

# The Effects of Minority Shareholders and Board Structure on Earnings Management

**Bum Jin Park\***

*Chungbuk National University, Cheongju, Korea*

## Abstract

In the previous works of corporate governance structure, minority shareholders(MS) who has relatively minor impact on ownership structure have been excluded as a observer in corporate management because most of Korean firms are in a family-controlled shape.

But According to the adjusted commercial law in 1998, the right of MS has been strengthened : Since the watching systems of board such as outside directors, full-time auditors, audit committee have been introduced by the law, there come a new turning point for MS. This paper aims to provide practical works on the influence of MS as a restraints in manager's earnings management.

This works covered 2,495 firms registered in Korean Stock Exchange from 2001 to 2005 excluding financial and insurance business. Manager's earnings management is evaluated from discretionary accruals from Jones model(1991) and the model by Dechow et al.(1995) which modified Jones model. The impact of associated variables on ownership structure including MS and other control variables are computed using multivariate regression.

According to the research, managers tend to minimize earnings management or to make downward earnings management as portion of MS increases. This seems to represent that MS affect the manager's earning management.

Also influence of MS with regards to separation of ownership and management shows the possibility of participation of minority shareholder in corporate management because MS in manager-controlled(MC) companies affect manager's downward earning management.

However in owner-controlled(OC) companies, due to the strong governance of majority shareholder, the restraining influence of MS on earning management is relatively not as strong as the former case. Regarding board structure, it is shown that the influence of MS in earning management does not change much depending on whether the minimal

---

\* Corresponding Author. Address: Division of Business Administration, Chungbuk National University, 410 SungBong-Ro, Heungduk-gu, Cheongju, South Korea, 361-763; E-mail: sunguja@dreamwiz.com; Tel: +82-43-731-3320.

## The Effects of Board Structure and Minority Shareholders on Earnings Management

required selection of outside directors or audit committee is introduced. But MS affect a lot in the earnings management in the case of companies which have more outsider directors than required.

As a result of this work we has shown that minority shareholder plays an important role in ownership structure and practical results with regards to minority shareholder are presented. In the future, the more systematic works should be continued because the impact of minority shareholder in governance structure is expected to continue to increase.

*Keywords:* Agency Problems; Ownership Structure; Earnings Management; Minority Shareholders; Board Structure.

# 소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향\*

박 범 진 (충북대학교)\*\*

## < 요약 >

그동안 기업지배구조와 관련된 선행연구들은 우리나라의 재벌중심 가족지배기업형태를 고려하여 소유구조에서 상대적으로 영향력이 적은 소액주주는 기업경영의 감시자로서 배제되어 왔다. 그러나 1998년의 개정상법을 통하여 소수주주의 권한이 강화되었고, 사외이사-상근감사-감사위원회제도 등 이사회외의 견제체도가 도입되면서 소액주주는 새로운 전환점을 맞게 되었다. 이에 경영자의 이익조정에 대해 소액주주의 견제역할이 있는지를 연구하여 소액주주와 관련된 실증적인 연구결과를 제시하고자 하였다. 연구대상은 2001년부터 2005년까지 한국증권거래소에 상장된 12월 결산법인(금융업과 보험업 제외) 2,495개이다. 경영자의 이익조정은 Jones(1991)모형과 Jones모형을 수정한 Dechow et al.(1995)모형에 의해 산정된 재량적 발생액으로 한 후, 소액주주를 포함한 소유구조 관련변수들과 사외이사 그리고 기타 통제변수들이 미치는 영향을 다중회귀분석하였다.

연구결과에 의하면, 소액주주(MS)의 지분율이 커질수록 경영자는 하향 이익조정내지는 이익조정을 적게 하는 것으로 나타났다. 이는 기업경영에 대한 소액주주의 영향력이 경영자의 이익조정에 미치는 것으로 보인다. 또한, 기업의 소유와 경영의 분리에 따른 소액주주의 영향력은 경영자지배(MC)기업에서 경영자의 하향 이익조정과 관련이 있어 기업경영에 소액주주의 참여가능성이 있는 것으로 나타났다. 그러나 소유자지배(OC)기업에서는 기업에 대한 대주주의 지배력이 강하여 경영자의 이익조정에 대한 소액주주의 견제력이 상대적으로 어려운 것으로 보인다. 이사회구조와 관련해서는 사외이사 최소선임여부나 감사위원회 도입여부에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향은 달라지지 않았다. 그러나 사외이사를 초과선임한 기업의 경우는 그렇지 않은 기업 보다 소액주주가 경영자의 하향 이익조정에 미치는 영향이 더 컸다.

본 연구의 결과는 소유구조에서 소액주주의 역할이 존재함을 보여주었고, 소액주주와 관련하여 실증적인 연구결과들을 제시하였다. 향후에 기업지배구조와 관련하여 소액주주의 영향력도 증대될 것으로 보이므로 좀 더 체계적인 연구들이 진행되어야 할 것이다.

핵심 단어 : 대리인 문제, 소유구조, 이익조정, 소액주주, 이사회구조

\* 본 논문을 발표할 수 있게 도와주신 모든 분들께 감사드립니다.

\*\* 연락담당 저자. 주소: 충북 청주시 흥덕구 성봉로 410 충북대학교 경영대학 경영학부, 361-763; E-mail: sunguja@dreamwiz.com; Tel: 043)731-3320.

## 1. 서론

그동안 기업지배구조와 관련된 선행연구들은 우리나라의 기업들이 대부분 재벌중심의 가족지배형태이므로 소유가 내부에 집중된 지배주주들과 그들을 견제하고 감시하는 입장에 있는 외부주주들 간에 대리인 문제(agency problem)가 많은 부분을 차지하였다. 그러나 외부주주들 중에서 소액주주는 다른 기관투자자들에 비해 상대적으로 기업정보의 획득과 분석력이 용이하지 못하고 기업경영의 의사결정에 응집된 영향력을 발휘하지 못하여 더 심각한 대리인 비용을 부담함에도 불구하고 소유구조와 관련된 선행연구들에서 부각되지 못하였다. 특히 이러한 배경은 우리나라의 지배주주가 기업에 대한 통제권(control right)과 현금흐름권(cashflow right) 간의 차이가 커서 상대적으로 적은 지분으로도 기업을 통제할 수 있기 때문이다. 반면에 소액주주들이 소유하고 있는 지분은 기업에 대한 통제권(control right)과 현금흐름권(cashflow right)이 같기 때문에 기업경영에서 영향력을 발휘하기가 더욱 더 힘든 것이다. 지배주주는 이러한 소유권과 지배권의 괴리도를 이용하여 기업에 대한 지배를 하고 상장기업 간에 여러 가지 유인에 의해 소액주주의 비용으로 내부거래인 연계거래를 발생시킨다(이원흠 2006).

연계거래(related party transactions)는 대주주가 소액주주나 채권자의 부(wealth)를 이용하여 사익을 추구하는 부정적인 측면도 있으나 부의 이전을 통해 계열사의 부실을 직·간접적으로 지원해줘서 기업의 안정성을 도모하는 긍정적인 측면도 있다. 그러나 연계거래는 다른 외부주주의 동의 없이도 대주주의 의도대로 이루어 질 수 있다는 점과 전자가 더 설득력이 있다는 점에서 심각한 문제이다. 따라서 공정거래위원회에서는 매년 대기업집단을 출자총액제한<sup>1)</sup>집단으로 지정하여 계열사 간의 순환출자를 통한 가공자본의 형성에 의해 기업지배구조가 왜곡되는 것을 방지하려고 노력하였다. 이러한 노력도 2008년에 대통령직 인수위원회에서는 계열사라는 이유만으로 출자총액을 금지시키면 대기업의 경쟁력과 투자를 저하시킨다는 문제점 등 제도의 타당성에 대해 많은 의문이 제기되면서 폐지하기로 하였다. 이에 재벌기업의 지배력확대를 규제하는 대안의 필요성이 높아지고는 있으나 대주주와 외부소액주주 간의 대리인 문제는 여전히 상존할 것으로 보인다.

초기의 대리인 문제는 주로 기업경영에서 경영자가 주주와 이해 상충되는 의사결정시

1) 공정거래법은 출자총액 제한제도를 자산총액 기준으로 30대 대규모 기업집단 소속의 계열사에만 적용하였고, 1995년 4월 1일 이전까지의 출자총액제한은 순자산의 40%가 상한선으로 되어 있었으나 이후 3년간의 유예기간을 두고 1998년 3월말까지 25% 수준으로 낮추게 하였다. IMF 직후인 1998년 2월에 일시 폐지되었다가 2001년 4월 1일부터 재시행 되었다.

에 사익을 추구하기 때문에 발생하였지만(Jensen and Meckling 1976), 최근에는 지배주주가 증권회식화나 의도적인 기업자원의 이전을 야기하는 기업결합 등에서 소액주주를 차별하여 부(wealth)를 이전하기 때문에 발생한다(Johnson et al. 2000 등). 이러한 소액주주를 보호하기 위해서 각국의 상법에서는 관련 보호법규가 명시되어 있으나 그 수준과 체계가 달라 소액주주의 부가 여러 가지 방법에 의해 지배주주에게 전이되는 터널링(tunnelling)이 발생한다(La Porta et al. 2000 등). 특히 아시아 지역은 소액주주의 보호를 위한 법적 체계가 약하고 기업경영의 외부감시주체의 영향력이 약하여 소액주주의 비용으로 지배주주에게 부가 전가될 가능성이 높다(La Porta et al. 1999).

