

코스피 속성과 경영자 상황적 요인에 따른 기업의 외면윤리와 내면윤리 간의 관련성*

나 영**
이 동 하***

본 연구에서는 코스피 속성과 경영자의 상황적 요인에 따라 기업의 외면윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정)의 관련성에 차이가 있는지를 검증한다. 외면윤리는 기업 외부에서 쉽게 관찰 가능한 윤리적 활동이며, 실질적 윤리 수준인 내면윤리가 반영된 결과이다. 반면, 내면윤리와 관련 없는 외면적 이미지 관리의 일환에 불과하다는 시각도 있다. 상충된 관점이 공존하는 이유는 기업의 윤리적 활동에 대한 동인이 기업의 상황적 요인에 따라 다르게 나타나기 때문이다. 만약 기업이 윤리적 활동에 대한 동인이 높다면, CSR 활동에는 윤리수준이 실질적으로 반영되었을 것이며, 외면윤리와 내면윤리는 일치한다. 반면, 윤리적 활동에 대한 동인이 낮다면, CSR 활동은 외면적 이미지 관리의 수단이 되며, 내면윤리와는 관련이 없거나 상충되는 방향으로 나타난다. 따라서 본 연구는 내·외면 기업윤리의 관련성이 코스피 속성과 경영자의 상황적 요인에 따라 차이가 있는지를 검증하였다.

연구결과는 다음과 같다. 외면윤리와 내면윤리는 정(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 또한 코스피 속성과 경영자 상황적 요인에 따른 유의적인 차이가 존재하는 것으로 나타났으며, 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향을 함께 고려한 2SLS 분석에서도 동일한 결과를 나타냈다. 구체적으로, KOSPI 200 소속 기업과 고학력 경영자, 및 소유경영자의 CSR 활동은 이익조정을 더 많이 감소시키는 것으로 나타났다. 반면, 선임초기 경영자와 횡령 경험 경영자의 CSR 활동은 이익조정을 증가시키고 있다. 즉, 기업의 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향이 코스피 속성과 경영자의 상황적 요인에 따라 차이가 있다. 한편, 기업의 외면윤리가 윤리수준을 실질적으로 반영한다는 것은 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향이 존재할 수도 있어 실증분석의 필요성이 제기된다. 분석결과, 이익조정이 증가할수록 CSR 활동은 감소했으며, 고학력 경영자와 소유경영자에게서 더 크게 나타났다. 반면, 선임초기 경영자와 횡령 경험 경영자의 이익조정은 CSR 활동을 증가시켰다. 이는 기업의 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향이 코스피 속성과 경영자의 상황적 요인에 따라 차이가 있음을 의미한다. 특히, 선임초기와 횡령 경험 경영자는 외면적 이미지 관리의 수단으로 CSR 활동을 사용하기에 정보이용자들은 이를 인지하고 차별적으로 정보를 수용해야 함을 시사하고 있다.

주제어: 외면윤리, 내면윤리, CSR 활동, 이익조정, 코스피 속성, 경영자 상황적 요인

1. 서론

최근의 사회적 인식 변화를 바탕으로 정치인의 뇌물수수 및 특혜 및 비리 등에 대한 사회적 논의가 지속되고 있다. 이러한 논의는 사회적으로 수용 가능

한 윤리적 기준에 변화를 일으키고 있으며, 새로운 윤리적 기준에 따라 정치인과 기업 간 정경유착을 부정적으로 바라보는 시각이 증가하였다. 이 때문에 정치인이 아닌 기업 경영자에게도 도덕적 자질에 대한 논란이 발생하며, 심한 경우에는 기업 및 기업의 재화와 서비스에 대해 반감을 드러내기도 한다. 이

논문접수일: 2019. 02. 15. 게재확정일: 2019. 03. 07.

* 이 논문은 2018년도 중앙대학교 연구장학기금 지원에 의한 것임. 심도있는 의견을 제공해주신 세 분의 심사위원님께 감사드립니다.

** 중앙대학교 경영경제대학 경영학부 교수(nayoung@cau.ac.kr), 제1저자

*** 중앙대학교 대학원 박사과정(회계학전공)(leedyo@cau.ac.kr), 교신저자

로 인해 비윤리적인 기업이 사업을 지속할 가능성은 점차 낮아지고 있으며, 기업의 윤리적 활동을 제도적인 의무 활동으로 규정하려는 움직임이 확산되고 있다.

이러한 사회적 변화에 발맞추어 학계에서는 기업의 윤리적 활동에 관해 다양한 연구를 진행해왔다. Merchant and Rockness(1994)와 이효익과 최관(1996)은 이익조정에 대해 윤리적 관점에서의 수용가능성을 연구했다. 이후, 다양한 연구에서 이익 조정의 윤리적 측면을 연구했으며 기업윤리를 학술적으로 정의했다(문현주, 2007; 홍순욱, 2017). 나아가 김용성 등(2010) 및 이윤상(2011), 그리고 임형주와 최종서(2013)는 기업윤리를 내면윤리와 외면윤리로 구분하여 둘 사이의 관련성을 연구하였다. 이들 연구에서는 이익조정과 사회적 책임(CSR: corporate social responsibility) 활동을 내면윤리와 외면윤리로 각각 정의하였다.¹⁾ 이러한 기업 윤리의 두 측면은 전통적인 기업 특성요인과 관련성이 있다(국찬표와 강운식, 2011; 주식배와 황진수, 2014; 석준희 등, 2017). 초기에는 도구적 이해관계자이론(instrumental stakeholder theory)과 여유자원이론(slack resources theory)을 기반으로 하여 사회적 책임(CSR) 활동과 기업가치 및 재무성과와의 관련성을 분석한 연구가 주류를 이루었다. 이들 연구에서는 CSR 활동이 기업의 윤리수준을 적절히 반영하고 있으며, 높은 윤리수준은 기업 성과에 긍정적인 영향을 준다는 선순환 구조를 전제한다.²⁾ 기업윤리의 또 다른 관점인 내면윤리는 이익 조정을 통해 재무보고의 투명성을 나타낸다. 박하연

외(2015)에 따르면 경영자가 정보비대칭을 활용하여 사적 이익을 추구할 때 이익조정을 통해 사적 이익추구의 실질을 은폐하며, 재무보고의 투명성과 이익의 질이 감소한다. 이처럼 이익조정은 회계정보의 투명성을 훼손시켜 주주와 이해관계자들에게 피해를 줄 가능성이 매우 높지만 외부에서 통제하기가 어렵기 때문에 기업의 실질적 윤리수준을 나타낸다(김용성 등, 2010; 이윤상, 2011; 임형주와 최종서, 2013).

상술한 내용을 바탕으로, 이익조정이 활발할수록 기업이 적극적으로 재무보고의 투명성을 훼손하는 것을 의미하기에 이익조정이 감소할수록 내면윤리가 우수한 것으로 인식 가능하다. 반면, 활발한 CSR 활동은 사회적 책임을 적극적으로 수행하는 것을 의미하기에 CSR 활동이 증가할수록 외면윤리가 우수한 것으로 인식 가능하다. 도구적 이해관계자이론과 여유자원이론처럼 CSR 활동이 전반적인 윤리수준을 정확히 반영한다면, CSR 활동은 이익조정과 부(-)의 관계를 나타낼 것이다.

그러나 CSR 활동은 대외적 이미지 관리의 일환이며, 기업의 내면윤리를 나타내는 것은 아니라는 관점도 존재한다(Kim et al. 2008; Angela et al. 2016). 윤리 수준이 낮은 기업은 이익 극대화를 위해 사회적으로 용인되기 어려운 활동을 수행하면서 감시를 피하기 위한 목적으로 이익조정을 병행할 가능성이 높다. 동시에 기업 활동의 정당성을 확보하기 위해 CSR 활동을 수행할 수 있다. 또한 기업이 사회·환경적 문제를 야기했을 때 사회적 필요성을 확증해야 한다. 이는 기업이 사회적 활동에 투자하고 있는 건전한 기업임을 홍보할 유인을 발생시키

- 1) 기업윤리에 관한 연구가 필요함에도 불구하고, 이를 명확히 정의한 연구는 전무하다. 김용성 등(2010)과 이윤상(2011)에 의하면 기업의 외면윤리는 사회적 책임(CSR) 활동을 통해 측정하며 기업 외부에서 비교적 쉽게 관찰 가능한 윤리활동이다. 반면, 내면윤리는 이익조정을 통해 측정하며 기업 외부에서는 쉽게 관찰할 수 없는 윤리활동이다(김용성 등, 2010; 임형주와 최종서, 2013). 특히, 이효익과 최관(1996)에 따르면 합법적인 이익조정이라도 윤리적인 문제가 없다고 보기는 어렵기에 이익조정을 내면윤리로 본다.
- 2) 도구적 이해관계자이론에서는 높은 수준의 CSR 활동이 미래 재무성과를 증가시킨다(Barnett and Salomon, 2006; Godfrey et al. 2009). 반면, 여유자원이론은 양호한 재무성과가 미래 CSR 활동을 증가시킬 것이라 예측한다(Godfrey et al. 2009; Surroca et al. 2010). 구체적인 내용은 임형주와 최종서(2013)를 참조할 것(pp.259-263).

며, 사회적 성과를 적극적으로 수행할 동인이 된다. 따라서 기업이 상술한 이유로 CSR 활동을 활발히 수행한다면, CSR 활동은 외면적 이미지 관리의 일환으로서 이익조정과 정(+)의 관련성을 나타낼 것이다. 즉, 기업의 외면윤리와 내면윤리는 상충된다.

이처럼 내·외면윤리의 관계를 바라보는 상반된 관점이 공존하는 이유는 기업의 사회적 관심 및 경영자의 의사결정에 따라 기업의 윤리적 행태에 차이가 발생하기 때문이다. 김유찬 외(2010)에 따르면 기업이 속한 사회적 환경이나 기업에게 향하는 사회적 관심, 그리고 경영자의 상황적 요인은 기업의 윤리적 행태에 차이를 발생시킨다. 따라서 기업의 윤리적 행태를 자세히 분석하기 위해서는 해당 요인들을 살펴볼 필요가 있다. KOSPI 200 지수는 대표적인 주가지수로서, KOSPI 200 소속 기업에 대해 시장참여자들이 부여하는 관심이 크다. 이 때문에 KOSPI 200 소속 기업은 그렇지 않은 기업보다 윤리적 행태에 대한 중요도가 상대적으로 클 것이다. 최고경영층이론(upper-echelons theory)에 따르면 기업윤리행태는 전략적 의사결정의 결과이며 경영자의 의사결정이 매우 큰 비중을 차지한다. 박무성과 나원찬(2016)에 따르면 경영자의 의사결정은 사적이익 추구성향에 영향을 받는다. 그러나 이를 직접 측정하는 것은 현실적으로 불가능하기에 기존 연구에서는 경영자가 처한 상황적 요인을 통해 간접적으로 측정하였다. 구체적으로, 경영자 교체, 경영자 교육수준, 경영자 지분율, 그리고 횡령 배임 여부로 구분하여 이익조정 및 CSR 활동에 미치는 영향을 각각 분석함으로써 경영자의 사적이익 추구성향을 파악하였다(Campbell, 2007; 광영민과 최중서, 2011; 박하연 외, 2015; 손호철과 방성규, 2016).

적극적인 일자리 창출 및 고용 보장과 같이 기업의 윤리적 측면에 대한 관심이 증가하면서 CSR 활동에 대한 제도적 준비를 요구하는 목소리가 꾸준히 증가하고 있다(이상민, 2017). 이는 기업 스스로

윤리적 활동을 적극적으로 수행하고 홍보할 동인을 발생시킨다. 이 때문에 기업윤리의 큰 축인 외면윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정)의 관련성 및 해당 관련성에 영향을 미치는 요인을 파악하는 것은 중요하다. 따라서 CSR 활동과 이익조정의 관련성을 실증분석하고 코스피 속성 및 경영자 상황적 요인에 따른 차이를 분석한다. 본 연구의 제2장에서는 CSR 활동, 이익조정, 코스피 속성 및 경영자 상황적 요인에 대한 이론적 배경을 제시하고 연구가설을 설정한다. 제3장은 연구모형을 제시하며, 제4장은 실증분석결과를 제공한다. 마지막으로, 제5장에서는 결론 도출과 시사점을 제시한다.

II. 이론적 배경 및 가설전개

2.1 기업의 외면윤리 : 사회적 책임(CSR) 활동

CSR 활동은 다양한 이해관계자들 간의 균형을 유지하는 행위로서 윤리적이고 법을 준수하며, 사회, 환경에 공헌하여 수익을 창출하는 기업의 활동이다(Carroll, 1979). 즉, CSR 활동을 수행하는 기업은 윤리적이고 법을 준수하고, 사회, 환경에 공헌하며 수익을 창출하는 기업시민으로 정의된다. 이는 이윤추구만을 목적으로 하지 않고 사회와 환경을 위해 노력하는 윤리적 기업임을 의미한다. 이를 바탕으로 CSR 활동을 다음의 세 가지 관점으로 구분할 수 있다. 첫째, 지속가능경영을 수행하며 이해관계자들에게 정보를 제공하기 위한 자발적인 기업의 투자활동이라는 긍정론(Harrison and Freeman, 1999), 둘째, 대리인 비용의 일부로서 기업의 이익을 훼손하는 불필요한 지출이라는 부정론(Goldreyer and Diltz, 1999), 마지막으로, CSR 활동과 기업가치는 무관하다는 무관론이다(McWilliams and

Siegel, 2001). 긍정론의 관점은 1970년 UN인류 환경회의에서 시작되었다. 무차별적인 개발로 인해 환경오염과 자원고갈의 위험이 존재함을 인식하고, 공공의 이익에 기여하며, 미래세대를 고려하는 장기적 생존전략의 필수요소로서 CSR의 개념이 부각되었다. 이후 국제표준화기구(ISO: international standardization organization)는 ISO26000을 제정하고 CSR 활동에 대한 가이드라인을 구축하는데 이르렀다.³⁾ 이러한 움직임은 CSR 활동이 기업의 실질적인 윤리수준을 적절히 반영하고 있으며, CSR 활동을 통해 기업가치 및 사회와 환경에 긍정적인 영향을 줄 수 있음을 전제로 한다. 반면 부정론의 관점에서 CSR 활동은 기업의 대외적 이미지에 지나지 않는다. 정당성이론(legitimacy theory)에 따르면 기업의 활동으로 인해 지역사회에 부정적인 영향을 초래했을 때 해당 기업은 사회적 지탄을 피하기 위한 수단으로서 CSR 활동을 수행한다(김혜교 등, 2018). 이처럼 CSR 활동을 바라보는 상반된 관점이 공존하기에 실질적인 윤리와의 구분된 외면윤리를 나타내는 지표로 볼 수 있다. 김용성 등(2010)은 환경 및 사회적 측면의 CSR이 외면윤리에 해당한다고 보았다. 따라서 본 연구에서는 CSR 활동을 외면윤리의 측정치로 사용한다.

2.2 기업의 내면윤리 : 이익조정

이익조정에 관한 전통적인 관점은 이익유연화가설과 경영자보상가설, 그리고 부채계약가설이다. 먼저, 이익유연화가설에 따르면 이익의 높은 분산이 주가에 미치는 부정적인 영향을 제한하기 위해 이익조정을 한다(나중길, 1996; 김성혜 등, 2014). 경

영자보상가설에서는 당기목표를 달성한 경영자가 하향이익조정을 통해 차기 목표의 달성 가능성을 증가시킨다(Healy, 1985; 최병현과 이경태, 2004). 부채계약가설에 따르면 회계수치가 채무약관의 제약조건에 근접할 경우 상향의 이익조정을 통해 제약조건에서 벗어나도록 유도한다(Watts and Zimmerman, 1986). 그러나 이익조정의 부정적인 영향이 존재한다. 이익조정은 경영자가 의도적으로 재무보고 과정에 개입하는 비윤리적인 행위로서 회계거래의 복잡성을 증가시키고 회계투명성을 낮춘다(Shuping et al. 2010; 박하연 외, 2015). 문현주(2007)는 이익조정을 회계투명성의 대응치로 사용할 수 있음을 시사하였다. 이를 바탕으로 이운상(2011) 및 임형주와 최종서(2013)는 이익조정을 통해 내면윤리를 측정하였다. 즉, 이익조정은 기업의 실질적인 윤리수준을 저하하는 요소로서 이익조정이 증가할수록 기업의 실질적인 윤리수준은 감소한다. 따라서 본 연구에서는 이익조정을 내면윤리의 측정치로 사용한다.

일반적으로 재량적 발생액을 사용하여 이익조정을 측정하지만 발생액 추정 모형이 처음 소개됐을 때부터 발생액 추정 과정에서 오류가 발생할 수 있다는 주장이 지속적으로 제기되어왔다(Stubben, 2010). 재량적 발생액을 통해 이익조정을 측정한 연구인 Jones(1991)는 발생액을 유동발생액과 비유동발생액으로 구분하여 설명하였다. 이후 Dechow et al. (1995)은 수익의 변화에서 매출채권을 차감하는 방법을 사용하여 경영자의 재량권을 통제할 수정 Jones 모형을 제시하였다. 모형의 이분산성을 해결하기 위해 전기 총자산으로 모형을 표준화 하였으나, 전기 총자산의 역수가 발생액의 구성요소로 포함되는 오류가 발생하였다.⁴⁾ 또한 경영성과가 극단적으로 높

3) ISO26000은 경제주체별 사회적 책임의 이행방법과 관련하여 국제사회의 합의를 도출하기 위해 제정된 국제표준이다. CSR 활동에 대한 가이드라인을 제시하고 있으며, 이를 근거로 하여 한국지배구조원에서 한국 실정에 적합한 가이드라인을 구축하였다(임형주와 최종서, 2013).

