

## 경영자에 대한 주주의 견제수준이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향

김정택(주저자)  
고려대학교  
(ssummit@naver.com)  
최우석(교신저자)  
고려대학교  
(choiw@korea.ac.kr)

본 연구는 경영자에 대한 주주의 견제환경이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향을 실증조사한다. 둘 간의 인과관계를 예상하는 근거는 다음과 같다. 주인인 주주의 견제 정도에 따라 대리인인 경영자는 자신의 행동을 변화시킬 것이고, 이런 행동에는 자신의 보상과 관련이 있으면서 자신이 최종적인 책임을 지게 되는 회계정보 생산도 포함될 것이다. 한편 주주, 특히 전문투자자에 비해 전문성이 떨어지는 소액주주나 내국인투자자에 비해 정보접근성 및 회계제도·관행에 대한 이해가 떨어지는 외국인투자자의 경우 정보처리비용의 절감 및 투자효율성 제고를 위해 회계정보의 비교가능성에 관심을 가질 유인이 있다. 따라서 주주들이 경영자에게 강한 영향력을 행사할 수 있는 환경일수록 이들은 기업 간 비교가능한 회계정보를 산출할 수 있는 회계시스템을 구축하도록 요구할 것이고 대리인인 경영자는 이러한 요구를 무시하기 힘들 것이다. 이와 같은 논리에 근거하여 경영자에 대한 견제환경으로 주주권의 보호수준 및 외국인지분율을 사용하여 분석한 결과, 주주권의 보호수준과 재무제표 비교가능성은 양(+)의 관계를 가지며, 주주권 중에서도 특히 의결권 행사와 관련된 권리가 비교가능성과 밀접하게 연관되어 있는 것으로 나타났다. 한편, 외국인투자자의 지분율은 재무제표 비교가능성과 유의한 관계를 가지지 않는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 정보이용자에게 유용한 회계정보를 제공하기 위해서는 주주의 의결권 행사와 관련된 권리를 적극적으로 보호할 필요가 있음을 시사하는데, 이는 주주권을 강화하는 방향으로 진행되고 있는 현재의 제도개정 움직임을 뒷받침하는 실증증거가 될 수 있다.

주제어: 재무제표 비교가능성, 소수주주권, 외국인투자자, 기업지배구조

### 1. 서론

주주와 경영자 간의 정보비대칭(information asymmetry)으로 인한 대리인 문제(agency problem)가 존재하는 상황에서 경영자는 사적 이익을 위해 주주의 이해와 일치하지 않는 경영의사결정을 내리고자 하는 유인이 존재한다(Jensen and Meckling 1976). 이러한 대리인 문제는 비효율적인 경영으로 이어지고 이는 사회 전체적으로도 비효율적인 자원 배분을 야기할 수 있다. 기업들은 대리인 문제에 대

처하기 위한 방안의 하나로서 기업지배구조를 설계한다. 다시 말해 기업지배구조의 주목적은 경영자에 대한 효과적인 감시를 통해 대리인 문제를 완화하는 것이다. 이런 배경 하에서 많은 연구들이 기업지배구조의 특성과 경영자의 이익조정 또는 회계정보품질의 관계를 살펴본 바 있다(Peasnell et al., 2000; Klein, 2002a; Xie et al., 2003; González and García-Meca, 2014; Iraya et al., 2015; 전규안 등, 2004; 이상철과 이경태, 2003).

본 연구는 기존의 연구를 두 가지 측면에서 확장하였다. 첫째, 기존 기업지배구조 관련 연구는 주로

이사회나 감사위원회 등에 관심을 두고 있었던 반면, 본 연구는 주주(주주권의 보호 정도, 외국인주주의 지분율)에 초점을 맞추었다. 둘째, 회계정보품질의 대용치로 재무제표 비교가능성을 사용하였다. 즉, 본 연구는 주주권의 보호 정도나 외국인주주의 비중이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향을 살펴보고 있다. 물론 이 둘 간에는 역의 인과관계(reverse causality)가 존재할 수도 있다.<sup>1)</sup> 예를 들어 재무제표 비교가능성이 높은 기업일수록 외국인투자자들에게 매력적으로 비춰질 것이므로 자연히 외국인주주 비중이 높을 수 있고, 실제로 이 주장을 지지하는 실증연구도 존재한다(Bradshaw et al., 2004; Covrig et al., 2007). 그럼에도 본 연구가 경영자에 대한 주주의 견제 정도에 따라 회계정보의 횡단면적 비교가능성이 달라질 것이라고 예상하는 근거는 다음과 같다. 주인인 주주의 견제 정도에 따라 대리인인 경영자는 자신의 행동을 변화시킬 것이고, 이런 행동에는 자신의 보상과 관련이 있으면서 자신이 최종적인 책임을 지게 되는 회계정보 생산도 포함될 것이다. 한편 주주, 특히 전문투자자에 비해 전문성이 떨어지는 소액주주나 내국인투자자에 비해 정보접근성 및 회계제도·관행에 대한 이해가 떨어지는 외국인투자자의 경우 정보처리비용의 절감 및 투자효율성 제고를 위해 회계정보의 비교가능성에 관심을 가질 유인이 있다.<sup>2)</sup> 따라서 이런 주주들이 경영자에게 강한 영향력을 행사할 수 있는 환경일수록 기업 간 비교가능한 회계정보를 산출할 수 있는 회계시스템을 구축하라는 요구가 커질 것이고 경영

자는 이를 무시하기 어려울 것이다. 다만, 이와 같은 논리 전개는 비교가능성에 대한 주주의 요구가 실제로 비교가능성 증대로 이어질 것이라는 점을 전제로 한다. 즉, 주주가 회계정보 생산과정에 능동적인 역할을 할 것임을 전제하고 있다. 이와 관련하여 주주 행동주의(shareholder activism)가 회계처리 방식 또는 보고이익의 질에 영향을 미침을 보인 연구나(Ferri and Sandino, 2009; Hadani et al., 2011), 외국인주주가 회계정보의 보고행태에 영향을 미침을 실증한 연구가 존재한다(Fang et al., 2015; 전영순, 2003; 안윤영 등, 2005; 유성용, 2008). 그러나 주주가 재무보고품질의 결정에 실질적인 역할을 하지 못함을 보인 연구 또한 존재하므로(Jalil and Rahman, 2010), 이러한 전제는 단정적으로 주장하기보다는 실증연구를 통해 검증해볼 필요가 있다. 이에 본 연구는 경영자에 대한 주주의 견제정도과 재무제표 비교가능성 간의 관계를 실증적으로 분석하고자 한다.

본 연구는 경영자에 대한 견제환경을 측정하기 위해 주주권의 보호수준과 외국인투자자 지분율을 사용하였고, 재무제표 비교가능성의 대용치로는 De Franco et al.(2011)의 재무제표 비교가능성(Financial statements comparability) 측정치를 차용하여 회귀분석을 수행하였다. 독립변수 중 주주권의 경우 선행연구에서 자주 다루어 지지는 않았으나 최근의 소액주주 운동 양상(예: 삼성물산과 제일모직의 합병무효소송,<sup>3)</sup> 아시아 나항공 경영진의 사업기회유용에 대한 손해배상

1) 이러한 우려를 완화하기 위해 시차변수를 사용한 추가분석도 실시하였다(p.442)

2) Christensen et al.(2013)에 따르면 동일한 회계기준(IFRS)을 채택한 국가들 간에도 재무보고의 수렴(convergence) 현상은 강하게 나타나지 않았다. 또한 이호영 등(2012)에 따르면 IFRS 도입 이후에도 국내기업들의 영업손익 표시 및 산출방식이 상당히 상이한 것으로 나타났는데, 이는 외국인투자자의 정보처리비용을 증가시키는 요인이다.

3) 변관열, "계란으로도 바위가 깨진다. 소액주주 '슈퍼파워' 시대", 한국경제신문, 2015. 6. 10., Available at <http://news.hankyung.com/article/2015061001346?nv=o>

소송<sup>4)</sup> 등)에서 볼 수 있듯이 점차 경영자의 의사결정에 지대한 영향을 미치고 있다. 한편, 외국인투자자 지분율의 경우 기업지배구조에 중대한 영향을 미치는 것으로 알려져 있는데, 그 영향력이 회계정보품질, 그 중에서도 특히 재무제표 비교가능성에는 어떻게 작용하는지도 실증적으로 확인해볼 필요가 있다.