우리나라는 1998년의 개정상법을 통하여 소수주주의 권한이 강화되었고, 사외이사·상근감사·감사위원회제도 등 이사회와 견제체도가 도입되면서 소액주주운동이 새로운 전환점을 맞게 되었다. 소액주주운동이란 소액주주들의 흩어진 의결권을 모아서 대주주나 경영진의 전횡적인 경영을 견제하여 부실경영에 대한 책임을 물음으로서 소액주주들이 자신의 이익을 지켜내는 운동이다(장하성 1999). 소액주주운동의 초기단계는 1962년부터 1996년까지로 미국과 일본의 소수주주권제도가 도입되었으나 발현된 적은 없었다. 1996년 4월부터 1997년까지는 기업의 경영투명성 제고가 목표이기는 하나 한국의 기업 지배구조 특성이 고려되어 소수주주권의 행사는 억제되었다. 1997년 말부터 상법과 증권거래법에서는 소액주주의 권한강화를 통해 소액주주가 기업경영의 참여를 용이하게 함으로서 지금의 소액주주운동까지 오게 한 것이다(Choi and Woo 1998). 소액주주운동은 주로 기업의 계열사에 대한 부당지원, 기업의 가공거래나 분식회계, 감사나 부실경영에 따른 부도 위기로 소액주주에게 손실을 입혔을 때 발생한다. 그 사례들로 제일은행 소액주주운동(1997), 삼성전자 전환사채 발행 무효소송(1997), SK텔레콤 소액주주운동(1998), 하이닉스 살리기 운동(2003), 현대건설 소액주주운동(2003), 현투증권 소액주주운동(2004) 등 지금도 많은 기업들에 대하여 소액주주운동이 이루어지고 있다. 과거의 주주총회에서는 경영자들이 총회꾼들의 의사결정 방해정도의 제한만을 받았다. 그러나 최근에는 인터넷이 발달하여 소액주주운동이 체계화되고 소액주주들 사이에 의견교환이 수월해졌으며 지식인들이 증가하여 소액주주는 기업의 경영에 대해서 조직적인 영향력을 행사하고 있다. 이에 본 연구에서는 선행연구들에서 배제되어 왔던 소액주주의 경영참여가 대주주나 경영진의 전횡적인 이익조정과도 관련이 있을 것으로 보고 다음과 같이 세 가지의 견지에서 접근하고자 하였다.

첫째, 소유구조에서 기업의 경영을 견제하고 감시하는 주체로 소액주주의 역할을 분석하였다. 대부분 선행연구들에서는 소유구조 관련변수들로서 소액주주에 대한 역할은 연

구대상에 포함시키지 않았다. 둘째, 소유구조에서 소액주주의 역할은 소유구조의 특성에 따라 달라지는 지를 분석 하였다. 기업의 소유와 경영지배 여부에 따라 소액주주들의 지분 분산정도와 권한의 행사를 위한 응집력이 차이날 것으로 보인다. 셋째, 소액주주의 영향력은 기업의 이사회구조와 관련이 있는 지를 분석하였다. 소액주주의 활동성은 이사회 독립성이 높을수록 활발해 질 것으로 보인다. 이러한 연구들을 통하여 소유구조에서 소액주주의 역할을 살펴보고, 소액주주와 관련하여 실증적인 연구결과를 제시하고자 하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 이론적인 배경과 가설을 설정하였고, 3장에서는 연구모형의 설계와 표본선정에 대해서 논의하였다. 4장에서는 실증분석의 결과에 대해서 해석을 하고 마지막으로 5장에서는 결론과 한계점을 제시하였다.

## 2. 이론적 배경 및 가설설정

### 2.1. 이론적 배경

소유구조는 기업 구성원인 주주, 경영자, 채권자, 기타 이해관계자 지분의 총체적 관계성을 의미한다.<sup>2)</sup> 소유구조에는 크게 내부투자자와 외부투자자로 구분해 볼 수 있다. 내부투자자는 대주주로서 자신이 보유한 지분을 통해서 뿐만 아니라 친인척 등의 지분 및 여타 계열사가 보유한 지분을 통해서도 특정기업을 지배할 수 있고 권한을 확보하게 된다. 이 경우 자신이 직접보유에 따른 경제적 이해에 비해 행사할 수 있는 권한의 정도가 확대되어 여타 출자자들과 이해상충의 문제가 발생할 가능성이 높아진다. 외부투자자는 국내기관투자자, 외국인투자자 그리고 개인투자자 등으로 상장기업의 대부분은 대주주가 경영권을 장악하고 있기 때문에 대주주를 중심으로 한 지배주주와 외부주주들 간에 이해상충 문제가 발생한다. 소액주주에 대한 법적근거는 다음과 같다.

증권거래법 시행령 제9조의 2에 의하면, 소액주주는 상장법인이 발행한 주식총액 또는 출자총액의 1%에 해당하는 금액과 액면가 기준으로 3억원 미만인 금액 중 더 적은 금액에 해당하는 주식을 가진 주주(다만, 최대주주 및 그 특수관계인은 이를 소액주주로 보지 아니한다.)이다. 유가증권시장 상장규정 제2조에서는 발행주식총수의 100분의 1에 미달하는 주식을 소유한 주주를 소액주주라고 정의하였다(다만, 최대주주 등에

2) 재정경제부 용어정의 (<http://www.mofe.go.kr>)

해당하는 주주는 소액주주로 보지 아니한다.). 한편, 기업공개 목적의 소유의 분산이라는 점에서 거래소에 등록할 수 있는 요건에 소액주주가 보유하는 주식수가 발행주식 총수의 30% 이상일 것과 의결권이 있는 소액주주의 수가 1,000명 이상일 것 등 일정 규모의 소액주주가 있어야 한다고 규정하고 있다.<sup>3)</sup> 따라서 소액주주는 보유지분이 다른 투자자들에 비해 상대적으로 작지만 엄밀히 소유구조에서 한 주체인 것이다.

이러한 소액주주는 주로 개인투자자로 구성되어 있다. 개인투자자는 기관투자자(국내 기관투자자와 외국인투자자)에 비해 단기투자에 주력하므로 주식회전율이 상대적으로 높고, 정보획득력에 있어서 열위에 있으며, 분산투자의 효과를 향유할 수 없다. 또한, 기업의 경영을 감시하는 활동에 있어서 무임승차자 문제가 발생하여 기업을 견제하는 응집력이 약할 수밖에 없다. 그러나 최근에는 개인투자자도 시세차익을 위해 잦은 매매를 일삼던 과거의 단기투자방식에서 기업의 내재가치에 투자하는 장기투자방식으로 전환되면서 기업의 경영에 많은 영향력을 행사하고 있다. 1998년의 개정상법은 소수주주의 권한을 강화하였고,<sup>4)</sup> 개인투자자의 구성에 지식인이 늘어나면서 기업의 견제와 감시자의 주체로 떠오르고 있는 것이다.

또한 1998년의 개정상법에서는 기업경영의 투명성과 효율성 제고를 목적으로 제정된 “기업지배구조 모범규준”의 내용을 수용하여 상장법인(협회등록법인 포함)에 대하여 사외이사<sup>5)</sup>·상근감사·감사위원회제도<sup>6)</sup> 등을 도입하여 소수주주의 권익보호에 한층 더 힘을 실어 주었다.<sup>7)</sup>

3) <http://www.krx.co.kr/>(한국증권선물거래소)

4) 1999년 6월부터 집중투표제도가 시행되어 기업이 2인 이상 이사를 선출할 때, 3% 이상의 지분을 보유한 주주가 주주총회에서 투표를 요청하면 이를 실시하여 득표를 많이 한 순서대로 이사를 선출하도록 하였다. 증권거래법(2001)에서는 대형 상장법인의 경우 1% 이상의 지분보유로 그 요건을 더 완화하였다. 또한 소수주주권의 행사를 위한 지분요건을 대폭적으로 완화하여 소수주주권의 행사 가능성을 더욱 높였다.

5) 개정상법(1998년) 등은 상장법인에 대하여 기업경영의 투명성 제고와 소수주주의 이익보호를 목적으로 사외이사의 선임의 의무화하고 있다. 사외이사의 수는 총 이사의 1/4 이상(최소 1인 이상)으로 구성하여야 하며, 대형 상장법인(자산총액 2조원 이상 대기업과 금융기관)의 사외이사의 수는 총 이사의 1/2 이상(최소 3인 이상)으로 구성하여야 한다. 대형 상장법인의 사외이사의 선임과 관련해서는 사외이사가 총 위원의 1/2 이상이 되도록 사외이사 후보추천위원회를 구성하도록 의무화하였다.

6) 대주주나 지배주주로부터 감사의 독립성을 확보하기 위하여 3인 이상의 이사(사외이사가 2/3 이상을 차지)로 감사위원회를 설치하고 기존의 감사를 대체할 수 있게 하였다. 대형상장법인의 경우에는 사외이사 2/3 이상으로 구성되는 감사위원회(위원장은 반드시 사외이사로 함)의 도입을 의무화하였으며(2000년 개정 증권거래법), 감사위원회 위원이 되는 사외이사의 선임 시에 대주주가 보유하는 주식의 3% 한도로 의결권을 행사할 수 있도록 제한하였다.

7) 신동령, “기업지배구조 관련 제도와 그 변화에 관한 고찰”, 재무관리논총, 제9권 제1호(2003), p. 55.

## 소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

따라서 1998년의 개정상법을 통하여 소액주주의 권리행사 가능성이 높아짐에 따라 경영자는 기업경영에 있어서 소유구조에서 기업의 감시자로서 배제되어 왔던 소액주주에 대해 압력을 받게 되었다.

소유구조와 관련된 선행연구들을 살펴보면, 대리인 문제를 처음으로 부각시킨 Berle and Means(1932)는 기업의 지분 분산정도에 따라 소유와 경영이 분리된다고 하였다. Jensen and Meckling(1976)은 경영자가 기업경영에 있어서 주주와 이해가 상충되는 의사결정시에 사익을 추구하고자 하는 대리인 이론(agency theory)을 체계화 시켰다. 이후에 소유경영자인지 전문경영자인지에 따라서 또 다른 대리인 문제가 부각되었다. 기업경영시장에 경쟁적인 전문경영자의 도입으로 주주의 이익을 위해 일할 수 있는 시장 매커니즘이 형성되었지만(Fama 1980), 경영자의 재량권은 소유와 경영이 분리될수록 더 심화될 수 있다는 점이 제기되었다(Fama and Jensen 1983). 한편으로 대리인 문제는 대주주나 경영자의 지분크기에 따라 완화될 수도 있음을 제시하였다. 경영자가 소유하는 일정지분의 구간에 따라 경영자와 주주의 이해가 일치되는 이익일치가설(convergence of interest hypothesis)과 주주의 비용으로 경영자가 사익을 추구하고자 하는 경영자기득권유지가설(management entrenchment hypothesis)이 혼재될 수 있다(Morck et al. 1988). 이는 경영자의 지분소유에 따른 재량권의 변화가 사익추구의 여지를 발생시킬 수도 있지만, 경영자가 사익추구 대신에 기업가치의 증대를 시킬 수 있는 여지도 있는 것이다. 그러나 최근에는 대주주나 경영자의 구분보다는 기업의 이해(interests)와 관련하여 누가 지배주주인지에 따라 지배주주와 외부주주 간의 대리인 문제가 제기되었다. 지배주주는 증권희석화나 의도적인 기업자원의 이전을 야기하는 기업결합 등에서 소액주주를 차별하여 부(wealth)를 이전하는 터널링(tunnelling)을 발생시킨다(Johnson et al. 2000, La Porta et al. 2000 등). 외부소액주주들에 대한 법적 보호가 약한 국가일수록 소액주주들은 이익침해의 가능성이 높고(La Porta et al. 2000), 특히 아시아 지역이 소액주주들에 대한 법적보호가 약하여 지배주주들의 기회주의적 행동이 더 강할 수 있다(La Porta et al. 1999). 이러한 배경은 대주주의 지분율이 높을수록 경영자가 이익조정을 통해 보고이익을 높여 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 높은 것이다(Claessens et al. 2000, 박종일과 전규안 2003). 실제로 박종일(2003)은 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 경영자가 재량적 발생을 이용하여 상향의 이익조정을 할 유인이 있다고 하였다. 백원선과 조현우(2006)도 대주주 지분율이 높을수록 경영자는 상향의 이익조정을 하였으나 경영자지배기업에서는 자본시장의 압력으로 대주주 지분율이 낮을수록 이익을 상



향조정하였다. 이는 대주주 지분율이 높을수록 소액주주의 이익침해는 더 커질 수 있지만, 소액주주 지분율이 높아진다면 상대적으로 대주주의 영향력이 감소할 수도 있는 것이다. 김문태(2004)는 외국인투자자가 참여한 기업일수록 경영자가 이익을 하향 조정하거나 또는 이익을 상향 조정하려는 의도를 억제한다고 하였다. 따라서 소액주주들도 최근에 기업경영의 견제와 감시자로서 영향력이 부각되면서 경영자의 이익조정에 대해서 영향을 미칠 것으로 보인다.