4) 수정 Jones모형의 표준화 과정을 간단하게 도식화하면 아래와 같다. (2)에서 (3)으로 넘어가는 과정에서 상수항인 β_0 까지 표준화하여 $\beta_0(1/A_{t-1})$ 회귀식에 포함되게 된다. 이 때문에 전기 총자산의 역수가 발생액의 설명변수가 되는 논리적 오류와, 회귀선이 항상 원점

거나 낮은 기업의 재량적 발생액을 정확히 측정하기 어렵기 때문에 Kothari et al.(2005)은 성과대응 발생액모형을 제시했다. 국내에서도 백원선(2000)은 매출액과 비례하지 않는 항목이 손익계산서에 포함된 경우 Jones모형이 발생액을 과대계상할 수 있음을 발견하였고, 윤순석과 김효진(2013)은 수정 Jones모형으로 추정된 회귀식의 구조적 한계를 지적하였으며 무형자산을 발생액 추정 모형에 포함해야 함을 주장하였다.

2.3 외면윤리와 내면윤리 : 사회적 책임(CSR) 활동과 이익조정

CSR 활동과 이익조정의 관련성을 분석한 연구들은 일관된 분석결과를 나타내지 못하고 있다. Kim et al.(2008)과 Angela et al.(2016)은 CSR 활동과 이익조정 간에 정(+)의 상관관계가 있으며 특히 담배, 무기산업 등 규제산업에 속한 기업들에게서 더 크게 나타나는 것을 발견하였다. 반면 Kim and Venkatachalam(2011)은 규제산업에 속한 기업의 이익조정 수준이 낮음을 발견하였다. Chih et al.(2008)은 설정한 측정치별로 CSR과 이익조정의 관계가 상이한 것으로 나타났다. 국내 연구에서 문현주(2007)는 윤리경영을 하는 기업의 이익조정 수준이 낮은 것을 바탕으로 해당 기업의 내면윤리가 우수함을 주장하였다. 비슷한 관점에서 김선화와 정용기(2013)는 CSR 활동이 우수한 기업에게서 실물이익조정이 감소하는 것을 발견함으로써 CSR 활동이 내면윤리에 긍정적인 영향을 주고 있음을 시사하였다. 임형주와 최중서(2013)의 연구에서도 CSR 활동 수준이 높을수록 이익조정이 감소

하는 것을 발견하였다. 반면, 박소영 외(2017)는 CSR 활동을 하는 기업은 적극적으로 이익조정을 수행한다고 주장하였다. 강선아와 전성빈(2010)에 따르면 기업이 유상증자를 실시하기 이전에 이익상향조정을 수행하였다. 이처럼 선행연구의 결과가 상이한 이유는 기업의 환경 및 경영자의 상황적 요인에 따라 CSR 활동과 이익조정의 관계에 차이가 있기 때문이다.

2.4 코스피 속성

사회적 평판에 대한 중요도가 증가하면서, 기업이 시장참여자들의 관심을 고려한 의사결정을 수행할 동인이 증가하였다. 김유찬 외(2010)는 시장참여자들의 관심 증가가 회계투명성에 긍정적인 영향을 미치는지를 살펴보았다. 구체적으로, KOSPI 200 지수에 신규로 편입된 기업과 편입되지 않은 기업 간에 재량적 발생액의 차이가 있는지를 분석하였다. 연구결과 KOSPI 200 신규 편입 기업은 그렇지 않은 기업과는 다르게 하향의 이익조정을 수행하는 것으로 나타났다. 이는 기업이 의사결정 과정에서 시장의 참여자들의 관심을 고려하고 있음을 의미한다. 즉, KOSPI 200 소속 기업은 시장참여자들의 관심을 고려하여 의사결정을 한다.

2.5 경영자 상황적 요인

기업 내에서 경영자의 권한은 매우 크며, 기업 의사결정 전반에 상당한 영향을 준다. Graham et al.(2005)에 따르면 경영자는 기업의 영업, 투자, 재무활동에 직접적으로 관련된 중요한 의사결정을

(0. 0)을 지나게 되는 구조적 오류가 발생한다(윤순석과 김효진, 2013 : pp.69-71).

(1) $TA_t = CA_t + NCA_t$ (총발생액=유동발생액+비유동발생액)

(2) $TA_t = \beta_0 + \beta_1 CA_t + \beta_2 NCA_t + \varepsilon_t$ (통계식으로 변환)

(3) $TAt/A_{t-1} = \beta_0(1/A_{t-1}) + \beta_1(CA_t/A_{t-1}) + \beta_2(NCA_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t$ (표준화)

함과 동시에 재무보고에 관한 책임이 있다. 재무제표의 작성 및 보고에 관련되어 회계기준에서 허용된 범위 내의 재량권을 행사할 수 있으며, 경영자 개인의 판단에 따라 활용할 여지가 있다. 대리인이론(agency theory)에 따르면 정보 비대칭으로 인해 경영자가 사적이익을 추구하는 도덕적 해이가 발생할 수 있으며, 이를 방지하기 위해 주주는 경영자의 행동을 충분히 감시해야 한다. 이 과정에서 이사회 의 역할이 중요하기에 지배구조의 영향을 함께 고려해야 한다(Jensen and Meckling, 1976; Amstrong et al. 2010). 경영자의 사적이익 추구는 기업의 경제적 의사결정 뿐 아니라 윤리적 행태에도 중요한 영향을 미친다(류두원 외, 2017). 그러나 경영자의 사적이익 추구성향을 측정하는 것은 현실적으로 불가능하기 때문에 경영자 근속연수(이아영 외, 2009; 광영민과 최종서, 2011), 경영자의 교육적 배경(하영범과 이성희, 2014:), 경영자 지분율(손호철과 박성규, 2016), 횡령 배임 여부(이성욱과 김유찬, 2011; 박하연 외, 2015) 등 상황적 요인을 통해 간접적으로 측정하였다.

2.5.1 경영자 근속연수

경영성과에 따라 경영자가 받을 수 있는 보수에 차이가 있기에 임기 내의 경영성과를 극대화할 동인이 있다. 빅배스이론(big-bath theory)에 따르면 경영자는 선임초기 하향의 이익조정을 통해 당기의 실적을 미래로 이연시키고자 하며, 자신의 성과평가에 대한 기준치를 낮추려 한다(Pourciau, 1993; 이아영 외, 2007; 김영숙과 최만식, 2016). 이를 통해 전임 경영자에게 전가할 수 있는 당기의 실적을 낮게 계상하고 자신에게 돌아오는 미래의 실적을 상대적으로 우수하게 계상하여 기대보수를 극대화할 수 있다. 이아영 외(2007)는 선임초기 경영자의 실적이연이 실제로 존재하는지를 분석하였다. 구체적

으로, 경영자 교체가 발생한 시점에 재량적 발생액의 변화를 분석함으로써 경영자가 교체된 해에 재량적 발생액이 증가하는 것을 발견하였다. 이는 선임초기 경영자가 하향의 이익조정을 통해 당기실적을 미래로 이연시키고 있음을 의미한다.

광영민과 최종서(2011)는 경영자의 실적이연행태가 선임초기 경영성과에 대한 책임의 정도에 따라 차이가 있는지를 살펴보았다. 구체적으로, 전임경영자 퇴임유형과 신입경영자 영입유형을 구분한 뒤 각 유형별 이익조정행태를 비교 분석하였다. 연구결과, 전임경영자가 자발적으로 퇴임하고 신입경영자가 외부에서 영입된 경우에는 경영자가 교체된 해에 상향의 이익조정이 관찰되었다. 반면, 전임경영자가 강제로 퇴임되고 신입경영자가 내부에서 승진된 경우에는 경영자 교체 첫 해에 하향의 이익조정이 발견되었다. 이러한 결과는 경영성과의 책임정도에 따라 선임초기 경영자의 실적이연행태에 차이가 있음을 의미한다. 김영숙과 최만식(2016)에 따르면 우리나라 상장 기업들은 대부분 선임초기 하향의 이익조정을 하고 있으며, 대주주 지분율이 높을수록 이익조정 행태가 감소한다. 이는 지배구조가 우수할수록 감시효과가 증가하여 경영자의 사적이익 추구 성향이 감소함을 의미한다.

2.5.2 경영자의 교육적 배경

사적이익 추구성향은 교육수준에 따라 차이가 있다. Wiersema and Bantel(1992)에 따르면 교육수준은 개인의 업무능력과 관계가 있으며 인지능력 형성에 중요한 역할을 한다. 교육수준이 높을수록 불확실한 상황을 파악하는 능력이 뛰어나며, 이를 타개하는 능력이 우수하다(Bantel and Jackson, 1989). 다양한 정보의 해석 및 비교분석 능력이 우수하여 장기적으로 수익창출이 가능한 의사결정을 한다(하영범과 이성희, 2014). 이러한 관점에서 고학

력 경영자는 미래현금흐름에 부정적인 영향을 주는 이익조정을 지양할 것이다. Campbell(2007)에 따르면 경영자의 교육수준과 윤리수준은 긍정적인 관련성이 있다. 이는 외면윤리와 내면윤리가 일치할 가능성이 높음을 의미한다. 즉, CSR 활동을 활발히 수행하는 고학력 경영자는 이익조정을 감소시킬 것이다.

2.5.3 경영자 지분율

안주주의 가설에 따르면 일정수준을 초과한 경영자의 지분율은 과도한 재량권을 부과하여 사적이익 추구 성향을 증가시킨다(Warfield et al. 1995; Fan and Wong, 2002). 반면, 이해일치가설에 따르면 경영자의 지분율이 증가할수록 주주와 이해관계가 일치하며, 사적이익 추구 성향이 감소한다(Jensen and Meckling, 1976; Demsetz and Lehn, 1985). 이처럼 경영자의 지분율이 이익조정에 미치는 영향에 대해서는 상반된 관점이 공존한다. 이는 지분율에 따른 이익조정 행태가 소유경영자와 전문경영자 간에 다르게 나타나기 때문이다. 전문경영자의 이익조정 동인은 자신의 보수나 명성과 관련되기에, 지분율이 증가하여 재량권의 범위가 증가할수록 이익조정을 증가시켜 보수와 명성을 극대화하고자 한다(Healy, 1985; DeAngelo, 1988). 반면, 소유경영자는 기업의 설립자이거나, 설립자의 특수관계자이며 가족 구성원이 다양한 형태로 경영일선에 참여하는 경우가 많다(Morck and Yeung, 2004). 이 때 소유경영자의 경영실패는 가족 전체 부의 위협으로 이어질 수 있기에 대리인비용을 증가시키는 이익조정을 제한한다(Zahra et al. 2004).

주석배와 황진수(2014)에 따르면 국내 상장기업은 대부분 소유경영체제를 유지하고 있기에 지분율을 사용하여 소유경영자를 구분한다.⁵⁾ 전홍민 외(2013)는 경영자 지분율이 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 경영자 지분율이 증가할수록 이익조정이 감소하는 것으로 나타났다. 이는 소유경영자가 이익조정을 제한함을 의미한다.

2.5.4 경영자의 횡령

이성욱과 김유찬(2011)은 이익조정 이외에 횡령이라는 또 다른 관점의 회계부정행위가 존재함을 주장하였다.⁶⁾ 횡령은 허락되지 않은 기업의 자산을 경영자가 사적이익을 위해 사용하는 심각한 범죄행위이다(황명철 외, 2008; 이성욱 외, 2010). 횡령을 저지른 경영자는 이를 은폐하기 위해 이익조정을 수행할 가능성이 높다. 박하연 외(2015)는 경영자가 횡령사실을 은폐하기 위해 이익조정을 수행하는지를 실증분석하였다. 구체적으로 횡령사건이 발생한 기업을 대상으로 횡령발생과 재량적 발생액 및 실물활동 이익조정의 변화를 관찰하였다. 분석결과, 경영자의 횡령과 재량적 발생액 및 비정상영업 현금흐름 간에 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 이를 통해 경영자가 이익조정을 통해 횡령사실을 은폐하고 있음을 실증적으로 검증하였다. 한편, 정당성이론에 따르면 횡령을 통해 실추된 이미지를 회복하기 위해 CSR 활동을 증가시킬 가능성도 존재한다. 김유찬과 강윤식(2017)은 기업이 횡령 발생 이후부터 지속적으로 지배구조를 개선하고 CSR 활동을 활발히 수행하는 것을 발견했다. 이는 경영자가 횡령사실을

5) 국내 상장기업은 대부분 설립자 경영체제를 유지하고 있기에 경영자가 설립자 혹은 설립자의 특수관계자를 소유경영자로 구분한다면, 대부분의 경영자가 소유경영자로 분류되는 문제가 발생한다. 따라서 본 연구에서는 경영자가 소유한 보통주 지분율이 5%이상인 경우에 소유경영자로 구분한다.

6) 횡령과 배임은 법률상 행위의 주체와 범죄의 객체에 따라 차이가 있다(형법 제355조). 그러나 실무적으로 유사한 성격의 범죄행위이기에 횡령으로 용어를 통일한다.

은폐하기 위해 CSR을 사용하고 있음을 시사한다.

2.6 본 연구와 선행연구의 차별성

기업윤리를 바라보는 관점은 크게 기업의 내면윤리로서의 이익조정과 기업의 외면윤리로서의 CSR 활동이 있다. 두 기업윤리는 서로 관련성이 있으며 기업의 다양한 의사결정에 따라 상호관련성에 차이가 발생한다. 기업의 의사결정은 주로 기업이 속한 환경과 경영자의 가치관에 영향을 받기 때문에 외면윤리와 내면윤리의 관련성은 기업을 향한 시장참여자들의 관심과 경영자 사적이익 추구성향에 따라 차이가 발생한다. 그럼에도 불구하고 기존 연구에서는 기업의 내·외면윤리의 일치성 여부, 혹은 기업 및 경영자의 특성이 개별 윤리에 미치는 영향만을 분석하는데 머무르고 있다. 따라서 외면윤리와 내면윤리의 관련성을 명확히 파악하기 위해 코스피 속성과 경영자의 상황적 요인에 따른 영향을 분석할 필요가 있다.

선행연구에서는 KOSPI 200 소속 여부에 따라 기업을 향한 사회적 관심에 차이가 있음을 발견하고 이에 따른 기업의 윤리적 행태 변화를 분석하였다. 또한 경영자의 사적이익 추구성향을 측정할 수 있는 다양한 변수를 설정하여, 해당 변수가 CSR 활동 혹은 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다.

본 연구와 선행연구의 차별성은 다음과 같다. 먼저, 내면윤리와 외면윤리의 관련성이 기업 및 경영자의 상황적 요인에 따른 차이가 있는지를 분석했다. 선행연구에서는 두 기업윤리의 관련성만을 분석하거나, 경영자의 사적이익 추구성향이 개별 윤리 활동에 미치는 영향만을 분석하였다. 그러나 기업의 윤리 행태는 다양한 의사결정요인과 연관되어 있기에 두 기업윤리의 관련성이 코스피 속성과 경영자의 상황적 요인에 따른 차이가 있는지 분석할 필요가 있다. 다음으로, 기업윤리의 상호관련성을 분석하여 연구결과의 강건성을 높였다. 기존연구는 대체로 외

면윤리가 내면윤리에 미치는 영향(즉, CSR활동이 이익조정에 미치는 영향)만을 분석하였다. 그러나 기업윤리는 상호 간에 영향을 줄 수 있기에 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향(즉, 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향)을 함께 고려할 필요가 있다.

따라서 본 연구에서는 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향과 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향을 함께 고려하여 기업윤리의 상호관련성을 분석하였다. 이를 위해 이단계최소제곱법(two-stage least squares: 2SLS)을 사용하여 분석을 진행했다. 이는 기업윤리의 상호관련성을 실증분석하는 과정에서 내생성 문제가 발생할 수 있기 때문이다.

2.7 가설전개

CSR을 설명하는 이론은 크게 정치적 이론, 윤리적 이론, 통합이론, 그리고 도구이론 네 가지로 구분할 수 있다(Garriga and Mele, 2004). 먼저 정치적 이론에 따르면 기업 스스로 기업이 속한 사회에 공헌하기 위한 방안을 강구하고 이를 구체화해야 한다(Carroll, 1979; Matten and Crane, 2005). 윤리적 이론에 따르면 기업 스스로 이해관계자들의 이익을 보호해야하며 이를 위해 CSR 활동을 수행할 의무가 있다(Phillips et al. 2003). 통합이론에 따르면 기업의 성공과 실패는 사회에 의존하기 때문에 사회적 요구를 반영한 의사결정을 수행할 의무가 있다(Swanson, 1995). 마지막으로, 도구이론은 주주의 이익극대화를 위한 도구로서 CSR을 사용한다는 관점이다(McWilliams and Siegel, 2001; Mackey et al. 2007). 정치적 이론, 윤리적 이론, 그리고 통합이론의 관점에서 기업은 도덕적으로 활동할 유인을 갖고 자발적으로 CSR 활동을 수행하는 윤리적 사회 구성원이다. 이 때 기업의 CSR 활동은 내면윤리와 긍정적 관련성을 나타낼 것이다. 즉, CSR 활동이 증가할수록 이익조정이 감

소한다. 반면, 도구이론의 관점에서 기업은 가치증대를 통한 주주이익 극대화를 위해 CSR 활동을 전략적으로 사용한다. 이 때 기업의 CSR 활동은 이미 지 관리의 일환이며 내면윤리와 부정적인 관련성을 나타낼 것이다. 즉 CSR 활동이 증가할수록 이익조정이 증가한다(McWilliams and Siegel, 2001; 석준희 등, 2017). 이처럼 상반된 관점이 공존하기에 CSR 활동(외면윤리)과 이익조정(내면윤리)의 관련성을 분석할 필요성이 있다.

