 영향을 검증했다. 공공기관의 경우 이윤추구와 공공성이라는 조직의 목적을 달성해야 하는데 최근에는 경영평가제로 조직의 경영성과 향상이라는 목적도 동시에 수행해야하는 어려움을 겪고 있다고 언급하면서 조직의 경영성과에 영향을 미칠 수 있는 요인으로 재무적인 특성, 즉 부채비율과 국고보조금 비율에 관심을 가졌다. 이러한 재무적 특성이 이익조정에 미치는 영향을 검증했다. 분석결과 부채비율은 경영성과에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났지만, 국고보조금 비율은 그 관계를 검증하지 못하

3) GAPP(Generally Accepted Accounting Principles)이란 ‘일반적으로 인정된 회계원칙’이란 의미로서 각국마다 자국 실정에 맞는 GAPP에 따른 회계기준을 적용한다. 우리나라는 증권관리위원회에서 제정하는 기업회계기준이 이에 해당한다. 이와 관련하여 2009 부터는 국제회계기준위원회에서 제정한 IFRS(International Financial Reporting Standards)를 도입하여 2013년 2월 한국채택 국제회계기준(K-IFRS)으로 개정, 국내 상장기업에 적용하고 있다.

4) 분식회계란 정보제공자가 자신에게 유리한 방향으로 재무제표 상의 수치를 실제와 다르게 조작하는 것을 의미한다. 발생주의·복식부기회계는 회계처리와 재무보고 과정 중 상당 부분 경영자의 재량을 허용하는데, 이것이 회계기준 내에서 이루어지지 않고 위반할 경우 분식회계가 된다. 이로 인해, 발생주의·복식부기 회계정보는 정보제공자와 정보이용자 간의 정보비대칭성을 줄여주는 순기능과 동시에 분식회계의 가능성을 내포하는 역기능을 갖는다.

였다. 차진화·김완희(2010)는 횡단면적 이익분포도상의 증거부호변화율을 이용하여 국내 공공기관들의 이익조정여부를 분석하였으며, 그 결과 적자회피 이익조정이 공공기관에서도 일어나고 있다는 증거를 발견했다. 이러한 연구들은 공공기관에서도 이익조정이 다양한 사유로 발생할 수 있다는 사실을 증명했지만, 공공기관에서 구체적으로 어떠한 형태로 이익조정을 시도하는지에 대한 충분한 설명을 제공하지 못하고 있다는 한계를 가지고 있다. 이와 관련하여 금병욱·문두철(2016)은 공공기관의 이익감소회피 이익조정에 관한 연구를 통해서 공기업들이 전년대비 이익이 감소하는 것을 회피하기 위해 이익을 상향조정하는 경향이 있다는 사실을 발견했다. 특히 발생액 조정과 같은 회계처리 방법 보다는 투자나 재무에 관한 의사결정을 조정하는 실물활동을 통해 이익을 상향조정하는 경향이 뚜렷하다고 말하고 있다. 이는 공기업이 주무관청의 감독, 감사원 감사, 국회 국정감사 등 일반 기업에 비해 높은 수준의 외부 통제장치로 인해 적발위험이 높은 재량적 발생액을 통한 이익조정보다는 외부통제장치나 감사인의 눈을 피할 수 있는 실물활동을 통한 이익조정을 선호하기 때문이라고 판단하고 있다. 이러한 연구를 통해 공공기관의 이익조정 방법에 대해 보다 구체적으로 살펴본 의의는 있으나, 연구대상 공공기관을 이익감소회피 구간에 있는 공기업으로 한정하는 등의 한계를 가지고 있다.

제2절 연구의 목적

따라서 본 연구의 목적은 공공기관의 이익조정에 대한 연구범위를 보다 구체화하는 데 있다. 첫째, 공기업의 경우 부채비율 및 부채비율의 변화가 이익조정 유형에 어떠한 영향을 미치는가에 대해서 살펴보고자 한다. 특히, 공공기관의 부채가 급격히 증가하는 시점인 2011년부터 공기업의 부채비율 변화와 이익조정의 형태 변화에 대해서 알아보고자 한다. 공기업은 공공성과 수익성을 모두 가진 기업으로서 공공성의 성격(전기, 가스, 수도 등의 정부 통제 및 국회와 시민사회단체의 감시 등)과 수익성의 성격(우수한 경영평가 실적을 위한 당기순이익 증대 노력 등)을 동시에 지니고 있다. 공기업을 공공성의 성격으로 본다면 이익을 많이 낼 경우, 비난의 대상이 되지만 공기업만이 가진 수익적 성격을 본다면 이익 창출이 반드시 필요한 것이다. 공기업의 이익조정 행위는 이러한 수익성에 기반한 것으로서 공기업의 이익조정이 비난의 대상이 되지 않는다는 사실이다. 다만, 공기업이 가지는 공공성의 측면이 침해될 정도의 이익조정 행위는 분명 옳다고 보기는 힘들 것이다.

공기업은 2008년부터 시작된 대규모 국책사업 수행으로 인해서 민간부문에서는 찾아보기 힘들 정도로 부채비율이 높아졌으며, 재무구조가 상당히 취약해 진 것이 사실이다. 물론 국책 사업 외에도 공기업의 도덕적 해이, 비효율성도 공기업의 재무구조 부실의 한 원인으로 지목된다. 그러나 정부의 공공기관 정상화 대책은 공기업의 자구 노력과 경영효율화에만 초점이 맞춰져 있다는 것도 부인할 수 없는 사실이다. 2013년 말부터 공기업은 정부의 ‘공공기관 정상화 대책’에 의해 부채중점관리 공기업과 기타 공기업으로 구분되어 관리되고

있다. 부채중점관리 공기업은 기타 공기업에 비해 국책수행에 따라 통제할 수 없는 요인들로 인해 부채가 급증했으며, 이는 경영성과의 악화로 이어졌다. 부채중점관리 공기업의 경우, 기타 공기업에 비해 악화된 경영성과를 만회하기 위한 노력이 존재하며 경영평가결과를 통해 기관의 성과급 지급률 및 기관장 해임건의 및 해임, 연임 등이 정해지기 때문에 경영평가에서 좋은 평가를 받기 위한 이익조정 유인이 존재할 것이다. 이러한 이익조정의 동기는 중점관리 공기업에 포함되지 않은 공기업도 별반 다르지는 않게 나타날 것으로 판단된다.

최근 들어 우리나라의 공기업도 사기업과 마찬가지로 경쟁체제로 내몰리고 있으며, 공공기관의 자립도와 부채비율 등 재무적 정보가 공공기관 알리오 등 다수의 정보공개관련 법률과 행정규칙 등에 의해서 일반대중에게 공개되고 있다. 국민의 알권리 신장은 공공기관의 취약한 재무구조 개선과 경영효율화에 대한 관심을 표출하는 계기가 됨과 동시에 방법론적인 전환점이 된 것이다. 더군다나 공기업에 대한 책임경영제도가 도입되면서 정부주도의 개혁체제에서 공공기관의 자율경쟁체제로 전화되었다. 이에 따라 일부 공기업에서는 임금과다인상, 불필요한 조직 및 인력운영 등 방만한 경영형태가 계속되고 있는 것도 사실이다. 공기업은 산업에서의 그 독점적 지위로 인해 사기업에 비해 경쟁력이 부족할 수 있고, 공기업 특유의 경직되고 폐쇄적인 조직문화로 인해 변화된 경영환경에 신속하게 대응하기 취약한 점이 있다. 또한 공기업의 설립목적에 공공성과 수익성의 조화라는 상반된 목표가 존재하기 때문에 이에 대한 적절한 조정이 경영진의 합리적 의사결정에 어려운 과제로 작용하기도 한다. 경영실적이 저조하면 기관장은 경영능력 부족으로 비난을 받음과 동시에 정부의 강력한 제재를 받게되고, 반대로 과다수익을 내는 경

우 또한 국민의 혈세를 직원을 위해 사용한다는 비난의 대상이 되기도 한다. 공적 목표를 수행하는 공기업에서의 지나친 수익발생은 자칫 국민적 저항을 불러일으킬 수도 있는 것이다. 이러한 다양한 이익조정 동기인해 공기업에서는 회계적 수치를 조정하거나 경영의사결정을 조정하는 방식으로 이익조정을 하게 되는 것이다.

그 간의 공기업 이익조정에 대한 연구의 대부분은 이익조정이 발생하게 되는 동기요인과 이익조정 여부에 초점이 맞춰져 진행되어 왔다. 이는 이익조정이라는 회계행태가 공기업의 재무 및 회계구조를 파악함에 있어 낯선 모델이기도 하거니와 공기업의 회계구조를 파악하기가 사실상 어려운 점 등 공기업의 이익조정을 연구하기 위한 소재와 기초자료를 확보하기가 쉽지 않았기 때문이다. 때문에 이익조정에 대한 개념 및 연구 자체가 공적 분야에서는 활발하게 진행되지 않았다. 하지만 앞서 언급했듯이 현대 기업에 있어서 이익조정에 대한 관심은 과거 외환위기 이후부터 최근에 이르기까지 많은 부분에 있어서 사회적으로 큰 관심사가 되고 있다. 여러 도산기업과 부실기업에 있어서 발표된 회계정보가 조작되었거나 신뢰성이 없음이 밝혀지고, 금융기관의 부실채권에 대한 대손충당금 설정과 보유 유가 증권의 평가가 적정하지 않음이 밝혀지면서 큰 사회적 문제로 대두되기도 했다. 이에 대하여 정부의 금융감독원과 회계연구원에서 분식회계를 줄이거나 없애는 방안과 조치를 잇달아 발표하였고 정부도 기업의 분식회계 관행을 근절시키려는 의지를 굳건히 하고 있다. 물론 이익조정이 분식회계와는 학문적으로 실제적으로 구분되는 개념이기는 하지만, 공기업에 사기업의 회계원칙과 기준이 적용되기 시작한 시기가 그리 오래되지 않음을 감안할 때, 공기업에서의 이익조정행위는 사기업에서의 그것보다 위험의 소지를 더욱 내포하고 있다고도 볼 수 있다. 게다가 기업공개가 되지 않은 공기업의 경우

에는 그 위험성이 더욱 크게 나타날 수 있는 것이다. 더욱이 2011년 이후 공기업의 경영효율화에 대한 정부 및 사회의 압박이 거세지면서 공기업의 이익조정에 대한 유인과 그 유형이 보다 강화되고 진화하였을 것으로 판단되는 바, 본 연구에서는 실제 공기업에서의 이익조정이 어떠한 형태로 이루어지고 있는지에 대해 가늠해보는 데에 그 의의가 있다. 이를 위해서 최근 공기업들의 부채규모 감소 또는 목표부채비율 달성을 통한 경영성과 향상에 이익조정이 영향을 끼쳤는가에 대해서 간접적으로 확인해보고자 한다⁵⁾.

다음으로 공기업의 소유지배구조와 관련해서 이익조정 형태가 다르게 나타날 수 있다는 가정 하에 공기업의 소유지배구조와 이익조정 형태와의 관련성에 대해서 살펴보고자 한다. 이익조정에 관한 선행연구들은 이사회 구성 및 감사인, 감사위원회의 설치여부와 같은 기업의 내부지배구조와 관련하여 이익조정과의 연관성을 밝히는데 주안점을 두었다. 그러나 공공기관의 경우, 공기업·준정부기관·기타 공공기관 등 종류가 다양하고 이러한 분류 내에서도 시장형·준시장형 공기업, 상장·비상장 공기업 등 추가적인 분류가 이루어진다. 한편, 우리나라 기업의 지배구조 특징 중의 하나로 강력한 지배권 보유와 소유권간 심화된 괴리현상을 지적하는 연구가 많이 있어왔다. 소유지배구조에 관한 기존의 연구들은 기업의 소유지배구조가 특정의 지배주주에 의해 집중되고 있음을 언급하고 있다. 지배주주는 집단 내 우호적인 친족 및 계열사 등을 통해 지배권을 확보하여 본인이 직접 경영자의 지위를 갖거나 전문경영자를 고용하여 감시체제 하에 둘 수도 있다. 우리나라 기업들은 설립과정에서부터 가족 중심의 계열사를 중심으로 성장하여 왔기 때문에 지배주주의 영향력이

5) 최성규와 김경민(2005)은 부채비율이 높을수록 재량적 발생액의 절대값이 증가함을 발견하고 이것이 경영자에 의한 기회주의적 이익 조정의 결과일 가능성을 제기한다.

기업에 미치는 영향은 막대하다. 지배주주의 지배권과 이익조정 행위를 관련시킨 연구로서 박종일(2003)은 최대주주지분율이 높을수록 기업에 대한 지배력이 강화되어 지배주주 입장에서 정치적 이익조정을 감행한다는 증거를 제시하기도 했다. 송혁준(2006)은 임원들의 보유주식비율이 높을수록 경영자의 이익조정행위가 강화된다고 주장하였다. 소유지배피리도⁶⁾와 관련하여 기업 본질이 자본투자에 따른 규모의 경제 실현이라는 점에서 주주가 자신의 소유권을 초월하는 지배권의 행사는 당연한 조치로 받아들여질 수 있다. 다만 지배주주가 소수의 지분만으로도 기업전체를 지배하는 현상은 소액주주의 이익을 침해할 여지가 있기 때문에 문제점으로 지적 될 수도 있는 것이다. 지배주주가 소유권을 초월하는 지배권을 보유하는 경우 소액주주와 지배주주간 이행의 충돌이 심화되어 기업가치의 감소로 이어질 수 있기 때문이다.

이러한 소유지배구조와 관련된 개념이 공기업에서는 조금 다르게 적용될 수 있다. 기본적으로 공기업의 소유지배구조는 국민을 대표하는 정부에 있으며, 공기업의 최종 소유자는 국민이기 때문이다. 따라서 태생적으로 공기업에서는 소유지배구조에 따른 소유권과 지배권의 분리를 전제로 하는 소유지배피리도와 같은 문제가 발생하지 않는다. 그러나 현실적으로는 공기업도 수익을 추구하는 동시에 기업의 오너와 임직원이 존재하며 이들의 지대추구 현상, 이른바 도

6) 소유지배피리도는 기업의 지배주주(동일인 및 친족)가 실제로 보유하고 있는 지분(소유권)보다 얼마나 많은 지분에 대해 의결권(지배권)을 행사할 수 있는지를 나타내는 지표이다. 즉 소유지배구조의 왜곡정도를 나타내는 지표로 사용되기도 한다. 소유지배피리도가 크다는 것은 계열사를 통한 지배주주의 기업지배가 용이하게 이루어질 수 있다는 의미로 지배주주에 의한 사적이익 추구 유인이 커져 기업가치에 부정적인 영향을 미치게 된다.(김동욱·전영환·김병곤, 2013)

덕적 해이가 나타날 수 있다. 이는 공기업에 대한 감시가 어려우며 성과를 측정하기 곤란한 영역에서 사업을 수행하는 경우가 많기 때문이다. 게다가 최근 공기업의 수익을 향상시키고 경영효율화를 위한 경쟁체제 도입을 위해 기업공개 등 소유지배구조에 대한 개선활동이 대대적으로 진행되고 있는 추세다. 공기업의 기업성을 더욱 부각시키고 정부 및 시민사회의 통제외에도 시장감시 기능을 추가하여 공기업의 방만경영을 개선하고 효율성을 높이려는 취지에서 시도되고 있는 것이다. 하지만 이런 노력들로 인해 공기업의 수익성이 개선될 수도 있지만 일반 기업들에서 나타나는 여러 가지 부정적인 회계 조정이 일어날 개연성이 커질 수 있다. 공기업의 소유지배구조와 관련한 문제도 이런 연장선에서 이해 할 수 있는 것이다. 결국 국민이 주인인 공기업의 소유구조를 어떤 식으로 개선하는 것이 공기업의 설립 취지에 부합하는 것인지 면밀히 검토해 볼 필요가 있는 것이다. 물론 공기업의 소유지배구조개선에는 한계가 있다. 기업적 측면을 지나치게 강조해 기업공개시 정부의 소유권을 민간에 넘길 수준으로 매각해버리게 되면 사실상 공기업이 아닌 민간기업화가 되기 때문이다. 이러한 과정을 흔히 민영화⁷⁾라고 얘기하는 바, 본 연구에서의 소유지배구조는 민영화 수준이 아닌 정도에서 공기업의 소유지배구조를 개선하는 수준에서 진행할 계획이다.

7) 상대적으로 적은 수의 상장 대기업이 주도하는 우리나라 경제구조는 독점이나 과점 등 사기업의 비효율성을 내포하고 있다. 이러한 상황은 공기업의 민영화가 다른 형태의 비효율로 이어질 수 있음을 의미한다. 뿐만 아니라 미국 주택금융시장의 붕괴로 시작된 세계적 경제위기와 이를 극복하기 위한 방안으로 등장했던 일부 자동차 회사와 은행의 국유화는 민간기업의 경제활동이 공기업에 비해 상대적으로 효율적이라는 주장에 대해 근본적인 질문을 제기하고 있다. 그럼에도 불구하고 우리나라 공기업의 민영화에 대한 논쟁은 다분히 신념 또는 정치적인 이해관계에 따라 이루어진 측면이 있다.(안지영·한중호, 2011)

따라서 본 연구에서는 다양한 공기업과 관련한 요인 중 소유지배 구조에 관심을 갖고 연구를 진행해보자 한다. 이익조정 개념이 ‘주인-대리인 문제’에서 야기되는 정보의 비대칭성과 관련한 문제이니 만큼, 주인과 대리인 사이에서 발생하는 소유권의 괴리가 중요한 영향을 미칠 것으로 판단되기 때문이다. 공기업은 기본적으로 그들의 주인인 국민과 정부를 매개로 하여 복대리 관계에 놓여있다. 따라서 공기업은 효율성을 추구해야 뿐 아니라 국민의 세금으로 운영되는 기업인 만큼 공익성과 사회적 책임 등도 추구해야 하는 것이다. 민간기업에서는 주인-대리인 문제가 비교적 한정적인 수준에서 나타나는 반면, 공기업에서는 주인-대리인 문제로 인한 폐해가 심하게 나타나는 이유도 이러한 복대리 관계에 기인하는 바가 크다 할 것이다. 최근 정부에서는 공공기관의 성과향상을 위한 방안으로 에너지관련 공기업들의 주식상장을 논의⁸⁾하고 있는 바, 공공기관의 소유지배구조와 이익조정과의 관련성에 대한 연구는 정부 정책의 효과성을 평가하는데 일정 부문 유용한 시사점을 제공할 수 있을 것으로 판단된다. 다만, 공기업의 소유지배구조를 서명함에 있어서는 민간기업을 대상으로 한 연구들의 기준과는 다소 차이가 있을 것으로 보인다. 기본적으로 민간기업은 소유권과 지배권이 분리되어 이 두 개념의 차이에서 비롯되는 문제들이 연구의 초점이 되기도 하지만, 공기업의 경우 소유권과 지배권이 단일하기 때문이다. 다시 말해서 공기업의 소유권과 지배권은 정부로 귀결된다. 다만, 상장공기업의 경우 일정정도 지배권이 시장으로 넘어감에 따라 그렇지 않은 공기업과는 차이가 있을 것으로 보인다.

