

# A study of the relationship between corporate governance and real earnings management: Based on foreign investors and growth\*

## 기업지배구조와 실제이익조정의 관계 연구: 외국인투자자와 성장성을 중심으로

Shin-Ae Kang(강신애)\*\*, Tae-Joong Kim(김태중)\*\*\*

Received: March 17, 2014. Revised: April 11, 2014. Accepted: April 14, 2014.

### Abstract

**Purpose** - This study conducted empirical research on non-financial corporations listed on the stock exchange from 2001 to 2010, focusing on the effects of corporate governance on real earnings management of corporations. In particular, this study examined primarily the impact of the largest shareholder who could use earnings management to pursue his own self-interest, and foreign investors who played a checking role against the largest shareholders. The study also reviewed the relationship between corporate governance and earnings management while also considering corporate growth.

**Research design, data, and methodology** - As for the measurements of real earnings management, abnormal operating cash flow and abnormal production cost were utilized. As for the independent variables, share ratio of the largest shareholder and affiliate person (M) and share ratio of foreign investors (FT) were leveraged. This study excluded those organizations that had changed their fiscal years, those that had not submitted an audit report, corporations under supervision, delisted corporations, corporations that had changed their business type, and so on, from the non-financial corporations out of the publicly traded corporations whose fiscal year ended in December from 2001 to 2010 in addition, KIS values were utilized for the corporate financial data in the study. To verify whether management structure and growth had an impact on real earnings management of a corporation through empirical analysis, a multiple regression analysis model was applied.

**Result** - First, as a result of the analysis, the share ratio (M) of the largest shareholder and affiliate person was found to have a significant positive correlation with abnormal cash flow from operations(ACF) and abnormal production cost (APD). When controlling the growth, the share ratio (M) of the largest shareholder and affiliate person was found to have an insignificant correlation with abnormal cash flow from operations(ACF) but a significant correlation with abnormal production cost (APD). Second, foreign ownership (FT) was found to have a significant positive correlation with abnormal cash flow from operations(ACF) and abnormal production cost (APD) at the confidence level of 1 percent when not including the growth dummy. When controlling the growth, foreign ownership (FT) was found to have a significant negative correlation with abnormal cash flow from operations (ACF) and with abnormal production cost (APD).

**Conclusion** - The results imply that the largest shareholder is closely related to earnings management through real activities regardless of corporate growth. It is also possible to determine from these results that foreign investors are related to earnings management through real activities when not considering corporate growth, but that they would reduce earnings management in the case of considering the growth. Thus, this study verified along with the existing studies that foreign investors were conducting the control function on controlling shareholders.

**Keywords:** Corporate Governance, Real Earnings Management, Foreign Investors, Growth.

**JEL Classifications:** D21, M10, M19, M41.

\* This study was supported by the Research Program funded by the Seoul National University of Science and Technology.

\*\* First Author, Assistant Professor, Department of Business Administration, The Seoul National University of Science and Technology, Korea. Tel: +82-10-8724-2726. E-mail: sakang@seoultech.ac.kr.

\*\*\* Corresponding Author, Assistant Professor, Department of International Trade, Hansung University, Korea. Tel: +82-10-6229-9469. E-mail: tjkim@hansung.ac.kr.

### 1. 서론

기업의 임의적인 이익조정은 기업과 외부투자자 및 주주와 경영자 사이의 정보비대칭성을 증폭시킬 뿐만 아니라(Choi and Kwak, 2010), 외부투자자의 투자 의사결정에 제한을 가할 수 있다. 따라서 이러한 정보비대칭성을 줄인다면 기업가치 증가로 이어질

수 있으며(López de Silanes et al., 2002), 이와 반대로 정보비대칭이 심할 경우 기업의 내부관계자는 기업의 이익을 유용할 유인이 발생하여 기업의 가치를 훼손시킬 가능성이 높아진다(Johnson et al., 2000). 따라서 외국인투자자들의 경우 외부투자자로서 정보비대칭성을 증폭시키는 이익조정을 감소시키고자 하는 유인을 가지고 있을 것이다. 기존의 재무제표를 이용한 이익조정 정의 폐해를 인식한 규제당국이 발생액을 이용한 이익조정 정의에 대한 규제를 강화시키고 있어, 기업들은 재량적 발생액을 통한 회계적 이익정보보다는 실물 이익조정(REM: Real Earnings Management)을 광범위하게 활용하고 있으며, 이러한 실물적 이익조정은 기업의 장기영업성과 및 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 알려져 있다(Chun et al., 2011). 실제이익조정과 관련된 연구들을 살펴보면 Park(2012)는 경영자들이 두 가지 이익조정 도구인 발생액 이익조정과 실제이익조정을 보완적으로 사용하고 있음을 보였다. Choi and Kwak(2010)은 경영자의 이익조정행위가 기업의 투자사결정 왜곡으로 이어질 수 있음을 실증 분석하였다. 기업의 이익조정과 지배구조 간의 관계를 분석한 논문은 비교적 최근의 연구들로 Chun et al.(2011)은 기관투자자와 실제이익조정을 연구하여 기관투자자 지분율이 높아질수록 실물적 이익조정 규모의 대응치가 유의하게 낮아짐을 확인하여, 기관투자자의 경영자 견제기능을 확인하였다. Kim et al.(2012)는 지배주주의 지분구조 중 소유권과 소유지배 괴리도와 실제이익조정 간 관계를 연구하여, 지배주주의 소유권이 증가할수록 기업이익을 증가시키는 방향으로 실제 이익조정을 하는 것으로 나타나, 지배주주의 소액주주에 대한 이익침해가설을 지지하였다. Ahn and Seo(2013)는 복수의 주요대주주가 존재한다는 가정을 연구모형에 반영하여 기업의 이익조정 행태 차이를 분석하였는데, 지배권 경쟁가능성이 감소하는 경우 이익조정이 증가함을 실증적으로 제시하여 주요대주주와 지배권경쟁가능성의 증가가 이익조정을 감소시킬 수 있음을 확인하였다.