일반적으로 기업은 명성을 유지하거나, 좋은 이미지를 얻기 위해 CSR 활동을 수행한다(Grow et al. 2005; Linthicum et al. 2010). 경영자는 기업의 명성에 부정적인 영향을 줄 수 있는 비윤리적인 행동을 회피할 유인이 존재하기 때문에 이익조정을 감소시킬 것으로 예상할 수 있다(김용성 외, 2010; 이운상, 2011; 임형주와 최중서, 2013). 반면, 국외 선행연구에서는 CSR 활동이 이익조정을 증가시키는 결과를 보여주고 있다. Fritzche(1991)는 CSR 활동이 회계부정을 증가시킬 수 있음을 시사하였다. Hemingway and Maclagan(2004)에 따르면 기업은 위법행위나 부당경영이 발생했을 때, 이를 은폐하기 위해 CSR을 사용한다. 이처럼 기업의 CSR 활동과 이익조정의 관련성은 기업이 속한 환경에 따라 차이가 존재하며, 사회적 관심의 차이에 의해 발생한다. 즉, 기업에게 향하는 사회적 관심이 클수록 CSR 활동에 대한 사회적 관심이 증가하며, CSR 활동이 실질적으로 기업 윤리를 반영하지 않을 때 해당 기업에 투자를 보류한다.

재무정보만을 유일한 투자지표로 삼던 과거와 달리, 최근의 투자자들은 윤리적 측면에서 기업의 사회적 책임 및 지배구조와 같은 CSR 활동에 많은 관심을 갖는다. 만약 CSR 활동이 기업의 실질적인 윤

리 수준을 반영한다면 CSR 활동은 이익조정에 부정적인 영향을 줄 것이다. 한편, 기업에게 향하는 사회적 관심이 증가할수록 CSR 활동에 대한 투자자의 관심도 커진다. 김유찬 외(2010)에 따르면 KOSPI 200 소속 기업은 그렇지 않은 기업보다 시장이 부여하는 관심이 크기에 윤리적 행태에 대한 중요도가 상대적으로 크다. 이 때문에 CSR 활동과 이익조정의 관련성은 KOSPI 200 소속 여부에 따라 차이가 있을 것이다.⁷⁾ 따라서 코스피 속성(KOSPI 200 소속 여부)에 따라 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향에 차이가 있는지를 분석하기 위해 다음의 가설 1을 전개하고자 한다.

가설 1: 코스피 속성 및 외면윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정)의 관련성

가설 1-1: 기업의 CSR 활동은 이익조정을 감소시킨다.

가설 1-2: 코스피 속성에 따른 기업의 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향에 차이가 있다.

회계는 다양한 이해관계자들에게 기업에 관한 신뢰할 수 있는 정보를 제공하는 경제적 요소이다. 그러나 각종 회계스캔들을 통해 알 수 있듯이 기업의 부정행위 수단으로도 사용될 수 있다. 양동훈과 고은정(2017)에 따르면 경영자 윤리수준은 기업의 윤리적 행태에 중대한 영향을 주기에 회계의 부정적인 사용을 방지하기 위해 재무제표 작성의 총 책임자인 경영자의 사적이익 추구성향이 매우 중요하다(Loe et al. 2000). 경영자의 사적이익 추구성향은 '경영자 선임초기 여부', '경영자의 교육수준', '소유경영자 여부', '경영자의 횡령 경험 여부'와 같이 상황적 요

7) 일반적으로 코스피 속성에 따른 차이를 분석할 때 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분하여 연구를 진행한다. 그러나 본 연구의 주요 관심변수인 CSR 활동을 측정하기 위해 사용한 ESG 지수는 유가증권시장의 기업만을 대상으로 하고 있다. 따라서 KOSPI 200 소속 여부를 통해 코스피 속성에 따른 차이를 분석한다.

인에 영향을 받는다.

먼저, 선임초기의 경영자는 전임 경영자에게 전가할 수 있는 당기의 실적은 고의적으로 낮추고, 자신에게 돌아올 미래 기간의 실적은 상대적으로 우수하게 보이게 할 유인이 존재한다(Pourciau, 1993; 이아영 외, 2007; 2009). 이는 당기의 실적을 미래로 이연시키기 위해 이익조정을 수행할 가능성이 있다는 것을 의미한다. 즉, 선임초기 경영자에게서 외면윤리와 내면윤리가 상충할 가능성이 높다. 고학력 경영자는 업무능력이 뛰어나며 다양한 정보를 해석하고 비교하는 능력이 우수하여 장기적 관점에서 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 의사결정을 한다(하영범과 이성희, 2014). 이는 기업의 장기적 이익을 위해 사적이익을 제한하며 이익조정을 감소시킬 가능성이 높음을 의미한다. 즉, 고학력 경영자에게서 외면윤리와 내면윤리가 일치할 가능성이 높다. 소유경영자는 주주와의 이해가 일치되며 보수적인 의사결정을 할 가능성이 높기에 이익조정을 제한한다(Zahra et al. 2004:). 이는 사적이익 추구 성향을 제한하여 이익조정을 감소시킬 가능성이 높음을 의미한다. 즉, 소유경영자에게서 외면윤리와 내면윤리가 일치할 가능성이 높다. 마지막으로, 박하연 외(2015)에 따르면 경영자의 횡령은 이익조정을 증가시킨다. 횡령을 통해 경제적 이득을 취한 경영자는 추후에 동일한 방식으로 이득을 취할 유인이 존재하며 이를 은폐하기 위해 CSR 활동과 이익조정을 사용할 수 있다. 이는 경영자가 횡령사실을 은폐하기 위해 이익조정을 수행할 가능성이 있다는 것을 시사한다. 즉, 횡령 경험 경영자에게서 내면윤리와 외면윤리가 상충할 가능성이 높다. 이처럼 내·외면윤리의 관련성은 경영자가 처한 상황에 따라 차이가 있다. 따라서 경영자 상황적 요인에 따라 기업의 외면윤리수준이 내면윤리에 미치는 영향에 차이가 있는지를 분석하기 위해 다음의 가설 2를 전개하고자 한다.

가설 2: 경영자 상황적 요인에 따른 외면윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정) 간의 관련성

가설 2-1: 경영자의 선임초기 여부에 따른 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향에 차이가 있다.

가설 2-2: 경영자의 교육수준에 따른 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향에 차이가 있다.

가설 2-3: 소유경영자 여부에 따른 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향에 차이가 있다.

가설 2-4: 경영자의 횡령 경험 여부에 따른 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향에 차이가 있다.

III. 연구모형

3.1 변수정의 및 변수측정

3.1.1 내면윤리의 측정

본 연구의 주요 관심변수인 기업의 내면윤리수준은 발생액 및 실물활동을 통한 이익조정 측정치를 사용하여 측정한다. 먼저, 발생액 이익조정 측정치는 성과조정모형과 수정 Jones모형을 사용한다. 발생액의 측정은 Jones(1991)의 모형으로 시작되었으며, Dechow et al.(1995)은 경영자의 재량적 판단으로 매출채권에 변화가 발생할 수 있음을 파악하고 이를 반영한 수정 Jones모형을 제안하였다. Kothari et al.(2005)은 수정 Jones모형이 제1종 오류를 범할 수 있다는 한계점을 지적했으며, 재무성과를 고려한 성과조정 발생액 모형을 고안하였다. 따라서 본 연구에서는 성과조정모형과 수정 Jones모형을 함께 사용하며, 이들의 모형은 아래의 식(1), 식(2)

와 같다.⁸⁾ 모형에서 설정한 발생액의 구성요소로 설명되지 않는 부분인 잔차(ε)의 절대값을 발생액 이익조정 측정치로 사용한다.⁹⁾

$$\begin{aligned} TACC_{i,t}/Asset_{i,t-1} &= \beta_0 + \beta_1 1/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_3 PPE_{i,t}/Asset_{i,t-1} + \beta_4 ROA_{i,t-1} \\ &+ \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{식(1)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} TACC_{i,t}/Asset_{i,t-1} &= \beta_0 + \beta_1 1/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_2(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t})/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_3 PPE_{i,t-1}/Asset_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{식(2)} \end{aligned}$$

여기에서,
 TACC : 총발생액
 Asset : 기말 자산총계
 ΔREV : 매출액 변화분
 ΔREC : 매출채권 변화분
 PPE : 유형자산
 ROA : 총자산 수익률

실물활동 이익조정은 Roychowdhury(2006)와 Cohen and Zarowin(2010)이 제안하고 확장한 실물활동 이익조정 측정모형을 이용한다. 먼저 식(3), (4), (5)를 통해 정상적인 수준의 영업현금흐름(CFO)과 제조원가(PROD), 재량적 지출(DEXP)을 추정하고 실제 매출액(Sales)과 매출액 변화(ΔSales)로 설명되지 않는 부분인 잔차(ε)를 통해 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가, 비정상 재량

적 지출을 추정한다. 일반적으로 제조 및 가격, 그리고 재량적 지출을 조정하여 실물활동 이익조정을 수행하기 때문에, 경영자가 이익조정을 수행한다면 각각의 비정상 실물활동 측정치에 특이성이 발견될 것이다.¹⁰⁾

$$\begin{aligned} CFO_{i,t}/Asset_{i,t-1} &= \beta_1 1/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_2 Sales_{i,t}/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_3 \Delta Sales_{i,t}/Asset_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots \text{식(3)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} PROD_{i,t}/Asset_{i,t-1} &= \beta_1 1/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_2 Sales_{i,t}/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_3 \Delta Sales_{i,t}/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_4 \Delta Sales_{i,t-1}/Asset_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots \text{식(4)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} DEXP_{i,t}/Asset_{i,t-1} &= \beta_1 1/Asset_{i,t-1} \\ &+ \beta_2 Sales_{i,t}/Asset_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{식(5)} \end{aligned}$$

여기에서,
 CFO : 영업활동으로 인한 현금흐름
 Asset : 자산총계
 PROD : 제조원가(매출원가 + 재고자산 변화분)
 Sales : 매출액
 DEXP : 재량적 지출(복리후생비 + 관리비 + 판매비 + 개발비 + 광고선전비 - 세금과공과 - 감가상각비 - 임차료)

다음으로 각각의 비정상 실물활동의 측정치를 통합하여 실물 이익조정 측정치를 산출한다. Cohen and Zarowin(2010)은 비정상 영업현금흐름과 비

8) 발생액 추정 모형이 처음 소개된 이후로 발생액 추정 과정에서 오류가 발생할 수 있다는 주장이 지속적으로 제기되어 왔다. 이 때문에 대부분의 연구에서는 수정 Jones모형과 성과대응모형을 병용하여 발생액을 추정한다. 그러나 두 모형 모두 총자산의 역수가 발생액의 구성요소로 포함되는 구조적 문제 및 무형자산의 중요성을 적절히 반영하지 못하고 있다는 한계점이 있다. 따라서 실증분석 과정에서 이러한 문제를 완화한 윤순석과 김효진(2013)의 모형을 통해 측정된 재량적 발생액을 함께 사용하였다.

9) 발생액 이익조정의 측정모형에서 재량적 발생액으로 설명되지 않는 부분(즉, 모형의 잔차)의 부호를 통해 이익조정의 방향을 측정한다. 경영자는 다양한 요인을 고려하여 이익조정의 방향을 결정하며, 상·하향 이익조정의 동인은 분명한 차이가 있다(곽영민과 최중서, 2011; 박하연 외, 2015). 그러나 본 연구에서는 이익조정의 수준을 측정하는 것이 목적이기에 잔차에 절대값을 취하여 사용한다.

10) 상향의 이익조정을 위해 과잉제조를 하게 되면, 단위당 고정 제조 간접비가 감소하여 보고이익이 증가한다. 이 때 실제 제조원가와 추정 제조원가 간에 괴리가 발생하여 비정상 제조원가가 증가한다. 비정상적 가격인하의 경우에는 매출액이 현금흐름에 비해 과대계상되며 비정상 영업현금흐름은 감소한다. 재량적 지출 감소를 통한 상향의 이익조정을 수행한 경우에는 비정상 재량적 지출이 감소한다. 구체적인 내용은 Roychowdhury(2006)을 참조할 것(pp.339-343).

정상 제조원가의 통합은 중복계산으로 인한 오류가 발생할 수 있음을 지적하였다. 따라서 이를 방지하기 위해 식(6)과 식(7)으로 구분하여 통합 측정치를 산출한다.¹¹⁾

$$TR = abCFO - abDEXPD \dots\dots\dots \text{식(6)}$$

$$TR = abPROD - abDEXP \dots\dots\dots \text{식(7)}$$

여기에서,

TR : 실물활동 이익조정 측정치

abPROD : 비정상제조원가

abCFO : 비정상적영업현금흐름

abDEXP : 비정상재량적 지출

3.1.2 외면윤리의 측정

본 연구에서 기업의 외면윤리수준을 나타내는 CSR 활동은 한국기업지배구조원의 기업 지속가능경영보고서를 기초로 산출한 ESG 지수를 사용하여 측정한다. 2000년대 초반까지 CSR 활동은 사회, 환경, 윤리의 영역으로 구분되었다. 그러나 최악의 회계부정 사건으로 회자되는 Enrone사태를 겪은 2002년 이후로 지배구조의 중요성이 드러나게 되면서 지배구조가 윤리의 영역을 대신하게 되었다. 최근에는 사회, 환경, 지배구조를 대표적인 지속가능경영의 영역으로 구분하여, 사회와 환경에 투자하고 투명한 지배구조를 지닌 기업을 지속적으로 성장하는 기업으로 인식한다. 따라서 지배구조영역의 중요성을 고

려한 ESG 지수를 사용하여 CSR 활동을 측정하며, KEJI지수를 통해 측정된 CSR 활동을 보조적으로 사용한다.¹²⁾

3.1.3 독립변수의 측정

본 연구의 주요 관심변수인 코스피 속성은 KOSPI 200 소속 여부로 측정한다. 김유찬 외(2010)에 따르면 시장참여자들은 KOSPI 200 지수에 속한 기업에 더 많은 관심을 갖고 기업의 윤리적 행태에 주의를 기울인다. 이 때문에 KOSPI 200 소속 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 윤리적 활동에 대한 중요도가 크다고 볼 수 있다. 따라서 KOSPI 200 소속 여부로 코스피 속성을 구분한다.

본 연구의 또 다른 관심변수인 경영자 상황적 요인을 측정하기 위해서는 경영자에 대한 정의가 필요하다. 국내기업은 대표이사가 여러 명인 경우가 빈번하기 때문에 동일 회계연도에 대표이사직을 맡은 임원 중 가장 서열이 높은 임원을 경영자로 정의한다. 당해 회계연도와 직전 회계연도를 비교하여 동일한 경영자가 동일한 직급에 재직하지 않는 경우에는 경영자가 교체된 것으로 인식하고 선임초기(TEN)로 정의하였다. 경영자의 최종 학력이 석사학위 이상인 경우에는 고학력 경영자(EDU)로 정의하였다. 기업의 경영자가 설립자이거나, 설립자의 이해관계자이거나, 소유지분이 5%이상인 경영자는 소유경영자(OWN)로 구분하였다.¹³⁾ 경영자가 횡령 처벌을 받

11) 실물활동 이익조정의 측정모형에서 정상적인 수준의 실물활동 측정치로 설명되지 않는 부분(즉, 모형의 잔차)이 갖는 부호를 통해 실물활동 이익조정의 방향을 측정한다. 그러나 본 연구에서는 이익조정의 수준을 측정하는 것이 목적이기 때문에 잔차에 절대값을 취하여 사용한다.

12) CSR 활동을 측정하는 대표적인 측정치는 한국지배구조원의 ESG 지수와 경제정의연구소의 경제정의지수(KEJJI Index)가 있다. 경제정의지수는 기업의 건전성, 공정성, 사회공헌, 환경경영, 소비자보호, 직원만족도를 통하여 CSR 활동을 측정한다. 그러나 경영자의 행동을 바탕으로 한 기업의 윤리적 행태를 분석함에 있어서 경영자의 사적이익 추구성향을 파악하는 것이 필수적이다. Armstrong et al.(2010)에 따르면 기업의 지배구조가 사적이익 추구성향에 중대한 영향을 주기에, 지배구조 중요성을 함께 고려한 ESG 지수가 KEJI 지수보다 더 유용하지만 본 연구에서는 유의한 차이가 없었다(표 4-2) 참조.

13) 주석배와 황진수(2014)에 따르면 국내 상장기업은 대부분 설립자 경영체제를 유지하고 있다. 이 때문에 설립자 혹은 설립자의 특수관계자를 소유경영자로 구분한다면, 대부분의 경영자가 소유경영자로 분류되는 문제가 발생한다. 따라서 경영자의 지분율을 기준으로 소유경영자를 구분한다.

