

세무회계저널
제10권 제4호 2009년 12월 pp.75 ~ 115
한국세무학회

기업지배구조, 회계정보 및 기업가치*

- 한국과 미국 자본시장의 비교연구 -

오준환**

<요 약>

본 연구는 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 상호 관련성에 관한 한국과 미국의 선행연구를 비교 분석한다. 효과적인 기업지배구조는 소유와 경영의 분리로 발생하는 대리인문제를 완화하여 자본시장의 효율성과 기업가치를 제고한다. 기업지배구조의 메커니즘이 회계정보나 기업가치에 미치는 영향은 세계적으로 실증분석의 대상이고, 최근 10년여 동안 한국의 연구는 자본시장연구에서 선도적 역할을 해온 미국을 양적인 측면에서 압도하고 있다. 한국과 미국의 회계분야에서 수행된 기업지배구조의 연구를 비교함으로써, 본 연구는 양 국가의 자본시장에서 기업지배구조와 회계정보의 역할을 분석하고 연구내용 및 방법의 개선관점에서 선행연구의 한계점과 미래연구방향을 제시한다.

분석결과, 한국과 미국에서 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 실증연구는 일관된 결과를 도출하지 못하고 있다. 대부분의 연구는 생략변수, 측정오차, 변수설정오류 등의 가능성으로 인해 내부 및 외부적 유효성의 문제점을 갖고 있다. 규모, 소유구조 등의 기업특성별 표본분할 및 민감도분석도 5% 내외의 낮은 설명력으로 인해 검증결과의 일반화를 제약하고 있다. 특히 소유(지분)구조와 기업가치의 관계는 비선형적 형태를 나타내고 있어서 지분의 설정기간별로 다른 검증결과를 도출하고 있다. 이러한 일관되지 않은 검증결과는 한미 양 국가 모두에서 체계적인 이론의 부재와 함께 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 각 구성요소를 결합하는 연구모형을 찾지 못한데 기인한다. 따라서 미래연구는 연구내용 및 방법의 선정과정에서 임의적 대신 과학적 접근으로 유효한 연구모형과 측정변수의 개발을 시도해야 할 것이다. 한국의 경우 기업지배구조의 내·외부메커니즘 중 내부회계관리제도의 운영실태, 감리양정기준 등과 기업가치의 관련성에 대한 검증이 필요하다. 또한 파생금융상품 등의 회계처리 및 감독규정의 국가간 차이에 대한 실증분석을 통해 현재 진행되고 있는 규제변화의 타당성을 간접적으로 검증할 수 있을 것이다.

<주제어> 기업지배구조, 회계정보, 기업가치, 자본시장비교, 회계투명성

* 이 논문은 2007년도 정부재원(교육인적자원부 학술연구조성사업비)으로 한국학술진흥재단의 지원을 받아 연구되었음(KRF-2007-013-B00050).

** 건국대학교 경영대학 교수, june@konkuk.ac.kr, 02-450-4137

논문접수일 2009년 1월

게재확정일 2009년 10월

I. 서 론

최근 미국에서 시작된 금융위기가 우리나라를 포함한 전 세계로 확대되면서 그 파급효과는 실물 경제로 확대되고 있고, 각 국가는 자본시장에서 금융상품에 대한 규제와 함께 법규, 회계 기준 등의 제도적 보완을 다각도로 모색하고 있다. 효과적인 기업지배구조는 자본시장에서 자본제공자인 투자자와 자본수요자인 경영자 사이의 대리인문제를 완화시켜 자본시장의 효율성과 기업가치를 제고하는 중요한 역할을 담당한다. 그러나 최근의 금융위기에 직면하여 각 국가는 장기적으로 효과적인 기업지배구조와 투명한 회계정보의 당위성을 인정하고 있지만, 단기적으로는 기업의 재무 건전성, 수익성 등을 제고하기 위한 수단으로 활용하여 기업지배구조, 회계정보, 감독규정 등과 관련된 규제의 변화(예로 출자총액제한제도의 폐지, 외부감사대상기업의 축소, 회계기준의 변경)를 시행 또는 추진하고 있다.¹⁾ 이러한 규제변화의 관점에서, 본 연구는 한국과 미국의 자본시장에서 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 연구들을 분석하여, 자본시장에서 기업지배구조와 회계정보의 역할을 재조명하고 규제변화의 적정성을 검토한다.

본 연구는 한국과 미국의 선행연구에 대한 비교분석을 통하여 학술적 측면에서 미흡하거나 추가할 연구분야를 제시하고 제도적 측면에서 기업지배구조 및 회계시스템의 개선과 관련한 시사점을 제공함을 목적으로 한다. 구체적으로 본 연구는 연구방법의 적정성의 관점에서 기업지배구조의 연구에 관한 양 국가의 연구가설, 연구모형 및 실증결과를 비교한다. 이러한 비교는 연구결과의 연구자별 및 국가 간 차이(또는 비밀관성)에 대한 원인을 체계적으로 파악할 수 있는 기회를 제공할 것이다. 또한 양 국가의 선행연구에 대한 비교분석은 기업지배구조관련 선행연구에서 미흡하였던 제도적 측면을 부각시키고 미래연구가 연구가설의 설정, 연구방법의 선정, 연구결과의 해석 등에서 고려해야 할 요소내지는 한계점들을 제시할 수 있을 것이다.

기업지배구조는 소유와 경영이 분리된 상황에서 경영자의 의사결정에 영향을 주는 일련의 감독 메커니즘이다. 이러한 기업지배구조 메커니즘은 이사회, 감사위원회, 내부감사인, 보상위원회 등의 내부메커니즘과 외부감사인, 규제기관, 사외이사, 자본시장참여자 등의 외부메커니즘으로 구분된다. 기업지배구조의 메커니즘이 회계, 재무, 경제, 경영, 전략 등의 모든 학문분야에서 중요한 문제로 다루어지면서, 실증모형에 적합한 기업지배구조의 구성요소에 대한 측정이 다각도로 시도되었다. 측정이 주된 영역인 회계에서도 기업지배구조의 구성요소에 대한 측정은 주요 논제임에 틀림이 없을 것이다. 그러나 한국과 미국에서 공통적으로 기업지배구조에 대한 회계분야의 연구가 다른 학문분야에 비하여 상대적으로 적은 편이다. 즉, 회계분야에서 발생액, 자본비용 등과 같은 변수의 측정에 대한 연구가 광범위하게 진행되고 있는 점을 고려할 때, 기업지배구조를 구성하는 변수의 측정에 대한 연구가 상대적으로 빈약하다고 할 수 있다. 이러한 연구경향은 제도 및 체제의 관점에서 기업지배구조가 비교적 체계적으로 정착된 미국에서 더 현격히 나타나고 있다.²⁾ 특히 미국의 회계연구

1) 대표적인 예가 국제회계기준에서 예외적 상황("rare circumstances")에 적용하는 유가증권의 분류변경 및 소급처리를 허용하여 악화된 기업의 재무상황을 개선하려는 회계기준의 개정이다.

는 ‘기업지배구조의 복잡한 구성요소들을 신뢰성 있게 측정하기 어렵다는’ 한계점 때문에 기업지배구조관련 검증모형의 개발이나 실증에 적극 나서지 못하였다(Larcker 외 2007).

기업지배구조와 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 한국과 미국에서의 선행연구를 비교한 결과, 양 국가의 선행연구 모두 이론 및 개념적 바탕이 미흡한 상태에서 기업지배구조의 구성요소들에 대한 일관된 실증결과를 도출하지 못하고 있다. 검증결과와 일관성 부재는 양 국가에서 대부분의 연구가 기업지배구조에 대하여 단일 유도변수나 지수를 사용한 데 기인하고 있다. 예로 기업지배구조에서 비교적 복잡한 요소인 이사회독립성에 대하여 사외이사비율과 같은 단일 유도변수를 사용할 경우 실증모형의 측정오차는 필연적이고 회귀식의 상관계수 또한 실증모형별로 일관되지 않게 나타난다. 공공정책, 상업 또는 연구의 목적으로 개발된 기업지배구조지수를 활용하는 연구에서도 여러 유도변수들을 단순히 조합하여 다변량분석을 시도한 결과 계량경제학적 문제점을 피하기 어려웠다. 즉, 둘 이상의 유도변수를 사용한 연구들은 단변량분석보다 측정오차를 경감시킬 수 있었으나, 연구모형의 개별 유도변수들 모두가 의도한 기업지배구조의 요소를 측정하지 않는 한 관측된 개별 상관계수들에 대한 해석이 어려웠고 생략변수나 측정오차의 가능성을 배제할 수 없었다.

한국과 미국에서 기업지배구조와 관련한 연구의 대부분은 기업지배구조와 회계정보 또는 기업가치의 관련성에 관한 것이다. 기업지배구조와 기업가치의 관련성에 관한 연구는 회계정보를 내생변수로 간주하는 재무분야에서 활발하게 진행되어 왔다. 그러나 회계분야는 회계정보의 질적 특성으로 확대된 검증모형을 통해 내생성의 문제를 다소 해소할 수 있음에도 불구하고, 기업지배구조와 기업가치의 관련성 검증에서 회계정보를 매개(또는 통제)변수로 설정한 연구는 한미 양 국가에서 소수에 불과하다. 수행된 연구의 대부분도 임의적 변수설정과 기업특성별 표본분할에 의존하고 있어서 검증결과와 일반화에 제약이 따른다. 확립된 이론의 부재와 계량경제학적 문제점으로 인하여 선행연구는 기업지배구조의 구성요소에 대한 일관된 검증결과를 도출하지 못하였고, 미래연구는 이러한 일관성 결여에 대한 원인을 체계적으로 조사하여 연구내용과 방법의 선정과정에 반영해야 할 것이다. 기업지배구조와 기업가치의 관련성에 관한 미래연구는 미국보다 한국에서 연구가 상대적으로 미흡한 내부회계관리제도의 운영실태와 함께 감리양정기준, 출자총액제한제도 등 한국적 특유제도를 분석할 필요가 있다. 또한 회계기준 및 감독규정의 국가간 차이를 분석에 활용하여 현재 진행 또는 계획하고 있는 규제변화(예로 파생금융상품의 회계처리와 감독규정, 금산분리완화 등)의 타당성을 간접적으로 검증할 수 있을 것이다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2절은 기업지배구조의 이론, 연구체계 및 측정변수를 소개하고, 제3절에서는 기업지배구조와 회계정보의 관련성에 대한 한미 양 국가의 선행연구를 비교·분석한다. 제4절에서는 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 한미 양 국가의 선행연구를 비교·분석하며, 제5절은 결론과 함께 본 연구의 한계점 및 미래연구방향을 제시한다.

- 2) 2000년 이후 미국의 Accounting Review, Journal of Accounting Research, Journal of Accounting & Economics 등과 같은 회계분야 주요 학술지에 게재된 논문 중 기업지배구조에 초점을 맞춘 논문은 대략 5%(10여 편) 미만이지만, 한국의 회계학연구, 세무학연구, 경영학연구, 회계저널, 세무회계저널 등의 주요 회계분야 학술지에서 기업지배구조관련 논문은 대략 25%(50여 편)를 상회한다.

II. 기업지배구조의 이론, 연구체계 및 측정변수

본 절에서는 먼저 기업지배구조를 정의하고, 기업지배구조관련 제도 및 체제에 대한 한국과 미국의 주요 차이를 비교를 한다. 다음으로 기업지배구조와 관련한 주요 이론을 소개하고, 선행연구에서 설정한 연구모형의 인과관계를 도식화하여 설명한다. 또한 선행연구의 연구체계에서 도출된 주요 측정변수들을 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치로 구분하여 제시한다.

1. 한국과 미국에서 기업지배구조의 정의 및 주요 차이

기업지배구조는 주주의 가치(기업가치)를 극대화하기 위하여 기업의 경영활동을 감독·감시하는 제도 및 체제로 정의할 수 있다. 기업지배구조의 제도 및 체제는 시장경제에 바탕을 둔 한국과 미국에서 법규 및 실무적 차이를 제외하고 대체로 유사하다. 기업지배구조의 체제는 이사회, 감사위원회, 내부감사인, 보수위원회 등의 내부메커니즘과 외부감사인, 규제·감독(기관), 자본시장참여자 등의 외부메커니즘으로 구분된다.

외부감사인과 사외이사는 기업에 의해 선임되지만 외부메커니즘과 내부메커니즘의 중재역할을 수행한다. 이러한 기업지배구조의 내·외부메커니즘에서 가장 많이 활용되는 정보 중에 하나가 회계정보이다. 회계정보는 기업지배구조 체제가 지향하는 기업가치의 제고에 대한 재무적 평가척도로써 내·외부메커니즘에 의해 활용되기 때문에 여러 이해관계자로 구성된 기업지배구조 체제의 영향을 받는다. 즉, 회계정보는 기업지배구조 체제의 일부로써 지배구조 체제에서 광범위하게 활용되는 동시에 기업지배구조 체제 및 자본시장의 영향을 받아 산출된 재무정보이다.

자본시장에서 소유와 경영의 분리로 경영자는 주주의 효용(투자수익)보다는 자신의 효용을 극대화하려는 유인을 갖는 대리인문제가 발생한다. 회계정보는 이러한 대리인문제의 완화를 통하여 자본시장의 효율성을 제고하려는 기업지배구조 메커니즘에서 중요하게 활용되고 있다. 그러나 회계정보 자체도 기업지배구조 과정의 산물이다. 즉, 기업지배구조 메커니즘에서 활용되는 회계정보가 경영자(기업)에 의해 생산되기 때문에, 기업지배구조 메커니즘은 회계정보가 경영자에 의해 부적절하게 산출되지 않도록 발전해 왔다.

<표 1>은 한국과 미국의 자본시장에서 기업지배구조가 회계정보에 미치는 영향을 규제적 및 이행적 메커니즘으로 구분하여 요약하고 있다. 규제적 메커니즘은 법규를 통하여 회계기준의 적절한 제·개정에 직·간접적인 영향력을 행사하고, 이행적 메커니즘은 독립적인 외부감사인을 통하여 회계기준의 적절한 준수에 직·간접적인 영향력을 행사한다.

〈표 1〉 회계정보에 대한 규제 및 이행적 메커니즘

구분 국가	규제적 메커니즘			이행적 메커니즘		
	법규	규제기관	회계기준	회계감사	내부감사	이사회-위원회
한국	증권거래법/ 외감법 등	금융위원회/ 증권선물위원회	회계기준원	공인회계사	내부회계 관리제도	감사/보수위원회, 사외이사
미국	Sabanes - Oxley 법 등	SEC/PCAOB* ¹ 등	FASB	공인회계사 (CPA)	내부감사 (CIA* ²)	감사/보수/윤리 위원회, 사외이사

*1 Public Company Oversight Board(미국회계감독국)

*2 Certified Internal Auditor

<표 1>에서처럼 회계정보에 대한 규제 및 이행적 메커니즘에 대한 한국과 미국의 큰 차이는 없다. 한국은 1997년 외환위기 이후 기업지배구조의 제도 및 체제에 획기적 변화를 가져왔고, 미국도 월드컴 등 우수 기업들의 분식회계가 경제사회적 문제가 되면서 2004년 사베인스옥스리법(Sabanes Oxley Act)을 통하여 기업지배구조의 제도 및 체제를 강화시켰다. 한국과 미국은 일반적으로 인정된 회계기준(GAAP)의 제·개정을 독립된 민간기구(한국회계기준원과 FASB)에 위임하고 있지만, 각각 관련 법규 및 규제기관에 의한 감독을 통해 회계기준의 제·개정에 간접적인 영향을 주고 있다. 기업은 재무제표가 일반적으로 인정된 회계기준에 의해 적절히 작성되었음을 외부감사를 통해 인증받아야 한다. 또한 미국은 1970년대부터 기업활동의 건전성 및 자산보호를 위해 강력한 내부관리제도를 운영해 왔고, 한국은 2000년대에 들어와 내부회계관리의 중요성을 인식하여 제도적 정착을 추진해 왔다.³⁾ 내부회계관리제도는 회계정보의 적정성을 검토하고, 경영진, 외부감사인, 감사위원회 등과의 협력 하에 회계정보의 투명성을 확보하며 투자자인 주주의 권익과 함께 기업의 이해관계자들을 보호하는 데 초점을 맞추고 있다.

재무보고시스템에 영향을 미치는 기업지배구조의 제도와 체제에 국가별로 큰 차이는 없으나, 한국과 미국의 큰 차이는 기업지배구조 메커니즘의 구조와 성격을 결정하는 세부적 법규의 구체성 여부이다. 전통적으로 성문법 체제를 따르고 있는 한국은 자산 2조원 이상의 기업들이 감사위원회와 보수위원회를 설치해야하고, 이사회 구성원 중 사외이사의 비율이 50% 이상(감사위원회 구성원 중 사외이사의 비율 2/3 이상)이 될 것 등을 법규를 통하여 구체적으로 규제하고 있다. 반면에 불문(사례)법에 근거하고 있는 미국은 일률적 규제보다는 기업이 기업지배구조 메커니즘을 구현할 수 있는 준거 법규(또는 최소요건)만을 제시하고 세부적인 실행방법의 선택은 기업에게 위임하고 있다. 뉴욕 증권거래소의 상장회사는 이사회에 사외이사 2명 이상을 포함해야 하고, 감사위원회는 전원 사외이

3) 미국은 1970년대 록히드사의 해외 정부각료들에 대한 뇌물공여사건을 계기로 부조리를 방지하기 위하여 제정한 법(FCPA : Foreign Corrupt Practices Act 1977)과 1980년대 대부업계(S&L : Savings & Loan)의 파산사태를 통하여 기업의 내부통제시스템을 강화하였고, 한국은 20세기 전후의 외환위기와 금융부실화를 경험하면서 기업의 내부회계제도를 강화하게 되었다.