분석결과, 주주권이 강한 기업일수록 재무제표의 비교가능성이 유의하게 높은 것으로 나타났는데 이는 유용한(relevant) 회계정보를 생산함에 있어 주주의 경영자 견제와 감시가 효과적일 수 있음을 시사한다. 특히 재무제표 비교가능성은 주주권 중에서도 배당성향, 중간배당 여부 등 경제적 권리보다는 집중투표제, 적대적 인수합병 방어수단 등 의결권 행사와 관련된 권리와 밀접하게 관련되어 있는 것으로 나타났다. 이는 기업이 유용한 회계정보를 생산하기 위해서는 주주의 의결권 행사의 편의성을 개선하는 데 초점을 맞추어야 함을 의미한다. 한편, 우리나라에서 외국인지분율은 재무제표 비교가능성에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이 결과는 외국인지분율과 회계정보품질(발생액의 질, 예측정확성 등) 간에 양(+의 관계가 존재한다는 선행연구 결과와 차이가 있는데 이는 회계정보품질의 요소로서 비교가능성이 가지는 독특한 특성에 기인하는 것으로 보인다. 비교가능성은 그 자체로 절대적인 회계정보품질을 의미하는 것이 아니라 다른 기업과의 비교를 통해 정보처리비용을 줄이기 위해 요구되는 특성이므로 무한정 높이는 것이 최선이라고

단정할 수는 없다. 즉, 다른 기업과의 비교보다 더욱 유용한 정보들이 존재하는 경우에 비교가능성의 효용은 상대적으로 떨어질 것이다. 현재 우리나라 기업에 투자한 외국인투자자들은 대부분 기관투자자(약 75%)<sup>5)</sup>로서 소액주주를 비롯한 일반투자자보다 정보의 습득이나 해석에 있어 우위에 있다. 즉, 이들은 다양한 정보와 지식을 가진 전문투자자로서 누구나 이용가능한 재무제표의 비교를 통해 투자하는 것보다 더 효율적이고 효과적인 투자방법을 가지고 있을 것이고 따라서 피투자기업의 비교가능성 제고에 상대적으로 관심이 적을 수 있다.

본 연구는 기업지배구조의 여러 요소들 중 상대적으로 많이 다루어지지 않았던 주주에 초점을 맞추는 한편, 전문투자자나 내국인투자자에 비해 정보비대칭이 심할 것으로 예상되는 소액주주나 외국인주주가 관심을 가질 만한 재무제표 비교가능성을 회계정보품질의 대용치로 사용하여 분석함으로써 관련 연구에 새로운 시각을 제시하고 있다. 본 연구의 결과는 정보이용자에게 도움이 되는 회계정보를 제공하기 위해서는 주주의 의결권 행사와 관련된 권리를 적극적으로 보호할 필요가 있음을 시사하는데, 이는 주주권을 강화하는 방향으로 진행 중인 현재의 제도 개정 움직임<sup>6)</sup>을 뒷받침하는 실증증거가 될 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구들을 검토하고 연구가설을 설정한다. 3장에서는 표본선정에 대해 설명하고 연구설계를 제시한다. 4

4) 전봉기, "아시아나 주주들, 기내식 관련 손해배상 소송 제기", MBC news, 2018. 9. 4.

Available at [http://imnews.imbc.com/news/2018/econo/article/4804534\\_22671.html](http://imnews.imbc.com/news/2018/econo/article/4804534_22671.html)

5) 금융감독원, '2018.6월중 외국인투자자 증권매매동향(2018년 7월 31일)'

6) 1999년 상법 개정에서 서면투표제가 처음으로 도입된 데 이어, 2009년에 전자투표제도가 도입됨으로써 주주의 의결권 행사 편의성이 높아지고 있다. 특히 2011년 상법 개정에서는 소수주주권을 강화하는 내용이 다수 포함된 바 있다. 예를 들어, 소수주주의 청구에 의해 주주총회를 소집한 경우 주주총회 의장을 법원이 직권으로 또는 청구에 의해 선임할 수 있도록 한 조항이나, 중요한 영업양수도 의 경우 주주총회 결의요건을 기존의 보통결의에서 특별결의로 강화한 조항 등이 있다.

장에서는 주요분석 및 추가분석 결과를 제시하고, 내생성 문제를 완화하기 위해 실시한 분석의 결과도 제시한다. 마지막으로 5장에서는 연구의 결론을 기술한다.

## II. 선행연구 검토 및 가설 설정

### 2.1 기업지배구조와 회계정보품질 간의 관계에 관한 연구

기업지배구조와 회계정보품질 간의 관계에 관한 연구는 다수 존재하는데, 이들은 주로 이사회나 감사위원회의 특성과 다양한 방법으로 측정된 이익의 질 간의 관계를 조사하였다. 이익의 질에 대한 대응치로서 보고이익-주가 관련성(회계이익의 정보성)을 사용한 연구로 Bushman et al.(2000)은 이사회 구성, 경영진의 지분보유, 소유집중도 등으로 측정되는 기업지배구조가 효과적이지 못하면 보고이익과 주가의 관련성이 낮아짐을 발견하였다. Chang and Sun(2010)은 기업지배구조의 세부구조를 공시하도록 강제한 Sarbanes-Oxley Act(SOX) 시행 이후 미국기업에서 보고이익과 주가의 관련성이 높아졌음을 보였는데, 이런 현상은 특히 전원이 사외이사로 구성된 감사위원회나 이사회를 가진 기업의 경우에 현저한 것으로 나타났다. 국내에서는 이상철(2008)이 주주와 경영자 간의 대리인문제 발생가능성이 높은 기업일수록 보고이익과 주가수익률 간의 관련성이 낮음을 발견하였다.<sup>7)</sup> 또한 손성규 등

(2010)은 이사회 독립성이 높은 기업의 경우 그렇지 않은 기업보다 이익정정에 대한 시장의 반응이 덜 부정적임을 발견하였다. 이처럼 지배구조와 보고이익-주가 관련성 사이에는 비교적 일관되게 양(+의 관계가 발견된다. 지배구조가 좋은 기업일수록 회계 관련 내부통제체도가 잘 정비되어 있을 것이고, 이런 기업에서 생산된 회계이익은 투자자에게 정보로서 더 높은 유용성을 가지는 것이라고 해석할 수 있다.

한편, 이익의 질의 대응치로 이익조정 수준을 사용한 연구들은 결과가 혼재된 양상을 보인다. 먼저 이사회 특성(독립성, 전문성, 활동성 등)과 이익조정 간에 음(-)의 관계가 존재함을 밝힌 연구로 Xie et al.(2003), González and García-Meca(2014), 문상혁 등(2006) 등이 있다. 이에 반해 Iraya et al.(2015)는 이사회 규모나 독립성은 이익조정을 감소시키지만 이사회 활동성은 이익조정을 오히려 증가시킨다고 보고하였다. 감사위원회와 이익조정 간의 관계에 대해서는 전규안 등(2004)이 감사위원회 도입이 시계열 및 횡단면적으로 이익조정을 감소시키지 못함을 보고하였고, 이상철과 이경태(2003)는 감사위원회의 설치 자체는 기업의 이익조정을 감소시키지 못하지만 감사위원회의 독립성은 이익조정을 낮추는 효과가 있음을 발견하였다.

이익조정 외에 허위 재무보고 여부나 벤치마크 달성, 이익의 보수성 등을 이익의 질에 대한 대응치로 사용한 연구들도 존재한다. Beasley(1996)은 감사위원회 도입 및 이사회 특성이 허위 재무보고와 관련이 있는지를 조사하였는데, 연구결과 감사위원회의 존재는 허위 재무보고 발생확률과 관련이 없는 반면 이사회 독립성과 전문성은 허위 재무보고를

7) 이상철(2008)은 경영자가 설립자(또는 친인척)이거나, 경영자지분이 5% 이상인 경우 등 소유와 경영이 분리되지 않았을 때 주주-경영자 대리인 문제 발생가능성이 낮은 것으로 보였고, 소유와 경영이 분리된 기업은 대리인 문제 발생가능성이 높은 것으로 보았다.

감소시킴을 발견하였다. Vafeas(2005)는 재무분석가의 예측치 달성 및 적자보고 회피를 회계정보품질의 대용치로 사용하여 감사위원의 독립성이 낮을수록, 타 기업 겸직하는 감사위원 비율이 높을수록, 감사위원회 회의횟수가 적을수록 회계정보품질이 저하된다는 사실을 발견하였다. Beekes et al.(2004)는 이익의 적시성 계수를 활용하여 이사회 독립성이 증가할수록 호재(good news)보다 악재(bad news)가 재무제표에 반영되는 정도가 높음을 발견하였다. 국내에서는 최현돌과 유재원(2006)이 보고이익의 보수성을 회계정보품질의 대용치로 사용하여 전반적인 기업지배구조 수준이 높을수록 이익을 보수적으로 보고하는 경향이 있음을 발견하였고, 조현우 등(2005)는 시가-장부가 비율(Market-to-book)을 활용하여 이사회 독립성·전문성·활동성이 클수록 회계정보의 보수성이 높아짐을 발견하였다.

## 2.2 소액주주 및 외국인투자자에 관한 연구

주주행동주의자(shareholder activists)들은 이사회나 감사위원회 등 기존의 기업지배구조가 대리인 문제를 완화하지 못한다고 비판하며 경영의사결정 과정에서 소액주주의 권한을 강화해야 한다고 주장한다(Vascellaro and Tibken, 2008). 그리고 이런 주장에 호응하여 많은 국가들에서 소액주주의 권한을 강화하는 입법이 진행되고 있다(Scannell, 2009; Ridley and Menon, 2009). 이에 대해 Bebhuk(2005)과 같이 소액주주의 권한 강화가 대리인 문제를 완화하고 기업가치를 증대시킬 수 있는 방안이라는 찬성의견도 있는 반면, Bainbridge(2006)처럼 소액주주는 투자기업에 특유한 정보를 획득하고 해석할 역량이 부족하여 적절한 의사결정을 내리기 어렵다는 반대의견도 존재한다.