8) “정부가 한국전력 자회사인 남동발전 등 발전 5개사와 한국수력원자력 등 에너지 공기업 8개사의 기업공개(IPO)를 내년 상반기에 추진한다. 정부는 에너지 공기업 8개사를 순차적으로 상장할 예정이며, 발전 5개사의 말형인 한국남동발전이 첫 타자가 될 전망이다. (파이낸셜 뉴스, 경제면, 2016.6.14일자)”

제2장 이론적 논의

제1절 이익조정과 관련된 이론적 논의

1. 이익조정의 정의와 유형

이익조정(earnings management)의 개념은 연구자에 따라서 다른 의미로 정의되고 있다. 대표적으로 Schipper(1989)는 이익조정을 “어떠한 사적인 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 것”이라고 정의한다. Healy와 Walen(1999)은 이익조정의 정의를 “기업의 경제적 성과에 대하여 투자자나 채권자가 오도하거나 회계수치에 의해서 결정되는 계약관계에 영향을 주기 위하여 경영자가 재무보고나 회계처리과정에 개입하여 공시되는 재무정보를 변경시키는 것”이라고 했다. 일반적으로 이익조정이 포함된 재무제표는 기업의 실제 경영상황과 가치를 제대로 반영하지 못하기 때문에 이익예측과 가치평가를 왜곡시킨다고 보는 시각이 많다. 물론 기관이 이익조정을 할 때 합리적인 시장은 이를 반영하여 시장예측을 하는데, 동시에 기관의 생산적인 노력 또한 감소시킬 수 있다. 비대칭정보 하에서 감시자와 규제자는 이러한 기업의 행태가 기회주의적이고 근시안적인 사익을 높이기 위한 이익 조정행위인지, 아니면 정상적인 기업운영과정인지를 구분하기

가 매우 어려운 것이다.

또한 이익조정은 회계추정을 변경시키거나 회계처리방법의 선택을 조정하거나 비용의 지출이나 수익의 인식시점을 조정하는 등 여러 가지 방법으로 행하여질 수 있고, 이익조정의 목적을 투자자나 채권자를 오도하는 것으로 보았다. 일반적으로 이익조정은 관리자들이 회계자료에 근거한 계약 및 주주들의 판단에 영향을 주고자 이를 활용할 때 나타난다. 이익조정을 통해서 다음연도의 이익을 현재의 이익으로 귀속시키게 되면, 미래 현금흐름을 희생하게 되기 때문에 기업입장에서는 장기적인 성과에 악영향을 미칠 수 있다. 또한, 이익조정으로 인해 상향조정된 성과는 평균으로 회귀 할 것이기 때문에 장기적으로 성과는 이익조정을 한 이후에 낮아질 것이라는 추측이 가능해진다. 따라서 이러한 견해들은 기업의 이익조정행위를 매우 부정적으로 인식하는 경우가 많은데, 이런 견해들은 분식회계도 이익조정의 범주에 포함하여 이해하는 경우가 많다.

하지만 이익조정 행위를 부정적인 측면에서만 바라 보는 시각에는 한계가 있다. 우선, 이익조정 행위와 정상적인 행위 간의 구분이 명확하지 않다. Dharan(2003)은 투자자 및 이해관계자들을 속이기 위한 이익조작(earnings manipulation)과 목표를 달성하기 위해서 수입을 증가시키거나 비용을 줄이기 위한 기업의 치열한 노력들을 구분하기가 어렵다고 지적했다. 예를 들어서, 매출목표에 맞추기 위해 수익을 얻거나 비용을 삭감하는 노력이 과연 사익을 위한 의도적이며 부정적인 것인지, 생존을 위한 치열한 노력인지 구분하기가 매우 어렵다. 다음으로 모든 이익조정 행위가 부정적인 의도를 가진다고 볼 수는 없다는 점이다⁹⁾. 일례로 투자자들은 일시적인 충격과 지속

9) 이익조정은 “실제 이익을 그대로 보고하지 않는 관리결정의 모

적인 기관의 이익을 구분하기를 원하는 경향이 있다. 즉, 기업의 이익 변동성이 작아 예측가능한 안정적인 투자를 선호하는 것이다. 기업이 이익을 조정하는 것은 외부 및 내부에서 오는 일시적인 충격과 기관의 지속적인 이익을 구분하여 보고함으로써, 보고된 이익의 정보적인 가치(informational value)를 증가시킬 수도 있다(Ronen & Yaari, 2008). 따라서 이익조정이 반드시 부정적인 것만은 아니며, 장기적인 가치에 대한 신호를 주는 긍정적인 효과도 있을 수 있다. Gunny(2010)는 이익조정에 대한 후속연구에서 기준 이익목표를 맞추려고 실제 이익조정을 할 때의 기업성적을 연구하였다. 이 연구에서는 실제 이익조정활동이 기준이 되는 이익을 맞추는 것과 성과간에 유의미한 양(+)의 관계가 있다고 보았다. 즉, 기준 이익을 맞추려고 하는 것은 기회주의적인 성격을 가진 것이기 보다는 미래성적을 높이기 위함이거나 신호발송(signaling)효과를 달성하기 위한 의도가 강하다는 것이다. 이러한 측면에서는 기업에서의 이익조정 행위가 반드시 유해한 회계활동이라고 보기는 어렵다.

음”(Ronen & Yaari, 2008)으로 Schipper(1989)의 정의와는 다르게 중립적으로 정의할 수 있다. 이러한 이익조정은 일시적인 충격과 지속적인 이익을 분리하여 장기적인 가치에 대한 신호발송을 하는 긍정적인 효과를 가질 수도 있지만, 기관의 실제 이익을 숨기기 때문에 부정적인 효과를 가질 수도 있다.(한승희, 2016)

<표 1> 실제 이익조정 측정치의 상반된 효과: 이익조정과 신호효과

구분	활동	이익조정 (부정적 측면)	신호효과 (긍정적 측면)
비정상적 현금흐름 (abACFO)	가격 할인 신용 판매	-덤핑으로 인한 브랜드파워 약화 -신용제도 완화로 인한 부채증가	-기술혁신 -고객의 신용도 회복
비정상적 제조원가 (abAPC)	생산량 증가	-단위당 고정간접비 낮춤	-새로운 시장의 발견
비정상적 재량비용 (abADE)	재량지출 감소	-R&D지출 삭감 -광고비 감소로 인한 브랜드 파워 약화	-R&D 혁신 -효율적인 마케팅활동

출 처: 김지홍 외(2009) 재구성

한편, 이익평준화(income smoothing)란 보고이익을 목표이익(target income)이나 표준이익(standard income)에 근접하도록 조정하는 것을 의미한다. 이익평준화는 회계기간 간에 보고이익이 크게 변동하는 것을 방지하기 위하여 조정하는 것을 말하므로 이익조정에 포함하는 것이 적절하다고 보여진다(차진화·김완희, 2010). 따라서, 이익 평준화라는 개념은 이익조정의 한 유형으로 인식하는 것이 바람직한 해석이 될 것이다. 이익조정의 유형(방법)에는 크게 두 가지가 있다. 경영의사결정을 통해 현금흐름을 활용하는 유형과 발생액 조정 등 회계적 의사결정을 통한 이익조정이다. 현금흐름 활용법에는 연구개발비, 경상경비 등 비용항목 등의 지출시기 및 매출시점을 조정하는 방법과 사채 등의 상환시점 등 재무적 의사결정에 의한 방법, 보유자산의 매각 등 투자의사결정에 의한 방법 등이 있다.

이에 반해 회계적 발생액을 이용한 이익조정 방법은 일반적으로 인정된 회계원칙(Generally Accepted Accounting Principles, GAAP) 범위 내에서 감가상각방법이나 재고자산평가 방법을 변경하거나 자산의 내용연수·잔존가액의 추정치 또는 충당부채의 추정치를 변경하는 방법 등이 있다. 따라서 협의의 이익조정은 GAPP을 위반하여 실제이익을 부풀리거나 조작하는 이익 조작(earnings manipulation) 또는 분식회계(window dressing settlement)와는 구분되는 것이다¹⁰⁾. 최근의 연구에서는 이익조정과 이익조작을 구분짓고 있으나, 대부분의 선행연구에서는 이익조정과 이익조작을 별도로 구분하지 않고 있다. Gunny(2005)는 실제 이익조정의 대표적인 4가지 유형을 뽑아 기업성과와 현금 흐름에 미치는 영향을 분석한 결과, 미래 운영성과와 현금흐름에 부정적인 영향을 미치고 있다고 주장한다. 첫 번째는 재량적인 R&D 지출의 삭감이며, 두 번째는 재량적 판매비과 일반관리비의 삭감, 세 번째는 고정자산의 판매, 네 번째는 매출액 증가를 위한 가격할인 및 관대한 신용제도와 매출원가를 낮추기 위한 생산량의 증가이다. 판매비와 일반관리비도 이익조정의 행태로 나타날 수 있는 데, 이 비용의 일부는 관리 재량지출과 관련이 있기 때문이다. 기업회계기준(GAAP)은 기업브랜드, 기술, 고객 충성도, 인적자본 및 직원의 헌신 등의 무형자산을 일관되게 반영하지 못하고 있다. 회계규칙에서는 판매비와 일반관리비, 광고비 등을 단지 비용으로 기록하고 있다. 만일 관리자가 인적자본과 직원들의 충성도를 높이기 위한 교육비 지출을 삭감한다면, 단기적으로는 부정적인 효과가 나타나지 않지만 장기적으로는 부정적인 효과가 나타날 수도 있다. Roychowdhury(2005)는 실제 이익조정은 단기이익을 증가시키기 위해 이루어지는 행동이 미래의 현금 흐름에 부정적

10) Gunny(2005)는 분식회계는 일반적으로 인정된 회계원칙(GAAP)을 위반하는 것이고 발생액에 기초한 이익조정은 일반적으로 인정된 회계원칙(GAAP)의 범주 안에서 행한 이익조정으로 보았다.

인 영향을 주기 때문에 기업 가치를 감소시킬 수 있다고 보았다. 예를 들어 매출을 증가시키기 위해서 공격적인 가격 할인을 하여 단기 이익목표를 달성한 경우, 고객은 미래에도 이러한 할인이 지속될 것이라 기대할 수 있다. 이러한 기대는 미래의 매출마진 감소로 이어지게 된다. Bartov(1993)은 관리자가 음(-)의 이익성장률과 부채약정위반을 피하기 위해서 고정자산을 판매하는 증거를 발견하였다. Herrmann, Inoue & Thomas(2003)는 일본의 기업은 자산을 판매하는 방법으로 이익조정을 한다고 주장하였다. 그들은 현재이익이 예측한 기업이익보다 감소할 때, 고정자산과 시장성 유가증권판매를 통해 이익을 조정한다고 보았다. 비정규직을 증가시키는 것도 이익조정 형태가 될 수 있다. 한국의 공공기관에 대한 행정효율화 요구는 경영평가 항목에도 반영되는 등(기획재정부, 2009; 2010; 2011) 공기업으로 하여금 인원감축과 아웃소싱을 단행토록 하였다. 이러한 과정에서 공기업은 인건비를 감축시켜서 성과를 향상시키고 재무성능을 높이기 위해서 정규직의 일부를 축소시키고 비정규직의 비율을 높이는 방향의 조정 행태가 나타날 수 있다(한승희·정지수, 2016). 본 연구에서는 최근 선행연구와 마찬가지로 이익조정과 이익조작을 구분 짓고자 한다. 두 가지 이익조정 형태가 조직에 미치는 영향과 관련해서 발생액 이익조정보다 실제 이익조정이 기업의 성과에 장기적으로 영향이 크며, 지속기간도 길다. 따라서 발생액 이익조정보다 실제 이익조정이 더 장기적으로 기업성과에 악영향을 미칠 것이라고 예상할 수 있다. Graham et al.(2005)의 조사에서 관리자들이 실제 이익조정을 “기업이 과도한 희생을 치르지 않는 한” 실제 이익조정을 할 의사가 있다고 밝혔다고 했지만, 실증분석결과는 과도한 희생일 수도 있다고 지적하고 있다. 실제에 있어서 기업의 관리자들은 발생액 이익조정과 실제 이익조정을 모두 활용한다(Barton, 2001; Cohen & Zarowin, 2010; Lin et al., 2006; Zang,

2006; 김지홍, 2009). Ewert & Wagenhofer(2004)는 강한 회계기준은 발생액 이익조정을 어렵게 하며, 관리자는 실제 이익조정을 할 유인이 더 높아진다고 주장한다. 기존 연구들이 실제 이익조정과 발생액 이익조정간의 교환(trade-off)관계를 명확하게 증명하고 있지는 않다. 하지만 회계기준이 엄격할 때 발생액 이익조정이 낮아지는 긍정적인 측면도 있지만 그에 따르는 비용(실제 이익조정의 증가)도 수반될 수 있다. Zang(2007)도 발생액 이익조정과 실제 이익조정은 일정부분 교환 관계가 있어, 한 가지 방식이 제한된다면, 다른 방식의 유인이 커짐을 지적하고 있다. Cohen & Zarowin(2010)은 유상증자(Seasoned Equity Offerings : SEOs)전후로 발생액 이익조정과 실제 이익조정 행태가 나타난다고 한다. 발생액 이익조정을 선택할지, 실제 이익조정 방식을 선택할지는 기업이 발생액 이익조정을 활용하는 역량과 발생액 이익조정을 실행하는데 소요되는 비용에 따라 달라진다. Cohen et al.(2008)은 Sarbanes-Oxley Act(사베인즈-옥슬리 법)¹¹⁾ 이후로 회계에 대한 감시가 강화되자 관리자들이 발생액 이익조정에서 실제 이익조정으로 이익조정의 방식을 급격하게 변화시켰다고 하였다. 법안 통과 이후에 발생액 이익조정이 발각될 위험이 더 커졌기 때문이다. 하지만 기관이 이익조정을 할 때 합리적인 시장은 이를 반영하여 시장예측을 하는데, 동시에 기관의 생산적인 노력 또한 감소시킬 수 있다(Kwon & Yeo, 2009). 다시 말해서, Sarbanes-Oxley Act(SOX)는 생산적인 노력을 증가시킬 수 있

11) 2002년 제정돼 전 세계적으로 영향을 미치고 있는 미국의 기업 회계 개혁 및 투자 보호법을 말한다. 공공의 신임을 거의 잃은 회사들로부터 재정 스캔들이 터지자 재무조작과 회계 스캔들 방지를 위해 만들어졌다. 이 법의 목적은 각 기업들이 모두 객관적일 수 없는 회계상의 허점을 악용하지 못하도록 하고, 있는 그대로의 재무수치를 정확하게 보고하도록 한다는 것이다. 법안 명칭은 최초 발의한 민주당 상원의원인 폴 사베인즈와 공화당 하원의원인 마이클 옥슬리의 이름에서 유래했다.

다는 점에서 긍정적이지만, 이 법안으로 실제 이익조정이 오히려 증가할 수 있다는 부정적인 측면도 존재한다. 비대칭정보 하에서 감시자와 규제자는 이러한 행태가 기회주의적이고 근시안적인 사익을 높이기 위한 이익조정행위인지, 정상적인 기업운영과정인지 구분하기가 매우 어렵다.

2. 이익조정의 원인

이익조정과 관련해서 대표적인 이론이라고 할 수 있는 실증회계이론(positive accounting theory)¹²⁾에서는 회계처리방법의 선택이 기업의 다양한 계약관계에 따라 결정된다고 보고 이익조정의 동기와 관련한 3가지 가설을 제시하고 있다. (Watts & Zimmerman, 1986). 첫 번째 가설은 보너스제도가설(bonus plan hypothesis) 또는 경영자보장가설은 “보너스제도에 따라 보수가 결정되는 관리자는 보고된 이익을 미래에서 현재로 옮기는 회계과정을 선택하는 경향”이 있다는 것이다. 즉, 관리자(대리인)는 자신의 사적 이익(보너스)을 얻기 위해 주인이 원하는 노력을 하기 보다는 미래의 이익을 현재로 계상하는 이익조정을 한다는 것이다. Healy(1985)도 관리자가 사익에 따라 이익조정을 하는 것을 이익조정으로 정의하여, 보너스제도가설에 근거한 가정에 따라 이익조정을 연구했다. 그는 경영성과가 보상계약에서 규정한 상한과 하한의 범위 내에 있는지 밖에 있

12) 실증회계이론에서는 조직을 계약으로 구성된 집합체로 보고 회계제도의 선택은 그 기업이 처한 환경 및 내부구조에서 대리인비용인 계약비용을 최소화하도록 결정된다고 보았다.

는지에 따라 이익을 조정할 것이라 주장하였다. 이후 경영자보상과 관련한 연구는 경영자의 미래는 성과평가까지 고려하여 의사결정을 한다는 연구(Leone & Rock, 2002)와 경영자의 성과를 평가하는 기준에 대한 연구로 연구 분야를 넓혀가고 있다¹³⁾.

부채약정가설(debt covenant hypothesis)은 “기관의 부채비율이 높을수록 관리자는 미래의 이익을 현재로 옮기는 회계과정을 선택하는 경향”을 의미한다(Watts & Zimmerman, 1986). 이는 부채약정에 근거한 가설에서 도출된 것으로, 다른 조건이 일정하다고 가정한다면, 기업은 회계수치에 근거를 둔 부채 계약을 위반할 가능성이 있는 경우 이를 회피하고자 이익을 조정한다는 것이다. DeFond & Jiambalvo(1994)는 경영자가 계약서상에 명시된 일정 수준의 재무비율 조건을 충족시키지 못할 경우 부채의 차환, 거절 또는 이자율 상승 등의 우려 때문에 회계선택 및 조정을 통하여 보고이익을 조정하고자 하는 유인이 있을 것으로 보았다. 또한, Ross(1977)은 경영자의 소유 지분율이 높을 경우 높은 부채비율을 유지함으로써 투자자에게 재무위험을 충분히 극복할 수 있다는 신호를 제공함으로써 소유 지분율과 부채 비율 간에 양(+)의 관계가 있음을 증명했다. Graham et al.(2005)의 조사에 의하면, 회계 관리자들은 zero earnings 달성(적자회피), 이전년도의 이익, 그리고 분석가들의 예측 등 회계목표를 달성하는 것에 큰 중요성을 두고 있다. 또한 관리자들은 위 목표를 달성하기 위해서 비록 잠재적인 기업가치가 감소하여도 실제행동을 조작할 유인이 있다는 것을 밝혀내고 있다. 적자회피동기도 부채약정가설의 연장으로서, Burgstahler & Dichev(1997)

13) 반면에 국내에서는 이러한 연구가 잘 이루어지지 않고 있는데, 최관과 김문철(2003)은 우리나라는 소유주 경영기업이 많으며 경영자 보상계약에 대한 기업들의 연구 자료를 얻기 힘들기 때문이라고 주장하였다.

은 이익감소와 손실을 막기 위해서 이익조정을 하는 실증증거를 제시했다. 특히, 소규모로 적자를 기록한 기억들이 소규모의 이익조정을 하며 이를 통해서 작은 폭의 양(+)의 이익을 기록한다고 보고하고 있다.

