

베트남 기업의 이사회 구조와 이익조정

김지연¹, 정준영^{2*}

¹중앙대학교 경영학과, ²중앙대학교 경영경제대학 경영학부

Board Structure and Earnings Management: Evidence from Vietnam

Ji-Yeon Kim¹, Chune-Young Chung^{2*}

¹Department of Business Administration, Chung-Ang University

²School of Business Administration, College of Business & Economics, Chung-Ang University

요약 본 연구는 베트남 기업의 이사회 구조가 이익조정에 영향을 미치는지 검증하는 것을 목적으로 실증 분석하였다. 이사회의 구조적 특성은 이사회 규모, 이사회 독립성, 이사회 소유구조 세 가지로 분류하였다. 이사회 독립성의 대리변수는 사외이사비율과 CEO-의장 겸임 여부를 사용하였고, 이사회 소유구조는 사내이사 지분율과 사외이사 지분율을 사용하였다. 이익조정의 대리변수는 수정 Jones 모형을 토대로 측정된 재량적 발생액을 사용하였다. 분석을 위한 표본은 2012년부터 2017년까지 6년간 호치민 증권거래소(HOSE)와 하노이 증권거래소(HNX)에 상장된 기업을 사용하였다. 분석 결과로 이사회 규모는 이익조정의 크기에 음의 영향을 미치며, 사내이사 지분율은 이익조정의 크기에 양의 영향을 미치는 것을 확인하였다. 이는 이사회 규모가 커질수록 이익조정이 억제되며, 사내이사가 기업 지분을 보유할수록 이익조정이 더욱 일어남을 의미한다. 본 연구는 이익조정에 대한 기존의 논문과 달리 이사회의 구조에 초점을 맞추어 분석한 것에 의미를 찾을 수 있다. 이를 통해 기업지배구조의 핵심인 이사회의 중요성을 재조명하였고, 베트남 당국이 기업의 재무 투명성을 높일 수 있는 방안을 제공하였다.

Abstract This study empirically examined whether the board structure is related to the earnings management of Vietnamese firms. We classified the characteristics of the board structure into three categories: board size, board independence, and board ownership structure. As the proxy variables for board independence, we used the ratio of outside directors and CEO-chairman duality, and for the board ownership structure, we used the stock ownership of inside and outside directors. As the proxy variable for earnings management, we used discretionary accruals based on the modified Jones model. We used data based on Vietnamese firms listed on the Ho Chi Minh stock exchange (HOSE) and the Hanoi stock exchange (HNX) for 6 years from 2012 to 2017. We found that the size of the board had a negative effect on earnings management. Also, the inside director stock ownership had a positive effect on earnings management. This means that earnings management is suppressed as the board size grows, and the higher the inside director stock ownership, the better the earnings management. Unlike existing papers on earnings management, this study focused on the structure of the board of directors. Our findings show the importance of the board of directors, which is the core of corporate governance, and suggests ways to improve the financial transparency of Vietnamese firms.

Keywords : Earnings Management, Board Structure, Board Independence, Board Ownership, Discretionary Accruals, Vietnam

이 논문은 2019년도 중앙대학교 연구장학기금 지원에 의한 것임.

*Corresponding Author : Chune-Young Chung(Chung-Ang Univ.)

email: bizfinance@cau.ac.kr

Received April 8, 2021

Revised May 14, 2021

Accepted July 2, 2021

Published July 31, 2021

1. 서론

기업은 소유자와 경영자가 분리된 주주-대리인 관계로 되어있어, 정보 비대칭을 겪는다. 이것은 경영자가 주주들의 이익을 극대화하는 방향으로 기업을 운영해야 함에도 본인의 사적인 이익을 추구할 수 있도록 만든다. 즉, 대리인이 항상 주주에게 최선의 이익이 돌아가도록 행동하는 것은 아니다[1, 2]. 이러한 주주의 이익 극대화에서 벗어나는 경영자의 행동 중 하나가 이익조정이다.

경영자의 이익조정을 통제하기 위해서는 효과적인 감시체계가 필요하다. 이사회는 기업지배구조의 핵심 기구로서 모든 활동을 감독하고 관리한다. 따라서 이사회가 가진 구조적 특성은 이사회회의 모니터링 능력으로 연결되고, 이는 이익조정에도 영향을 미치게 된다.

베트남은 1980년대 중반 개방정책을 펼친 이후 세계적인 신흥 시장으로 부상하였다. 주변국과의 활발한 교류를 이루고 있으며, 이러한 상황에서 베트남은 외부로부터 신뢰를 받을 수 있는 환경을 조성해야 할 의무가 있다. 베트남 기업의 회계 부정 문제는 한국을 포함, 베트남과 활발히 교류하고 있는 외부 투자자들과 기업들에게도 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 이러한 문제의식으로부터 본 연구를 시작하게 되었다.

본 연구는 베트남의 상장기업을 중심으로 이사회 구조가 이익조정에도 어떠한 영향을 미치는지 알아보고자 실증 분석을 진행하였다. 목적은 향후 베트남 정부가 기업의 재무 투명성을 높이는 방안을 수립하는 것에 도움을 주는 것이며, 베트남 기업으로의 투자자들이 올바른 선택을 하도록 돕는 것이다.

본 연구는 베트남 기업을 대상으로 한 기존의 연구와 차별되어 이사회 구조에 초점을 맞추어 이익조정과의 관계를 살펴본 것에 의미가 있다. 베트남 기업의 이익조정을 다룬 선행연구는 존재하나, 이사회 구조에 초점을 맞추어 진행된 연구는 찾아보기 어렵다. Essa and Kabir(2016)은 이사회 규모, 국가 및 외국인 지분율이 이익조정에 미치는 영향을 연구하였다[3]. 그의 연구에서 사용된 이사회 구조 관련 변수는 이사회 규모밖에 없다. 이와 비슷하게 베트남 기업의 소유구조와 관련하여 진행된 연구가 있다. Huong and Chung(2020)은 대주주, 경영자, 국가, 기관 투자자, 외국인 투자자의 소유 지분이 이익조정에 미치는 영향을 연구하였다[4]. 다른 예로, 베트남 기업의 재무제표 작성 방법, 기업성과, 규모, 부채비율 등이 이익조정에 미치는 영향을 탐구한 연구들도 있다[5, 6]. 따라서 본 연구를 통해 이익조정을 저해할 수 있는

중요한 기업지배구조인 이사회회의 역할을 다시 재조명하며, 기업의 재무 투명성을 확보하기 위해 베트남 당국에 시사점을 제공할 것을 기대한다.

2. 문헌 연구 및 가설 설정

2.1 이익조정

Collier and Esteban(1999)은 주주-대리인 관계 속 정보 비대칭이 대리인으로 하여금 배신, 회피 및 기타 이기적인 행동을 하게 한다고 언급한다[7]. 이익조정에도 대하여 Healy and Wahlen(1999)은 경영자가 재무 보고와 거래 구조화에서 자신의 판단으로 재무 보고서를 변경하여 기업성과에 대해 이해관계자가 잘못 판단하게 하거나, 회계 수치에 따라 달라지는 계약에 영향을 줄 때 저지른다고 하였다[8]. Schipper(1989)는 이익조정에도 경영자가 외부 재무 보고 과정에 사적인 이익을 얻을 목적으로 개입하는 것이라고 언급하였다[9]. Scott(2009)은 이익조정 행위가 특정 이익 목표를 달성하기 위해 회계 관리자가 이익에 영향을 미치는 조치를 하는 것이라고 하였다[10].

기업은 일반적으로 인정된 회계 원칙(GAAP: Generally Accepted Accounting Principles, 이하 GAAP)에 따라 발생주의 회계를 사용한다. 발생주의 회계의 특성은 주어진 기간 동안 기업이 보고하는 실제 수입을 결정할 때 경영자에게 상당한 재량권을 부여한다[11]. 경영자는 이러한 회계 처리 방식의 발생액을 사용하여 이익을 조정한다. 베트남 기업의 회계 방식도 이러한 발생주의 원칙 아래에 이루어진다.

2.2 이사회 구조와 이익조정

이사회는 기업지배구조에서 내부 통제에 대해 가장 근본적이고, 중요한 역할로 손꼽힌다[2]. 이사회는 경영자를 선임하고, 경영자의 의사 결정과 재무 보고 과정을 관리, 감독하며 통제한다[12, 13]. Jensen and Meckling(1976)은 주주는 경영자에게 적절한 인센티브를 제공하고, 경영자의 비정상적인 활동을 제한하기 위해 모니터링 비용을 지불함으로써 자신의 이익에서 벗어나는 것을 제한한다고 하였다[1]. 따라서 이사회는 경영자가 자신의 재량권을 사용하여 이익을 조정하는 행위를 견제하고 통제하게 된다. 더불어 이사회가 가진 구조적 특성은 이러한 경영자의 이익조정 행태에 영향을 미치게 된다. 이사회의

구조적 특성을 규모, 독립성, 소유구조 세 가지로 분류하여 면밀하게 조사하고자 한다.

2.2.1 이사회 의 규모

이사회 규모에 따른 효율성에 대해 상반된 의견을 찾을 수 있다. 이사회 규모와 재무 성과 사이에 긍정적인 관계가 있음을 주장하는 연구가 있다[14, 15]. 규모가 큰 이사회에는 작은 이사회에 비해 비즈니스 운영에 대한 전문성과 경험이 풍부한 이점으로 연결되어 기업에 긍정적인 영향을 미친다고 언급한다. 또한 이사회 규모와 이익조정 사이에 음의 관계가 있음을 주장한 연구가 있다[11, 16].