## 2.2. 연구가설의 설정

본 연구에서는 소유구조에서 소액주주가 경영자의 이익조정에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고자 하였다. 그리고 기업의 경영 및 소유의 분리와 이사회구조에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향이 달라지는 지도 분석하고자 하였다.

### 2.2.1. 소액주주(MS)가 이익조정에 미치는 영향

기업경영에 대한 소액주주의 영향력은 1998년의 개정상법에서 소수주주에 의한 이사 선임의 기회가 제공된 집중투표제가 도입되고, 소수주주권의 행사를 위한 지분비율 등 요건이 전면적으로 완화됨에 따라 한층 더 강화하였다. 이러한 소액주주의 권한 강화는 대기업 지배구조의 개선차원과 무관하지 않으며 대부분의 한국기업이 가족지배기업이라는 점에서 매우 의의가 있다<sup>8)</sup>. 그러나 소액주주들은 대주주나 기관투자자들에 비해 상대적으로 지분의 분포가 넓기 때문에 영향력을 행사하기 위한 사항이 발생하였을 때, 결집력이 약하며 권리행사를 소극적으로 참여하는 무임승차자가 발생할 수 있다. 이러한 이유로 그 동안 소유구조와 관련된 선행연구들에서는 소액주주의 존재에 대해 기업지배구조에서 배제되었다.

그러나 최근 일련의 사례들을 통해 분명히 소액주주의 존재는 기업경영의 견제와 감시에 매우 중요한 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 소액주주의 활동성이 크면 클수록 기업경영에 대한 압력은 커지게 되며 기업의 경영자는 소액주주가 있다는 그 자체만으로도 그들의 압력이 잠재적으로 행사될 수 있기 때문에 기업의 가치를 훼손시킬 수 있

8) Claessens et al.(2000)은 한국 대기업의 경우, 재벌총수가 소유하는 핵심계열사를 정점으로 한 피라미드식 중층 소유구조가 일반적이고, 계열기업 상호간의 주식소유로 인하여 가족소유기업이라고 하였다.

## 소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

는 악의적인 이익조정을 자제할 것으로 예상된다. 이러한 가능성은 대주주 지분율이 높을수록 지배주주 자신을 위해 보고이익을 높일 가능성(박종일 2003, 박종일과 전규안 2003, 백원선과 조현우 2006 등)과 대비되는 것으로 대주주 지분율이 낮다는 것은 상대적으로 소액주주의 영향력이 발휘될 수 있는 것이다. 이에 본 연구는 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 1 : 소액주주 지분율이 높을수록 경영자의 이익조정은 차이가 있다.

### 2.2.2. 기업의 소유지배와 경영지배에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향

Fama and Jensen(1983), 최성규와 김성민(2001)은 소유와 경영의 분리정도가 심화될수록 경영자의 기회주의적 이익조절행위가 더 심화될 것으로 보았으며, 이에 따라 소액주주의 영향력도 달라질 것으로 보인다. 경영자지배기업의 경영자는 기업경영에 있어서 경영자시장에서 자신의 명성(reputation)과 가치(value)를 유지하기 위해 이익조정을 통한 이익유연화(income smoothing)를 도모하거나, 자신의 보상을 높이기 위한 경영자보상가설(bonus plan hypothesis)측면에서도 이익조정을 하게 될 것이다. 반면에 소유자지배기업의 경영자는 소유자(대주주)가 이사회를 통해 경영자를 견제할 수 있기 때문에 소유자의 지배력에서 자유롭지 못할 수 있다(백원선과 조현우 2006). 이는 소유자의 의도에 따른 기업경영을 할 수 밖에 없기 때문에 이익조정의 목적이 자신이 아닌 대주주의 사익추구에 이용될 수도 있고, 소유자의 영향력이 경영자의 기회주의적 행동을 제한하여 경영자지배기업에 비해 상대적으로 이익조정이 적어질 수도 있는 것이다. 따라서 기업의 소유와 경영의 분리에 따라 경영자의 이익조정 정도와 목적도 달라지므로 소액주주는 소유자와 경영자의 이해(interests)와 관련하여 영향력이 달라질 것으로 보인다. 이에 본 연구는 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 2 : 소액주주 지분율이 경영자의 이익조정에 미치는 영향은 소유자지배기업과 경영자지배기업에 따라 차이가 있다.

### 2.2.3. 이사회구조에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향

사외이사제도는 대주주의 영향력을 받지 않는 전문가들을 이사회에 참여시켜 기업권

력의 집중과 남용을 방지하고 기업의 사회적 책임을 성실히 수행하게 한다는 목적에서 도입되었다. 이미 사외이사는 대주주나 경영자의 사익추구를 견제하는데 필요하다고 실증적으로 검증되었으며(Fama and Jensen 1983), 사외이사비율이 높을수록 기업가치가 높아지는 것으로 나타났다(박경서 등 2004, 박종일 2004, 박범진 2007 등).

이사회에서 사외이사는 대주주나 경영자로부터 독립성을 확보하고 기업경영을 감시하고 견제한다는 측면에서 소액주주의 권리행사 목적과 유사하다. 그러나 소액주주는 주로 기업의 가치증대보다는 자신의 이해(interests)와 관련된 사안에 대해 더 적극적인 권리 행사를 하게 될 것이다. 소액주주의 권리행사가 기업가치 증대에 긍정적인 영향을 미치며 사외이사의 존재목적과도 일치한다면 그 영향력은 배가될 것이나, 그렇지 않은 경우에는 기업경영에 대한 사외이사의 견제력과 소액주주의 견제력이 다소 희석될 수도 있는 것이다. 따라서 본 연구에서는 이사회구조를 고려하여 사외이사의 최소선임여부, 사외이사의 초과선임여부 그리고 감사위원회 도입여부에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향이 다른 지를 분석하고자 하였다. 이에 본 연구에서는 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 3-1 : 소액주주 지분율이 경영자의 이익조정에 미치는 영향은 사외이사 최소선임기업 여부에 따라 차이가 있다.

가설 3-2 : 소액주주 지분율이 경영자의 이익조정에 미치는 영향은 사외이사 초과선임기업 여부에 따라 차이가 있다.

가설 3-3 : 소액주주 지분율이 경영자의 이익조정에 미치는 영향은 감사위원회 도입여부에 따라 차이가 있다.

### 3. 연구모형 설계 및 표본선정

#### 3.1 연구모형의 설계

본 연구에서는 상기의 가설을 검증하기 위해서 다음과 같이 회귀모형을 설정하였다. 먼저 이익조정의 측정치로 선행연구(Jones 1991)에 근거한 재량적 발생액(discretionary accruals : DA)을 이용하였다.

이익조정의 대상인 순이익은 수익에서 비용을 차감한 금액이다. 이러한 순이익에는 많

소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

은 수익과 비용항목에 의해 이루어졌는데, 조정이 가능한 항목과 그렇지 않은 항목이 혼재되어 있다. 이익조정은 조정이 가능한 항목에 의해 이루어질 것이다. 따라서 순이익은 조정가능한 부분과 조정이 힘든 부분으로 나눌 수 있다.

식(1)에서 보면 CFO는 현금기준 회계원칙에 의한 경영성으로 경영자가 재량적으로 조정하기 힘든 부분이기 때문에 조정가능한 발생액(Accruals)은 당기순이익(NI)에서 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)을 차감한 값이다.

$$NI(\text{순이익}) = CFO(\text{영업활동으로 인한 현금흐름}) + Accruals(\text{발생액}) \quad (1)$$

이러한 발생액(Accruals)은 다시 식(2)에서와 같이 경영자에 의해 조정이 가능한 재량적 발생액과 그렇지 않은 비재량적 발생액으로 구분되며, 비재량적 발생액을 얼마나 잘 측정하는 지에 따라 재량적 발생액이 정확해진다.

$$DA(\text{재량적 발생액}) = Accruals(\text{발생액}) - NDA(\text{비재량적 발생액}) \quad (2)$$

본 연구는 선행연구들에 근거하여 연구결과의 강건성(robustness)을 위해 두 가지 이익조정 측정치를 이용하였다. 재량적 발생액은 Jones(1991)<sup>9)</sup>모형과 Jones모형을 수정한 Dechow et al.(1995)모형(이하 수정 Jones모형)을 이용하여 다음과 같이 계산하였다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) + \epsilon_t \quad (3)$$

$$DA_t = \left( \frac{TA_t}{A_{t-1}} \right) - \left[ \hat{\alpha}_0 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \hat{\alpha}_1 \left( \frac{\Delta REV_t}{A_{t-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 \left( \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) \right] \quad (4)$$

여기서,  
 $TA_t$  = t기 총발생액(당기순이익 - 영업활동으로 인한 현금흐름)  
 $A_{t-1}$  = t-1기말 총자산  
 $\Delta REV_t$  = t기말 매출액 변화  
 $PPE_t$  = t기말 설비자산  
 $\epsilon_t$  = 잔여오차  
 $DA_t$  = t기 재량적 발생액

9) Jones(1991)는 ITC(International Trade Commission)가 수입규제에 대한 조사를 실시하는 동안 기업들이 이익을 줄이는 방향으로 조정하는 지 여부를 검증하였다. 재량적 발생액을 추정하는 Jones모형은 이익조정과 관련한 연구에서 널리 사용되고 있다.