세 번째 가설은 정치적 비용가설(political cost hypothesis)로, 정치적 비용이 높게 예상되는 경우에 현재의 이익을 미래로 옮기는 회계과정을 선택하는 경향을 의미한다. 즉, 다른 조건이 일정하다면 기업은 높은 정치적 비용을 고려하여 현재의 이익을 미래로 이연시키는 조정을 한다는 것이다. Watts & Zimmerman(1986)에 의하면, 정치적 비용가설은 규모가설(size hypothesis)로 명명되며 “큰 기관의 경우 현재의 이익을 미래로 옮기는 경향”이 있다고 보았다. 큰 기관들이 정치적으로 민감한 영향을 받기 때문에 규제와 같은 정치적 비용이 예상되는 경우 현재의 이익을 줄이는 이익조정을 할 가능성이 높다고 보았다.

3. 이익조정의 측정방법

1) 실제 이익조정의 측정

Roychowdhury(2006)는 실제 이익조정을 측정하는 방법으로 아래와 같은 세 가지 방식을 제시하였다. 가격할인에 따른 일시적인 매출액 증가와 매출원가를 낮추기 위한 생산증가, 보고할 마진

(margins)을 높이기 위한 재량적 지출의 감소가 그 세 가지 방법에 속한다. 그는 실제 이익조정을 기업의 정상적인 운영 과정에서 벗어나는 것으로 가정하였다. 첫 번째 방식은 매출액 조작으로, 가격할인이나 관대한 신용제도를 통해서 연말에 (지속가능성이 낮은) 매출액을 증가시키는 것이다. 관리자는 제한된 시간(limited-time)동안의 가격할인을 통해 추가적인 매출액 증가를 유발할 수 있다. 일반적으로 가격할인으로 인한 매출액 증가는 기업이 다시 원래 가격으로 복귀시키면 사라진다. 추가적인 매출로 인한 매출 당 현금흐름은 마진(margin)의 감소로 낮아지게 된다. 현재(해당년도)의 이익은 추가적인 매출로 인해 양(+의 마진)을 가정하며 증가한 것으로 보고된다. 하지만 실제로 매출 당 마진은 낮아졌기 때문에 매출 대비 제조원가는 비정상적으로 높아지게 된다. 그 이외 다른 방법으로는 관리자가 기업의 단기적인 이익을 늘리기 위해 관대한 신용정책을 사용할 수 있다. 기업은 소비자에게 낮은 이자율로 제품을 제공할 수 있으며(예를 들어, 무이자로 핸드폰 할부 제공), 이것은 가격할인과 유사한 영향을 미친다. 이 또한 정상적인 매출액 수준보다 해당년도의 현금흐름을 낮추게 되어서 제조원가를 상승시키는 결과로 이어지게 된다. Dechow et al.(1998)와 Roychowdhury(2006)에 따르면 기업운영으로 인한 정상적인 영업흐름은 현재연도의 매출액과 매출액 변화의 선형함수라 가정할 수 있다.

두 번째는 매출원가(COGS)를 낮춰 생산량을 증가시키는 것이다. 단기 이익증가를 위해서 관리자는 시장에서 요구하는 수요보다 생산량을 더 증가시킬 수 있다. 이를 통해서 단위 당 고정간접비용(fixed overhead costs)은 낮아지게 되며, 단위당 한계비용증가가 이를 해소하지 않는다면, 단위당 총비용은 감소하게 된다. 보고된 매출원가는 감소하며, 기업은 더 좋은 운영 마진(margin)을 보고하게

된다. 하지만 추가적인 생산으로 제조 및 재고 비용이 발생한다. 또한 생산량 증가로 인한 점진적인 한계비용의 증가는 매출액 대비 제조비용을 상승시키게 된다.

세 번째 방식은 R&D 지출이나 광고비, 관리비용 등 재량적 지출을 감소시키는 것이다. 기업은 회계 보고된 재량지출 비용을 줄여서 해당년도의 이익이 증가된 것으로 보고할 수 있다. 특히, 위와 같은 재량지출이 해당년도에 바로 수입이나 소득으로 연결되지 않을 때 이러한 현상이 발생할 수 있다. 만일 관리자가 현재의 이익목표를 달성하기 위해서 위와 같은 특성을 가지고 있는 재량지출을 줄인다면, R&D 지출이나 광고비, 판매비와 일반관리비지출에서 비정상적인 재량지출 감소가 나타날 것이다. Roychowdhury(2006)는 판매비와 일반관리비 항목이 교육비, 관리유지비, 출장비 등 일부 재량적 지출을 포함하고 있기 때문에 실제 이익조정을 측정할 때 이 점을 고려하였다. 재량지출이 현금의 형태로 운영된다면, 재량지출의 감소는 현금흐름의 감소로 이어질 것이다. 만일 기업이 이익조정을 위해서 매출액을 증가시킨다면, 관리자가 실제로 재량지출을 줄이지 않더라도 비정상적인 지출규모는 낮아질 수 있다. 이러한 문제점을 방지하기 위해서 재량지출은 매출액의 전년도 함수로 나타낼 수 있다. 실제 이익조정을 측정하는 선행연구들(Baber, Fairfield, & Haggard, 1991; Bartov, 1993; Bens, Nagar, & Wong, 2002; Cohen et al., 2008; Roychowdhury, 2006)도 이러한 방식을 따르고 있다. Roychowdhury(2006)의 비정상 영업현금흐름(abnormal cash flow from operation: abCFO), 비정상 제조원가(abnormal production cost: abPC), 비정상 재량지출(abnormal discretionary expenses: abDE)은 사후적으로 측정된 실제값에서 추정된 값(Fitted value)을 뺀 잔차(residual)로 구한다. 해당하는 값이 이익조정 측정치이다. 만

일 이익을 상향조정한 기업은 영업현금흐름이 비정상적으로 음(-)의 값을 가지며, 비정상제조원가는 양(+)의 값을 가진다. 비정상 재량지출은 음(-)의 값을 가진다. 반대로 하향의 이익조정을 한 기업은 비정상 영업현금흐름이 양(+)의 값을 가지며, 제조원가는 음(-)의 값을, 재량지출은 양(+)의 값을 가질 것이다.

2) 발생액 이익조정의 측정

발생액 이익조정은 총 발생액 중 비재량적 부분을 제외한 재량적 발생액을 추정하여 측정할 수 있다. 총 발생액은 매출액 변화에 의존하는 매출채권과 같은 자본계정의 변화를 포함하고 있다. 매출액은 기업이 직면하는 경제적 환경의 변화를 통제하기 위해서 사용되었으며, 유형자산(Property, Plant, and Equipment)은 비재량적 발생액과 관련되는 총 발생액의 비율을 통제하기 위해서(Jones, 1991) 활용되었다. 재량적 발생액(DA)은 아래와 같은 회귀식의 잔차(residual)로 측정하였다. 재량적 발생액을 추정하는 모든 변수들은 이분산성을 통제하기 위해서 직전년도 자산이 분모로 활용되었다. 하지만 위의 Jones모형에서는 실제로 신용판매를 통해서 관리자가 이익조정하는 측면을 반영하지 못하고 있다(Dechow et al., 1995). Dechow et al.(1995)는 수정된 Jones 모형을 제시하였다. 이 모형에서는 발생액 이익조정과 실제 이익조정을 측정할 때 내재된 어려움은 관리자의 실제 의도를 파악할 수 없다는 것에 있다. 이익조정에 대한 측정을 비판하는 일부 연구들은 이익조정을 측정하기 위한 연구들이 누락변수(omitted variable)의 결과이거나 의도된 이익조정행위보다는 다른 행위를 측정한 것이라고 주장한다. 따라서 측정치가

이익조정 행위를 정확하게 반영하고 있는지에 대한 분석이 추가적으로 필요하다.

3) 이익조정의 측정오차

발생액 이익조정은 재량적 발생액(discretionary accruals: DA)으로, 실제 이익조정은 Roychowdhury(2006)가 제안한 비정상 영업현금흐름(abCFO), 비정상 제조원가(abPC), 비정상 재량지출(abDE)로 측정하는 방법이 대표적이다. 대부분의 선행연구도 위 측정모형을 활용하여 이익조정연구를 수행하고 있다(Cohen et al, 2008; Cohen & Zarowin, 2010; 김지홍, 2009). 하지만 위와 같은 방식은 관찰 가능한 변수로부터 측정한 모형을 활용하였기 때문에, 모형을 통해 도출한 이익조정의 측정치가 관리자의 기회주의적인 의도뿐만 아니라 기업의 성과 및 관리자에 대한 사적 정보(private information)도 포함하고 있다는 비판이 있다(Healy & Palepu, 1993; Subramanyam, 1996; 문상혁·이효익, 2006). Peasnell et al.(2005)은 이익조정을 위한 신호발송(signaling)효과도 고려해야 한다고 주장하고 있다. 미래성과에 대한 사적 정보를 나타내고 있는 회계재량을 관리자가 활용한다면 주주들에게 이익이 될 수 있기 때문이다. Subramanyam (1996)도 미국에서 재량적 발생액은 미래의 생산성과 배당금 변화를 예측할 수 있게 하며, 이익을 증가시키기 위해서 관리자들이 그의 재량을 활용할 수 있다는 점도 알려준다고 보았다. 위 주장에 따르면 신호 발송효과를 내는 이익조정을 기업의 이사회가 규제할 이유도 없게 된다. 그 이외에도 Roychowdhury(2006)의 측정방법은 정상적인 운영방식에서 벗어난 활동을 이익조정이라고 가정하기 때문에 측정오차(measurement error)의 문제가 있을 수 있다. 위와 같은 측정오차의 문제를 해결하기 위해서 이익조정을 연구하는 연구자들은

대안적인 측정모형을 제시하였다. 발생액 이익조정은 재량적 발생액 (Discretionary Accrual)을 통해서 측정하는데, Jones 모형이 대표적이다. 하지만 Jones 모형에서는 관리자가 신용제도를 약화시켜 매출액을 증가시키는 점을 반영하지 않고 있기 때문에 Dechow et al.(1995)은 이 점을 반영하여 수정된 Jones 모형을 제시하였다. 그 이후에도 Kothari et al.(2005)은 성과에 대응된 재량적 발생액 측정방법(performance-matched discretionary accrual measure)을 제시하였다. 성과의 효과를 통제하기 위해서 성과에 대응하는 기업의 자산 수익율(return on asset)을 모형에 적용하였다. 이를 통해서 이익조정 측정방법의 신뢰도를 높이고 있다.

본 논문에서는 위와 같은 논의를 반영하여 수정된 Jones 모형과 Kothari et al.(2005)이 제시한 성과대응모형을 모두 적용하여 발생액 이익조정을 측정하였다. 즉, 성과대응모형을 통해서 얻은 잔차(재량적 발생액)를 구해 분석에 활용하였다. 실제 이익조정은 개별 계정과목을 대상으로 하기 때문에 발생액 이익조정과 비교할 때 측정의 신뢰성은 상대적으로 높다(김지홍 외, 2009). 하지만 여전히 관리자의 행동이 합리적인 판단에 의한 최적 결정인지 단기 이익목표를 맞추기 위한 이익조정인지 구분하기 어렵다는 문제가 남아있다. 예를 들어, 연말에 가격할인 행사를 하는 것이 기업이윤극대화를 위한 합리적 선택으로써 장기 재고를 처분하기 위한 것인지, 가격할인을 통해 단기 매출액을 증가시켜 이익목표를 맞추기 위한 것인지 구분하기 어렵다. 이 문제 또한 Kothari et al.(2005)이 제시한 성과대응모형 즉, 성과 대응된(performance-matched) 발생액 측정방법을 활용해서 측정오차 문제를 일정정도 해소할 수 있다(Roychowdhury, 2006; 김지홍 외, 2009). 발생액 이익조정을 측정하는 것과 마찬가지로 본 논문에서는 수정된 Jones 모형과 Kothari et al.(2005)이 제시한

성과대응모형을 모두 적용하여 실제 이익조정을 측정하였다. 아래 식이 경영성과를 반영하여 실제 이익조정 측정치(잔차)를 구하는 방법이다. 이익조정 측정치를 보완하기 위해서 수정된 Jones 모형과 Kothari et al.(2005) 등을 활용하였지만, 여전히 긍정적인 효과를 가지는 신호발송효과를 구분해내지는 못하고 있다. 그러므로 위에서 구한 발생액 이익조정과 실제 이익조정 측정치가 장기성과에 어떤 영향을 미치는지를 분석하여, 측정치가 이익조정 행태를 정확하게 반영하는지에 대한 검토가 필요하다.

제2절 이익조정과 관련된 선행연구

1. 자본시장에서의 이익조정에 관한 연구

오래전부터 연구자들은 이익재조정과 같은 이익조정을 찾기 위해 설계된 비정상 발생액을 대체하는 척도를 사용함으로써 전통적으로 비정상발생액을 사용하는 문헌으로부터 계산하기 위한 시도를 하여, 점차 실제 활동에 의한 이익조정의 양상이 진화하는 모습을 보이게 된다. 여러 선행연구들은 경영자가 할 수 있는 판매촉진, 선적일정의 변경, 연구개발비 지출의 연기 등의 활동에 의한 이익관리를 지적한다. Graham(2005)은 설문조사를 통해 경영자들이 회계적인 외양을 유지하기 위해 실제활동을 한다는 강력한 증거를 발견하는데, 그들의 조사에 참여한 경영자들의 80%가 R&D, 광고비 등의 재량적

지출을 줄일 것이며, 이익목표에 도달하기 위한 유지활동을 할 것이라고 보고한다. 또한, 55.3%는 이익목표에 맞추기 위해 새로운 프로젝트의 출범을 지연시킬 것인데, 그 지연이 가치의 작은 희생을 가져온다 하더라도 그렇게 하겠다고 응답했음을 보고한다. 그들은 경영자들이 발생액보다도 실제활동을 통한 이익조정을 하는 이유는 발생액 기반의 이익조정은 가격결정 및 생산에 관한 실제 의사결정보다 감사인과 정기검사에 적발될 가능성이 높으며, 발생액 기반 이익조정에만 의존하는 것은 더 위험이 따르기 때문이라고 한다. 이익조정에 대한 연구는 주로 대기업 등 자본시장을 통해서 이루어져왔다. 재량적 지출의 조정을 활용한 이익조정에 관한 선행연구로 Baber et al.(1991)은 기업들은 흑자이익 또는 전년도 이익과 같은 이익 목표치에 도달하기 위해 연구개발비 지출을 줄인다고 하며, 이익목표에 도달하기 위한 R&D 지출 변경은 현금흐름 이후에 한다고 보고한다. Dechow & Sloan(1991)은 임기 마지막 연도의 CEO는 단기 이익을 개선하기 위해 연구개발비를 덜 지출하는 것임을 밝혔다. 그들은 연구개발비 지출에 초점을 맞춘 현존 연구들의 대부분은 R&D 지출이 당해연도에 흑자 또는 증가하는 이익을 보고할 능력을 위험에 빠뜨렸을 때에 유의적으로 더 적다는 것을 발견한다. 대부분의 사례에서 회계실무자들 사이에서의 선택은 직접적인 현금흐름에의 영향을 미치지 않지만, 금년도 목표이익을 만족시키기 위한 R&D지출 변경은 현금흐름 후에 한다. Perry & Grinaker(1994)는 기업은 이익이 분석가들의 기대에 미치지 못할 때 R&D지출을 삭감하는 경향이 있다고 보고한다. Gunny(2010)는 발생액으로 이익을 부풀릴 능력에 한계가 있는 기업들은 이익조정을 하기 위해 판매관리비의 지출을 감축한다고 한다. Dhaliwal et al.(1994)은 후입선출법 방식의 재고처리가 기업으로 하여금 부채 계약위반을 회피하는 것을 도우며 재고처리에 영향을 미치는 다른 요소를 통제함으로써 이

익분산을 줄인다고 한다. Jackson & Wilcox(2000)는 경영자들이 고객구입을 촉진하기 위해 4분기에 매출할인을 허용하는지, 그 결과 적자와 이익 및 매출감소를 회피하는지를 탐구한다. 분석 결과 기업 경영자들은 연간 회계보고목표에 맞추기 위해 4분기에 매출가격 감축을 허용한다고 주장한다. Roychowdhury(2006)은 매출관리, 재량적지출의 감축, 과잉생산 등을 실험하여 R&D 지출이외의 실제활동 조정을 탐지하기 위한 경험적 방법을 개발한다. 그녀는 발생액만을 분석함으로써 이익조정을 추론하는 것은 부적절한데 왜냐하면 기업들은 의심기업-년도에 적자보고를 회피하기 위하여 실제활동을 조정하기 때문이며, 기업들은 만일 그들이 높은 비율의 유동부채를 갖고 있다면 대규모로 실제활동 조정을 하는 듯 하다고 주장한다. Bartov(1993)는 기업들은 이익유연화와 채무계약을 완화하기 위해 장기자산 및 투자의 시기를 조정한다고 한다. 그는 고정자산의 매각을 실험하며 자산매출로부터의 이익이 이익변화분과 음(-)의 상관관계가 있음을 보여주고 있으며, 이익감소에 직면한 기업들이 자산매각의 증가를 통해 이익을 부풀린다는 것을 주장하기 위해 이를 이용한다. Herrmann(2003)은 현행 보고된 영업이익이 경영자의 영업이익의 예측 이하(이상)일 때, 기업은 고정자산 및 매출채권의 매각을 통해서 이익을 증가(감소)시킨다고 주장한다. Comiskey & Mulford(1986)는 목표이익치 20% 근처의 지분투자를 하는 기업의 수를 비교하며, 피투자자 2개 그룹의 수익성의 차이를 탐구한 결과 20% 근처에서 매우 강한 주식소유 집중이 있다고 보고한다. 만일 피투자자가 이익을 보고한다면 주식투자계정을 지분법으로 제한하는 경향이 있으며, 피투자자가 손실을 보고하면 그들의 투자를 지분법으로부터 제한해지한다고 주장한다. Hand(1989)는 분기동안 인식된 부채-지분 교환으로부터의 이익합계를 밝히며 교환으로부터의 이익을 제외한 이익을 계산한다. 교환이익을 포함한 이익과 포함하

지 않은 이익의 시계열 속성은 목표이익과 관련된 이익변화에 대한 교환의 효과를 실험한 결과이며 기업들은 이익을 유연화하고 감채 기금 제약을 잠재적으로 고착화시키는 것을 완화시키기 위하여 부채-지분 교환으로부터의 이익을 사용한다고 한다. Marquart & Wiedman(2005)의 연구에 의하면, 기업들은 EPS의 가치저하를 회피하기 위해 우발 전환사채로 그들의 전환사채를 발행한다고 하며, 우발전환사채의 발급 가능성은 기업의 EPS 기반의 보상계약의 사용에 따라 증가한다고 한다. Larcker(2004)는 재량적 발생액에 절대값을 붙이는 문제에 대하여 이전의 연구들은 이익조정을 측정하기 위하여 재량적 발생액과 재량적 발생액의 절대값 둘 다 사용해 왔다. 하지만 둘 중 어느 것이 더 좋은 이익조정 척도인지에 관한 합의는 거의 없다고 지적한다. Menon & Williams(2004)는 감사인에 의해 재량이 주어진 경영자들을 더욱 완전히 정당화시키는 비정상발생액의 절대값을 사용하는 것은 회계선택의 직접적인 영향에 대한 감사인 편의를 줄일 수 있다고 한다. 이와는 반대로 Ashbaugh et al.(2003)은 이익조정 연구에서 재량적 발생의 절대값을 취하여 분석할 경우 정규분포 가정에 심각한 위배가 있음을 지적하고 있으며, 재량적 발생액 자체를 이용하여 분석할 것을 권하고 있다.