반면 이사회가 소규모일 때 효율적으로 제 기능을 할 수 있다는 연구가 있다. 이사회 의회원이 너무 많으면 모든 회원이 자신의 의견을 표현하기가 어려워지고[17], 의견 조율의 어려움은 비효율적인 의사 결정을 초래하기 때문이다. 이러한 맥락으로 소규모 이사회를 보유한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 더 나은 회사 성과와 관련이 있음을 보여준다[18-21]. Yermack(1996)은 소규모 이사회를 보유한 기업이 재무비용에 대해 더 유리한 가치를 가지는 것을 보여주었다[18]. Beasley(1996)는 이사회 규모가 감소함에 따라 재무제표 부정 가능성이 감소하는 결과를 보여주었다[22]. 각각 대만과 말레이시아의 상장 기업을 표본으로 한 Kao and Chen(2004), Rashidah et al.(2006)의 연구에서는 이사회 규모가 이익조정과 양의 관련이 있음을 발견하였다[23, 24]. Huy(2015)는 베트남 호치민 증권거래소에서 거래한 기업을 표본으로 한 연구에서 이사회 규모가 이익조정 정도와 양의 상관관계가 있음을 발견하였다[25].

Jensen(1993)은 이사회를 소규모로 유지할 때 이사회가 본래 기능을 효과적으로 할 수 있고, CEO를 더 쉽게 통제할 수 있음을 보여주었다[26]. 이사회 규모가 크면 이사 사이에 이해 상충 문제가 발생할 수 있고, 이는 경영자를 모니터링하는 것에 문제를 초래할 수 있다. 따라서 다음과 같이 가설 1을 설정한다.

[가설 1] 이사회 규모는 이익조정에 양(+의 영향을 미친다.

2.2.2 이사회 의 독립성

이사회 의 독립성은 가시적이지 않아 직접적으로 측정하는 것은 불가능하다. 본 연구에서는 이사회 내 사외이사 구성 비율, CEO-의장의 분리 여부가 이사회 독립성의 대용 변수로 적합하다고 판단하여 이들이 이익조정에

미치는 영향력을 측정한다.

기업 내부자가 CEO의 행동을 신랄하게 비판할 수 있을 것인지, CEO가 이사회 의장으로 있을 때 이사회가 모니터링 기능을 제대로 할 수 있을 것인지에 대한 의문이 제기되는 것은 너무도 당연하다. Jensen(1993)은 CEO의 적대감과 보복 가능성 때문에 내부이사는 CEO만 존재하도록 이사회를 구성해야 모니터링과 평가에 비판적으로 참여할 수 있으며, 더불어 CEO가 이사회 의장을 맡으면 모니터링은 비효율적임을 언급하였다[26]. 또한, Finkelstein and D'aveni(1994)는 CEO-의장 겸직이 이사회 의 모니터링 효과를 줄임으로써 CEO의 견고함을 더욱 촉진한다고 주장하였다[27].

GAAP를 위반하여 이익을 과장한 이유로 미국 증권거래위원회(SEC)의 회계 집행조치를 받은 기업을 대상으로 한 Dechow et al.(1996)의 연구에 따르면, 이익을 조정한 기업은 경영진이 이사회를 지배할 가능성이 높은 특징이 있었다[28]. Beasley(1996)는 재무제표 부정이 없는 기업과 부정을 저지른 기업을 비교하여, 사외이사 비율이 높을수록 재무제표 부정 가능성이 감소한 것을 발견하였다[22]. Saleh et al.(2005), Murhadi(2009)는 각각 말레이시아, 인도네시아 기업을 대상으로 한 연구에서 CEO-의장의 겸직이 이익조정과 양의 관련이 있음을 보여주었다[29, 30]. 국내 Park et al.(2016)의 연구에서는 CEO-의장이 분리된 기업이 이익조정 크기가 작게 나타나는 것을 확인하였다[31]. 베트남 상장 기업을 대상으로 한 Dang et al.(2017)의 연구에서는 CEO가 사내이사로 있을 때 이익조정과 양의 관련이 있음을 보여주었다[5]. 이외에도 이사회 의 독립성, 사외이사 비율과 이익조정이 음의 관계가 있다는 증거들은 계속해서 발견되어 왔다[11, 16, 23, 32-34]. 따라서 다음과 같이 가설 2, 3을 설정한다.

[가설 2] 사외이사 비율은 이익조정에 음(-)의 영향을 미친다.

[가설 3] CEO와 의장의 겸직은 이익조정에 양(+의 영향을 미친다.

2.2.3 이사회 의 소유구조

소유구조에서 우위를 차지할수록 지배주주로서 기업에 미치는 영향력이 커지기 때문에 기업의 소유구조는 기업 지배구조에 중요한 역할을 한다[35]. 내부자의 지분 소유가 기업에 미치는 영향에 관하여는 상반된 견해가 존재한다. 먼저, 경영자가 주식을 소유함으로써 주주와의 이해관계가 일치된다는 이해 일치 가설이 있다.

Jensen and Meckling(1976)은 경영자 지분율이 증가하면 주주와의 이해관계가 일치되기 때문에 대리인 비용을 감소하게 된다고 주장한다[1]. 따라서 경영자는 주주의 이익 극대화를 위해 행동하게 된다.

또 다른 견해는 경영자 안주 가설이다. 경영자가 주식을 소유함으로써 자신의 이익을 위해 행동하게 되고, 이로써 기업 가치를 하락시킨다는 의견이다[12, 36]. 요르단 기업을 대상으로 한 Al-Fayoumi et al.(2010)의 연구에서는 내부자의 소유권이 이익조정과 양의 관계가 있는 것을 발견하였다[37]. 이 결과를 통해 내부자의 지분 소유는 그들이 가치 극대화를 위한 결정을 내리도록 하는 것에 비효율적인 영향을 미친다는 것을 확인하였다.

투자자 보호를 위한 규정이 취약하고, 내부자를 통제하는 규정이 잘 마련되어 있지 않은 국가에서는 기업 내부자가 자신이 가지고 있는 정보를 이용하여 기회주의적으로 행동할 가능성이 있다. 특히 베트남은 이와 더불어 이사회 회원에 대한 자세한 규정이 미비한 실정이다. 이것은 사내이사가 기업지배구조의 역할을 감당하기 위해 이사회 내에 존재하지만, 기업 내부자로서 경영자와 밀접하게 관련되어있을 것이라 예상할 수 있다. 사내이사 지분율이 높고 그들의 영향력이 커지면, 경영자의 기회주의적인 이익조정에 긍정적으로 가담할 것이라 예상되어진다. Choi et al.(2007)은 기업과 관계가 있는 이사는 기업 내부에 도덕적 해이와 같은 부정적인 영향을 끼친다고 언급하였다[38].

Dechow et al.(1996)의 연구에서는 회계 부정을 저지른 기업이 정상적인 기업보다 사외이사 지분율이 더 낮은 것으로 나타났다[28]. Beasley(1996)의 연구에서는 사외이사 지분율이 증가함에 따라 재무제표 부정 가능성이 감소하는 것을 보여주었다[22]. 이는 사외이사의 소유권 증가가 재무제표 부정 방지를 위하여 경영진을 모니터링하는 것에 대한 동기를 강화한다는 견해와 일치한다. Patton and Baker(1987)은 사외이사가 높은 지분율을 갖도록 장려하는 것이 경영자를 모니터링하는 데 더 나은 인센티브를 제공할 것이라 주장한다[39]. 사외이사는 이사회 독립성을 대표하는 것으로 많은 문헌에서 다루어진다. 높은 지분율을 가지는 것은 지배주주로서 영향력을 커지게 하며, 그것은 경영자를 모니터링하고 통제하는 것을 더욱 용이하게 할 것이다. 따라서 사외이사 지분율이 증가할수록 경영자의 이익조정 행위도 더 잘 감시되고 통제될 수 있을 것이다. 따라서 다음과 같이 가설 4, 5를 설정한다.

[가설 4] 사내이사 지분율은 이익조정에 양(+의) 영향을 미친다.

[가설 5] 사외이사 지분율은 이익조정에 음(-의) 영향을 미친다.

3. 표본 및 연구 방법

3.1 자료 수집 및 표본선정

본 연구를 위해 베트남 호치민 증권거래소(HOSE)와 하노이 증권거래소(HNX)에 2012년부터 2017년까지 6년간 지속적으로 상장된 기업을 표본으로 사용하였다. 금융업에 속하는 기업은 특징상 재무제표에 관한 규정이 비금융기업과 차이가 있기에 표본에서 제외하였다. 또한, 실증 분석을 하기 위해서는 해당 기업의 재무 자료가 이용 가능해야 하기에 자료를 구할 수 없는 기업은 표본에서 제외하였다. 이러한 조건을 만족하는 기업을 조사하여 정리한 결과 480개 기업의 2853개 패널자료가 분석에 사용되었다. 해당 자료는 모두 베트남 주식 시장 정보 웹사이트(<https://finance.vietstock.vn/>)에서 수집하였다.

3.2 변수 정의 및 측정

3.2.1 종속변수

본 연구는 기업 이익조정 측정의 대용치로 재량적 발생액(DA, Discretionary Accruals)을 종속변수로 사용한다. 기업의 재량적 발생액을 직접 계산하는 것은 어려운 일이기 때문에 의존해야 한다. 본 연구에서는 다양한 재량적 발생액 추정 모형 중 매출액의 변화와 유형자산을 이용하는 Jones(1991) 모형[40]에 신용매출의 변동을 고려하도록 고안된 수정 Jones(Dechow et al., 1995) 모형[41]을 사용하였다. Dechow et al.(1995)은 발생액을 추정하는 여러 모형을 비교했을 때 모든 모형이 기업의 이익조정 검증에 효율적으로 사용될 수 있으며, 수정 Jones 모형이 강력한 검정력을 제공하는 것을 발견하였다[41].