Dechow et al.(1995)은 Jones(1991)모형에서 매출액 변화부분을 매출액 변동에서 매출채권 변동을 차감한 것으로 대체하여 신용매출을 통한 이익조정의 여지를 배제하고자 하였다. 수정 Jones(1995)모형에 의한 재량적 발생액은 아래의 회귀모형식을 이용하여 추정하였다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \alpha_0 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \alpha_1 \left( \frac{\Delta REV_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}} \right) + \alpha_2 \left( \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) + \epsilon_t \quad (5)$$

$$DA_t = \left( \frac{TA_t}{A_{t-1}} \right) - \left[ \hat{\alpha}_0 \left( \frac{1}{A_{t-1}} \right) + \hat{\alpha}_1 \left( \frac{\Delta REV_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 \left( \frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) \right] \quad (6)$$

여기서,  $\Delta AR_t$  = t기 매출채권 변화

이상의 방법에 의해 측정된 이익조정치를 이용하여 소액주주(minority shareholders : MS)가 경영자의 이익조정에 미치는 영향을 크게 세 가지 견지에서 분석하였다.

첫째, 소액주주(MS)가 이익조정에 미치는 영향을 분석하기 위해 식(7)과 같이 선행연구에 근거한 회귀모형식을 이용하였다.

$$DA_{it}(ADA_{it}) = a + b_1 OWN_{it} + b_2 MS_{it} + b_3 FOR_{it} + b_4 OUT_{it} + b_5 RISK_{it} + b_6 LEV_{it} + b_7 CFO_{it} + b_8 SIZE_{it} + b_9 \Sigma IND_{it} + b_{10} \Sigma YD_{it} + e_{it} \quad (7)$$

$DA_{it}$  = i기업의 t년도 Jones(1991)모형에 의해 측정된 재량적 발생액

$ADA_{it}$  = i기업의 t년도 수정 Jones(1995)모형에 의해 측정된 재량적 발생액

$OWN_{it}$  = i기업의 t년도 대주주 지분율[(최대주주 1인지분율 + 친인척, 계열사 등 특수관계인 지분율)/당기 전체 지분]

$MS_{it}$  = i기업의 t년도 소액주주 지분율(소액주주 지분/당기 전체 지분)

$FOR_{it}$  = i기업의 t년도 외국인투자자 지분율(당기 외국인투자자 지분/당기 전체 지분)

여기서,  $OUT_{it}$  = i기업의 t년도 사외이사비율(당기 사외이사 수/이사회 내 등기이사 총수)

$RISK_{it}$  = i기업의 t년도 시장모형에 의해 추정된 베타 값

$LEV_{it}$  = i기업의 t년도 부채비율(당기 장부가치 총부채/전기 총자산)

$CFO_{it}$  = i기업의 t년도 현금흐름(당기 영업현금흐름/전기 총자산)

$SIZE_{it}$  = i기업의 t년도 당기 ln(장부가치 총자산)

$IND_{it}$  = 기업-년이 IN업종에 속하면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

$YD_{it}$  = 기업-년이 Y년도에 속하면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

둘째, 소액주주(MS)가 이익조정에 미치는 영향이 경영자지배기업인지 소유자지배기업인지에 따라 어떻게 달라지는 지를 알아보기 위해 식(8)의 회귀모형식을 이용하였다. 소액주주(MS)에 소유와 경영분리의 상호작용변수(interactive term)인  $MC_{it}$ 와  $OC_{it}$ 가 이익조정에 미치는 영향을 회귀분석(regression analysis)하였다. 본 연구에서 기업의 경영 지배와 소유지배의 구분은 최성규와 김성민(2001)에 근거하여 대주주 지분율이 15% 이하인 기업을 경영자지배기업으로, 35% 이상인 기업을 소유자지배기업으로 정하였다.

$$DA_{it}(ADA_{it}) = a + b_1OWN_{it} + b_2MS_{it} + b_3MC_{it} + b_4OC_{it} + b_5FOR_{it} + b_6OUT_{it} + b_7RISK_{it} + b_8LEV_{it} + b_9CFO_{it} + b_{10}SIZE_{it} + b_{11}\sum IND_{it} + b_{12}\sum YD_{it} + e_{it} \quad (8)$$

여기서,  $MC_{it}$  :  $MS_{it}$ 에 대주주1인 지분율이 15% 이하인 기업은 1, 아니면 0인 더미변수를 곱한 상호작용변수  
 $OC_{it}$  :  $MS_{it}$ 에 대주주1인 지분율이 35% 이상인 기업은 1, 아니면 0인 더미변수를 곱한 상호작용변수

셋째, 이사회구조에 따라 소액주주(MS)가 이익조정에 미치는 영향이 달라지는 지를 알아보기 위해 식(9)의 회귀모형식을 이용하였다. 소액주주(MS)와 이사회구조특성(BCD)의 상호작용변수( $MS_{it}*BCD_k$ )가 이익조정에 어떠한 영향을 미치는 지를 회귀분석하였다.

$$DA_{it}(ADA_{it}) = a + b_1OWN_{it} + b_2MS_{it} + b_3MS_{it}*BCD_k + b_4FOR_{it} + b_5OUT_{it} + b_6RISK_{it} + b_7LEV_{it} + b_8CFO_{it} + b_9SIZE_{it} + b_{10}\sum IND_{it} + b_{11}\sum YD_{it} + e_{it} \quad (9)$$

여기서,  $MS_{it}*BCD_k$ 에서  
 $BCD_1$  : 사외이사 최소선임 충족한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0인 더미변수  
 $BCD_2$  : 사외이사 초과선임한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0인 더미변수  
 $BCD_3$  : 감사위원회 도입한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0인 더미변수

본 연구에서는 소액주주(MS)가 이익조정에 미치는 영향은 사외이사 최소선임조건을 충족하거나, 초과선임하거나 감사위원회를 도입한 기업이 그렇지 않은 기업과 차이가 날 것으로 보인다. 이러한 이유는 소액주주(MS)와 사외이사가 기업경영의 견제와 감시자

라는 측면에서는 동일한 입장이므로 소액주주가 이익조정에 미치는 영향은 이사회구조에 따라 달라질 것으로 보인다.

### 3.2. 표본선정

본 연구의 분석기간은 2001년부터 2005년까지이며 표본은 한국증권거래소에 상장된 기업 중 다음의 제 조건을 만족시키는 기업으로 선정하였다.

- (1) 12월 결산법인에 속하는 기업
- (2) 금융업 및 보험업에 속하지 않는 기업
- (3) 한국신용평가(주)의 *KIS-Value II*를 통해서 필요한 재무자료 및 지분율 자료를 입수할 수 있는 기업
- (4) 금융감독원의 전자공시시스템에서 사업보고서상 분석에 필요한 사외이사 관련 자료가 보고된 기업
- (5) 자기자본이 음수인 기업은 제외
- (6) 감사의견이 비적정 감사의견인 기업은 제외
- (7) 실증분석에 사용되는 변수의 크기가 R-student  $\pm 2$ 의 범위 내에 속하는 기업

Table 1. Sample selection

Criteria	Firms-Years
Non-banking Firm with December fiscal year-end, listed in KSE from 2001 to 2005	3,110
Firm that financial data and shareholder's holdings is unavailable	(235)
Firm unreported outside directors in the annual report notified to the Financial Supervisory Service	(285)
Firm that equity capital is minus and auditor's opinion is unqualified	(39)
Firm that residual are not included in the scope of R-student $\pm 2$	(56)
Final samples	2,495

조건(1)에서 12월 결산법인을 표본으로 선정한 이유는 결산월이 다르므로 인해 가져올 수 있는 연구결과의 왜곡을 통제할 목적이며, 조건(2)에서 금융업 및 보험업을 제외한 이유는 금융·보험업종에 해당하는 기업은 다른 업종의 기업에 비하여 보다 투명한 지배구조를 요구받고 있어 일반 기업과는 차이가 있기 때문이다.<sup>10)</sup> 조건(3)은 본 연구의

소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

모형식에서 이용될 재무자료와 소유지분율 자료는 한국신용평가(주)의 *KIS-Value II*에서 추출하였으며, 추출함에 있어서 데이터베이스에서 자료가 누락된 기업은 제외하였다. 조건(4)은 이사회 및 사외이사 관련 사항을 금융감독원의 전자공시시스템에 수록된 기업별 사업보고서상에서만 추출이 가능하기 때문이다. 조건(5)은 자기자본이 음수인 기업은 기업의 특수한 상황으로 인해 연구결과의 신뢰도에 문제를 야기할 수 있기 때문에 제외되었다. 조건(6)은 감사의견이 비적정인 기업은 연구결과의 왜곡을 초래할 수 있기 때문에 제외하였다. 조건(7)은 기업의 극단치가 연구결과의 왜곡을 가져올 수 있기 때문에 개별기업의 잔차값이 studentized residual의  $\pm 2$ 를 벗어나는 기업은 표본에서 제외하였다. 이와 같은 기준에 의해서 선정된 최종표본기업은 <표 1>에서와 같이 모두 2,495개 기업-년이다.

Table 2. Sample distribution across industries-years

Industry \ Year	2001	2002	2003	2004	2005	Total	%
Household Goods, Other Manufacturing etc.	13	14	15	11	16	69	2.77
Rubber, Plastic etc.	89	97	100	90	102	478	19.16
Other Machinery, Equipment etc.	32	33	34	32	35	166	6.65
Other Transport Equipment etc.	36	38	38	34	41	187	7.49
Other Electrical Machinery, Transformation Equipment etc.	16	17	17	15	16	81	3.25
Wholesale, Commission Trade	49	46	50	47	53	245	9.82
Sewn Wearing Apparel, Dressing of Leather	14	15	15	13	16	73	2.93
Non-Metallic	22	21	22	22	23	110	4.41
Services Supporting Business	19	21	24	25	30	119	4.77
Textiles Except Sewn Wear	12	12	12	11	12	59	2.36
Land Transport, Transport Via Pipeline etc.	13	13	15	15	16	72	2.89
Food Products, Beverage etc.	38	37	39	37	40	191	7.66
Electronic Components etc.	35	37	37	36	39	184	7.37
Basic Metals	31	35	36	32	38	172	6.89
Total Construction	35	36	36	36	36	179	7.17
Pulp, Paper etc.	21	21	23	22	23	110	4.41
Total	475	493	513	478	536	2,495	100.00

- 10) 일반기업에 비하여 금융기관은 사외이사 등에 대해 더 엄격하게 적용된다. 첫째, 사외이사를 선임해야 하는 대상으로 은행 및 종합금융회사는 모두 포함되며 보험회사 및 증권회사는 자산총액이 2조원 이상인 경우, 투자신탁회사는 수탁고가 6조원 이상인 경우가 해당된다. 둘째, 해당기관은 사외이사의 선임비율이 50%이상이고, 그 수가 3인 이상이어야 하며 사외이사후보 추천위원회와 감사위원회를 설치해야 한다.