한편 국내의 연구로 Choi et al.(2011)은 기업의 실제 이익조정 활동이 국가수준의 법규의 강도에 영향을 받는지 받으면 얼마나 받는지 연구하며, Big4 감사인의 역할이 법규범이 강한 나라와 약한 나라 사이의 차이를 완화시키는지를 연구한다. 그들은 법규범이 강해짐에 따라 REM의 강도가 증가한다는 것을 발견하며, 법규범이 강한 나라에서는 DA의 비용이 상대적으로 더 높아서 더 많은 기업들이 DA에서 REM으로 전환하므로 법규가 강해짐에 따라 DA에 비해 REM의 비중이 증가함을 발견한다. 또한 이러한 상대적인 비중

은 더 높은 감사품질에 의해서 약화되는데, 왜냐하면 Big4 감사인은 DA 뿐만 아니라 REM에도 관심이 있기 때문이라고 보고한다. 김지홍 등(2008)은 적자회피를 위해 이익을 상향조정한 것으로 의심되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 영업현금흐름과 재량적 비용은 낮고 제조원가는 높으며, 이익평준화를 위해 이익조정을 한 것으로 의심되는 기업 중 이익이 0보다 매우 큰 기업들은 이익을 하향 조정한다고 보고한다. 김지홍 등(2009)은 실제 이익조정이 장기영업성과 및 추가성장에 부정적인 영향을 미치며, 주식시장에서는 이를 부정적으로 인지하고 있음을 발견한다. 또한 실제 이익조정을 이용한 차익거래에서 초과이익을 얻을 수 있다는 사실을 발견했다.

2. 공공기관과 이익조정에 관한 연구

Watts & Zimmerman(1986)의 연구에서는 기업의 규모가 클수록 기업이익을 감소시키는 회계방법을 선택할 것이라고 주장했다. 이를 토대로 공공기관의 경우도 기업규모가 큰 경우 공공재의 비중이 크고, 정부와 국민의 감시가 증대할 것이고, 특히 정부투자기관은 정부산하기관보다 기업규모가 크고, 공익성을 가지게 되므로 이익조정을 하기 어려울 것이라는 것을 추측할 수 있다.

안일준(1990)은 연구에서 공익성을 추구하는 공공기관은 과도한 이익을 내게 되면 주요고객인 국민들의 반발에 직면하게 되며 반대로 재정상황이 안 좋은 것으로 나타나면 방만한 경영 및 부실한 경영 실패를 비판받게 된다고 했다. 때문에 각 기관장들은 회계이익의 분산을 줄이고자 하는 회계정책을 채택할 유인이 존재한다고 보았다.

보다 구체적으로 영업성과가 저조한 경우, 이익을 증가시키고 반대로 영업성과가 좋은 경우에는 이익을 감소시키는 회계정책을 채택할 것이라고 주장했다.

국내 공공기관을 중심으로 이익조정을 검증한 대표적인 연구로서 이중호(2007)는 공기업의 지배구조가 이익조정에 어떠한 영향을 미치는가를 연구 분석하기 위해 공기업의 전반적인 특성을 살펴보고, 공기업의 지배구조 중에서 사외이사 비율, 기관장의 성과로 인해 공기업의 이익조정에 어떤 유인이 작용하는지를 살펴보았다. 연구 결과 이사회 중 사외이사의 비율이 이익조정과 유의한 관계로 나타나지 않았으며, 공기업의 지배구조가 사기업에 비해 독립적이지 않고, 투명한 경영활동이 부족했던 것으로 나타났다. 또한, 경영진 중 많은 권한이 집중되어 있는 기관장의 경우 도덕적 해이로 인해 성과비율에 따른 이익조정 유인이 발생한다고 보았다. 그리고 공기업의 규모와 영업성과는 이익조정과 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 상장기업인 경우 부채비율에 따른 이익조정 가능성이 높을 것으로 제안하였다.

이수연 등(2009)은 공기업 경영자의 보상과 이익조정의 관계를 분석하였다. 연구결과 기관장의 기본급은 이익조정 측정치인 성과대응재량적 발생액(PDA)과 유의한 양(+)의 상관관계를 나타낸 반면에 성과급과는 유의한 관계가 나타나지 않았다. 이를 기관장의 경우 성과급보다는 이사회에서 결정되는 기본급을 극대화하기 위해 이익조정을 할 유인이 있는 것으로 해석하였다. 차진화 김완희(2010)는 공공기관에 있어서 이익조정 유인이 있는지를 알아보기 위해 Burgstahler & Dichev(1997)의 연구와 송인만(2004)의 연구에서 이용한 횡단면적 이익 분포도상의 증거부호 변화율을 바탕으로 국내 공공기관들의 이익조정여부를 분석하였으며 그 결과 적자회피 이익

조정이 공공기관에서도 일어나고 있다는 증거를 발견할 수 있었다. 또한 부채비율이 높을수록 이익조정을 할 가능성이 클 것이라는 가설에 대하여 선행연구와 동일하게 일반기업과 마찬가지로 공공기관도 이익조정을 할 가능성이 높은 것으로 설명하였다. 공공기관의 부채비율의 상승은 공공기관 자체의 부실경영으로 인한 원인 뿐 아니라 아울러 가격상승에 대한 정부기관의 저항 및 반대 여론의 형성 등으로 개선이 어려운 실정이다. 이러한 상황에서도 부채비율의 상승은 여론이나 정부의 시선에 대하여 경영자들은 자유로울 수 없기 때문에 경영자들이 일반기업과 마찬가지로 이익조정 가능성이 있을 것으로 보았다. 또한, 전기에 당기 손실실의 보고가 있는 경우 손실 보고를 회피하기 위한 이익조정 가능성이 큰 것으로 나타났다.

윤성만·이강영(2012)은 정부로부터 손실보전 지원을 받는 공공기관은 손실보전을 받지 않는 공공기관과 다른 이익조정 유인이 있을 것이라는 가정 하에 손실보전제도와 공공기관 지배구조가 이익조정 행위에 미치는 영향을 분석하였다. 총 287개 공공기관을 대상으로 4개년(2007년~2010년)에 걸친 585개 샘플을 대상으로 분석한 결과 정부로부터 손실보전을 지원받지 못하는 공공기관일수록 이익을 증가시켜 흑자상태로 보이려는 이익조정이 발생했고 이사회 구성원 중 사외이사의 비율이 높은 공공기관일수록 이익조정 행위는 감소하는 것을 발견해 공공기관의 사외이사제도가 효율적으로 작용하고 있음을 확인하였다. 정주희 등(2013)은 공기업 성과측정지표의 특성이 경영자의 이익조정에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 연구결과 이익관련지표의 비중이 높을수록 경영자가 발생액을 통한 이익조정을 많이 하는 것으로 나타났다.

박원·김태영(2013)은 공공기관의 재무적인 특성이 경영성과 혹은 이익조정에 미치는 영향에 대해서 연구했다. 특히 부채비율과 국고

보조금 비율에 관심을 가지면서 이러한 요인들이 이익을 상향조정할 유인이 될 것으로 보았다. 이를 검증하기 위해 유승원(2009), 이종호(2007) 연구모형을 설정하였으며, 2005년부터 2010년까지 조건을 만족하는 공기업과 준정부기관 119개를 대상으로 분석을 실시하였다. 분석결과 부채비율은 경영성과에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났지만 국고보조금 비율은 그 관계를 검증하지 못하였다. 그리고 국고보조금 비율은 이익조정에 유의한 양(+)의 관계로 나타나 국고보조금 비율이 높을 경우 국민들의 반감 혹은 정부의 규제 등을 고려하여 이익에 대한 부담감으로 이익조정 가능성이 있지만 부채비율은 이익조정에 미치는 영향을 확인하지 못하였다. 반면 공기업의 경우 다른 정부기관과 달리 부채비율에 따라 이익조정에 유의한 양(+)의 결과로 나타나 공기업을 대상으로 부채비율과 이익조정의 관계를 확인할 수 있었다.

신상훈·이세철(2015)은 조직의 청렴도가 회계의 투명성에 많은 영향을 미칠 것으로 판단하고 청렴도 평가 자료가 존재하는 공기업을 대상으로 기관의 청렴도가 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 2008년부터 2013년까지 165개 공기업을 표본으로 분석한 결과 공기업에 대한 청렴도 평가가 도입된 이후 이익조정은 증가하고 공기업에 대한 청렴도 평가 등급이 높을수록 이익조정은 증가하는 것으로 나타나 청렴도 평가가 회계측면에서의 공기업의 청렴도, 즉 회계투명성을 측정·평가하는 요소로 불충분한 것으로 평가하였다. 김임현 외(2015)는 공공기관이 2008년부터 수행한 대규모 국책사업이 기관의 재무상태, 경영성과와 이익조정 행태에 어떠한 영향을 미쳤는지 분석하였다. 2003년부터 2012년까지 219개의 공기업 표본과 2,038개의 상장기업 표본을 비교분석한 결과 국책사업 수행으로 공기업은 자금조달원천인 금융부채를 중심으로 부채가 증가하였으며 경영성과 악화로 수익률은 감소하여 부채비율의 상승을 초래하였다. 또한

같은 기간 공기업이 유가증권 상장 기업대비 이익을 상향조정한 것을 발견하였다. 금병욱·문두철(2016)은 공공기관의 이해관계자들이 경영평가에서 높은 점수를 받기 위한 일관된 목표를 가지고 있다고 하면서 이러한 목표를 달성하기 위해서 공공기관 경영평가 평가지표 중 재무적 지표의 목표가 전년도 실적을 기초로 설정되는 것에 착안, 전년 대비 이익감소를 회피하기 위해 이익을 상향 조정하려는 유인이 있을 것으로 예상했다. 이를 검증하기 위해서 재량적 발생액의 추정을 통한 연구모형과 실물활동을 통한 이익조정의 추정에 관한 연구모형을 달리 설정해 검증을 실시했다. 분석결과, 이익감소회피 구간의 공기업들은 전년대비 이익이 감소하는 것을 회피하기 위해 이익을 상향조정하는 것으로 나타났다. 특히 발생액보다는 실물활동을 통해 이익을 상향조정 하였는데, 이는 공기업이 주무관청의 감독, 감사원 감사, 국회 국정감사 등 일반기업에 비해 높은 수준의 외부 통제장치로 인해 적발위험이 높은 재량적 발생액을 통한 이익조정보다는 외부통제장치나 감사인의 눈을 피할 수 있는 실물활동을 통한 이익조정을 선호하기 때문이라고 판단했다.

한편, 공공기관장의 재임기간과 이익조정 간의 관계를 설명하는 이론으로 Big bath 가설이 있다. 빅베스(Big Bath)란 경영진이 교체될 때 부실자산을 한 회계연도에 모두 반영하여 잠재적인 부실규모를 모두 드러내는 회계기법이다. 전임자는 재임기간이 끝날 것이 예상되면 기업의 이익을 높여 자신의 성과급을 높이고 평판을 증가시킬 유인이 있다. 반면, 후임자는 Big Bath가설이 지적하듯이 재임기간 초기에 음(-)의 이익조정을 하여 기업운영의 잘못된 점을 전임자에게 전가시키고 새롭게 시작할 유인이 있다(DeAngelo, 1988; Dechow & Sloan, 1991; Strong & Meyer, 1987). Big bath로 인해서 부임 초기의 이익은 감소할지 모르지만, 공공기관에 내재된 위험 요

소를 한꺼번에 정리하여 반영하였기 때문에 자신의 재임기간 동안 발생할 위험을 낮추는 긍정적인 효과가 있다. 그리고 부임 초기에 당기순이익을 낮추면 그 이후에는 평균으로 회귀하여 당기순이익이 증가할 가능성이 높다. Healy(1985)도 새로 부임한 기관장은 성과를 급격히 낮출 유인이 생긴다고 보았다. Big bath 가설에 따르면, 재임기간 초기와 말기에 음(-)와 양(+)의 이익조정을 할 유인이 생기게 된다. 하지만 공공기관은 법적으로 정해진 재임기간을 채우지 못하고 각시기의 정치적 상황에 따라 급격히 기관장이 교체되는 경우도 많다. 짧은 재임기간과 민간CEO 대비 낮은 성과급과 보수는 기관장이 단기성과에 초점을 맞추도록 할 가능성이 크다. 게다가 공공기관의 기관장이나 민간기업의 경영자가 내부출신이 아닌 외부에서 임명된 사람이라면, 상대적으로 업무를 파악하는데 시간과 노력이 수반된다. 특히, 공공기관에서 정치적인 임명이 이루어진 경우, 기관의 장기적인 성과를 목적으로 제품 및 서비스 생산을 위한 경영이 이루어지기 보다는 자신의 보상증가나 커리어 관리, 지위 유지를 목적으로 신규 투자 및 서비스 생산이 이루어질 가능성이 있다. 박원(2013)은 공기업과 준정부기관을 대상으로 외부영업자의 경우 경영자 교체시점에 이익을 하향조정하는 것을 발견하였다. 이러한 실증분석 결과는 경영자의 경력배경이 이익조정여부를 결정하는 요인임을 알 수 있게 한다. 내부 승진자의 경우 외부 영업자에 비해서 전임자와 상당기간 조직에서 함께 근무하였기 때문에 이익조정을 통해 전임자의 성과를 조정할 가능성이 낮을 수 있다(박원, 2013).

제3장 연구가설 및 연구모형

제1절 연구대상 및 자료수집

1. 연구대상

본 논문의 연구대상은 공공기관 중 준정부기관 및 기타공공기관을 제외한 공기업을 연구대상으로 한다. 선행연구들에서 보여지듯 준정부기관 및 기타공공기관보다 공기업에서 이익조정 유인이 더 많을 것으로 보여지는 바, 본 논문에서는 소유지배구조 및 부채비율(재무부채비율 포함)이 공기업의 이익조정 유형과 어떠한 관계가 있는지에 대해 초점을 맞춰 살펴보고자 함이다. 우선 공공기관은 ‘정부의 투자·출자 또는 정부의 재정지원 등으로 설립·운영되는 기관으로서 일정 요건에 해당하여 기획재정부장관이 매년 지정한 기관(공공기관의 운영에 관한 법률 제4조)’을 의미한다. 2016년 현재 공공기관으로 지정된 기관은 321개로서 그 중 공기업은 30개, 준정부기관은 89개, 기타공공기관은 202개다. 공공기관의 운영에 관한 법률 제5조에 따라 공기업 분류기준은 ‘직원 정원이 50인 이상이고, 자체 수입액이 총수입액의 1/2이상인 공공기관 중에서 기획재정부 장관이 지정한 기관’으로 명시되어 있다. 이러한 공기업은 해당 분야의 성격 등에 따라서 시장형 공기업과 준시장형 공기업으로 구분하고 있으며, 2016년 현재 시장형 공기업으로 분류된 기관은 한국가스공사, 인천국제공항공사, 부산항만공사 등 14개이며, 준시장형 공기업은

한국조폐공사, 한국관광공사 등 16개 기관이다. 표본기간은 2011년부터 2016년까지이며, 대상기간 중 통합이나 분할 등으로 새롭게 명칭이 바뀌거나 합쳐진 기관은 해당 사건 발생년도부터 조사함을 원칙으로 한다.

<표 2> 2016년도 공기업 지정현황

구분	주무기관	공기업 기관명
시장형 공기업 (14개)	산자부	한국가스공사, 한국광물자원공사, 한국남동발전(주), 한국남부발전(주), 한국동서발전(주), 한국서부발전(주), 한국석유공사, 한국수력원자력(주), 한국전력공사, 한국중부발전(주), 한국지역난방공사
	국토부	인천국제공항공사, 한국공항공사
	해수부	부산항만공사
준시장형 공기업 (16개)	재정부	한국조폐공사
	문화부	한국관광공사
	농식품부	한국마사회
	산자부	대한석탄공사
	국토부	제주국제자유도시개발센터, 주택도시보증공사, 한국감정원, 한국도로공사, 한국수자원공사, 한국철도공사, 한국토지주택공사
	방통위	한국방송광고진흥공사
	해수부	여수광양항만공사, 울산항만공사, 인천항만공사, 해양환경관리공단

출처 : 2016년도 공공기관 지정(안) 재구성, 기획재정부

공공기관은 민간기업과 기본 성격, 통제기구, 주요 이해관계자, 소유주체의 목적, 소유와 지배 관계 등 다른 점이 많다. 세이어(Sayre)의 법칙에서도 지적하듯이, “공사행정은 모든 중요하지 않은 점에 있어서는 근본적으로 같다”고 하였다. 공공기관은 민간기업에 비해서 법률과 정부의 역할에 더 영향을 받으며, 주요 이해관계자도 주주와 시장참여자 대신 국민과 정부, 정치인 등으로 구성된다. 또한 민간기업의 목적이 이윤극대화에 있다면, 공공기관은 국민의 경제와 복지를 위한 사회후생의 극대화에 목적이 있다. 이처럼 목적과 주요 이해관계자, 지배구조가 공공기관은 민간기업과 다르다. 따라서, 그 동안 민간자본 시장에서 논의되어 온 소유지배구조에 관한 연구를 보다 단순화하여 공기업의 지배구조를 파악해 볼 필요가 있다. 본 논문에서 민간기업과는 다른 공기업의 소유지배구조 별로 이익조정 행태가 어떻게 나타나는지에 관해서도 살펴보고자 한다.

<표 3> 민간기업과 공공기관 지배구조 비교

구분	민간기업 지배구조		공공기관 지배구조	
	내부	외부	내부	외부
통제 제도				
주요 이해관계자	주주, 경영자, 종업원	외부주주, 경영자, 채권자, 시장참여자	국민, 정부, 경영자, 직원	정치인, 감사원, 경영자, 채권자
소유주체의 목적	이윤 극대화		사회적 후생의 극대화	
소유와 지배의 관계	분리		일치	
정부의 역할	규제자		소유자+규제자, 공적 지배권 행사	

출처: 광채기(2010), 이희섭·최진현(2011) 재구성

2. 자료수집

본 연구에 사용된 전체 표본은 2011년부터 2016년까지의 공기업이다. 공기업 재무자료를 확보하는 데 있어 공공기관 공개시스템(ALIO)를 통한 자료 확보가 제한적이기 때문에, NICE 신용평가정보 kisvalue 데이터베이스에서 제공하는 부채비율 등을 활용했으며, 상장 공기업의 경우 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 재무 및 회계 관련 데이터를 수집했다. 그 외에 공정거래위원회의 '대규모기업집단 공개시스템'에서 제공하는 기업집단의 각 지분율을 참고했으며, 그 밖에 정보는 해당 기관 홈페이지 및 기획재정부에서 제공하는 연도별 공공기관성과편람 상의 재무 관련 평가정보를 활용했다. 자료수집 결과, 공기업들의 회계정보공개 기준이 상이하고 본 연구에서 활용하고자 하는 성과대응모형 등 이익조정측정치를 추정함에 있어 필요한 일부 자료들의 수집에 어려운 점이 있었다. 이에 각 개별 공기업들의 공개된 회계 수치 중에서 이익조정치를 추정함에 있어 근사 값으로 활용할 수 있는 대응 값으로 회귀분석을 실시했다.