지배구조와 관련하여 우리나라의 경우 대다수 개발도상국들과 같이 외부 감사주체의 역할을 외국인투자자가 국내 기관투자자를 대신하여 기업의 경영 감시기능을 수행하고 있다(Claessens et al., 2002; Hotchkiss and Strickland, 2003; Chen et al., 2007; Shin et al., 2004). 지배구조와 실제이익조정간의 관계에 대한 최근 연구들(Lee et al., 2012; Choi and Kim, 2013)은 외국인투자자의 역할에 주목하였다. 외국인투자자의 특성이 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향에 대한 분석에서 Lee et al.(2012)은 외국인 지분율이 높아질수록 평균적으로 기업의 실물활동을 이용한 이익조정이 낮아지는 것으로 나타났다. Choi and Kim (2013)은 실물활동을 통한 이익조정은 외국인지분율이 증가할수록 감소한다는 점을 시장에서 의사결정에 반영하고 있지만, 그 상관관계에 대해 과도한 평가를 함으로써 오히려 이익지속성에 대해 과대평가하는 경향이 있음을 발견하였다.

본 연구는 기존의 선행연구들의 결과를 받아들여, 기업지배구조 측면에서 최대주주와 실제이익조정간 관계를 살펴보고, 지배주주의 견제세력으로 활동하고 있는 외국인투자자가 기업에 부정적인 영향을 미치는 실제이익조정 정의에 부(-)의 영향을 미치는지 다시 한번 살펴보고자 한다. 또한 저자들은 개발도상국의 경우 많은 기업들이 매우 높은 성장을 보이고 있다는 점에 주목하였다. 기업의 성장성은 기업가치를 증가시키는 주요 변수이므로 성장성을 고려한 경우 기업지배구조와 실제이익조정 간의 관계에 어떤 변화가 있는지 살펴본다. 이를 위해 실제이익조정규모의 대응치로 비정상 영업현금흐름과 비정상생산원가를 설정하고 지배구조 및 성장성과의 관계를 상관관계 및 다중회귀분석을 통하여 분석하였다.

이후 논문의 구성체계는 다음과 같다. 2장은 이론적 배경으로서 연구와 관련된 선행연구에 대해 검토하고 이를 토대로 가설을 수립한다. 3장에서는 설정된 가설을 바탕으로 실증연구를 위한 변수의 측정과 분석방법에 대해 설명한다. 4장에서는 자료를 토대로 분석한 결과를 제시한다. 5장에서 분석결과를 토대로 결론을 도출하고 본 연구의 한계점과 추후 연구과제 등을 제시한다.

## 2. 문헌연구 및 가설설정

기업의 이익조정은 경영자와 기업이 기회주의적이고 의도적으로 유리한 회계방법을 선택하여 회계이익을 조정하는 것을 의미하며, 단기적으로 경영성과를 과대 포장할 수 있지만 장기적으로는 경영성과의 악화를 초래할 수 있다(Kim and Oh, 2012). 이러한 이익조정은 기업과 외부투자자 및 주주와 경영자 사이의 정보비대칭성을 증폭시켜(Choi and Kwak, 2010) 외부투자자가 의사결정을 하는데 제한을 가할 수 있다. Choi and Kwak (2010)은 이익조정 정의에 따른 부작용으로 기업의 투자와 이익조정을 연구하였다. 회계 불투명성을 대리하는 이익조정은 기업과 외부투자자 및 주주와 경영자 사이의 정보비대칭성을 증폭시켜 경영자의 과잉투자를 감시 및 견제할 수 없도록 만들고 이에 따라 과잉투자가 발생한다고 주장하였다.

이러한 재무제표를 이용한 이익조정에서 오는 폐해를 인식한 규제당국이 발생액을 이용한 이익조정 정의에 대한 규제를 강화시키고 있다. 이러한 환경 하에서 최근 기업들은 강화된 회계규제를 회피하기 위하여 기존의 재량적 발생액을 통한 회계적 이익정보보다는 실물적 영업활동의 조정을 통한 이익조정을 폭넓게 활용하고 있으며, 이러한 실물적 이익조정은 기업의 장기영업성과 및 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다(Chun et al., 2011). 이익조정 수단을 선택하는 경영자의 입장에서는 감사품질이 높은 감사인이거나 계속감사기간이 길어진다면 발생액 이익조정이 어려워지므로 상대적으로 적발가능성이 낮은 실제이익조정을 선택할 유인이 발생한다(Park, 2012).

발생액이익조정과 실제이익조정의 관계를 연구한 Park (2012)는 경영자가 이익을 부풀릴 수 있는 두 가지의 이익조정 도구(발생액 이익조정과 실제이익조정)에 대하여 감사인 유형과 계속감사기간이 미치는 영향력을 검증하였다. 외국계 회계법인과 전략적 제휴를 맺은 주요 대형회계법인을 감사인으로 선임한 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 발생액 이익조정과 실제이익조정 모두가 낮은 수준이었다. 이에 반해 계속감사기간(Tenure)이 길수록 발생액 이익조정을 줄이는 영향력은 존재하지만 실제이익조정을 감소시키는 역할은 명확하지 않았다. 이는 외부감사인 또는 동일 감사인에게 장기간 감사를 받게 된다면 발생액을 이용해 장부상의 이익을 조작하기는 어려워지기 때문인 것으로 파악되었다. 한편 경영자들은 회계상 이익조정과 실제이익조정을 보완적으로 사용하고 있음을 발견하였다. Choi and Kwak(2010)은 경영자 과잉투자 성향과 이익조정간 관련성을 연구하면서 실제이익조정도 종속변수로 사용하여 실증분석하여, 이익조정은 과잉투자를 유도하는 반면 그 역은 성립하지 않음을 보여, 경영자의 이익조정행위가 기업의 투자사결정의 왜곡으로 이어질 수 있음을 보여주었다.