<표 2>는 2001년부터 2005년까지 표본의 산업별 및 연도별 분포를 나타낸 것으로 분석에 이용된 표본은 총 16개 산업으로 구성되어 있다. 표본산업 중 고무 및 플라스틱제품제조업이 전체표본의 19.16%로 가장 많은 비중을 차지하였고, 가구 및 기타제품제조업이 전체표본의 2.77%로 가장 낮은 비중을 차지하였다. 표본은 산업별 및 연도별로 고무 분포되어 있었다.

## 4. 실증분석

### 4.1 기술통계

<표 3>은 본 연구에 이용된 2,495개 전체표본의 기술통계를 나타낸 것이다. 재량적 발생액(DA)과 수정된 재량적 발생액(ADA)의 평균(중위수)은 각각 0.000(-0.012)과 0.000(-0.016)으로 평균과 중위수가 큰 차이를 보이지 않았으며, 이익조정이 상향으로 증가된 기업과 하향으로 감소된 기업이 고무 분포되어 있음을 알 수 있다.

대주주 지분율(OWN)의 평균(중위수)은 0.326(0.310)으로 평균이 중위수와 큰 차이를 보이지 않았고 표준편차도 0.190으로 크지 않아 고무 분포되어 있었다. 대주주 지분율은 평균 31%로 전체 지분율에서 차지하는 비중이 대주주에 편중되어 있지는 않았다.

소액주주 지분율(MS)은 평균(중위수)이 0.387(0.368)로 평균과 중위수가 큰 차이를 보이지 않았고, 표준편차도 적은 편이었다. 소액주주 지분율(MS)의 평균은 약 38%로 지분율의 크기만을 고려해 볼 때 대주주를 충분히 견제와 감시할 수 있을 것으로 예상된다. 외국인투자자 지분율(FOR)은 평균(중위수)이 0.093(0.011)으로 평균과 중위수가 다소 차이 나서 외국인투자자의 투자성향이 기업에 따라 다소 차이가 있었다. 외국인투자자의 기업경영에 대한 견제와 감시가 모든 기업에서 나타나지는 않는 것이다. 사외이사 비율(OUT)은 평균(중위수)이 0.274(0.250)로 사외이사 최소선임 비율이상으로 나타났으며, 고무 분포되어 있는 것으로 보인다.

기타 시장위험(RISK), 부채비율(LEV) 그리고 영업현금흐름(CFO)도 평균과 중위수가 큰 차이를 보이지 않았고 표준편차도 크지 않아 기업 간에 고무 분포되어 있었다. 그러나 기업규모(SIZE)는 평균(중위수)이 19.342(19.114)로 평균과 중위수 간에는 큰 차이가 나타나지 않았으나 표준편차는 다소 다른 변수들에 비해 컸다. 이는 소유구조와 사외이사 선임에 있어서 많은 의미<sup>11)</sup>를 부여할 것으로 보인다.

Table 3. Summary of descriptive statistics

Variables (N=2,495)	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
DA	0.000	-0.012	1.002	-3.521	9.296
ADA	0.000	-0.016	1.002	-3.541	9.843
OWN	0.326	0.310	0.190	0.000	0.957
MS	0.387	0.368	0.177	0.000	0.925
FOR	0.093	0.011	0.154	0.000	0.930
OUT	0.274	0.250	0.132	0.000	0.875
RISK	0.650	0.640	0.403	-6.920	2.910
LEV	0.477	0.471	0.208	0.017	2.333
CFO	0.060	0.060	0.089	-0.765	0.536
SIZE	19.342	19.114	1.470	15.683	24.844

note 1) The samples are 2,495 Non-banking Firms with December fiscal year-end, listed in KSE from 2001 to 2005.

note 2) Variable Definition : DA is discretionary accruals estimated from Jones Model(1991). ADA is discretionary accruals estimated from adjusted Jones Model(1995). OWN is the ratio of the first and reference shareholder's equity holdings to the whole equity holdings at the end of year t. MS is the ratio of the minority shareholder's equity holdings to the whole equity holdings at the end of year t. For is the ratio of the foreign shareholder's equity holdings to the whole equity holdings at the end of year t. OUT is the ratio of the outside directors in the board at the end of year t. RISK is beta estimated from market model. LEV is the debt divided by total assets at the end of year t-1. CFO is cash flows from operating divided by total assets at the end of year t-1. SIZE is log of total assets at the end of year t.

#### 4.2. 상관관계 분석

<표 4>는 본 연구의 연구모형에 포함된 종속변수와 설명변수들 간에 상관관계<sup>12)</sup>를 나타낸 것이다. 분석결과를 보면, 재량적 발생액(DA)은 대주주 지분율(OWN)과 상관계수가 0.064로 1% 수준에서 유의한 양(+ )의 관련성이 나타나 대주주 지분율이 높을수록 상향의 이익조정을 할 것으로 보인다. 소액주주(MS)와는 상관계수가 -0.138로 유의수준 1%에서 음(-)의 관련성이 나타나 소액주주가 많을수록 경영자의 상향 이익조정이 제한을 받을 것으로 예상된다. 이는 지배주주와 소액주주 간의 마찰이 상대적으로 적은 하향

11) 실무상 기관투자자나 외국인투자자는 수탁책임(stewardship responsibilities)이 커서 상대적으로 안정성이 높은 큰 규모의 기업을 선호하며, 기업규모가 클수록 현행법에서 사외이사 선임의 강제성을 부여하기 때문이다.

12) 피어슨상관계수를 설명함.

의 이익조정이 발생할 가능성이 내재되어 있는 것이다. 외국인투자자(FOR)와는 상관계수가 양(+)<sup>1</sup>의 값을 가지나 유의하지는 않았다. 사외이사비율(OUT)과는 상관계수가 -0.022로 유의수준 10%에서 음(-)의 값이 나타났다. 이는 사외이사비율이 높을수록 기업경영의 견제와 감시가 커져서, 경영자가 상향의 이익조정을 하지 못하는 것으로 보인다. 시장위험(RISK)과 관련해서는 시장위험이 커질수록 경영자는 상향의 이익조정을 통해 투자자에게 투자유치를 유도할 것으로 예상하였다. 그러나 분석결과에서는 오히려 재량적 발생액(DA)과 음(-)의 관련성이 나타나 시장위험이 클수록 하향의 이익조정을 통해 이익관리를 하는 것으로 보인다. 이는 시장위험이 큰 기업이 이익유연화(income smoothing)의 과정에서 하향의 이익조정을 하는 것으로 추론된다. 부채비율(LEV)과는 상관계수가 음(-)의 관련성이 나타났다. 부채비율이 높다는 것은 타인자본을 많이 사용하는 것으로 자본비용이 증가하므로 이익이 줄어들어 상향의 이익조정이 예상되었다. 그러나 재량적 발생액(DA)과 음(-)의 관련성이 나타나 최근의 선행연구들과 동일한 결과가 나타났다. 영업현금흐름(CFO)과는 음(-)의 관련성이 나타나 영업현금흐름이 낮을수록 경영자의 재량권한이 커져 상향의 이익조정을 할 것으로 예상된다. 기업규모(SIZE)와는 양(+)<sup>2</sup>의 관련성이 나타나 규모가 큰 기업일수록 기업과 관련된 이해관계자가 많기 때문에 상향의 이익조정을 할 것으로 예상된다. 이러한 결과들은 수정된 재량적 발생액(ADA)과 다른 변수들 간의 상관관계에서도 동일하게 나타났다.

기타 변수들 간의 상관관계를 보면, 소액주주(MS)는 외국인투자자(FOR)와 음(-)의 관련성이 있다. 이는 소액주주가 주로 개인투자자에 의해 구성되었기 때문이며 외국인투자자와 투자성향이 다른 것으로 보인다. 대주주 지분율과도 상관계수가 -0.476으로 음(-)의 관련성이 나타났다. 여기서, 상관관계가 -1이 아닌 점이 주목할 만하다. 일반적으로 대주주와 소액주주는 대리인 비용을 발생시키는 관계로 좀 더 높은 음(-)의 상관관계를 예상하였으나 그렇지지는 않았다. 이는 대주주와 소액주주 외에도 기관투자자들과 같은 또 다른 투자주체가 존재하기 때문으로 추론된다. 사외이사비율(OUT)과는 양(+)<sup>3</sup>의 관련성이 있어서 사외이사비율이 높은 기업에 소액주주가 많이 분포하는 것으로 추론된다. 기업규모(SIZE)와 관련해서는 음(-)의 관련성이 나타나 기업규모가 상대적으로 작은 기업들에 소액주주들이 투자하는 것으로 나타났다. 외국인투자자(FOR)도 사외이사비율(OUT)과는 양(+)<sup>4</sup>의 관련성이 나타나 사외이사비율이 높은 기업에 투자하는 것으로 보이며, 기업규모(SIZE)와 양(+)<sup>5</sup>의 관련성이 나타나 소액주주(MS)와 달리 규모가 큰 기업을 선호하는 것으로 보인다.

소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

Table 4. Results of correlation test by Pearson's coefficient(N=2,495)

Variables	DA	ADA	OWN	MS	FOR	OUT	RISK	LEV	CFO	SIZE
DA	1.000									
ADA	0.997 (0.000)	1.000								
OWN	0.064 (0.001)	0.066 (0.001)	1.000							
MS	-0.138 (0.000)	-0.142 (0.000)	-0.476 (0.000)	1.000						
FOR	0.009 (0.323)	0.012 (0.272)	-0.046 (0.011)	-0.061 (0.001)	1.000					
OUT	-0.022 (0.100)	-0.022 (0.100)	-0.083 (0.000)	0.036 (0.035)	0.281 (0.000)	1.000				
RISK	-0.065 (0.001)	-0.065 (0.001)	-0.152 (0.000)	0.293 (0.000)	0.153 (0.000)	0.262 (0.000)	1.000			
LEV	-0.136 (0.000)	-0.139 (0.000)	-0.147 (0.000)	0.181 (0.000)	-0.167 (0.000)	0.095 (0.000)	0.126 (0.000)	1.000		
CFO	-0.539 (0.000)	-0.532 (0.000)	0.054 (0.004)	-0.105 (0.000)	0.254 (0.000)	0.080 (0.000)	0.044 (0.014)	-0.101 (0.000)	1.000	
SIZE	0.022 (0.131)	0.024 (0.113)	-0.062 (0.001)	-0.044 (0.014)	0.479 (0.000)	0.524 (0.000)	0.310 (0.000)	0.143 (0.000)	0.244 (0.000)	1.000

note 1) Variable Definition is the same as note 2 in Table 3.

note 2) The blanks show pearson's correlation coefficient and the bracket passage indicate two-tailed p-value.