한편 주주의 행동이 경영의사결정에 실제로 영향을 미치는지에 대한 실증연구도 진행되었는데, Chen et al.(2013)은 유상증자시에 소액주주에게 별도의 승인을 받도록 한 중국의 증권법 개정을 이용하여 소액주주의 영향력 확대가 경영자의 의사결정에 제한적으로 영향을 미침을 밝혔고, Ferri and Sandino(2009)는 주주총회에서 종업원 주식매수선택권(ESO)를 비용으로 처리하라는 주주제안이 있었던 기업의 경우 실제로 이와 같은 회계정책을 채택하는 경향이 있음을 보임으로써 주주가 회계정보 생산과정에 직접적으로 영향을 미침을 실증하였다. 반면, Jalil and Rahman(2010)은 신흥시장인 말레이시아 기업을 대상으로 한 연구에서 대부분의 기관투자자조차 재량적발생액으로 측정된 보고이익의 질에 유의한 영향을 미치지 못함을 발견하였다. 본 연구와 비슷한 맥락에서 소액주주와 회계정보품질의 관계를 살펴본 연구로는 박범진(2009)이 있는데, 이에 따르면 소액주주의 지분율이 증가할수록 경영자의 이익조정은 감소하는 것으로 나타났다.

외국인지분율과 회계정보품질 간의 관계를 조사한 연구에서는 비교적 일관된 실증증거들이 발견되고 있다. Bradshaw et al.(2004)은 미국 회계기준(U.S. GAAP)과 정합적인 회계정책을 가진 해외기업일수록 미국 기관투자자의 투자가 늘어남을 발견하였다. 전영순(2003)은 외국인지분율 증가가 이익변동성의 감소 및 회계이익의 현금전환가능성의 증가와 관련되어 있음을 밝힌 후 외국인투자자가 투자기업에 대한 모니터링을 통해 회계정보품질의 향상을 유도한다고 주장하였다. 안운영 등(2005)은 외국인지분율이 높은 기업일수록 재무분석가 수가 증가하고 이익 예측오차 및 재량적발생액은 감소함을 발견한 후 이를 외국인투자자가 투자기업의 정보비대칭을 완화하는 외부감시주체로서 기능하고 있는 것으로 해석하

었다. 이화진과 문상혁(2005)은 외국인투자자의 지분율이 높을수록 재무적 발생액이 감소한다는 사실을 발견하였고, 김성민과 민춘식(2011)은 외국인투자자의 지분율과 잉여현금흐름으로 측정된 보고이익의 질 사이에 양(+)의 관계가 존재함을 발견하였다. 최현돌과 윤재원(2006)은 외국인투자자 지분율이 보고이익의 보수성으로 측정된 회계정보품질과 양(+)의 관계를 가짐을 발견하였다.

### 2.3 재무제표 비교가능성에 관한 연구

재무제표 비교가능성이 중요한 이유는 이것이 투자자들의 의사결정에 직접적으로 도움을 줄 수 있기 때문이다. 선행연구에서 소개된 많은 회계정보품질의 대용치들이 각 기업의 회계정보품질을 평가하는데 초점을 맞추었던 데에 반해, 재무제표 비교가능성은 기업들로 하여금 동일한 사건을 동일하게 보고하도록 함으로써 회계수치만으로 각 기업의 성과를 효과적으로 비교·평가할 수 있게 한다. 즉, 재무제표 비교가능성이 높다는 것이 곧 그 기업의 절대적인 회계정보품질이 높다는 것을 의미하지는 않으나 적어도 투자자의사결정을 할 때에 해당기업의 회계정보를 참고하는 것은 충분히 유용할 수 있음을 내포하고 있다.

과거에도 회계정보의 특성 중 재무제표 비교가능성에 주목한 연구가 일부 존재하였으나 (Callao et al., 2007; Lang et al., 2010 등), 이 개념이 실증연구에 본격 사용되기 시작한 것은 De Franco et al.(2011) 이후이다. 이 연구는 새로운 재무제표 비교가능성 측정방법을 제시한 후 비교가능성이 재무분석가의 이익예측 정확성(forecast accuracy) 및 이익예측 편차(forecast dispersion)에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과 비교가능성이 높을수

록 재무분석가의 이익예측 정확도가 높아지고, 예측의 편차는 낮아지는 것으로 나타났다. 국내에서는 강민정 등(2013)이 재무제표 비교가능성이 클수록 재무분석가의 이익예측 정확성 및 재무정보에 대한 의존도가 높아지고, 투자자 입장에서도 회계정보의 가치관련성이 높아짐을 발견하였다. 재무분석가나 투자자 등 기업 외부의 지배구조 구성원들에게 회계정보의 활용가능성이 높아진다는 것은 적은 비용으로 기업의 영업, 재무 성과를 효과적으로 평가하고 또 예측할 수 있게 됨을 의미한다. 따라서 이러한 실증연구 결과들은 효율적인 기업성과 평가·예측 및 투자자의사결정을 위해 기업지배구조 차원에서 재무제표의 비교가능성을 증진시킬 유인이 있음을 시사한다. 조은혜 등(2015)은 재무제표 비교가능성이 높을수록 주가폭락 가능성이 감소함을 발견하였다. 저자들은 이 결과를 비교가능성이 증가할수록 투자자들이 활용할 수 있는 기업 고유 정보의 양과 질이 개선되어 악재가 암암리에 누적될 가능성이 줄어드는 것으로 해석하고 있다.

위의 연구들은 재무제표 비교가능성을 독립변수로 사용하고 있지만, 이를 종속변수로 사용한 선행연구도 존재한다. Francis et al.(2014)는 동일한 Big N 감사인에게 감사받은 기업들이 그렇지 않은 기업에 비해 비교가능성이 높음을 발견하였고, 최승욱(2016)은 동일한 감사파트너를 선임한 기업들 간에 비교가능성이 유의하게 높음을 발견하였다. Fang et al.(2015)은 미국 기관투자자가 투자한 해외기업일수록 미국기업과 비교가능성이 높은 재무제표를 작성한다는 사실을 발견함으로써 외국인투자자가 피투자기업의 회계정보 생산과정에 적극적으로 개입한다는 실증증거를 제시하였다. 그러나 Fang et al.(2015)은 피투자기업의 산업내 비교가능성이 아닌 미국기업과의 비교가능성을 다루고 있다는 점에서

본 연구와 차이점이 있다.

## 2.4 가설 설정

본 연구는 경영자에 대한 주주의 견제 정도에 따라 재무제표 비교가능성이 달라질 것이라고 예상하는데, 이러한 주장이 성립되기 위해서는 다음의 전제들이 모두 만족되어야 할 것이다: (1) 주주의 견제 정도에 따라 경영자는 자신의 행동을 변화시킨다. (2) 경영자는 회계정보 생산 과정에 핵심적인 역할을 수행한다. (3) 주주는 회계정보의 횡단면적 비교가능성에 관심이 있다. (4) 주주는 회계정보 생산 메커니즘에 개입할 유인이 있다.

주인-대리인 관계에서 대리인인 경영자는 주인인 주주의 감시 수준에 따라 다른 행동을 보일 것이므로 전제(1)은 충족된다. 또한 재무제표 작성의 최종 책임자는 경영자라는 사실이 이론적으로나 제도적<sup>8)</sup>으로 확립되어 있기 때문에 전제(2) 역시 충족된다. 한편 주주, 특히 소액주주 및 외국인주주는 효율적인 투자의사결정을 위해 재무제표 비교가능성에 관심을 기울일 유인이 있다. 소액주주나 외국인주주들은 각각 전문투자자나 내국인투자자에 비해 정보일위에 놓이기 쉽다. 즉, 소액주주는 전문투자자에 비해 기업이 제공하는 회계정보의 본질적 의미를 이해하기 위한 전문성이 떨어지고, 외국인주주는 다른 국가의 회계 관련 규정이나 실무적인 회계처리 관습에 익숙하지 않아 내국인투자자에 비해 정보처리 비용이 많이 소요된다. 이들이 적은 비용으로 효과적으로 회계정보를 활용할 수 있는 방법은 동종업계의 다른 기업과 비교하는 것이다. 따라서 주주를 소액주주나 외국인주주의 경우로 한정했을 때에는 전제

(3) 역시 충족된다고 볼 수 있다. 전제(4)에 대해서는 주주를 보는 관점에 따라 논쟁의 여지가 있다. 만약 주주가 주어진 회계정보를 수용하는 수동적인 존재라면 자신이 원하는 수준의 회계정보 품질을 가진 기업에만 투자할 것이다. 이 경우에는 주주가 회계정보품질에 영향을 미치는 것이 아니라 역으로 회계정보품질이 주주에게 영향을 미친다고 볼 수 있다. 이와 관련하여 Jalil and Rahman(2010)은 기관투자자인 주주라 할지라도 보고이익의 질에 중대한 영향을 미치지 못하는 못함을 보인 바 있다. 그러나 다른 한편으로 주주는 회계정보 생산 과정에 직접 개입하여 능동적인 역할을 맡을 수도 있다. 실제로 주주가 회계정보의 보고행태에 영향을 미침을 실증한 선행 연구들이 존재한다(Ferri and Sandino, 2009; Fang et al., 2015; 전영순, 2003; 안윤영 등, 2005). 이상의 논의는 주주가 회계정보 생산과정에서 적극적이고 실효적인 역할을 한다는 전제 하에서 경영자에 대한 주주의 견제 정도가 재무제표 비교가능성에 영향을 미친다는 것으로 요약할 수 있으며, 이러한 전제 및 연구주제의 타당성을 검증하기 위해 실증조사의 필요성을 제기한다.