사로 구성하도록 하고 있다. 또한 한국과 다르게 미국의 기업들은 자발적으로 윤리(또는 사회책임), 재정, 임원선임(또는 임원추천), 과학기술(또는 그린경영) 등의 다양한 위원회를 설치·운영하고 있다. 그러나 최근 부실주택담보대출에 연계된 파생금융상품의 거품붕괴로 시작한 미국의 금융위기가 실물경제는 물론 세계경제로 파급되면서, 미국은 파생금융상품에 대한 감독 및 규제 차원에서 기업지배구조의 보완을 검토하고 있다.

기업지배구조의 개선의 대표적인 예로 미국은 기관투자자나 주주단체 등이 이사회 이사진 1/4 이상을 지명할 수 있도록 하는 방안을 추진하고 있다. 규제적 메커니즘의 차원에서도 미국은 SEC와 FRB의 금융감독기능을 통합하는 거시적 차원의 강력한 금융감독기구 설립을 추진하고 있다. 반면에 세계적 금융위기 속에서도 한국은 상호출자제한 및 금산분리의 완화 등 일련의 법규제의 변화를 추진하고 있다. 그러나 한국의 금융당국은 신용부도스왑(CDS : credit default swap) 등의 파생금융상품을 종전대로 지급보증(부채)으로 처리하는 감독규정(미국의 경우 채권인 금융자산으로 처리)을 당분간 유지할 것으로 보여 미국처럼 파생금융상품이 감독의 사각지대가 되지는 않을 전망이다.

2. 기업지배구조의 이론 및 연구체계

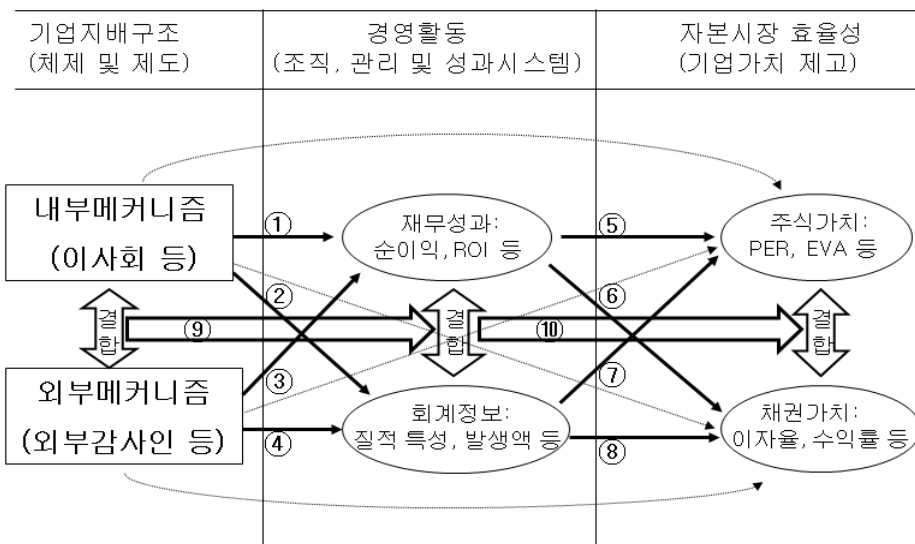
기업지배구조의 이론은 실증회계이론(positive accounting theory)이 근거하고 있는 대리인문제(agency problem : conflicts)에 초점을 맞추고 있다. 대리인문제는 소유와 경영의 분리로 인하여 경영자가 주주(자금제공자)의 효용(투자수익률)보다는 자신의 효용을 극대화하려는 유인을 갖는 데서 발생한다. 효과적인 기업지배구조 메커니즘은 대리인문제로 인하여 발생하는 주주로부터 경영자에게로 부의 이전, 자본, 관리 및 감독비용의 증가 등과 같은 자원의 비효율적 배분을 완화시키는 역할을 한다. 그러나 부채계약가설, 정치비용가설 등을 검증하는 실증회계이론이 체계적 이론의 부재로부터 비판을 받아 온 것처럼, 동일한 대리인문제에서 출발한 기업지배구조의 연구도 체계적 이론의 부재 하에서 진행되어 왔다.

기업지배구조의 연구는 명확한 이론보다는 대리인문제에서 상호 대립되는 이익침해가설과 이해일치가설을 검증하는 방식으로 진행되어 왔다. 이익침해가설은 소유와 경영이 분리된 기업지배구조 하에서 이해관계자들 사이의 갈등과 대리비용이 증가하여 정보의 유용성, 소액주주의 부(기업가치) 등이 감소한다는 것이다(La Porta 외 1999 ; 정구열 외 2002). 이해일치가설은 역으로 이해관계자들 사이의 갈등과 대리비용이 감소하여 정보의 유용성, 소액주주의 부(기업가치) 등이 증가한다는 것이다(Klassen 1997 ; 최성규 · 김경민 2001). 기업지배구조 메커니즘이 대리인문제를 완화시키는지의 여부가 경제, 재무, 경영 등의 분야에서 실증의 대상이 되어 왔고, 회계분야에서도 회계정보가 정보적 관점에서 대리인문제를 완화시키는지의 여부를 검증해 왔다. 회계정보는 기업지배구조 메커니즘에서 명시적(예로 회계수치에 근거한 채무약관) 또는 암묵적(예로 M&A 대상의 선정기준)으로 활용되어 왔기 때문이다. 그러나 회계정보 자체도 기업지배구조 과정의 산물이다. 즉, 회계정보는 경영자에 의해 생산되고, 경영자는 이러한 정보가 기업지배구조의 과정에서 이용될 것을 알고 있다. 따라

서 경영자에 의해 산출된 회계정보가 부당하게 타협되지 않도록 지배구조의 메커니즘은 진화해 왔다.

기업지배구조는 소유와 경영이 분리된 상황에서 주주의 가치(기업가치)를 극대화하기 위하여 경영활동을 감독·감시하는 체제이다. 회계정보는 기업지배구조의 메커니즘에서 가장 많이 활용되는 정보 중에 하나이다. 회계정보는 기업성과에 대한 재무적 평가척도로써 기업지배구조의 메커니즘에서 활용되기 때문에 여러 이해관계자로 구성된 기업지배구조 체제의 영향을 받는다. 즉, 회계정보는 기업지배구조 체제의 일부로써 지배구조 체제에서 광범위하게 활용되는 동시에 기업지배구조 체제 및 자본시장의 영향을 받아 산출된다. <그림 1>은 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 상호 관련성을 검증하는 연구체계를 나타내고 있다.

〈그림 1〉 기업지배구조 연구의 체계



<그림 1>에서 기업지배구조는 내부메커니즘과 외부메커니즘을 통하여 경영활동과 자본시장의 효율성에 영향을 준다. 경영활동의 결과를 나타내는 재무 및 회계정보는 경영활동, 기업지배구조, 자본시장 등의 각 영역으로부터 영향을 받아 산출되는 동시에, 산출된 정보는 각 영역의 경제적 의사결정에 활용된다. 즉, 경영활동, 기업지배구조 및 자본시장은 회계정보와 상호 영향을 주고받는다. 본 연구는 이러한 상호적 관계에서 기업지배구조가 경영활동 및 자본시장에 미치는 영향을 한국과 미국의 선행연구를 통하여 비교한다. <그림 1>에서 사선으로 표시된 상호영향은 재무성과나 회계정보를 블랙박스로 가정하여(또는 내생변수로 가정하여), 기업지배구조와 기업가치의 관계를 직접적으로 설명하는 것으로 재무관리, 경제학, 전략경영 등의 분야에서 광범위하게 다루고 있어서 본 연구에서 제외한다. 따라서 본 연구는 <그림 1>에서 실선으로 표시된 ①에서 ⑩까지의 상호 관련성을 기업지배구조와 회계정보의 관련성에 대한 연구(<그림 1>에서 ①~④ 및 ⑨)와 기업지배구조,

회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 연구(<그림 1>에서 ⑤~⑧ 및 ⑩)로 나누어 분석한다. 구체적으로 기업지배구조와 회계정보의 관련성을 다루는 제3절은 내부메커니즘의 재무성과(①)와 회계정보(②) 관련성, 외부메커니즘의 재무성과(③)와 회계정보의 관련성(④), 내·외부메커니즘과 재무성과/회계정보의 결합효과(⑨) 등에 관한 선행연구를 분석하며, 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성을 다루는 제4절은 내·외부메커니즘의 재무성과를 통한 주식가치(⑤)와 채권가치(⑥) 관련성, 내·외부메커니즘의 회계정보를 통한 주식가치(⑦) 및 채권가치(⑧) 관련성, 내·외부메커니즘의 재무성과/회계정보를 통한 주식가치/채권가치의 결합효과(⑩) 등에 관한 선행연구를 분석한다.

3. 기업지배구조 연구의 변수측정

선행연구에서 측정변수는 크게 기업지배구조, 재무(회계)정보 및 기업가치의 각 세부요소로 구분된다. <표 2>는 이러한 선행연구의 측정변수를 요약하고 있다. 첫째, 유도변수(또는 독립, 매개, 조절변수)인 기업지배구조의 요소는 기업지배구조의 정의에 따라 내·외부메커니즘으로 구분된다. 내·외부메커니즘은 상대적 규모, 구성비, 도입시기, 법규 등의 객관적인 데이터를 사용하여 측정한다. 기업지배구조에 관한 평가전문기관의 평가지수를 사용하는 경우도 많다. <표 2>에서처럼 한국의 경우 기업지배구조개선센터가 개발한 평가지수가 있고, 외국의 경우 크레디리요네증권(Credit Lyonnais Security), ISS(Institutional Shareholder Service), GMI(Governance Metrics International), S&P, McKinsey 등이 개발한 평가지수가 있다. 대부분의 평가지수는 주주의 권리보호, 이사회(사외이사)의 구성, 운영, 평가 및 보상, 경영(공시)투명성, 감사기구 등의 주요 내·외부메커니즘에 대한 세부 항목별 평가지수로 구성되어 있다. 그러나 평가전문기관의 평가지수는 평가자(평가기관)의 주관점 및 피 평가기업에 대한 인지정도(perception)에 따라 평가지수가 달라지는 한계를 갖고 있다. 최근에는 연구자가 설문 등을 통하여 개발한 평가지수를 사용하기도 하고, 기업지배구조 구성요소에 대한 요인분석 등을 통하여 자체적으로 개발한 모형으로 측정하기도 한다(Larcker 외 2007).

회계정보에는 <표 2>에서처럼 당기순이익, 영업이익, 세전순이익, 현금흐름 등의 재무적 성과가 있고, 이들 변수는 연구모형에서 자본금, 자기자본, 총자산, 매출액 등을 분모로 하여 표준화된 다. 대부분의 국내외 연구는 재무성과를 나타내는 회계정보로 총자본이익률(당기순이익/총자산)과 매출액영업이익률(영업이익/매출액)을 선정하고 있다.

회계정보의 질적 수준을 측정하는 변수에는 이익조정, 보수주의, 투명성, 신뢰성 등이 있고 이러한 변수는 재량발생액(accruals), 이상발생액(abnormal accruals), 재작성(restatements), 이익의 지속성(earnings persistence), 회계변경(accounting changes) 등으로 측정된다. 기업가치에는 증권가치, 수익률, 자본비용 등이 있고 이러한 변수는 주가, 주식수익률, 채권수익률, 자기자본비용, 타인자본비용, 가중평균자본비용 등으로 측정된다. 최근에는 기업가치의 측정에 브랜드가치, 기술가치, 성장잠재력 등에 대한 평가전문기관들의 평가가치를 활용하기도 한다.

〈표 2〉 기업지배구조 연구의 변수측정

변수 측정	기업지배구조 (내·외부메커니즘)	회계정보 (이익조정, 질적 특성)	기업가치 (증권가치)
원(raw)자료	임원의 수, 신상명세, 구성 및 활동, 지분율, 법규의 도입시기 및 세부규정 등	당기순손익, 매출액, 현금흐름, 순자산, 오류수정, 이연법인세, 재무비율 등	주가, 채권가, 이자율, 베타, 시장지수, 신용등급 등
가공자료	평가/설문 점수(scores), 지수(index), 등급(ratings), 기업/산업/국가별 분석정보 등	발생액(총/재량/이상), 특정계정증감, 현가정보, 회계선택대안과의 차이액 등	수익률, PER, PBR, 자본비용, 토빈q, 경제적 부가가치, 브랜드가치 등

III. 기업지배구조와 회계정보

기업지배구조의 내부메커니즘에는 이사회, 감사위원회, 내부감사인, 보수위원회 등이 있고, 외부메커니즘에는 외부감사인, 규제·감독(기관), 자본시장참여자 등이 있다. 기업지배구조의 내·외부메커니즘에서 회계정보는 기업에 대한 재무적 평가의 척도로써 광범위하게 활용되고 있다. 이러한 광범위한 활용으로 인해 회계정보는 산출과정에서 이해당사자인 경영자와 내·외부메커니즘의 영향을 받는 것이 필연적이다. 따라서 기업지배구조는 이해당사자들의 영향으로부터 벗어나 회계정보의 신뢰성과 투명성을 확보할 수 있도록 발전해 왔고, 기업지배구조의 내·외부메커니즘이 회계정보에 미치는 영향은 한국과 미국에서 모두 실증분석의 대상이 되어왔다. 선행연구에서 내부메커니즘인 이사회, 감사위원회, 보수위원회 등의 도입여부와 시기, 구성과 구성비, 전문성과 독립성 등이 측정변수로 활용되었으며, 외부메커니즘인 감사인, 집단소송제도, 법규, 중요성기준 등이 측정변수로 활용되었다. 또한 회계정보로는 이익조정(발생액), 회계오류(분식), 보수주의 등이 측정변수로 활용되었다. <표 3>은 기업지배구조의 내·외부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 대표적 연구들을 요약하고 있다.

1. 내부메커니즘과 회계정보의 관련성

기업지배구조의 개선효과는 감사위원회, 이사회 등의 구성 및 운영방식에 달려있다는 점에 착안하여, 한국과 미국의 선행연구는 이사회, 감사위원회, 사외이사제도의 효과성을 회계정보에 연계시켜 실증하였다. 한국과 미국의 연구에서 감사위원회와 이사회의 독립성, 전문성 및 활동성과 같은 특성들이 회계정보와 유의한 관련성이 있는 것으로 나타났다(이상철·이경태 2003; 전규안 외 2004; 손성규 외 2004; DeFond·Jambalvo 1991; Peasnell 외 1998; Klein 2002). 또한 내부회계관리제도와 회계정보의 관련성도 검증되었다(조현우·유경연 2006; Gi·McVay 2005).

〈표 3〉 기업지배구조의 내·외부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 연구요약

연구자	방법	연구모형과 변수측정	표본, 연구결과 및 기타
이상철 · 이경태 (2003)	모형	$ABSDAJO = \alpha + \beta_1 OCF + \beta_2 ABSTA + \beta_3 SIZE + \beta_4 LEV + \beta_5 ADOPT + e$ $\beta_5 = ADOPT, OWNRT, BODFOR, AUDOUT, IACT1, IACT2$	비금융업을 대상으로 분석한 결과, 감사위원회도입(61기업)은 이익조정을 감소시키지 않지만 감사위원회의 독립성과 소유집중도는 이익조정의 감소에 영향을 줌
	종속	$ABSDAJO = Jones / \text{수정} Jones \text{ 모형에 의한 재량발생액(절대값)}$ $DA_t = TA_t / A_{t-1} - [\hat{\alpha}(1/A_{t-1}) + \hat{\beta}_1(\Delta REV_t / A_{t-1}) + \hat{\beta}_2(PPE_t / A_{t-1})]$ $DA_t = \text{재량발생액}, TA_t = t \text{기 총발생액}, A_{t-1} = t-1 \text{기말 총자산}, \Delta REV_t = t \text{기말 매출액 변화}, PPE_t = t \text{기말 상각대상자산}$	
	독립	$OCF = \text{영업현금흐름/매출액}, ABSTA = \text{총발생액/전기자산총액}, SIZE = \text{총자산}, LEV = \text{부채총액/자산총액}, ADOPT = \text{감사위원회 도입여부}, OWNRT = \text{대주주1인지분율}, BODFOR = \text{외국인사외이사}, AUDOUT = \text{사외이사수/감사위원수}, IACT1 = AUDOUT \times BODOUT, IACT2 = AUDOUT \times OWNRT$	
박종일 외 (2003)	모형	$DA_{it} = \alpha + \beta_1 DEPENDENCE(i)_{it} + \beta_2 COMPETENCE(i)_{it} + \beta_3 ACTIVITY(i)_{it} + \beta_4 OTHER(i)_{it} + \beta_5 OWN_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 LEV_{it} + \beta_8 TA_{it-1} + \beta_9 LOSS_{it-1} + \beta_{10} CFO_{it} + \beta_{11} GRW_{it} + \beta_{12} ISSUD_{it} + \beta_{13} BIG5_{it} + \beta_{14} AUDCH_{it} + \beta_{15} SELF_{it} + \beta_{16} YD_{it} + e_{it}$	이사회 규모의 크고 감사위원회(58기업)의 전문성이 높을수록 이익조정이 감소하지만, 해당 기업의 지분을 보유하면 이익조정이 증가함
	종속	DA = 수정 Jones 모형에 의한 재량적 발생액	
	독립	DEPENDENCE = 이사회/감사위원회의 독립성(사외이사비율 등의 특성 관련), COMPETENCE = 이사회/감사위원회의 전문성(회계법인, 은행 등의 경력 관련), ACTIVITY = 이사회/감사위원회의 활동성(회의 횟수 등의 특성 관련), 기타 이사회/감사위원회의 특성, OWN ~ YD = 기업 규모, 부채비율 등의 통제변수	
손성규 외 (2004)	모형	$Y = a + b_1 AC + b_2 SIZE + b_3 DEBT + b_4 EARN + b_5 CHANGE + b_6 Y01 + b_7 Y02 + e$ $b_1 = AC, IND, LIT, ACT$	감사위원회를 설치한 60여 기업의 활동성(연간 위원회 개최 횟수)만이 회계오류의 발견 및 보고와 관련성이 있음
	종속	Y = 회계오류의 발견(ERRORDETECT) 및 보고	
	독립	AC = 감사위원회의 도입 및 운영, IND = 감사위원회 모두 사외이사, LIT = 감사위원회 구성 중 회계전문가, ACT = 감사위원회 연간 모임 횟수, SIZE = 전기자산총계, DEBT = 전기부채/전기자산, EARN = 전기당기순이익/전기자산, CHANGE = 감사인의 변경	
DeFond · Jambalvo (1991)	모형	$OVERSTATE = b_0 + b_1 DIFFUSE + b_2 LEV + b_3 GROEARN + b_4 ALTGAAP + b_5 AUDBIG8 + b_6 AUDCOM + b_7 \ln[ASSETS] + e$	감사위원회를 설치하거나 최대주주지분이 5% 이상인 기업(41기업)에서 이익의 과대계상이 적게 나타남
	종속	OVERSTATE = 이익과대계상	
	독립	DIFFUSE = 최대지분율 5%, LEV = 부채비율, GROEARN = 영업이익 증가율, ALTGAAP = 이익증가 회계방법(비율), AUDBIG8 = 8대회계법인, AUDCOM = 감사위원회 설치, $\ln(ASSETS)$ = 총자산	