#### 4.3. 소액주주가 이익조정에 미치는 영향<sup>13)</sup>

소액주주는 최근 들어 많은 권리행사를 통해 기업경영의 견제와 감시자로서의 역할이 증대되고 있다. 이에 따라 소액주주의 지분율이 기업의 전체 지분에서 차지하는 비율이 커질수록 경영자는 이익조정에 제한을 받을 것으로 예상된다.

<표 5>는 소액주주 지분율이 이익조정에 미치는 영향을 나타낸 것이다. 이익조정의 강건성 검증을 위하여 종속변수는 재량적 발생액(DA)과 수정된 재량적 발생액(ADA)을 동시에 이용하였다. 모형 1, 2, 3은 각 투자자 지분율이 이익조정에 미치는 영향을 독립적으로 알아보기 위해 다른 투자자 지분율을 제외하고 분석하였고, 모형 4는 모든 변수

13) 본 연구의 모든 모형에서 다중공선성을 파악하기 위해 VIF(variance influence factor)값으로 확인하였다. 본 연구에서 모든 변수의 VIF값이 3 이내로 다중공선성이 심각한 문제는 되지 않았다.

를 포함하여 분석하였다. <표 5>를 보면, F값은 각 회귀모형이 모두 1%수준에서 유의하여 모형의 설정은 적절한 것으로 나타났다. 모형의 설명력을 나타내는 수정된 R<sup>2</sup>는 39%에서 40%까지 나타났다. 모형 1의 결과를 보면, 대주주 지분율(OWN)의 회귀계수가 0.279로 예상대로 양(+)의 값을 가지나 유의하지는 않았다. 사외이사비율(OUT)은 회귀계수가 -0.459로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 이는 예상대로 사외이사를 많이 선임한 기업일수록 견제를 덜 받는 하향의 이익조정 내지는 상향의 이익조정이 제한받는 것으로 추론된다.

Table 5. The relation between minority shareholder's holdings and earnings management

$$DA_{it}(ADA_{it}) = a + b_1OWN_{it} + b_2MS_{it} + b_3FOR_{it} + b_4OUT_{it} + b_5RISK_{it} + b_6LEV_{it} + b_7CFO_{it} + b_8SIZE_{it} + b_9\Sigma IND_{it} + b_{10}\Sigma YD_{it} + e_{it} \quad (7)$$

Section	pre-sign	DA(N=2,495)				Adjusted-DA(N=2,495)			
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
Intercept	?	-2.065 (-8.259)***	-1.556 (-6.254)***	-1.640 (-6.030)***	-1.301 (-4.749)***	-2.074 (-8.267)***	-1.554 (-6.225)***	-1.675 (-6.134)***	-1.312 (-4.627)***
OWN	+	0.279 (3.239)			0.020 (0.215)	0.287 (3.320)***			0.023 (0.245)
MS	-		-0.714 (-7.342)***		-0.707 (-6.531)***		-0.729 (-7.463)***		-0.719 (-6.626)***
FOR	-			0.352 (2.803)***	0.361 (2.906)***			0.347 (2.755)***	0.357 (2.862)***
OUT	-	-0.459 (-3.203)***	-0.442 (-3.115)***	-0.489 (-3.414)***	-0.456 (-3.214)***	-0.475 (-3.304)***	-0.458 (-3.216)***	-0.506 (-3.515)***	-0.472 (-3.313)***
RISK	+	-0.144 (-3.278)***	-0.065 (-1.448)	-0.157 (-3.572)***	-0.067 (-1.471)	-0.145 (-3.272)***	-0.064 (-1.416)	-0.157 (-3.571)***	-0.065 (-1.441)
LEV	+	-1.034 (-12.551)***	-0.976 (-11.909)***	-1.013 (-12.084)***	-0.922 (-10.970)***	-1.043 (-12.619)***	-0.985 (-11.971)***	-1.024 (-12.168)***	-0.931 (-11.038)***
CFO	-	-6.927 (-37.191)***	-7.002 (-37.859)***	-6.961 (-37.094)***	-7.074 (-37.949)***	-6.864 (-36.717)***	-6.940 (-37.396)***	-6.896 (-36.607)***	-7.011 (-37.482)***
SIZE	+	0.166 (11.907)***	0.153 (11.006)***	0.148 (9.800)***	0.136 (9.042)***	0.167 (11.929)***	0.153 (11.015)	0.149 (9.835)***	0.137 (9.069)***
IND	?	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
YD	?	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
F-value		65.785***	68.667***	65.610***	64.059***	64.589***	67.532***	64.363***	62.990***
Adj-R <sup>2</sup>		0.394	0.404	0.393	0.406	0.389	0.400	0.388	0.402

note 1) Variable Definition is the same as note 2 in Table 3.

note 2) The blanks show regression coefficient and the bracket passage indicate two-tailed t-value of variables.

note 3) The marks '\*\*\*, \*\*, \*' indicate each significant levels at 1%, 5% and 10%(two-tailed).

#### 소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

시장위험(RISK)과 부채비율(LEV)은 예상과 달리 하향의 이익조정내지는 이익조정을 제한받는 것으로 나타났다. 기업규모(SIZE)는 예상대로 많은 이해관계자의 압력에 의해 현재의 기득권을 누리기 위해 상향의 이익조정을 하는 것으로 나타났다. 모형 2의 결과를 보면, 소액주주(MS)의 회귀계수가 -0.714로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 나타났고, 기타의 변수들은 모형 1과 유사한 결과가 나타났다.

이는 예상대로 소액주주(MS)의 지분율이 커질수록 경영자는 하향 이익조정내지는 상향의 이익조정에 제한을 받는 것으로 보인다. 모형 3의 결과를 보면, 외국인투자자(FOR)의 회귀계수가 0.352로 양(+)의 값이 나타나 예상과 다른 결과가 나타났다. 이는 외국인투자자가 기업의 투자에 있어서 경영자의 재량권을 파악하지 못하거나 투자에서 경영자의 이익조정을 고려하지 않은 것으로 추론된다(DeAngelo et al. 1994; 백원선과 조현우 2006). 모든 변수를 포함시킨 모형 4에서도 모형 1, 2, 3의 결과와 동일하게 나타났다. 또한 모형 1, 2, 3, 4의 분석결과에 대한 강건성(robustness)을 보기 위해 종속변수를 수정된 재량적 발생액(ADA)으로 하여 분석한 모형 5, 6, 7, 8에서도 동일한 분석결과가 나타났다.

#### 4.4. 소유구조의 특성에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향

Fama and Jensen(1983), 최성규와 김성민(2001)은 소유와 경영의 분리정도가 심화될수록 경영자의 기회주의적 이익조절행위가 더 심화될 것으로 보았으며, 이에 따라 소액주주의 영향력도 달라질 것으로 보인다.

<표 6>은 기업의 소유지배와 경영지배에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향을 나타낸 것이다. 모형 1과 모형 2는 경영자지배(MC)기업과 소유자지배(OC)기업이 이익조정에서 미치는 영향을 독립적으로 알아보기 위해 각각 따로 포함하여 분석하였고, 모형 3은 모든 변수를 포함하여 분석하였다. <표 6>을 보면, F값은 각 회귀모형이 모두 1% 수준에서 유의하였고 수정된  $R^2$ 는 40%정도로 나타나 모형이 적합한 것으로 나타났다. 모형 1의 결과를 보면, 소액주주(MS)의 회귀계수는 -0.612로 이전 분석결과와 동일하게 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 경영자지배(MC)기업은 회귀계수가 -0.209로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 이는 소액주주와 이익조정 간의 음(-)의 관계가 경영자지배(MC)기업에서 그렇지 않은 기업보다 더 크다. 경영자지배(MC)기업일수록 소액주주가 기업경영의 견제와 감시가 더 용이하기 때문으로 추론된다. 모형 2의 결과를 보면, 소액주주(MS)의 회귀계수는 -0.760으로 모형 1과 동일한 결과이며, 소

유자지배(OC)기업의 회귀계수는 0.302로 5% 수준에서 유의한 양(+ )의 값이 나타났다. 이는 소액주주가 이익조정에 미치는 영향이 상향으로 나타나 소유자지배(OC)기업의 소액주주는 이익조정에 대한 견제와 감시의 역할을 하기 힘든 것으로 보인다.<sup>14)</sup>

Table 6. The relation between minority shareholder's holdings and earnings management considering manager's type

$$DA_{it}(ADA_{it}) = a + b_1OWN_{it} + b_2MS_{it} + b_3MC_{it} + b_4OC_{it} + b_5FOR_{it} + b_6OUT_{it} + b_7RISK_{it} + b_8LEV_{it} + b_9CFO_{it} + b_{10}SIZE_{it} + b_{11}\Sigma IND_{it} + b_{12}\Sigma YD_{it} + e_{it} \quad (8)$$

Section	pre-sign	DA(N=2,495)			Adjusted-DA(N=2,495)		
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Intercept	?	-1.319 (-4.818)***	-1.275 (-4.654)***	-1.293 (-4.723)***	-1.324 (-4.820)***	-1.278 (-4.649)***	-1.298 (-4.723)***
OWN	+	-0.082 (-0.783)	-0.172 (-1.402)	-0.262 (-2.020)	-0.086 (-0.819)	-0.174 (-1.410)	-0.270 (-2.074)
MS	-	-0.612 (-5.283)***	-0.760 (-6.894)***	-0.668 (-5.653)***	-0.619 (-5.320)***	-0.774 (-6.997)***	-0.676 (-5.698)***
MC	-	-0.209 (-2.260)**		-0.198 (-2.147)**	-0.223 (-2.405)**		-0.212 (-2.289)**
OC	+		0.302 (2.469)**	0.289 (2.366)**		0.309 (2.519)**	0.296 (2.409)**
FOR	-	0.351 (2.822)***	0.374 (3.008)***	0.363 (2.923)***	0.346 (2.773)***	0.370 (2.966)***	0.359 (2.877)***
other variables		Included	Included	Included	Included	Included	Included
F-value		62.056***	62.117***	60.221***	61.065***	61.099***	59.274***
Adj-R <sup>2</sup>		0.407	0.407	0.408	0.403	0.403	0.404

note 1) Variable Definition is the same as note 2 in Table 3 except MC and OC.