수정 Jones 모형은 실제 발생액과 정상적인 발생액의 차이를 비교하여 재량적 발생액을 도출한다. 즉, 총 발생액과 비재량적 발생액을 추정하여 그 차이를 재량적 발생액으로 계산한다. 회귀모형은 Eq. (1)~(3)과 같으며, 각 변수의 설명은 Table 1에 제시하였다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta Sales_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) + \epsilon_t \quad (1)$$

$$\frac{NDA_t}{A_{t-1}} = \beta_0 \left(\frac{1}{A_{t-1}} \right) + \beta_1 \left(\frac{\Delta Sales_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}} \right) + \beta_2 \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}} \right) \quad (2)$$

$$DA_t = TA_t - NDA_t \quad (3)$$

Table 1. Explanation of variables in the adjusted Jones model

Variables	Explanation
TA_t	Total Accruals of firm in period t
DA_t	Discretionary Accruals of firm in period t
NDA_t	Non-Discretionary Accruals of firm in period t
A_t	Total Assets of firm in period t
$\Delta Sales_t$	Change in the net Sales of firm in period t
ΔAR_t	Change in the Accounts Receivable of firm in period t
PPE_t	Tangible assets of firm in period t

Eq. (1)에서 나타내듯이 재량적 발생액은 총 발생액을 구하는 회귀식의 잔차값이다. 재량적 발생액이 양의 값을 가지면 경영자가 이익을 증가시켰다는 것이고, 음의 값을 가지면 경영자가 이익을 감소시켰다는 것이다. 본 연구는 종속변수로 재량적 발생액(DA)을 사용하여 이익조정 방향과 크기를 알아보며, 추가로 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)을 이익조정의 규모를 판단하는 데 사용한다.

3.2.2 독립변수

베트남 기업에서 이사회 구조가 이익조정에 미치는 영향을 알아보기 위해 이사회 구조적 특성을 규모, 독립성, 소유구조로 나누어 살펴본다. 이사회 독립성은 사외이사비율, CEO-의장 겸직 여부로 판단하며, 소유구조는 사내이사 지분율과 사외이사 지분율로 나누어 살펴본다.

(1) 이사회 규모(BOD)

이사의 수는 이사회 내 의견 조율 및 의사 결정에 영향을 미칠 수 있으며, 이것은 이사회 효율성으로 연결된다. 이사회 효율성은 경영자를 모니터링하고 이익조정 행위를 통제하는 능력으로 이어져 이익조정에 영향을

미칠 수 있다. 이사회 규모는 해당 기업 이사회 회원 수로 측정한다.

(2) 사외이사비율(BOD_out)

사외이사는 기업의 외부자로서, 사내이사보다 투명하고 객관적으로 경영자를 감시하고 비판할 수 있다. 이러한 이유로 사외이사는 이사회 모니터링 기능에 중요한 역할을 하는 것으로 인식되며, 이사회 독립성을 나타내는 지표로 여러 연구에서 사용된다. 따라서 사외이사비율은 이익조정 통제에 이익조정에 영향을 미칠 수 있다. 사외이사비율은 해당 기업 이사의 수에 대한 사외이사 수의 비율로 측정한다.

(3) CEO-의장 겸직 여부(Duality)

CEO가 의장을 겸직하게 되면 이사회가 경영자를 비판적으로 평가하기가 어려워질 것이고, 이것은 모니터링 능력의 저하로 이어질 것이다. 여러 문헌에서 CEO-의장의 분리는 이사회 독립성을 나타내는 지표로 사용된다. 따라서 CEO-의장의 겸직 여부는 이익조정에 영향을 미칠 것이다. CEO가 이사회 의장을 겸직하고 있는 경우 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수로 설정한다.

(4) 사내이사 지분율(BOWN_in)

사내이사는 경영자를 감시하는 역할을 감당해야 하는 동시에 기업의 내부자이기에 경영자를 비판적으로 감시하기 어려워진다. 또한 기업 내부자는 외부에는 숨겨진 정보를 이용하여 사적인 이익을 추구할 가능성이 있고, 이를 위하여 이익을 조정할 수 있다. 소유 지분은 지배주주로서 기업에 미치는 영향력을 나타낸다. 사내이사의 지분율이 증감은 그들의 영향력으로 이어지고, 이에 따라 이익조정에 영향을 미칠 것이다. 사내이사 지분율은 해당 기업 총 발행주식수에 대한 사내이사가 보유하는 주식의 비율로 측정한다.

(5) 사외이사 지분율(BOWN_out)

사외이사는 이사회 독립성을 대표하는 것으로 많은 문헌에서 다루어진 바 있다. 사외이사의 소유권 증감은 지배주주로서 영향력으로 이어지고, 이는 경영진에 대한 모니터링 능력을 좌우하여 이익조정에 영향을 미칠 것이다. 사외이사 지분율은 해당 기업 총 발행주식수에 대한 사외이사가 보유하는 주식의 비율로 측정한다.

3.2.3 통제변수

이사회의 구조적 특성 외에 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 요인을 통제하기 위해 다음과 같은 변수들을 통제변수로 설정한다.

(1) CEO 지분율(COWN)

CEO 지분율이 증가하면 기업을 소유하는 것이 되어 주주와의 이해관계가 일치된다는 이해 일치 가설이 있다. 따라서 CEO 지분율이 높을수록 기회주의적인 행동인 이익조정 의 동기는 떨어질 수 있다. 이러한 맥락으로 Ali et al.(2008)은 CEO의 소유권과 이익조정 의 정도가 음의 관련이 있는 것을 보여주었다[42]. 그러나 최고경영자의 지분율과 이익조정 사이에 양의 관련이 있다는 연구[43]도 찾아볼 수 있다. 또한, CEO에게 주어지는 주식 기반 보상의 정도에 따라 이익조정 에 대한 태도에 차이가 있다는 연구 결과[44]도 있다. 따라서 최고경영자가 보유한 지분율이 이익조정 에 영향을 미칠 수 있기에 통제변수로 추가한다. CEO 지분율은 해당 기업 총 발행주식수에서 CEO가 소유하는 주식 이 차지하는 비율로 측정한다.

(2) 대주주 지분율(Large)

대주주는 경영자의 활동을 모니터링하고, 경영자의 의사 결정에 영향을 미침으로써 주주에게 유리하도록 기업의 성과를 개선한다. 따라서 대주주는 기업 지배구조와 기업 성과에 지속적인 영향을 주어 자본시장의 정보 문제를 해결하는 데 도움이 된다[45]. Roodposhti and Chashmi(2011)은 소유권 집중도가 높은 기업이 이익조정 정도가 낮은 것을 보고하였다[46]. Alves(2012)는 대주주 지분율이 이익조정 의 수준을 낮춤으로써 연간 이익 의 질을 향상시킨다고 언급하였다[47]. Dechow et al.(1996)은 대주주가 경영자의 이익조정 에 대한 면밀한 모니터링을 제공함으로써 기업의 재무제표 신뢰성을 향상시킨다고 하였다[28]. 이에 대주주 지분율은 이익조정 에 영향을 끼칠 수 있어 통제변수로 고려한다. 대주주는 해당 기업 총 발행주식수에서 5% 이상을 보유한 주주로 정의하며, 대주주 지분율은 총 발행주식수에서 대주주가 소유하는 주식 이 차지하는 비율로 측정한다.

(3) 국가 지분율(GOV)

국가 지분율이 기업에 미치는 영향에 대해서는 여러 견해가 있다. 먼저는 국가의 소유 지분이 기업 비효율성의 원인이 됨을 시사하는 연구가 있다[48, 49]. Megginson et al.(1994)는 국가 소유에 있던 기업들이 민영 기업으

로 전환된 후 수익성이 증가하는 것을 보여주며 앞선 주장을 뒷받침하였다[50]. 반면 Wang and Yung(2011)은 국유 기업과 민간 기업의 이익조정 수준을 비교한 연구에서 국유 기업의 이익조정 수준이 더 낮은 것을 보여주었다[51]. 이것으로 정부가 국유 기업을 보호함으로써 기업 관리자의 이익조정을 완화하는 중요한 역할을 한다는 주장을 뒷받침하였다. 이에 따라 국가 지분율의 증가는 기업의 이익조정 에 영향을 미칠 것으로 판단하여 통제변수로 추가한다. 국가 지분율은 총 발행주식수에서 국가가 소유하는 주식 이 차지하는 비율로 측정한다.

(4) 외국인 지분율(Foreign)

외국인 투자자는 경영자의 기회주의적인 행동을 통제하는 효과적인 모니터링을 제공할 수 있다. Jeon(2003)은 국내 증권거래소의 상장 기업을 표본으로 한 연구에서 외국인 지분율이 증가함에 따라 투자기업의 이익 변동성은 감소하고, 회계 이익의 현금 전환 가능성은 증가하는 것을 보여주었다[52]. 이에 외국인 투자자가 회계 이익의 질적 향상을 유도하는 것을 언급하였다. 이와 같은 맥락으로 외국인 지분율이 이익조정 에 대한 효과적인 모니터링을 제공하여 경영 기회주의를 억제하고, 따라서 재무적 발생액이 낮아지는 연구 결과들이 있다[53-56]. 이에 외국인 지분율이 이익조정 에 영향을 끼칠 수 있어 통제변수로 고려한다. 외국인 지분율은 해당 기업 총 발행주식수에 대한 외국인 투자자가 소유하는 주식의 비율로 측정한다.