기업 경영자의 이익조정을 기업지배구조와 연결한 문헌은 비교적 회계학에서 최근에 이루어졌다. Chun et al.(2011)은 기관투자자와 실제이익 조정간의 관계를 살펴보았으며, Kim et al.(2012)는 지배주주의 지분구조 중 소유권과 소유지배괴리도와 실제이익조정

간 관계를 연구하였고, Ahn and Seo(2013)은 복수의 주요대주주 존재를 연구모형에 반영하여 기업의 이익조정 행태 차이를 연구하였다. Chun et al.(2011)은 회계감사나 법적 규제를 통해 통제할 수 없는 기업들의 실물적 이익조정을 기관투자자가 경영자에 대한 적절한 견제와 감시활동의 수행을 통해 효과적으로 억제할 수 있는지 여부를 실증적으로 분석하였다. 실증분석결과 경영자에 대한 견제 및 감시활동의 유인 및 영향력을 측정할 수 있는 기관투자자 지분율이 높아질수록 실물적 이익조정 규모의 대응치가 유의하게 낮아지는 것으로 나타났다. 이를 통해 기관투자자가 경영자의 실물적 이익조정을 억제하는 데 적절한 견제와 감시의 역할을 효과적으로 수행하고 있다는 점을 알 수 있었다. Kim et al (2012)는 우리나라 기업들에서 실제 소유지분을 나타내는 지배주주의 소유권과 의사결정에 영향을 미치는 지배권과는 괴리가 있는 것을 이용하여, 대규모기업집단에 속하는 기업들의 지배주주 지분구조가 실제이익조정에 미치는 영향을 지배주주의 소유권과 소유지배괴리도를 중심으로 살펴보았다. 기업규모, 소속시장, 성장성, 경영성과 등을 통제하고 회귀분석을 실시한 결과, 지배주주의 소유권이 증가할수록 기업이 이익을 증가시키는 방향으로 실제활동을 통한 이익조정을 하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 지배주주가 소액주주의 부나 기업가치의 극대화보다는 지배주주 자신의 사적 효익을 추구하는 과정에서 실제활동을 통해 이익을 상향조정한다는 이익침해가설을 지지하는 결과이다. Ahn and Seo(2013)는 대부분의 국내선행연구에서 대주주 1인 또는 1인 지배주주에 대한 연구가 대부분인데, 이를 보완하여 기업지배권을 둘러싸고 있는 복수의 주요대주주의 존재와 이들 사이에 지배권경쟁가능성을 반영하여 이익조정을 실증분석하였다. 주요대주주의 경우 상당한 투표권을 보유하여 경영자를 감시할 수도 있지만, 다른 한편으로는 다른 주요대주주와 지배권연합을 형성하여 기회주의적 행동을 할 수 있다. 분석결과 지배권경쟁가능성이 감소하는 경우 이익조정(DA)이 증가함을 지지하는 실증증거를 제시하였고, 이는 주요대주주의 존재와 그에 따른 지배권경쟁가능성의 증가가 이익조정을 감소시킬 수 있음을 의미하여, 주요대주주의 경영자 감시가설을 지지하였다.

이러한 지배구조와 실물 이익조정간 연구에서 Lee et al.(2012), Choi and Kim(2013), Bae and Kim(2013), Park and Cho(2013) 등은 외국인투자자의 역할에 주목하였다. 외환위기 이후 국내지배구조개선에 대한 일환으로 자본시장이 개방되었으며, 이를 통해 국내주식시장에서 급격히 지분을 증가시킨 외국인투자자들에 대한 연구들이 이루어져왔다. 우리나라에서 외국인 투자자들은 투명성을 증가시키며 회계이익의 질을 향상시켜 대리인 비용을 줄임으로써 기업지배구조를 개선시키고, 이를 통해 기업가치를 증가시키고 있다(Park et al., 2004; Park and Lee, 2006). Park and Lee (2006)은 수익성, 성장성이 좋은 기업의 경우 외국인 지분을 증가는 배당을 줄이고 투자를 촉진하여, 외국인투자자가 기업의 자원 배분 효율성을 증가시킨다고 주장하였다. Ahn(2006)은 외국인투자자가 기업의 정보환경 개선에 공헌하는 효과적인 외부감시주체로서의 역할을 수행하여 외국인투자자에 의해 재무분석가의 이익예측정확성이 개선된 기업에서 기업가치가 상승함을 밝혔다. Cho and Byun(2009)는 기업가치가 높은 기업에 외국인투자자가 투자하는 것이 아니라 외국인투자자가 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 발견하여 외국인 투자와 기업가치간 내생성 문제를 살펴볼 필요가 있음을 밝혔다.

외국인투자자의 특성이 실물활동을 통한 이익조정에 미치는 영향에 대한 분석에서, Lee et al.(2012)은 외국인 지분율이 높아질수록 평균적으로 기업의 실제활동을 이용한 이익조정이 낮아지는

것으로 나타났다. 이는 정보 수집 및 분석 능력이 뛰어나며 상대적으로 장기적이고 안정적인 투자를 하는 외국인투자자가 내부정보를 이용해 사적목적 달성을 시키려는 경영자의 이익조정을 감소시키는 역할을 하고 있는 것으로 판단되며 이러한 실제조정 억제효과는 주로 해당기업의 지분을 5%이상 보유하는 외국인대주주(foreign block-holders)의 역할에 기인하는 것으로 보인다. 이는 외국인대주주가 일반적인 외국인 소액주주보다 기업의 의사결정에 장기적이고 실질적인 영향력을 발휘할 수 있기 때문인 것으로 해석된다. 그러나 외국인대주주가 해당기업의 최대주주인 경우 해당기업이 실제활동을 이용하여 이익을 상향 보고하는 것으로 제시되었다. 이는 일정지분을 이상을 확보하여 기업의 가치제고에 긍정적인 역할을 하는 외국인투자자가 최대주주가 되는 경우 오히려 기업의 가치와 상반되는 의사결정에 동조할 수도 있음을 의미한다.