한편, 경영자에 대한 견제환경으로는 여러가지가 있을 수 있으나 본 연구에서는 아래와 같은 이유로 (1) 주주권의 보호정도 및 (2) 외국인투자자의 지분율을 사용하여 분석하였다. 첫째, 대주주가 아닌 주주도 경영자에 대한 견제능력을 가질 수 있다. 실제로 우리나라의 상법은 '소수주주권'이라는 이름으로 주주의 권리를 보장하고 있다. 소수주주권은 지배주주의 전횡을 막고 주주 전체의 이익을 보호하기 위해 일정기간동안 일정비율 이상의 주식을 보유한 주주(1인이든 수인이든 무관)에게 부여하는 권리로서,

8) 주식회사 등의 외부감사에 관한 법률 제6조 제1항

대표적으로 주주총회 소집청구권, 주주제안권, 이사 및 감사 해임 청구권, 집중투표 청구권 등<sup>9)</sup>이 있다. 가령 주주총회 소집청구권은 (피투자기업이 상장기업인 경우) 발행주식총수의 1.5% 이상을 6개월 이상 보유한 주주라면 누구나 행사할 수 있고, 회사가 이를 거부할 경우 법원의 허가를 얻어 주주가 직접 주주총회를 소집할 수 있다.

수년전부터 활발히 전개되고 있는 소액주주운동에 서도 볼 수 있듯이 주주권의 강화는 경영자에 대한 견제환경으로 기능할 수 있다. 일례로 지난 2015년 제일모직과 삼성물산의 합병과정에서 소액주주들이 삼성물산의 기업가치가 지나치게 낮게 평가되었다고 주장하며 합병무효소송을 제기한 바 있고, 2018년에는 아시아나항공의 소액주주들이 아시아나항공 경영진을 상대로 기내식 사업권 관련 회사기회유용에 대해 대표소송을 제기하는 등 주주들이 경영자의 경영의사결정에 제동을 거는 모습을 보여주고 있다.

Love and Klapper(2002)는 14개 신흥시장(emerging market)에 속한 기업들의 지배구조 건전성을 분석한 후, 평균적으로 주주(투자자)에 대한 법적 보호(investor protection)가 강한 국가에 속한 기업의 지배구조 건전성이 더 높다는 것을 발견하였다. 이는 주주에 대한 보호가 잘 이루어지는 환경에서 경영자에 의한 대리인 문제가 발생할 가능성이 낮아짐을 의미한다. 국내에서는 박법진(2009)이 소액주주의 지분율이 증가할수록 경영자의 이익조정이 감소함을 보인 바 있다. 한편, 주주권의 보호수준을 활용한 실증연구로는 Bebchuk et al.(2008)이 있다. 저자들은 이사의 시차임기제(staggered boards), 주주에 의한 정관개정 제약(limits to shareholder

bylaw amendments), 포이즌필(poison pill), 황금 낙하산(golden parachutes), 그리고 합병 및 정관 개정시 초다수결의제(supermajority requirements for mergers and charter amendments) 등 6개 조항의 유무를 통해 주주권의 정도를 측정하는 E-index(entrenchment index)를 고안하여 이 수치가 높을수록(즉 주주권이 약할수록) 기업가치가 낮고 음(-)의 비정상주가수익률이 발생한다는 사실을 발견하였다.

본 연구는 주주권의 보호수준을 두가지 접근법(종합평가, 세부평가)으로 측정하고 이것이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향을 조사하고자 한다. 주주권의 보호 수준이 강하다는 것은 주주가 회계정책의 수립·적용을 포함한 경영자의 경영활동에 개입할 여지가 크다는 것이고, 이 경우 주주는 경영성과를 감시하고 정보처리비용을 절감하기 위해 재무제표 비교가능성을 증진시킬 것을 요구할 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같이 가설1-1을 제시한다.

가설 1-1: 주주권의 보호 수준이 높을수록 재무제표 비교가능성이 증대될 것이다.

한편 주주권은 크게 배당권 등 경제적 권리와 의결권 행사와 관련된 권리로 나눌 수 있는데, 이 중 경영자의 전반적인 경영의사결정에 직접적인 영향을 미치는 것은 의결권 행사와 관련된 권리이다. 이와 관련하여 고윤성과 최형규(2015)는 집중투표제와 서면투표제 등 소액주주 의결권에 대한 법적 강화조치가 기업의 자본비용과 음(-)의 관계가 있음을 발견하였는데, 이는 소액주주 의결권 보호가 경영의사

9) 주주총회 소집청구권(상법 제366조), 회사의 업무·재산상태의 검사(상법 제467조), 주주제안권(상법 제363조의2), 이사 및 감사에 대한 해임 청구권(상법 제385조, 제539조), 회사의 서류·장부 등에 대한 열람청구권(상법 제466조), 이사의 위법행위 유지청구권(상법 제402조), 대표소송권(상법 제403조), 집중투표 청구권(상법 제382조의2).



결정 과정에서의 투명성을 높여 정보비대칭을 낮출 수 있음을 시사한다. 또한 최형규 등(2014)은 집중 투표제와 서면투표제 등 의결권 보호제도가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였는데, 그 결과 두 제도를 도입한 기업이 그렇지 않은 기업보다 기업가치가 높은 것으로 나타났고, 도입기업만을 대상으로 한 도입전후 비교분석에서도 도입 후에 배당 및 기업가치가 유의하게 높아진 것으로 나타났다. 이 결과 또한 소액주주의 의결권 강화조치가 경영의사결정 과정에서의 투명성을 제고하여 자본비용을 낮추거나 미래 현금흐름을 개선할 수 있음을 시사한다. 이러한 선행연구 결과에 기반하여 본 연구는 주주의 의결권 행사와 관련된 권리가 잘 보호되는 기업일수록 경영자에 대한 견제 정도가 강할 것이라고 가정한다. 주주의 경영자에 대한 견제가 강한 기업수록 재무제표 비교가능성에 대한 요구 정도가 커질 것으로 예상되므로 다음과 같이 가설 1-2를 제시한다.

가설 1-2: 주주권 중 특히 의결권 행사와 관련된 권리의 보호 수준이 높을수록 재무제표 비교가능성은 증대될 것이다.

다음으로 외국인투자자도 해당 기업의 경영자에 대한 견제에 있어 중요한 역할을 할 수 있다. 외국인투자자는 국내투자자에 비해 경영자의 압력으로부터 자유롭다는 특성을 가지고 있다(Gillan and Starks 2003). 국내투자자의 경우 기관투자자라 할지라도 연기금처럼 주주권을 소극적으로 행사하거나, 계열사 관계 및 교차투자 등 복잡한 이해관계로 인해 피투자기업의 경영자를 사실상 견제하기 어려운 경우

가 많은 데 반해, 외국인투자자는 투자수익 획득이라는 목적에 충실하게 주주권을 행사할 수 있다. 외국인투자자의 국내 증권시장 투자규모는 갈수록 증가하여 2018년 6월말 현재 이들의 유가증권시장 상장주식 보유금액은 563.5조원(전체의 36.2%)에 달하고 있고, 그 구성비율도 기관투자자가 주류(약 75%)를 이루고 있어 기업지배구조에 상당한 영향력을 행사할 잠재력을 지니고 있다. 실제로 (주)SK와 소버린(Sovereign) 간의 분쟁이나 현대자동차(주)와 엘리엇(Elliott) 간의 분쟁 등에서 외국인투자자가 기존 경영진에 대한 견제자로서 기업지배구조에 중요한 역할을 할 수 있음을 보인 바 있다.<sup>10)</sup> 김병곤과 김동욱(2009) 또한 외국인지분율이 높을수록 경영자의 행위를 효과적으로 감시함으로써 대리인문제를 감소시켜 기업가치를 제고한다고 주장하였다.

이처럼 외국인투자자가 기업지배구조에 중대한 영향을 미친다고 봤을 때 그 영향력이 회계정보품질과 어떻게 연결되는지도 살펴볼 필요가 있다. 타국 기업에 대한 정보접근성이 떨어지는 외국인투자자는 의사결정 과정에서 회계정보 의존도가 높아 회계정보를 보다 투명하게 생산하는 시스템을 선호할 것이다. 실제로 외국인지분율과 회계정보품질 사이의 관련성을 연구한 선행연구들은 대체로 둘 간에 양(+)의 관계가 있음을 보고하고 있다(전영순, 2003; 안윤영 등, 2005; 이화진과 문상혁, 2005).

회계정보품질의 대응치로 재무제표 비교가능성을 사용했을 때에도 위의 논의가 적용될 수 있다. 즉, 외국인투자자는 내국인투자자에 비해 정보 수집 및 처리비용이 많이 소요되므로 효율적인 투자를 위해 동종업계에 속한 다른 기업 재무제표와의 비교가능

10) 김우보, "현대차 지배구조개편 압박한 엘리엇에 '주주역할 선 넘었다' 비판", 서울경제신문, 2018.9.7., Available at <https://www.sedaily.com/NewsView/1S4JLJS22A>

성을 높일 것을 요구할 것이다. 따라서 본 연구는 다음과 같이 가설2를 제시한다.