(5) 기업 규모(SIZE)

기업 규모가 클수록 투자자와 정부로부터 더욱 주목을 받게 되고, 정치적 표적이 될 가능성이 커진다. 이에 규모 가설을 주장하는 연구자들은 기업의 규모가 클수록 경영자는 회계 이익을 감소시키는 보수적인 회계 처리 방법을 선택할 가능성이 커진다고 주장한다[57]. Roodposhti and Chashmi(2011)는 기업 규모와 이익조정 의 긍정적인 관련성을 발견했다[58]. 규모 가설을 지지하는 여러 선행연구를 기반으로 기업 규모가 이익조정 에 영향을 끼칠 수 있어 통제변수로 고려한다. 기업 규모는 해당 기업 총자산의 자연로그 값으로 계산한다.

(6) 부채비율(LEV)

Watts and Zimmerman(1986)은 부채비율이 높은 기업의 경영자가 부채 계약 위반을 피하기 위해 당기 이익을 증가시키는 회계 선택을 한다는 부채 계약 가설을

주장한다[57]. Defond and Jiambalvo(1994)는 부채 계약을 위반한 기업이 위반 직전 연도에 이익을 증가시키는 것을 발견하였다[59]. 부채비율과 이익조정 관계를 연구한 여러 선행연구에서 레버리지와 이익조정 사이에 긍정적인 연관성을 발견하였다[47, 58, 60]. 부채비율이 이익조정에 영향을 미칠 수 있어 통제변수로 고려한다. 부채비율은 해당 기업의 총자산에 대한 총부채의 비율로 측정한다.

(7) 총자산 이익률(ROA)

Dechow et al.(1995)은 발생액을 측정하기 위해 만들어진 모든 모형은 재무 성과가 극심한 기업의 표본에 적용될 때 주의해야 한다고 언급한다[41]. 그들은 이익조정과 상관관계가 있는 재무 성과를 제어하는 것이 중요하다고 강조한다. 극단적인 성과가 이익조정 측정치에 영향을 미칠 수 있으므로 통제변수로 고려한다. 총자산 이익률은 해당 기업 총자산에 대한 당기순이익의 비율로 측정한다.

(8) 영업 현금흐름 비율(COA)

Alves(2012)는 영업 현금흐름이 높을 때 이익조정이 적을 것을 발견했다[47]. 또한 Lobo and Zhou(2006)은 영업 현금흐름이 높은 기업의 재량적 발생액이 낮은 것을 보여주었다[60]. 이에 영업 현금흐름이 이익조정에 영향을 끼칠 것으로 고려하여 통제변수에 넣는다. 영업 현금흐름 비율은 해당 기업 총자산에 대한 영업 현금흐름의 비율로 계산한다.

(9) 감사법인(Big4)

감사법인은 경영자가 회계상으로 기회주의적인 행동을 하는 것을 감시하고 감독한다. DeAngelo(1981)는 감사 회사 규모와 감사 품질의 연관성을 보여주며, 낮은 수준의 감사 품질은 경영자가 기회주의적인 행동을 하도록 만든다고 언급하였다[61]. Becker et al.(1998)의 연구에서는 높은 품질의 감사 회사가 낮은 품질의 회사보다 경영자의 의심스러운 회계 관행을 더 잘 감지하고 감사 보고서를 더 잘 검증할 가능성이 높다고 언급하였다[62]. 또한, 낮은 품질의 감사 회사와 연관된 기업은 이익조정이 더 많이 일어나는 것을 검증하였다. 따라서 감사법인의 Big4 여부가 이익조정에 영향을 끼칠 것으로 판단하여 통제변수로 고려한다. 해당 기업의 감사법인이 Big4 일 경우 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수로 설정한다. 각 변수의 설명은 Table 2에 제시하였다.

Table 2. Definitions of major variables

Variables	Explanation
<i>Dependent Variables</i>	
$DA_{t,i}$	Discretionary Accruals of firm i in period t
$AB_DA_{t,i}$	Absolute value of Discretionary Accruals of firm i in period t
<i>Independent Variables</i>	
$BOD_{t,i}$	Board size of firm i in period t; number of directors
$BOD_out_{t,i}$	Outside directors ratio of firm i in period t; ratio of number of outside directors to number of directors on board
$Duality_{t,i}$	CEO-chairman duality of firm i in period t; dummy variable equal to 1 for firm with CEO-chairman duality and 0 otherwise
$BOWN_in_{t,i}$	Inside directors ownership stake of firm i in period t; ratio of inside directors shares to all issued shares of firm
$BOWN_out_{t,i}$	Outside directors ownership stake of firm i in period t; ratio of outside directors shares to all issued shares of firm i in period t
<i>Control Variables</i>	
$CEO_{t,i}$	CEO ownership stake of firm i in period t; ratio of CEO shares to all issued shares of firm
$Large_{t,i}$	Controlling ownership stake of firm i in period t; ratio of controlling shares to all issued shares of firm
$GOV_{t,i}$	State ownership stake of firm i in period t; ratio of state shares to all issued shares of firm
$Foreign_{t,i}$	Foreign ownership stake of firm i in period t; ratio of foreign shares to all issued shares of firm
$SIZE_{t,i}$	Size of firm i in period t; the natural logarithm of total assets
$LEV_{t,i}$	Leverage ratio of firm i in period t; ratio of total debt to total assets
$ROA_{t,i}$	Return on assets of firm i in period t; ratio of net income to total assets
$COA_{t,i}$	Cash flow from operation on assets of firm i in period t; ratio of operating cash flows to total assets
$Big4_{t,i}$	Auditor size of firm i in period t; dummy variable equal to 1 for firm with Big4 auditor firm and 0 otherwise

3.3 연구모형

주요 변수들을 토대로 가설 1~5를 검증하기 위해 세운 연구 모형은 다음 Eq. (4), (5)와 같다.

Eq. (4)를 통해 이사회 의 구조적 특성이 이익조정의 방향과 크기에 어떠한 영향을 미치는지 알아보고자 한다. 또한 Eq. (5)를 통해 이사회 의 구조적 특성이 이익조정의 크기에 어떠한 영향을 미치는지 알아보고자 한다.

$$\begin{aligned}
DA_{t,i} = & \beta_0 + \beta_1 BOD_{t,i} + \beta_2 BOD_out_{t,i} \quad (4) \\
& + \beta_3 Duality_{t,i} + \beta_4 BOWN_in_{t,i} \\
& + \beta_5 BOWN_out_{t,i} + \beta_6 CEO_{t,i} \\
& + \beta_7 Large_{t,i} + \beta_8 GOV_{t,i} + \beta_9 Foreign_{t,i} \\
& + \beta_{10} SIZE_{t,i} + \beta_{11} LEV_{t,i} + \beta_{12} ROA_{t,i} \\
& + \beta_{13} COA_{t,i} + \beta_{14} Big4_{t,i} + \epsilon_t
\end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
AB_DA_{t,i} = & \beta_0 + \beta_1 BOD_{t,i} + \beta_2 BOD_out_{t,i} \quad (5) \\
& + \beta_3 Duality_{t,i} + \beta_4 BOWN_in_{t,i} \\
& + \beta_5 BOWN_out_{t,i} + \beta_6 CEO_{t,i} \\
& + \beta_7 Large_{t,i} + \beta_8 GOV_{t,i} + \beta_9 Foreign_{t,i} \\
& + \beta_{10} SIZE_{t,i} + \beta_{11} LEV_{t,i} + \beta_{12} ROA_{t,i} \\
& + \beta_{13} COA_{t,i} + \beta_{14} Big4_{t,i} + \epsilon_t
\end{aligned}$$

4. 실증 분석 결과

4.1 기술통계량 분석

기술적 통계량을 Table 3에 제시하였다. 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)은 평균 0.0920으로, 다양한 베트남 기업에서 경영자의 이익조정이 일어난다는 것을 확인

Table 3. Descriptive statistics

Variables	Mean	StD	Min	Median	Max
DA	-0.001	0.138	-0.594	-0.007	1.014
AB_DA	0.092	0.103	0.000	0.061	1.014
BOD	5.500	1.129	3.000	5.000	11.000
BOD_out	0.641	0.177	0.000	0.600	1.000
Duality	0.286	0.452	0.000	0.000	1.000
BOWN_in	0.051	0.097	0.000	0.009	0.731
BOWN_out	0.056	0.097	0.000	0.013	0.837
CEO	0.039	0.081	0.000	0.005	0.647
Large	0.495	0.216	0.000	0.516	0.993
GOV	0.224	0.252	0.000	0.084	0.844
Foreign	0.106	0.137	0.000	0.046	0.865
SIZE	27.132	1.482	23.719	27.064	32.996
LEV	0.507	0.219	0.002	0.532	0.971
ROA	0.054	0.084	-1.587	0.042	0.784
COA	0.059	0.130	-0.481	0.051	1.397
Big4	0.249	0.432	0.000	0.000	1.000

할 수 있다. 이사회 규모(BOD)는 평균 5.5명이다. 가장 적게는 3명, 많게는 11명으로 구성되어있다. 사외이사비율(BOD_out)은 평균 0.6407이다. 최소값은 0으로 이사회가 사내이사로만 이루어진 기업이 존재하며, 최댓값은 1로 이사회가 전원 사외이사로만 이루어진 기업이 존재하는 것을 확인할 수 있다. CEO-의장 겸직 여부(Duality)는 평균 0.2857로, CEO가 의장을 겸직하고 있는 기업보다 그렇지 않은 기업이 더 많은 것을 알 수 있다. 사내이사 지분율(BOWN_in)과 사외이사 지분율(BOWN_out)의 평균은 각각 5.11%, 5.63%이다.