Choi and Kim(2013)은 실물활동을 통한 이익조정 정도에 따른 시장의 가치평가 오류현상에 외국인지분율이 미치는 영향을 살펴 보았다. 각종 회계정책의 강화로 인해 실물활동을 통한 이익조정이 증가하는 추세에서, 상대적으로 탐지가 쉽지 않은 실물활동이 이익조정에 대한 투자자들의 가치평가에 주목하였다. 또한 외국인지분율이 실물활동을 통한 이익조정 크기와 상관관계를 갖고 있는 상황에서 이를 시장의 투자자들이 충분히 인지하여 효율적으로 의사결정에 활용하고 있는지 살펴보았다. 실증분석 결과 외국인지분율이 낮아질수록 실물활동을 통한 이익조정 측정치가 이익을 증가시키는 방향으로 커지는 것을 확인하였고, 이러한 실물활동이익조정 측정치가 상대적으로 큰 경우에 이익지속성을 과대평가하는 가치평가 오류현상이 발생하는 것을 관찰하였다. 또한 외국인지분율의 크기를 고려하게 되면, 외국인지분율이 낮고 실물활동이익조정 정도가 큰 경우에 효율적인 가치평가가 이루어지는 것으로 나타났다. 그러나 외국인지분율이 낮고 실물활동이익조정 정도 역시 낮은 경우에는 이익지속성을 오히려 과소평가하는 경향이 있었고, 외국인지분율이 상대적으로 높은 경우에는 실물활동이익조정 측정치의 크기에 상관없이 이익지속성에 대해 과대평가하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 시장에서 외국인지분율과 실물활동이익조정 간의 상관관계 정도를 과도하게 고려하여 이에 따른 가치평가 오류현상이 발생하기 때문인 것으로 보인다. OLS를 이용하여 검증한 추가분석결과도 본문의 분석과 질적으로 다르지 않았다. 본 연구는 실물활동을 통한 이익조정이 증가하는 추세에서 자본시장의 투자자들이 이를 가치평가에 효율적으로 반영하고 있지 못하다는 것을 발견하였다는 점에 의의가 있다. 또한 실물활동을 통한 이익조정은 외국인지분율이 증가할수록 감소한다는 점을 시장에서 의사결정에 반영하고 있지만, 그 상관관계에 대해 과도한 평가를 함으로써 오히려 이익지속성에 대해 과대평가하는 경향이 있음을 발견하였다. 따라서 외국인지분율이 높은 기업의 가치평가 시에 좀 더 신중한 의사결정이 필요하다는 점을 밝혀냈다는 것에 시사하는 바가 있을 것으로 기대한다.

Bae and Kim(2013)는 기업수명주기를 이용하여 기업수명주기에 따른 실물 이익조정 행태의 차이, 실물 이익조정이 경영성과에 미치는 영향, 및 실물 이익조정에 대한시장의 인식여부를 검증하였다. 연구결과는 첫째, 성장기 기업에서는 주로 하향의 실물 이익조정이 이루어지며, 쇠퇴기 기업에서는 상향의 실물 이익조정이 이루어지는 것으로 나타났다. 둘째, 성장기 기업의 하향 이익조정은 차기 경영성과에 음(-)의 영향을, 쇠퇴기 기업의 상향 이익조정은 차기 경영성과에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 셋째, 자본시장은 쇠퇴기 기업에서 발생한 상향의 이익조정만을 인

지하여 기업가치 평가에 반영하며, 이로 인해 상향의 이익조정이 발생된 쇠퇴기 기업의 차기 추가수익률이 하락하는 것으로 나타났다. 이는 기업수명주기별로실물 이익조정행태가 달라진다는 선행연구의 결과를 재검증하여 연구결과를 더욱 일반화였으며, 특히 기업수명주기별로 상이하게 이루어지는 실물 이익조정이 차기 경영성과와 추가수익률에 차별적인 영향을 미친다는 실증적 증거를 제시하였다.

Park and Cho(2013)는 자산에 대한 손상차손의 인식여부와 인식정도가 기업의 실제이익조정에 미치는 영향을 실증분석하였다. 연구결과는 첫째, 자산에 대한 손상차손을 인식한 기업은 손상차손을 인식하지 않은 기업에 비해 기업의 실물활동을 통해 이익조정을 하는 것으로 나타났다. 이는 손상차손을 인식한 기업의 경영자는 회계이익을 증가시키기 위해 비정상적인 경영활동을 수행하고 있음을 의미한다. 둘째, 손상차손을 인식한 기업 중 인식금액의 크기 여부에 따른 결과에서도 손상차손의 인식금액과 실제이익조정 사이에 유의한 양(+)의 관계가 나타나는 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 손상차손을 상대적으로 많이 인식한 기업일수록 이익을 상향 조정하기 위해 비정상적 경영활동을 수행하고 있음을 의미한다. 이는 손상차손의 인식여부와 인식금액의 크기가 실물활동을 이용한 경영자 이익조정 유인이 있다는 실증적 증거를 제시함으로써 규제당국에 정책적 시사점을 제공할 수 있을 것으로 기대되며, 손상차손의 인식과 관련된 경영자의 이익조정 유인을 체계적으로 분석하였다는 점에서 의미가 있다.

### 3. 표본 및 연구방법론

본 연구에서는 기업지배구조와 실제이익조정간의 관계연구에서 기업의 견제세력으로 활동하고 있는 외국인투자자와 기업의 실제 이익조정간의 관계를 파악하고, 기업의 성장성을 고려할 경우 이들의 관계가 어떻게 변하는지 살펴보고자 한다. 이를 위해 실제이익조정규모의 대용치로 비정상영업현금흐름과 비정상생산원가를 설정하고 외국인투자자와의 관계를 상관관계 및 다중회귀분석을 통하여 분석하고자 한다.

본 연구에서는 2001년부터 2010년까지 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인 중 비금융업체를 대상으로 결산기 변경사, 감사보고서 미제출 기업, 관리대상기업, 상장폐지기업, 업종변경기업 등은 제외하였으며, 연구에 사용된 기업재무자료는 KIS VALUE를 사용하였다.

본 연구의 종속변수로 사용된 실제이익조정 측정치는 비정상 영업현금흐름, 비정상 생산원가를 이용하였으며, Roychowdhury(2006)의 모형을 기반으로한 Kim et al.(2012)의 방법론을 이용하여 측정되었다. 기업은 이익조정의 방법으로 매출조작, 재량비용의 축소, 과잉생산을 이용한다. 각 변수들은 산업-연도별 횡단면 분석을 실시하여 추정한다. 변수들은 아래의 식을 통해 추정되었다.