가설 2: 외국인투자자 지분율이 높을수록 재무제표 비교가능성은 증대될 것이다.

### III. 연구설계

#### 3.1 연구표본

본 연구는 다음과 같은 표본 선정절차를 통하여 2011년에서 2016년까지의 기업-연도 표본을 분석에 사용하였다.

- (1) 한국거래소 유가증권시장 상장기업
- (2) 12월 결산기업
- (3) 금융기업 제외
- (4) TS2000, DataGuide5에서 재무자료와 주가자료의 추출이 가능한 기업
- (5) 한국기업지배구조원의 ESG평가점수를 획득한 기업
- (6) 모든 통제변수를 산출할 수 있는 기업

재무제표 비교가능성 측정치의 경우 추가자료를 필요로 하기 때문에 상장기업만을 대상으로 하였고, 그 중에서도 한국기업지배구조원의(KCGS)의 ESG 평가점수 및 그 세부점수도 수집할 수 있는 유가증권시장 상장기업만을 대상으로 하였다.<sup>11)</sup> 재무제표

의 동질성을 위해 12월 결산기업만을 표본에 포함하였고, 금융업종에 속한 기업들의 경우 계정과목의 성격이 일반기업과 상이하기 때문에 표본에서 제외하였다.

표본선정 과정을 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. <표 1>의 패널 A에서 보는 바와 같이 2011년부터 2016년까지 한국거래소 유가증권시장에 상장된 관측치수는 총 4,054 기업-연도이다. 이 중 본 연구의 종속변수인 재무제표 비교가능성 변수를 산출할 수 있는 관측치수는 2,549 기업-연도이다. 여기서 다수의 자료손실(1,505 기업-연도)이 발생한 이유는 재무제표 비교가능성 산출방식 때문이다. De Franco et al.(2011)의 비교가능성 측정방법에 따르면 각 기업의 회계시스템은 직전 16분기 간의 순이익-주가 관계로부터 도출된다. 즉, 직전 16분기 기간동안 연속적으로 순이익이나 주가 기록이 존재하지 않는 기업은 표본에서 제외되기 때문에 다수의 자료손실이 발생한 것이다. 여기에 추가적으로 통제변수 중 일부를 확보할 수 없는 관측치(169 기업-연도)를 제외하고 최종적으로 총 2,380 기업-연도의 표본이 본 연구의 분석에 사용되었다. 다만, KCGS 지배구조 점수의 경우 2015년분이 누락되었기 때문에 해당점수를 사용하는 회귀분석에서의 표본수는 1,951 기업-연도이다.

#### 3.2 연구모형

##### 3.2.1 재무제표 비교가능성의 측정

본 연구에서는 회귀모형의 종속변수(COMPARABILITY)

11) KCGS 지배구조 점수의 세부항목을 모두 수집할 수 있었던 기간이 2011년부터 2016년까지였고, 이 중 2015년의 경우 세부점수 없이 합계점수만 공개되어 있어 KCGS 점수를 사용하는 회귀분석에서는 부득이하게 제외하였다. 한편, 비교가능성 측정치의 경우 직전 16분기의 순이익 및 주가 정보가 필요하기 때문에, 실제로 재무관련 표본은 2007년부터 2016년까지 수집되었다.

(Table 1) Sampling process and the yearly distribution

<b>Panel A: Sample selection procedure</b>			
Initial observations from 2011 to 2016			4,054
Less:			
Missing F/S comparability data			(1,505)
Missing data regarding control variables			(169)
Final observations			2,380
As data missing occurs in regressions using ESG governance score, samples ranging from 1,951 to 2,380 are actually used in this study.			
<b>Panel B: Yearly distribution</b>			
Year	Freq.	Pct(%)	Cum.
2011	336	14.12	14.12
2012	392	16.47	30.59
2013	397	16.68	47.27
2014	407	17.10	64.37
2015	417	17.52	81.89
2016	431	18.11	100.00
Total	<b>2,380</b>	<b>100.00</b>	-

로 De Franco et al.(2011)이 제시한 재무제표 비교가능성 측정치를 사용하였다. De Franco et al.(2011)은 추가수익률을 경제적 사건의 순효과로 보고 추가수익률과 순이익의 관계를 그 기업의 회계 시스템이라고 상정하였다. 구체적으로 아래의 식 (1)과 같이 각 기업의 직전 16분기 추가수익률과 순이익을 회귀분석하여 계수(즉, 회계시스템)를 추정하고 이를 통해 식 (2)와 같이 i기업의 추가수익률에 대한 기대순이익을 계산한다. 다음으로 식 (3)과 같이 i기업의 추가수익률을 j기업의 회계시스템에 적용한 경우에 j기업의 기대순이익을 도출한 후 둘 간의 기대순이익을 비교함으로써 동일한 경제적 사건이 i기업과 j기업의 회계시스템을 거치면서 얼

마나 차이가 나는 회계정보로 변환되는지를 추적한다. De Franco et al.(2011)은 i기업과 j기업의 기대순이익의 차이를 직전 16분기에 걸쳐 이동평균한 절대값에 (-1)을 곱한 것을 재무제표 비교가능성으로 간주하였다<sup>12)</sup>(식 (4)). 본 논문에서는 De Franco et al.(2011)과 마찬가지로 i기업과 동일 산업-연도에 속한 기업들간의 기업쌍(i-j쌍) 중에서 재무제표 비교가능성 측정치의 (1)중간값, 및 (2)상위 4개 값의 평균치를 각각 종속변수로 사용하였다. De Franco et al.(2011)의 재무제표 비교가능성 측정치는 각 기업의 회계시스템의 횡단면적 동질성을 측정한다는 점에 그 특징이 있다. 즉, 특정한 회계정책이나 계정 간의 유사성을 보는 것이 아니라

12) 따라서 이 값이 클수록 재무제표 비교가능성이 높은 것으로 해석할 수 있다.

다양한 사건들이 복합적으로 반영된 주가수익률과 기업성과의 요약지표인 보고이익이 가지는 관계를 분석함으로써 전반적인 회계시스템의 비교를 가능하게 한다. 이는 소액주주나 외국인투자자의 경영자 견제 정도에 따라 기업들 간의 회계시스템의 유사성이 달라지는지 보고자 하는 본 연구의 목적에 부합한다.

$$Earnings_{it} = \alpha_i + \beta_i Return_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$E(Earnings_{iit}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{it} \quad (2)$$

$$E(Earnings_{ijt}) = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j Return_{it} \quad (3)$$

$$COMPARABILITY_{ijt} = -1/16 \times \sum_{t=15}^t |E(earnings_{iit}) - E(earnings_{ijt})| \quad (4)$$

### 3.2.2 경영자에 대한 견제환경의 측정

본 연구는 경영자에 대한 견제환경을 측정하기 위해 (1)주주의 주주권 수준과 (2)외국인투자자의 지분율을 사용하였다. 주주권 수준은 한국기업지배구조원(KCGS)에서 매년 평가하는 지배구조평가점수 중 'I.주주권리 합계' 및 이를 보다 세분화한 점수에 각각 자연로그를 취한 값을 사용해 측정하였다. 주주권리 합계는 '주주권리의 보호 및 행사 편의성', '소유구조', 그리고 '경영과실 배분 및 계열회사와의 거래' 등 세 요소의 합으로 구해지는데, 이 중 '주주권리의 보호 및 행사 편의성'은 ①집중투표제<sup>13)</sup>를 도입하고 있는지, ②적대적 인수합병 방어수단인 황

금낙하산,<sup>14)</sup> 시차임기제<sup>15)</sup> 등을 도입하고 있는지, ③서면투표나 전자투표와 같이 주주의 의결권 행사를 용이하게 하는 제도를 도입하고 있는지 등에 대해 각 사항별로 점수를 부여한다. 이 점수는 주주보호수단의 존재에 대해 일정 점수를 부여한다는 점에서 개념적으로 Bebchuk et al.(2008)의 E-index와 유사하며 본 연구에서 요구하는 관심변수의 성격을 잘 갖추고 있다.

다음으로 '소유구조'는 소유지분의 분산이 고르게 이루어져 있을수록 높은 점수를 부여하는 항목으로서 주로 최대주주 및 특수관계인의 지분율과 계열회사의 지분율 등을 그 대상으로 한다. 최대주주나 계열회사의 지분율은 기업의 지배구조에 큰 영향을 미치는 요소이지만 회계정보의 품질과 관련해서는 전통적인 주인-대리인 문제와 다른 양상<sup>16)</sup>을 보일 수 있기에 이것이 재무제표 비교가능성에는 어떤 영향을 미치는지 실증적으로 확인해볼 필요가 있다고 판단된다.

마지막으로 '경영과실 배분 및 계열회사와의 거래'는 ①재무제표 승인권한이 주주총회에 있는지, ②배당은 적절하게 이루어지고 있는지, ③계열회사와의 부당한 거래가 적절히 통제되고 있는지 등 주로 주주의 경제적 이익을 얼마나 잘 보호하는지에 따라 점수를 부여한다.

한편, 두번째 견제환경의 측정치인 외국인투자자의 지분율은 한국상장회사협의회가 제공하는 TIS2000 데이터베이스에서 추출하였다.