〈표 3〉 기업지배구조의 내·외부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 연구요약 (계속)

연구자	방법	연구모형과 변수측정	표본, 연구결과 및 기타
Beasley (1996)	모형	$FRAUD_i = a + \beta_1 \%OUTSIDE_i + \beta_2 GROWTH_i + \beta_3 TROUBLE_i + \beta_4 AGE_{PUB}_i + \beta_5 MGTOWNBD_i + \beta_6 CEOTENURE_i + \beta_7 BOSS_i + \beta_8 BLOCKHLD_i + \epsilon_i$	사외이사의 비율, 지분율, 재임기간이 증가할수록 재무제표분식(75여 기업)의 가능성이 줄어듦.
	종속	$FRAUD$ =재무제표분식(사기)	
	독립	$\%OUTSIDE$ =사외이사비율, $GROWTH$ =분식 전 2년의 자산증가율, $TROUBLE$ =분식 전 3년 이상의 손실, AGE_{PUB} =상장기간, $MGTOWNBD$ =이사회멤버 누적지분율, $CEOTENURE$ =CEO 재임년수, $BOSS$ =이사장의 대표이사겸직, $BLOCKHLD$ =5% 이상 누적지분율	
Peasnell 외 (1998)	모형	$DA = +\beta_1 OUT + \beta_2 NDEO + \beta_3 OUT * NDEO + \beta_4 OWN + \beta_5 SIZE + \beta_6 LEV + \beta_7 CFO + \beta_8 INT + \beta_9 LIFE + \beta_{10} IND + \beta_{11} Year + \epsilon_i$	순이익을 증가시키는 발생액과 사외이사비율 간의 음(-)의 상관관계(380여 기업)가 있음.
	종속	DA =재량발생액	
	독립	OUT =사외이사비율, $NDEO$ =비재량이익, OWN =내부자지분, LEV =부채비율, CFO =영업현금흐름, INT =유형자산비중, $LIFE$ =내용년수, IND =산업더미, $YEAR$ =연도더미	
Klein (2002)	모형	$AACC_{it} = \alpha + \beta_1 BD_{it} + \beta_2 OUT_{it} + \beta_3 AUD_{it} + \beta_4 AUDOUT_{it} + \beta_5 BLOCK_{it} + \beta_6 CEOSH_{it} + \epsilon_{it}$	감사위원회 및 이사회 독립성과 비정상 발생액 간의 음(-)의 상관관계(692기업)가 있음.
	종속	$AACC$ =비정상 발생액	
	독립	BD =사외이사 과반수 이상, OUT =사외이사비율, AUD =감사위원 전원 사외이사, $AUDOUT$ =감사위원 사외이사비율, $BLOCK$ =5% 이상 지분보유, $CEOSH$ =최고경영자 지분율	
Krishnan (2005)	모형	$AQ = SIZE + INDEP + EXP + CTEXP + OEXP + FRAUD + ASSHARE + TENURE + BIG5 + INTAUD + BDINDEP + ASSET + HIGHGR + IPO + RECAST + PRBANK + LOSS + YEAR + NASDAQ + NYAM + RESIGN$	감사위원회의 독립성 및 전문성과 내부통제 문제점 간의 음(-)의 상관관계(128기업)가 있음.
	종속	AQ =감사품질	
	독립	$SIZE$ =셋 이상 감사위원회, $INDEP$ =사외감사위원, EXP =재무전문가, $CTEXP$ =전문자격증, $OEXP$ =위원경험, $FRAUD$ =회계부정, $ASSHARE$ =시장점유율, $TENURE$ =감사연수, $BIG5$ =대형법인, $INTAUD$ =내부감사, $BDINDEP$ =사외이사비율, $ASSET$ =총자산, $HIGHGR$ =성장율, IPO =5년 이내 기업공개, $RECAST$ =매출채권, $PRBANK$ =도산확률, $LOSS$ =순손실, $YEAR$ =관찰연도, $NASDAQ$ =NASDAQ, $NYAM$ =NYSE, $RESIGN$ =감사인 사임	

〈표 3〉 기업지배구조의 내·외부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 연구요약 (계속)

방법 연구자		연구모형과 변수측정	표본, 연구결과 및 기타
Becker 외 (1998)	모형	$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 NB_{it} + \beta_2 OCF_{it} + \beta_3 Assets_{it} + \beta_4 HiLev_{it} + \beta_5 AbsAccr_{it} + \beta_6 ShareDecr_{it} + \beta_7 ShareIncr_{it} + \beta_8 OldAud_{it} + \beta_9 NewAud_{it} + e_{it}$	6대법인에 의한 피감 사회사의 재량발생액 과 이익조정이 비6대 법인 피감사회사보다 적었음
	종속	Da=재량적발생액	
	독립	NB=대형법인 여부, OCF=영업현금흐름, Assets=총자산, HiLev=최상위부채비율, AbsAccr=총발생액, ShareDecr=10% 이상 지분감소, ShareIncr=10% 이상 지분증가, OldAud=감인변경전, NewAud=감사인변경 후	
최종원 · 이경태 (2008)	모형	$DA_{it} = \beta_0 + \beta_1 Litigation + \beta_2 LEV_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 CFO_{it} + \beta_5 \Delta NI_{it} + \beta_6 NEGE_{it} + e_{it}$	잠재적 소송비용의 크 기가 클수록 보수적 회계처리 성향이 강화 됨(150여 기업)
	종속	DA _{it} =재량적 발생액	
	독립	Litigation=임원배상 책임보험료, LEV _{it} =부채비율, SIZE _{it} =총자산, CFO _{it} =영업현금흐름, ΔNI _{it} =순이익증가율, NEGE _{it} =순손실증가	
이재은 (2008)	모형	재량발생액(ADA) = α0 + α1FSS + α2BIG + α3SIZE + Σαj통제변수 + Σαk업종더미 + ε ; MajDum, ForeignDum, Merger, Capital_Incr	비금융 500여 회사를 조사한 결과 감리양정 기준시행 후 재량발생 액이 감소했으며 지배 구조가 효과적인 기업 의 이익조정 감소효과 가 상대적으로 적었음
	종속	ADA=재량발생액	
	독립	FSS=감리양정기준시행연도, BIG=대형감사인, SIZE=총자산, ajDum=대주주특수관계자지분을, ForeignDum=외국인주주지분을, Merger=합병분할계획, Capital_Incr=자본금변동	
정구열 외 (2002)	모형	$R_t = a_0 + a_1 E_t / P_{t-1} + a_2 OWN_t \times E_t / P_{t-1} + e_t ;$ $INST_t \times E_t / P_{t-1}, BLOCK_t \times E_t / P_{t-1}, SIZE_t, DEBT_t,$ $RISK_t, GROWTH_t, PERS_t$	기관투자자와 비지배 대주주의 지분이 증가 할수록 이익정보의 유 용성은 제고되고(760 기업), 재벌그룹의 경 우 정보효과가 없었음
	종속	R _t =연간 주식수익률	
	독립	P _t =주가, D _t =배당금, E _t =경상이익, OWN _t =지배주주지분, NST _t =기관투자자지분, BLOCK _t =비지배 대주주지분, SIZE _t =총자산 DEBT _t =부채비율, RISK _t =베타, GROWTH _t =성장률, PERS _t =이익지속성	
박종일 (2003)	모형	$TA = \beta_0 + \beta_1 LARGE + \beta_2 INSTITUTE + \beta_3 FOR + \beta_4 GOV + \beta_5 OTHER + \beta_6 LEV + \beta_7 SIZE + \beta_8 GRW + \beta_9 CFO + \beta_{10} YD + \epsilon$	최대주주지분율이 높 을수록 이익의 상향조 정 유인이 강하지만 (998개 기업), 이익조정 의 크기만 고려할 경 우 반대의 결과임
	종속	TA=총발생	
	독립	DA=재량적 발생, LARGE=대주주1인 지분율, INSTITUTE=기관투자자 지분율, FOR=외국인투자자 지분율, GOV=정부지분율, OTHER=기 타법인 지분율, LEV=부채비율, SIZE=매출액, GRW=총자산 성장 률, CFO=영업활동 인한 현금흐름, YD=연도변수	

국내연구로 이상철과 이경태(2003)는 증권거래소에 상장된 비금융업을 대상으로 감사위원회의 도입과 감사위원회의 독립성이 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과, 감사위원회의 도입이 이익조정을 감소시키지 않지만 감사위원회에서 사외이사의 비율이 높은 기업일수록 이익조정이 감소하는 것으로 나타났다. 특히, 이사회가 과반수이상의 사외이사로 구성되고 소유집중도가 낮은 기업에서 감사위원회의 독립성이 이익조정(감소)에 미치는 영향이 더 큰 것으로 나타났다.

박종일 외(2003)는 이사회와 감사위원회의 특성이 이익조정에 미치는 영향을 분석한 결과, 이사회 전문성이 높고 이사회의 규모가 클수록 이익조정이 감소하는 현상을 보고하였다. 또한 감사위원회의 전문성이 높거나 감사위원회의 규모가 클수록 이익조정도 감소하지만, 감사위원이 해당 기업의 지분을 보유하고 있으면 이익조정이 증가하는 것으로 나타났다. 손성규 외(2004)는 감사위원회의 도입, 독립성, 전문성 및 활동성이 회계오류의 발견 및 보고 가능성에 미치는 영향을 비금융업을 대상으로 분석한 결과, 감사위원회의 연간 개최 횟수로 측정되는 감사위원회의 활동성만이 회계오류의 발견과 관련성이 있는 것으로 나타났다. 전규안 외(2004)는 감사위원회의 설치가 이익조정에 미치는 영향을 분석한 결과, 감사위원회의 설치여부와 설치 전후 간에 이익조정의 차이가 없는 것으로 나타났다.

미국의 연구에서 DeFond · Jiambalvo(1991)는 감사위원회의 설치여부, 최대주주지분을 등을 조사하여, 감사위원회를 설치한 기업과 최대주주지분율이 5% 이상인 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 이익을 과대계상하거나 재무제표를 수정하는 경우가 적은 것으로 보고하였다. Beasley(1996)와 Peasnell 외(1998)는 이사회의 독립성이 이익조정이나 보고이익과 관련된 것으로 분석하였고, McMullen · Raghunandan(1996)과 Klein(2002)도 감사위원회의 독립성, 전문성 및 활동성이 이익조정이나 보고이익과 관련성이 있는 것으로 보고하였다. Beasley(2006)는 감사위원회의 활동이 활발하고 전문성이 높을수록 이익조정이 줄어들고, 사외이사의 비율이 높을수록 회계분식이 감소하는 것으로 분석하였다. 그러나 감사위원회의 활동성과 전문성은 회계분식에 영향을 미치지 않는 것으로 분석하였다. Xie 외(2003)도 이사회 내 사외이사 및 CEO출신의 사외이사의 비율이 높을수록, 또한 이사회의 모임횟수가 많을수록 보고이익의 질이 증가하는 분석결과를 보고하였다.

2004년부터 시행하고 있는 한국의 내부회계관리제도는 그 운영실태를 이사회 및 감사(감사위원회)에 보고하고, 외부감사인은 운영실태보고서에 대한 검토를 하도록 되어 있다. 이명곤 외(2005), 권수영 · 이재은(2006), 권수영 외(2006)은 내부회계관리제도의 원활한 시행 및 조기 정착을 위한 여러 개선을 위한 방안들을 제시하였고, 조현우 · 유경연(2006)은 내부회계관리제도의 의무시행을 전후로 한 재량발생액의 변화를 분석하였다. 분석결과, 의무시행 이전연도에 비해 이후연도의 재량발생액이 유의하게 감소하였다는 증거를 발견하였으나, 내부회계관리제도에 대한 검토보고서의 주요 내용(예로 운영실태보고서 상의 강약점)별 관련성을 분석하지 못한 한계점을 갖고 있다.

미국은 2002년 Sarbanes - Oxley Act를 통하여 내부통제에 대한 경영자와 외부감사인의 책임을 대폭 강화하였다. Gi · McVay(2005)는 내부통제의 주요 취약점을 특정 계정과 관련된 취약점, 종업원 교육훈련, 결산보고 및 회계정책의 적용, 수익의 인식, 업무분장, 계정의 조정, 종속회사 관련, 상급

경영자 및 기술적 문제 등으로 분류하였는데, 이중 특정 계정과 관련된 취약점이 가장 많았고 주로 매출채권, 매입채무 및 재고자산과 관련된 취약점이었다. Krishnan(2005)은 감사위원회가 독립적이고 전문성이 높을수록 내부통제의 취약점이 적고, 경영자의 재무적 전문성과 정직성이 높을수록 내부통제의 취약점이 적으며, 기업이 재무적으로 어려울수록 내부통제의 품질이 낮다는 연구결과를 보고하였다. Doyle 외(2005)는 기업의 규모가 작을수록, 수익성이 낮을수록, 영업의 복잡성이 클수록, 성장성이 높을수록, 구조조정의 과정에 있을수록 내부통제에 취약점이 많다고 보고하였다.

Hogan(2005)은 내부통제의 취약점과 이익조정간의 관련성을 분석한 결과, 내부통제가 취약할수록 감사인은 더 많은 입증절차를 수행하기 위해 더 많은 감사보수를 청구할 것이라는 가설을 뒷받침하는 실증결과를 보고하였다. 비록 내부통제가 취약하더라도 외부감사인이 적절하게 입증절차를 수행한다면 경영자의 이익조정을 억제할 수 있다는 것을 암시하는 결과로, 기업지배구조의 내부와 외부 메커니즘 간 상호 결합내지 보완의 필요성을 시사하고 있다.

<표 3>에서처럼 내부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 연구모형들은 종속변수인 이익조정의 대용치로 재량발생액을 추정하고 있다. 재량발생액을 추정하기 위한 다양한 모형이 제시되고 있지만, 측정상의 오류를 피할 수 없는 것이 큰 단점이다. 또한 <표 3>에서 독립변수인 내부메커니즘(이사회, 감사위원회 등)의 특성에 관한 대용변수(proxy variables)도 측정오차의 문제점을 갖고 있다. 예를 들면, 감사위원회의 경우 독립성을 사외이사 여부로 측정하고 있으나, 사외이사가 독립적이라는 가정은 주관적인 판단에 근거한 것이다. 따라서 내부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 연구는 종속변수와 독립변수 모두 측정오류라는 한계점을 갖고 있고, 측정오류가 연구결과에 영향을 주고 있음을 부인할 수 없다. 미래연구는 측정오류를 최소화하기 위해서 우수한 모형(예로 재량발생액의 추정모형)의 개발과 함께, 주관적 판단을 줄일 수 있는 다양한 시도(예로 감사위원회, 사외이사 등의 선임절차 고려)를 해야 할 것이다. 2000년대에 들어와 내부통제제도를 본격적으로 도입하고 있는 한국에서 미래연구는 미국의 선행연구처럼 내부통제제도(내부메커니즘)와 외부감사제도(외부메커니즘)의 결합효과(예로 이익조정에 미치는 영향)를 검증할 수 있을 것이다.

2. 외부메커니즘과 회계정보의 관련성

기업지배구조의 외부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 연구는 주로 외부감사, 법규, 감독규정 등의 외부메커니즘을 활용하고 있다. 외부감사와 회계정보의 관련성은 회계감사분야의 연구에서 광범위하게 다루어지고 있다.⁴⁾ 한국과 미국에서 다수의 연구들이 회계법인의 규모를 감사의 질에 대한 대리치(surrogate)로 설정하여 이익조정, 보수주의 등과 같은 회계정보와의 관련성을 검증하였다. 예를 들면, Becker 외(1998)는 감사의 질이 이익조정 미치는 영향을 분석한 결과, 감사의 질이 상대적으로 높은 수준으로 인식되고 있는 대형회계법인(Big 4 audit firms)이 감사한 기업의 이익조정이

4) 본 연구에서 다루지 않은 감사분야는 회계법인의 특성, 감사보수, 감리규정 등과 회계정보 및 기업가치의 관련성을 주요 검증목표로 하고 있다.

소형회계법인(local audit firms)의 기업보다 상대적으로 적은 것으로 나타났다.

한국과 미국에서 많은 연구들이 증권거래법, 집단소송제도, 공정거래법 등의 법규나 제도가 보수주의, 이익조정, 오류수정 등에 영향을 주는가를 분석하였다. 집단소송제는 기업이나 임원을 상대로 한 잠재적 소송비용을 증가시킬 것이고, 경영자가 의사결정과정에서 이를 반영시키는지의 여부가 실증분석의 대상이다. 즉, 기업의 잠재적 소송비용의 증가가 경영자의 의사결정을 통하여 회계정보에 미치는 영향을 분석하는 연구로, 주로 보수주의회계와의 관련성을 검증하고 있다. 보수주의회계는 손익에 관한 불확실성이 존재할 때, 손실은 바로 인식하지만 이익은 실현되었을 때까지 이연하여 인식하는 회계관행 중 하나이다.