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_2 \frac{Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$\frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 + a_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_2 \frac{Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_3 \frac{\Delta Sales_{i,t}}{TA_{i,t-1}}$$

$$+ a_4 \frac{\Delta Sales_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

$$* PRD_{i,t} = COGS_{i,t} + \Delta INV_{i,t}$$

$$AbCFO_{i,t} = \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - E\left(\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) \quad (3)$$

$$AbPRD_{i,t} = \frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - E\left(\frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) \quad (4)$$

- $CFO_{i,t}$  : Cashflow for operation
- $COGS_{i,t}$  : Cost of goods sold
- $\Delta INV_{i,t}$  : Variation for Inventories
- $PRD_{i,t}$  : Production Cost(=  $COGS_{i,t} + \Delta INV_{i,t}$ )
- $ACF_{i,t}$  : Abnormal Cashflow for operation (3)
- $APD_{i,t}$  : Abnormal Production Cost (4)
- $Sales_{i,t}$  : Sales
- $\Delta Sales_{i,t}$  : Variation for Sales
- $TA_{i,t-1}$  : Total Assets
- $\epsilon_{i,t}$  : Error Term
- $E(\cdot)$  : Expectation

실제이익조정치를 추정하기 위해 필요한 정상적인 수준의 영업 현금흐름액과 정상적인 수준의 생산원가는 각각 (식1)과 (식2)를 통해 추정하였다. 실제이익조정치는 사후적으로 관찰된 실제값에서 (식1)과 (식2)를 통해 추정된 추정치를 차감한 금액((식3)과 (식5))으로 각각 계산된다. 영업활동 및 생산활동 등의 실제 경영활동을 이용하여 이익의 상향조정이 이루어질 경우, 비정상영업현금흐름(ACF)은 음(-)으로, 비정상생산원가(APD)는 양(+)으로 나타내게 될 것이다. 해석의 편의를 위해 종속변수인 비정상영업현금흐름(ACF)에는 (-1)을 곱하였고, 비정상영업현금흐름(ACF)과 비정상생산원가(APD)는 극단치의 영향을 제거하기 위하여 각각 1%에서 윈저라이징(Winsorizing)하였다.

독립변수로 최대주주 및 특수관계인 지분율(M), 외국인투자자 지분율(FT)을 도입하였다. 최대주주 및 특수관계인 지분율(M)에는 기업소유자와 특수관계를 가진 자들의 지분을 모두 포함하였다. 이익조정의 경우 기업의 성장성에 따라 이익조정에 차이가 나는지 살펴볼 필요가 있다. 기업가치 제고여부는 수익성, 성장성에 따라 달라질 수 있다(Park and Lee, 2006). 최대주주의 경우 기업의 성장성에 따라 이익조정에 차이가 있는지 확인할 필요가 있다. 이를 위해 최대주주 및 특수관계인 지분율더미변수(MD)와 성장성 더미변수(QD)의 교차변수(MQD)를 설정하였다. 또한 지배주주의 견제 역할을 한다고 알려진 외국인투자자의 경우 기업의 성장성에 따라 이익조정에 어떤영향을 주는지 파악하기 위하여, 외국인투자자지분율 더미변수(FTD)와 성장성 더미변수(QD)의 교차변수(FQD)를 설정하였다. 최대주주 및 특수관계인 지분율더미변수(MD), 외국인투자자지분율 더미변수(FTD)와 성장성 더미변수(QD)의 교차변수(MQD)는 각각 최대주주 및 특수관계인 지분율(M), 외국인투자자 지분율(FT)와 토빈Q 변수(Q)의 평균값이상은 1, 평균값미만은 0의 값을 갖는 더미변수로 설정하였다.

기업의 실제이익조정에 영향을 줄 것으로 판단되는 통제변수로 첫째, 자산규모에 자연로그를 취한 기업규모(Size)를 사용하였다. 둘째, 기업성과변수로 총자산에서 당기순이익이 차지하는 비율(Roa)을 사용하였다. 셋째, 기업의 성장가능성이 지급정책에 미치

는 영향을 살펴보기 위해 보통주와 우선주의 시가총액을 총자산의 장부가액으로 나눈 Q 변수를 사용하였다. 넷째, 부채비율(Debt)은 총자산에서 부채가 차지하는 비중(부채/자기자본)으로 측정하였는데, 부채비율이 높은 기업의 경우 기업의 위험도가 증가하기 때문에 시장에서 낮은 평가를 받게 되어 기업의 지급정책에 부의 관계가 예상된다. 기업규모(Size), 수익성(Roa), 성장성(Q), 부채비율(Debt) 변수는 각각 극단치의 영향을 제거하기 위하여 상하 1%에서 윈저라이징(Winsorizing)하였다. 산업별, 연도별 효과를 통제하기 위하여 산업 및 연도 더미변수를 사용하여 그 효과를 통제하였다. 본 연구에서 사용된 실제이익조정치, 최대주주 및 특수관계인 지분율, 외국인투자자지분율 및 통제변수에 관하여 <Table 1>에 정리하였다.

<Table 1> description of variables

variables		description	
Dependent variables	ACF	Unusual operating cash flow (equation 1 and 3)	
	APD	Unusual production cost (equation 2 and 4)	
Independent variables	M	Shareholding Ratios of Major shareholders and related people (%)	
	FT	Shareholding ratios of foreign investors(%)	
	MQD	Dummy variable that equals 1 if shareholding ratio of a firm's major shareholders and related people exceeds average (MD)	
		Dummy variable that equals 1 if growth rate of a firm exceeds average (QD)	
		Multiplication of MD and QD(MQD)	
FQD	Dummy variable that equals 1 if shareholding ratio of foreign investors exceeds average (FTD)		
		Multiplication of FTD and QD(FQD)	
Control variables	Size	Size: ln(year end total asset)	
	Roa	Profit: (net profit/total asset)	
	Q	Growth:(market value of common shares and preferred shares+book value of debt) /book value of total asset	
	Debt	Soundness: (total debt/equity)	

실증분석으로 지배구조 및 성장성이 기업의 실제이익조정치에 영향을 미쳤는가를 검증하기 위해서 식 (5)과 같은 다중회귀분석모형을 적용하였다.

$$REM = \alpha + \sum_{\phi=1}^k \beta_{\phi} x_{\phi} + \epsilon \quad (5)$$

\* REM(Real Earnings Management): 실제이익조정

#### 4. 실증분석

전체표본은 유가증권시장에 상장되어 있는 2001년에서 2010년까지 12월 결산 법인으로 비금융업체를 대상으로 하였으며, 결산기 변경사를 제외하였다. 본 연구에 사용된 기업들의 기초통계량을 <Table 2>에, 변수간 상관관계는 <Table 3>에 정리하였다. 실제이익조정 변수인 비정상영업현금흐름(ACF)는 평균값(중앙값)이 -0.0044(-0.0002), 비정상생산원가(APD)는 평균값(중앙값)이 -0.0059(-0.0308)이다. 비정상영업현금흐름(ACF)과 비정상생산원가(APD)는 5%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 나타나 매출