13) 집중투표제는 이사선임 결의시 1주마다 선임할 이사 수와 동일한 수의 의결권을 부여하고 이를 이사 후보자 1인 또는 수인에 집중하여 투표할 수 있게 하는 제도로서 소수주주로 하여금 자신들이 선호하는 이사를 선임할 수 있도록 하는 방법이다. 현행 상법은 집중투표제를 인정하는 한편 정관에 이를 배제하는 규정을 둘 경우 집중투표제를 실시할 수 없도록 하고 있다.

14) 임원 해임시 거액의 퇴직금 지급, 저가주식매입권 부여 등을 명시해 기업의 인수비용을 높이는 규정

15) 적대적 M&A에 대한 경영권 방어수단의 하나로서 매년 전체 이사 가운데 일부만 선임하게 하여 이사 전체가 동시에 교체되는 것을 방지하는 규정

16) 이와 관련하여 이상철(2008)은 대리인문제를 (1)전통적인 주주-경영자 사이의 대리인문제와 (2)지배주주-소액주주 사이의 대리인 문제로 구분하면서 각각의 유형이 회계이익의 정보성에 상이한 영향을 미침을 보고한 바 있다.

### 3.2.3 통제변수의 측정

통제변수로는 회계정보의 품질을 종속변수로 사용한 선행연구에서 주로 포함된 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 영업성과 측정치(ROA), 성장성(MTB), 영업현금흐름(CFO), 총매출액 대비 해외매출액 비율(EXPORT), 재량적발생액의 절대값(ABS\_DA), 손실기업 더미(LOSS), Big4 감사인 더미(BIG4), 대규모기업집단 더미(CONGLO) 등을 사용하였다. SIZE는 총자산에 자연로그를 취한 값으로서 기업규모에 따른 비교가능성의 차이를 통제하기 위해 사용되었다. LEV는 총부채를 총자산으로 나눈 값으로서 역시 비교가능성에 영향을 미칠 수 있는 재무건전성, 부채계약상의 제약(debt covenants) 등의 효과를 통제하기 위해 포함하였다. 부채계약가설에 따르면 부채비율은 회계정보품질에 영향을 미칠 수 있는 주요 요인의 하나이다. 즉, 기업은 채무계약 위반으로 발생하게 될 비용을 우려하여 보고이익에 재량을 행사할 유인이 있고, 이는 자연스럽게 기업간 비교가능성의 저하로 이어질 것이다. ROA는 당기순이익을 전기총자산으로 나눈 값으로서 기업의 당기 성과를 나타내는데, 성과가 좋고 나쁨에 따라 경영자가 회계정보 생산에 인위적인 조작을 할 유인이 달라지므로 이를 통제하고자 모형에 포함하였다. MTB는 시가총액을 순자산장부가액으로 나눈 값으로서 기업의 성장성을 대표한다. 성장성이 큰 기업(glamour stock)은 이를 유지하기 위해 성장성이 작은 기업(value stock)에 비해 무리한 회계처리를 할 가능성이 있기 때문에 이를 통제할 필요가 있다. EXPORT는 전체 매출액 중 수출액이 차지하는 비율로서 영업복잡성의 대용치로 포함하였는데, 영업구조가 복잡할수록 일관적인 회계처리가 어렵고 따라서 산업 내의 회계처리의 동질성이 낮을 수 있기 때문에 이를 통제하

고자 하였다. ABS\_DA는 Dechow et al.(1995)의 수정 Jones 모형을 통해 도출한 재량적발생액에 절대값을 취한 값으로서 이익조정 수준에 따라 비교가능성이 달라지는 현상을 통제하기 위해 포함하였다. 이익조정을 많이 하는 기업일수록 일관된 회계처리가 이루어지지 않을 가능성이 크고 자연스럽게 다른 기업과의 비교가능성 역시 저하될 것으로 예상되기 때문이다. 한편, 감사인의 특성도 비교가능성에 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어 non-Big 4에 비해 감사품질이 더 우수하다고 평가받는 Big 4 감사인에게 감사를 받은 기업의 경우 이례적인 회계처리가 줄어들어 비교가능성이 제고될 수 있기 때문에 Big4 감사인으로 부터 감사받았는지 여부(BIG4)를 통제변수로 포함하였다. 마지막으로 대규모기업집단에 속하는지 여부도 비교가능성에 영향을 미칠 수 있다. 대규모기업집단에 속한 기업들은 집단 내에서 서로 동질적인 회계시스템을 가지는 경향이 있고, 보통 업종 내에서 리더의 역할을 하므로 추종기업들의 유사한 회계처리를 유도할 수 있으며, 사회적 주목도가 높아 이례적인 회계처리를 할 개연성이 낮기 때문이다. 따라서 이를 통제하기 위해 공정거래위원회가 지정한 상호출자제한 대규모기업집단에 속하는지 여부(CONGLO)도 더미변수로 모형에 포함하였다.

### 3.2.4 분석모형

이상의 논의를 바탕으로 본 연구는 먼저 가설 1-1을 검증하기 위해 재무제표 비교가능성의 대용치를 종속변수로, 주주권 보호수준의 대용치(Ln\_SHRIGHT)를 독립변수로 하는 다음의 모형에 대하여 회귀분석을 실시한다. 만약  $\alpha_1$ 이 양(+ )의 값을 가진다면 가설 1-1을 지지하는 결과가 될 것이다.

$$\begin{aligned}
 COMPARABILITY_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 Ln\_SHRIGHT_{it} \\
 & + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 ROA_{it} \\
 & + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 CFO_{it} + \alpha_7 EXPORT_{it} \\
 & + \alpha_8 ABS\_DA_{it} + \alpha_9 LOSS_{it} + \alpha_{10} BIG4_{it} \\
 & + \alpha_{11} CONGLO_{it} + Year \\
 & + Industry + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{5}$$

여기에서,

$COMPARABILITY_{it}$  = 재무제표 비교가능성 측정치.

(1)비교가능성 중간값( $COMP1$ ), (2)비교가능성 상위 4개의 평균값( $COMP2$ );

$Ln\_SHRIGHT_{it}$  = 주주권의 정도. ESG평가점수 중 '주주권리 합계'에 자연로그 취한 값;

$SIZE_{it}$  = 총자산에 자연로그 취한 값;

$LEV_{it}$  = 총부채 / 총자산;

$ROA_{it}$  = 당기순이익 / 전기총자산;

$MTB_{it}$  = 시가총액 / 순자산 장부가액;

$CFO_{it}$  = 영업활동으로 인한 현금흐름;

$EXPORT_{it}$  = 해외매출액 / 총매출액;

$ABS\_DA_{it}$  = 수정 Jones 모형의 잔차로 계산한 재량 적발생액의 절대값;

$LOSS_{it}$  = 당기순이익이 (-)이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수;

$BIG4_{it}$  = Big4 감사인으로부터 감사를 받았으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수;

$CONGLO_{it}$  = 공정거래위원회 지정 상호출자제한 대규모기업집단이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수.

또한 가설1-2의 검증을 위하여 주주권 점수( $Ln\_SHRIGHT$ )를 의결권 관련 주주권( $Ln\_VOTE$ ), 경제적 주주권( $Ln\_FIN$ ), 소유구조( $Ln\_OWNSTRC$ )로 세분화한 수치를 독립변수로 사용하여 추가적인 회귀분석을 실시한다. 가설1-2를 뒷받침하기 위해서는  $\beta_1$ 이  $\beta_2$ 에 비해 경제적, 통계적으로 유의한 양(+ )의 값을 가져야 할 것이다.

$$\begin{aligned}
 COMPARABILITY_{it} = & \beta_0 + \beta_1 Ln\_VOTE_{it} \\
 & + \beta_2 Ln\_FIN_{it} + \beta_3 Ln\_OWNSTRC_{it} \\
 & + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 ROA_{it} \\
 & + \beta_7 MTB_{it} + \beta_8 CFO_{it} + \beta_9 EXPORT_{it} \\
 & + \beta_{10} ABS\_DA_{it} + \beta_{11} LOSS_{it} + \beta_{12} BIG4_{it} \\
 & + \beta_{13} CONGLO_{it} + Year \\
 & + Industry + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{6}$$

여기에서,

$Ln\_VOTE_{it}$  = '주주권리 합계' 점수 중 '가. 주주권리의 보호 및 행사편의성' 점수에 자연로그 취한 값;

$Ln\_FIN_{it}$  = '주주권리 합계' 점수 중 '다. 경영과실 배분 등' 점수에 자연로그 취한 값;

$Ln\_OWNSTRC_{it}$  = '주주권리 합계' 점수 중 '나. 소유구조' 점수에 자연로그 취한 값;

나머지 변수는 식(5)와 동일함.