한국의 연구로 김평기(2002)는 집단소송제가 회계투명성에 미치는 영향을 게임이론을 통하여 분석한 결과, 집단소송제의 시행으로 인하여 소송의 가능성이 커지고 소송비용이 낮아져서 허위공시가 줄어들고 회계투명성이 제고된 것으로 보고하였다. 최현돌과 윤재원(2005)은 외환위기를 전후로 기업의 이익조정을 분석한 결과, 1997년 외환위기 이후 보수주의회계가 강화되었다. 박종찬(2005)도 Basu모형(1997)을 사용하여 1997년 외환위기 전후로 보수주의회계와 이익의 적시성을 분석한 결과, 외환위기 이후 보수주의와 적시성 모두 강화되었다. 그러나 외환위기의 전후나 집단소송제도의 전후처럼 회계정보의 시기별 차이를 비교한 연구들은 회계정보에 미칠 수 있는 다양한 경제상황적 요인들을 모두 통제하지 못하는 한계점을 갖고 있다. 이러한 한계점을 극복하기 위해, 최종원·이경태(2008)는 집단소송제로 인한 기업의 잠재적 소송비용과 회계정보의 관련성을 검증하였다. 이 연구는 Basu(1997)의 보수주의 분석모형, 수정Jones모형(2005)로 추정된 재량발생액과 임원배상책임보험료를 이용하여 산출한 잠재적 소송비용의 관계를 분석하였다. 분석결과, 잠재적 소송비용이 큰 기업일수록 회계처리의 보수적 성향이 강화되었다. 미국에서 Kothari 외(1989)는 1966년에 금융기관에 대한 집단소송제가 도입된 후 회계보수주의가 강화된 것으로 보고하였다. Beaver(1993)와 Watts(1993)는 증권거래법(Securities and Exchange Act 1934) 하에서 소송위험이 보수주의회계를 강화하는 지를 검증하였다. 검증결과, 보수주의회계는 정치적 비용을 경감시키고, 법적 규제는 기업들로 하여금 보수주의 회계를 채택하도록 하는 유인을 제공한 것으로 나타났다.

한국과 미국의 감독기관은 법규, 지침, 감리 등의 메커니즘을 통하여 효율적 기업지배구조의 정착을 유도하고 있다. 이러한 메커니즘 중에서 외부감사와 관련된 중요성기준이 기업지배구조의 연구에서 가장 많이 활용되고 있다. 한국의 금융감독원은 감리징계조치에 필요한 중요성기준인 감리양정기준을 2001년 10월에 발표하여 적용하고 있고, 기업과 외부감사인인 감리양정기준을 회계 및 감사의 중요성기준에 대한 지침으로 활용하고 있다. 중요성의 개념은 특정계정이나 항목의 구분표시, 감사의견의 표명 등 회계처리 및 회계감사의 전문적 판단기준이다. 이재은(2008)은 감리양정기준의 시행으로 인한 중요성기준 적용방식의 변경이 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 감리양정기준의 시행 후 대기업과 Big 4 고객회사의 재량발생액이 유의하게 감소하였다. 그러나 대주주와 특수관계자의 지분율에 의해 기업지배구조가 효과적인 기업과 이익조정의 유인이 높은 기업으로 구분하였을 때, 기업지배구조가 효과적인 기업과 이익조정의 유인이 높은 기업의 이익조

정의 감소는 상대적으로 적었다. 미국에서도 Beattie 외(2004)는 중요성기준과 같은 회계처리기준에 대한 구체적 지침의 존재가 감사인-기업 간의 협상과정에서 감사의견 및 회계처리에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 감사인의 입장을 강화시키는 구체적 지침의 존재는 회계품질의 향상을 가져왔다. Salleh · Stewart(2006)도 효과적인 기업지배구조가 감사인의 독립성을 강화시켜 회계품질의 개선을 가져오는 것으로 분석하였다. Ng · Tan(2003)은 권위 있는 지침과 효과성 있는 기업지배구조의 결합효과가 회계품질에 미치는 영향을 분석하였다. 결합효과에 대한 분석결과, 권위 있는 지침의 존재로 인한 회계품질의 향상정도는 감사위원회가 비효과적일 때보다 효과적일 때 상대적으로 적은 것으로 나타나서, 기업지배구조의 내·외부메커니즘 모두 회계품질의 향상에 기여하고 있음을 뒷받침하였다.

<표 3>에서 외부메커니즘과 회계정보의 관련성을 다루는 대부분의 연구모형은 내부메커니즘의 연구처럼 종속변수로 이익조정, 대용치인 재량발생액을 사용하고 있다. 즉, 재량발생액의 추정과 관련한 측정상의 오류를 피할 수 없는 단점을 갖고 있다. 다만, 독립변수인 외부메커니즘(감사법인, 법규, 감리양정규정 등)은 내부메커니즘보다 상대적으로 객관적이어서 변수측정상의 오류를 줄일 수 있는 장점이 있다. 그러나 <표 3>의 연구모형들은 경영진을 포함한 기업의 특성 및 기타 기업의 대내외적 환경요인 모두를 고려할 수 없는 문제(생략변수)를 갖고 있다. 특히 기업지배구조의 외부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 국내외의 많은 연구는 다른 회계분야의 연구에서 통제변수(또는 조절변수)로 활용되는 기업특성, 법규 등을 독립변수(또는 종속변수)로 활용하는 경향이 있다. 따라서 <표 3>에서처럼 한국과 미국의 일관된 연구결과에도 불구하고 기업지배구조의 연구는 기존의 실증 회계이론에서 검증되었던 논점들에 대한 확장(통제변수별 민감도분석)에 불과하여 기여도가 낮다는 비판을 받기 쉽다. 미래연구는 이러한 비판적 시각과 함께 변수설정의 구도변화가 연구결과에 미치는 영향(대부분의 경우 낮은 설명력을 초래함)을 연구모형의 설계과정에서 고려해야 할 것이다.

3. 소유구조 및 외부평가지수와 회계정보의 관련성

대리인문제에서 상호 대립되는 이해침해가설과 이해일치가설은 기업지배구조와 회계정보의 관계에서 소유(지분)구조의 역할을 분석하여 검증하였다. 이해침해가설에 의하면 집중된 소유구조가 외부소액주주 부의 극대화에 부정적인 영향을 미치는 방향으로 이익조정 등의 유인을 제공하여 회계정보의 유용성이 감소한다. 역으로 이해일치가설에 의하면 집중된 소유구조가 이해관계자들 사이의 갈등을 감소시키고 주주의 가치를 증가시키는 방향으로 이익조정 등이 줄어들어 회계정보의 유용성이 증가한다. 양 가설에 대한 한국과 미국의 선행연구는 일관된 검증결과를 도출하지 못하고 있고, 동일한 검증모형에서도 소유지분의 설정구간별(비율구간에 따라) 서로 다른 가설이 지지되고 있다(김우택 외 1993 ; McCornell · Servaes 1990). 한국의 선행연구는 소유와 경영이 분리된 미국처럼 전문경영자와 소유주(일반주주) 간의 대리인문제 보다는 소유경영자(지배주주)와 일반주주 간의 대리인문제에 초점을 맞추고 있다.

한국에서 정구열 외(2002)는 채권자나 투자자는 기업에 각종 회계상의 제약조건을 부과함으로써 자신들의 이익을 보호하려는 반면에, 지배주주는 외부로부터 부과된 회계상의 제약조건을 피하는 수단으로 이익조정을 사용하여 회계정보의 유용성이 감소(이해침해가설)하는 것으로 분석하였다. 박종일(2003)도 지배주주의 지분율이 증가할수록 기업의 재량발생액이 증가하는 것을 보고하였다. 특히, 최대주주의 지분율이 높은 기업일수록 경영자가 재량발생액을 이용하여 이익을 상향조정할 유인이 강하여 이익침해가설을 지지하지만(재량발생액의 크기와 방향 고려할 경우), 이익조정의 크기(재량발생액의 절대값)만 고려할 때는 이해일치가설을 지지하는 것으로 분석하였다. 미국에서 소유구조가 보고이익의 질에 미치는 영향을 분석한 Warfield 외(1995)는 경영자의 소유지분율이 증가할수록 주주와 경영자간의 대리인비용이 감소하여 경영자의 재량적 회계선택이 줄어들고 회계정보의 유용성이 증가(이해일치가설)하는 분석결과를 보고하였다. 이와 반대로 Morck 외(1988)는 소유경영자의 지분율의 증가는 재량발생액의 증가, 소유경영자와 외부주주간의 정보불균형 및 경영권분쟁, 소유경영자의 도덕적 해이 및 경영자 자신의 부의 극대화 등의 현상을 발생시켜, 종국적으로 회계정보의 유용성을 감소(이해침해가설)시키는 것으로 분석하였다.

기업지배구조와 회계정보의 관련성에 관한 많은 연구들이 기업지배구조의 내·외부메커니즘에 대한 평가기관이나 연구자가 개발한 평가지수(index)를 활용하고 있다. 예로, 한국의 기업지배구조개선센터의 기업지배구조 지수는 주주의 권리, 투명성, 이사회와 감사위원회, 감사 등의 5부분에 대한 평가지수를 제공하고 있다. 이러한 평가지수를 사용하여 최현돌·윤재원(2006)은 기업지배구조의 수준과 회계정보의 보수성을 검증하였다. 검증결과, 기업지배구조의 전반적 수준, 각 부문(구체적으로 주주권 보호, 이사회, 공시, 감사기구, 과실배분)별 공시수준 등이 높을수록 회계정보의 보수성은 증가하였다. 또한 외국인투자비율을 제외하고 지배주주의 지분율과 회계정보의 보수성에는 유의한 상관관계가 없었으나, 전반적 기업지배구조 및 공시부문의 수준이 높을수록 지배주주의 지분율과 회계보수성 간에 양의 상관관계가 강화되었다. 이러한 결과는 공시의 중요성과 함께 지배주주의 지분율이 높은 기업에서도 기업지배구조수준이 양호할 경우 회계정보의 보수성이 강화될 수 있음을 시사한다.

<표 3>에서처럼 내부메커니즘과 회계정보의 관련성에 관한 대부분의 연구모형은 소유지분율, 사외이사비율 등의 소유구조를 변수로 활용하고 있다. 그러나 이러한 소유구조 자체는 경영(또는 대주주)활동이나 이사회(또는 감사위원회)활동에 주는 영향을 직접적으로 설명할 수 없는 문제점이 있다. 소유구조가 갖는 내생성의 한계를 극복하려면, 미래연구는 제4절의 기업가치와 같은 재무변수를 연구모형에 활용하여 소유구조와 회계정보의 결합효과를 검증하거나 소유구조와 내부메커니즘의 활동결과(예로 오류의 발견 및 보고) 간의 동시적 연구모형(<표 3>의 손성규 외 2004)을 개발해야 할 것이다. 이러한 동시적 연구모형은 소유구조와 외부메커니즘의 활동결과(예로 감사의견 또는 감리지적) 간의 관련성에 관한 연구로 확장될 수 있다. 또한 미래연구는 소유구조와 양 메커니즘 간의 관련성에 관한 우위를 검증하거나 결합효과(예로 오류보고와 감사의견/감리지적의 관련성)를 검증할 수 있을 것이다.

4. 기업지배구조와 회계정보의 관련성에 관한 연구결과

<표 4>는 기업지배구조와 회계정보의 관련성에 관한 한국과 미국의 주요 연구결과를 요약·제시하고 있다. 국내의 연구는 기업지배구조의 특정 내부메커니즘(예로 감사위원회)의 설치 여부는 회계정보(이익조정, 회계오류 등)에 영향을 주지 않지만 내부메커니즘의 특성(독립성, 전문성, 활동성, 지분보유 등)은 회계정보에 영향을 주는 것으로 보고하고 있다. 미국의 연구도 감사위원회 설치와 회계정보(이익, 오류수정)의 관련성만을 제외하고 한국과 유사한 결과를 보여주고 있다. 그러나 한국과 미국의 연구에서 내부메커니즘과 회계정보의 관련성은 규모, 보유지분율 등의 표본분할(sample partition)에 따라 검증결과가 달라졌다. 또한 종속변수인 회계정보의 유형에 따라 검증결과가 달라지고 있어서, 대부분의 선행연구는 생략변수나 측정오차 등의 가능성을 배제할 수 없다. 한국의 추가적 검증과제는 내부메커니즘 중 내부회계관리제도의 운영실태, 보수위원회 등과 회계정보와의 관련성(미국에서는 검증됨)이다.

소유지분은 기업지배구조와 회계정보의 관련성 연구에서 가장 많이 활용되고 있다. 한국의 연구는 지배주주나 소유경영자의 지분율에 따른 이익침해가설을 검증한 반면에 미국의 연구는 전문경영자의 지분율에 따른 이해일치가설을 검증하고 있다. 그러나 지배주주와 소유경영자의 경우 기업지배구조와 회계정보의 상관관계는 지분율의 설정구간별로 검증결과가 달라지고, 지분의 설정구간별로 비선형적인 형태이다. 외국인투자자와 기관투자자의 지분율에 따른 기업지배구조와 회계정보의 관련성은 한국과 미국에서 모두 입증되었지만, 지분이 분산된 미국보다는 상대적으로 집중된 한국에서 현저하게 나타나는 현상이다. 평가전문기관이나 연구자(설문조사)의 평가지수를 활용한 연구는 기업지배구조와 보수주의 등의 회계정보와 유의한 관련성을 발견하였으나, 검증결과는 다른 연구들처럼 소유구조에 따라 달라졌다.

한국과 미국에서 새로운 법규와 제도(예로, Sarbanes - Oxley Act, 집단소송제도)의 시행을 전후로 회계정보의 차이(도입효과)는 외부메커니즘의 관점에서 주요 검증대상이다. 그러나 법규와 제도의 시행은 특정 국가나 시기별 경제상황과 관련되어 있기 때문에, 회계정보와의 관련성 검증은 경제상황의 변화효과에 대한 적절한 통제를 필요로 한다. 예를 들면, 한국과 미국에서 집단소송제의 도입은 보수주의회계를 강화시킨 검증결과를 보고하고 있으나, 검증모형의 낮은 설명력 때문에 경영자의 보수적 회계선택이 연구가설인 잠재적 소송비용의 증가로 인한 것인지 아니면 도입전후 경제상황의 변화에 기인한 것인지 명확하지 않다. 특히, 투자자를 보호하고 궁극적으로 기업가치를 제고하려는 법규나 제도의 변화효과가 규제의 강화와 완화에서 각기 다르게 나타나는 현상과 함께 변화효과가 장단기의 시간대별로 역전될 가능성도 고려해야한다. 현재의 세계적 금융위기에 대처하여 한국의 감독기관은 단기적으로 규제완화(예로 회계기준이나 규제변경을 통한 손실 축소 및 BIS비율 제고)의 접근을 하고 있어서, 경제상황의 변화 및 규제변화의 장단기 효과를 분리하여 반영시키는 문제가 미래연구에서 더욱 부각될 것으로 예상된다. 따라서 미래연구는 시간대별 경제상황의 변화를 통제(예로 연도더미변수를 사용)한 상태에서 특정 감독규정의 변경효과를 검증함으로써, 검증결과와 일관성 및 일반화를 유도할 수 있을 것이다.

〈표 4〉 기업지배구조와 회계정보의 관련성에 관한 연구결과의 요약

기업지배구조			회계정보		이익조정 (발생액, 보수성 등)		회계신뢰성 (오류수정, 분식 등)		비 고
					한국	미국	한국	미국	
내 부 메 커 니 즘	이사회	전 문 성	○	○	○	○			이사와 사외이사의 규모, 지분율, 전문분야 등에 따 라 검증결과가 달라짐
		독립성(사외이사)	○	○	○	○			
		활 동 성	○	○	○	○			
		보유지분	△	△	△	△			
	감 사 위 원 회	전 문 성	○	○	○	○			이사회와 검증결과와 유 사하고, 감사위원회의 도 입효과도 검증됨
		독립성(사외이사)	○	○	○	○			
		활 동 성	○	○	○	○			
		보유지분	△	△	△	△			
	기 타	보수위원회	—	○	—	○			미래성과, 주식선택권 등 과의 회계정보의 관련성 운영실태보고서의 취약 점 과 회계정보의 관련성
		윤리위원회	—	○	—	—			
		내부회계도입효과	○	○	○	○			
		내부회계운영실태	—	○	—	○			
주 주 및 평 가 기 관	소 유 주 조	지배주주지분	△	△	△	△			지분율의 설정구간별 상 관관계의 차이는 비선형 적임
		소유경영자지분	△	△	△	△			
		기관투자자지분	○	○	○	○			
		외국인지분	○	○	○	○			
	평 가 지 수	주주의 권익	○	○	○	○			소유구조별 검증결과는 일 관성이 없음
		이사회/감사위원회	○	○	○	○			
		회계(공시)투명성	○	○	○	○			
		감사/내부통제	○	○	○	○			
외 부 메 커 니 즘	감사인	감사인인의 질	○	○	○	○			회계감사분야의 연구로 본 연구에서 제외함
		감사인인 보수	—	—	—	—			
		비감사서비스	—	—	—	—			
	법제도	증권거래법/외감법	○	○	○	○			경제변화 및 규제의 장단 기 효과를 통제해야 함
		집단소송제도	○	○	○	○			
	제규정	중요성기준	○	○	○	○			감사인 등 외부메커니즘 과의 결합효과 검증필요
		공시규정/지침	—	—	—	—			

“○” : 유의한 관련성, “×” : 관련성 없음, “△” : 일관성 없음,

“—” : 검증되지 않았거나 본 연구에서 제외된 분야

동일한 맥락에서 미래연구는 기업지배구조의 내·외부메커니즘, 회계정보, 기업가치 등의 각 구성요소들에 대한 결합효과를 검증할 수 있다. 또한 단기적 횡단면분석에 의존해온 기업지배구조의 연구는 장기적 시계열분석의 가능성(연구방법의 타당성, 실증자료의 확보 등)을 다각도로 검토할 필요가 있다.