활동과 생산활동을 통한 이익조정이 서로 밀접하게 관련이 있음을 알려준다. 독립변수 중 최대주주 및 특수관계인 지분율(M)은 평균값(중앙값)이 37.360(37.090)으로 최소 0%에서 최대 92.480%, 외국인지분율은 평균값(중앙값)이 9.089(2.110)로 최소 0%에서 최대 69.950%이다. 통제변수를 살펴보면 기업규모(Size)는 평균값(중앙값)이 26.396(26.135), 수익성(Roa)은 평균값(중앙값)이 0.028(0.036), 성장성(Q)은 평균값(중앙값)이 0.003(0.867), 부채비율(Debt)은 평균값(중앙값)이 111.091(79.857)이었다.

<Table 2> General statistics

variables	sample	mean	Standard deviation	minimum	maximum	median
ACF	1344	-0.0044	0.0902	-0.3484	0.3198	-0.0002
APD	1344	-0.0059	0.1815	-0.5805	0.8242	-0.0308
Size	1971	26.396	1.353	23.360	30.686	26.135
Roa	1971	0.028	0.086	-0.452	0.266	0.036
Q	1971	0.993	0.502	0.355	3.463	0.867
Debt	1573	111.091	110.040	8.307	667.555	79.857
M	1304	37.360	18.407	0.000	92.480	37.090
FT	1573	9.089	13.049	0.000	69.950	2.110

Each ACF, APD, Size, Roa, Q, Debt variable was winsorized at 1%.

실제이익조정치와 독립변수간의 관계를 살펴보면 최대주주 및 특수관계인 지분율(M)은 비정상영업현금흐름(ACF)과는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계가, 비정상생산원가(APD)와는 유의한 관계가 나타나지 않았다. 외국인지분율(FT)은 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 모두 5%수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 이는 최대주주의 경우 지분율이 증가할수록 매출활동을 통한 이익조정과 유의한 관계를 보이며, 외국인의 경우 매출활동 및 생산활동을 통한 이익조정과 유의한 관계임을 유추할 수 있다. 이러한 상관관계 분석을 좀더 정밀하게 파악할 필요가 있어 다중회귀분석을 이용하였다.

실제이익조정치와 통제변수간 관계를 살펴보면 기업규모(Size)는 비정상영업현금흐름(ACF)과는 유의한 양(+)의 관계가, 비정상생산원가(APD)와는 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 수익성(Roa) 및 성장성(Q)은 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 모두 유의한 양(+)의 관계를, 부채비율(Debt)은 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 모두 유의한 음(-)의 관계를 보였다.

<Table 3> Correlation Analysis

	ACF	APD	Size	Roa	Q	Debt	M	FT
ACF	1							
APD	0.09*	1						
Size	0.12*	-0.05*	1					
Roa	0.34*	0.08*	0.10*	1				
Q	0.13*	0.11*	0.11*	0.06*	1			
Debt	-0.17*	-0.07*	0.12*	-0.27*	0.09*	1		
M	0.06*	0.01	-0.04*	0.11*	-0.10*	-0.10*	1	
FT	0.20*	0.07*	0.46*	0.19*	0.28*	-0.12*	-0.05*	1

\* 5% 수준에서 유의한 경우

<Table 4>는 최대주주 및 특수관계인 지분율 및 외국인투자자 지분율 차이에 따라서 기업변수의 차이가 있는지를 t-test로 검정하여 그 결과를 요약한 표이다. 최대주주 및 특수관계인 지분율 및 외국인투자자지분율은 각각 평균값이상인 그룹과 평균값 미만인 그룹으로 나누었다.

최대주주 및 특수관계인 지분율(M)의 평균값을 기준으로 한 두

그룹간 t-test 결과, 최대주주 지분율이 평균값 이상인 그룹이 평균값 미만인 그룹보다 기업규모는 작고, 수익성은 높으며, 성장성, 부채비율 및 외국인 지분율은 낮았다. 이에 비해 외국인투자자지분율이 평균값 이상인 그룹은 평균값 미만인 그룹에 비해 기업규모는 크고, 수익성, 성장성은 높았으며, 부채비율은 낮았다.

<Table 4> T-test of Major shareholders and Foreign investors

variables	shareholding ratio of a firm's major shareholders and related people exceeds average (U1)	shareholding ratio of a firm's major shareholders and related people does not exceeds average (NU1)	H0:U1=NU1	variables	shareholding ratio of a firm's foreign investors exceeds average (U2)	shareholding ratio of a firm's foreign investors does not exceeds average (NU2)	H0:U2=NU2
	(n=724)	(n=620)			(n=895)	(n=449)	
	mean	average	t-value		mean	average	t-value
Size	26.193	26.393	0.120***	Size	27.215	25.819	-1.396***
Roa	0.038	0.014	-0.024***	Roa	0.057	0.012	-0.045***
Q	0.929	0.997	0.068***	Q	1.142	0.864	-0.277***
Debt	103.594	135.614	32.020***	Debt	101.652	126.750	25.098***
FT	8.117	9.955	1.838**	M	35.095	38.565	3.470***

### 5. 지배구조, 외국인투자자 및 성장성과 실제 이익조정 간 관계 분석

기업의 소유지배구조 중 지배주주에 대한 견제세력으로서 외국인투자자의 지분율이 기업의 실물 이익조정에 미치는 영향과 기업의 성장성에 따라 이들관계에 변화가 있는지 살펴보았다. 연구대상으로 2001~2010년간 유가증권 상장 비금융업체로 다중회귀분석을 실시하였으며, 산업 및 연도 특성을 통제하기 위하여 산업더미와 연도더미를 포함하였다(Table 5).