제2절 변수 및 데이터

1. 독립변수

1) 소유지배구조

일반적으로 소유지배구조는 상장된 대기업집단을 중심으로 연구가 이루어져왔다. 박기성(2002)은 1994년부터 1996년까지 상장된 기업을 대상으로 종속변수로 ROA, ROS 등을 설정하고, 독립변수로 대주주지분율, 대주주지분율의 제곱, 기관투자자지분율 등을 측정하여 대주주지분율, 기관투자자지분율 등이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이장희 외(2009)는 단순히 대주주의 지분율만으로 기업가치나 이익조정에 미치는 영향을 접근하기에는 한계가 있다고 지적하면서, 소유권과 지배권 차이인 소유과리도를 통해 이익조정에 미치는 영향에 대해서 연구했다. 그러나 이러한 연구는 사기업 집단에 있어서 대주주의 실질영향력을 고려한 것으로서, 공기업에서의 대주주 즉 정부의 실질지배력을 사기업과 동일하게 볼 수는 없다고 판단된다. 왜냐하면 공기업에서 있어서 정부의 소유권과 지배권의 차이가 사기업에 비해 크기 않기 때문이다. 따라서, 본 연구에서는 공기업의 소유지배구조의 대응변수를 보다 단순화하여 상장 공기업과 비상장 공기업으로 이원화하여 측정해보고자 한다.

GOVERNANCE IPO = 상장 공기업

(기업공개를 통해 증시에 상장된 공기업)

GOVE = 비상장 공기업

(기업공개 전단계에 있는 공기업 제외)

본 연구에서 공기업의 소유지배구조는 상장과 비상장으로 구분하며, 상장공기업의 경우 정부소유지분은 정부 직접투자지분 외에 정부가 산업은행, 국민연금 등 정부가 실질적으로 지배력을 행사하고 있는 기관의 투자지분까지 포함한 것으로 정의한다.

2) 부채비율

공기업은 일반 사기업과 달리 자금조달의 어려움이나 비용에 상대적으로 덜 민감한 편이다. 공기업의 이익조정과 관련해서는 정치적 비용 가설하에서 부채비율과 이익조정의 관계를 설명할 수 있는데 (최성규와 김정민, 2005) 기업이 규모가 크고 노출이 많은 기업의 경우 부채비율 수준이 높다면, 사회간접자원의 독점적인 사용에 따라 국민들의 반감을 초래할 수 있다¹⁴⁾. 따라서 공공기관의 경우 부채계약 가설 측면보다 정치적 비용 가설 하에에서 부채비율과 이익조정의 관계가 나타날 가능성이 존재한다. 일반적으로 기업의 부채는 자금의 조달기간에 따라 장기부채와 단기부채로 나누기도 하며, 기업의 활동과 관련시켜 기업의 주된 영업활동에서 파생되는 부채 (영업부채)와 이러한 활동에 필요한 자금을 조달하거나 투자목적 내지는 여유자금 운영 등을 목적으로 조달하는 재무부채로 구분할 수 있다. 재무부채를 조달하기 위해 회사채를 발행하거나 은행 차입이 이루어지면 원금의 상환과 함께 이자의 지급이 발생한다. 사기업에

14) 박원·김태영(2013)은 이러한 이익조정 동기는 부채비율과 이익조정의 관계가 공공기관의 특성에 따라 차이가 나타날 수 있다고 본다. 왜냐하면 공기업의 경우 다수가 상장기업이며 대규모로서 많은 이해관계자가 있으며 국민들의 관심이 다른 정부기관보다 상대적으로 높다고 볼 수 있다. 따라서 공기업일 경우 다른 정부기관보다 부채비율과 이익조정의 관계가 증가할 것으로 보고 있다.

비해 자금조달능력이 풍부한 공기업의 경우 부채조달방식에 차이를 보이는지 확인해 볼 필요가 있다. 재무부채비율의 이용과 조건이 부채비율과 유사한 형태를 보이는 경우 재무위험을 감수하더라도 이자가 발생하는 부채를 이용하는 것으로 해석될 수 있기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 자본구조에 대해 자기자본 대비한 부채의 크기인 부채비율(LEV)과 이자발생 부분을 고려한 재무부채비율(LOAN)을 나눠 독립변수로 설정하고 각 변수가 이익조정의 형태에 어떠한 영향을 미치는가를 알아보고자 한다.

DEBT LEV = 부채비율

(=부채[부채총계] / 자기자본[자산총계])

LOAN = 재무부채비율 (=이자발생부채 / 총자본)

2. 종속변수

1) 발생액 이익조정

종속변수인 이익조정의 형태는 크게 두 가지로 구분한다. 재량적 발생액의 추정(회계 및 재무수치의 조정)을 통한 방법과 실물활동(투자나 재무에 영향을 미치는 의사결정)을 통한 이익 조정 방법이다. 본 논문에서는 이익조정 추정치를 측정함에 있어서 금병욱·문두철(2016)의 모형을 사용해 추정해보고자 한다. 먼저 재량적 발생

액(DA)의 추정에 주로 사용되는 모형에는 Jones(1991)모형과 Dechow et al.(1995)에 의한 수정된 Jones 모형이 있다. 수정된 Jones 모형에서는 경영자가 이익조정 시 현금매출보다 매출채권을 조정하는 것이 더 용이할 것이라는 가정에 따라 매출채권 변동을 이익조정의 추정에 반영한다. 실무적으로 회계기말에 외상매출의 가속·이연 인식을 통하여 이익조정을 행할 수 있기 때문이다. 한편 Kothari et al.(2005)은 기업성과를 통제함으로써 DA 추정에서 측정 오차 문제를 완화시켰다. 본 연구에서는 재량적 발생액을 측정함에 있어 검증력이 뛰어난 것으로 알려져 있는 수정된 Jones 모형과 Kothari et al.(2005)의 ROA 성과통제모형을 이용해서 추정해보고 한다.

$$\begin{aligned} \text{재량발생액(DAC)} &= \text{총 발생액(TAC)} - \text{비재량적 발생액(NDAC)} \\ &= \text{당기순이익} - \text{영업활동으로 인한 현금흐름} - \\ &\quad \text{비재량적 발생액} \end{aligned}$$

$$\frac{TAC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = \alpha_0 + \alpha_1 \left(\frac{1}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_3 \left(\frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) + \alpha_4 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

$TAC_{i,t}$: i공기업의 t년도 총발생액¹⁵⁾

$TA_{i,t-1}$: i공기업의 t-1년도 총자산

$\Delta REV_{i,t}$: i공기업의 t년도 매출액 변화분

$\Delta REC_{i,t}$: i공기업의 t년도 매출채권액 변화분

$PPE_{i,t}$: i공기업의 t년도 설비자산

15) 총발생액은 기업의 당기순이익 중에서 영업현금흐름을 차감한 잔액으로 계산한다.

(유형자산에서 토지와 건설중인 자산 제외)

$ROA_{i,t}$: i공기업의 t년도 총자산이익률(당기순이익 / 기초총자산)

2) 실제 이익조정

한편, 실물활동을 통한 이익조정을 측정하기 위해서 본 연구에서는 선행연구에서 그 효과성이 입증된 이익조정 측정 모델인 Roychowdhury(2006)와 Cohen & Zarowin(2010)의 모형을 사용하여 실제이익조정의 측정치를 구하고자 한다. 실제이익조정의 개별효과를 보기 위해 정상 영업현금흐름, 정상 생산원가, 정상 판매관리비를 다음의 식 (1), (2), (3)을 통해 추정한 후, 기업의 영업활동, 생산활동, 판매활동에 대한 추정치와 실제값의 차이인 잔차를 사용하여 비정상 영업현금흐름(AbCFO), 비정상 생산원가(AbPC), 비정상 재량적 비용(AbDE)을 산출한다. 산출된 잔차에 해석상의 어려움을 해소하기 위해 (-)를 곱하거나 산출된 잔차 그대로를 사용함으로써 영업 활동 조정의 측정치, 생산 활동 조정의 측정치, 판매관리 활동 조정의 측정치를 모두 합한 통합측정치인 REM을 사용하고자 한다.

$$REM = AbCFO_{i,t} \times (-1) + AbDE_{i,t} \times (-1) + AbPC_{i,t}$$

$$\frac{CFO_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{SALES_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta SALES_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\frac{PC_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{SALES_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \beta_3 \left(\frac{\Delta SALES_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \beta_4 \left(\frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$\frac{CFO_{i,t}}{ASSET_{i,t-1}} = \beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{SALES_{i,t-1}}{ASSET_{i,t-1}} \right) + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$CFO_{i,t}$: i공기업의 t년도 영업활동으로 인한 현금흐름

$PC_{i,t}$: i공기업의 t년도 생산원가 = 매출원가 + 재고자산증가분

$DE_{i,t}$: i공기업의 t년도 판매비와 관리비

$ASSET_{i,t-1}$: i공기업의 t-1년도 자산총계

$SALES_{i,t}$: i공기업의 t년도 매출액

$\Delta SALES_{i,t}$: i공기업의 t년도 매출 증감분

위 (1), (2), (3) 식의 각 잔차($\epsilon_{i,t}$)값은 각각 비정상 영업현금흐름, 비정상 생산원가, 비정상 재량적 비용을 나타내며, 각각의 값에 해석상의 편의를 위해 (-) 또는 잔차값 그대로를 계산하여 합한 값을 실제 이익조정 측정치로 활용하고자 한다¹⁶⁾.

영업활동조정의 측정치로 비정상적 영업현금흐름(AbCFO)은 경영자가 신용매출과 관련된 의사결정을 통하여 이익을 조정하는 것으로 일시적인 가격인하 또는 신용정책 완화 등이 포함된다. 이러한

16) Roychowdhury(2006)가 제시한 실제 이익조정의 행태들은 각각 분리된 것이 아니라 서로 연결되어 있다. 예를 들어, 연말에 단기적인 가격할인을 통해서 매출액을 증가시킨다면, 추가적인 매출로 인해서 보도된 매출 당 마진은 증가한 것으로 보고되지만, 실제 매출 당 현금흐름은 마진의 감소로 낮아지게 된다. 따라서 실제 이익조정을 측정하기 위해서는 각각 분리하여 분석하는 것이 아니라 통합 측정치를 고안하여 분석하는 것이 용이하다(Cohen et al, 2008; Cohen & Zarowin, 2008; 김지홍, 2009)

의사결정은 단기간의 매출액과 보고이익의 규모를 증가시키지만, 실제 기업의 현금흐름은 조정된 보고이익의 증가분만큼 증가하지 않을 가능성이 존재한다. 이에 따라 영업현금흐름의 조정은 기업의 정상적 영업활동으로 창출되는 현금흐름보다 낮을 것으로 기대된다. 다시 말해서, 매출액은 증가하였지만 실제로 그에 상응하는 현금흐름을 얻지는 못하기 때문에 양(+)의 이익조정을 할 때 잔차($\epsilon_{i,t}$)는 음(-)의 값을 가지게 된다. 따라서 식 (1)을 기초로 산출된 비정상 영업현금흐름의 값에 (-)를 곱하여 해석상의 어려움을 해소한다.

생산 활동 조정의 측정치로 경영자는 이익을 상향조정하기 위한 방안으로 실제로 기업의 과잉생산을 유도할 수 있다. 이러한 과잉생산은 고정비의 단위당 배부액을 감소시키고 규모의 경제를 달성함으로써 최종적으로 단위당 고정제조간접비를 낮추는 효과를 낳는다. 이러한 경우 단위당 한계원가가 고정제조간접비를 초과하지 않는 한 매출원가는 감소하며 이에 따라 보고이익은 증가하게 된다. 따라서 비정상 생산원가(AbPC)는 식(2)를 통해 산출된 잔차를 그대로 사용한다.

판매관리활동조정의 측정치로 경영자는 이익의 상향조정을 위해 일반관리비, 판매비, 복리후생비, 경상연구개발비 등의 변동비 성격을 지닌 재량적 지출을 감소시킬 수 있다. 이러한 지출은 경영자가 당기의 보고이익에 직접적인 관련이 있기 때문에 이러한 재량적 비용의 축소는 보고이익을 증가시키려는 경영자의 의도가 반영된 것으로 해석할 수 있다. 따라서 비정상 재량적비용(AbDE)은 식(3)을 통해 구해진 잔차에 (-)를 곱하여 산출한다.

3. 통제변수

이익조정에 영향을 미치는 통제변수로서 선행연구에서 사용한 기업규모, 매출액성장률, 총자산이익률 및 감사인 규모 변수를 사용할 예정이다. 이는 다른 변수들로 인한 이익조정의 효과를 최소화하고 본 연구에서 사용할 소유지배구조와 부채비율이 기업의 이익조정 유형에 미치는 영향을 보다 자세하게 관찰해보기 위함이다. 우선, 기업규모(SIZE)변수는 기업규모간의 차이에 따라 기업의 이익조정에 영향을 통제하기 위함이며 총자산에 자연 로그값을 취하여 측정하고자 한다. 기업규모와 관련하여 Becker et al.(1998)은 재량적 발생액이 기업규모와 관련성이 있음을 보고한 바 있다. 기업규모가 클수록 회계시스템 및 내부통제 시스템이 체계화되어 있어 경영자의 재량적 회계 선택이 제한된다는 것이다. 기현희·김민철(2010)의 연구에서도 거래소와 코스닥 시장을 대상으로 분석한 결과 재량적 발생액이 기업규모와 관련성이 있는 것으로 나타났으나 코스닥 시장에서만 유효했을 뿐 일률적인 관계를 확인하기 힘들었다. 기업규모가 클수록 회계시스템 및 내부통제 시스템이 체계화되어 있어 경영자의 재량적 회계선택을 제한할 수 있는 반면 기업규모가 클수록 재량적 발생액의 규모도 클 것으로 예상되기 때문이다. 정치적 비용가설(political cost hypothesis)에 따르면, 미래에 정치적 비용이 높게 예상될수록 현재의 이익을 미래로 이연시키는 음(-)의 이익조정을 한다. Watts & Zimmerman(1986)도 규모가설(size hypothesis)을 통해서 큰 기관은 정치적으로 또는 언론에 의해서 집중을 받기 때문에 미래에 규제 및 불이익이 예상되는 경우에 현재의 이익을 줄이는 이익조정을 한다고 주장하였다. 공기업과 준정부기관은 국민의 세금을 통해서 운영되고, 특히 사회간접자본(SOC)을 운영하는 공기업은 국민의 경제생활 및 복지에 직접적인 영향을 주고 있어 정치

적으로 더욱 민감하다. Cheng & Warfield(2005)의 논문에서도 정치적 비용을 줄이기 위해서 관리자가 이익조정을 할 수 있기 때문에 규모(size)를 통제변수로 활용하였다. 또한 규모가 큰 기관일수록 성과에 영향을 줄 수 있는 다양한 자원과 사업부분을 가지고 있을 가능성이 높다. 이익조정을 연구하는 많은 연구들도 이러한 이유로 기업규모를 통제하여 분석을 진행하고 있다(Fama & French, 1993).

또한, 기업성장률의 차이가 기업의 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위해서 매출액 성장률(GRWA)을 통제변수에 추가했다. 이는 당기의 영업성과가 장기의 영업성과에 미치는 영향을 통제하기 위해서다(김지홍 2009). 총자산이익률(ROA)변수 또한 총자산이익률의 차이가 기업의 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위해 통제변수로 추가하였다. 매출총이익은 매출액(sales)에서 매출원가(cost of sales)를 제외한 것이다. 영업이익은 매출총이익에서 판매비와 일반관리비를 제외한 것이며, 법인세 비용차감 전 순이익은 영업이익에서 영업외 수익은 더하고 영업외 비용은 제외한 것이다. 순이익은 법인세 비용차감전 순이익에서 법인세를 제외한 것을 의미한다. 매출액 총이익률(profit margin ratio)은 매출액 대비 매출총이익으로, 매출로부터 이익을 얻는 정도를 의미한다. 영업이익률(Rate of operating profits)이란 매출액 대비 영업이익 비율을 의미하는 것으로, 기업의 영업활동을 평가하는 지표이다. 보유주인 유가증권이나 고정자산을 처분할 경우 특별이익이나 특별손실이 발생하여 경상이익과 순이익은 높아질 수도 있기 때문에 영업 이익률은 순수한 영업활동 실적을 파악하는데 활용되고 있으며, 매출액 영업이익률로 불린다(미래와 경영연구소, 2006). 순이익률(net profit margin)은 세후 순 매출액 대비 순이익 비율로, 순이익은 매출에서 모든 비용과 세금을 제외한 후 소유주인 주인에게 남은 부분을 의미한다. 총자산 순이익률

(Return On Asset: ROA)은 총자산 대비 당기순 이익률을 의미하는 것으로 자산의 효율성을 평가하기 위해 활용된다. 자기자본 순이익률(Return On Equity: ROE)은 자기자본 대비 당기순이익 비율로, 자기자본을 얼마나 활용하여 효율적인 경영활동을 했는지 평가하는 기준이 된다. 주주의 입장에서 자기자본 순이익률이 시중금리보다 높아야 투자가치가 있다. 기업 순이익률(financial expenses and net income to total assets)은 총자본 대비 법인세 차감 이후 당기순이익과 금융비용 비율을 의미하는 것¹으로, 총자본의 효율적인 운영을 평가하는 것에 활용된다. 자본금 순이익률(net income to capital stock)은 자본금 대비 당기순이익 비율을 의미하며, 기업의 배당능력을 나타내주는 지표이기도 하다. 본 논문에서는 자기자본을 얼마나 활용하여 효율적인 경영활동을 했는지 평가할 수 있는 ‘자기자본 순이익률’지표를 분석에 활용하였다.

감사인 규모(BIG4)를 통제변수로 사용해 감사인 규모에 따라 연구 결과가 달라지는 것을 통제할 예정이다. 김정교 외(2011)는 이익조정동기가 있는 기업에서 감사로 인해 이익조정을 억제할 수 있는지를 실증 분석한 결과, 감사품질이 높은 감사인으로부터 외부감사를 받은 기업의 재량적 발생액이 낮게 나타났다. 이를 통해서 높은 품질의 감사를 통해서 재무제표의 오류 및 이익조정여부를 발견할 수 있으며, 발생액 이익조정을 억제할 수 있음을 알 수 있다. 그 밖에도 부채비율이 높은 기업에서도 높은 품질의 감사인은 이익조정행위를 제한할 수 있음을 알 수 있다.

배기수·박범진(2007)에 의하면 국내 BIG4 회계법인을 감사인으로 선임하는 경우에 그렇지 않은 기업에 비해 감사인과 피감업체의 합의에 의한 회계정보의 수정 가능성이 감소하여 감사인의 독립성이

증가하는 것으로 나타났다. 이는 명성이 높은 감사인일수록 피감업체와의 유착에 따른 효익보다 감사실패에 따른 명성의 손실이 크기 때문에 재량적 발생액이 외부감사 과정에서 통제될 수 있다는 것으로 해석할 수 있다¹⁷⁾. BIG4회계법인(삼일회계법인, 안진회계법인, 삼정회계법인, 한영회계법인)을 지칭한다. 해당 공기업이 외부감사가 BIG4와 관련이 있으면 1, 그렇지 않으면 0으로 측정했으며, 연도의 차이를 통제하기 위하여 연도더미(ΣYD)를 추가하여 분석을 시행했다.