IV. 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치

재무 및 회계분야의 연구는 이익, 발생액 등과 같은 기업의 재무정보를 내생변수(또는 블랙박스)로 설정하여, 기업지배구조와 기업가치의 직접적인 관계를 분석하고 있다. 이러한 연구에서 회계정보는 설명변수보다는 통제변수로 주로 활용되어 왔다. 한국과 미국에서 대부분의 연구는 내·외부메커니즘(박경서 외 2003 ; Hermlin · Weisbach 1991), 소유구조(신현한 외 2004 ; Anderson 외 2001), 전문평가기관(또는 연구자)의 평가지수(윤봉한 · 오재영 2005 ; Klapper · Love 2003) 등의 기업가치 관련성을 검증하였다. 그러나 기업지배구조와 기업가치의 관계분석에서 양적인 회계이익이나 질적인 재량발생액, 회계오류 등을 설명(또는 매개)변수로 설정한 연구는 한미 양 국가에서 소수에 불과하다. 그나마 수행된 연구도 회계정보에 대한 측정방법의 다양성과 함께 측정오차, 생략변수, 변수설정오류 등의 가능성 때문에, 기업지배구조와 기업가치의 관계에서 회계정보의 역할에 대하여 일관된 결과를 도출하지 못하고 있다(Larcker 외 2007). <표 5>는 기업지배구조의 내·외부메커니즘, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 대표적 연구들을 요약하고 있다.

<표 5> 기업지배구조의 내·외부메커니즘, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 연구요약

방법 연구자	연구모형과 변수측정		표본, 연구결과 및 기타
윤봉한 · 오재영 (2005)	모형	$\frac{EB}{MV} = \gamma_0 I + \gamma_1 \beta_m + \gamma_2 CGI + \gamma_3 g + \dots + \epsilon$, NI/MV	좋은 지배구조와 매출액영업이익률은 양의 상관관계이지만 시장가치비율은 음의 상관관계임(384기업)
	종속	$EBITDA/MV$ = 총자산시가 영업이익률, NI/MV = 총자산시가 순이익률	
	독립	β = 시장베타, CGI = 기업지배구조지수	
Klapper · Love (2003)	모형	$GOV_f = \beta_1 \text{Log}(\text{Sales})_f + \beta_2 \text{SalesGr}_f + \beta_3 K/S_f + \beta_4 \text{LegalSystem}_c + \beta_5 \text{ADRs}_f + \beta_6 \text{ADRs}_f * \text{LegalSystem} + \gamma : Q_f$	좋은 지배구조와 법체제효율성, 성과, 기업가치의 양(+)의 상관관계 임(495기업)
	종속	GOV_f = 지배구조지수 ; Q_f = 토빈Q	
	독립	$\text{Log}(\text{Sales})_f$ = 매출액, SalesGr_f = 매출액 증가율, K/S_f = 매출액 대비 유형자산, LegalSystem_c = 법체제, ADRs_f = 예탁증서, $\text{ADRs}_f * \text{LegalSystem}$ = 교호작용, Effc = 국가별법체제효율성, $(\text{Gov} * \text{Eff})_f$ = 교호작용	

〈표 5〉 기업지배구조의 내·외부메커니즘, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 연구요약 (계속)

방법 연구자	연구모형과 변수측정		표본, 연구결과 및 기타
Larcker 외 (2007)	모형	$Dependent\ Variable = \alpha + \sum \gamma control_{i,t} + \sum \beta GOVERNANCE\ FACTORS_{i,t} + \epsilon$	지배구조는 영업성과와 미래초과이익과 양(+)의 상관관계이지만(2106기업), 다른 종속변수들과는 일관적인 관계가 없었음
	종속	$Dependent\ Variable$ = 발생액, 이익, 추가수익률, 이익지속성 등	
	독립	$control_{i,t}$ = 통제변수, $GOVERNANCE\ FACTORS_{i,t}$ = 이사회변수, 주주지분율변수, 기관투자자지분율변수, 부채변수, 보상변수, 합병저지변수 등 37개	
Eisenberg 외 (1998)	모형	$ROA_{adj} = \log(BoardSize) + \log(Assets) + Age + PayDist + \log(ChAssets) + e$	이사회규모는 중소형 기업의 수익성과 음(-)의 상관관계가 있음. (785우량, 94도산기업)
	종속	ROA = 총자산수익률	
	독립	$\log(BoardSize)$ = 이사회규모, $\log(Assets)$ = 총자산, Age = 존속기간, $PayDis$ = 보수차이, $\log(ChAssets)$ = 총자산변화	
Lang · Lundholm (1996)	모형	$Number\ of\ Analysts = \alpha + \beta_1 Annual\ Report + \beta_2 other\ publications + \beta_3 investors\ relation + \beta_4 total\ score + \beta_5 market\ value + \beta_6 standard\ deviation\ of\ ROE + \beta_7 return\ earning\ correlation + \epsilon$: Forecast Accuracy, Revision Volatility	공시가 많을수록 예측의 정확성, 예측 또는 재예측편차의 감소를 가져옴 (460기업)
	종속	$Number\ of\ Analysts$ = 애널리스트 수, $Forecast\ Accuracy$ = 예측오차, $Revision\ Volatility$ = 재예측편차	
	독립	$Annual\ Report$ = 연차보고서, $other\ publications$ = 기타공시, $investors\ relation$ = 투자홍보, $total\ score$ = 총점수, $market\ Value$ = 시장가치, $Std.\ Dev.\ of\ ROE$ = 자본수익률편차, $Return - Earnings\ Correlation$ = 이익-수익률상관계수	
Botosan (2000)	모형	$Y_j = \sum_{j=1}^5 Score_{ij}$	공시가 많을수록 자본조달 비용이 줄어들지만 (122개 제조기업) 분석공시가 많을수록 공시효과는 상대적으로 적어짐
	종속	$Y_j = K_j(1+g)(E_t/P_t)_j + g_j$: γ_j = 자본조달비용	
	독립	$Score_{ij}$ = 배경정보, 5년재무정보, 주요재무통계, 예측정보, 경영자의견 등	
Teoh · Wong (1993)	모형	$CAR = \lambda_0 + \lambda_1 D + \lambda_2 UE + \lambda_3 UE * D + \lambda_4 UE * MB + \lambda_5 UE * MB * D + \lambda_6 UE * \beta + \lambda_7 UE * \beta * D + \lambda_8 UE * LMV + \lambda_9 UE * LMV * D + \lambda_{10} UE * \frac{1}{N} + \lambda_{11} UE * \frac{1}{N} * D + \eta$	8대회계법이 감사한 기업의 이익반응계수가 그렇지 않은 기업보다 높았음(1,800여기업)
	종속	CAR = 누적초과수익률	
	독립	UE = 비기대이익, D = 8대회계법인, MB = 시장가치대장부금액비율, β = 시장베타, LMV = 시장가치, N = 분석가 수	

〈표 5〉 기업지배구조의 내·외부메커니즘, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 연구요약 (계속)

방법 연구자	연구모형과 변수측정		표본, 연구결과 및 기타
Teoh 외 (1998)	모형	$Ret = CAT : DEXP$	재량발생액을 통하여 높은 이익을 보고한 기업의 주식발행 후 초과수익률과 순손익은 감소 (1265기업) 함. (단, Seasoned 발행 제외)
	종속	Ret =초과수익률	
	독립	CAT =비정상이익률, $DEXP$ =주식발행전후 자본적지출증가율	
Drobtetz 외 (2003)	모형	$\bar{r} = \gamma_0 \cdot 1 + \gamma_1 \cdot \beta_m + \gamma_2 \cdot CGR + \epsilon$	지배구조와 기업가치 간의 양(+)의 상관관계 (253독일기업)이고, 좋은 지배구조 매수전략이 유용함.
	종속	$\bar{r}$ =평균초과수익률	
	독립	β_m =추정베타, CGR =지배구조지수 등급	
Mitton (2002)	모형	$CRISIS_PERIOD_RETURN = \alpha + \beta_1(CORPORATE_GOVERNANCE_VARIABLES) + \beta_2(SIZE) + \beta_3(LEVERAGE) + \beta_4(COUNTRY_DUMMY) + \beta_5(INDUSTRY_DUMMIES) + \epsilon$	높은 공시의 질, 소유의 분산, 대형 회계감사법인 등이 높은 주식수익률을 가져옴(398 아시아 기업).
	종속	$CRISIS_PERIOD_RETURN$ =금융위기기간(1997~1998)의 주식수익률	
	독립	$CORPORATE_GOVERNANCE_VARIABLES$ =지배구조지수, $SIZE$ =기업규모, $LEVERAGE$ =부채비율, $COUNTRY_DUMMY$ =국가더미, $INDUSTRY_DUMMIES$ =산업더미	
Durnev · Kim (2003)	모형	$CORP_GOV_j^c = \alpha + \beta_1 \cdot INV_OPP_j^c + \beta_2 \cdot EXT_FIN_j^c + \beta_3 \cdot OWN_CASH_j^c + \lambda_1 \cdot LEGAL^c + \lambda_2 \cdot EXT_FIN_j^c \cdot LEGAL^c + \lambda_3 \cdot INV_OPP_j^c \cdot LEGAL^c + \lambda_4 \cdot OWN_CASH_j^c \cdot LEGAL^c + \sum_{k=1}^K \delta_k \times Z + \sum_{i=1}^{I-1} d_i + \epsilon$	투자기회, 자본조달, 현금보유력 등이 클수록 기업지배구조 지수와 공시점수가 높음(27개 국가의 859개 기업)
	종속	$CORP_GOV_j^c$ =기업지배구조지수	
	독립	INV_OPP =투자기회, EXT_FIN =자본조달의 필요성, OWN_CASH =현금보유력, $LEGAL$ =국가별법체계, $INV_OPP \cdot LEGAL$ =교호효과, $EXT_FIN \cdot LEGAL$ =교호효과, $OWN_CASH \cdot LEGAL$ =교호효과	

〈표 5〉 기업지배구조의 내·외부메커니즘, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 연구요약 (계속)

방법 연구자	연구모형과 변수측정		표본, 연구결과 및 기타
Bauer 외 (2003)	모형	$Q_{it} = \alpha + \beta_1 CG_{it} + \beta_2 BV_{it} + \beta_3 AGE_{it} + \beta_4 ROE_{it} + \beta_5 ROE_{it-1} + \beta_6 SD_{it} + \epsilon_{it}\beta$	기업지배구조와 기업가치 간의 양(+)의 상관관계(269 유럽기업)가 있으나 ROE 및 순이익률과는 음(-)의 상관관계가 있음
	종속	Q_{it} =토빈q	
	독립	CG_{it} =지배구조등급, BV_{it} =장부금액, AGE_{it} =존속기간, ROE_{it} =자본수익률, ROE_{it-1} =전기자본수익률, SD_{it} =산업더미	
도상호· 안홍복 (2008)	모형	$P_t = b_0 + b_1 BVDTA_t + b_{21} DTA_t + b_{22} DTA_t * D^{CVRLEVEL} + b_3 BVDTL_t + b_4 DTL_t + b_5 E_t + b_6 DIV_t + b_7 NE_t + \sum_{k=1}^k y_k R_k + \epsilon_t$	기업가치는 이연법인세 정보에 대해 지배주주의 소유-지배권 괴리 정도에 따라 차별적으로 반응(300여 기업)하고, 비선형의 관계임
	종속	P_t =주가	
	독립	$BVDTA$ =(자산-이연법인세자산), DTA =이연법인세자산, $D^{CVRLEVEL}$ =지배주주의 소유-지배권 괴리구간별 더미, $BVDTL$ =(부채-이연법인세부채), DTL =이연법인세부채, E =당기순이익, DIV =(현금배당액-실질증자액), NE =손실더미, Y =연도더미	
Givoly· Hayn (1992)	모형	$CAR = \alpha + \beta_{1t} \Delta DTLM_{it} + \beta_{2t} GROWTH_{it} + \beta_{3t} PROB_{it} + \sum_{j=4}^{n+3} \beta_{jt} CV_{ijt} + \epsilon$	1986년 세법개정(미국)과 관련하여 투자자들은 이연자산세부채를 부채로 간주함(1348기업)
	종속	CAR =누적초과수익률	
	독립	$\Delta DTLM$ =시장가치률, $GROWTH$ =시장가치성장률, $PROB$ =세무목적의 손실 확률과 시장가치성장률의 교호효과, CV =통제변수	

1. 내·외부메커니즘과 기업가치의 관련성

국내의 연구로 박경서 외(2003)는 기업지배구조의 내부메커니즘인 이사회 및 사외이사의 특성이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 사외이사비율 및 사외이사 중 교수의 비중과 토빈q 사이에 유의한 관련성이 있음을 보고하였다. 또한 김영규 외(2004)는 이사회의 규모 및 구성과 기업가치의 관련성을 분석한 결과, 사외이사비율이 25% 이상부터 50%수준까지의 구간에서 기업가치가 유의하게 높다는 결과를 보고하였다. 미국에서 Einsenberg 외(1998)는 내부메커니즘인 이사회에 초점을 맞추어 이사회의 규모와 토빈q로 측정된 기업가치의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 이사회의 규모가 작은 기업일수록 더 큰 기업가치를 갖는 것으로 나타났다. 또한 Baysinger·Butler(1985) 및 Hermalin·Weisbach(1991)의 연구는 사외이사의 규모와 기업성과 간에 유의한 관계를 발견하지 못

하였으나, Rosenstein · Wyatt(1990)는 사외이사의 추가선임이 주가에 양의 영향을 미치는 것으로 분석하였다.

한국과 미국 모두 재무공시(또는 재무공시 감시메커니즘)와 자본조달비용의 관련성에 관한 다수의 연구(Lang · Lundholm 1996 ; Botosan 2000)가 있다. 특히 재무보고시스템의 적정성을 감시하는 이사회, 감사위원회, 외부감사, 감독규정 등의 내 · 외부메커니즘과 기업가치의 관련성에 관한 연구가 많다. 한국에서 손성규 · 이영한(2004)은 중요성 판단기준에 따른 회계처리방법의 선택(소급에 의한 재작성 vs. 당기 영업외손익 반영)이 주가에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 소급처리에 대한 주가반응이 당기손익반영보다 더 부정적이었다. 미국에서 Francis 외(1998)와 Teoh · Wong(1993)은 회계정보와 기업가치의 관계에서 외부감사(회계법인)의 역할을 분석한 결과, 자본시장에서 대형회계법인이 소형회계법인보다 감사의 질이 상대적으로 높은 것으로 인식되어 대형회계법인이 감사한 기업의 이익반응계수가 더 높은 것으로 나타났다. 내부회계관리제도와 관련하여 Bryan · Lilien(2005)은 상대적으로 소규모의 기업에서 내부통제시스템의 취약점이 많고, 경영성과가 낮으며 베타가 높은 것으로 분석되었다. Franco 외(2005)는 내부통제시스템의 주요 취약점과 시장반응의 관련성을 분석한 결과, 투자자들은 내부통제시스템의 취약점 공시에 대해 정보가치를 부여하는 증거를 발견하였다. 외부감사와 기업가치의 관련성을 검증하는 연구에서 비감사서비스(컨설팅서비스)에 의한 고객-감사인 갈등상황도 새로운 연구논점이 되고 있다. Feroz 외(1991)는 SEC의 회계 및 감사 규제가 자본시장에 미치는 영향을 조사한 결과, 이러한 법규가 장기적으로 자본시장 전체는 물론 개별 기업의 기업가치상승을 가져오는 것으로 분석하였다. 규제의 관점에서 Teoh 외(1998)는 성공적이지 못한 주식발행(저평가된 기업)과 이익조정 간의 유의한 관련성을 보고하였다.

기업지배구조와 회계정보의 관련성에 관한 연구처럼 기업지배구조와 기업가치의 관련성에 관한 많은 연구들도 기업지배구조의 내 · 외부메커니즘에 대한 평가기관이나 연구자의 평가지수(index)를 활용하고 있다. 한국의 기업지배구조개선센터의 평가지수를 활용한 윤봉한 · 오재영(2005)은 우량한 기업지배구조를 가진 기업의 경영성과 및 기업가치가 높지만, 우량한 기업지배구조의 기업에 대한 프리미엄이 주식시장에서 형성될 정도로 기업지배구조가 우량한 기업의 경영성과가 충분히 주가에 반영되지 못하고 있음을 실증하였다. Black 외(2001)는 우리나라의 상장기업을 대상으로 설문조사를 하여 기업지배구조지수를 산출한 후 기업가치와의 관련성을 분석한 결과, 토빈q 및 장부가/시가비율(PBR)은 기업지배구조지수와 양의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 미국에서 Drobetz 외(2003)는 기업지배구조에 대한 평가시스템을 개발하여 분석한 결과, 기업지배구조와 기업가치 간에는 유의한 양의 관련성이 있으며 자본비용과는 유의한 음의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 또한 기업지배구조를 투자전략으로 활용할 경우, 투자자는 기업지배구조의 평점이 높은 기업의 주식을 사고 낮은 기업의 주식을 파는 투자전략으로 대략 년 12%의 초과수익을 얻을 수 있었다.