은 경력이 있는 경우, 횡령 경험 경영자(FRA)로 구분하였다.¹⁴⁾

3.1.4 가설 1의 검정모형 : [코스피 속성 및 외면 윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정)의 관련성]

CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향이 코스피 속성에 따라 차이가 있다는 가설 1을 검정하기 위해 모형(1)을 설정한다. 모형(1)의 종속변수는 내면윤리의 추정치(DA, TR)이다. 가설 1의 주요 관심변수 CSR 활동(CSR)은 한국기업지배구조원의 ESG 지수를 사용하여 측정한다. 시장참여자들의 관심도에 따른 기업의 윤리적 행태 차이를 측정하기 위해 KOSPI 200 소속 여부를 보여주는 더미변수(KOS200)를 사용한다. 가설 1-1에 따라 CSR 활동 수준이 높은 기업들의 윤리수준이 실질적으로 우수하다면, 이해관계자들에게 보다 신뢰할 수 있는 재무정보를 제공하기 위해 이익조정을 제한할 것으로 기대된다. 이 때 CSR 변수는 부(-)의 값을 나타낼 것이다. 반면 CSR 활동을 기업 이미지 관리의 수단으로 사용한다면 CSR 변수는 정(+)의 값을 나타낼 것이다.¹⁵⁾ 가설 1-2에 따라 시장참여자들의 관심이 높은 기업과 그렇지 않은 기업 간에는 외면윤리와 내면윤리의 관련성에 대한 인식에 차이가 있을 것이다. 즉, (KOS200×CSR) 변수는 통계적으로 유의한 값을 가질 것이다.

$$[(DA_{i,t}), (TR_{i,t})] = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2 (KOS200_{i,t} \times CSR_{i,t}) + Controls + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{모형(1)}$$

여기에서,

- DA : 식(1)과 식(2)에서 구한 재량적 발생액의 절대값
- CSR : 사회, 환경, 지배구조점수
- TR : 식(6)에서 구한 실물활동 이익조정의 절대값
- KOS200 : KOSPI 200 소속기업이면 1, 그렇지 않으면 0

Controls

- Size : 시가총액의 자연대수
- CFO : 영업활동 현금흐름/전기총자산
- Grow : 총자산 증가율(전기총자산/당기총자산)
- Lev : 부채비율(부채총계/총자산)
- Loss : 전기 순이익이 음(-)이면 1, 그렇지 않으면 0
- R&D : 연구개발비/매출액
- SLS : 대주주지분(대주주 및 특수관계자 주식 수 / 총 주식 수)
- PRED A : 전기 총 발생액
- Big4 : 감사인이 Big4 회계법인이면 1, 그렇지 않으면 0
- FirmAge : 2016 - 기업설립연도
- True : Cohen and Zarowin(2010)의 실물활동 통합 측정치
- Disc : 수정 Jones모형을 통해 구한 재량적 발생액

기업규모에 따른 차이를 통제하기 위해 기업규모(Size)를 모형에 추가한다. 정치적 비용가설에 따라 기업규모(Size)는 부(-)의 값을 가질 것으로 예측한다. 성장성이 높은 기업일수록 이익을 상향보고할 유인이 존재한다. 해당 영향을 통제하기 위해 총자산 증가율(Grow)을 모형에 추가하며, 정(+)의 값을 가질 것으로 예측한다. 경영성과가 높은 기업은 이익을 상향할 유인이 낮기 때문에 CFO 변수로 해당 영향을 통제하며 부(-)의 값을 가질 것으로

14) 여러 선행연구를 통해 CSR 활동, 이익조정, 코스피 속성 및 경영자 특성 변수에 영향을 주는 다양한 요인들이 관찰되었다. 본 연구에서는 이러한 요인들을 통제변수로 설정하였다. 이에 대한 자세한 설명은 연구모형을 통해 기술한다.

15) CSR 활동 수준이 높다는 것은 외면윤리수준이 우수함을 의미한다. 반면, 이익조정 수준이 높다는 것은 비윤리적인 행태를 적극적으로 시행한 것을 의미한다. 따라서 내면윤리 측정변수(DA, TR)가 낮을수록 내면수준이 높은 것으로 본다.

예측한다. 부채계약가설에 의하면 재무상태가 좋지 않은 기업은 부채계약 위반을 회피하기 위해 이익을 상향조정할 유인이 존재한다. 해당 영향을 통제하기 위해 Lev 변수를 모형에 추가하며 정(+)의 값을 가질 것으로 예측한다. Loss 변수를 사용하여 적자 기업이 이익을 상향조정하려는 유인을 통제하였으며 정(+)의 값을 가질 것으로 예측한다. 효율적인 감시는 이익조정과 CSR 활동이 경영자의 사적이익을 추구하기 위한 방법으로 사용되는 것을 제한할 수 있다. 김영숙과 최만식(2016)에 따르면 대주주의 지분율이 높을수록 경영자의 하향 이익조정 행태가 감소하는데, 이는 대주주 지분율이 높을수록 경영자에 대한 감시효과가 커지는 것을 의미한다. 따라서 기업의 윤리행태에 감시효과가 미치는 영향을 통제하기 위해 대주주지분(SLS)을 모형에 추가한다. 감사품질과 연구개발비의 영향을 각각 통제하기 위하여 Big4 변수와 R&D 변수를 모형에 추가하였으며, 발생액의 반전현상을 통제하기 위해 PREDA 변수를 추가하였다. 기업의 성장과정에서 차별적으로 나타나는 이익조정 행태를 통제하기 위하여 FirmAge 변수를 추가하였다. Cohen et al.(2008)에 따르면 기업은 발생액 이익조정과 실물활동 이익조정을 병행할 가능성이 있다. 따라서 종속변수로 발생액(DA)을 사용한 모형은 실물활동 이익조정 측정치(True)를, 실물활동 이익조정을 사용한 모형(TR)은 발생액 측정치(Disc)를 추가하여 해당 영향을 통제한다. 마지막으로, 산업별 특성과 연도별 차이를 통제하기 위해 산업더미(IND)와 연도더미(YD)를 모형에 추가하였다.

3.1.5 가설 2의 검정모형 : [경영자 상황적 요인에 따른 외면윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정)의 관련성]

CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향이 경영자의

상황적 요인에 따라 차이가 있다는 가설 2를 검정하기 위해 모형(2)을 설정한다. 모형(2)의 종속변수는 모형(1)과 동일한 재량적 발생액(DA)과 실물활동 이익조정 측정치(TR)이다. 가설 2의 주요 관심 변수인 CSR 활동(CSR)은 한국기업지배구조원의 ESG지수를 활용하여 측정한다. 경영자 상황적 요인은 각각 선임초기(TEN), 경영자 학력(EDU), 소유경영자 여부(OWN), 그리고 횡령 경험 여부(FRA)로 구분한다. 경영자 상황적 요인에 따라 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향에 차이가 있는지를 분석하기 위해 개별 요인과 CSR 활동의 상호작용변수(TEN×CSR, EDU×CSR, OWN×CSR, FRA×CSR)를 사용한다.

$$\begin{aligned}
 [(DA), (TR)]_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} \\
 & + \beta_2 [(TEN), (EDU), (OWN), (FRA)]_{i,t} \\
 & + \beta_3 [(TEN \times CSR), (EDU \times CSR), \\
 & (OWN \times CSR), (FRA \times CSR)]_{i,t} \\
 & + Controls + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{모형(2)}
 \end{aligned}$$

여기에서,

- DA : 식(1)에서 구한 재량적 발생액의 절대값
- TR : 식(6)에서 구한 실물활동 이익조정의 절대값
- CSR : 사회, 환경, 지배구조점수
- TEN : 경영자의 선임 첫해면 1, 그렇지 않으면 0
- EDU : 석사학위 이상이면 1, 그렇지 않으면 0
- OWN : 소유경영자이면 1, 그렇지 않으면 0
- FRA : 경영자가 횡령 경험이 있으면 1, 그렇지 않으면 0
- Controls : 모형(1)과 동일함

가설 2-1에 따라 경영자는 자신의 미래 경영 성과를 과대계상하기 위해 선임초기에 하향의 이익조정을 수행하는 빅배스 전략을 활용하는 가능성이 있다(이아영 외, 2007; 김영숙과 최만식, 2016). 이 때(TEN×CSR) 변수는 정(+)의 값을 나타낼 것으로 예상된다. 가설 2-2에 따라 경영자의 교육수준은 운

리행태에 긍정적인 영향을 줄 것으로 기대하기에 (EDU×CSR) 변수는 부(-)의 값을 가질 것으로 예상된다(Phillips et al., 2003; Campbell, 2007). 가설 2-3에 따라 소유경영자는 이해일치가설에 근거하여 기업가치에 부정적인 영향을 주는 이익조정을 제한한다. 따라서 (OWN×CSR) 변수는 부(-)의 값을 가질 것이다. 가설 2-4에 따라 횡령 경험이 있는 경영자는 사적이익 추구 성향이 높을 것으로 예상되므로 (FRA×CSR) 변수는 정(+)의 값을 나타낼 것이다. 통제변수에 대한 설명은 모형(1)과 동일하다.

IV. 실증분석

4.1 표본선정

2012년부터 2016년까지 한국거래소(KSE)에 상장된 기업 중 ESG지수를 연속으로 추출할 수 있는 기업을 대상으로 표본을 선정하였다.¹⁶⁾ 재무정보는 Fn-Guide의 데이터베이스(DataGuide)에서 추출했다. 비재무정보와 경영자 상황적 요인정보는 증권

거래소 상장 공시시스템(KIND)와 KISLINE에서 추출하였다. 한국거래소는 ESG지수를 산출하여 재배구조가 우수한 기업을 평가하며, 상장기업의 자발적인 지배구조 개선을 유도하고 있다. 또한 지속가능경영에 대한 인식제고를 위해 SRI지수와 SRI ECO지수를 산출하여 보고하고 있다. 각 지표들은 한국기업재배구조원의 ESG지수 부문별 우수기업의 점수를 근거로 도출된다. 따라서 ESG 통합 등급을 사용하여 외면윤리인 CSR 활동을 측정하며 ESG 통합 등급을 추출할 수 없는 기업은 제외한다. 금융업에 속하지 않은 기업, 설립일이 2009년 이전인 기업, 결산 월이 12월인 기업, 그리고 연구기간 내에 비재무정보 추출이 가능한 기업을 대상으로 한다. 최종 선정된 2,668개의 표본은 <표 4-1>과 같다.

4.2 기초통계량

<표 4-2>는 변수들의 기초통계량을 나타낸다. 외면윤리를 나타내는 CSR의 평균은 1.233이며, 중위수는 1이다. 이를 통해 CSR 활동 수준이 전반적으로 고르게 분포해 있음을 알 수 있다. 내면윤리를 나타내는 DA와 TR도 전반적으로 고르게 분포해 있다. 코스피 속성을 나타내는 더미변수 KOS200의

<표 4-1> 표본선정

선 별 기 준	관측치(수)
2012년부터 2016년까지 상장된 기업 중 ESG 지수 연속추출이 가능한 기업	3,054
(1) (차감) 금융업에 속한 기업	(155)
(2) (차감) 기업 설립일이 2009년 이후인 기업	(80)
(3) (차감) 결산월이 12월이 아닌 기업	(148)
(4) (차감) 비재무정보를 추출할 수 없는 기업	(3)
최 중 표 본	2,668

16) 지배구조원에서는 2011년에 ESG 지수를 최초로 공개했다. 그러나 2012년과 비교할 때 표본이 상대적으로 부족하기에 자료의 적합성을 위해 연구기간을 2012년 이후로 설정하였다. 2011년부터 2016년의 표본을 사용한 분석결과도 본 연구결과와 비슷한 양상을 나타냈다.

〈표 4-2〉 기초통계량 (N=2,668)

변수 [#]	관측치	평균	중위수	표준편차	최솟값	25%	75%	최대값
CSR [#]	2,668	1.233	1	0.552	1	1	1	4
DA ^{###}	2,668	0.045	0.031	0.057	0.000	0.014	0.059	0.512
TR ^{###}	2,668	0.200	0.119	0.266	0.000	0.052	0.240	1.472
KOS200	2,668	0.309	0	0.462	0	0	1	1
TEN	2,668	0.385	0	0.486	0	0	1	1
EDU	2,668	0.427	0	0.421	0	0	1	1
OWN	2,668	0.357	0	0.479	0	0	1	1
FRA	2,668	0.045	0	0.074	0	0	0	1
Size	2,668	20.23	20.00	1.647	16.12	19.25	21.95	26.52
Grow	2,668	1.058	1.030	0.461	0.037	0.977	1.088	18.20
CFO	2,668	0.052	0.051	0.081	-1.541	0.016	0.090	0.864
Lev	2,668	0.473	0.473	0.200	0.027	0.312	0.622	1.101
Loss	2,668	0.238	0	0.426	0	0	0	1
SLS	2,668	0.441	0.442	0.154	0.000	0.333	0.542	0.832
Big4	2,668	0.777	1	0.416	0	1	1	1
R&D	2,668	0.007	0.000	0.021	0	0	0.006	0.550
PREDA	2,668	-0.024	-0.020	0.116	-3.080	-0.052	0.009	2.278
FirmAge	2,668	42.55	42.96	18.09	7.951	32.41	55.19	120.3

[#] 변수에 대한 설명은 전술한 III. 연구모형의 설명과 동일하다.

^{##} CSR 활동은 한국지배구조원의 ESG 지수를 통해 측정했으며, ESG 지수 등급에 따라 1부터 4까지의 값을 부여하였다. 이는 대부분의 연구에서 진행해오던 이분법적인 구분(우수/비우수)을 세분화한 것으로써 보다 구체적인 연구결과를 제시할 수 있다. 그러나 CSR 활동 및 이익조정 특성상 표본의 분포가 편향되었을 가능성이 존재한다. 특히, 표본의 이분산성으로 인해 분석결과와 신뢰성이 훼손될 수 있다. 본 연구에서는 문제를 완화하기 위해 상하위 1% 수준에서 윈저화(winsorization)를 진행했으며, 경제정의연구소의 KEJI 지수를 통해 측정된 CSR 활동을 함께 살펴보았다. 그러나 분석결과에는 큰 차이가 없기에 구체적인 내용은 생략한다.

^{###} 발생액 이익조정(DA)은 전술한 식(1)을 통해 측정했으며, 식(2)를 보조적으로 사용하였다. 실물활동 이익조정(TR)은 식(6)를 통해 측정했으며, 식(7)을 보조적으로 사용하였다. 보조 측정치를 사용하더라도 분석결과에는 큰 차이가 없기에 구체적인 내용은 생략한다.

평균은 0.309로 나타났으며, 표본으로 선정된 기업 중 30%정도가 코스피 200소속 기업임을 알 수 있다. 경영자 상황적 요인으로 먼저 전체 표본 중 선임 초기 경영자 비율은 38.5%를 차지한다. 고학력 경영자는 42.7%를 차지하고 소유경영자는 35.7%를 차지한다. 횡령 경험이 있는 경영자가 회사를 운영하는 비율은 4.6%이다.

4.3 상관관계분석

〈표 4-3〉은 주요변수들의 피어슨 상관계수를 나

타낸다. 먼저 외면윤리인 CSR 변수와 내면윤리인 이익조정(DA, TR)은 1%수준에서 유의한 부(-)의 상관관계로 나타났다. 이는 CSR 활동이 증가할수록 이익조정이 감소하는 것으로써 외면윤리와 내면윤리가 일치하는 것을 의미한다. CSR 활동과 경영자의 상황적 요인과의 관련성을 살펴본 결과는 다음과 같다. 경영자의 상황적 요인 변수 4가지(TEN, EDU, OWN, FRA) 및 KOSPI 200 소속 기업(KOS200)은 CSR 변수와 1%수준에서 유의한 정(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이는 선임초기 경영자, 고학력 경영자, 소유경영자, 횡령 경험 경영

〈표 4-3〉 피어슨 상관관계¹⁷⁾ (N=2,668)

변수#	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1)CSR	1							
(2)DA	-0.256***	1						
(3)TR	-0.066***	0.311***	1					
(4)KOS200	0.494***	-0.010***	0.071***	1				
(5)TEN	0.087***	-0.032*	-0.045**	0.088***	1			
(6)EDU	0.018***	-0.002	0.018	-0.028	-0.016	1		
(7)OWN	0.126***	-0.068***	-0.060***	-0.087***	-0.016	-0.032*	1	
(8)FRA	0.077***	-0.009	0.034**	0.069***	0.012	-0.003	-0.003	1
(9)Size	0.632***	-0.073***	0.010***	0.658***	0.152***	-0.061***	-0.050***	0.098***
(10)Grow	0.075***	0.391***	0.272***	0.052***	-0.000	-0.008	0.005	-0.014
(11)CFO	0.108***	-0.035*	0.001	0.183***	-0.028	-0.021	0.065***	0.019
(12)Lev	0.116***	0.024	0.023	0.012	0.028	-0.016	-0.146***	0.042**
(13)Loss	-0.034*	0.054***	-0.028	-0.127***	-0.009	0.016	-0.095***	0.040**
(14)SLS	-0.138***	-0.102***	-0.098***	-0.122***	0.022	-0.068***	0.733***	-0.020
(15)Big4	0.253***	-0.049**	0.050***	0.334***	0.129***	-0.066***	0.000	0.038**
(1)R&D	0.080***	-0.013	-0.032*	0.134***	0.022	-0.017	-0.084***	0.002
(176)PREDA	0.002	-0.019	-0.000	0.018	-0.021	-0.003	0.048**	-0.032**
(18)FirmAge	-0.050***	-0.057***	-0.171***	0.013	0.052***	-0.003	-0.089***	-0.000

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준

변수에 대한 설명은 전술한 III. 연구모형의 설명과 동일하다.

자 및 KOSPI 200 소속기업이 활발한 CSR 활동을 하는 것을 의미한다.

본 연구에서 사용된 통제변수인 기업규모(Size), 성장성(Grow), 영업활동 현금흐름(CFO), 그리고 부채비율(Lev)은 모두 CSR 활동을 증가시키는 것으로 나타났다. 반면, 대주주 지분율(SLS)은 CSR 활동을 감소시키는 것으로 나타나 가족기업은 CSR 활동을 지양할 것이라는 Morck and Yeung(2004)과 일치하는 결과를 보여주고 있다.