다음으로 가설2를 검증하기 위하여 식 (5)에서 관심변수를 주주권 점수( $Ln\_SHRIGHT$ )에서 외국인 투자자 지분율( $FORNSH$ )로 대체한 다음의 모형을 설정하였다. 가설2를 지지하기 위해서는  $\alpha_1$ 이 유의한 양(+ )의 값을 가져야 한다.

$$\begin{aligned}
 COMPARABILITY_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 FORNSH_{it} \\
 & + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 ROA_{it} \\
 & + \alpha_5 MTB_{it} + \alpha_6 CFO_{it} + \alpha_7 EXPORT_{it} \\
 & + \alpha_8 ABS\_DA_{it} + \alpha_9 LOSS_{it} + \alpha_{10} BIG4_{it} \\
 & + \alpha_{11} CONGLO_{it} + Year \\
 & + Industry + \varepsilon
 \end{aligned} \tag{7}$$

여기에서,

$FORNSH_{it}$  = 외국인투자자 지분율;

나머지 변수는 식(5)와 동일함.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계량

〈표 2〉는 본 연구에서 사용된 변수들의 기술통계량 및 변수들 간의 피어슨 상관관계를 보여주고 있다. 〈표 2〉의 패널 A를 보면 한국거래소 유가증권시장 상장기업의 재무제표 비교가능성은 산업-연도별 기업쌍의 중간값을 기준으로 했을 때 평균 -0.01의 값(중간값 -0.01)을, 상위 4개 기업쌍의 평균값을 기준으로 했을 때 평균 -0.01(중간값 -0.00)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 또한 외국인투자자의

지분율은 평균 9%(중간값 4%) 수준이고, 총자산 대비 부채비율은 평균 48%(중간값 48%), 총매출액 중 해외매출액이 차지하는 비중은 평균 24%(중간값 10%)로 나타났다.

한편, 패널 B의 피어슨 상관관계 분석을 보면 본 연구의 관심변수인 주주권 점수(Ln\_SHRIGHT)나 외국인투자자 지분율(FORNSH) 모두 적어도 하나의 재무제표 비교가능성 측정치와 유의한 양(+의 상관관계)을 가짐을 확인할 수 있는데, 이는 각각 본 연구의 가설 1-1 및 가설 2를 지지하는 예비적 증거이다. 그리고 주주권 점수를 세분화했을 때 의결권과 관련된 점수(Ln\_VOTE)는 재무제표 비교가능성 측정치와 양(+의 상관관계)을 갖는데 반해, 경제적

〈Table 2〉 Summary statistics

Panel A: Decriptive statistics						
Variables	N	Mean	Std. Dev.	Q1	Median	Q3
COMP1	2,380	-0.01	0.01	-0.02	-0.01	-0.01
COMP2	2,380	-0.01	0.01	-0.01	-0.00	-0.00
FORNSH	2,380	0.09	0.13	0.01	0.04	0.13
Ln_SHRIGHT	1,951	3.73	0.31	3.58	3.81	3.95
Ln_VOTE	1,951	2.75	0.41	2.71	2.89	3.00
Ln_OWNSTRC	1,951	2.34	0.54	2.08	2.48	2.71
Ln_FIN	1,951	2.80	0.34	2.56	2.83	3.04
SIZE	2,380	20.10	1.56	18.99	19.90	20.90
LEV	2,380	0.48	0.20	0.32	0.48	0.63
ROA	2,380	0.02	0.07	0.00	0.02	0.06
MTB	2,380	1.09	1.00	0.53	0.80	1.26
CFO	2,380	0.05	0.06	0.01	0.05	0.08
EXPORT	2,380	0.24	0.29	0.00	0.10	0.45
ABS_DA	2,380	0.04	0.04	0.01	0.03	0.05
LOSS	2,380	0.25	0.43	0.00	0.00	0.00
BIG4	2,380	0.67	0.47	0.00	1.00	1.00
CONGLO	2,380	0.16	0.37	0.00	0.00	0.00

〈Table 2〉 Summary statistics (continue)

Panel B: Pearson correlation matrix																	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)
(1) <i>COMP1</i>	1																
(2) <i>COPM2</i>	0.83***	1															
(3) <i>FORNSH</i>	0.01	0.06*	1														
(4) <i>Ln_SHRIGHT</i>	0.02	0.05*	0.07**	1													
(5) <i>Ln_VOTE</i>	0.04	0.08***	0.11***	0.77***	1												
(6) <i>Ln_OWNSTRC</i>	0.06**	0.08***	0.02	0.47***	0.06**	1											
(7) <i>Ln_FIN</i>	-0.04	-0.01	0.03	0.55***	0.16***	0.13***	1										
(8) <i>SIZE</i>	0.17***	0.15***	0.51***	0.03	0.18***	-0.02	-0.14***	1									
(9) <i>LEV</i>	0.06*	-0.02	-0.15***	-0.07**	0.08***	-0.12***	-0.23***	0.26***	1								
(10) <i>ROA</i>	0.13***	0.17***	0.24***	0.04	0.03	0.10***	0.04	0.13***	-0.36***	1							
(11) <i>MTB</i>	-0.37***	-0.32***	0.12***	-0.12***	-0.15***	-0.05*	-0.01	-0.06**	0.09***	-0.05*	1						
(12) <i>CFO</i>	0.09***	0.12***	0.21***	-0.02	-0.01	0.03	0.02	0.12***	-0.21***	0.50***	0.05*	1					
(13) <i>EXPORT</i>	-0.12***	-0.06*	-0.05*	0.01	0.02	-0.02	-0.03	0.01	0.06*	-0.10***	0	-0.04	1				
(14) <i>ABS_DA</i>	-0.16***	-0.16***	-0.04	0	0.01	-0.04	0	-0.06**	0.13***	-0.20***	0.15***	-0.06**	0.04	1			
(15) <i>LOSS</i>	-0.19***	-0.21***	-0.19***	-0.02	0	-0.11***	-0.04	-0.12***	0.33***	-0.69***	0.09***	-0.36***	0.13***	0.18***	1		
(16) <i>BIG4</i>	0.07**	0.07**	0.28***	0.07**	0.13***	-0.01	-0.01	0.43***	0.06**	0.12***	0.03	0.11***	-0.01	-0.04	-0.10***	1	
(17) <i>CONGLO</i>	0.03	0.03	0.35***	0.05*	0.22***	-0.14***	-0.05*	0.61***	0.17***	0.04	0.08**	0.03	0.02	-0.03	-0.05*	0.29***	1

\*  $p < 0.05$ , \*\*  $p < 0.01$ , \*\*\*  $p < 0.001$



권리(Ln\_FIN)의 경우 통계적으로 유의한 관계를 갖지 않는 것으로 나타났는데, 이는 가설 1-2를 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 이처럼 상관관계 분석에서는 전반적으로 본 연구가 제시하는 가설을 지지하는 결과를 확인할 수 있다.

#### 4.2 주요분석 결과

〈표 3〉은 통제변수를 포함한 회귀모형에서 주주권과 재무제표 비교가능성 간의 관계를 보여주고 있는데, 분석결과 한국기업지배구조원의 지배구조평가점수 중 '주주권리 합계'(Ln\_SHRIGHT)는 두가지 재

무제표 비교가능성 측정치(COMP1, COMP2)와 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 가설 1-1을 지지하는 결과로서 주주의 권한이 강한 기업일수록 동종 산업에 속한 다른 기업들과 비교가능한 재무제표를 작성하는 경향이 있음을 의미한다.

통제변수와 관련해서는 규모(SIZE)가 크거나 영업 현금흐름(CFO)이 양호한 기업일수록 재무제표 비교가능성이 높은 반면, 성장성(MTB)이 크거나 수출비율(EXPORT)이 높은 기업, 재량적발생액의 절대값(ABS\_DA)이 큰 기업, 손실(LOSS)이 발생한 기업의 경우 재무제표 비교가능성이 낮은 것으로 나

〈Table 3〉 The relation between overall shareholder rights and F/S comparability (H1-1)

Variables	Model (1) <i>DEP = COMP1</i>		Model (2) <i>DEP = COMP2</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.028***	-5.86	-0.015***	-6.15
<b><i>Ln_SHRIGHT</i></b>	<b>0.002**</b>	<b>1.99</b>	<b>0.001**</b>	<b>2.01</b>
<i>SIZE</i>	0.001***	2.98	0.000***	4.16
<i>LEV</i>	0.006***	5.06	0.002***	2.60
<i>ROA</i>	-0.001	-0.32	0.001	0.63
<i>MTB</i>	-0.003***	-15.26	-0.001***	-12.31
<i>CFO</i>	0.009**	2.41	0.004**	2.21
<i>EXPORT</i>	-0.002**	-2.57	-0.001***	-3.28
<i>ABS_DA</i>	-0.015***	-2.77	-0.010***	-3.79
<i>LOSS</i>	-0.003***	-4.45	-0.001***	-4.39
<i>BIG4</i>	0.000	0.28	0.000	0.70
<i>CONGLO</i>	-0.001	-1.16	-0.001	-1.60
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	19.14***		13.16***	
# of obs	1,951		1,951	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.261		0.192	

1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

타났는데 이는 대체로 직관과 일치하는 결과로 보인다. 먼저 규모가 큰 기업의 경우 회계시스템이 상대적으로 잘 정비되어 있고, 사회적 주목도도 높기 때문에 임의적인 회계정보 생산이 이루어질 가능성이 낮아질 것이라고 예측할 수 있다. 또한 현금흐름이 좋은 기업의 경우 경영자가 회계정보를 이용하여 성과를 조작할 유인이 적을 것이라는 예측도 충분히 가능하다.

반면, 성장성이 큰 기업의 경우 상대적으로 규모가 작고 성과에 대한 압박이 크다는 점 등에서 회계시스템에 대한 적절한 통제가 이루어지기 어려울 수 있고, 매출액 중 수출 비중이 높은 기업은 영업의 복잡성(operational complexity)이 높을 개연성이 크기 때문에 다른 기업과 비교가능한 회계정보를 생산하는 데 어려움이 있을 수 있다. 또한 재량적 발생액의 절대값이 큰 기업은 회계정보 생산과정에서 경영진의 자의적인 조정이 빈번하게 발생했을 가능성이 있으므로 다른 기업과의 재무제표 비교가능성이 저하될 수 있다.