MC are interactive variables multiplied dummy variable(1 if manager-controlled company, 0 otherwise). OC are interactive variables multiplied dummy variable(1 if owner-controlled company, 0 otherwise).

note 2) The blanks show regression coefficient and the bracket passage indicate two-tailed t-value of variables.

note 3) The marks '\*\*\*, \*\*, \*' indicate each significant levels at 1%, 5% and 10%(two-tailed).

14) 소유자지배(OC)기업과 경영자지배(MC)기업 간의 이익조정(DA와 ADA)을 t-검정한 결과, 이익조정은 소유자지배기업과 경영자지배기업 간에 유의한 차이가 나타났다. 이익조정의 평균값은 소유자지배기업이 경영자지배기업보다 높아 소유자지배기업에서 상향 이익조정이 더 많이 이루어지는 것으로 나타났다.

#### 소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

또한 소유자지배기업에서는 소유구조 내에서 상대적으로 소액주주가 차지하는 비중이 낮아 그 역할이 희석된 것으로 보인다. 모든 변수를 포함시킨 모형 3의 결과에서도 경영자지배(MC)기업이 그렇지 않은 기업에 비해 소액주주가 하향 이익조정에 미치는 영향이 더 크나, 소유자지배(OC)기업에서는 소액주주가 경영자 이익조정에 대한 견제력이 없는 것으로 추론된다. 종속변수를 수정된 재량적 발생액(ADA)으로 하여 분석한 모형 4, 5, 6의 결과에서도 모형 1, 2, 3의 결과와 동일하게 나타났다.

종합해보면<sup>15)</sup>, 경영자지배(MC)기업은 기업에 대한 대주주의 지배력이 약하여 기업경영에 소액주주의 참여가능성이 크고 권리행사에 따른 영향력이 상대적으로 쉽게 발휘된다. 그러나 소유자지배(OC)기업은 기업에 대한 대주주의 지배력이 강하여 경영자의 이익조정에 대한 소액주주의 영향력이 상대적으로 작기 때문에 견제가 어려운 것으로 추론된다.

#### 4.5 이사회구조에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향

<표 7>은 기업의 이사회구조에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향이 차이가 있는 지를 알아보려고 하였다. 모형 1, 2, 3은 사외이사 최소선임여부, 사외이사 초과선임여부, 감사위원회 도입여부에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향을 독립적으로 알아보기 위해 상호작용변수를 각각 따로 포함하여 분석하였고, 모형 4는 모든 변수를 포함하여 분석하였다. <표 7>의 회귀모형들은 F값이 모두 1% 수준으로 적정한 것으로 나타났다. 모형 1의 결과를 보면, 사외이사 최소선임( $MS_{it} * BCD_1$ )의 회귀계수는 0.071로 예상과 달리 양(+ )의 값을 가지나 유의하지 않았다. 이는 사외이사 최소선임조건을 충족한 기업의 소액주주나 그렇지 않은 기업의 소액주주나 이익조정에 미치는 영향은 차이가 없는 것이다. 모형 2의 결과를 보면, 사외이사 초과선임( $MS_{it} * BCD_2$ )의 회귀계수는 -0.242로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 이는 사외이사를 초과선임한 기업의 소액주주가 그렇지 않은 기업에 비해 하향의 이익조정에 미치는 영향이 더 큰 것이다. 모형 3의 결과를 보면, 감사위원회 도입( $MS_{it} * BCD_3$ )의 회귀계수는 0.013으로 예상과 달리 양(+ )의 값을 가지나 유의하지는 않았다. 감사위원회를 도입한 기업의 소액주주나 그렇지 않은 기업의 소액주주나 이익조정에 미치는 영향은 차이가 없는 것이다. 모형

15) 추가분석으로 대주주 지분율을 5등분 한 후에 상위 5분위 그룹에 속하는 기업을 소유자지배 기업으로, 하위 1분위 그룹에 속하는 기업을 경영자지배기업으로 구분하여 분석하였으나 유의한 결과는 나타나지 않았다.



4의 결과는 모형 1, 2, 3의 결과와 동일하게 나타났으며, 종속변수를 수정된 재량적 발생액(ADA)으로 하여 분석한 모형 5, 6, 7, 8의 결과도 모형 1, 2, 3, 4의 결과와 동일하게 나타났다.

Table 7. The relation between minority shareholder's holdings and earnings management considering board structure

$$DA_{it}(ADA_{it}) = a + b_1OWN_{it} + b_2MS_{it} + b_3MS_{it}*BCD_k + b_4FOR_{it} + b_5OUT_{it} + b_6RISK_{it} + b_7LEV_{it} + b_8CFO_{it} + b_9SIZE_{it} + b_{10}\Sigma IND_{it} + b_{11}\Sigma YD_{it} + e_{it} \quad (9)$$

Section	pre-sign	DA(N=2,495)			Adjusted-DA(N=2,495)		
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Intercept	?	-1.243 (-4.341)***	-1.340 (-4.892)***	-1.290 (-4.320)***	-1.258 (-4.375)***	-1.340 (-4.875)***	-1.283 (-4.283)***
OWN	+	0.016 (0.173)	0.016 (0.167)	0.019 (0.202)	0.020 (0.209)	0.019 (0.201)	0.022 (0.230)
MS	-	-0.747 (-6.193)***	-0.795 (-7.007)***	-0.710 (-6.360)***	-0.752 (-6.210)***	-0.800 (-7.021)***	-0.725 (-6.473)***
MS <sub>it</sub> *BCD <sub>1</sub>	-	0.071 (0.750)			0.057 (0.596)		
MS <sub>it</sub> *BCD <sub>2</sub>	-		-0.242 (-2.542)**			-0.219 (-2.295)**	
MS <sub>it</sub> *BCD <sub>3</sub>	-			0.013 (0.104)			0.025 (0.191)
FOR	-	0.360 (2.895)***	0.369 (2.972)***	0.360 (2.886)***	0.356 (2.853)***	0.364 (2.921)***	0.355 (2.837)***
OUT	+	-0.537 (-3.042)***	-0.701 (-4.118)***	-0.463 (-3.011)***	-0.537 (-3.030)***	-0.694 (-4.063)***	-0.485 (-3.140)***
other variables		Included	Included	Included	Included	Included	Included
F-value		61.793***	62.152***	61.760***	60.752***	61.048***	60.733***
Adj-R <sup>2</sup>		0.406	0.407	0.406	0.401	0.403	0.401

note 1) Variable Definition is the same as note 2 in Table 3 except MS<sub>it</sub>\*BCD<sub>k</sub>.

BCD<sub>1</sub> is dummy variable(1 if company satisfied with the minimal required selection of outside directors, 0 otherwise). BCD<sub>2</sub> is dummy variable(1 if company exceeded the minimal required selection of outside directors, 0 otherwise). BCD<sub>3</sub> is dummy variable(1 if company established the audit committee, 0 otherwise).

note 2) The blanks show regression coefficient and the bracket passages indicate two-tailed t-value of variables.

note 3) The marks '\*\*\*, \*\*, \*' indicate each significant levels at 1%, 5% and 10%(two-tailed).

## 소액주주 및 이사회구조가 이익조정에 미치는 영향

종합해보면, 사외이사를 초과선임한 기업을 제외하고는<sup>16)</sup> 소액주주가 이익조정에 미치는 영향은 이사회구조에 따라 차이가 없었다. 이는 소액주주의 투자성향이 기업의 이사회구조까지 민감하게 고려하지는 않는 것으로 추론된다. 또한 기업의 경영을 견제할 목적으로 도입된 사외이사제도와 소수주주의 권리를 보호하기 위한 소액주주의 활동이 둘 다 기업의 경영활동을 감시하기는 하지만 태동의 목적은 다소 차이가 있기 때문에 경영자의 이익조정에 대한 영향력도 다소 차이가 있는 것으로 보인다.

### 4.6 추가분석 : 이익조정의 방향성에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향

<표 8>은 이익조정의 방향성에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향을 나타낸 것이다. 표본기업을 재량적 발생액(DA)이 양(+ )인 기업과 음(-)인 기업으로 분류한 후에 상기 모형들을 재분석해 보았다.<sup>17)</sup> 모형 1과 2는 소액주주가 이익조정에 미치는 영향을, 모형 3과 4는 기업의 경영지배와 소유지배에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다.

<표 8>에서 F값은 각 회귀모형이 모두 1% 수준에서 유의하며 수정된  $R^2$ 는 25%에서 27%로 나타났다. 모형 1과 2의 결과를 보면, 모형 1에서 소액주주(MS)가 유의하지 않았으나 모형 2에서는 회귀계수가 -0.628로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 소액주주(MS)가 경영자의 이익조정을 억제 한다면 재량적 발생액(DA)이 양(+ )인 집단에서는 음(-)의 관련성을, 음(-)인 집단에서는 양(+ )의 관련성을 보여야 한다. 분석결과는 <표 5>의 결과를 지지하여 소액주주(MS)는 하향의 이익조정과 관련이 있으며 이익을 줄이는 이익조정에 대해서는 경영자와 마찰이 없는 것으로 추론된다. 이익을 줄이는 이익조정은 주로 이익유연화(income smoothing)나 경영자보상가설(bonus plan hypothesis) 또는 정치적 비용가설(political cost hypothesis) 등에 의해 발생할 수 있으나 기업의 근본적인 가치를 훼손하는 것은 아니므로 대리인 비용이 상향의 이익조정보다는 적은 것으로 추론된다.

16) 사외이사 최소선임조건 충족여부, 사외이사 초과선임여부 그리고 감사위원회 도입여부로 각각 두 그룹을 나누어, 두 그룹의 이익조정 간에 t-검정한 결과, 이익조정(DA and ADA)은 기업을 사외이사 초과선임여부로 구분하였을 때만이 차이가 났다.

17) 수정된 재량적 발생액(ADA)이 양(+ )인 기업과 음(-)인 기업으로도 구분하여 추가분석 하였으며, 재량적 발생액(DA)의 경우와 동일한 결과가 나왔기 때문에 지면상 결과내용을 생략하였다.