4.4 회귀분석

4.4.1 가설 1의 검정결과: 코스피 속성 및 외면윤리 (CSR 활동)와 내면윤리(이익조정)의 관련성

〈표 4-4〉는 기업의 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향이 코스피200 소속여부에 따른 차이를 살펴본 가설 1의 검정결과이다. 종속변수는 각각 성과조형모형의 발생액 이익조정 측정치(DA)와 수정 Jones 모형을 통해 측정된 발생액 이익조정 측정치(DA2),

17) 상관관계는 피어슨의 적률 상관관계를 간단히 지칭한 것이다. 이 이외에도 스피어만 상관관계를 사용하기도 한다. 스피어만 상관관계분석은 데이터가 서열척도인 경우와 표본의 크기가 작을 때 주로 유용하다. 표본의 수가 많은 본 연구에서는 피어슨 상관관계분석을 사용하였다.

〈표 4-4〉 가설 1의 검정결과 (N=2,668)

[(DA _{i,t}),(TR _{i,t})] = β ₀ + β ₁ CSR _{i,t} + β ₂ (KOS200 _{i,t} ×CSR _{i,t}) + Controls + ε _{i,t}모형(1)				
		종 속 변수		
변수 [#]	예상	DA [#]	DA2 [#]	TR [#]
Intercept	?	0.200 (4.64)***	0.173 (4.32)***	-0.570 (-9.47)***
CSR	-	-0.003 (-3.21)***	-0.007 (-2.68)***	-0.009 (-2.08)**
(KOS200×CSR)	+,-	-0.007 (-2.70)***	-0.005 (-2.40)**	-0.159 (-2.59)***
Size	-	-0.006 (-3.70)***	-0.004 (-1.38)	0.009 (3.39)***
Grow	+	0.045 (5.31)***	0.042 (4.97)***	-0.048 (-7.93)***
CFO	-	-0.029 (-0.89)	-0.088 (-2.39)**	0.857 (17.89)***
Lev	+	0.027 (3.76)***	0.027 (3.31)***	0.002 (0.23)
Loss	+	0.010 (3.59)***	0.007 (3.17)***	0.014 (2.93)***
SLS	-	-0.018 (-2.10)**	-0.015 (-1.90)*	-0.010 (-0.82)
Big4	?	0.004 (1.56)	0.002 (1.29)	-0.003 (-0.95)
R&D	?	0.027 (0.48)	0.012 (1.37)	0.212 (3.17)***
PRED _A	-	-0.001 (-0.20)	-0.002 (-1.01)	0.010 (0.56)
True	+	0.108 (4.90)***	0.111 (5.67)***	
Disc	+			0.190 (3.46)***
FirmAge	?	-0.000 (-0.89)	-0.000 (-1.65)*	0.000 (4.30)***
IND		포함	포함	포함
YD		포함	포함	포함
F-value		20.88***	18.47***	189.55***
Adjust R ²		0.225	0.210	0.734

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준

[#] IND와 YD는 각각 산업더미와 연도더미이며 나머지 변수에 대한 설명은 전술한 III. 연구모형의 설명과 동일하다.

^{**} 종속변수 DA와 DA2는 각각 식(1)과 식(2)를 사용하여 측정된 발색액 이익조정 측정치이며 TR은 식(6)을 통해 측정된 실물활동 이익조정 측정치이다.

그리고 실물활동 이익조정 측정치(TR)이다.

가설 1-1의 관심변수인 CSR 변수는 발생액 이익조정(DA1, DA2)과 실물활동 이익조정(TR)에 통계적으로 각각 1%, 5% 수준에서 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 CSR 활동이 이익조정을 감소시키는 것으로 기업의 외면윤리가 증가할 때 내면윤리도 증가하는 일치관계에 있음을 의미하며, 기업의 CSR 활동이 기업윤리를 비교적 적절히 반영하고 있다는 것을 시사한다.¹⁸⁾ 따라서 가설 1-1은 지지

되었다. 가설 1-2의 분석결과는 다음과 같다. 주요 관심변수인 (KOS200×CSR) 변수는 세 모형에서 모두 통계적으로 1% 수준에서 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향이 코스피 속성에 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 가설 1-2는 지지되었다. 구체적으로, 코스피200 소속 기업은 CSR 활동이 증가할수록 이익조정이 감소한다. 이는 코스피200 소속기업의 외면윤리가 내면윤리를 증가시키는 것으로 시장참여자들

18) 기업의 CSR 활동이 증가할수록 윤리적 활동을 활발하게 공개하는 것을 의미하기에 기업의 외면윤리가 증가한다. 반면 이익조정이 증가한다는 것은 회계투명성이 훼손되는 것을 의미하기에 내면윤리는 감소한다고 볼 수 있다.

의 관심이 큰 기업에서 외면윤리와 내면윤리가 일치하는 것을 시사한다.

통계변수를 살펴보면, 먼저, 기업규모(Size)와 영업활동 현금흐름(CFO)은 발생액 이익조정(DA)을 감소시키는 반면, 실물활동 이익조정(TR)을 증가시키는 것으로 나타났다. 다음으로 성장률(Grow)이 높은 기업은 발생액 이익조정(DA)은 증가하며, 실물활동 이익조정(TR)을 감소시키고 있다. 부채비율(Lev)은 발생액 이익조정을 증가시키지만, 실물활동 이익조정에는 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다. 이는 코스피 속성에 따라 발생액 이익조정을 사용하는 기업과 실물활동 이익조정을 사용하는 기업에 차이가 있음을 의미한다. 기업의 연구개발비(R&D)는 실물활동 이익조정(TR)을 증가시키는 것으로 나타났다. 전년도 발생액(PREDA)은 유의한 값을 나타내지 못했다. 실물활동 이익조정(True)과 발생액 이익조정(Disc)은 1% 수준에서 유의한 정(+)의 값을 나타냈다. 이는 기업이 발생액 이익조정과 실물활동 이익조정을 병행하고 있음을 의미한다.

4.4.2 가설 2의 검정결과: 경영자 상황적 요인에 따른 외면윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정) 간의 관련성

〈표 4-5〉는 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향이 경영자 상황적 요인에 따라 차이가 있는지를 살펴본 가설 2의 최소제곱법(OLS: ordinary least squares) 검정결과이다. 종속변수는 발생액 이익조정 측정치(DA)와 실물활동 이익조정 측정치(TR)이다. 대부분의 모형에서 CSR 변수는 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 기업의 외면

윤리가 증가할수록 내면윤리도 증가하는 것을 의미한다. 경영자의 상황적 요인을 살펴본다면, TEN 변수는 모든 모형에서 통계적으로 5% 수준에서 유의한 정(+)의 값을 나타냈다. 이는 선임초기 경영자가 이익조정을 많이 하는 것을 의미하며, 당기의 실적을 미래로 이연시키고 있음을 시사한다. EDU 변수는 발생액 이익조정(DA)모형에서 통계적으로 1% 수준에서 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 고학력 경영자가 이익조정을 적게 하는 것을 의미하며, 경영자의 학력이 높을수록 기업의 미래가치에 부정적인 영향을 주는 이익조정을 억제하는 것을 시사한다. OWN 변수는 발생액 이익조정(DA)모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 각각 10%와 5%의 통계적 유의수준으로 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 이해일치가설에 따라 소유경영자가 이익조정을 적게 하는 것을 의미한다. FRA 변수는 발생액 이익조정(DA)모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 각각 통계적으로 5%와 10% 수준에서 유의한 정(+)의 값을 나타냈다.

이는 횡령 경험 경영자가 이익조정을 많이 하는 것을 의미하며, 횡령사실의 은폐를 위해 이익조정을 병행하는 것을 시사한다. 가설 2-1의 주요 관심변수인 (TEN×CSR) 변수는 발생액 이익조정(DA)모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 각각 통계적으로 5%와 1% 수준에서 유의한 정(+)값을 나타냈다. 이는 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향이 경영자의 선임초기 여부에 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 가설 2-1은 지지되었다. 즉, 선임초기 경영자의 CSR 활동은 이익조정을 증가시키며, 외면윤리가 증가할수록 내면윤리가 감소하는 상충관계에 있음을 시사한다.¹⁹⁾ 가설 2-2의 주요 관심변수인

19) 〈표 4-5〉의 OLS 모형에서 가설 2-1의 CSR 변수 계수값은 -0.005이다. 이는 CSR 변수와 DA 변수의 회귀선의 기울기가 -0.005임을 의미한다. 반면 선임초기 경영자의 CSR 활동의 회귀선 기울기는 0.002(-0.005+0.007=0.002)이다. 일반 경영자의 기울기는 부(-)의 값을 나타내며, 선임초기 경영자의 기울기는 정(+)의 값을 나타내기 때문에, 선임초기 경영자의 CSR 활동이 이익조정을 증가시키고 있다.

〈표 4-5〉 가설 2의 OLS 검정결과 (N=2,668)

$$[(DA),(TR)]_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2[(TEN),(EDU),(OWN),(FRA)]_{i,t} + \beta_3[(TEN \times CSR),(EDU \times CSR),(OWN \times CSR),(FRA \times CSR)]_{i,t} + Controls + \varepsilon_{i,t} \dots \text{모형(2)}$$

구 분		종 속 변 수								
		DA [#]				TR [#]				
변수 [#]	가설	예상	(가설 2-1)	(가설 2-2)	(가설 2-3)	(가설 2-4)	(가설 2-1)	(가설 2-2)	(가설 2-3)	(가설 2-4)
Intercept	?		0.187 (4.68)***	0.149 (4.27)***	0.179 (4.80)***	0.155 (4.41)***	0.159 (2.67)***	0.182 (3.17)***	0.124 (11.89)***	0.204 (4.00)***
CSR	-		-0.005 (-2.03)**	-0.010 (-2.19)**	-0.010 (-2.03)**	-0.004 (-3.04)***	-0.010 (-2.68)***	-0.003 (-0.49)	-0.006 (-2.96)***	-0.009 (-2.43)**
TEN	+		0.010 (2.28)**				0.005 (2.08)**			
EDU	-			-0.002 (-2.71)***				-0.000 (-0.01)		
OWN	-				-0.001 (-1.82)*				-0.000 (-2.10)**	
FRA	+					0.007 (2.33)**				0.137 (3.01)***
(TEN × CSR)	+		0.007 (2.49)**				0.007 (3.09)***			
(EDU × CSR)	-			-0.015 (-1.81)*				-0.02 (-1.74)*		
(OWN × CSR)	-				-0.015 (-3.01)***				-0.065 (-2.15)**	
(FRA × CSR)	+					0.004 (3.47)***				0.058 (3.04)***
Size	-		-0.003 (-2.82)***	-0.003 (-2.64)***	-0.004 (-2.76)***	-0.003 (-2.51)**	-0.005 (-3.33)***	-0.005 (-3.36)***	-0.015 (-2.85)***	-0.006 (-3.99)***
Grow	+		0.043 (2.72)***	0.040 (2.32)**	0.044 (2.70)***	0.040 (2.30)**	-0.005 (-1.10)	0.000 (0.01)	0.128 (2.31)**	0.005 (0.55)
CFO	-		0.068 (2.18)**	0.070 (2.19)**	0.069 (2.19)**	0.070 (2.19)**	0.163 (3.12)***	0.181 (3.73)	0.177 (1.65)	0.213 (4.31)***
Lev	+		0.013 (2.16)**	0.010 (1.81)*	0.013 (2.26)**	0.010 (1.81)*	-0.024 (-2.25)**	-0.024 (-2.23)**	0.057 (1.89)*	-0.024 (-2.23)**
Loss	+		0.006 (2.20)**	0.007 (2.75)***	0.006 (2.38)**	0.007 (2.70)***	-0.007 (-1.75)*	-0.005 (-1.17)	-0.030 (-2.28)**	-0.005 (-1.17)
SLS	?		-0.019 (-3.13)***	0.003 (0.17)	0.000 (0.12)	-0.022 (-3.04)***	-0.041 (-3.99)***	-0.039 (-1.11)	0.010 (0.81)	-0.005 (-0.34)
Big4	?		0.001 (0.62)	0.000 (0.41)	0.001 (0.66)	0.000 (0.41)	-0.002 (-0.64)	-0.000 (-0.16)	-0.183 (-1.08)	-0.001 (-0.29)
R&D	?		0.071 (1.10)	0.017 (0.38)	0.005 (0.11)	0.018 (0.39)	0.111 (1.70)*	-0.005 (-0.10)	0.030 (0.69)	-0.007 (-0.13)
PRED A	-		-0.035 (-2.93)***	0.005 (0.47)	0.005 (0.48)	0.005 (0.45)	0.027 (1.04)	0.013 (0.98)	0.237 (0.92)	0.016 (1.06)
True	+		0.160 (6.24)***	0.096 (5.47)***	0.159 (6.20)***	0.096 (5.43)***				
Disc	+						0.370 (3.73)***	0.359 (4.42)	0.065 (3.18)***	0.220 (4.54)***
FirmAge	?		-0.000 (-2.46)**	-0.000 (-0.18)	-0.000 (-0.35)	-0.000 (-0.17)	-0.000 (-5.76)***	-0.000 (-5.55)	-0.000 (-4.40)***	-0.00 (-5.86)***
IND			포함							
YD			포함							
F-value			26.28***	26.60***	33.17***	26.57***	13.75***	13.49***	28.71***	12.03***
Adj R ²			0.274	0.272	0.289	0.272	0.157	0.154	0.281	0.139

*** ** *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준

연구에서 사용한 이익조정 측정치 식(1)과 식(2) 및 식(6)과 식(7)은 비슷한 결과를 나타냈으며, 식(1)과 식(6)만을 표기한다.

** 변수에 대한 설명은 전술한 III. 연구모형의 설명과 동일하다.

(EDU×CSR) 변수는 발생액 이익조정(DA)모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 모두 통계적으로 10% 수준에서 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향이 경영자의 교육수준 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 가설 2-2는 지지되었다. 구체적으로, 고학력 경영자의 CSR 활동이 이익조정을 더 많이 감소시키고 있으며, 외면윤리가 증가할수록 내면윤리도 증가하는 일치관계에 있음을 시사한다.

가설 2-3의 주요 관심변수인 (OWN×CSR) 변수는 발생액 이익조정(DA)모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 통계적으로 각각 5%, 1% 수준에서 유의한 부(-)값을 나타냈다. 이는 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향은 소유경영자 여부에 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 가설 2-3은 지지되었다. 구체적으로, 소유경영자의 CSR 활동이 이익조정을 더 많이 감소시키고 있으며, 외면윤리가 증가할수록 내면윤리도 증가하는 일치관계에 있음을 시사한다. 가설 2-4의 주요 관심변수인 (FRA×CSR) 변수는 발생액 이익조정(DA)모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 모두 통계적으로 1% 수준에서 유의한 정(+)값을 나타냈다. 이는 CSR 활동이 이익조정에 미치는 영향이 경영자의 횡령 경험 여부에 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 가설 2-4는 지지되었다. 구체적으로, 횡령 경험 경영자의 CSR 활동은 이익조정을 증가시킨다. 즉, 외면윤리가 증가할수록 내면윤리가 감소하는 상충관계에 있음을 시사한다.

통제변수를 살펴보면, 기업규모가 클수록 이익조정을 덜 하는 것으로 나타났다. 성장성(Grow)과 영업활동 현금흐름(CFO)은 이익조정을 증가시키는 것으로 이는 성장기 기업이 주주들에게 긍정적인 인상을 심어주려는 동인이 존재함을 시사한다. 적자기업(Loss)은 발생액 실물활동 이익조정을 증가시키는 것으로 나타났다. 이를 통해 기업이 적자회피를 위해 이익조정을 수행하고 있음 알 수 있다. 마지막으로, 발생액 모형의 True변수와 실물활동 이익조정 모형의 Disc변수는 모두 1%수준에서 유의한 정(+)의 값을 나타냈다. 이를 통해 기업이 두 이익조정을 병행하는 것을 알 수 있다.

한편, CSR 활동을 연구한 선행연구에 따르면 CSR 활동은 기업의 다른 활동과 상호 관련성이 있으며, 특히 이익조정과 상호간에 영향을 주고받을 수 있다(임형주와 최종서, 2013 등).²⁰⁾ 따라서 경영자 상황적 요인에 따른 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향을 보다 정확하게 분석하기 위해 이단계최소제곱 추정법(2SLS: 2 stage least squares estimation)을 사용하였으며 분석결과는 <표 4-6>과 같다.²¹⁾

주요 관심변수인 (TEN×CSR), (EDU×CSR), (OWN×CSR), 그리고 (FRA×CSR)변수는 OLS 결과와 거의 동일한 양상을 나타냈다. 이는 내생성을 통제한 후에도 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향이 존재하며 경영자 상황적 요인에 따른 유의적인 차이가 존재하는 것을 의미한다. 따라서 가설 2는 지지되었다.

20) 외면윤리와 내면윤리가 상호간에 유의한 영향을 주고받는다면 내생성 문제가 발생할 가능성이 높다. 이 때문에 외면윤리와 내면윤리가 일치하는지를 파악하기 위한 임형주와 최종서(2013)에서는 Heckman 방식을 사용한 분석을 진행하였다. 본 연구에서는 외면윤리와 내면윤리 간의 관련성으로 인해 발생할 수 있는 내생성 문제 뿐 아니라 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향을 동시에 고려하기 위해 2SLS를 사용한다.

21) 가설 2의 2SLS 검정결과에 대한 주요 관심변수인 CSR 활동(CSR)과 종속변수(DA, TR)는 모두 도구변수를 사용한 1단계 회귀분석(1st Stage)을 통한 추정치이다(CSR, DA, TR). 내생성 문제 및 2SLS 모형에 대한 구체적인 내용은 가설 2의 강건성 검정을 위한 4.5 추가분석에서 구체적으로 제시되었다.