제3절 연구가설

1. 연구가설(1)

공공기관의 이익조정과 관련한 선행연구에서는 주로 이익조정과 경영성과와의 관계 및 이익조정에 영향을 미치는 주요 변수로서 공공기관의 재무적 특성, 기업의 지배구조, 경영자의 교체시기 및 경영자의 전문성, 기업의 경영투명성 등의 내부적인 요인과 IFRS 도입이후 이익조정의 변화 또는 이익조정과 신용등급간의 관계 등 외부적 요인에 초점을 두고 연구가 진행되었다. 특히 기업의 지배구조

17) Francis & Wang(2008)은 한 국가의 투자자 보호 규제가 투자자를 엄격하게 보호해 줄 때에 이익의 질은 Big4 감사인의 고객기업에서 증가하지 않지만, non-Big4 감사인의 고객기업의 이익은 투자자 보호 규제의 영향을 별로 받지 않는다고 한다.

와 관련한 선행연구에서는 이사회 구성, 비상임이사 수, 감사위원회 설치여부 및 상임감사 유무 등과 같은 내부지배구조와 관련된 변수가 이익조정에 미치는 영향에 대해서 분석하였다. 한편, 이장희·이주성·박범진(2009)는 유가증권에 상장된 기업집단 소속 447개를 대상으로 대주주의 실질지배력(VR : voting right)을 고려하여 소유과리도와 이익조정 간의 관련성을 분석하였다. 분석결과 소유권과 지배권의 차이가 클수록 상향의 이익조정과 유의한 관련성이 나타났다. 하지만 공기업의 경우 소유권과 지배권의 차이를 민간기업처럼 분명하게 구분하기 어려운 점이 있다. 대부분의 공기업은 상장기업이 아니며, 또한 실제에 있어서 공기업에 대한 지배권은 국민의 대리인인 정부에서 가지고 있기 때문이다. 하지만 공기업의 경영효율화 등의 목적으로 공기업의 자본시장 상장이 많아질 것으로 예상되는 상황에서 공기업의 지배구조를 구분하여 연구를 진행하는 것은 일정 정도 정부정책에 유의미한 작업이 될 수 있을 것이라 판단된다. 따라서 본 연구에서는 공기업의 소유지배구조를 상장공기업과 비상장공기업으로 나눈 뒤, 두 개의 집단 간 이익조정 유형에 미치는 영향이 다를 것으로 가정한다. 선행연구에서 보여지 듯 상장공기업과 비상장공기업은 감시기구, 기업의 내부지배구조, 의사결정과정 상에서 차이가 있는 바, 이러한 차이들이 공기업의 이익조정에 관현 유형에 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다. 이러한 과정을 통해서 최근 논의되고 있는 공기업의 기업공개 등이 공기업의 회계행태에 어떠한 결과로 이어질지를 예측해보고자 한다.

가설1 : 공기업의 소유지배구조가 이익조정의 유형에 영향을 미칠 것이다.

가설1-1 : 상장 공기업의 발생액이익조정 간에 (+)의 관계가 있을 것이다.

가설1-2 : 비상장 공기업의 소유지배구조와 실제이익조정 간에(+)의 관계가 있을 것이다.

2. 연구가설(2)

공공기관에서의 부채비율과 이익조정과 관련하여 박원·김태영(2013)은 공기업과 준정부기관을 대상으로 공공기관의 재무적적인 특성이 경영성과와 이익조정에 미치는 영향에 대해서 연구했다. 그 결과, 공기업의 경우 다른 정부기관과 달리 부채비율에 따라 이익조정에 유의한 양(+)의 결과가 나타나 공기업을 대상으로 부채비율과 이익조정의 관계를 확인한 바 있다. 나철호·김임현·고상권(2015)은 국책사업수행으로 경영성과가 악화된 공기업이 정부경영평가에서 높은 성과를 받기 위한 이익조정의 유인이 있을 것으로 판단하고 부채중점관리대상 공기업을 대상으로 연구를 수행했다. 분석 결과, 자기자본 대비 부채가 많을수록 즉, 레버리지(LEV) 비율이 높을수록, 총자산 대비 이익이 많을수록, 손실기업일수록, 재량적 발생액(DA)을 통한 이익 상향조정이 나타났다. 선행연구에서는 공공기관의 부채비율(LEV)을 주요 변수로 삼아 연구를 진행했으나, 본 연구에서는 부채비율(LEV)과 재무부채비율(LOAN)을 구분하여 이익조정에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 재무부채비율의 경우 공기업은 자금조달의 우수성으로 사기업에 비해 이자를 감수하고서라도 부채를 감수할 가능성이 크므로, 재무부채비율이 높은 공기업의 경우, 발생액이익조정보다는 실제이익조정의 방법을 선호할 것으로 판단되기 때문이다.

가설2: 공기업의 부채비율이 이익조정 유형에 영향을 미칠 것이다.

가설2-1 : 공기업의 부채비율(LEV)과 발생액이익조정 간에 (+)의 관계가 있을 것이다.

가설2-2 : 공기업의 재무부채비율(LOAN)과 실제이익조정 간에 (+)의 관계가 있을 것이다.

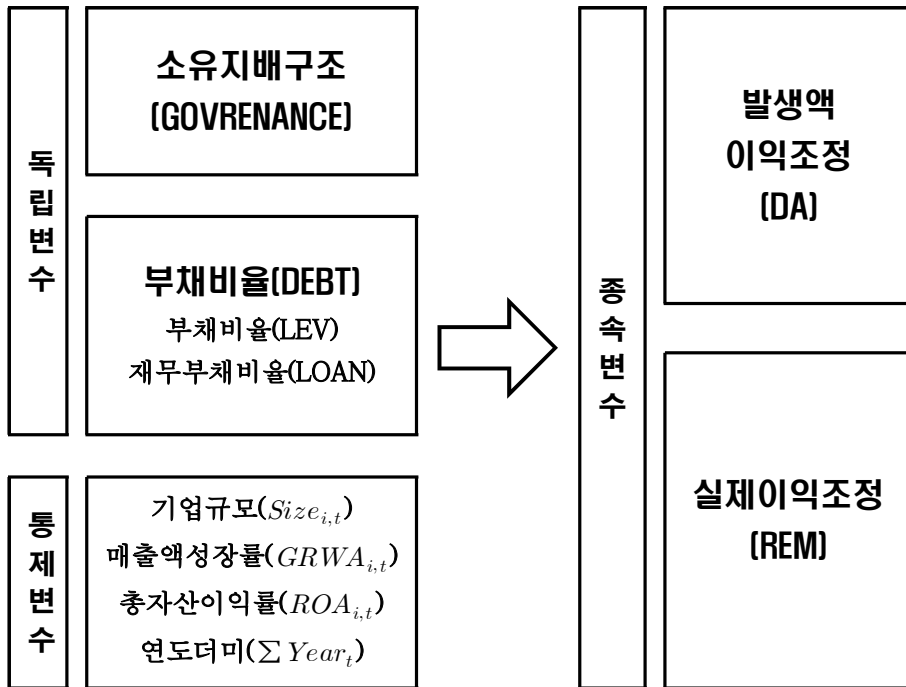
제4절 연구모형

1. 연구의 분석틀

본 연구는 선행연구에서 유의미하게 이익조정에 영향을 미친 변수로 확인된 부채비율에 대해서 재무부채비율과 부채비율로 세분화해 이익조정 유형에 미치는 영향을 분석함과 동시에 공기업의 소유 지배구조라는 독립변수를 추가하여 해당 변수가 이익조정 유형에 미치는 영향을 살펴보고자 함이다. 앞서 언급했듯 공기업의 지배구조를 민간기업과 경영자지분율(정부지분 포함), 기관투자자지분율,

외국인지분율로 구분하는 것은 공기업 지배구조의 특성상 한계가 있을 것으로 보인다. 공기업의 실질 지배력은 정부와 정부에서 지배력을 행사하는 기관투자자지분율 모두에 미치므로 본 연구에서는 이를 단순화하여 공기업의 소유지배구조를 상장공기업과 비상장공기업으로 나누고자 한다. 실제에 있어서 공기업은 정부가 대대주인 동시에 국민의 대리인 역할을 수행하기 때문이다. 다만, 공기업의 지배구조에 있어서 상장과 비상장기업을 구분하는 이유는 상장공기업의 경우, 비상장공기업에 비해서 시장의 엄격한 감시가 추가로 발생하기 때문이다. 이러한 시장 감시로 인해서 비상장 공기업에 비해 발생액에 따른 이익조정보다는 경영판단 등 실제의 이익조정행위가 더욱 빈번하게 이루어질 것으로 예상되기 때문이다. 그리고 선행연구에서 증명된 부채비율이 이익조정 유형(발생액 이익조정, 실제 이익조정)에 미치는 영향에 대해서도 연구를 진행했다. 선행연구에서 검토한 부채비율(LEV)변수와 새롭게 재무부채비율(LOAN)을 추가하여 금융비용이 계속적으로 발생하는 부채의 비율이 공기업의 이익조정 유형에 미치는 영향에 대해서 분석을 시행했다. 특히 자본 시장에 상장된 공기업의 경우 금융부담의 증가와 주주에 대한 성과 책임 등으로 인해서 이자발생이 일어나는 재무부채보다는 사채 등 장기부채를 활용할 개연성이 높으므로, 이러한 경향이 이익조정 행태에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 그리고 이익조정 측정기간의 대체성(substitute nature)으로 인한 영향력을 통제하기 위해 종속변수가 재량적 발생액의 절대값(ABS_DA)인 경우 실제 이익조정의 크기의 합(Com_RAM)을, 반대로 실제 이익조정의 크기의 합계(Com_RAM)가 종속변수일 경우에는 재량적 발생액의 절대값(ABS_DA)을 통제변수로 사용한다(Cohen et al. 2008).

<그림 1> 연구의 기본개념 틀



① 가설 1의 검증모형

$$ABS_DA(RAM)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 GOVERNANCE_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 GRWA_{i,t} + \alpha_4 ROA + \alpha_5 Com_RAM(ABS_DA)_{i,t} + \sum Year_t + \epsilon_{i,t}$$

② 가설 2의 검증모형

$$ABS_DA(RAM)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LEV_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 GRWA_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 Com_RAM(ABS_DA)_{i,t} + \sum Year_t + \epsilon_{i,t}$$

(2-1)

$$ABS_DA(RAM)_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LOAN_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 GRWA_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 Com_RAM(ABS_DA)_{i,t} + \sum Year_t + \epsilon_{i,t}$$

(2-2)

여기서 $ABS_DA(RAM)_{i,t}$ = i공기업을의 t년도 재량적 발생액의 절대치
또는 실제이익조정 추정치

$Com_RAM(ABS_DA)_{i,t}$ = 종속변수의 대체에 따른 재량적 발생액
또는 실제 이익조정 추정치의 통제변수

2. 연구분석 방법

연구에 사용될 데이터는 30개 공기업으로부터 추출한 시계열과 횡단면적 속성을 모두 갖고 있는 패널데이터(Panel Data)를 활용할 계획이다. 패널 회귀분석은 일반적인 회귀분석과 달리 데이터가 양면적인 속성(시계열 및 횡단면적 속성)을 가지므로 오차항에 대한 추가적인 가정을 하게 된다. 이때 시간의 변화에 따른 오차항이 아닌 개별 개체에 따라 변하는 이질성으로 인한 오차항을 추정함에 있어서 모수(Parameter)로 패널 개체별로 고정된 상수값으로 보는가 확률변수로 보는가에 따라 고정효과모형(Fixed Effect)과 확률효과모형(Random Effect)으로 구분될 수 있다. 본 논문의 연구대상인 공기업들은 한국표준산업분류 상 사업영역이 다르고 설립목적 또한 각각 상이한 바, 자료표본에 대한 이질성을 최소화하고 오차를 줄이기 위해 고정효과모형을 사용했다. 또한 본 논문에서는 패널분석을 실

시함으로써 일반 회귀모형에서 올 수 있는 다중공정성 문제를 완화함과 동시에 모수를 고정으로 하는 패널자료 분석 기법인 패널고정효과 모형을 사용해서 종속변수에 대한 독립변수의 동일한 효과여부를 확인했다. 추가로 모형의 타당성여부를 하우스만 검정(Hausman Test)을 통해 확인했으며, 통계분석은 STATA Version 13.0 프로그램을 통해 진행했다.

제4장 분석결과

제1절 기초통계량

분석 대상 기관들의 특징을 이루고 있는 주요 항목의 값은 다음과 같이 나타낼 수 있다. 2016년도를 기준으로 하여 30개 기관의 자산 총계 평균은 약 23조 4천억 원으로 조사되었다. 당기순이익은 평균 4,536억 원으로 나타났으며, ROA(총자산이익률)은 1.69%를 기록하고 있다. 주요 항목의 기초 통계 자료는 아래와 같다. 본 자료는 분석에 필요한 기본데이터로 사용되었으며, 각 기관의 감사보고서 등 공개된 재무지표를 활용해 작성하였다.

<표 4> 주요 항목 기초 통계

(2016년 기준, 단위: 백만)

구 분	N	최소값	최대값	평균	표준편차
자산총계	30	206902	177837042	23,412,822.83	4.472
당기순이익	30	-1118846	7148327	453,639.53	1449487.607
ROA	30	-22.62%	9.10%	1.69%	6.16%
부채총계	30	21936	133346842	14,353,676.27	3.024
부채비율	30	2.92%	224.24%	51.00%	41.70%
이자발생부채	30	0	70329945	8,097,181.67	1.539
자본총계	30	-912105	73050545	9,056,366.03	1.604
채무부채비율	30	-566.35%	350.08%	38.70%	144.56%
생산원가	30	30524	45549553	4,785,690.73	9197730.659
매출액	30	77747	60190384	5,879,643.50	1.175

부채총계는 평균 약 14조 3,536억 원이며, 부채비율은 평균 51.00%인 것으로 나타났다. 이러한 부채 중 이자발생부채 규모는 평균 8조 971억 원으로 조사되었고, 자본총계는 9조 563억 원으로 나타났다. 채무부채비율은 30개 기관 평균 38.70%로 나타났으며, 생산원가는 평균 4조 7856억 원인 것으로 조사되었다. 매출액 평균은 5조 8796억 원인 것으로 나타났다.

분석 대상 기관 중 주요 기관의 기초 통계량은 아래와 같다.

<표 5> 기관별 주요 지표(한국가스공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	36,015,342	174,707	0.49%	27,971,442	77.67%
2012	40,621,718	362,046	0.89%	32,252,753	79.40%
2013	43,666,375	-203,638	-0.47%	34,733,596	79.54%
2014	46,772,022	447,222	0.96%	37,047,646	79.21%
2015	42,385,339	319,190	0.75%	32,328,396	76.27%
2016	39,927,835	-673,557	-1.69%	30,541,349	76.49%

<표 6> 기관별 주요 지표(한국석유공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	31,567,401	-152,752	-0.48%	20,799,957	65.89%
2012	28,717,849	-904,031	-3.15%	17,983,122	62.62%
2013	28,800,539	-715,761	-2.49%	18,516,657	64.29%
2014	26,891,343	-1,611,132	-5.99%	18,521,674	68.88%
2015	23,205,165	-4,500,266	-19.39%	19,009,571	81.92%
2016	22,067,195	-1,118,846	-5.07%	18,558,463	84.10%

<표 7> 기관별 주요 지표(한국수력원자력)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	40,041,047	661,890	1.65%	19,203,000	47.96%
2012	45,061,851	126,181	0.28%	24,638,943	54.68%
2013	46,717,705	-180,159	-0.39%	26,482,646	56.69%
2014	49,237,135	1,446,060	2.94%	27,588,280	56.03%
2015	51,043,890	2,465,243	4.83%	27,386,113	53.65%
2016	52,782,915	2,454,810	4.65%	27,366,938	51.85%

<표 8> 기관별 주요 지표(한국전력공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	136,467,850	-3,292,997	-2.41%	82,663,900	60.57%
2012	146,152,820	-3,077,969	-2.11%	95,088,618	65.06%
2013	155,527,334	174,306	0.11%	104,076,598	66.92%
2014	163,708,289	2,798,967	1.71%	108,883,279	66.51%
2015	175,257,359	13,416,373	7.66%	107,314,884	61.23%
2016	177,837,042	7,148,327	4.02%	104,786,497	58.92%

<표 9> 기관별 주요 지표(한국지역난방공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	4,581,802	-7,724	-0.17%	3,201,466	69.87%
2012	4,892,422	145,033	2.96%	3,369,290	68.87%
2013	5,007,901	115,759	2.31%	3,407,370	68.04%
2014	4,741,581	66,301	1.40%	3,108,449	65.56%
2015	4,843,831	115,819	2.39%	3,122,177	64.46%
2016	5,133,804	126,707	2.47%	3,328,801	64.84%

<표 10> 기관별 주요 지표(인천국제공항공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	7,777,911	339,075	4.36%	3,056,627	39.30%
2012	7,950,843	525,693	6.61%	2,778,670	34.95%
2013	7,829,265	472,122	6.03%	2,307,186	29.47%
2014	8,213,263	618,491	7.53%	2,208,914	26.89%
2015	9,437,511	771,364	8.17%	2,862,241	30.33%
2016	10,952,038	964,989	8.81%	3,682,268	33.62%

<표 11> 기관별 주요 지표(한국공항공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	3,497,174	103,156	2.95%	303,047	8.67%
2012	3,676,888	138,237	3.76%	366,293	9.96%
2013	4,054,384	128,600	3.17%	390,213	9.62%
2014	4,196,834	173,537	4.13%	396,288	9.44%
2015	4,336,744	187,418	4.32%	407,213	9.39%
2016	4,432,613	190,191	4.29%	377,683	8.52%

<표 12> 기관별 주요 지표(한국관광공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	1,281,667	32,786	2.56%	514,464	40.14%
2012	1,330,336	158,335	11.90%	419,605	31.54%
2013	1,338,475	98,164	7.33%	383,853	28.68%
2014	1,395,195	71,149	5.10%	409,939	29.38%
2015	1,345,327	32,341	2.40%	365,048	27.13%
2016	1,386,501	64,508	4.65%	368,229	26.56%

<표 13> 기관별 주요 지표(한국도로공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	49,279,361	103,173	0.21%	24,590,978	49.90%
2012	51,460,033	83,208	0.16%	25,348,172	49.26%
2013	53,389,793	80,437	0.15%	25,861,748	48.44%
2014	55,337,286	116,509	0.21%	26,462,184	47.82%
2015	57,605,701	131,556	0.23%	26,957,066	46.80%
2016	59,582,562	135,107	0.23%	27,512,459	46.18%

<표 14> 기관별 주요 지표(한국수자원공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	23,425,915	293,267	1.25%	12,580,936	53.71%
2012	25,016,382	308,295	1.23%	13,777,920	55.08%
2013	25,603,907	348,118	1.36%	13,998,452	54.67%
2014	25,439,099	299,325	1.18%	13,461,435	52.92%
2015	19,550,638	-5,795,637	-29.64%	13,273,170	67.89%
2016	20,299,429	-116,965	-0.58%	13,638,855	67.19%

<표 15> 기관별 주요 지표(한국철도공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	49,279,361	103,173	0.21%	24,590,978	49.90%
2012	51,460,033	83,208	0.16%	25,348,172	49.26%
2013	53,389,793	80,437	0.15%	25,861,748	48.44%
2014	55,337,286	116,509	0.21%	26,462,184	47.82%
2015	57,605,701	131,556	0.23%	26,957,066	46.80%
2016	59,582,562	135,107	0.23%	27,512,459	46.18%

<표 16> 기관별 주요 지표(한국토지주택공사)

연도	자산총계	당기 순이익	총자산 이익률 (ROA)	부채총계	부채비율
2011	158,473,034	790,512	0.50%	130,571,165	82.39%
2012	158,473,034	790,512	0.50%	130,571,165	82.39%
2013	167,761,635	1,204,717	0.72%	138,122,079	82.33%
2014	171,619,738	710,849	0.41%	137,880,781	80.34%
2015	169,889,480	847,942	0.50%	134,188,494	78.99%
2016	172,321,732	2,237,018	1.30%	133,346,842	77.38%

제2절 변수 간 상관관계 분석

본 연구에서 활용할 각 변수들의 관계를 파악하기 위해 우선적으로 상관관계분석을 실시하였다¹⁸⁾. 데이터 분석에서 두 변수간의 상관관계를 측정하는 수단이 상관계수 인 바, 본 연구에서는 상관계수 값을 사용하여 여러 변수들 간의 상관관계를 살펴보았다.