기업지배구조와 기업가치의 관련성의 국가별 차이에 대한 연구도 한국과 미국에서 다수 수행되었다. Mitton(2002)은 한국을 포함한 동아시아 5개국의 기업을 대상으로 소유구조가 기업지배구조와 기업가치(주식수익률)의 관계에 미치는 영향을 검증하였다. 20세기 말 아시아 금융위기 기간을 대상

으로 한 연구결과는 공시품질, 소수주주지분율, 산업집중도 등이 높은 기업의 주가가 그렇지 않은 기업들보다 상대적으로 높았다. 즉, 회계정보의 품질(공시품질)과 소수주주지분율 등의 소유구조가 결합하여 기업가치인 주가에 긍정적인 영향을 준 경우이다. 그 원인분석에서 Mitton(2002)은 금융위기 기간 동안에 지배주주들이 소수주주의 부를 전용할 유인이 증가한 상태에서, 자본시장(투자자)이 대리인문제의 완화수단으로 기업지배구조의 중요성을 인식하였기 때문인 것으로 해석하였다. Durnev · Kim(2003)도 27개국의 기업을 대상으로 한 조사에서 기업지배구조와 경영투명성의 등급이 높은 기업일수록 토빈q가 높은 것으로 분석하였다. 기업의 성장기회와 외부자본조달의 필요성이 클수록 기업지배구조 및 공시의 질이 높은 결과는 투자자를 보호하는 법적 환경이 상대적으로 미약한 국가에서 더욱 강하게 나타나는 현상인 것으로 분석되었다. Bauer 외(2003)와 Klapper · Love(2003)는 기업지배구조와 기업가치의 유의한 관련성을 유럽 등 세계 대부분의 자본시장에서 확인하였다.

기업가치 관련성에 관한 연구 중 미국에 비하여 한국에서 상대적으로 미흡한 분야는 내부메커니즘인 내부회계관리제도와 외부메커니즘인 회계 및 감사관련 법규이다. 미국의 연구는 기업공시, 감사보고서 등에서 제기된 내부회계관리제도의 문제점들이 기업가치에 미치는 영향을 검증하고 있으나, 내부회계관리제도의 도입단계에 있는 한국에서는 설문조사나 외부평가보고서에 의존할 수밖에 없는 한계가 있다. 또한 미국의 연구는 회계와 감사관련 법규, 감독규정 등이 개별 기업의 기업가치는 물론 자본시장이나 거시경제에 미치는 영향을 검증하고 있으나, 한국의 연구는 주로 개별기업의 기업가치에 미치는 영향에 초점을 맞추고 있다.

<표 5>에서처럼 연구모형의 종속변수인 기업가치는 주식(채권)수익률, 토빈q 등으로 측정하기 때문에 제3절의 회계정보의 측정과 비교할 때 상대적으로 측정상의 오류를 피할 수 있는 장점이 있다. 그러나 <표 5>에서처럼 연구모형의 독립변수인 내·외부메커니즘의 특성에 관한 대용변수는 제3절에서 논의한 측정오차의 문제점을 피할 수 없다. 또한 대부분의 연구모형들에서 회계정보는 통제변수로 활용 될 뿐 그 역할을 직접적으로 검증하지 못하는 한계점이 있다. 따라서 미래연구는 소유구조변수를 활용하거나 회계정보를 매개(조절)변수로 활용하는 모형을 개발할 필요가 있고, 제3절의 논의처럼 연구모형의 설계 시 요인분석 등을 통하여 기업지배구조의 내·외부메커니즘과 관련된 주관적 판단의 요소를 줄이는 방안을 고려해야 할 것이다.

2. 소유구조와 기업가치의 관련성

기업지배구조 중 소유(지분)구조가 기업가치에 미치는 영향은 대리인문제에서 상호 대립되는 이해충돌설과 이해일치가설의 검증을 통해 분석되고 있다. 이해충돌설은 집중된 소유구조가 외부소액주주 부의 극대화에 부정적인 영향을 미친다는 것으로, 이 가설에 따르면 지분의 분산, 소유와 경영의 분리 등이 바람직한 기업지배구조이다. 역으로 이해일치가설은 집중된 소유구조가 이해관계자들 사이의 갈등을 감소시키고 주주의 가치를 증가시킨다는 것으로, 이 가설에 따르면 지분의 집중, 소유와 경영의 통합 등이 바람직한 기업지배구조이다. 그러나 양 가설에 대한 선행연구의 검증

결과는 일관되지 않을 뿐 아니라, 동일한 검증모형에서도 소유지분의 구간별(소유지분비율에 따라) 서로 다른 가설이 지지되는 결과를 보고하였다(김우택 외 1993 ; McCornell · Servaes 1990). 소유와 경영이 분리되어 있는 미국과 달리 소유주 1인이 기업을 직접 경영하는 경우가 많은 한국에서 기업 지배구조의 개선은 소유경영자와 일반주주 및 채권자 간의 대리인문제를 해결하는 데 초점을 맞추고 있다. 따라서 기업지배구조에 관한 연구도 미국처럼 전문경영자와 소유주(일반주주) 간의 대리인 문제 보다는 소유경영자와 일반주주 간의 대리인문제에 초점을 맞추고 있다.

한국에서 소유경영자의 지분구조를 분석한 김주현(1992)은 소유경영자지분과 기업가치는 선형관계가 아니라 40% 이하에서는 음의 상관관계를 보이며, 그 이상에서는 양의 상관관계를 갖는 것으로 보고하였다. 김우택 외(1993)는 지분율이 20%까지는 기업가치가 증가하며, 20-25%에서는 감소하다가 25%를 넘어서면 다시 증가하는 것으로 보고하였다. 미국에서도 Morck 외(1988)와 McCornell · Servaes(1990)는 경영자의 지분율의 변화에 따라 기업가치와의 상관관계가 달라진다고 보고하였다. 즉, 이들 연구에서 경영자의 지분율이 증감함에 따라 기업가치는 초기에 증가하고, 이후에 점차 감소하며 나중에 다시 증가하였다. 경영자의 지분율이 기업가치와 양의 상관관계를 갖고 일정 수준을 넘어서면 음의 상관관계를 갖는 분석결과는 지분율이 어느 정도 높아지면 경영자가 시장의 압박을 받지 않고 안주할 수 있기 때문이다. 따라서 경영자지분율과 기업가치의 관계는 단조(monotonic) 증가 또는 감소가 아니라 지분율이 낮은 수준에서는 증가하다가 일정 수준을 넘어서면 감소하고, 지분율이 더 높은 수준에서는 다시 증가하는 복조(polytonic) 구조이다. 이와 유사하게 Cho(1998)도 지분율 7%까지는 기업가치가 증가하고, 이후 38%까지는 기업가치가 감소하며, 38%를 넘어서면 기업가치가 다시 증가함을 실증하였다.

외국인투자자와 기관투자자의 역할에 대한 연구에서 김영숙 · 이재춘(2000), 전영순(2003), 신현한 외(2004)는 외국인과 기관투자자의 지분율이 회계투명성 및 기업가치(토빈q)와 관련성이 있는 것으로 분석하였다. 구체적으로, 외국인 주요주주가 전문성과 독립성을 갖춘 동시에 감시(monitoring)의 인센티브를 가지고 있는 경우, 감시활동이 기업가치의 증가를 가져왔고 기관투자자의 지분율이 증가할수록 기업가치가 증가하였다. Anderson 외(2001)와 Baek 외(2004)도 외국인투자자와 기관투자자의 지분율이 기업가치와 관련성이 있음을 실증하였다. 이러한 결과는 외국인투자자나 기관투자자가 보유지분을 증가시킴으로써 기업에 대한 정보의 수집 및 분석 능력이 일반투자자보다 앞설 뿐 아니라 경영의 감시기능을 담당하는 역할을 수행하고 있음을 시사한다.

여러 국가들을 대상으로 한 연구에서 La Porta 외(1999)와 Claessens 외(2000)는 미국을 제외한 국가들에서 지배주주의 지분율 증가가 기업가치를 감소시키는 것으로 보고하였다. 즉, 대부분의 국가에서 지배주주의 지분율이 증가할수록 지배주주는 자신의 효용을 극대화하기 위하여 궁극적으로 외부소액주주의 이익을 침해하는 이익침해가설이 지지되었다. 이들 연구는 대륙체계를 따르는 국가들보다 영미의 법체계를 따르는 국가들이 소액주주에 대한 법적 보호가 강하고 법규의 준수도 잘 이행되며, 기업의 소유지분이 잘 분산되어 있고 자금조달도 용이한 것으로 분석하였다. 반면에 미국기업을 대상으로 한 Warfield 외(1995)와 Klassen(1997)의 연구는 이해일치가설을 지지하는 것으로 분석

되었다. 소유구조의 국가별 비교에서는 주식시장, 공시제도 및 적대적 인수합병시장이 잘 발달된 국가에서 소유분산형 기업이 많은 것으로 분석되었다. 역으로 소유집중형 기업은 지배주주의 존재, 주식시장의 미성숙, 경영권 프리미엄의 존재, 공시제도의 부실, 적대적 인수합병시장의 부재 등의 특징을 갖는 국가에서 더 많은 것으로 분석되었다. 그러나 전 세계적으로 소유분산형 보다는 소유집중형 기업지배구조가 절대다수를 차지하고, 미국조차도 소유지분이 분산된 전문경영자 기업의 상대적 비중은 낮은 것으로 관찰되었다.

소유구조와 기업가치의 관련성에 관한 연구는 <표 5>에서처럼 소유구조를 조절변수(또는 더미변수)로 활용하고 있다. 그러나 소유구조가 기업가치에 주는 영향에 대해서 이해침해가설과 이해일치가설로 대립하고 있고, 연구결과는 <표 5>에서처럼 양 가설을 모두 뒷받침하고 있다. 더욱이 동일한 연구 내에서도 소유구조의 변화에 따라(예로 소유지분율 구간별로) 양 가설이 혼합되어 지지되고 있다. 즉, 소유구조 자체는 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 설명할 수 없는 문제점을 갖고 있다. 다만, 최근의 여러 연구(예로 <표 5>의 도상호·안홍복 2008)가 소유구조와 회계정보의 결합효과에 대한 검증모형을 개발하여 소유구조가 갖는 문제점의 해소를 시도하고 있다. 미래연구도 단순히 소유지분율 구간별 민감도분석을 지양하고, 소유지분율을 제약하는 제도적 요소(예로 한국의 상호출자제한비율)의 분석에 초점을 맞추어야 할 것이다.

3. 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성

기업지배구조와 기업가치의 관련성에 관한 대부분의 연구는 재무성과나 회계정보를 내생변수로 가정한다. 즉, 이익(또는 이익의 질)이 동일하더라도 자본시장(투자자)은 기업지배구조가 우량한 기업의 기업가치를 더 높게 평가하기 때문에 이익(또는 이익의 질)과 같은 회계정보의 역할이 적다고 보는 관점이다(Black 외 2003). 이러한 관점과 함께 회계정보(이익조정, 회계오류 등)를 연구모형에 포함시켰을 때 발생할 수 있는 계량경제학적 문제점(측정오차, 생략변수 등)으로 인해, 한미 양 국가의 선행연구 모두 기업지배구조와 기업가치의 관련성을 회계정보로 확대시키지 못하고 있다. 즉, 기업지배구조와 기업가치의 관계에 대한 대다수의 실증연구는 이익의 질적 특성과 같은 회계정보의 역할을 검증하지 못하고 있다. 다만, 몇몇 연구가 소유구조를 활용하여 회계정보의 역할을 검증하였을 뿐이다. 미국의 경우 전문경영자와 소유주(일반주주)간의 대리인문제가 보편적이고, 기업지배구조와 관련한 대부분의 연구도 소유구조를 통한 대리인문제의 완화여부에 초점을 맞추고 있다(La Porta 외 1999).

정구열 외(2002)는 기업의 소유구조와 이익의 정보효과를 검증하였다. 최대주주의 지분율이 높은 기업일수록 지배주주와 외부소액주주는 주주의 부의 극대화라는 공통된 이해관계가 일치하여(이해일치가설), 지배주주는 경영자의 감시기능을 효과적으로 수행함으로써 대리인비용이 감소하고 기업의 이익정보와 최대주주지분율 간에 양의 관련성이 있을 것으로 예상하였다. 이와 반대로 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 지배주주는 자신의 사적 효익을 극대화하는 방향으로 행동하여(이익침해

가설), 기업경영활동에 개입과 간섭을 함으로써 지배주주와 외부소액주주 간에 대리인비용이 증가하고 기업의 이익정보와 최대주주지분을 간에 음의 관련성도 있을 것으로 예상하였다. 주식수익률에 대한 이익반응계수로 이익정보의 유용성을 검증한 결과, 전체표본에서는 이해일치가설이 지지되었다. 그러나 재벌기업을 대상으로 한 표본에서는 최대주주지분율과 기업의 이익정보력 사이에 유의적인 관련성이 없었고, 이러한 현상은 5대 재벌과 대기업의 계열회사의 수가 많을수록 더 뚜렷한 것으로 나타났다. 집중적 지분구조의 우리나라에서는 이익침해가설의 음의 효과와 이해일치가설의 양의 효과가 서로 상쇄되기 때문에, 이익의 질과 정보력이 낮아진 것으로 해석하였다. 최성규·김경민(2001)은 전문경영자 기업이 소유경영자 기업보다 재량발생액의 절대값이 더 크고 이익반응계수는 더 작으며, 주가에 대한 현금흐름의 반응계수 및 재량발생액의 반응계수도 더 작은 것으로 보고하였다.

김종대·조문기(2007)는 Ohlson모형을 사용하여 경영자지분율과 회계정보의 기업가치 관련성을 분석하였다. 분석결과, 경영자지분율을 10%와 24%를 기준으로 세 구간으로 나누었을 때, 모형의 설명력이 가장 크게 나타났다. 경영자지분율 10% - 24%의 구간에서 이익과 순자산의 가치관련성이 경영자지분율 10% 이하의 구간과 24% 이상의 구간에서 보다 작았으며, 재벌과 비재벌그룹으로 표본을 나누어 분석한 결과 재벌그룹에서는 구간별 회계정보의 가치관련성에 차이가 없었다.

안홍복 외(2002)의 연구는 한국의 경우 회사설립자이거나 친인척인 지배주주가 최대주주로서 기업을 효과적으로 통제하기 때문에, 지배주주가 자신의 부를 극대화하기 위하여 소액주주에 대한 배당의 감소, 부의 이전, 기타 비영리적 행위 등으로 소액주주의 이익을 침해하는(이익침해가설) 것으로 분석하였다. 도상호·안홍복(2008)은 지배주주의 소유-지배권 괴리정도가 이연법세자산과 기업가치의 관련성에 미치는 영향을 검증하였다. 분석결과, 지배주주의 소유-지배권 괴리도와 기업가치의 관련성이 비선형적인 것을 발견하였다. 미국에서도 Givoly·Hayn(1992)이 이연법인세부채의 가치관련성을 검증한 후, Miller·Skinner(1998)는 이연법인세자산의 가치관련성을 검증하였다. 분석결과, 이연법인세부채와 이연법인세자산 모두 기업가치와의 관련성은 소유구조, 자산규모 등 기업특성에 따라 다르게 나타났다.

<표 5>에서 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성을 다루는 연구모형들은 종속변수로 기업가치를 설정하고, 독립변수와 통제변수(또는 매개변수)로 회계정보와 기업지배구조의 내·외부메커니즘을 설정하고 있다. 이러한 연구모형은 회계정보와 기업지배구조의 결합효과를 통하여 회계정보의 역할을 검증할 수 있다는 장점이 있다. 반면에 회계정보와 내·외부메커니즘의 각각이 갖고 있는 내생성(측정오류)의 문제는 결합을 통하여 확대되거나 축소될 가능성 모두를 내포하고 있다. 더욱이 <표 5>의 연구모형 대부분은 기업의 특성 및 기타 대내외적 환경요인 모두를 고려할 수 없는 문제(생략변수)를 갖고 있기 때문에, 내생성의 확대와 감소 상황 모두에서 연구결과의 해석(일반화)을 제한할 것이다. 특히, 지배구조(소유구조)의 비선형적 행태(예로 <표 5>의 도상호·안홍복 2008)는 미래의 연구모형(변수설정)에서 추가적으로 통제해야 할 요소이다. 또한 미래연구는 <표 5>의 Larcker 외(2007)의 연구처럼 요인분석기법을 활용하여 내생성의 문제를 최소화해야 할 것이다.

4. 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 연구결과

<표 6>는 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 상호 관련성에 관한 한국과 미국의 주요 연구 결과를 요약·제시하고 있다. 기업지배구조의 내·외부메커니즘과 기업가치의 관련성에 관한 대부분의 연구는 상관관계의 방향(부호) 및 유의성 모두 일관성이 없었다. <표 5>에서처럼 변수의 측정 방법이나 연구모형에 따라 검증결과가 다르고, 동일한 측정변수와 연구모형에서도 경제상황(표본기간)이나 표본대상(국가, 산업 및 기업의 특성)에 따라 검증결과가 다르게 나타났다. 특히 연구모형의 설명력이 전반적으로 낮은 수준이고 가장 많이 활용되는 소유구조는 기업가치와 비선형적인 관계를 나타내고 있기 때문에, 기업의 특성별 표본분할 및 민감도 분석도 검증결과의 일반화에 별다른 도움을 주지 못하였다. 이러한 문제점들을 개선하기 위하여 Larcker 외(2007)는 이사회, 소유구조, 보수위원회 등 7개 내·외부메커니즘의 37개 세부항목에 대한 요인분석(principle component analysis)으로 14개 요인을 선정한 후, 이들 요인이 이상발생액, 재작성(이익주정), 미래영업성과, 미래초과수익 등에 미치는 영향을 분석하였다. 비록 검증결과는 일부(미래성과 및 초과수익률)에서만 유의하게 나타났다지만, 기업지배구조의 내·외부메커니즘에 대한 구성요소의 선정이 과거의 임의방식(ad hoc approach)을 탈피하여 체계적으로 이루어진 점에서 측정변수 및 검증모형의 신뢰성을 제고하였다.