〈표 4-6〉 가설 2의 2SLS 검정결과# (N=2,668)

$$[(\widehat{DA}), (\widehat{TR})]_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 \widehat{CSR}_{i,t} + \beta_2[(TEN), (EDU), (OWN), (FRA)]_{i,t} + \beta_3[(TEN \times \widehat{CSR}), (EDU \times \widehat{CSR}), (OWN \times \widehat{CSR}), (FRA \times \widehat{CSR})]_{i,t} + \text{Controls} + \varepsilon_{i,t} \dots \dots \dots \text{모형(2)}^{##}$$

구 분		종 속 변수 (\widehat{DA})				
변수 ^{###}	가설	예상	(가설 2-1)	(가설 2-2)	(가설 2-2)	(가설 2-4)
Intercept	?		0.150 (3.76) ^{***}	0.131 (2.98) ^{***}	0.153 (4.23) ^{***}	0.160 (3.46) ^{***}
\widehat{CSR}	-		-0.001 (-1.94) ^{**}	-0.03 (-2.25) ^{**}	-0.008 (-2.02) ^{**}	-0.005 (-3.81) ^{***}
TEN	+,-		0.008 (1.93) ^{**}			
EDU	+,-			-0.002 (-2.13) ^{***}		
OWN	+,-				-0.002 (-1.84) [*]	
FRA	+,-					0.009 (2.02) ^{**}
(TEN×CSR)	+,-		0.004 (2.52) ^{**}			
(EDU×CSR)	+,-			-0.009 (-1.89) [*]		
(OWN×CSR)	+,-				-0.009 (-4.21) ^{***}	
(FRA×CSR)	+,-					0.010 (2.93) ^{***}
F-value			25.89 ^{***}	32.18 ^{***}	29.56 ^{***}	27.84 ^{***}
Adjust R ²			0.270	0.269	0.277	0.271
구 분		종 속 변수 (\widehat{TR})				
변수 ^{###}	가설	예상	(가설 2-1)	(가설 2-2)	(가설 2-2)	(가설 2-4)
Intercept	?		0.132 (3.12) ^{***}	0.203 (4.14) ^{***}	0.107 (4.42) ^{***}	0.178 (2.85) ^{***}
\widehat{CSR}	-		-0.012 (-2.98) ^{***}	-0.001 (-1.90) [*]	-0.004 (-3.83) ^{***}	-0.011 (-2.52) ^{**}
TEN	+,-		0.003 (1.93) ^{**}			
EDU	+,-			-0.001 (-1.88) [*]		
OWN	+,-				-0.001 (-2.10) ^{**}	
FRA	+,-					0.204 (3.42) ^{***}
(TEN×CSR)	+,-		0.005 (3.24) ^{***}			
(EDU×CSR)	+,-			-0.014 (-1.90) [*]		
(OWN×CSR)	+,-				-0.041 (-2.42) ^{**}	
(FRA×CSR)	+,-					0.104 (4.10) ^{***}
F-value			14.15 ^{***}	13.32 ^{***}	26.84 ^{***}	13.33 ^{***}
Adjust R ²			0.161	0.150	0.275	0.141

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준
 # 〈표 4-6〉은 가설 2 2SLS 모형의 주요 관심변수에 대한 결과만을 나타내고 있다. 그러나 분석 결과가 〈표 4-5〉와 차이가 없기에 주변수 이외의 구체적인 결과는 편의상 생략한다.
 ## 모형(2)의 변수 및 모형의 구성은 모형(2)와 대체로 동일하다. 그러나 주요 관심변수(\widehat{CSR})와 종속변수(\widehat{DA} , \widehat{TR})는 모두 도구변수를 사용한 1단계 회귀식(1st Stage)을 통해 구한 추정치를 사용하였다. 도구변수의 유의성을 보여주는 F통계량은 1%수준에서 유의한 값을 나타냈으며 1st Stage의 구체적인 분석 결과는 편의상 생략한다.
 ### 변수에 대한 설명은 전술한 III. 연구모형의 설명과 동일하다.

4.5 추가분석: 가설 2의 검정결과에 대한 강건성 검정

4.5.1 가설전개

일반적으로 기업은 명성을 유지하기 위해 CSR 활동을 수행하며, 기업의 명성에 부정적인 영향을 줄 수 있는 비윤리적인 행동을 회피할 유인이 존재한다. 앞에서 살펴본 실증분석 결과는 기업과 경영자의 상황적 요인에 따른 차이가 있음을 지지하고 있다.

임형주와 최중서(2013)의 연구에서는 외면윤리가 내면윤리와 통계적으로 유의한 상관관계를 갖는다 하더라도 외면윤리가 내면윤리에 영향을 주면서 동시에 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향을 배제하지 않았다. 그러나 기업윤리의 상호관련성을 정확히 분석하기 위해서는 근본적으로 기업의 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향을 고려해야한다. 따라서 본 추가분석에서는 해당 영향이 기업과 경영자의 상황적 요인에 따른 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향에 차이가 있는지를 분석하고자 한다. 이때 내·외면 기업윤리 상호간에 유의한 영향을 주고받는다면 통계적으로 내생성이 발생할 가능성이 높다. 내생성으로 인해 두 확률변수가 내생변수(endogenous explanatory variable)가 되는 인과관계 문제가 야기되며, 연구모형의 계수값을 추정할 때 2개 이상의 해가 존재하는 과잉식별의 문제가 발생하게 된다. 이를 극복하기 위해 이단계최소제곱법(2SLS)을 사용하고자 한다. 따라서 경영자의 상황적 요인에 따른 기업의 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향에 차이가 있는지를 추가적으로 분석하기 위해 다음의 가설을 전개하고자 한다.

추가가설: 경영자 상황적 요인에 따른 내면윤리(이익조정)와 외면윤리(CSR 활동)의 관련성

추가가설 1-1: 경영자의 선임초기 여부에 따른

이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향에 차이가 있다.

추가가설 1-2: 경영자의 교육수준에 따른 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향에 차이가 있다.

추가가설 1-3: 소유경영자 여부에 따른 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향에 차이가 있다.

추가가설 1-4: 경영자의 횡령 경험 여부에 따른 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향에 차이가 있다.

4.5.2 추가가설의 검정모형 : [경영자 상황적 요인에 따른 내면윤리(이익조정)와 외면윤리(CSR 활동) 간의 관련성]

내면윤리(이익조정)가 외면윤리(CSR 활동)에 미치는 영향이 경영자의 상황적 요인에 따라 차이가 있다는 추가가설을 검정하기 위해 추가모형(1)과 추가모형(2)을 설정한다. 추가모형(1)의 종속변수는 CSR 활동(CSR)이다. 추가가설의 주요 관심변수인 이익조정은 재량적 발생액(DA)과 실물활동 이익조정 측정치(TR)를 사용한다. 경영자의 상황적 요인은 각각 선임초기(TEN), 경영자 학력(EDU), 소유경영자 여부(OWN), 횡령 경험 여부(FRA)이며, 통제변수에 대한 설명은 모형(2)와 동일하다.

그러나 기업의 내면윤리와 외면윤리는 상호간에 영향을 주고받을 수 있다(김창수, 2010; 임형주와 최중서, 2013 등). 이 때문에 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향을 정확히 파악하기 위해서는 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향을 동시에 고려해야 한다. 따라서 경영자 상황적 요인에 따라 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향에 차이가 있는지를 검정하기 위한 추가모형(2)을 함께 설정한다. 추가모형(2)은 모형(2)와 동일한 모형으로서 종속변수는 재량적

발생액(DA)과 실물활동 이익조정 측정치(TR)이다. 주요 관심변수 및 통제변수에 대한 설명은 추가모형(1)과 동일하다.

전술한대로 기업의 외면윤리와 외면윤리는 상호간에 영향을 주고받을 수 있다. 이 경우 외면윤리를 나타내는 CSR 변수와 내면윤리를 나타내는 (DA, TR) 변수 간에 내생성이 발생한다. 내생성 문제가 발생할 경우에 일반적인 OLS로 분석한 결과는 신뢰성이 훼손된다. 따라서 내면윤리와 외면윤리의 상호관련성의 정확한 분석을 위해 2SLS를 사용한다.²²⁾

$$CSR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1[(DA_{i,t}), (TR_{i,t})]_{i,t} + \beta_2[(TEN), (EDU), (OWN), (FRA)]_{i,t} + \beta_3[(TEN \times (DA, TR), EDU \times (DA, TR), OWN \times (DA, TR), FRA \times (DA, TR))]_{i,t} + Controls + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{추가모형(1)}$$

$$[(DA_{i,t}), (TR_{i,t})] = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2[(TEN), (EDU), (OWN), (FRA)]_{i,t} + \beta_3[(TEN \times CSR), (EDU \times CSR), (OWN \times CSR), (FRA \times CSR)]_{i,t}$$

$$+ Controls + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{추가모형(2)}$$

여기에서, 모든 변수는 전술한 가설 2 검정을 위한 변수와 동일함

4.5.3 추가가설의 검정결과

〈표 4-7〉은 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향의 경영자 상황적 요인에 따른 차이를 살펴본 추가가설의 주변수 검정결과이다. 종속변수는 CSR 활동 측정치이며, Pannel A와 Pannel B는 각각 발생액 이익조정(DA)을 사용한 모형과 실물활동 이익조정(TR)을 사용한 모형의 검정결과이다. OLS를 사용한 모형보다 2SLS를 사용한 모형의 Adjust R²가 유의적으로 높다. 이는 내생성이 있다는 것을 의미하기에 2SLS 모형의 검정결과를 통해 살펴본다. 대부분의 모형에서 이익조정(DA, TR)은 CSR 변수와 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 이익조정이 증가할수록 CSR 활동이 감소하는 것으로 기업의 내면윤리와 외면윤리가 일치하는 것을 의미한다.

22) 회귀분석의 결과를 신뢰하기 위해 필요한 여러 가정 중 하나는 잔차(e)의 독립성이다. 잔차의 독립성이 훼손될 경우 회귀분석결과의 신뢰성이 떨어진다. 독립변수가 종속변수로부터 독립적이지 못하다면 잔차의 독립성이 훼손되어 연구모형의 과잉식별의 문제가 발생하게 된다. 이러한 관점에서 외면윤리와 내면윤리가 상호 간에 영향을 주고받는 내생성 문제가 발생했다고 할 수 있다. 이를 극복하기 위해 이단계최소제곱추정법(2SLS)을 사용한다. 먼저 1단계에서 다양한 도구변수를 사용하여 내생성 문제가 발생한 변수를 추정한다. 1단계 회귀식(1st Stage)은 식(a)와 같다.

$$CSR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1(TEN) + \beta_2(EDU) + \beta_3(OWN) + \beta_4(FRA) + Controls + \varepsilon_{i,t}$$

$$[(\widehat{DA}_{i,t}), (\widehat{TR}_{i,t})] = \beta_0 + \beta_1(TEN) + \beta_2(EDU) + \beta_3(OWN) + \beta_4(FRA) + Controls + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{식(a)}^\#$$

[#] 1st Stage에서 가장 중요한 것은 도구변수의 적합성이다. 이를 위해 내생성 문제가 발생한 변수 중 하나와는 유의한 관계에 있으면서 잔차에는 영향이 없는 변수를 도구변수로 설정해야한다. 그러나 현실적으로 거의 불가능하기에 대부분의 연구에서는 내생성이 있는 변수를 제거하고 남은 변수를 도구변수로 설정한다. 따라서 CSR 변수와, DA(TR) 변수를 제외한 TEN, EDU, OWN, FRA, Size, Grow, CFO, Lev, Loss, SLS, Disk, True, 그리고, FirmAge 변수를 도구변수로 사용하며, 변수 설명은 전술한 모형(2)와 동일하다. 도구변수를 사용한 1st Stage을 통해 CSR 활동(CSR)과 이익조정(DA, TR)을 각각 추정한다. 추정된 CSR 활동(CSR)과 이익조정(DA, TR) 추정치를 아래의 2단계 모형에 추가하여 분석을 실시한다. 2단계 회귀식은 식(b)와 같다.

$$CSR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1[(\widehat{DA}_{i,t}), (\widehat{TR}_{i,t})]_{i,t} + \beta_2[(TEN), (EDU), (OWN), (FRA)]_{i,t} + \beta_3[(TEN \times (\widehat{DA}, \widehat{TR}), (EDU \times (\widehat{DA}, \widehat{TR}), (OWN \times (\widehat{DA}, \widehat{TR}), (FRA \times (\widehat{DA}, \widehat{TR})))]_{i,t} + Controls + \varepsilon_{i,t}$$

$$[(\widehat{DA}_{i,t}), (\widehat{TR}_{i,t})] = \beta_0 + \beta_1 CSR_{i,t} + \beta_2[(TEN), (EDU), (OWN), (FRA)]_{i,t} + \beta_3[(TEN \times CSR), (EDU \times CSR), (OWN \times CSR), (FRA \times CSR)]_{i,t} + Controls + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{식(b)}$$

〈표 4-7〉 추가가설 검정을 위한 주변수의 검정결과[†] (N=2,668)

$CSR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1[(DA_{i,t}), (TR_{i,t})]_{i,t} + \beta_2[(TEN), (EDU), (OWN), (FRA)]_{i,t}$ $+ \beta_3[(TEN \times (DA, TR)), (EDU \times (DA, TR)), (OWN \times (DA, TR)), (FRA \times (DA, TR))]_{i,t}$ $+ Controls + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{추가모형(1)}$						
Pannel A: 관심변수 발생액 이익조정(DA)모형의 검정결과						
OLS		종 속 변 수 (CSR)				
변수##	가설	예상	(추가가설 1-1)	(추가가설 1-2)	(추가가설 1-3)	(추가가설 1-4)
Intercept	?		-3.78 (-13.22)***	56.60 (12.81)***	-3.85 (-12.97)***	-3.82 (-13.13)***
DA	-		-0.123 (-0.40)***	7.442 (0.76)***	0.191 (0.25)***	0.418 (1.16)***
TEN	+,-		-0.045 (-1.49)***	0.655 (0.35)***	-0.043 (-1.35)***	0.163 (0.58)***
EDU	+,-					
OWN	+,-					
FRA	+,-					
(TEN×DA)	+,-		-1.02 (1.77)***	10.74 (1.84)***	0.522 (0.38)***	-4.436 (-0.55)***
(EDU×DA)	+,-					
(OWN×DA)	+,-					
(FRA×DA)	+,-					
F-value			64.52***	8.58***	64.21***	64.15***
Adjust R ²			0.481	0.182	0.480	0.480
2SLS		종 속 변 수 (CSR)				
변수##	가설	예상	(추가가설 1-1)	(추가가설 1-2)	(추가가설 1-3)	(추가가설 1-4)
Intercept	?		-3.78 (-14.52)***	-2.276 (-3.51)***	-3.85 (-14.61)***	-3.82 (-14.67)***
DĀ	-		-0.123 (-0.41)	-0.023 (-7.30)***	0.191 (0.33)	-0.418 (-1.88)*
TEN	+,-		-0.045 (-1.73)*	-0.012 (-3.54)***	-0.043 (-1.78)*	0.163 (1.87)*
EDU	+,-					
OWN	+,-					
FRA	+,-					
(TEN×DĀ)	+,-		1.023 (2.56)**	-0.019 (-2.37)***	-0.522 (-3.39)***	4.436 (-2.93)***
(EDU×DĀ)	+,-					
(OWN×DĀ)	+,-					
(FRA×DĀ)	+,-					
F-value			64.52***	29.02***	64.21***	64.15***
Adjust R ²			0.521	0.295	0.482	0.487

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준

[†] 〈표 4-7〉은 추가가설의 주변수에 대한 결과만을 나타내고 있다. 내생성 문제를 통제하기 위해 사용한 2SLS 모형의 CSR 변수와 DĀ 변수 및 TR 변수의 결과는 식(a)를 통해 추정된 값을 사용했다. 도구변수의 유의성을 보여주는 F통계량은 1%수준에서 유의한 값을 나타냈다(통제변수 및 1st Stage의 구체적인 검정결과는 〈표 4-8〉을 참조할 것).

[‡] CSR과 DĀ는 도구변수를 사용한 1st Stage 식(a)를 통해 추정된 추정치이며, 나머지 변수에 대한 설명은 전술한 III. 연구모형의 설명과 동일하다.