4.2 상관관계 분석

Table 4에는 종속변수, 독립변수 및 통제변수들의 상관관계를 분석한 결과를 나타내었다. 이사회 규모(BOD)는 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)과 유의한 음(-)의 상관을 보여준다. 사외이사비율(BOD_out)은 재량적 발생액(DA), 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)과 음(-)의 상관이 있지만, 통계적으로 유의하지 않다. CEO-의장 겸직 여부(Duality)는 재량적 발생액(DA)과 유의한 양(+)의 상관을 보여준다. 사내이사 지분율(BOWN_in)은 재량적 발생액(DA)과 유의한 양(+)의 상관이 있음을 보여준다. 마지막으로, 사외이사 지분율(BOWN_out)은 재량적 발생액(DA), 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA) 유의한 양(+)의 상관을 보여준다.

4.3 다변량 회귀분석

베트남 기업의 이사회 구조가 이익조정에 미치는 영향을 알아보기 위해 OLS 회귀분석(OLS: Ordinary Least Squares regression, 이하 OLS)과 Fama-Macbeth 회귀분석 두 가지 방법을 사용하였다. 상관관계 분석에서 사내이사 지분율(BOWN_in)과 CEO 지분율(CEO)의 상관관계수가 높은 값으로 도출되어 다중공선성을 의심할 수 있다. 이에 Eq. (5) 식에서 CEO 지분율(CEO) 변수를 포함한 경우와 제거한 경우의 회귀분석 계수를 비교하였고, 전체 결과에 큰 차이가 없는 것을 확인하였다. 또한, 충분히 많은 변수를 분석에 사용하여 다중공선성으로 인한 유의성 감소를 완화하였다. Table 5에는 Eq. (5)에 대한 회귀분석 계수를 나타내었다. Eq. (5)은 통계적으로 적합한 모형임을 확인하였다($F=6.66$, $p<0.0001$).

이사회 규모(BOD)는 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다($t=-3.70$, $p<0.01$; $t=-2.35$, $p<0.05$). 사외이사비율(BOD_out)은 재

Table 4. Pearson & Spearman correlation coefficient

Upper triangle is Pearson correlation coefficient and lower triangle is Spearman correlation coefficient. Statistically significant is shown as *, **, *** with 10%, 5%, 1% respectively.

Variables	DA	AB_DA	BOD	BOD_out	Duality	BOWN_in	BOWN_out	CEO	Large	GOV	Foreign	SIZE	LEV	ROA	COA	Big4
DA		0.2201 ***	0.0222	-0.0061	0.0307	0.0358 *	-0.0024	0.0383 **	-0.0585 **	-0.0970 **	0.0383 **	0.0484 **	-0.0139	0.2022 **	-0.7693 ***	-0.0332
AB_DA	-0.0411 **		-0.0725 ***	-0.0006	0.0254	0.0235	0.0234	0.0108	-0.0968 ***	-0.1056 ***	-0.0754 ***	-0.0840 **	0.0513 **	-0.0798 **	-0.0861 **	-0.0882 **
BOD	0.0327	-0.0604 ***		0.0570 **	-0.0041	0.0427 **	0.0956 ***	0.0050	-0.0465 **	-0.1221 ***	0.3156 ***	0.3101 ***	-0.0312 *	0.0560 ***	0.0381 **	0.1629 ***
BOD_out	-0.0020	-0.0060	0.0594 ***		-0.3357 ***	-0.3355 ***	0.1081 ***	-0.2368 ***	0.1212 ***	0.0050	0.0550 ***	0.0175	-0.1716 ***	0.0565 **	0.0306	0.1170 ***
Duality	0.0345 *	0.0026	0.0169	-0.3258 ***		0.4318 ***	-0.1198 ***	0.4399 ***	-0.1692 ***	-0.1811 ***	0.0007	-0.0896 ***	-0.0149	-0.0377 **	-0.0210	-0.1104 ***
BOWN_in	0.0543 ***	0.0323	0.0899 **	-0.4279 ***	0.4647 **		0.0966 ***	0.9400 ***	-0.0490 **	-0.3302 ***	-0.0280	-0.0230	0.0653 **	-0.0420 **	-0.0765 **	-0.0978 **
BOWN_out	0.0487 **	0.0387 *	0.0869 ***	0.0846	-0.0144	0.3117 ***		0.0915 ***	-0.0566 **	-0.3201 ***	-0.0157	-0.0028	0.0622 ***	-0.0503 **	-0.0476 **	-0.0649 ***
CEO	0.0579 ***	0.0399 *	0.0409 **	-0.2833 ***	0.4672 ***	0.9183 ***	0.2994 **		-0.0276	-0.3063 ***	-0.0305	-0.0043	0.0506 ***	-0.0522 ***	-0.0821 ***	-0.0777 ***
Large	-0.0358 *	-0.0583 ***	-0.0467 **	0.1368 ***	-0.1752 ***	-0.2971 ***	-0.2307 **	-0.2928 ***		0.4571 ***	0.0300	0.0648 ***	0.0217	0.1025 **	0.1009 ***	0.1437 ***
GOV	-0.0927 ***	-0.0926 ***	-0.1026 **	-0.0075	-0.1749	-0.3621 ***	-0.3731 ***	-0.3573 ***	0.4314 **		-0.1422 ***	0.0161	0.0395 **	0.0726 **	0.1389 ***	0.0035
Foreign	0.0581 ***	-0.0455 **	0.2145 ***	0.0432 **	-0.0278	-0.0937 **	-0.0918 ***	-0.0777 ***	0.0033	-0.0765 **		0.2987 ***	-0.2489 ***	0.1848 ***	0.0735 ***	0.3348 ***
SIZE	0.0569 ***	-0.0943 ***	0.2545 ***	0.0171	-0.0882 ***	-0.1423 ***	-0.1574 ***	-0.1249 **	0.0764 ***	0.0038	0.2855 ***		0.3319 ***	-0.0351 *	-0.0607 **	0.4842 ***
LEV	-0.0058	0.0568 ***	-0.0391 **	-0.1523 ***	-0.0210	0.0681 ***	0.0502 ***	0.0444 **	0.0014	0.0272	-0.2605 ***	0.3417 ***		-0.3592 ***	-0.2139 ***	0.0235
ROA	0.1198 ***	-0.0094	0.0612 **	0.0723 **	-0.0260	-0.0363 **	-0.0740 **	-0.0136	0.1218 **	0.0864 **	0.3225 ***	-0.1044 **	-0.4740 ***		0.3024 ***	0.0029
COA	-0.7639 ***	0.0025	0.0467 **	0.0401	-0.0448	-0.0795 **	-0.0991 ***	-0.0729 **	0.1179 **	0.1482 **	0.1158 **	-0.0718 **	-0.2582 ***	0.4129 ***		0.0163
Big4	-0.0250	-0.0854 ***	0.1441 ***	0.1178 **	-0.1104 **	-0.1893 ***	-0.1397 ***	-0.1785 ***	0.1403 **	0.0020	0.2871 **	0.4661 ***	0.0155	0.0349 *	0.0355 *	

량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 유의한 양(+의 영향을 주는 것으로 보인다($t=1.76$, $p<0.1$; $t=3.19$, $p<0.05$). CEO-의장 겸직 여부(Duality)는 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)과 통계적으로 유의한 영향관계를 보이지 않는다. 사내이사 지분율(BOWN_in)은 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 유의한 양(+의 영향을 미치는 것으로 나타났다($t=1.72$, $p<0.1$; $t=4.13$, $p<0.05$). 사외이사 지분율(BOWN_out)은 통계적으로 일관된 결과를 보이지 않는다.

이상 Table 5에서의 실증 분석 결과에 따라 이사회 규모는 이익조정 크기에 음(-)의 영향을 미치므로 [가설 1]을 기각한다. 사외이사비율은 앞선 상관관계 분석에서 이익조정 크기와 유의한 상관을 보이지 않아 [가설 2]를 기각한다. CEO-의장 겸임 여부는 이익조정과 통계적으로 유의한

영향관계를 보이지 않았기에 [가설 3]을 기각한다. 사내 이사 지분율은 이익조정 크기에 양(+의 영향을 미치는 것으로 결과가 도출되었기에 [가설 4]를 지지하는 것으로 볼 수 있다. 마지막으로 사외이사 지분율은 통계적으로 일관된 결과를 보이지 않았기에 [가설 5]를 기각한다.

다음의 Table 6에는 Eq. (4)에 대한 회귀분석 계수를 나타내었다. 이익조정 방향성을 구체적으로 알아보기 위해 재량적 발생액을 음수값(DA<0)과 양수(DA>0)값으로 나누어 회귀분석한 계수를 각각 나타내었다. Eq. (4)는 재량적 발생액의 음수값(DA<0)과 양수값(DA>0) 모두에서 통계적으로 적합한 모형임을 확인하였다($F=321.48$, $p<0.0001$; $F=215.28$, $p<0.0001$). 재량적 발생액이 음수면 이익을 감소시키는 조정을 했다는 것이고, 양수면 이익을 증가시키는 조정을 했다고 해석할 수 있다.

Table 5. Multiple regression coefficient of board structure and size of earnings management.
 Figures in parentheses are t-statistics and statistically significant is shown as *, **, *** with 10%, 5%, 1% respectively.