<표 17> 각 변수별 상관관계 분석

구 분	DA	REM	IPO	LEV	LOAN	SIZE_L N	GRWA	ROA
DA	1.0000							
REM	-0.7452 (0.0000)	1.0000						
IPO	0.1358 (0.0691)	-0.1422 (0.0569)	1.0000					
LEV	0.1257 (0.0927)	-0.1381 (0.0645)	0.1424 (0.0565)	1.0000				
LOAN	0.0886 (0.2370)	-0.0966 (0.1971)	0.0546 (0.4662)	0.0595 (0.4273)	1.0000			
SIZE_L N	0.5411 (0.0000)	-0.6658 (0.0000)	0.4066 (0.0000)	0.1552 (0.0374)	0.1224 (0.1018)	1.0000		
GRWA	-0.0455 (0.5446)	0.0391 (0.6026)	-0.0136 (0.8566)	-0.0770 (0.3041)	-0.0080 (0.9150)	-0.0329 (0.6611)	1.0000	
ROA	-0.0421 (0.5749)	0.1728 (0.0204)	-0.0280 (0.7090)	-0.5003 (0.0000)	-0.4292 (0.0000)	-0.1401 (0.0607)	-0.0115 (0.8786)	1.0000

18) DA(발생액 이익조정), REM(실제 이익조정), IPO(상장여부), LEV(부채 비율), LOAN(채무부채비율), SIZE_LN(기업규모-로그변환), GRWA(매출액성장률), ROA(총자산이익률)

분석 결과, 우선 종속변수인 REM(실제 이익조정)은 또 다른 종속 변수인 DA(발생액 이익조정)과 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 이 상관관계는 부의 상관관계로서 어느 한쪽이 높아지면 다른 한쪽은 낮아지는 관계를 갖고 있는 것으로 파악되었다. 이를 통해 기업이 회계수치로 인한 이익조정을 할 경우 실제 경영상의 의사결정을 통한 이익조정을 하는 경우가 줄거나, 반대로 경영 의사결정행위를 통해 이익조정을 하는 경우에는 회계수치 조정을 통한 이익조정행위는 줄어들고 있음을 확인할 수 있다.

또한 SIZE_LN(기업규모)는 여러 변수와 통계적으로 의미있는 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 이는 선행연구에서 증명된 것으로 기업의 이익조정에 미치는 여러 변수 중 규모가 가장 중요한 것임을 본 연구를 통해서도 간접적으로 확인했다. 규모가 큰 기업일수록 이익조정을 통한 회계조정행위가 일어날 개연성이 높은 것으로 추정되었다. 본 연구에서 SIZE_LN(기업규모)는 DA(발생액 이익조정), REM(실제 이익조정) 등 두 개의 종속변수와 통계적으로 의미있는 상관관계를 가지고 있었으며, 독립변수인 IPO(상장여부), LEV(부채비율)과도 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 민간기업을 대상으로 이익조정 행위를 분석한 연구에서 유의미한 결과를 이끌어낸 기업규모가 본 연구에서도 통계적으로 유의미한 수준으로 분석된 것이다. 즉, 기업의 규모가 클수록 발생액 이익조정이 커지며, 이는 보통 상장한 기업일 가능성이 높은 것으로 파악할 수 있다. 이러한 기업일수록 부채비율 또한 커진다는 것을 의미한다. 다만, 여기서 보여지는 것은 상관관계이며, 영향력을 주고받는 인과관계 및 영향관계인지는 이후의 분석을 통해 파악할 필요가 있다.

또한 ROA(총자산 이익률)도 REM(실제 이익조정), LEV(부채비율), LOAN(채무부채비율)과도 통계적으로 의미 있는 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

제2절 이익조정에 대한 영향요인 분석

1. 발생액 이익조정(DA)에 대한 영향 분석

앞서 파악한 다양한 변수들이 발생액이익조정(DA)에 어떠한 영향을 미치는지 파악하기 위해 고정효과 모형을 통해 분석을 실시하였다.

<표 18> 발생액 이익조정에 대한 영향 분석

구 분	pooled OLS	fixed-effects
IPO	-7.628376** (3.452702)	-6.788059 (7.00399)
LEV	3.813164 (2.336089)	1.077924 (3.745684)
LOAN	.2015639 (.2066123)	.0057965 (.150213)
SIZE_LN	3.787832*** (.465201)	3.730745*** (.9283786)
GRWA	-.1933553 (2.325413)	-2.360759 (1.784896)
ROA	17.25776 (13.05996)	-1.121469 (10.49608)
BIG4	3.457299** (1.648693)	3.320816 (3.341851)
constant	-67.91*** (7.200034)	-65.0689*** (14.15155)
관측치(N)	180	180
R ² (수정된 R ²)	0.3300 (0.3028)	-
F	12.10***	-
Wald χ^2	-	21.80
Wooldridge test F	-	5283.668

* 참조: ** p<0.05, *** p<0.01

고정효과모형을 활용한 분석결과, 발생액 이익조정에 기업규모가 통계적으로 의미 있는 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이는 공기업규모가 클수록 발생액 이익조정이 증가한다는 것으로서 기업 규모가 1% 증가할 경우, 발생액 이익조정은 3.73% 증가한다는 것을 의미한다. 또한, 본 연구에서 독립변수로 사용한 기업의 상장여부(IPO)의 경우, 고정효과모형에서는 종속변수에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 나타났지만 통제변수의 효과를 고려한 Pooled OLS모형에서는 기업규모와 마찬가지로 독립변수에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 19> 발생액 이익조정에 대한 통제효과 분석

구 분		모형1	모형2	모형3	모형4	모형5
독립 변수	IPO	6.014199 (7.732958)	-4.864358 (6.805844)	-4.763349 (6.909943)	-4.766183 (6.725108)	-6.788059 (7.00399)
	LEV	2.137946 (3.974274)	.8949421 (3.482671)	.710184 (3.515638)	.6039806 (3.724056)	1.077924 (3.745684)
	LOAN	.0297262 (.1342753)	.0140435 (.133297)	.0116015 (.1326238)	.0047478 (.150124)	.0057965 (.150213)
통제 변수	SIZE_LN	-	3.83203*** (.9380205)	3.797368*** (.951923)	3.805314 (.9283173)	3.730745*** (.9283786)
	GRWA	-	-	-2.435452 (1.768325)	-2.427725 (1.782791)	-2.360759 (1.784896)
	ROA	-	-	-	-1.115293 (10.49188)	-1.121469 (10.49608)
	BIG4	-	-	-	-	3.320816 (3.341851)
constant		-7.512639** * (2.765086)	-65.51184** * (14.34911)	-64.74194** * (14.56686)	-64.78843** * (14.19419)	-65.0689*** (14.15155)
관측치(N)		180	180	180	180	180
Wald χ^2		1.08	18.39***	19.75***	20.70***	21.80***
Wooldridge test F		6631.464	7781.101	8407.322	5283.668	5283.668

참조: ** p<0.05, *** p<0.01

발생액 이익조정의 영향요인을 보다 심층적으로 파악하기 위해 통제변수를 활용하여 분석을 실시하였다. 분석결과, 독립변수만을 활용한 모형1에서는 모형의 적합성에 있어서 통계적으로 의미가 없는 것으로 나타났다. 이는 본 분석에 활용된 데이터가 2011년부터 2016년까지 불과 6년치 자료에 불과하기 때문인 것으로 보인다. 시계열 속성이 내포된 패널데이터를 활용한 회귀분석에서 이러한 특성이 반영되어 나타난 결과라고 판단된다. 다시 말해서, 회귀분석을 위한 기본적인 관측치와 표본수가 너무 적다는 것을 의미한다. 이에 본 연구에서는 각각의 통제변수를 활용하여 추가적인 분석을 실시하였는 바, 모형2에서는 기업규모 변수를 추가하였다. 기업규모는 앞선 상관관계분석에서도 다른 변수와 강력한 상관관계를 가지고 있음을 파악하였는데, 본 모형2에서도 유일하게 발생액 이익조정에 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이는 추가적으로 통제변수를 추가하는 모형3, 모형4, 모형5에서도 동일하게 나타나고 있다. 상수를 제외한 기타 독립변수 및 통제변수는 통계적으로 의미있는 영향을 주지 못하고 있었다. 각 변수 간 상관관계 분석에서는 기업 규모만이 발생액 이익조정에 유의미한 영향을 주는 것으로 분석되었다.

2. 실제 이익조정(REM)에 대한 영향 분석

이하에서는 본 연구에서 설정한 변수들이 실제 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지 파악하기 위해 고정효과 모형을 활용하여 그 영향 정도에 대한 분석을 실시하였다.

<표 20> 실제 이익조정에 대한 영향 분석

구 분	pooled OLS	fixed-effects
IPO	16.26472*** (5.03863)	16.18474 (11.08181)
LEV	-1.452004 (3.409123)	-7.174192 (5.654576)
LOAN	.0822128 (.3015154)	.1485613 (.20753)
SIZE_LN	-7.869965*** (.6788814)	-7.301762*** (1.462535)
GRWA	.2070258 (3.393543)	2.684332 (2.470242)
ROA	24.44102 (19.05878)	19.99552 (14.58879)
BIG4	-6.702196 (2.405986)	-7.273138 (5.291414)
constant	131.7137*** (10.50722)	125.879*** (22.27065)
관측치(N)	180	180
R ² (수정된 R ²)	0.4925 (0.4718)	-
F	23.84	-
Wald χ^2	-	37.62
Wooldridge test F	-	240.631

참조: ** p<0.05, *** p<0.01

분석결과, 기업규모(SIZE_LN)가 실제 이익조정에 통계적으로 의미 있는 영향을 미치는 것으로 나타났다. 앞서 파악한 발생액 이익조정에서는 정(+)의 영향관계를 가지고 있었지만, 실제 이익조정에 대해서는 부(-)의 영향관계를 갖는 것으로 파악되었다. 이는 기업규모가 1% 작아질 경우, 실제 이익조정이 7.3% 축소된다는 것을 의미한다. 이에 대한 보다 구체적인 영향관계를 파악하기 위해, 독립변수와 통제변수로 구분하여 분석을 실시하였다.

분석결과, 모형1의 경우, 부채비율(LEV)이 실제 이익조정에 통계적으로 의미 있는 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이는 부채비율이 1% 올라가면 실제 이익조정이 15.3% 줄어드는 것을 의미한다. 모형2에서는 기업규모를 추가하여 분석을 실시하였다. 이 모형에서는 부채비율과 기업규모가 통계적으로 의미 있는 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으며, 두 변수 모두 실제 이익조정에 대해 부(-)의 영향관계를 갖는 것으로 나타났다.

모형3도 마찬가지로 부채비율과 기업규모가 의미 있는 영향을 주는 것으로 나타났으며, 모두 부(-)의 영향관계를 갖는 것으로 분석되었다. 모형4의 경우 총자산이익률(ROA)을 추가한 모형으로서, 독립변수 및 통제변수 중 기업규모만 의미 있는 변수로 파악되었다. 모형5에서도 외부대형감사기관여부(Big4)를 추가하였지만, 모형4와 마찬가지로 기업규모만이 통계적으로 의미가 있는 것으로 파악되었다.

<표 21> 실제 이익조정에 대한 영향 분석

구 분		모형1	모형2	모형3	모형4	모형5
독립 변수	IPO	-8.059472 (13.69835)	12.14742 (10.47581)	11.98645 (10.66014)	11.74276 (10.79322)	16.18474 (11.08181)
	LEV	-15.32229** (6.263116)	-9.020224* (5.193741)	-9.052018* (5.249495)	-6.390257 (5.675146)	-7.174192 (5.654576)
	LOAN	.0063518 (.1850614)	.0172263 (.1862119)	.0203869 (.1856567)	.150255 (.2075997)	.1485613 (.20753)
통계 변수	SIZE_L N	-	-7.414634*** (1.438255)	-7.342058*** (1.462693)	-7.441224*** (1.482546)	-7.301762*** (1.462535)
	GRWA	-	-	2.628268 (2.478612)	2.798997 (2.47035)	2.684332 (2.470242)
	ROA	-	-	-	19.95219 (14.60446)	19.99552 (14.58879)
	BIG4	-	-	-	-	-7.273138 (5.291414)
constant	16.15884*** (4.64691)	126.5036*** (22.00033)	125.2467*** (22.38152)	125.0262*** (22.64099)	125.879*** (22.27065)	
관측치(N)	180	180	180	180	180	
Wald χ^2	6.72	33.45***	33.50***	34.66***	37.62***	
Wooldridge test F	380.811	387.542	389.420	240.631	240.631	

참조: * p<0.1, ** p<0.05, *** p<0.01

3. 분석결과 요약 및 가설검증

앞선 분석결과를 종합하자면, 우선 ‘비상장 공기업의 소유지배구조와 실제이익조정 간에(+)의 관계가 있을 것이다’라는 가설1은 기각되었다. 다만, 통제변수의 종속변수에 대한 효과를 가정한 모형에서는 공기업의 소유구조가 실제이익조정에 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이는 규모가 큰 기업일수록 기업의 소유구조변화, 즉 주식시장에의 상장여부가 실제이익조정과 유의미한 관계에 있음을 말해주는 것이다.

가설2 중 ‘공기업의 부채비율과 발생액 이익조정 간에 (+)의 관계가 있을 것이다’라는 가설은 기각되었으며, 또한 ‘공기업의 재무부채비율(LOAN)’과 실제 이익조정 간에 (+)의 관계가 있을 것이다’는 가설도 기각되었다. 즉, 앞선 2장의 이론적 배경에서 다른 선행연구들에서는 이러한 변수들의 통계적으로 의미 있는 영향관계로 나타났지만, 본 연구에서는 다른 분석결과가 도출되었다. 다만, 본 가설에서도 공기업의 소유권구조 변화가 Pooled OLS 모형에서는 종속변수에 유의미한 영향을 미치는 것으로 조사된바, 본 연구에서 설정한 공기업의 소유지배구조는 종속변수인 실제이익조정과 발생액 이익조정에 일정한 조건 하에서 유의미한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 이는 공기업의 상장여부가 다른 통제변수들의 영향하에서 기업의 이익조정에 영향을 미치고 있음을 보여주는 것으로서, 최근 논의되고 있는 발전공기업의 IPO 문제와 관련하여 중요한 시사점을 제공해 주고 있다.

그 밖에 본 연구에서는 선행연구에서 유의미한 변수로 지적된 독립변수들의 영향력이 제대로 나타나지 않았던 바, 그 이유는 선행연구들에서 활용하였던 자료와 본 연구에서 사용한 자료의 시점 차이에서 연유한 것으로 보인다. 또한 시점 차이뿐만 아니라 본 분석에

활용된 데이터 사이즈가 작다는 것에 기인한 것으로 판단된다. 다만 비교적 최신 자료를 바탕으로 분석함으로써 최근 공기업의 경영행태에 대한 특징을 파악했다는 것에 그 의미가 있다. 또한 고정효과모형을 통한 분석에서는 유의미한 영향력이 나오진 않았으나, 통제변수의 영향력을 염두한 모형에서는 본 연구에서 설정한 상장공기업 및 부채비율이 일정정도 이익조정에 영향을 미치고 있음을 알 수 있었다. 이를 통해서 민간 기업과 달리 공기업에서는 소유지배구조 및 부채비율이 이익조정에 제한적으로 영향을 미치는 것임을 알 수 있다.

제5장 연구요약 및 함의

제1절 연구결과 요약 및 함의

1. 연구결과 요약

본 연구에서는 공기업을 대상으로 하여 공기업의 소유지배구조와 부채비율이 공기업의 이익조정 유형에 미치는 영향에 대해서 실증

적으로 분석해 보았다. 이를 통해서 많은 선행연구에서 증명된 공기업의 이익조정에 관한 문제를 보다 구체화 하는데 그 목적을 두었다. 이를 위해서 공기업의 소유지배구조 및 부채비율을 독립변수로 하여 공기업의 이익조정 유형, 실제 이익조정과 발생액 이익조정에 미치는 영향에 대해서 분석을 시도했다. 또한, 선행연구에서 이익조정에 영향을 미치는 것으로 파악된 기업규모, 매출액성장률, 총자산이익율, BIG4의 회계감사여부를 통제변수로 하여 그 영향력을 살펴 보았다. 분석결과, 선행연구에서 이익조정에 영향을 미치는 요인 중 기업규모는 모든 항목에서 통계적으로 유의미한 수준을 나타냈다. 기업규모가 클수록 이익조정에 미치는 영향이 크며, 특히 발생액 이익조정과의 연관성이 높은 것으로 나타났다. 그 밖에 공기업 상정여부, 부채비율, BIG4의 감사여부 변수의 경우에는 제한적인 면에서 이익조정에 영향을 미치는 것으로 조사됐으며, 본 연구에서 독립변수로 선정한 재무부채비율의 경우에는 통계적으로 유의미한 결과를 얻어내진 못하였다.