기업지배구조와 기업가치의 상관관계에서 회계정보의 역할을 검증하는 대부분의 연구는 기업특성별 표본분할에 따른 이익반응계수(ERC : earnings response coefficient)의 차이를 분석한다. 표본분할의 기준이 되는 기업특성은 산업, 규모 등의 기업 자체에 관한 것은 물론 내·외부메커니즘인 사외이사, 소유구조, 법규 등과 회계정보인 발생액, 보수주의, 오류수정 등의 크기, 증감, 발생빈도, 업종별 차이 등을 포함한다. 회계나 재무연구에서 자본시장(기업가치)연구는 관찰(검증)된 결과의 대부분이 기업규모와 관련된 이상현상(abnormality)에 불과하다는 비판을 받아왔다. 즉, 자본시장연구에서 기업규모의 효과를 완벽하게 통제한다면, 회계정보나 기업지배구조의 정보적 유용성을 발견할 수 없다는 것이다. 대부분의 선행연구가 생략변수나 측정오차의 가능성을 한계점으로 기술하고 하고 있으며, 이는 시장에서 측정(설명)변수의 기업가치(종속)변수에 대한 정보효과가 기업규모에 의한 정보효과보다도 적은 상황에서 필연적이다. 특히, 한국의 경우 기업규모에 따라 기업지배구조의 내·외부메커니즘이 달라지는 상황(예로, 자산총액 2조원 이상 기업의 감사위원회 설치의무화)을 고려할 때, 검증모형의 설정 및 결과해석에 각별한 주의를 필요로 한다. 예를 들면, 자산총액 2조원 이상의 기업들은 이사회를 50% 이상의 사외이사로 구성하고 감사위원회를 설치해야 한다. 그러나 대기업만을 대상으로 검증하여도 내·외부메커니즘과 회계정보의 기업가치에 대한 개별 또는 결합효과는 규모효과보다 적을 가능성이 크고, 규모효과에 흡수되었거나 그렇지 않은 생략변수 및 측정오차의 가능성은 그만큼 커진다.

소유구조와 기업가치의 관련성은 비선형적인 형태이고 지분의 보유구간별로 검증결과가 달라진다. 생략변수나 측정오차와 같은 계량경제학적 문제점도 배제할 수는 없지만, 기업지배구조가 근거하고 있는 경제사회적 환경의 국가별 차이를 반영하고 있다.

〈표 6〉 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 상호 관련성에 관한 연구요약

회계정보-기업가치			한 국		미 국	
기업지배구조			독립변수-종속변수 설정 ¹	결과 ²	독립변수-종속변수 설정	결과
내부메커니즘	이사회	전문성	재무전문가-초과수익률	△	재무전문가-초과수익률	△
		독립성(사외이사)	사외이사비율-주가/토빈q	△	사외이사비율-주가/토빈q	△
		활동성	회의 횟수-초과수익률	△	회의 횟수-초과수익률	△
		보유지분	지분율-자본비용/주가	△	지분-자본비용/주가	△
	감사위원회	전문성	재무전문가-초과수익률	△	재무전문가-초과수익률	△
		독립성(사외이사)	사외이사비율-주가/토빈q	△	사외이사비율-주가/토빈q	△
		활동성	회의 횟수-초과수익률	△	회의 횟수-초과수익률	△
		보유지분	지분-자본비용/수익률	△	지분-자본비용/수익률	△
	기타	보수위원회	—	—	설치/특성-토빈q/주가	△
		윤리위원회	—	—	설치/특성-토빈q/주가	△
		내부회계도입효과	—	—	기업규모-베타	○
		내부회계운영실태	—	—	취약점 공시-주가	○
주주및평가기관	소유구조	지배주주지분	보수성/발생액-토빈q/주가	△	보수성/발생액-토빈q/주가	△
		소유경영자지분	보수성/발생액-토빈q/주가	△	보수성/발생액-토빈q/주가	△
		기관투자자지분	보수성/발생액-토빈q/주가	○	보수성/발생액-토빈q/주가	○
		외국인지분	보수성/발생액-토빈q/주가	○	보수성/발생액-토빈q/주가	○
	평가지수	주주의 권익	평가지수-토빈q/PBR/주가	△	평가지수-토빈q/PBR/주가	△
		이사회/감사위원회	평가지수-토빈q/PBR/주가	△	평가지수-토빈q/PBR/주가	△
		회계(공시)투명성	평가지수-토빈q/PBR/주가	△	평가지수-토빈q/PBR/주가	△
		감사/내부통제	평가지수-토빈q/PBR/주가	△	평가지수-토빈q/PBR/주가	△
외부메커니즘	감사인	감사인인의 질	법인규모-주가/수익률	○	법인규모-주가/수익률	○
		감사인인 보수	—	—	—	—
		비감사서비스	—	—	—	—
	법제도	증권거래법/외감법	시기/분식-주가/수익률	○	시기/분식-주가/수익률	○
		집단소송제도	시기/발생액-주가/수익률	○	시기/발생액-주가/수익률	○
	제규정	중요성기준	시기/회계선택-주가	△	시기/회계선택-주가	△
		공시규정/지침	시기/발생액-주가/수익률	△	시기/발생액-주가/수익률	△

1. 연구모형의 독립변수(회계정보 또는 기업지배구조)와 종속변수(기업가치)의 설정예시

2. “○”: 유의한 관련성, “×”: 관련성 없음, “△”: 일관성 없음, “—”: 검증되지 않았거나 본 연구에서 제외된 분야

예를 들면, 상대적으로 수평적 사회이고 분산된 소유구조의 미국에서는 지배주주의 지분율이 증가하여도 기업가치가 감소하지 않으나(이해일치가설 지지), 상대적으로 수직적 사회이고 집중된 소유구조의 한국에서는 지배주주의 지분율이 증가할 경우 기업가치가 감소하는(이해침해가설 지지) 연구결과를 보여주고 있다. 외국인투자자와 기관투자자의 단수지분율은 기업가치와 양(+)의 유의한 관련성이 있지만, 지분율에 따른 이연법인세자산(또는 부채)의 기업가치 관련성과 이익반응계수에 대한 분석은 한국과 미국에서 모두 일관된 결과를 도출하지 못하고 있다. 생략변수, 측정오차, 낮은 설명력 등으로 종합적 회계정보(자산, 이익 등)에 대한 검증결과의 일반화가 제약받는 점을 고려할 때, 기업지배구조와 관련한 세부적 회계정보(오류수정, 이연법인세자산 등)에 대한 일관성 없는 검증결과는 충분히 예상된 것이다. 따라서 세부적 회계정보에 대한 연구는 방법론적 관점에서 기존의 연구모형(ERC 모형, Ohlson 모형 등)과 차원이 다른 새로운 연구패러다임의 필요성을 시사하고 있다.

<표 6>에서 기업지배구조의 내·외부메커니즘 중 보수위원회, 윤리위원회, 내부회계관리제도는 미국과 비교할 때 한국에서 연구가 안 되었거나 미흡한 분야이다. 미국의 연구는 재무전문가, 독립성 등 보수위원회의 질적 특성이 경영자보상, 이익조정 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하였고, 윤리위원회의 설치여부 및 질적 특성이 회계정보와 기업가치에 미치는 영향도 분석하였다. 이사회나 감사위원회와 같은 내부메커니즘에 비하여 기업가치 관련성의 유의성이 상대적으로 낮고 일관성도 없지만, 보수위원회와 윤리위원회는 각각 주식선택권 등의 경영자보상과 분식 등의 회계정보와 연계시켜 내부메커니즘으로써의 효율성이 검증될 수 있는 분야이다. 한국에서는 시행 전후의 회계정보(재량발생액)에 대한 차이만 검증된 내부회계관리제도(내부통제시스템)도 미국의 연구처럼 운영실태보고서의 구체적 내용(전반수준 및 강약점)과 회계정보 및 기업가치의 관련성 검증으로 확대될 필요가 있다.

기업지배구조에 대한 평가전문기관의 평가지수를 활용한 한국과 미국의 연구는 기업지배구조의 전반수준과 기업가치의 유의한 관련성을 보고하고 있지만, 세부항목별 기업가치의 관련성에는 일관성이 없었다. 즉, 외부전문기관의 평가지수는 생략변수, 측정오차, 변수설정오류 등의 가능성과 함께 내부적 유효성(internal validity)을 저해하고 있다. 반면에 연구자가 설문이나 요인분석으로 개발한 평가지수는 내부적 유효성의 문제를 감소시키지만, 외부적 유효성(external validity)을 저해하여 검증결과의 일반화에 제약이 따른다. 한국에서 외부메커니즘 중 감독기준인 감리양정기준(중요성기준)과 회계정보의 관련성에 관한 연구는 기업가치의 관련성 검증으로 확대될 필요가 있고, 미국에서 검증된 인수합병관련 법규, 이사 및 주주의 권리(승인권한), 회사약관 등도 한국적 상황에서 응용이 가능할 것이다. 또한 세계적 금융위기를 유발한 파생금융상품의 회계처리에 대한 감독규정의 국가간 차이(예로 한국은 CDS를 지급보증인 부채로 처리하지만 미국은 채권인 자산으로 처리함)도 실증분석의 대상이다.

요약하면, 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 대부분의 연구는 모형설명력에 서 10%를 넘지 못하고(대다수가 5% 내외), 생략변수, 측정오차 및 변수설정오류의 가능성을 배제할

수 없다. 설명변수나 통제변수로 활용되고 있는 회계정보 자체도 측정모형별로 측정결과가 다르게 나타나고 있어서, 검증결과의 내·외부적 유효성 모두 취약하다. 현재의 연구모형 하에서 미래연구는 검증력(설명력)이 상대적으로 약한 세부적 회계정보(재무제표의 중소분류 항목)보다는 종합적 회계정보(총액이나 대분류항목)를 활용하는 것이 바람직하고, 가공된 2차적 회계정보(발생액이나 보수주의)보다는 미가공의 1차적 회계정보(이익이나 현금흐름)의 활용이 바람직하다. 또한 기업지배구조와 기업가치의 관계에서 회계정보의 역할(효과)을 명확히 분리검증하기 위해서는, 규모, 지분을 등의 기업특성별 민감도분석에 의존하는 표본분할방식을 대체할 수 있는 새로운 연구모형의 개발도 필요하다.

V. 결 론

합리적 투자 의사결정은 자본시장의 정보적 효율성을 전제하며, 이러한 전제하에서 효과적인 기업지배구조는 기업가치의 극대화를 도모한다. 따라서 회계정보와 주가의 관련성에 관한 대부분의 자본시장연구는 기업지배구조와의 관련성도 직·간접으로 검증하고 있다. 이러한 회계정보와 기업지배구조의 밀접한 관련성에도 불구하고, 전통적 자본시장연구는 체계적으로 관련 논점을 충분히 다루지 못하고 있다. 선행연구는 이익조정과 경영자성과보상(예로 주식선택권)의 관계분석처럼 기업지배구조에서 회계정보의 명시적 활용에 대한 분석에 치중해왔다. 아이러니하게도 회계정보가 훨씬 더 명시적으로 많이 활용되고 있는 채무계약(약관)에 대한 연구(예로 회계정보와 채권수익률, 자본비용 등과의 관련성)는 상대적으로 적었다. 또한 소유와 경영의 분리로 발생하는 대리인문제, 집단소송제에 의한 잠재적 소송비용, 인수합병과 관련한 경영권분쟁 등에서 회계정보가 묵시적으로 활용되고 있지만, 이러한 분야에서 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 실증분석은 일관된 결과를 도출하지 못하고 있다. 연구방법의 타당성 및 개선의 관점에서 본 연구는 기업지배구조의 연구에서 선도적 역할을 해온 미국과 한국의 선행연구를 비교·분석하였다. 문헌연구로 한정된 본 연구는 실증적 뒷받침이 결여되고 소수의 선택된 논점들 중심의 비교분석이라는 한계점을 갖지만, 미래연구에서 고려해야 할 이론 및 논리체계의 개발, 연구 모형 및 방법의 개선, 기업지배구조의 국가별 차이, 새로운 연구분야 등을 제시하였다.

체계적인 논리나 이론의 부재 하에서 실증회계이론의 접근방식을 선택할 수밖에 없었던 한국과 미국의 선행연구에서 연구의 주제, 모형과 변수, 대상 등의 선정이 임의적으로 이루어졌고, 방법론적 관점에서 체계성과 유효성의 결여는 검증결과의 일반화를 어렵게 하였다. 즉, 검증결과가 연구모형의 변수측정 및 표본분할에 따라 달라지기 때문에, 상호 대립되는 기업지배구조의 순기능(대리인문제의 완화; 이해일치가설; 이익조정 감소 및 기업가치 증가)과 역기능(대리인문제의 심화; 이익침해가설; 이익조정 증가 및 기업가치 감소)에 대하여 일관성 있는 결론을 도출하지 못하였다. 연구방법개선의 관점에서 한국과 미국에서의 선행연구에 대한 분석결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성에 관한 명확한 논리나 이론체계가 부족하다. 명확한 이론체계의 결핍으로 인한 문제점은 미국의 연구에 후행하는 한국의 연구에서 더욱 심각하게 나타나고 있다. 대부분의 반복(replication)연구는 기업지배구조와 관련한 국가별 정치경제, 법제도, 사회문화 등의 차이를 효과적으로 통제하지 않았기 때문이다. 둘째, 생략변수, 측정오차 등으로 인한 계량경제학적 문제점은 내부 및 외부적 유효성의 관점에서 검증결과의 일반화를 제약하고 있다. 선행연구는 측정모형별로 다른 변수값, 검증모형과 표본분할별로 다른 변수설명력(유의성) 등으로 일관되고 신뢰성 있는 검증결과를 도출하지 못하고 있고, 결과적으로 검증결과의 해석에 한계가 있다. 셋째, 기업지배구조의 메커니즘이나 회계정보의 세분화가 연구자별로 임의적이어서 변수구성(variable construct)의 유효성이 결여되어 있다. 요인분석 등을 거치지 않고 선정한 기업지배구조의 세부 메커니즘이나 회계정보는 변수설정오류의 가능성이 높고, 규모, 소유구조 등 기업특성에 따른 표본분할이나 민감도분석도 이러한 문제점을 해소하지는 못한다. 세부적 회계정보와 기업지배구조의 관련성에 관한 연구가 한국보다 미국에서 절대적으로 적은 이유이기도 하다. 넷째, 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 각 구성요소들은 개별적이기보다는 종합적(결합적)으로 구성요소의 상호간 또는 외부요소에 영향을 주고 있으나, 결합효과에 대한 실증분석이 미흡하다. 예를 들면, 기업지배구조의 외부메커니즘인 감독규정으로 인한 회계정보의 변화(이익조정, 보수주의 등)는 내부메커니즘인 감사위원회의 효율성에 따라 변화의 크기에 차이가 있을 것이나, 이러한 결합효과에 대한 연구는 상대적으로 적은 편이다.

한국과 미국에서 대부분의 연구는 소유와 경영의 분리로 인한 대리인문제의 차원에서 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 관련성을 분석하고 있다. 특히, 미국과 달리 소유주 1인이 기업을 직접 경영하는 경우가 많은 우리나라에서는 전문경영자와 소유주간의 대리인문제 보다는 소유경영자와 일반주주간의 대리인문제를 집중적으로 분석하였다. 그러나 회계정보는 기업지배구조의 메커니즘에서 명시적 또는 묵시적으로 활용되기 때문에, 미래연구는 자본시장의 정보적 효율성을 촉진시키는 회계정보의 역할보다는 기업지배구조 내·외부메커니즘의 효율성을 촉진시키는 회계정보의 역할에 초점을 맞출 필요가 있다. 미래연구의 방향은 다음과 같이 요약된다.

첫째, 연구의 내용과 방법에서 실증회계이론의 단점인 임의적 접근(ad hoc approach)을 지양할 수 있는 새로운 이론체계(패러다임) 및 연구모형의 탐색이 필요하다. 새로운 연구패러다임의 형성에 많은 시간과 노력이 필요하지만, 학제간(multi-disciplinary) 연구를 통하여 경제학, 사회학, 통계학 등에서 개발된 새로운 이론이나 방법론을 회계분야에 접목시키거나 회계학에서 Ball·Brown(1968)이나 Ohlson(1995)처럼 새로운 연구체계(모형)의 개발로 가능할 것이다. 둘째, 기업지배구조와 관련하여 현재 제기된 논점들에 대한 과학적이고 체계적인 분석이 필요하다. 미래연구는 임의적 변수선정을 지양하고 요인분석 등으로 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 각 구성요인의 개별 및 종합적 유효성을 확보할 필요가 있다. 또한 현재의 연구패러다임에서는 1차적 원자료와 종합정보가 각각 2차적 가공자료와 세부정보보다 변수로써의 신뢰성과 유효성이 높지만, 공시된 회계정보, 평가지수, 증권가격 등의 전통적 측정에서 벗어나 연구자별 측정이나 브랜드가치처럼 새로운 척도의 탐색 및

개발도 필요하다. 셋째, 내부회계관리제도, 감리양정기준 등과 같이 새로이 시행되거나 변경되는 기업지배구조의 내·외부메커니즘에 대한 연구가 필요하다. 특히, 내부회계관리제도의 세부 내용(운영실태보고서의 강약점)별 회계정보 및 기업가치 관련성과 감리양정기준의 기업가치 관련성은 한국에서 검증이 필요한 분야이다. 넷째, 기업지배구조, 회계정보 및 기업가치의 국가간 차이도 실증분석의 대상이다. 예를 들면, 현재 세계적 금융위기의 원인으로 지목받고 있는 파생금융상품에 대한 국가별 회계처리 및 감독규정의 차이를 분석하여 검증할 필요가 있다. 신용부도스왑(CDS)의 경우 한국은 원칙적으로 지급보증인 부채로 처리하지만 미국은 채권인 자산으로 처리하고 있다. 감독규정의 변화(금융부채로부터 금융자산으로의 변경)를 통하여 신용파생상품시장의 활성화를 모색해왔던 한국의 감독당국은 최근의 금융 및 경제위기로 규제변화에 주춤하고 있다. 이와 유사하게 감독당국이 추진하고 있는 회계변경(예로 외화환산회계, 매도가능증권의 분류변경 및 소급적용 허용), 자본통합법에 의한 금산분리완화, 출자총액제한의 폐지 등도 일부는 시행되었고 일부는 주춤한 상태이다. 감독규정이나 제도에 대한 국가별 비교실증은 새로운 감독규정이나 제도변경의 효과에 대한 간접적인 실증을 제공할 것이다.