〈표 4-7〉 추가가설 검정을 위한 주변수의 검정결과[#] (N=2,668) (계속)

Pannel B: 관심변수 실물활동 이익조정(TR)모형의 검정결과						
OLS		종 속 변 수 (CSR)				
변수##	가설	예상	(추가가설 1-1)	(추가가설 1-2)	(추가가설 1-3)	(추가가설 1-4)
Intercept	?		-3.82 (-13.20)***	58.25 (13.74)***	-3.87 (-13.04)***	-3.83 (-13.17)***
TR	-		0.215 (1.71)*	2.451 (0.49)	0.168 (1.20)	0.193 (1.70)*
TEN	+,-		-0.002 (-0.12)			
EDU	+,-			0.569 (0.63)		
OWN	+,-				-0.043 (-1.38)	
FRA	+,-					-0.067 (-0.43)
(TEN×TR)	+,-		0.038 (0.24)			
(EDU×TR)	+,-			8.570 (2.11)**		
(OWN×TR)	+,-				-0.105 (-0.63)	
(FRA×TR)	+,-					-2.669 (-2.34)**
F-value			64.10***	8.15***	64.23***	64.54***
Adjust R ²			0.380	0.407	0.372	0.481
2SLS		종 속 변 수 (CSR)				
변수##	가설	예상	(추가가설 1-1)	(추가가설 1-2)	(추가가설 1-3)	(추가가설 1-4)
Intercept	?		-3.78 (-14.52)***	-0.776 (-3.51)***	-3.85 (-14.61)***	-3.82 (-14.67)***
\widehat{TR}	-		-0.236 (-2.04)**	-0.223 (-7.30)***	-0.202 (-1.76)*	-0.203 (-1.77)*
TEN	+,-		-0.045 (-1.73)*			
EDU	+,-			-1.17 (-2.87)***		
OWN	+,-				-0.043 (-1.78)*	
FRA	+,-					0.163 (1.87)*
(TEN× \widehat{TR})	+,-		1.023 (2.56)**			
(EDU× \widehat{TR})	+,-			-0.423 (-2.11)**		
(OWN× \widehat{TR})	+,-				-0.522 (2.39)**	
(FRA× \widehat{TR})	+,-					4.436 (1.93)*
F-value			64.52***	29.02***	64.21***	64.15***
Adjust R ²			0.481	0.452	0.482	0.492

경영자의 상황적 요인별 검정결과는 다음과 같다. 횡령 경험 경영자(FRA)를 제외한 모든 경영자 상황적 요인 변수(TEN, EDU, OWN)는 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 선임초기 경영자, 고학력 경영자, 소유경영자가 CSR 활동을 소극적으로 수행하는 것을 의미한다. 반면, FRA 변수

는 통계적으로 10% 수준에서 유의한 정(+)의 값을 나타냈다. 이는 횡령 경험이 있는 경영자가 CSR 활동을 활발히 수행하는 것을 의미한다. 다만, CSR 활동의 평균적인 증감만으로는 윤리적인 판단이 어려우며, 정확한 분석을 위해 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향이 경영자의 상황적 요인에 따른 차이가

〈표 4-8〉 추가가설 검정을 위한 통제변수 및 도구변수 검정결과[#] (N=2,668) (계속)

Pannel B (도구변수의 검정결과)			
변수 [#] \ 통제변수	CSR	DA	TR
Intercept	-3.832 (-14.69)***	0.136 (5.27)***	0.140 (2.81)***
TEN	-0.005 (-0.25)	-0.000 (-0.18)	-0.010 (-2.69)***
EDU	0.017 (2.42)**	-0.002 (-1.84)*	-0.002 (-1.88)*
OWN	0.044 (1.72)*	-0.001 (-0.48)	-0.002 (-0.32)
FRA	0.034 (0.28)	-0.015 (-1.28)	0.038 (1.61)
Size	0.295 (38.79)***	-0.002 (-3.06)***	-0.003 (-2.43)**
Grow	-0.005 (-0.25)	0.040 (19.83)***	0.000 (0.18)
CFO	-0.126 (-0.75)	0.069 (4.11)***	0.170 (5.27)***
Lev	-0.276 (-4.63)***	0.009 (1.55)	-0.026 (-2.35)**
Loss	0.046 (1.72)*	0.007 (2.86)***	-0.006 (-1.24)
SLS	-0.227 (-2.15)*	-0.020 (-1.93)*	0.000 (0.02)
Disc	0.421 (1.89)*		0.362 (8.62)***
True	0.204 (1.76)*	0.097 (8.62)***	
AGE	-0.000 (-5.07)***	-0.000 (-0.43)	-0.000 (-6.69)***
F-value	67.73***	29.35***	15.18***
Adjust R ²	0.476	0.271	0.157

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%의 유의수준

[#] 〈표 4-8〉은 추가가설을 검정하기 위한 2SLS모형의 통제변수 및 도구변수에 대한 결과만을 나타내고 있다(주변수의 검정결과는 〈표 4-7〉을 참조할 것).

^{**} 변수에 대한 설명은 전술한 III. 연구모형의 설명과 동일하다.

있는지를 살펴볼 필요가 있다.

추가가설 1-1의 주요 관심변수인 (TEN×DA) 변수는 모든 모형에서 통계적으로 5% 수준에서 유의한 정(+)의 값을 나타냈다. 이는 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향이 선임초기 경영자 여부에 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 추가가설 1-1은 지지되었다.²³⁾ 구체적으로, 선임초기 경영자의 이익조정은 CSR 활동을 증가시키며, 내면윤리가 감소할수록 외면윤리는 증가하는 상충관계에 있다. 이는

빅베이스이론에 따라 이익조정을 통해 당기의 실적을 미래로 이연시키며, 이해관계자들을 향한 이미지 관리의 수단으로 CSR 활동을 사용하고 있음을 시사한다. 추가가설 1-2의 주요 관심변수인 (EDU×DA) 변수는 발생액 이익조정(DA)모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 각각 통계적으로 1%, 5% 수준에서 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향이 고학력 경영자 여부에 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 추가가

23) 〈표 4-7〉의 2SLS 모형에서 가설 2-1의 DA 변수 계수값은 -0.123이다. 반면 선임초기 경영자의 이익조정(DA)의 회귀선 기울기는 0.900(-0.123+1.023 = 0.900)이다. 선임초기 경영자의 회귀선 기울기는 그렇지 않은 경영자와는 반대로 정(+)의 값을 나타낸다. 이는 이익조정을 할수록 CSR 활동을 감소시키는 일반적인 경영자와 달리 선임초기 경영자는 이익조정과 CSR 활동을 병행하고 있음을 의미한다.

설 1-2는 지지되었다. 구체적으로, 고학력 경영자의 이익조정은 CSR 활동을 더 많이 감소시킨다. 즉, 경영자의 교육수준과 윤리수준은 긍정적인 관련성이 있다는 것을 시사한다. 추가가설 1-3의 주요 관심변수인 (OWN×DA) 변수는 발생액 이익조정(DA) 모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 각각 통계적으로 1%, 5% 수준에서 유의한 부(-)의 값을 나타냈다. 이는 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향이 소유경영자 여부에 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 추가가설 1-3은 지지되었다. 구체적으로, 소유경영자의 이익조정은 CSR 활동을 더 많이 감소시킨다. 이는 소유경영자의 내면윤리가 감소할수록 외면윤리도 감소하고 있음을 시사한다. 추가가설 1-4의 주요 관심변수인 (FRA×DA) 변수는 발생액 이익조정(DA)모형과 실물활동 이익조정(TR) 모형에서 각각 통계적으로 1%, 10% 수준에서 유의한 정(+)의 값을 나타냈다.

이는 이익조정이 CSR 활동에 미치는 영향이 경영자의 횡령 경험 여부에 따라 차이가 있음을 의미한다. 따라서 추가가설 1-4는 지지되었다. 구체적으로 횡령 경험이 있는 경영자의 이익조정은 CSR 활동을 증가시키고 있다. 횡령 경험이 있는 경영자 기업에서는 내면윤리가 감소할수록 외면윤리는 증가하는 상충관계에 있으며, 횡령 경험이 있는 경영자가 이미지 관리의 수단으로 CSR 활동을 수행할 수 있다는 것을 시사한다.

〈표 4-8〉은 추가가설의 통제변수와 도구변수의 검정결과이다. 구체적으로, Pannel A는 통제변수의 검정결과이며, Pannel B는 도구변수의 검정결과이다.

통제변수를 살펴보면, 기업규모가 클수록 전반적으로 CSR 활동을 많이 하는 것으로 나타났다. 적자기업(Loss)과 연구개발비 비중이 높은 기업(R&D)은 대체로 CSR 활동을 증가시키는 것으로 나타났다. 이는 적자기업이 주주들에게 긍정적인 인상을

심어주려는 동인이 존재하기 위해 CSR 활동을 활발히 수행함을 시사한다. 반면, 부채비율과(Lev)과, 대주주지분율(SLS)은 CSR 활동을 감소시키는 것으로 나타났다.

V. 요약 및 결론

사회가 변하면서 윤리경영은 기업의 생존을 위한 필수요소가 되어가고 있으며, 기업은 다양한 형태로 윤리적 활동을 공개하고 있다. 이 때문에 기업의 윤리적 활동에 관한 연구의 필요성이 제기되고 있으며 윤리적 활동이 기업의 실질적인 윤리성을 정확히 반영하고 있는지에 대한 분석의 중요성이 대두되고 있다. 대부분의 기업 경영 활동과 마찬가지로 윤리적 활동은 기업환경 및 경영자의 사적이익 추구성향에 따라 다양한 형태로 나타난다. 따라서 본 연구에서는 코스피 속성 및 경영자의 상황적 요인에 따라 기업의 외면윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정)의 관련성에 차이가 있는지를 분석하였다. CSR 활동은 한국지배구조원의 ESG지수의 통합 점수를 사용하였다. 한국지배구조원에서는 2011년부터 기업의 환경, 사회, 지배구조의 영역을 반영한 ESG지수를 공개하고 있다. 그러나 지수 반영 첫 해인 2011년에는 소수 기업의 ESG지수만이 공개되었기에 본 연구에서는 분석기간을 2012년 이후로 설정하였다. 이익조정은 Kothari et al.(2005)의 성과조정 모형을 사용하여 측정된 발생액 이익조정 측정치와 Roychowdhury(2006) 및 Cohen and Zarowin(2010)이 제안한 실물활동 이익조정 측정치를 사용하였다.

기업의 외면윤리와 내면윤리의 관련성에 차이가 있는지를 분석하기 위해 코스피 속성과 경영자의 상황적 요인을 구분하였다. 먼저, 코스피 속성은 KOSPI

200 소속 여부로 구분하였다. KOSPI 200 소속 기업은 그렇지 않은 기업보다 시장참여자들의 관심이 크며, 시장참여자들의 관심이 클수록 CSR 활동이 실질적인 기업윤리와 일치할 가능성이 높다. 따라서 KOSPI 200 소속 여부를 통해 코스피 속성을 구분한다. 경영자의 상황적 요인은 각각 경영자의 '선임초기 여부(TEN)', '경영자 교육수준(EDU)', '소유경영자 여부(OWN)', 그리고 '경영자의 횡령 경험 여부(FRA)'이다. 한편, 기업윤리 상호 관련성의 근본적인 분석을 위해, 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향 이외에 내면윤리가 외면윤리에 미치는 영향을 추가로 분석하였다. 이 과정에서 내면윤리와 외면윤리 사이에 내생성 문제가 발생할 수 있기에 이단계 최고제곱법(2SLS)을 사용하였다.

연구결과를 요약하면 다음과 같다. 내·외면윤리의 관련성은 KOSPI 200 소속 여부에 따라 차이가 있는 것으로 나타났다. 구체적으로, KOSPI 200 소속 기업은 외면윤리(CSR 활동)와 내면윤리(이익조정)가 더 일치하는 것으로 나타났다. 이는 시장참여자들의 관심이 높을수록 기업윤리에 대한 비중을 더 크게 두고 있음을 시사한다. 또한 외면윤리가 내면윤리에 미치는 영향은 경영자의 상황적 요인에 따라 차이가 있는 것으로 나타났다. 구체적으로, 고학력 경영자와 소유경영자는 외면윤리가 증가할 때 내면윤리가 증가하는 것으로 나타났다. 반면, 선임초기 경영자와 횡령 경험이 있는 경영자는 외면윤리가 증가할 때 내면윤리가 감소하는 것으로 나타났다.

강건성 검정을 위한 추가분석결과는 다음과 같다. 고학력 경영자와 소유경영자는 내면윤리가 감소할 때 외면윤리도 감소하는 것으로 나타났다. 반면 선임초기 경영자와 횡령 경험 경영자는 내면윤리가 감소할 때 외면윤리는 증가하는 상충관계에 있는 것으로 나타났다. 이를 통해 선임초기 경영자와 횡령 경험이 있는 경영자가 내부적으로 사적이익을 추구하면서 이를 은폐하기 위한 이미지 관리의 도구로서

CSR 활동을 사용하고 있음을 시사하고 있다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 먼저 상반된 입장이 존재하는 기업 내·외면윤리의 상호관련성을 실증적으로 분석했다는 점이다. 이를 통해 지속적으로 관심이 증가하고 있는 기업의 윤리적 행태를 이해할 수 있다. 다음으로, 코스피 속성과 경영자의 상황적 요인이라는 변수를 설정하여 기업윤리에 영향을 미칠 수 있는 구체적인 특성 요인을 파악했다는 점이다. 이는 향후 기업윤리의 연구에 영향을 줄 수 있는 특성 요인으로 활용될 수 있다. 본 연구에서는 한국지배구조원의 ESG 지수를 사용하여 CSR 활동의 측정하였다. 한국지배구조원에서는 기업의 사회적 책임을 "A+"부터 "B이하"등급으로 표준화한 결과만을 제공하며, 표준화된 점수는 원점수보다 잡음(noise)의 비율이 높다. 이 때문에 본 연구에서 사용한 ESG지수 통합 측정치가 CSR 활동의 정확한 측정치가 아닐 수 있다는 한계점이 있다. 또한 국내의 기업은 대부분 대주주가 기업을 경영하고 있으며 순환출자를 통해 비교적 적은 지분으로 실질적인 지배력을 행사하는 경우가 빈번하기에 지분율만으로 소유경영자 여부를 구분한 연구결과가 다소 왜곡되었을 가능성도 존재한다. 따라서 다른 잠재적 요인을 고려하여 정교하게 소유경영자를 구분한다면 내·외면 기업윤리의 상호관련성에 대한 후속 연구가 진행될 수 있을 것이다. 본 연구의 분석결과가 향후 연구에 유용하게 사용되길 기대한다.

REFERENCES

- Angela, K. D., K. Linda, and M. Brian(2016), "Do Socially Responsible Firms Pay More Taxes?," *The Accounting Review*, 91(1), 47-68.
- Armstrong, C. S., W. R. Guay, and J. P. Weber

- (2010), "The role of information and financial reporting in corporate governance and debt contracting," *Journal of Accounting and Economics*, 50(2-3), 179-234.
- Bantel, K. A. and E. S. Jackson(1989), "Top Management and Innovations in Banking: Does the Composition of the Top Team Make a Difference?," *Strategic Management Journal*, 10, 107-124.
- Barnett, M. L. and R. M. Salomon(2006), "Beyond Dichotomy: The Curvilinear Relationship Between Social Responsibility and Financial Performance," *Strategic Management Journal*, 27(11), 1101-1122.
- Campbell, J. L.(2007), "Why would Corporations Behave in Socially Responsible Ways? An Institutional Theory of Corporate Social Responsibility," *Academy of Management Review*, 3, 946-967.
- Carroll, A.(1979), "A three-dimensional Conceptual Model of Corporate Performance," *The Academy of Management Review*, 4(4), 497-505.
- Chih, H., C. Shen, and F. Kang(2008), "Corporate Social Responsibility, Investor Protection, and Earnings Management: Some International Evidence," *Journal of Business Ethics*, 79(1), 179-198.
- Choi, B. H. and K. T. Lee(2004), "An Empirical Study of the Ratchet Effect in Performance Evaluation System," *Korea Journal of Accounting*, 29(3), 293-322. [Printed in Korean]
- Chun, H. M., H. S. Han, and Y. K. Yoo(2013), "Managerial Ownership and Real Earnings Management," *Korean Management Review*, 42(5), 1219-1238. [Printed in Korean]
- Cohen, D., A. Dey, and T. Lys(2008), "Real and Accrual Based Earnings Management in the Pre and Post Sarbanes Oxley Periods," *The Accounting Review*, 83, 757-787.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney(1995), "Detecting Earnings Management," *The Accounting Review*, 70(2), 193-225.
- Demsetz, H. and L. Kenneth(1985), "The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93, 1155-1177.
- Fan, J. P. and T. J. Wong(2002), "Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics*, 33, 401-425.
- Fritzsche D. J.(1991), "A Model of Decision Making Incorporating Ethical Values," *Journal of Business Ethics*, 10(11), 841-852.
- Garriga, E. and D. Mele(2004), "Corporate Social Responsibility Theories: Mapping the Territory," *Journal of Business Ethics*, 53 (1), 51-71.
- Godfrey, P. C., C. B. Merrill, and J. M. Hansen (2009), "The Relationship Between Corporate Social Responsibility and Shareholder Value: An empirical Test of the Risk Management Hypothesis," *Strategic Management Journal*, 30(4), 425-445.
- Goldreyer, E. F. and D. Diltz(1999), "The Performance of Socially Responsible Mutual Fund: Incorporating Sociopolitical Information in Portfolio Selection," *Managerial Finance*, 25(1), 23-36.
- Graham. J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal (2005), "The Economic Implications of Corporate Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 40(1-3), 3-73.
- Grow, B., S. Hamm, and L. Lee(2005), "The Debate Over Doing Good," *Business Week*, 1260, 78-80.
- Ha, Y. B. and S. H. Lee(2014), "The Effects of CEO Characteristics on Firm R&D Investment,"