Variables	OLS		Fama-Macbeth	
	AB_DA		AB_DA	
	Model 1	Model 2	Model 1	Model 2
Intercept	0.1205*** (8.88)	0.2245*** (4.71)	0.1204*** (20.69)	0.2247*** (9.79)
BOD	-0.0070*** (-3.70)	-0.0049** (-2.35)	-0.0068*** (-4.85)	-0.0041* (-2.58)
BOD_out	0.0087 (0.66)	0.0247* (1.76)	0.0079 (1.09)	0.0253*** (3.19)
Duality	0.0059 (1.08)	0.0021 (0.37)	0.0083 (0.99)	0.0046 (0.69)
BOWN_in	0.0187 (0.74)	0.1175* (1.72)	0.0090 (1.24)	0.1119** (4.13)
BOWN_out	0.0317 (1.43)	-0.0183 (-0.79)	0.0350*** (5.00)	-0.0200* (-2.53)
CEO		-0.1645** (-2.05)		-0.1662*** (-6.02)
Large		-0.0218* (-1.92)		-0.0132 (-1.00)
GOV		-0.0368*** (-3.42)		-0.0404*** (-6.73)
Foreign		-0.0133 (-0.72)		-0.0143 (-0.99)
SIZE		-0.0039** (-2.07)		-0.0042** (-3.85)
LEV		0.0256** (2.16)		0.0250** (2.81)
ROA		-0.0455 (-1.61)		-0.0499 (-1.25)
COA		-0.0385** (-2.17)		-0.0325 (-0.54)
Big4		-0.0100* (-1.72)		-0.0101** (-3.76)
Adj. R ²	0.0052	0.0325	0.0142	0.0596

이사회 규모(BOD)는 재량적 발생액 음수값(DA<0)에 유의한 양(+)의 영향을 미치고($t=3.47$, $p<0.01$; $t=4.19$, $p<0.01$), 재량적 발생액 양수값(DA>0)에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로($t=-2.16$, $p<0.05$; $t=-3.37$, $p<0.05$) 나타났다. 사외이사비율(BOD_out)은 재량적 발생액 음수값(DA<0)에 유의한 음(-)의 영향을 미치고($t=-3.45$, $p<0.01$; $t=-2.26$, $p<0.1$), 재량적 발생액 양수값(DA>0)에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로($t=2.54$, $p<0.05$; $t=3.73$, $p<0.05$) 나타났다. CEO-의장 겸임 여부(Duality)는 재량적 발생액과 통계적으로 유의한 영향 관계를 보이지 않았다. 사내이사 지분율(BOWN_in)은 재량적 발생액 양수값(DA>0)에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다($t=2.21$, $p<0.1$). 사외이사 지분율(BOWN_out)은 재량적 발생액 음수값(DA<0)에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다($t=-2.63$,

$p<0.01$; $t=-8.24$, $p<0.01$).

4.4 추가 분석

기업 규모와 이사회 규모에 따라 이익조정이 완화될 수 있는지 알아보기 위해 OLS 회귀분석을 실시하였다. 먼저, 베트남의 기업 크기 분류 기준에 따라 표본 기업을 대기업, 중기업, 소기업으로 나누어 각 변수가 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 미치는 영향관계를 알아보았다. 다음으로 이사회 규모를 표본의 중위수 5인을 기준으로 나누어 각 변수가 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 미치는 영향관계를 알아보았다.

4.4.1 기업 규모로 분류한 추가 분석

Table 7에는 베트남의 기업 크기 분류 기준에 따라 표본을 대기업, 중기업, 소기업으로 나누어 OLS 회귀분

Table 6. Multiple regression coefficient of board structure and earnings management.
 Figures in parentheses are t-statistics and statistically significant is shown as *, **, *** with 10%, 5%, 1% respectively.

Variables	OLS				Fama-Macbeth			
	DA < 0		DA > 0		DA < 0		DA > 0	
	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
Intercept	-0.1129*** (-7.27)	-0.0455* (-1.73)	0.1334*** (5.78)	-0.2744*** (-6.28)	-0.1122*** (-13.06)	-0.0341 (-1.19)	0.1397*** (17.80)	-0.2844*** (-5.70)
BOD	0.0077*** (3.47)	0.0048*** (4.19)	-0.0068** (-2.16)	-0.0003 (-0.14)	0.0077*** (5.39)	0.0049*** (4.91)	-0.0070** (-3.37)	-0.0003 (-0.44)
BOD_out	-0.0155 (-1.04)	-0.0259*** (-3.45)	-0.0005 (-0.02)	0.0327** (2.54)	-0.0173* (-2.26)	-0.0255** (-3.58)	-0.0081 (-0.79)	0.0358** (3.73)
Duality	-0.0070 (-1.11)	0.0015 (0.49)	0.0034 (0.38)	0.0052 (1.05)	-0.0098 (-1.51)	-0.0012 (-0.35)	0.0059 (0.59)	0.0051 (0.67)
BOWN_in	-0.0029 (-0.10)	-0.0548 (-1.40)	0.0302 (0.71)	0.0552 (0.94)	0.0139 (0.66)	-0.0469 (-1.58)	0.0152 (0.88)	0.1001* (2.21)
BOWN_out	-0.0708*** (-2.63)	-0.0013 (-0.09)	-0.0064 (-0.18)	-0.0292 (-1.49)	-0.0684*** (-8.24)	-0.0010 (-0.29)	-0.0065 (-0.61)	-0.0454** (-3.12)
CEO		0.0492 (1.05)		-0.0960 (-1.43)		0.0627* (2.33)		-0.1376* (-2.14)
Large		0.0149** (2.29)		-0.0046 (-0.47)		0.0049 (0.66)		-0.0055 (-2.07)
GOV		0.0219*** (3.75)		-0.0127 (-1.30)		0.0299*** (5.26)		-0.0075 (-1.76)
Foreign		0.0137 (1.33)		-0.0466*** (-2.91)		0.0095 (1.41)		-0.0549** (-3.59)
SIZE		0.0010 (0.91)		0.0102*** (6.09)		0.0007 (0.47)		0.0105*** (5.16)
LEV		-0.0408*** (-6.30)		-0.0120 (-1.11)		-0.0419*** (-12.18)		-0.0126 (-1.00)
ROA		0.5849*** (40.51)		1.1292*** (32.07)		0.6317*** (31.99)		1.1333*** (61.27)
COA		-0.7826*** (-63.27)		-1.1657*** (-52.50)		-0.8122*** (-31.70)		-1.1520*** (-51.16)
Big4		0.0022 (0.70)		-0.0213*** (-4.07)		0.0040 (1.45)		-0.0212*** (-5.31)
Adj. R ²	0.0110	0.7827	0.0007	0.7296	0.0184	0.7993	0.0101	0.7544

석 계수를 나타내었다. 나는 표본에 대한 Eq. (5)의 모형 적합 검정에서는 중기업(F=7.27, p<0.0001)과 소기업(F=4.90, p<0.0001) 표본에서만 적합한 것을 확인하였다.

이사회 규모(BOD), 사외이사비율(BOD_out), 사내이사 지분율(BOWN_in)이 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 통계적으로 유의한 영향을 미치고, 이는 특별히 소기업에서만 유의함을 보인다. 이사회 규모(BOD)는 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 음(-)의 영향을 미치며 (t=-3.00, p<0.01), 사외이사비율(BOD_out)(t=2.40, p<0.05), 사내이사 지분율(BOWN_in)(t=1.86, p<0.1)은 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 양(+)의 영향을 미친다. 결과적으로 기업 규모가 이익조정 크기에 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다.

4.4.2 이사회 규모로 분류한 추가 분석

Table 8에는 이사회 규모를 표본의 중위수 값인 5인 기준으로 나누어 OLS 회귀분석 계수를 나타내었다. 나는 표본에 대한 Eq. (5)의 모형 적합 검정에서는 이사회 규모 5인 초과 기업(F=2.98, p<0.01)과 5인 이하 기업(F=5.24, p<0.0001) 모두에서 적합한 것을 확인하였다.

규모가 5인 이하인 이사회에서만 사외이사비율(BOD_out)이 재량적 발생액의 절댓값(AB_DA)에 유의한 양(+)의 영향을 미친다(t=2.50, p<0.05). 결과적으로 이사회 규모가 이익조정 크기에 영향을 미치는 것을 확인하였다.

Table 7. Multiple regression for effect of firm size. Figures in parentheses are t-statistics and statistically significant is shown as *, **, *** with 10%, 5%, 1% respectively.

Variables	AB_DA		
	Large firm	Middle firm	Small firm
Intercept	0.0789 (0.63)	0.1246*** (3.49)	0.1323*** (6.76)
BOD	0.0035 (0.41)	-0.0049 (-1.53)	-0.0079*** (-3.00)
BOD_out	-0.0451 (-0.42)	-0.0197 (-0.61)	0.0379** (2.40)
Duality	-0.0006 (-0.02)	-0.0082 (-0.57)	0.0053 (0.86)
BOWN_in	0.7911 (0.35)	0.1430 (0.83)	0.1395* (1.86)
BOWN_out	0.0459 (0.47)	-0.0624 (-1.16)	-0.0073 (-0.27)
CEO	-0.3522 (-0.14)	-0.1241 (-0.67)	-0.2263** (-2.50)
Large	-0.0146 (-0.18)	0.0017 (0.07)	-0.0250* (-1.94)
GOV	0.0052 (0.07)	-0.0770*** (-3.45)	-0.0285*** (-2.33)
Foreign	-0.1472* (-1.82)	-0.0991*** (-3.27)	0.0072 (0.31)
LEV	-0.0166 (-0.17)	0.0650** (2.26)	0.0158 (1.34)
ROA	-0.1829 (-0.83)	0.4378*** (5.89)	-0.1088*** (-3.50)
COA	0.2639 (1.45)	-0.2543*** (-5.05)	-0.0170 (-0.89)
Big4	0.0200 (0.28)	-0.0135 (-1.38)	-0.0144** (-2.15)
Adj. R ²	0.0772	0.1740	0.0256

Table 8. Multiple regression for effect of board size. Figures in parentheses are t-statistics and statistically significant is shown as *, **, *** with 10%, 5%, 1% respectively.