참고문헌

- 권수영 · 이재은. 2006. “강화된 내부회계관리제도의 원활한 국내 정착방안에 대한 연구 : 미국과 국내 내부통제 실무경험을 중심으로”. 회계저널(제15권) : 115 - 145.
- 권수영 · 신현걸 · 정재연. 2006. “내부통제와 내부회계관리제도”. 한국회계학회 연구보고서 (06-04).
- 김영규 · 김달현 · 류수복. 2004. “이사회 특성이 기업가치에 미치는 영향 : 규모, 구성 및 경영활동을 중심으로”. 한국증권학회 1차 정기학술발표회 발표논문집.
- 김영숙 · 이재춘. 2000. “기업가치와 기업소유구조와의 관련성”. 증권학회지(제26권) : 173 - 197.
- 김중대 · 조문기. 2007. “경영자지분율과 회계정보의 가치관련성 간의 상관관계분석”. 회계학연구(제32권) : 1 - 25.
- 김평기. 2002. “집단소송제도가 회계의 투명성에 미치는 영향”. 회계학연구(제27권) : 145 - 171.
- 도상호 · 안홍복. 2008. “기업지배구조, 이연법인세자산 및 기업가치의 관련성 분석”. 회계학연구(제33권) : 33 - 66.
- 박경서 · 이은정 · 장하성. 2003. “한국 상장기업의 사외이사제도 운영에 관한 연구”. 한국증권학회 제4차 정기학술발표대회 발표논문집.
- 박종일. 2003. “기업지배구조와 이익조정 : 최대주주 지분율을 중심으로”. 회계학연구(제28권) : 135 - 172.
- 박종일. 2004. “이사회구성과 기업가치”. 한국회계학회 동계학술발표회 발표논문집.
- 박종일 · 최종학 · 전규안. 2003. “기업지배구조와 이익조정 : 감사위원회와 이사의 특성”. 한국회계학회 하계학술발표대회 발표논문집.
- 박종찬. 2005. “1977년 금융위기 이후 회계제도 개혁에 따른 이익의 적시성과 보수성 변화”. 회계학연구(제30권) : 1 - 26.
- 손성규 · 이영한. 2004. “회계기준 1호 적용시 중요성 판단의 문제점”. 회계저널(제13권) : 119 - 151.
- 손성규 · 최정호 · 이은철. 2004. “감사위원회의 효과 : 회계오류를 중심으로”. 회계학연구(제29권) : 61 - 90.
- 신현걸. 2007. “내부회계관리제도 검토보고 현황 분석”. 회계저널(16권) : 107 - 128.
- 신현한 · 이상철 · 장진호. 2004. “외부감시주체와 기업가치”. 재무연구(제17권) : 41 - 72.
- 윤봉한 · 오재영. 2005. “기업지배구조와 기업성과 및 기업가치 : 한국 상장기업에 대한 실증연구”. 증권학회지(제34권) : 227 - 263.
- 윤성민 · 홍완표. 2002. 「효율과 형평의 관점에서 본 미국의 기업지배구조, 기업민주주의와 기업지배구조」. 백산서당.
- 이명곤 · 이세철 · 이해경. 2005. “중소기업 내부통제제도의 구축방향”. 회계저널(제14권) : 38 - 67.
- 이상철 · 이경태. 2003. “감사위원회도입이 이익조정에 미치는 영향”. 회계학연구(제28권) : 143 - 172.
- 이세용. 2004. “우리나라의 기업지배구조와 기업가치 사이의 관계에 대한 연구”. 한국회계학회 하계학술발표회 발표논문집.
- 이효익 · 문상혁. 2004. “이사회 및 감사위원회의 특성이 보고이익의 질과 가치관련성에 미치는 영향”.

한국회계학회 동계학술발표회 발표논문집.

- 장지인 · 김완희 · 김경호. 2002. “한국기업의 회계투명성과 기업가치”. 한국경제연구원 정책보고서 : 5 - 43.
- 전규안 · 최종학 · 박종일. 2004. “감사위원회의 설치와 이익조정사이의 관계”. 회계학연구(제29권) : 143 - 175.
- 전영순. 2003. “외국인투자자 및 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질”. 경영학연구(제32권) : 1001 - 1032.
- 정건영 · 김경수. 2003. “회사채수익률과 회계정보의 관련성”. 회계학연구(제28권) : 121 - 141.
- 정구열 · 권수영 · 백원선. 2002. “기업소유구조와 이익의 정보효과”. 경영학연구(제31권) : 1707 - 1727.
- 진태홍. 2003. “사외이사 제도와 기업성과”. 한국재무관리학회 재무관리논총(제9권) : 1 - 35.
- 조현우 · 유경연. 2006. “내부회계관리제도와 회계정보의 신뢰성”. 회계와 감사연구(제44호) : 119 - 145.
- 최 관 · 백원선. 1999. “유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”. 회계학연구(제24권) : 1 - 27.
- 최성규 · 김경민. 2001. “소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절”. 회계학연구(제26권) : 153 - 176.
- 최정원 · 이경태. 2008. “잠재적 소송비용이 보수주의 회계선택에 미치는 영향”. 회계학연구(제33권) : 229 - 259.
- 최정호 · 김성진 · 김성중. 2003. “대리인비용과 사외이사선임의 관련성에 관한 연구”. 회계저널(제12권) : 61 - 86.
- 최현돌 · 윤재원. 2006. “기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향”. 회계학연구(제31권) : 145 - 174.
- Agrawal, A. and C. Knoeber. 1996. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholder. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31(September) : 377 - 396.
- Ashbaugh-Skaipe, H., D. Collins, and R. LaFond. 2006. The effects of corporate governance on firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42(1 - 2) : 203 - 243.
- Black, E., H. Jang and W. Kim. 2003. Does Corporate Governance Predict Firms' Market Value? Evidence from Korea. Working Paper.
- Baek, J. S., J. K. Kang, and K. S. Park. 2004. Corporate Governance and Firm Value : Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 71 : 265 - 313.
- Bauer, R., N. Gunster, and R. Otten. 2003. Empirical Evidence on Corporate Governance in Europe : The Effect on Stock Returns, Firm Value and Performance. Working Paper.
- Baysinger, B., H. Butler. 1985. Corporate governance and Board of Directors ; Performance Effects of Changes in Board Composition. *Journal of Law, Economics and Organizations* 1 : 101 - 124
- Beasley, M. 1996. An Empirical Analysis of the Relation between Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review* 71 : 443 - 465.
- Beasley, M. and S. Salterio. 2001. The Relationship between Board Characteristics and Voluntary Improvements in Audit Committee Composition and Experience. *Contemporary Accounting Research* 18(Winter) : 539 - 570.
- Beaver, W. 1993. Conservatism. Working Paper. Stanford University.

- Becker, C., M. DeFond, J. Jambalvo, and K. Subramanyam. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15(Spring) : 1 – 24.
- Belkaoui, A. 1983. *Industrial Bonds and the Rating Process*. Westport, CT : Auburn Books.
- Beattie, V., S. Fearnley, and R. Brandt. 2000. A Grounded Theory Model of Auditor – Client Negotiations. *International Journal of Auditing* 8 : 1 – 19.
- Black, B. 2001. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms. *Emerging Markets Review* Vol. 2 : 89 – 108.
- Black, B., H. Jang, and W. Kim. 2003. Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea. *Stanford Law and Economics Olin Working Paper* (No. 237).
- Botosan, C. 2000. Disclosure level and the expected cost of equity capital. *The Accounting Review* 72 : 323 – 349.
- Brown, L. and K. Caylor. 2006. Corporate governance and firm valuation. *Journal of Accounting and Public Policy* 25 : 409 – 434.
- Bryan, S. and Lilien, S. 2005. Characteristics of firms with material weaknesses in internal Control : An assessment of Section 404 of Sarbanes Oxley. Working Paper. Wake Forest University and City University of New York.
- Bushman, R. and A. Smith. 2002. Transparency, Financial Accounting Information and Corporate Governance. *Journal of Economic Policy*. 45 : 175 – 198.
- Byrd, J. and A. Hicksman. 1992. Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids. *Journal of Financial Economics* 32 : 195 – 221.
- Claessens, S., Djankov, and L. Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. *Journal of Financial Economics* 58 : 81 – 112.
- Core, J., R. Holthausen, and D. Larcker. 1999. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 51 : 371 – 406
- Dechow, P. and D. Dichev. 2002. The Quality of Accruals and Earnings : The Role of Accrual Estimation Errors. *The Accounting Review* 77 : 35 – 59.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1996. Causes and consequences of earnings manipulation. *Contemporary Accounting Research* 13 : 1 – 36.
- DeFond, M., and J. Jambalvo. 1991. Incidence and Circumstance of Accounting Error. *The Accounting Review* 66(July) : 643 – 655.
- Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. 2005. Determinants of weaknesses in internal control over financial reporting and the implications for earnings quality. Working Paper.
- Drobertz, Schillhofer, and Zimmermann. 2003. Corporate Governance and Expected Stock Return : Evidence from Germany. *European Financial Management* 10(2) : 267 – 293.
- Durnev, A. and E. Kim. 2003. To Steal or Not To Steal : Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation. Working Paper. University of Michigan.
- Eisenberg, T., S. Sundgren, and M. Wells. 1998. Larger Board Size and Decreasing Firm Value in Small Firms.

- Journal of Financial Economics* 48 : 35 – 54.
- Erickson, M., M. Hanlon, and E. Maydew. 2006. Is there a link between executive compensation and accounting fraud? *Journal of Accounting Research* 44 : 113 – 143.
- Farber, D. 2005. Restoring trust after fraud : Does corporate governance matter? *The Accounting Review* 80 : 539 – 561.
- Feltham, J. and J. Ohlson. 1995. Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research* 11(Spring) : 689 – 731.
- Feroz, E., K. Park, and V. Pastena. 1991. The Financial and market effects of the SEC's accounting and auditing enforcement releases. *Journal of Accounting Research* 29. 107 – 142.
- Fisher, L. 1959. Determinants of Risk Premiums on Corporate Bonds. *The Journal of Political Economy* (June) : 217 – 237.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2004. Cost of Equity and Earnings Attributes. *The Accounting Review* 79(4) : 967 – 1010.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accrual Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39(March) : 295 – 327.
- Francis, J., E. Maydew, and H. Sparks. 1998. The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *Auditing : A Journal of Theory and Practice* : 78 – 98.
- Franco, G., Guan, Y., and L. Hai. 2005. The wealth change and redistribution effects of Sarbanes – Oxley internal control disclosure. Working Paper. University of Toronto.
- Ge, W. and S. McVay. 2005. The disclosure of material weaknesses in internal control after the Sarbanes – Oxley Act. Working Paper. New York University and University of Michigan.
- Givoly, D. and C. Hayn. 1992. The Valuation of the Deferred Tax Liability : Evidence from the Stock Market. *The Accounting Review* 67 : 394 – 410.
- Hermalin, B., M. Weisbach. 1991. The effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance. *Financial Management* 20 : 101 – 112.
- Healy, P., and K. Palepu. 1993. The Effect of Firms' Financial Disclosure Policies on Stock Prices. *Accounting Horizons* 7 (March) : 1 – 11.
- Hendry, J., P. Sanderson, R. Barker, and J. Roberts. 2006. Ownership or traders? Conceptualizations of institutional investors and their relationship with corporate managers. *Human Relations* 59 : 1101 – 1132.
- Hogan, C. 2005. Internal control weaknesses and earnings management. Working Paper. Southern Methodist University.
- Jones, J. 1991. Earning Management During Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (Supplement) : 193 – 228.
- Kaplan, R. and G. Urwitz. 1979. Statistical Models of Bond Ratings : A Methodological Inquiry. *Journal of Business* (April) : 231 – 261.
- Klapper, L. and I. Love. 2002. Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets.

- Working Paper. Development Research Group, The World Bank.
- Klein, A. 1998. Firm Performance and Board Committee Structure. *The Journal of Law and Economics* 41(April) : 275 - 303.
- Klein, A. 2002. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* 33(August) : 357 - 400.
- Kothari, S., T. Lys, C. Smith, and R. Watts. 1989. Auditor Liability and Information Disclosure. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 4 : 307 - 339.
- Krishnan, J. 2005. Audit committee quality and internal control : An empirical analysis. *The Accounting Review* 80 : 649 - 675.
- Kwon, S. 2002. Ownership Structure and Earnings Informativeness : Evidence from Korea. *International Journal of Accounting* 37 : 301 - 325
- Larcker, D., S. Richardson, and I. Tuna. 2007. Corporate Governance, Accounting Performance, and Organizational Performance. *Accounting Review* 82 : 963 - 1008.
- La Porta, R., F. Lopez - De - Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 1998. Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance* 54 : 471 - 518.
- La Porta, R., F. Lopez - De - Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58 : 3 - 27.
- Lang, M. and R. Lundholm. 1996. Corporate disclosure policy and analyst behavior. *The Accounting Review* 71 : 467 - 492.
- Lombardo, D. and M. Pagano. 2000. Legal Determinants of the Return on Equity. *Working Paper* (No. 193). Stanford Law School.
- Miller, G. and D. Skinner. 1998. Determinants of the valuation allowance for deferred tax assets under SFAS No. 109. *The Accounting Review* 73 : 213 - 233.
- Mitton, T. 2002. A Cross - Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 64 : 215 - 241.
- McKinsey & Company. 2000. Investor Opinion Survey on Corporate Governance, London.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Wishny. 1988. Management Ownership and Market Valuation an Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics* 20 : 293 - 315.
- Ng, T. and H. Tan. 2003. Effects of Authoritative Guidance Availability and Audit Committee Effectiveness on Auditors' Judgements in an Auditor - Client Negotiation Context. *The Accounting Review* 78(3) : 801 - 818.
- Ohlson, J. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation. *Contemporary Accounting Research* 11(Spring) : 661 - 668.
- Peasnell, K., P. Pope, and S. Young. 1998. Outside Directors, Board Effectiveness, and Earnings Management. *Working Paper*. Lancaster University.
- Peng, L. and A. Roell. 2006. Executive pay, earnings manipulation and shareholder lawsuits. *Review of Finance* 68 :

335 - 362.

- Rosenstein, S. and J. Wyatt. 1997. Inside Directors, Board Effectiveness and Shareholder Wealth. *Journal of Financial Economics* 44 : 229 - 250
- Salleh, Z. and J. Stewart. 2006. The Role of the Audit Committee in Auditor - client Negotiation. *Working Paper*. Griffith University.
- Subramanyam, K. 1996. The Pricing of Discretionary Accrual. *Journal of Accounting and Economics* 22 (August/December) : 249 - 281.
- Teoh, S., and T. Wong. 1993. Perceived Auditor Quality and the Earnings Response Coefficient. *The Accounting Review* 68 : 346 - 366.
- Teoh, S., T. Wong, and I. Welch. 1998. Earnings Management and the underperformance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 51 : 63 - 99.
- Vafeas, N. 1999. Board Meeting Frequency and Firm Performance. *Journal of Financial Economics* 53(July) : 113 - 142.
- Warfield, T., J. Wild, and K. Wild. 1995. Managerial Ownership, Accounting Choice, and Informativeness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 20 : 61 - 91.
- West, R. and S. Reiter. 1970. An Alternative Approach to Predicting Corporate Bond Ratings, *The Journal of Accounting Research*(Spring) : 118 - 125.
- Xie, B., W. Davidson III, and P. DaDalt. 2003. Earning Management and Corporate Governance : The Roles of the Board and the Audit Committee. *Journal of Corporate Finance* 9(June) : 295 - 316.
- Ziebart, D. A. and S. A. Reiter. 1992. Bond Ratings, Bond Yields and Financial Information. *Contemporary Accounting Research*(Fall) : 252 - 282.

Corporate Governance, Accounting Information, and Firm Value

- A Comparative Study on Korea and U.S. Capital Markets -

Oh, Joon Whan*

〈Abstract〉

This study compares and analyzes Korea and US' researches on the relations among corporate governance, accounting, and firm value. Effective corporate governance reduces agency conflicts from the separation of ownership and management, and promotes market efficiency and firm value. The effects of corporate governance mechanisms on accounting and firm value are world - widely investigated issues, and during the last ten years Korea's research in the number of papers has overwhelmed US research which has been a dominant leader. By comparing both countries' accounting research related to corporate governance, this study analyzes the role of accounting and corporate in capital markets and, from the view point of improving research content and method, provides limits of previous research and directions of future research.

The analysis indicates that Korean and US' empirical results on the relations among corporate governance, accounting, and firm value are mixed. Most studies cannot eliminate the possible problems of omitted variables, measurement errors, and model mis - specifications, hence limiting the internal and external validity. The sample partition and sensitivity analysis by firm characteristics such as size and interests has resulted relatively low explanation power around 5%, limiting the generalization of research results. Especially, the relationship between interests and firm value is a non - linear shape, and even under the same model the results differ across the blocks of interests. These mixed results are partially due to the lack of sound theories, along with failure to find relevant research model effectively combining constructs of corporate governance, accounting, and firm value. Therefore, the future research may attempt develop valid research constructs and models by taking scientific approach instead of ad hoc approach in the process of selecting research content and methods. In Korea, with regard to the relationship between firm value and corporate governance, the prospective research area are operation results of internal accounting control system and regulatory guides among corporate governance mechanisms. Additionally, the investigation into accounting and regulatory differences across nations might provide an insight regarding the relevancy of Korea's on - going accounting and regulatory changes to meet the world - wide financial crisis.

<Key words> Corporate governance, Accounting information, Firm value, Capital market comparison, Accounting transparency

* Professor, School of Business Administration, Konkuk University