2. 연구의 이론적·정책적 함의

공기업은 그 특성상 수익성과 공익성의 조화라는 문제에 항상 직면해 있다. 또한 소유지배구조에 있어서 정보비대칭성으로 인한 사용자의 사적 이익 추구라는 도덕적 해이 문제가 항상 발생할 개연성이 높다. 본 연구에서는 이러한 소유지배구조가 공기업의 이익조정이라는 행위에 어떠한 영향을 미치는가를 추론해보고 공기업의

소유지배구조 개선활동에 있어서 방향성을 제시해보자 했다. 최근 공기업의 경영효율화를 위한 기업공개 등의 지배구조 개선문제가 이슈로 떠오르는 만큼, 시장기제를 활용한 공기업 지배구조 개선정책이 공기업의 재무적 성과에 어떠한 이점이 있는지를 어느정도 가늠해보고자 함이다. 물론 본 연구에서는 이익조정이라는 극히 작은 회계적 행위를 통해서 공기업 재무 구조를 역으로 이해하고자 시도했지만, 공기업의 상장이 곧바로 공기업의 경영효율화나 재무구조 개선으로 이어질 것이라는 가정이 잘못된 생각일 수도 있다는 사실을 증명해보고자 했던 것이다. 일반 민간 기업들을 대상으로 한 이익조정의 선행연구들은 지배구조의 통제 수준이 높을수록 이익조정이 감소하는 것으로 나타났다. 이는 이익조정으로 인한 성과의 개선보다 이익조정을 통한 성과 조정 행위가 시장의 감시기구에 의해 드러났을 때 기업에게 돌아오는 부담감이 크며, 경영진이 이익조정을 하는데에 따른 여러 가지 위험에 노출되기 때문인 것으로 나타났다. 때문에 일반기업에서는 발생액 조정으로 인한 이익조정보다는 실제 이익조정행위가 더욱 하기 쉬운 편이며, 결국 경영자는 R&D 축소와 같은 실제의 이익조정 행위를 통해 재무조정을 하는 경향이 있음이 나타났다. 한편, 민간기업과 달리 공기업의 지배구조는 지배관계를 형성하는 이해관계자가 정부 등 소수에 국한되어 있는 특징이 있다. 이러한 요인은 효과적인 통제 및 감시체계의 구축이 쉽지 않다는 것을 의미하기도 한다. 따라서 공기업에 대한 통제 및 감시체계를 용이하게 하기 위해 주식 상장과 같은 시장 기제를 활용하는 경우가 많다. 공기업의 소유권을 일정 정도 민간에 이양하면서 민간의 감시와 통제를 강화하여 공기업의 비능률을 개선하고자 하는 데에 그 의의가 있는 것이다. 하지만 소유권과 지배권이 분리되어 있는 민간기업과는 달리 공기업은 소유권과 지배권이 동일하며, 이는 주식 상장을 통해서도 변하지는 않는 사실이다. 주식 상장을

하더라도 공기업의 소유권과 지배권은 여전히 정부에 있기 때문이다. 다만, 일정 정도 시장 참여를 통해서 공기업의 재무 개선이 이루어질 가능성이 높아지는 것은 사실이다. 그러나 이 경우에도 주식 상장을 통한 재무 개선 효과에 대해서는 보다 면밀하게 살펴볼 필요가 있는 것이다. 본 연구에서 살펴본 것처럼 상장 공기업의 경우, 민간 기업과 마찬가지로 실제 이익조정 행위를 통한 재무 조정 행위가 일어날 수 있기 때문이다. 이 경우, 선행 연구에서 지적했듯이 공기업의 이익조정 행위가 사적 이익을 위한 것인지 혹은 기업의 효율적인 경영을 위한 정책 선택에 대한 것인지 구분하는 것은 여간 어려운 일이 아니다. 실제로 기업 경영이 위축될 경우 가장 먼저 관리비성 비용을 줄이고 내부 발생 비용을 최소화하는 일이 많기 때문이다. 또한 불필요한 자산매각 등의 자본 조정 활동을 통해서 경영위기를 벗어나는 시도를 하게 되는 바, 이러한 활동들이 기업 경영을 위한 것인지 혹은 경영자를 위한 것인지는 당시 상황과 경영 여건 등을 종합적으로 판단해 보아야 할 것이다. 현재 논의되고 있는 공기업의 기업공개와 관련한 문제도 이러한 가능성을 염두해 두고 논의되어야 할 것이다.

또한, 본 연구에서는 선행연구에서 증명된 부채비율과 이익조정의 관계를 보다 구체적으로 살펴보았다. 부채비율을 일반 부채비율과 재무부채비율로 구분하여 금융부담이 좀 더 많은 부채비율에 따라 공기업의 이익조정 유형이 달라질 것으로 생각했다. 대부분의 공기업의 경우 정부의 재정적 지원과 안정적인 수익으로 인해 단기성 금융부채를 활용하는 경우가 많지는 않다. 그러나 정부정책사업을 추진하는 과정에서 공기업도 단기성 금융부채를 활용하는 경우가 늘어났으며, 역으로 이러한 부채증가는 정부 통제와 감시 강화의 빌미를 제공하게 된다. 최근에 공기업의 심각한 부채문제가 사회문제

화 되고, 이에 따라 정부에서도 부채가 심각한 공기업에게 과거 외환위기 당시 민간 기업에게 요구했던 수준의 부채비율목표의 이행을 주문했다. 게다가 공기업을 바라보는 사회의 시선도 곱지 않았으며, 이 시기 많은 사회단체나 연구기관에서 공기업의 부채문제에 대한 연구와 건의를 제기한 것이 사실이다. 이러한 압박 속에서 공기업은 부채비율 목표 달성을 위해 다양한 시도를 했으며, 이익조정도 그러한 행위의 한가지로 파악할 수 있다. 하지만 공기업에서의 이익조정은 단순히 재무건전화를 위한 동기였다기 보다는 대정부협상능력을 높이기 위해, 또는 정치적 비용을 줄이기 위해 이익을 조정하는 경향이 크다는 선행연구들이 존재한다. 예를 들어 정부의 보조금이나 세제혜택의 다양한 정책적 보살핌을 받고 있는 공기업들은 당기순이익을 증가시켜 수익 창출을 하게 될 경우 사회적으로 비난의 중심이 될 수 있기 때문에 상대적으로 당기순이익을 감소시켜 정치비용을 줄이려 할 것이라는 것이다. 최근까지도 이러한 연구결과가 공공기관의 이익조정에 정설처럼 받아들여졌다. 본 연구에서는 이러한 가정에 의문을 품고, 공기업에서도 재무적 사유에 의한 이익조정이 있을 것이라는 전제 하에 부채비율 및 금융 부담이 발생하는 재무부채비율을 구분하여 이익조정의 행태에 대한 분석을 시도했다. 물론 본 연구의 한계에서도 언급하겠지만, 본 연구에 사용된 관측치가 한정적이며, 이익조정대응치를 추정하기 위한 자료 수집의 한계로 인하여 재무부채비율이 공기업에 이익조정에 미치는 유의미한 결과를 얻어 낼 수는 없었지만, 향후 자료의 신뢰도를 높이고 조사기간을 확대하여 재무부채비율과 공기업의 이익조정에 관한 연관성을 밝히는데 단초를 제공할 수 있으리라 생각된다.

제2절 연구의 한계 및 향후연구

1. 연구의 한계

본 논문의 이론적·정책적 함의에도 불구하고 연구의 한계가 존재한다. 첫 번째로, 각 가설을 분석하기 위한 공기업의 충분한 확보하지 못했다. 특히, 공기업의 경우 재무제표를 보고하는 기준이 매우 다양한 바, 본 연구에서는 연구 원활한 연구수행을 위해 확보 가능한 수치를 최대한 모아 비슷한 수치를 추정하였다. 특히, 설비자산의 변동의 경우 대다수의 공기업에서 자료 확보가 어려웠으며, 별도로 설비자산의 변동내역을 관리하지 않는 기업도 다수 존재했다. 때문에 설비자산의 변동내역을 총자산의 변동 내역과 자본의 변동비율 등을 고려하여 설비자산 변동률을 추정하였다. 다음으로 연구모델의 적합성을 확보하기 위한 충분한 기간의 자료를 확보하지 못했다. 연구모델의 적합성을 높이기 위해서는 충분한 기간의 관측치가 필요한 바, 본 연구에서는 6년간의 공기업 재무수치를 활용함으로써 모델의 적합성을 높이기 위한 충분한 자료를 확보하지 못했다. 민간기업의 경영정보 및 재무제표는 체계적으로 관리되며 자료가 많은 반면에, 공공기관은 일부 상장 공기업 및 규모가 큰 공기업을 제외하고는 경영정보 및 재무제표가 공개가 되어있지 않을 뿐만 아니라, 공개가 되어 있어도 한정적으로 정리가 되어 있지 않은 경우가 많았다. 과반수의 공기업의 경우 현금흐름 변동내역을 확인하기 위한 구체적인 자료를 공개하지 않고 있으며, 재무부채비율을 산정하기 위한 금융이자 비용을 별도로 공개하지 않는 경우가 많았다. 또한,

본 연구에서는 공기업만을 대상으로 연구를 진행하여 각 산업별 민간기업과의 비교·분석 작업이 이루어지지 않았다. 동일한 산업군에 속해 있는 공기업과 민간기업의 재무 수치 변동내역에 대한 비교를 통해서 공기업의 이익조정 행태를 보다 분명하게 나타내는 작업이 선행되지 않아, 일부 변수의 경우 유의미한 결과를 찾아내지 못했다. 한편, 본 연구은 재량적 발생액뿐 아니라 비정상 실제 이익조정의 측정에 대해서도 ROA 성과대응 측정방법을 이용하여 측정오차의 문제를 최소화하고자 하였다. 그러나 연구모형식의 설계상에 고려되지 못한 생략된 변수의 문제는 여전히 남아있다. 선행연구에서 종속변수에 영향을 미칠 것으로 파악된 모든 변수를 고려하고자 하였으나, 연구 수행의 한계로 인하여 여전히 모든 변수에 대한 고려가 이루어지지 않은 한계가 남아있다. 이러한 경우 결과 해석상에 있어서도 다소 간의 문제가 발생할 여지가 있게 된다. 한편, 본 연구에서는 공기업의 이익 조정 유형에 대한 연구만을 살펴본 결과 공기업의 공익성이라는 측면은 무시한 결과를 초래했다. 공기업의 이익조정의 원인이 다양한 바, 본 연구에서는 공기업의 이익조정 행태만을 고려했을 뿐 공기업의 이익조정에 대한 원인은 자세하게 다루지 못했다. 정치적 비용가설에 따르면 공기업의 이익조정이 단순히 경영성과 개선에 있지 않을 수도 있는데, 본 연구에서는 이익조정이 일어나는 양상과 종류만을 규명하고자 했을 뿐 공기업의 이익조정 원인이 민간 기업과 다를 수 있다는 가설을 증명해내지는 못하였다. 마지막으로 본 연구에서는 공기업의 이익조정과 성과에 대한 연결고리를 찾지는 못했다. 이익조정을 할 개연성이 비교적 높은 공기업이 어떠한 이익조정을 할 것인가에 대해서만 연구를 진행했을 뿐, 공기업에서의 이익조정 행위가 공기업의 성과에 구체적으로 어떠한 영향을 미치는가에 대해서는 해답을 내놓지 못하고 있다. 공공기관은 효율성 이외에도 공공성이라는 두 가지 목적을 가지고 운

영된다. 공공성을 추구하다보면, 재무성과를 높이는 행태를 하는 것이 바람직하지 않을 수 있다. 이후에는 이러한 공공성을 고려한 성과분석도 이루어질 필요가 있다.

2. 향후 연구과제

먼저, 연구모형의 적합성을 높이기 위한 보다 장기간에 걸친 공기업의 이익조정에 대한 연구가 필요할 것으로 보인다. 연구모형의 적합성을 높이기 위해 최소 10년 이상의 장기간에 걸친 재무 수치의 관측치가 필요할 것으로 판단되며, 이익조정 대응치를 추정하기 위한 재무 정보를 취득함에 있어서 보다 신뢰성 있는 자료를 사용해야 할 것으로 보인다. 이를 위해서는 해당 공기업 재무담당자와의 인터뷰, 보도자료 등 미디어 분석 등 자료 수집을 위한 추가적인 노력이 필요할 것으로 예상된다. 그리고 산업별로 공기업을 세분화하여 동일한 산업군 내의 민간 기업과의 비교가 필요할 것으로 생각된다. 공기업을 포함한 동일 산업군내에서의 횡단면적인 분석을 통해서 단일 공기업의 이익조정 유형이 아니라, 산업군내 전체에서의 이익조정 유형을 살펴보고, 이러한 경향이 같은 공기업에서도 일어나는지를 살펴볼 필요가 있다. 이를 통해서 본 연구에서는 유의미함을 찾지 못한 각 변수들의 종속변수에 대한 영향력을 보다 정확하게 판단할 수 있을 것으로 기대된다. 또한, 상장 공기업의 이익조정이 장·단기성과에 미치는 효과를 분석해볼 수 있다. 이 때, 시장의 평가가 반영이 된 주식과 같은 종속변수를 활용해야 한다. DuCharme et al.(2001)은 단기 이익의 향상을 위해서 신규 상장기

업의 이익조정행위가 나타남을 분석하였으며, Armstrong et al.(2009), Friedlan(1994), Kothari et al.(2005)도 신규 상장기업이 주식발행가격을 향상시키기 위해서 이익조정 행위를 한다고 주장하였다. 그리고 실제 이익조정을 보다 정확히 측정할 모델과 이를 통제할 제도적 장치에 관한 연구들이 진행되어야 할 것이다.

Abstract

A Concept of earnings management have long been discussed. Especially in our contry, A number of studies have been conducted on the case of earnings management in the Government–led cleanup process of insolvent enterprises that began after foreign exchange crisis. Because, business incentives for companies to earnings management have grown to achieve the target dept ratio proposed by the Government.

This research was carried out to analysis how ownership control structure and dept ratio affect earnings management in public agencies. Through the empirical analysis, this study proves that type of earnings management in public agencies rely on their ownership control structure and dept ratio. Earnings management can be classified into the following two categories: accrual earnings management, which uses accounting techniques permissible under generally accepted accounting principles (GAAP), and real earnings management which changes operating decisions.

By using panel fixed effect model and panel SUR model, this paper analyzes 4 hypotheses. And further analysis were conducted on the effect of pooled OLS model. The purpose of this study is to embodies the scope of earnings management research. First, the contribution of this study is to confirm that company size had a negative effect on earnings management in public agencies. In other words, this

study shows that companies tend to earnings management as the company size grows.

And this paper shows that ownership control structure had significantly greater impact in the earnings management. Ownership control structure means whether company intends to disclose its IPO status in this paper. Ownership control structure had a negative effect on earnings management in the pooled OLS model. This research has been revealed that listed company tends to earnings management when considering the impact of its company size on earnings management. It would provide useful suggestions on the subject of disclose its IPO in public agency.

참고 문헌

- 강선아·김용식(2014). “경영자보상과 이익조정간 관계연구”. *경영학 연구* 제43호, 793-816.
- 김양구·권혁기·박상봉(2015). “이익조정이 신용등급에 미치는 영향”. *대한경영정보학회 경영과 정보연구* 제34권 제2호, 113-130.
- 금병욱·문두철(2016). “공공기관의 이익감소회피 이익조정에 관한 연구”. *정부회계연구* 제14권 제1호, 1-30.
- 나종길·최정호(2000). “부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응”. *회계학연구* 제25권 제4호, 55-85.
- 나철호·김임현·고종권(2015). “부채중점관리 공기업의 이익조정 및 목표부채비율에 관한 연구”. *회계저널* 제24권 제4호, 163-198.
- 박원·김태영(2013). “공기업과 준정부기관의 재무특성에 따른 경영성과와 이익조정에 관한 연구”.
- 박원(2013). “공공기관의 경영자 교체 및 특성이 경영성과와 이익조정에 미치는 영향”. *한국국제회계학회 국제회계연구* 제14집, 71-88.
- 박원·김태영(2013). “공기업과 준정부기관의 재무특성에 따른 경영성과와 이익조정에 관한 연구”. 26-43.
- 송인만(2004). “적자보고를 회피하기 위한 이익조정”. *회계저널* 제13

권 제2호, 29-51.

- 안수경·김광용(2014). “IFRS 전후 이익조정과 신용평가등급의 관계”. *Journal of Digital Convergence* 제12권 제11호, 99-112.
- 안치현 외(2016). “이익측정모형으로서 발생액모형과 수익모형의 적합성, 검정력 비교연구”. *회계저널* 제25권 제1호, 423-454.
- 이중호(2007). “공기업에서 지배구조가 이익조정에 미치는 영향(대리인 이론을 중심으로)”. 석사학위논문. 연세대학교.
- 이수연(2008). “공공기관 기관장 및 임원의 보상과 이익조정”. 석사학위논문. 연세대학교.
- 이장희·이주성·박범진(2009). “이사회구조에 따라 소유과리도가 이익조정에 미치는 영향”. *상업교육연구* 제23권 제4호, 179-203.
- 오연천(1999). “공기업 소유지배구조 개선 방안”. 석사학위논문. 서울대학교 행정대학원.
- 윤순미(2012). “발생액 이익조정을 이용한 이익감소회피 및 손실회피가 내재자본비용에 미치는 영향”. *한국국제회계학회 국제회계연구* 제47집, 251-272.
- 윤순석(2001). “상장기업과 코스닥 기업의 이익관리에 대한 비교연구”. *증권학회지* 제29호, 57-85.
- 용홍중(2004). “기업지배구조 및 경영투명성이 경영자의 재량적 회계처리와 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구”. 석사학위논문. 서울대학교 경영대학원.
- 전성빈·권혜진·김성혜(2010). “부채의 특성에 따른 이익조정 차이에 대한 연구”. *한국회계학회 2010년도 학술발표논문집*.
- 차진화·김완희(2010). “공공기관의 이익조정에 관한 연구”. *재무와*

회계정보저널 제10권 제3호. 171-199.

- 최성규·김경민(2005). “부채비율과 경영자의 이익조정”. *회계학연구 제30권 제3호*. 113-145.
- 한승희(2016). “공공기관의 이익조정과 장·단기 재무/회계성과에 관한 실증 연구”. *박사학위논문 서울대학교*.

Baber, W. R., Fairfield, P. M., & Haggard, J. A. (1991). The effect of concern about reported income on discretionary spending decisions: The case of research and development. *Accounting Review*, 818-829.

Barton, J., & Simko, P. J. (2002). The balance sheet as an earnings management constraint. *The accounting review*, 77(s-1): 1-27.

Bartov, E. (1993). The timing of asset sales and earnings manipulation. *The Accounting Review*, 68: 840-855.

Cohen, D. A., A. Dey, & T. Z. Lys. (2008). Real and accrual based earnings management in the pre- and post-sarbanes-oxley periods. *The Accounting Review*, 83: 757-787.

Cohen, D., & P. Zarowin. (2010). Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting & Economics*, 50(1): 2-19.

Dechow, P. M., S. P. Kothari, & R. L. Watts. (1998). The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting*

and Economics, 25: 133-168.

Dechow, P. M., & Skinner, D. J. (2000). Earnings management: Reconciling the views of accounting academics, practitioners, and regulators. *Accounting Horizons*, 14(2): 235-250.

implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40: 3-73.

Gunny, K. A. (2005). What are the consequences of real earnings management? Working paper. University of California at Berkeley.

Gunny, K. A. (2010). The Relation Between Earning Management Using Real Activities Manipulation and Future Performance: Evidence from Meeting Earnings Benchmarks. *Contemporary Accounting Research*, 27(3): 855-888.

Hausman, J. A. (1978). The econometrics of labor supply on convex budget sets. *Economics letters*, 3(2): 171-174.

Healy, P. M. (1985). The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions. *Journal of Accounting and Economic* 7(1-3): 85-107.

Healy, P. M., & Palepu, K. G. (1993). The effect of firms' financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons*, 7(1): 1.

Watts, R., & J. Zimmerman. (1986). *Positive Accounting Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

- Xie, H. (2001). The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review*, 76(July): 357–373.
- Yu, F. (2008). Analyst coverage and earnings management. *Journal of Financial Economics*, 88(2): 245–271.
- Zang, A. (2007). Evidence on the Tradeoff between Real Manipulation and Accrual Manipulation. Working paper. Duke University.