Variables	AB_DA	
	Large Board	Small Board
Intercept	0.1432* (1.77)	0.2309*** (3.77)
BOD_out	-0.0365 (-1.50)	0.0431** (2.50)
Duality	-0.0078 (-0.83)	0.0037 (0.53)
BOWN_in	0.1010 (1.10)	0.0763 (0.78)
BOWN_out	0.0048 (0.14)	-0.0330 (-1.08)
CEO	-0.0881 (-0.76)	-0.1433 (-1.30)
Large	0.0193 (1.05)	-0.0334*** (-2.36)
GOV	-0.0378* (-1.93)	-0.0406*** (-3.14)
Foreign	-0.0583** (-2.29)	0.0048 (0.19)
SIZE	-0.0003 (-0.10)	-0.0056** (-2.38)
LEV	-0.0223 (-1.00)	0.0424*** (3.00)
ROA	-0.0613* (-1.67)	-0.0305 (-0.75)
COA	-0.0890** (-2.53)	-0.0269 (-1.30)
Big4	-0.0050 (-0.54)	-0.0142* (-1.93)
Adj. R ²	0.0375	0.0315

5. 결론

본 연구는 베트남 기업 이사회의 구조적 특성이 이익 조정에 미치는 영향을 알아보기 위해 호치민 증권거래소(HOSE)와 하노이 증권거래소(HNX)의 상장 기업을 표본으로 하여 실증 분석하였다. 분석 결과 이사회 규모는 이익조정 크기에 음(-)의 영향을 미치고, 사내이사 지분율은 이익조정 크기에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이사회 규모가 커질수록 이익조정 행위가 억제되며, 사내이사가 지분을 보유할수록 이익조정 행위가 더욱 일어남을 의미한다.

본 연구를 토대로 베트남 기업의 재무 투명성을 확보하기 위해 제안하는 바는 다음과 같다. 먼저, 이사회 규모에 대하여 세분화한 기업 제도를 도입해야 한다. 이사회 규모가 확보됨에 따라 이익조정이 제한되는 것을 연구 결과를 통해 확인하였다. 베트남 주식 시장과 기업 문

화를 바탕으로 이익조정을 효과적으로 통제할 수 있는 적절한 이사회 규모를 제시하는 것이 필요하다. 기업 규모와 형태에 따라 세분화하여 제시할 수 있도록 추가적인 연구를 통해 이루어지길 기대한다.

또한, 독립적인 사외이사 선출 제도를 확립해야 한다. 이사회 내 독립적인 사외이사의 효과적인 모니터링 역할이 이익조정에 영향을 미친다는 연구 결과는 다수의 문헌에서 밝혀진 바 있다. 그러나 본 연구에서 사외이사 비율은 이익조정과 통계적으로 유의미한 상관관계를 보이지 않았다. 이는 학연, 지연, 혈연 등이 경영자와 사외이사를 묶고 있을 수 있다. 또한, 현재 베트남에는 사외이사 제도가 제대로 확립되어 있지 않은 상황이기 때문에 사외이사는 경영자와 사적인 관계가 있을 가능성이 있다. 마지막으로, 베트남의 국영기업 배경에 의하여 정부의 고위 관료나 연고자들이 사외이사로 있을 가능성이 있다. 이러한 이유로 단순히 사외이사 비율을 이사회 독립성의 지표로 보기 어려울 것으로 추측할 수 있다. 따라

서 독립적인 사외이사 선출 제도를 확립하여 이사회
의 모니터링 기능을 강화하기를 기대한다.

마지막으로, 기업 오너에 대한 이사회
의 독립성 제고 장치가 필요하다. 실증 분석에서는 CEO-의장의 겸임 여
부가 이익조정과 통계적으로 유의미한 상관
을 보이지 않았다. CEO-의장의 분리는 기
업 경영의 독립성 수단으로 부각 되기
시작하면서 각국에서도 점차 분리된
형태를 선택하고 있다. 그러나 최고경영자
와 의장의 분리가 이사회
의 모니터링에 긍정적인 영향을 미치
는지에 대한 선행 연구는 일관되지 않
는 결과들을 볼 수 있다. 이에 따라
CEO-의장 분리 여부를 무턱대고 이
사회 독립성 강화의 도구라고 할 수
는 없다. 한국의 일부 대기업은 CEO-
의장의 분리를 선택했지만, CEO 선
임권을 가진 오너가 경영 일선에 참
여하고 있는 상황에서 이사회가 CEO
를 제대로 견제하기는 어렵다. 이
처럼 베트남 역시 기업 오너가 경
영에 참여하며, CEO 선임권을 쥐고
있기에 이러한 분석 결과가 도출된
것이 아닌가 추측해본다. 따라서
베트남은 기업 오너가 CEO와 이
사회에 미치는 영향력을 분산시킬 수
있는 장치를 통해 이사회
의 독립성을 제고 할 방안을 추가적
으로 탐색하기를 기대한다.

References

- [1] M. C. Jensen, W. H. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol.3, No.4, pp.305-60, 1976.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X)
- [2] S. H. Kim, C. S. Park, "Outside Directors: Theoretical Background and Implication for Korean Firms", *Journal of Strategic Management*, Vol.3, No.2, pp.1-23, 2000.
- [3] S. Essa, R. Kabir, H. T. Nguyen, "Does Corporate Governance Affect Earnings Management? Evidence from Vietnam", *Vietnam Symposium in Banking and Finance*, 2016.
- [4] P. T. Huong, C. Y. Chung, "Corporate Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from the Vietnamese Stock Market", *The Korean Journal of Financial Management*, Vol.37, No.3, pp.39-87, 2020.
- [5] N. H. Dang, T. V. H. Hoang, M. D. Tran, "Factors Affecting Earnings Management: The Case of Listed Firms in Vietnam", *International Journal of Economic Research*, Vol.14, No.20, pp.117-34, 2017.
- [6] N. V. Khuong, N. T. Liem, M. T. H. Minh, "Earnings Management and Cash Holdings: Evidence from Energy Firms in Vietnam", *Journal of International Studies*, Vol.13, No.1, pp.247-61, 2020.
- [7] J. Collier, R. Esteban, "Governance in the Participative Organisation: Freedom, Creativity and Ethics", *Journal of Business Ethics*, Vol.21, No.2-3, pp.173-88, 1999.
- [8] P. M. Healy, J. M. Wahlen, "A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting", *Accounting Horizons*, Vol.13, No.4, pp.365-83, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2308/acch.1999.13.4.365>
- [9] K. Schipper, "Earnings Management", *Accounting Horizons*, Vol.3, No.4, pp.91-102, 1989.
- [10] W. R. Scott, "Financial Accounting Theory, Ontario", 2009
- [11] B. Xie, W. N. Davidson III, P. J. DaDalt, "Earnings Management and Corporate Governance: The Role of the Board and the Audit Committee", *Journal of Corporate Finance*, Vol.9, No.3, pp.295-316, 2003.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199\(02\)00006-8](http://dx.doi.org/10.1016/S0929-1199(02)00006-8)
- [12] E. F. Fama, M. C. Jensen, "Separation of Ownership and Control", *The Journal of Law and Economics*, Vol.26, No.2, pp.301-25, 1983.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/467037>
- [13] M. C. Jensen, "Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function", *Business Ethics Quarterly*, Vol.12, No.2, pp.235-56, 2002.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/3857812>
- [14] J. Pearce, S. Zahra, "Board composition from a strategic contingency perspective", *Journal of Management Studies*, Vol.29, pp.411-38, 1992.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-6486.1992.tb00672.x>
- [15] D. R. Dalton, C. M. Daily, J. L. Johnson, A. E. Ellstrand, "Number of directors and financial performance: A meta analysis", *Academy of Management Journal*, Vol.42, pp.674-86, 1999.
DOI: <http://dx.doi.org/10.5465/256988>
- [16] K. V. Peasnell, P. F. Pope, S. Young, "Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence Abnormal Accruals?", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.32, No.7-8, pp.1311-46, 2005.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.0306-686X.2005.00630.x>
- [17] M. Lipton, J. W. Lorsch, "A Modest Proposal for Improved Corporate Governance", *The Business Lawyer*, Vol.48, No.1, pp.59-77, 1992.
- [18] D. Yermack, "Higher Market Valuation of Companies with a Small Board of Directors", *Journal of Financial Economics*, Vol.40, No.2, pp.185-211, 1996.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00844-5](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(95)00844-5)
- [19] J. Huther, "An empirical test of the effect of board size on firm efficiency", *Economics Letters*, Vol.54, pp.259-64, 1997.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-1765\(97\)00035-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-1765(97)00035-9)
- [20] T. Eisenberg, S. Sundgren, M. T. Wells, "Larger Board