모형 3과 4의 결과를 보면, 모형 3에서는 소유자지배(OC)기업의 회귀계수가 0.301로 유의한 양(+)의 값이 나타나 이익조정이 양(+)인 기업에서 소유자지배(OC)기업의 소액주주(MS)들은 경영자의 상향 이익조정에 대해 견제역할을 하지 못하였다. 모형 4에서는 경영자지배(MC)기업의 회귀계수가 -0.263으로 유의한 음(-)의 값이 나타나 모형 2의 분석결과를 지지하였다. 이는 이익조정이 음(-)인 기업에서 경영자지배(MC)기업의 소액주주들이 기업의 하향 이익조정에 대해서 경영자와의 마찰이 없는 것으로 보인다.

Table 8. The relation between minority shareholder's holdings and earnings management considering direction of earnings management

Section	pre-sign	Undivided ownership from management		Divided ownership from management	
		Model 1 (DA>0)	Model 2 (DA<0)	Model 3 (DA>0)	Model 4 (DA<0)
Intercept	?	0.877(2.417)***	-1.974(-7.080)***	0.906(2.497)***	-2.039(-7.269)***
OWN	?	-0.146(-1.259)	0.099(0.988)	-0.328(-2.074)	-0.155(-1.120)
MS	?	-0.163(-1.136)	-0.628(-5.858)***	-0.231(-1.488)	-0.522(-4.441)***
MC	?			0.011(0.088)	-0.263(-2.943)***
OC	?			0.301(1.975)**	0.173(1.361)
FOR	?	0.238(1.495)	0.043(0.342)	0.244(1.533)	0.054(0.429)
other variables		Included	Included	Included	Included
F-value		17.329***	16.554***	16.293***	15.888***
Adj-R <sup>2</sup>		0.264	0.250	0.265	0.272
N		1,232	1,263	1,232	1,263

note 1) Variable Definition is the same as note 2 in Table 3. The samples satisfied with DA>0 are used in Model 1 and Model 3 and the samples satisfied with DA<0 are used in Model 2 and Model 4.

note 2) The blanks show regression coefficient and the bracket passage indicate two-tailed t-value of variables.

note 3) The marks '\*\*\*, \*\*, \*' indicate each significant levels at 1%, 5% and 10%(two-tailed).

## 5. 결론

소액주주운동은 1962년부터 시작되었지만, 권리의 행사나 영향력의 미미함으로 그동안 기업지배구조와 관련된 선행연구들에서 소액주주의 관심이 적었다. 그러나 1998년의 개정상법을 통하여 소수주주의 권한이 강화되었고, 사외이사·상근감사·감사위원회제도

등 이사회 의 견제제도가 도입되면서 소액주주운동이 확산되어 소액주주의 영향력이 부각되기 시작하였다. 본 연구에서는 이러한 배경 하에 소유구조에서 소액주주의 역할이 존재하는 지를 분석하여 다음과 같이 실증적 연구결과를 제시하였다.

첫째, 소액주주가 경영자의 이익조정에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 소액주주(MS)의 지분율이 커질수록 경영자는 하향 이익조정내지는 이익조정을 적게 하는 것으로 보인다. 이는 소수주주의 권리가 강화된 이후에 소액주주의 영향력이 경영자의 이익조정에 미치는 것으로 보인다.

둘째, 기업의 경영지배와 소유지배에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향이 달라지는 지를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 소액주주가 하향 이익조정에 대하여 미치는 영향은 경영자지배(MC)기업이 그렇지 않은 기업보다 더 컸다. 경영자지배(MC)기업은 기업에 대한 대주주의 지배력이 약하여 기업경영에 소액주주의 참여가능성과 영향력이 상대적으로 크지만, 소유자지배(OC)기업은 기업에 대한 대주주의 지배력이 강하여 경영자의 이익조정에 대한 소액주주의 견제력이 상대적으로 어려운 것으로 보인다.

셋째, 기업의 이사회구조에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향이 달라지는 지를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 사외이사 최소선임여부나 감사위원회 도입여부에 따라 소액주주가 이익조정에 미치는 영향은 달라지지 않았다. 그러나 사외이사를 초과선임한 기업의 경우는 그렇지 않은 기업보다 소액주주가 하향 이익조정에 미치는 영향이 더 컸다. 전반적으로 소액주주의 투자성향이 기업의 이사회구조까지 민감하게 고려하지는 않는 것으로 보인다.

본 연구는 상기의 유익한 결과에도 불구하고 다음과 같은 한계점이 있다.

첫째, 소액주주들이 기업경영에 활발히 참여하면서 기업경영의 감시자로서 역할을 하는 것은 사실이다. 그러나 소액주주들은 지분이 넓게 분산되어 있고, 그 영향력의 행사주체가 수시로 바뀌기 때문에 직접적으로 기업경영에 어떻게 영향력이 행사되는 지 이론적으로 명확화되어 있지 않다. 본 연구에서는 지배주주와 외부소액주주 간의 대리인 문제<sup>18)</sup>가 발생할 수 있다는 이론을 토대로 소액주주가 경영자의 이익조정에 미치는 영향을 분석하여 간접적으로 소액주주의 영향력을 검증하였다.

둘째, 소액주주가 어떻게 구성되어 있느냐에 따라서 기업경영에 영향력을 행사하는 것이 달라질 것이다. 상법상에 규정되어 있는 소수주주권은 권리행사가 가능한 일정의 지분비율만을 나타낼 뿐, 권리행사가 가능한 소수주주의 자격은 명시되어 있지 않다. 따라

18) 만일, 대주주와 소액주주의 관계가 항상 정확하게 -1의 상관관계를 지닌다면, 소액주주에 대한 이론적 배경은 대주주와 반대가 될 것이다. 그러나 기업경영의 사안과 관련하여 어떤 경우에는 대주주와 소액주주 간에 대리인 문제가 발생하지 않을 수도 있다.

서 소액주주의 구성에 따른 부분을 고려해야 하나 자료수집의 불가능으로 본 연구에 포함시키지 못하였다.

본 연구의 결과는 소유구조에서 소액주주의 역할이 존재함을 보여주었고, 소액주주와 관련하여 실증적인 연구결과들을 제시하였다. 향후에 기업지배구조와 관련하여 소액주주의 영향력도 증대될 것으로 보이므로 좀 더 체계적인 연구들이 진행되어야 할 것이다.

## 참 고 문 헌

- 김문태, “외국인의 지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향”, 회계정보연구, 제22권 제4호(2004), pp. 85-111.
- (Translated in English) Kim, Moon-Tae, 2004, A Magnitude and Direction of Earnings Management by Foreign-Investors in Korea, *Accounting Information Review* 22(4), pp. 85-111.
- 박경서, 이은정, 장하성, “대주주의 존재가 한국기업의 지배구조에 미치는 영향”, 재무연구, 제17권 제2호(2004), pp. 163-201.
- (Translated in English) Park, Kyung-Suh, Eun-Jung Lee, and Ha-Sung Jang, 2004, Role of Controlling Shareholders in the Corporate Governance of Korean Firms, *Korea Journal of Finance* 17(2), pp. 163-201.
- 박범진, “코스닥 상장법인의 소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성 분석” 재무관리연구, 제24권 제4호(2007), pp. 45-73.
- (Translated in English) Park, Bum-Jin, 2007, The Relationship between Ownership(and Outside Directors) and Firm Value in KOSDAQ, *The Korean Journal of Financial Management* 24(4), pp. 45-73.
- 박종일, “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로”, 회계학연구, 제28권 제2호(2003), pp. 135-172.
- (Translated in English) Park, Jong-Il, 2003, Corporate Governance and Earnings Management: View from the Largest Shareholder's Holding, *Korean Accounting Review* 28(2), pp. 135-172.
- 박종일, 전규안, “거래소와 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이 및 기업지배구조 비교분석”, 경영학연구 제32권 제2호(2003), pp. 343-378.
- (Translated in English) Park, Jong-Il, and Kyu-An Jeon, 2003, A Comparison of Book-Tax income differences and Corporate Governance between KSE and KOSDAQ, *Korean Management Review* 32(2), pp. 343-378.
- 백원선, 조현우, “2대주주의 소유지분과 이익조정”, 증권학회지, 제35권 제6호(2006), pp. 103-139.

- (Translated in English) Paek, Won-Sun, and Hyun-Woo Cho, 2006, Ownership Holding by Second Largest Stockholder and Earnings Management, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 35(6), pp. 103-139.
- 이원흠, “대주주 소유구조 및 연계거래 여부가 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증연구”, *채무관리연구*, 제23권 제1호(2006), pp. 69-100.
- (Translated in English) Lee, Won-Heum, 2006, The Effect of Controlling Shareholders and Related-Party Transactions on Firm Value, *The Korean Journal of Financial Management* 23(1), pp. 69-100.
- 최성규, 김성민, “소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절”, *회계학연구*, 제26권 제1호 (2001), pp. 153-175.
- (Translated in English) Choi, S. G and K. M. Kim, 2001, Corporate Control And Earnings Management, *Korean Accounting Review* 26(1), pp. 153-175.
- 장하성, “소액주주 권리 운동의 의의와 실천방안”, *소액주주권익운동에 대한 토론회, 참여연대*, 1997.
- (Translated in English) Jang Ha-Sung, 1997, The Significance of Minority Shareholders Movement and Practical Program, *The discussion of Shareholder's Movement, People's Solidarity for Participatory Democracy*.
- Berle, A and G. Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan Publishing Company, Inc.
- Claessens, S., S. Djanjov, S., L. Lang, 2000, The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations, *Journal of Financial Economics* 58, pp. 81-112.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and Skinner, 1994, Accounting choice in troubled companies, *Journal of Accounting and Economics* 17, pp. 113-168.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan and A. P. Sweeney, 1995, Detecting Earnings Management, *The Accounting Reviews* 70, pp. 193-225.
- Fama, E., 1980, Agency Problems and the Theory of the Firm, *Journal of Political Economy* 88, pp. 288-307.
- Fama, E. and M. Jensen, 1983, Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Economics* 26, pp. 301-326.

- Jensen, M. and W. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, pp. 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer, 2000, tunneling, *American Economics Review Papers and Proceedings* 90, pp. 22-27.
- Jones, J., 1991, Earnings Management during Import Relief Investigations, *Journal of Accounting Research* 29, pp. 193-228.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000, Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics* 58, pp. 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, 1999, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance* 54, pp. 541-518.
- Morck, R. A. Shleifer, and R. W. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20, pp. 293-315.
- Woon-Youl Choi and Yeong-Ho Woo, 1998, Corporate Governance and Disclosure : Recent Developement in Korea, Korea Securities Exchange.