실증분석결과 첫째, 최대주주 및 특수관계인 지분율(M)은 모든 모형에서 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 성장성을 통제한 경우, 최대주주 및 특수관계인 지분율(M)은 비정상영업현금흐름(ACF)과는 유의하지 않은 관계(모형 3과 모형 6)가, 비정상생산원가(APD)와는 유의한 관계(모형 9 및 모형 12)가 나타났다. 이는 성장성이 평균값이상인 경우 최대주주지분율에 따라 실제이익조정을 과대계상하거나 축소하는 경향이 있는 것으로 비정상생산원가(APD)를 종속변수로 한 경우(모형 9 및 모형 12) 성장성더미와 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 둘째, 외국인지분율(FT)은 성장성더미를 포함하지 않은 경우(모형 4와 모형 10) 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 성장성을 통제한 경우, 외국인지분율(FT)은 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 유의한 음(-)의 관계(모형 5, 6 및 모형 11, 12)가 나타났다.

이러한 결과는 최대주주의 경우 기업의 성장성과는 관계없이 실제활동을 통한 이익조정과 관계가 있음을 알 수 있다. 외국인투자자의 경우 기업의 성장성을 고려하지 않은 경우에는 실제활동을 통한 이익조정과 관계가 있지만, 성장성을 고려한 경우 이러한 이익조정을 감소시킴을 알 수 있다. 이러한 결과를 통해 기존연구와 더불어 외국인투자자가 지배주주에 대한 견제기능을 수행함을 확

인하였다.

통제변수의 결과를 살펴보면 수익성(Roa), 성장성(Q)은 비정상 영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계가, 부채비율은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 기업의 수익성 및 성장성이 높고 부채비율이 낮을수록 실제 활동을 통한 이익의 과대계상을 축소하려는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 <Table 3>에서 비정상영업 현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와의 상관관계에서도 나타난 결과와 일치한다. 기업규모의 경우 비정상영업현금흐름(ACF)에서는 1%수준에서 유의한 양(+)의 관계가, 비정상생산원가(APD)와는 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계가 나타나 기업규모도 기업의 매출활동 및 생산활동을 통한 이익조정과 유의한 관계가 있음을 알 수 있다.

<Table 5> Panel test of the relationship between governance, foreign investor and growth Year dummy and industry dummy are included in all models.

[Panel A] dependent variable: Unusual operating cash flow (ACF)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
M		0.000*	0.000**	0.000**	0.000**	0.000**
		(1.804)	(2.383)	(2.025)	(2.336)	(2.463)
MQD			0.009			0.006
			(1.398)			(1.041)
FT				0.001***	0.000	0.000
				(3.416)	(0.233)	(0.233)
FQD					-0.025***	-0.024***
					(-3.502)	(-3.437)

Size	0.012*** (6.845)	0.012*** (6.695)	0.012*** (6.760)	0.009*** (4.135)	0.008*** (3.469)	0.008*** (3.551)
Roa	0.277*** (8.837)	0.262*** (8.067)	0.263*** (8.077)	0.247*** (7.489)	0.236*** (7.149)	0.238*** (7.173)
Q	0.021*** (3.604)	0.024*** (4.056)	0.019*** (2.742)	0.018*** (2.869)	0.032*** (4.731)	0.027*** (3.601)
Debt	-0.000*** (-4.601)	-0.000*** (-4.252)	-0.000*** (-4.214)	-0.000*** (-3.652)	-0.000*** (-3.418)	-0.000*** (-3.403)
상수항	-0.282*** (-6.211)	-0.303*** (-6.166)	-0.310*** (-6.335)	-0.218*** (-3.730)	-0.173*** (-2.941)	-0.180*** (-3.081)
sample	1,855	1,550	1,550	1,550	1,550	1,550
R-squared	0.203	0.212	0.213	0.220	0.228	0.228
F-value	14.12***	11.61***	11.24***	13.59***	13.50***	13.11***

[panel B] dependent variable: Unusual production cost (APD)

	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
M		0.001*** (2.623)	0.001*** (4.013)	0.001*** (2.970)	0.001*** (3.242)	0.002*** (4.508)
QMd			0.043*** (2.642)			0.042*** (2.807)
FT				0.002*** (3.337)	-0.000 (-0.003)	-0.000 (-0.089)
QFTd					-0.076*** (-4.205)	-0.077*** (-4.336)
Size	-0.008** (-2.419)	-0.007* (-1.761)	-0.007* (-1.842)	-0.016*** (-3.128)	-0.021*** (-4.075)	-0.021*** (-4.159)
Roa	0.100* (1.686)	0.104 (1.642)	0.118* (1.858)	0.060 (0.946)	0.040 (0.648)	0.055 (0.883)
Q	0.056*** (4.232)	0.065*** (4.382)	0.042** (2.360)	0.049*** (3.303)	0.092*** (5.007)	0.070*** (3.599)
Debt	-0.000*** (-4.579)	-0.000*** (-3.750)	-0.000*** (-3.751)	-0.000** (-2.547)	-0.000** (-2.170)	-0.000** (-2.208)
Constant	0.167* (1.869)	0.071 (0.592)	0.051 (0.426)	0.307** (2.112)	0.459*** (3.138)	0.437*** (3.036)
Sample	1,573	1,304	1,304	1,304	1,304	1,304
R-squared	0.086	0.092	0.100	0.108	0.127	0.134
F-value	5.49***	5.31***	5.53***	5.69***	5.93***	6.12***

## 6. 결론

본 연구는 기업지배구조가 기업의 실제이익조정에 미치는 영향에 초점을 두고 2001~2010년까지 유가증권에 상장된 비금융업체를 대상으로 실증연구를 실시하였다. 특히 본 연구에서는 기업지배구조에 대한 견제기능으로 외국인투자자를, 기업의 성장성을 고려하여 기업지배구조와 이익조정간 관계를 살펴보았다.