- Size and Decreasing Firm Value in Small Firms”, *Journal of Financial Economics*, Vol.48, No.1, pp.35-54, 1998.
- [21] A. P. Andres, V. Azofra, F. J. Lopez, “Corporate boards in OECD countries: size, composition, functioning and effectiveness”, *Corporate Governance: An International Review*, Vol.13, No.2, pp.197-210, 2005. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1467-8683.2005.00418.x>
- [22] M. S. Beasley, “An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud”, *Accounting review*, Vol.71, No.4, pp.443-65, 1996.
- [23] L. Kao, A. Chen, “The Effects of Board Characteristics on Earnings Management”, *Corporate Ownership and Control*, Vol.1, No.3, pp.96-107, 2004. DOI: <http://dx.doi.org/10.22495/cocv1i3p9>
- [24] A. R. Rashidah, H. M. A. Fairuzana, “Board, audit committee, culture and earnings management: Malaysian evidence”, *Managerial Auditing Journal*, Vol.21, No.7, pp.783-804, 2006. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- [25] V. T. Huy, “The Effect of Corporate Governance on Earnings Management of Enterprises Listed on Hochiminh Stock Exchange, Vietnam”, *Journal of Economics and Development*, Vol. 113, No. 14, pp.5-15, 2015.
- [26] M. C. Jensen, “The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems”, *The Journal of Finance*, Vol.48, No.3, pp.831-80, 1993. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb04022.x>
- [27] S. Finkelstein, R. A. D’Aveni, “CEO Duality as a Double-Edged Sword: How Boards of Directors Balance Entrenchment Avoidance and Unity of Command”, *The Academy of Management Journal*, Vol.37, No.5, pp.1079-108, 1994. DOI: <http://dx.doi.org/10.5465/256667>
- [28] P. M. Dechow, R. G. Sloan, A. P. Sweeney, “Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC”, *Contemporary Accounting Research*, Vol.13, No.1, pp.1-36, 1996. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1996.tb00489.x>
- [29] N. M. Saleh, T. M. Iskandar, M. M. Rahmat, “Earnings Management and Board Characteristics: Evidence from Malaysia”, *Jurnal Pengurusan*, Vol.24, pp.77-103, 2005.
- [30] W. R. Murhadi, “Studi Pengaruh Good Corporate Governance Terhadap Praktik Earnings Management Pada Perusahaan Terdaftar Di PT Bursa Efek Indonesia”, *Jurnal Manajemen dan Wirausaha*, Vol.11, No.1, pp.1-10, 2009.
- [31] H. Y. Park, A. Y. Lee, K. Y. Sik, “Board Leadership and Earnings Management: Focusing on Existence of Independent Outside Director and CEO-Board Chair Separation”, *Korean Accounting Journal*, Vol.25, No.5, pp.243-75, 2016.
- [32] P. F. Pope, K. V. Peasnell, S. Young, “Outside Directors, Board Effectiveness, and Earnings Management”, Lancaster University, 1998. DOI: <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.125348>
- [33] A. Klein, “Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.33, No.3, pp.375-400, 2002. DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101\(02\)00059-9](http://dx.doi.org/10.1016/S0165-4101(02)00059-9)
- [34] A. Ali, W. Zhang, “CEO Tenure and Earnings Management”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.59, No.1 pp.60-79, 2015. DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.11.004>
- [35] A. Shleifer, R. W. Vishny, “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, Vol.52, No.2, pp.737-83, 1997. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- [36] H. Demsetz, “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm”, *The Journal of Law & Economics*, Vol.26, No.2, pp.375-90, 1983. DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/467041>
- [37] N. Al-Fayoumi, B. Abuzayed, D. Alexander, “Ownership Structure and Earnings Management in Emerging Markets: The Case of Jordan”, *International Research Journal of Finance and Economics*, No.38, pp.28-47, 2010.
- [38] J. J. Choi, S. W. Park, S. S. Yoo, “The Value of Outside Directors: Evidence from Corporate Governance Reform in Korea”, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol.42, No.4, pp.941-62, 2007. DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S002210900003458>
- [39] A. Patton, J. C. Baker, “Why Won’T Directors Rock the Boat?”, *Harvard business review*, Vol.65, No.6, pp.10-4, 1987.
- [40] J. J. Jones, “Earnings Management during Import Relief Investigations”, *Journal of accounting research*, Vol.29, No.2, pp.193-228, 1991. DOI: <http://dx.doi.org/10.2307/2491047>
- [41] P. M. Dechow, R. G. Sloan, A. P. Sweeney, “Detecting Earnings Management”, *Accounting review*, Vol.70, No.2, pp.193-225, 1995.
- [42] S. M. Ali, N. H. Salleh, M. S. Hassan, “Ownership Structure and Earnings Management in Malaysian Listed Companies: The Size Effect”, *Asian Journal of Business and Accounting*, Vol.1, No.2. pp.89-116, 2008
- [43] G. Gong, H. Louis, A. X. Sun, “Earnings Management and Firm Performance Following Open-Market Repurchases”, *The Journal of Finance*, Vol.63, No.2, pp.947-86, 2008. DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.2008.01336.x>
- [44] O. Harris, J. B. Karl, E. Lawrence, “CEO Compensation and Earnings Management: Does

- Gender really Matters?", *Journal of Business Research*, Vol.98, pp.1-14, 2019.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ibusres.2019.01.013>
- [45] R. J. Zeckhauser, J. Pound, "Are Large Shareholders Effective Monitors? an Investigation of Share Ownership and Corporate Performance", R. G. Hubbard, ed., *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, University of Chicago Press, 1990, pp.149-180.
- [46] F. R. Roodposhti, S. A. N. Chashmi, "The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Earnings Management", *African Journal of Business Management*, Vol.5, No.11, pp.4143-51, 2011.
- [47] S. Alves, "Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Portugal", *Australasian Accounting, Business and Finance Journal*, Vol.6, No.1, pp.57-74, 2012.
- [48] A. E. Boardman, A. R. Vining, "Ownership and Performance in Competitive Environments: A Comparison of the Performance of Private, Mixed, and State-Owned Enterprise", *Journal of Law & Economics*, Vol.32, No.1, pp.1-34, 1989.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1086/467167>
- [49] A. Shleifer, "State Versus Private Ownership", *The Journal of Economic Perspectives*, Vol.12, No.4, pp.133-50, 1998.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1257/jep.12.4.133>
- [50] W. L. Megginson, R. C. Nash, M. V. Randenborgh, "The Financial and Operating Performance of Newly Privatized Firms: An International Empirical Analysis", *The Journal of Finance*, Vol.49, No.2, pp.403-52, 1994.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1994.tb05147.x>
- [51] L. Wang, K. Yung, "Do State Enterprises Manage Earnings More than Privately Owned Firms? the Case of China", *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol.38, No.7, pp.794-812, 2011.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1468-5957.2011.02254.x>
- [52] Y. S. Jeon, "The Association Between Foreign and Domestic Institutional Ownership and Earnings Quality", *Korean management Review*, Vol.32, No.4, pp.1001-31, 2003.
- [53] M. Suto, "Capital Structure and Investment Behaviour of Malaysian Firms in the 1990s: A Study of Corporate Governance before the Crisis", *Corporate Governance: An International Review*, Vol.11, No.1, pp.25-39, 2003.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/1467-8683.00299>
- [54] R. Chung, S. Ho, J. B. Kim, "Ownership Structure and the Pricing of Discretionary Accruals in Japan", *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, Vol.13, No.1, pp.1-20, 2004.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.intaccaudtax.2004.02.003>
- [55] Y. Y. Ahn, H. H. Shin, J. H. Chang, "The Relationship between the Foreign Investor And Information Asymmetry", *Korean Accounting Review*, Vol.30, No.4, pp.109-31, 2005.
- [56] E. S. S. Alzoubi, "Ownership Structure and Earnings Management: Evidence from Jordan", *International Journal of Accounting & Information Management*, Vol.24, No.2, pp.135-61, 2016.
- [57] R. L. Watts, J. L. Zimmerman, "Positive Accounting Theory", Prentice-Hall Inc., Englewood Cliffs, NJ, 1986
- [58] F. R. Roodposhti, S. A. N. Chashmi, "The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Earnings Management", *African Journal of Business Management*, Vol.5, No.11, pp.4143-51, 2011.
- [59] M. L. DeFond, J. Jiambalvo, "Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals", *Journal of Accounting & Economics*, Vol.17, No.1, pp.145-76, 1994.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(94\)90008-6](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(94)90008-6)
- [60] G. J. Lobo, J. Zhou, "Did Conservatism in Financial Reporting Increase After the Sarbanes-Oxley Act? Initial Evidence", *Accounting Horizons*, Vol.20, No.1, pp.57-73, 2006.
DOI: <http://dx.doi.org/10.2308/acch.2006.20.1.57>
- [61] L. E. DeAngelo, "Auditor Size and Audit Quality", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.3, No.3, pp.183-99, 1981.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101\(81\)90002-1](http://dx.doi.org/10.1016/0165-4101(81)90002-1)
- [62] C. L. Becker, M. L. Defond, J. Jiambalvo, K. R. Subramanyam, "The Effect of Audit Quality on Earnings Management", *Contemporary accounting research*, Vol.15, No.1, pp.1-24, 1998.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1998.tb00547.x>

김 지 연(Ji-Yeon Kim)

[준회원]



• 2019년 9월 ~ 현재 : 중앙대학교
일반대학원 경영학과 (제무학석사)

<관심분야>

기업재무, 기업지배구조

정 준 영(Chune-Young Chung)

[정회원]



- 2014년 4월 ~ 2018년 2월 : 중앙대학교 경영학부 조교수
- 2018년 3월 ~ 2019년 8월 : 중앙대학교 경영학부 부교수
- 2019년 9월 ~ 현재 : 중앙대학교 경영학부 정교수

〈관심분야〉

기업재무, 기관투자자, 기업지배구조