- Korean International Accounting Review*, 58, 103-125. [Printed in Korean]
- Harrison, J. S. And R. E. Freeman(1999), "Stakeholder, Social Responsibility and Performance: Empirical Evidence and Theoretical Perspective," *Academy of Management Journal*, 42(5), 479-485.
- Healy, P. M.(1985), "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107.
- Hemingway, C. and P. Maclagan(2004), "Managers' Personal Values as Drivers of Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, 50(1), 33-44.
- Hong, S. W.(2017), "Earnings Management and the Average Length of Service," *Korean Journal of Management Accounting Research*, 17 (3), 99-122. [Printed in Korean]
- Hwang, M. C., G. C. Jeung, and S. S. Park(2008), "A Study on the Forensic Accounting Failure Education," *Korean Journal of Business Administration*, 21(4), 1621-1642. [Printed in Korean]
- Jensen, M and W. Meckling(1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Jones, J.(1991), "Earnings Management During Import Relief Investigations," *Journal of Accounting Research*, 29, 193-228.
- Ju, S. B. and J. S. Hwang(2014), "The Effect of Corporate Governance Structure on the Performance in Accordance with the Management System," *Journal of Industrial Economics and Business*, 27(2), 805-834. [Printed in Korean]
- Kang, S. A. and S. B. Chun(2010), "Characteristics of Firms Engaged in Realactivity based Earnings Management: Evidence from Korea," *Korea Journal of Accounting* 32(2), 35-70. [Printed in Korean]
- Kim, H. G., T. S. Rho, and I. W. Nam(2018), "A Dynamic Panel Data Analysis on the Corporate Social Responsibility (CSR) Activities Mitigating the Negative Impact of Customer Complaining Behavior on a Firm's Performance," *Korea Business Review*, 22(1), 131-154. [Printed in Korean]
- Kim, I., and M. Venkatachalam(2011), "Are Sin Stocks Paying the Price for Accounting Sins?," *Journal of Accounting, Auditing, & Finance*, 26(2), 415-442.
- Kim, J. H., J. M. Koh, and Y. S. Koh(2008), "Real Earnings Management to Avoid Loss and Smooth Income," *Korean Journal of Accounting*, 17(4), 31-63.
- Kim, S. H., A. Y. Lee, and S. B. Chun(2014), "Perception of Korean Financial Analysts on Earnings Management to Achieve Earnings Benchmarks," *Korea Business Review*, 18 (1), 1-29. [Printed in Korean]
- Kim, S. H. and Y. K. Jung(2013), "Corporate Social Responsibility(CSR) and Real Earnings Management," *Journal of Taxation and Accounting*, 14(6), 227-259. [Printed in Korean]
- Kim, Y. S. and M. S. Choi(2016), "The Effect of Firm Ownership on the Relation between CEO Turnover and Earnings Management," *Global Business Administration Review*, 13 (1), 169-199. [Printed in Korean]
- Kim, Y. S., Y. B. Huh, and S. S. Koh(2010), "The Study on the Association of Corporate Sustainability with Earnings Management," *Accounting Information Review*, 28(3), 33-57. [Printed in Korean]
- Kim, Y. C. and Y. S. Kang(2017), "A Study on the Subsequent Changes in Corporate Governance

- after the Detection of Misappropriation and Breach of Trust,” *Korean Journal of Management Accounting Research*, 12(17), 123-153. [Printed in Korean]
- Kim, Y. C., S. J. Choi, and Y. G. Kim(2010), “The Effect of KOSPI 200 Index Inclusion on Discretionary Accruals,” *Korea Journal of Accounting*, 19(5), 125-150. [Printed in Korean]
- Kook, C. P. and Y. S. Kang(2011), “Corporate Social Responsibility, Corporate Governance and Firm Value,” *Korean Journal of Financial Studies*, 40(5), 713-748. [Printed in Korean]
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley(2005), “Performance Matched Discretionary Accrual Measures,” *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197.
- Kwak, Y. M. and J. S. Choi(2011), “Earnings Management Associated with Types of CEO Turnover,” *Korea Journal of Accounting*, 36(2), 129-184. [Printed in Korean]
- Lee, S. M.(2017), “Institutional Embeddedness of Corporate Social Responsibility in Korea and Japan,” *Civil Society & NGO*, 15(1), 211-242. [Printed in Korean]
- Lee, A. Y., and S. B. Chun, and S. S. Park(2007), “CEO Turnover and Earnings Management,” *Korea Journal of Accounting*, 32(2), 117-150. [Printed in Korean]
- Lee, A. Y., S. B. Chun., S. S. Park, and J. H. Choi(2009), “The Internal versus External CEO Changes, The Reason for the Changes, and Earnings Management,” *Korea Journal of Accounting*, 34(2), 45-78. [Printed in Korean]
- Lee, Y. S.(2011), “The Relationship between Sustainability Report and Earnings Management,” *Accounting Information Review*, 29(4), 111-132. [Printed in Korean]
- Lim, H. J. and J. S. Choi(2013), Corporate Social Responsibility and Earnings Management : Does the External Business Ethics Portray Internal Ethics?,” *Korea Journal of Accounting*, 22(5), 257-309. [Printed in Korean]
- Loe, T., L. Ferrell and P. Masfield(2000), “A Review of Empirical Studies Assessing Ethical Decision Makings in Business,” *Journal of Business Ethics*, 25, 185-204.
- Mackey, A., T. Mackey, and J. Barney(2007), “Corporate Social Responsibility and Firm Performance: Investor Preferences and Corporate Strategies,” *The Academy of Management Review*, 32(3), 817-835.
- Matten, D. and A. Crane(2005), “Corporate citizenship: Toward an Extended Theoretical Conceptualization,” *The Academy of Management Review*, 30(1), 166-179.
- McWilliams, A. and D. Siegel(2001), “Corporate Social Responsibility: A Theory of The Firm Perspective,” *Academy of Management Review*, 26(1), 117-127.
- Merchant, K. A. and J. Rockness(1994), “The Ethics of Managing Earnings: An Empirical Investigation,” *Journal of Accounting and Public Policy*, 13(1), 79-94.
- Moon, H. J(2007), “The Relationship between Ethical Management and Discretionary Accruals,” *Korea Journal of Accounting*, 16(8), 81-105. [Printed in Korean]
- Morck, R. and B. Yeung(2004), “Family Control and the Rent-Seeking Society,” *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 28(4), 391-409.
- Park, M. S. and W. C. Ra(2016), “Determinants of CSR Strategies of Foreign MNE Subsidiaries in Korea with Special Reference to Institutional Environment and CEO Characteristics,” *Journal of International Trade and Commerce*, 12(6), 521-540. [Printed in Korean]

- Park, S. Y., S. I. Kim, and H. S. Chung(2017), "Differentiated Incentives of Earnings Managements depending on the Types of CSR Activities," *Korean Journal of Business Administration*, 30(4), 601-630. [Printed in Korean]
- Park, H. Y., A. Y. Lee, and S. B. Chun(2015), "CEO' Asset Embezzlement and Earnings Management," *Korea International Accounting Association*, 64, 97-126. [Printed in Korean]
- Phillips, R., R. E. Freeman, and A. Wicks(2003), "What Stakeholder Theory is Not," *Business Ethics Quarterly*, 13(5), 1479-502.
- Pourciau, S.(1993), "Earnings Management and Nonroutine Executive Changes," *Journal of Accounting and Economics*, 16(1-3), 317-336.
- Roychowdhury, S.(2006), "Earnings Management Through Real Activities Manipulation", *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Ryu, D. W., D. J. Ryu, and J. H. Hwang(2017), "Corporate Social Responsibility: Investment or Expense?," *Korean Management Review*, 08(46),1127-1155. [Printed in Korean]
- Seok, J. H., Y. S. Lee, S. R. Go, and B. D. Kim (2017), "Impact of Publicizing Corporate Social Responsibility on Firm Value," *Korean Academic Society of Business Administration*, 46(6), 1663-1688. [Printed in Korean]
- Shuping, C., C. Xia., C. Qiang, and S. Terry(2010), "Are Family Firms More Tax Aggressive than Non-Family Firms?," *Journal of Financial Economics*, 95,41-61.
- Son, H. C. and S. K. Park(2016), "The Influence of the Owner's Management Participation Level on Earnings Management," *Management Accounting Association of Korea*, 16(2), 107-137. [Printed in Korean]
- Stubben, S.(2010), "Discretionary Revenues as a Measure of Earnings Management," *The Accounting Review*, 85(2), 695-717.
- Surroca, J., J. A. Tribo, and S. Waddock(2010), "Corporate Social Performance and Corporate Financial Performance in the Banking Sector," *Journal of Business Ethics*, 104 (1), 133-148.
- Swanson, D. L.(1995), "Addressing a Theoretical Problem by Reorienting the Corporate Social Performance Model," *The Academy of Management Review*, 20(1), 43-64.
- Warfield, T., J. Wild and K. Wild(1995), "Managerial Ownership, Accounting Choices, and Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 20(2), 61-91.
- Watts, R. L. and J. Zimmerman(1986), "Positive Accounting Theory," *Prentice-Hall*.
- Wiersema, M. F. and K. A. Bantel(1992), "Top Management Team Demography and Corporate Strategic Change," *The Academy of Management Journal*, 35(1), 91-121
- Yang, D. H. and E. J. Ko(2016), "CEO's Practical Volition of Business Ethics and Ethical Management System: Case of Korea Kolmar," *Journal of Business Ethics*, 16(1), 111-136. [Printed in Korean]
- Yi, S. W. and Y. C. Kim(2011), "An Empirical Relation Between Asset Misappropriation and Discretionary Accruals," *Korean Journal of Business Administration*, 24(2), 985-1007. [Printed in Korean]
- Yi, S. W., Y. C. Kim, and T. S. Jung(2010), "The Effects of Internal Control Weakness and Board of Directors' Characteristics on Asset Misappropriation," *Korea Journal of Accounting*, 19(5), 89-123. [Printed in Korean]
- Yoon, S. S. and H. J. Kim(2013), "A Study on the Models for the Estimation of Discretionary

- Accruals," *Korea Journal of Accounting*, 38 (4), 61-93. [Printed in Korean]
- Zahra, S. A., J. C. Hayton, and C. Salvato(2004), "Entrepreneurship in Family vs. Non-Family Firms: A Resource-Based Analysis of the Effect of Organization Culture," *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 28(4), 363-381
- ### 국내참고문헌
- 강선아, 전성빈(2010), "이익조정기업들의 특성에 관한 연구: 실질활동을 이용한 이익조정을 중심으로," *회계학연구*, 25(2), 35-70.
- 곽영민, 최종서(2011), "최고경영자 교체유형과 이익조정 행태간의 관련성," *회계학연구*, 36(2), 129-184.
- 국찬표, 강윤식(2011), "기업의 사회적 책임. 지배구조 및 기업가치," *한국증권학회지*, 40(5), 713-748.
- 김선화, 정용기(2013), "기업의 사회적 책임활동과 실제 이익조정," *세무와회계저널*, 14(6), 227-259.
- 김성혜, 이아영, 전성빈(2014), "기업의 이익목표 달성을 위한 이익조정과 한국 재무분석가의 인식," *Korea Business Review*, 18(1), 1-29.
- 김영숙, 최만식(2016), "기업소유구조가 경영자 책임 초기의 이익조정행위에 미치는 영향," *글로벌경영학회지*, 13(1), 169-199.
- 김용성, 허영빈, 고성삼(2010), "기업의 지속가능성과 이익조정의 관련성에 관한 연구," *회계정보연구*, 28(3), 33-57.
- 김유찬, 강윤식(2017), "횡령 및 배임 적발 이후 기업지배구조의 후속적 변화에 관한 연구," *관리회계연구*, 17(3), 123-153.
- 김유찬, 최순재, 김영길(2010), "KOSPI 200 지수 편입이 재량적 발생액에 미치는 효과," *회계저널*, 19(5), 125-150.
- 김혜교, 노태석, 남인우(2018), "고객 불평 행동이 기업의 성과에 미치는 부정적인 영향과 그에 대한 CSR의 조절효과에 관한 동태적 패널 분석," *Korea Business Review*, 22(1), 131-154.
- 나종길(1996), "이익조작에 대한 경영자보상가설과 이익유연화가설의 비교," *회계학연구*, 21(4), 47-66.
- 류두원, 류두진, 황준호(2017), "국내기업의 CSR활동은 투자인가 비용인가?," *경영학연구*, 46(4), 1127-1155.
- 문현주(2007), "윤리경영과 재량발생액의 관계," *회계저널*, 16(1), 81-105.
- 박무성, 나원찬(2016), "한국 진출 다국적기업의 CSR 전략 결정요인: 제도적 환경과 최고경영자 특성 분석을 중심으로," *무역연구*, 12(6), 521-540.
- 박소영, 김상일, 정현석(2017), "CSR 활동 유형에 따른 이익조정 동기의 차별성," *대한경영학회지*, 30(5), 601-630.
- 박하연, 이아영, 전성빈(2015), "경영자의 자산횡령과 이익조정," *국제회계연구*, 64, 97-126.
- 석준희, 이우석, 고사랑, 김병도(2017), "기업의 사회적 책임(CSR) 활동에 대한 홍보가 기업가치에 미치는 영향," *경영학연구*, 46(6), 1663-1688.
- 손호철, 박성규(2016), "소유경영자의 경영참여 정도가 이익조정에 미치는 영향," *관리회계연구*, 16(2), 107-137.
- 양동훈, 고은정(2016), "최고경영자 윤리경영의 제도화 도입과정: 한국콜마 사례를 중심으로," *윤리경영연구*, 16(1), 111-136.
- 윤순석, 김효진(2013), "재량적발생액 추정모형에 대한 연구," *회계학연구*, 38(4), 61-93.
- 이상민(2017), "한국과 일본 CSR의 제도적 배태 비교연구," *시민사회와 NGO*, 15(1), 211-242.
- 이성욱, 김유찬(2011), "자산횡령과 재량적 발생액의 실증적 관계," *대한경영학회지*, 24(2), 985-1007.
- 이성욱, 김유찬, 정태섭(2010), "내부회계관리제도의 취약점과 이사회 특성이 자산횡령에 미치는 효과," *회계저널*, 19(5), 89-123.
- 이아영, 전성빈, 박상수(2007), "최고경영자 교체와 이익조정," *회계학연구*, 32(2), 117-150.
- 이아영, 전성빈, 박상수, 최종학(2009), "최고경영자 교체 이유와 내부승진 및 외부영입 최고경영자의 이익조

- 정 수준 차이," **회계학연구**, 34(2), 45-78.
- 이윤상(2011), "지속가능보고서와 이익조정 관련성," **회계정보연구**, 29(4), 111-133.
- 이효익, 최관(1996), "기업의 이익조정에 대한 윤리적 수용 가능성," **회계학연구**, 21(1), 21-43.
- 임형주, 최종서(2013), "기업의 사회적 책임과 이익조정: 외면적 기업윤리와 내면윤리는 일치하는가?," **회계저널**, 22(5), 257-309.
- 전홍민, 한혜상, 유용근(2013), "경영자 지분율이 실물적 이익조정에 미치는 영향," **경영학연구**, 42(5), 1219-1238.
- 주석배, 황진수(2014), "기업경영체제에 따른 경영자지배 구조와 기업성과," **상업경제연구**, 27(2), 805-834.
- 최병현, 이경태(2004), "성과평가시스템의 톱니효과(Ratchet Effect) 현상에 관한 실증분석," **회계학연구**, 29(3), 293-322
- 홍순옥(2017), "이익조정과 임직원 평균근속연수," **관리회계연구**, 17(3), 99-122.
- 하영범, 이성희(2014), "CEO 특성이 R&D투자정도에 미치는 영향," **국제회계연구**, 58, 103-125.
- 황명철, 정길채, 박승식(2008), "회계부정 적발교육에 관한 연구," **대한경영학회지**, 21(4), 1621-1642.

The Effect of KOSPI Attributes and Manager's Contingency Factors on the Relationship between External Ethics and Internal Ethics of Firms*

Young Na** · Dong-Ha Lee***

Abstract

This study aims to verify the disparity in the relationship between external ethics(CSR activities) and internal ethics(earnings management) of a firm, depending on the KOSPI attributes and CEOs' contingency factors. The external ethics is an ethical activity that can easily be observed from the outside, and the reflection of internal ethics, which is the actual level of ethics. However, some believe that external ethics is simply a part of external image management with no relations to internal ethics. Conflicting perspectives co-exist since firms' CSR activities are different depending on the driving force behind ethical activities. If a firm has a high level of motive for ethical activities, then CSR activities will actually reflect its level of ethics, and external and internal ethics will match. However, if the motivation behind ethical activities is low, then CSR activities will simply become the tool of external image making, and it becomes unrelated to or conflicted with internal ethics. In such a way, the driver behind ethical activities, which affects the relevance of firms' ethics, is different depending on KOSPI attributes and CEOs' contingency factors. Therefore, this study aimed to verify the difference in the relevance of internal and external corporate ethics, depending on KOSPI attributes and CEO's contingency factors.

Main findings of the study are as follows: It was shown that CSR activities reduce earnings management. This means that internal ethics become superior as the level of corporate external ethics becomes higher. Also, it was revealed that CSR activities of KOSPI 200 corporations

* This research was supported by the Chung-Ang University Research Scholarship Grants in 2018. Comments from three anonymous referees are greatly appreciated.

** Professor, College of Business and Economics, Chung-Ang University(nayoung@cau.ac.kr), First Author

*** Ph.D. Student in Accounting, The Graduate School of Chung-Ang University(leedyo@cau.ac.kr), Corresponding Author

and CEOs with higher education or owner CEOs reduce the earning management further. On the other hand, CSR activities of initial appointed CEOs or CEOs with fraud experiences increase earnings management. In other words, there are differences in corporate external ethics' influence on internal ethics, depending on KOSPI attributes and CEOs' contingency factors. On the other hand, corporate external ethics actually reflecting the level of ethics could mean that internal ethics could affect external ethics, and the need for the analyses of actual proof was suggested. According to the analysis, CSR activities were reduced as the earnings management increased, and the effect was bigger for CEOs with higher education or owner CEOs. However, earnings management for the initial appointed CEOs or CEOs with fraud experiences increased CSR activities. This means that the effect of firms' internal ethics on external ethics is different depending on CEOs' contingency factors. In particular, since initial appointed CEOs or CEOs with fraud experiences utilize CSR activities as the tool for external image making it is being implied that information users should recognize this fact and accommodate information differently.

Key Words: External Ethics, Internal Ethics, CSR Activities, Earnings Management, KOSPI Attributes, CEOs' Contingency Factors