실증분석결과 첫째, 최대주주 및 특수관계인 지분율(M)은 모든 모형에서 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 성장성을 통제한 경우, 최대주주 및 특수관계인 지분율(M)은 비정상영업현금흐름(ACF)과는 유의하지 않은 관계(모형 3과 모형 6)가, 비정상생산원가(APD)와는 유의한 관계(모형 9 및 모형 12)가 나타났다. 둘째, 외국인지분율(FT)은 성장성더미를 포함하지 않은 경우(모형 4와 모형 10) 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 성장성을 통제한 경우, 외국인지분율(FT)은 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 유의한 음(-)의 관계(모형 5, 6 및 모형 11, 12)가 나타났다. 이러한 결과는 최대주주의 경우 기업의 성장성과는 관계없이 실제활동을 통한 이익조정과 관계가 있음을 알 수 있다. 외국인투자자의 경우 기업의 성장성을 고려하지 않은 경우에는 실제활동을 통한 이익조정과 관계가 있지만, 성장성을 고려한 경우 이러한 이익조정을 감소시킴을 알 수 있다. 이러한 결과를 통해 기존연구와 더불어 외국인투자자가 지배주주에 대한 견제기능을 수행함을 확인하였다.

통제변수의 결과를 살펴보면 수익성(Roa), 성장성(Q)은 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계가, 부채비율은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 기업의 수익성 및 성장성이 높고 부채비율이 낮을수록 실제 활동을 통한 이익의 과대계상을 축소하려는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 <Table 3>에서 비정상영업현금흐름(ACF) 및 비정상생산원가(APD)와의 상관관계에서도 나타난 결과와 일치한다. 기업규모의 경우 비정상영업현금흐름(ACF)에서는 1%수준에서 유의한 양(+)의 관계가, 비정상생산원가(APD)와는 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계가 나타나 기업규모도 기업의 매출활동 및 생산활동을 통한 이익조정과 유의한 관계가 있음을 알 수 있다.

본 연구의 시사점 및 공헌은 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조와 실제이익조정간 관계연구는 비교적 최근에 활발히 이루어지고 있으며, 일관되지 않은 결과를 보이고 있는데, 본 연구는 기존의 연구들의 결과 중에서 지배주주의 이익침해가설을 지지하고 있는 것으로 나타났다. 둘째, 기업의 성장성을 고려하여 기업지배구조와 실제이익조정의 교차항을 생성하여 분석한 결과 외국인투자자의 지배주주의 유용가능성에 대한 견제기능이 작용함을 확인하였다. 이러한 결과는 기존의 외국인투자자 관련 연구들과 일관된 결과를 보이고 있는데, 한국주식시장에서 외국인투자자들은 지배주주의 전횡을 제어할 수 있는 역할을 어느 정도 수행할 수 있으며, 특히 기업의 성장가능성이 높은 경우 그 영향력은 더욱 뚜렷이 나타난다는 점을 재확인 하였다.

## Reference

- Ahn, Hong-Bok, & Seo, Ran-Ju (2013). The Corporate Governance and Earnings Management: View from Multiple Large Shareholders and Control Contest. *Korean Accounting Review*, 38(1), 43-85.
- Ahn, Yoon-Young (2006). The Simultaneously Joint Relations among Foreign Ownership, Forecast Accuracy and Firm Value. *Journal of Taxation and Accounting*, 7(2), 57-78.
- Bae, Han-Soo, & Kim, Kyung Hwa (2013). The Effects of Real Earnings Management in Corporate Life Cycle Stage on Managerial Performance and Stock Return. *Accounting Information Review*, 31(1), 241-266.
- Bae, Jun-Young (2012). Antecedents and Consequences of Expatriate Staffing in MNE Subsidiaries in Korea. *International Business Review*, 16(4), 1-36.
- Chen, X., Harford, J., & Li, K., (2007). Monitoring, Which institutions matter?. *Journal of Financial Economics*, 86(2), 279-305.
- Choi, Jong-Seo, & Kwak, Young-Min (2010). Association between Managerial Overinvestment Propensity and Real and Accrual-Based Earnings Management. *Korean Accounting Review*, 35(4), 25-81.
- Choi, Soon-Jae, & Kim, Young-Gil (2013). Market Mispricing on Real Earnings Management and Foreign Investors. *Korean Accounting Review*, 38(2), 113-144.
- Chun, Hong-Min, Kim, Hyun-Hee, & Cha, Seung-Min (2011). Institutional Investors' Monitoring Role on the Real Earnings Management. *Korean Management Review*, 40(2), 383-406.
- Claessens, S., Djankov, S., & Lang, L.(2002). The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Hotchkiss, E., & Strickland, D (2003). Does Shareholder Composition Effect Stock Returns? Evidence from Corporate Earnings Announcements. *Journal of Finance*, 58(4), 1469-1498.
- Johnson, S., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2000). Tunneling. *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- Jo, Jeong-Il, & Byun, Jong Cook (2012). The Relationship between Foreign Ownership and Firm Value in Korea. *International Business Journal*, 20(1), 1-26.
- Kim, Sung-hye, Lee, A-young, & Chun, Sung-bin (2012). The Characteristics of Foreign Investors and Real Earnings Management: Focusing on the Role of Foreign Blockholders. *Korean Accounting Review*, 37(2), 129-165.
- Kim, Tae-Wan, & Oh, Sang-Hee (2012). The Information Effect of Audit Quality and Credit Grading on Real Earnings Management. *Tax Accounting Research*, 33, 1-19.
- Lee, A-Young, Chun, Sung-Bin, & Kim, Sung-Hye (2012). Controlling Shareholders' Ownership Structure and Real Earning Management. *Korean Accounting Review*, 37(1), 157-189.
- López de Silanes, Florencio, La Porta, Rafael, Shleifer, Andrei, & Vishny, Robert (2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance*, 58(3), 1147-1170.
- Park, Hun-Joon, Shin, Hyun-Han, & Choi, Wan-Soo (2004). The Korean Firms' Agency Costs and Firm Value: Role of Foreign Investors' Equity Ownership. *Korean Management Review*, 33(2), 655-682.
- Park, Kyung-Suh, & Lee, Eun-Jung (2006). The Role of Foreign Investors on the Management and Corporate Governance of Korean Companies. *Journal of Money & Finance*, 20(2), 73-113.
- Park, Mi - Hee, & Cho, Mun - Kee (2013). The Effect of Assets Impairment Recognition on Real Earnings Management. *Tax Accounting Research*, 35, 1-25.
- Park, Young-Kyu (2012). Accrual Based and Real Earnings Management in Korean Firms: Substitutionary or Complementary Relation?. *Korean Corporation Management Review*, 46, 43-58.
- Roychowdhury, S. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, pp. 335-370.