〈표 4〉는 〈표 3〉에서 검증한 '주주권리 합계'를 ①의결권 관련 주주권 점수(Ln\_VOTE), ②경제적 주주권 점수(Ln\_FIN), ③소유구조 관련 점수(Ln\_OWNSTRC)로 세분화하여 각각의 요소가 재무제표 비교가능성에 어떤 영향을 미치는지 분석한 결과를 보여준다. 분석결과, 집중투표제, 서면·전자투표제 도입 등 의결권 행사와 관련된 주주권 점수(Ln\_VOTE)는 재무제표 비교가능성과 유의한 양(+)의 관계를 가지는데 반해, 배당성향이나 중간배당 여부 등 경제적 주주권 점수(Ln\_FIN)는 재무제표 비교가능성과 유의한 관계를 갖지 않는 것으로 나타났다. 이 결과는 가설 1-2를 지지하는 것으로서, 기업이 유용한 회계정보를 생산하기 위해서는 배당 확대 등 주주들의 경제적 권리를 보장하는 것보다

의결권 행사의 편의성과 효과성을 개선하는 것에 초점을 맞출 필요가 있음을 의미한다. 한편, 소유구조 관련 점수(Ln\_OWNSTRC)는 재무제표 비교가능성과 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났는데 이는 소유지분이 고르게 분산되어 독단적인 경영활동에 대한 견제가 가능할수록, 또 계열회사 간의 상호출자 등 불투명한 소유구조로부터 자유로울수록 경영자의 자의적인 회계처리가 줄어들어 결과적으로 재무제표 비교가능성이 제고되는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 5〉는 외국인지분율과 재무제표 비교가능성 간의 관계를 보여주고 있다. 분석결과, 외국인지분율은 재무제표 비교가능성과 유의한 관계를 갖지 않다가설 2를 지지하지 못하는 것으로 나타났다. 이는 외국인투자자의 국내 상장기업 지분보유가 늘어나고 이에 따라 지배구조에 대한 영향력도 증대되고 있지만, 이런 현상이 반드시 재무제표 비교가능성을 제고하는 방향으로 작용하지는 않음을 의미한다. 이 결과는 외국인지분율과 회계정보품질 간의 관계에 대한 선행연구 결과와 차이가 있는데 그 이유로는 다음의 두 가지를 추측할 수 있다. 첫째, 회계정보품질의 한 요소로서 횡단면적 비교가능성이 가지는 독특한 특성이다. 비교가능성은 그 자체로 절대적인 회계정보품질을 의미하는 것이 아니라 정보처리비용을 줄임으로써 투자효율성을 제고하기 위해 요구되는 특성이므로 무한정 높이는 것이 최선이라고 단정할 수는 없다. 즉, 다른 기업과의 비교보다 더욱 유용한 정보들이 존재하는 경우에 비교가능성의 효용은 상대적으로 떨어질 것이다. 물론 비교가능성을 제고하는 것이 해당기업의 경제적 실질을 보다 정확히 나타내는 회계처리 방법이라면 이러한 논리는 성립되지 않을 것이다. 그러나 경제적 실질과 비교가능성 간에 상충이 발생할 수 있다는 우려는 꾸준히

<Table 4> The relation between detailed shareholder rights and F/S comparability (H1-2)

Variables	Model (1)		Model (2)		Model (3)		Model (4)		Model (5)		Model (6)		Model (7)		Model (8)	
	DEP = COMP1		DEP = COMP2		DEP = COMP1		DEP = COMP2		DEP = COMP1		DEP = COMP2		DEP = COMP1		DEP = COMP2	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.027***	-6.67	-0.015***	-7.09	-0.022***	-5.26	-0.012***	-5.67	-0.021***	-5.76	-0.012***	-6.57	-0.024***	-5.28	-0.014***	-6.08
<b><i>Ln_VOTE</i></b>	<b>0.002**</b>	<b>2.54</b>	<b>0.001***</b>	<b>2.73</b>									<b>0.002**</b>	<b>1.97</b>	<b>0.001*</b>	<b>1.90</b>
<b><i>Ln_FIN</i></b>					<b>0.000</b>	<b>0.31</b>	<b>0.000</b>	<b>0.46</b>					<b>-0.000</b>	<b>-0.02</b>	<b>0.000</b>	<b>0.26</b>
<i>Ln_OWNSTRC</i>									0.001*	1.71	0.000**	2.32	0.001*	1.69	0.000**	2.30
<i>SIZE</i>	0.001***	2.81	0.000***	3.97	0.001***	2.93	0.000***	4.12	0.000**	2.24	0.000***	3.71	0.000*	1.83	0.000***	3.36
<i>LEV</i>	0.006***	4.85	0.001**	2.37	0.006***	4.75	0.001**	2.41	0.006***	5.30	0.002***	3.06	0.006***	5.08	0.002***	2.98
<i>ROA</i>	-0.001	-0.34	0.001	0.61	-0.003	-0.71	0.001	0.42	-0.003	-0.77	0.001	0.42	-0.006	-1.34	0.000	0.03
<i>MTB</i>	-0.003***	-15.03	-0.001***	-12.07	-0.003***	-15.08	-0.001***	-12.19	-0.003***	-15.77	-0.001***	-12.91	-0.003***	-15.22	-0.001***	-12.39
<i>CFO</i>	0.009**	2.36	0.004**	2.16	0.010***	2.61	0.004**	2.32	0.011***	3.00	0.006***	2.93	0.011***	3.13	0.006***	2.97
<i>EXPORT</i>	-0.002**	-2.50	-0.001***	-3.21	-0.002***	-2.58	-0.001***	-3.25	-0.002**	-2.52	-0.001***	-3.02	-0.002***	-2.58	-0.001***	-3.05
<i>ABS_DA</i>	-0.015***	-2.80	-0.011***	-3.83	-0.015***	-2.79	-0.011***	-3.86	-0.014***	-2.69	-0.010***	-3.56	-0.015***	-2.78	-0.010***	-3.69
<i>LOSS</i>	-0.003***	-4.50	-0.001***	-4.44	-0.003***	-4.63	-0.001***	-4.54	-0.003***	-4.62	-0.001***	-4.46	-0.003***	-4.71	-0.001***	-4.49
<i>BIG4</i>	0.000	0.23	0.000	0.65	0.000	0.43	0.000	0.80	0.001	1.12	0.000	1.22	0.001	1.20	0.000	1.20
<i>CONGLO</i>	-0.001	-1.55	-0.001**	-2.01	-0.001	-1.09	-0.001	-1.51	-0.001	-0.74	-0.000	-1.18	-0.001	-1.05	-0.001	-1.47
<i>Year</i>	Included		Included		Included		Included		Included		Included		Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included		Included		Included		Included		Included		Included		Included	
F-value	19.23***		13.27***		18.40***		12.44***		19.66***		13.28***		18.33***		12.37***	
Observations	1,951		1,951		1,951		1,951		1,951		1,951		1,951		1,951	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.262		0.193		0.276		0.201		0.256		0.184		0.274		0.198	

1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.  
 2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

〈Table 5〉 The relation between foreign shareholder's equity and F/S comparability (H2)

Variables	Model (1) <i>DEP = COMP1</i>		Model (2) <i>DEP = COMP2</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.022***	-6.06	-0.012***	-6.41
<b><i>FORNSH</i></b>	<b>-0.001</b>	<b>-0.74</b>	<b>-0.001</b>	<b>-0.98</b>
<i>SIZE</i>	0.001***	3.35	0.000***	4.62
<i>LEV</i>	0.004***	3.22	0.000	0.35
<i>ROA</i>	-0.005	-1.23	-0.001	-0.58
<i>MTB</i>	-0.003***	-15.87	-0.001***	-12.72
<i>CFO</i>	0.011***	3.26	0.006***	3.48
<i>EXPORT</i>	-0.002***	-2.86	-0.001***	-3.45
<i>ABS_DA</i>	-0.022***	-4.43	-0.015***	-5.58
<i>LOSS</i>	-0.003***	-4.93	-0.001***	-4.71
<i>BIG4</i>	0.000	0.93	0.000	1.09
<i>CONGLO</i>	-0.001	-1.12	-0.001	-1.43
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	20.17***		14.31***	
# of obs	2,380		2,380	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.239		0.179	

1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

제기되어 왔다. 예를 들어 경제적 실질을 정확히 나타내는 회계처리를 주요목표로 삼은 IFRS 도입과 관련하여 금융위원회는 “회계처리 재량권 확대에 따라 기업의 이익조정 유인이 있을 수 있고, 이에 따라 국내기업 간 비교가능성이 저하될 수 있다”라는 점을 부정적 평가의 한 예로 들고 있다.<sup>17)</sup> 또한 윤선주와 고재민(2017)은 IFRS 도입 이후 피감사기업의 발생액의 질은 개선되었으나 각기 다른 BIG4 감사인에게 감사받은 기업 간의 비교가능성은 오히려

낮아졌음을 보인 후, 이를 IFRS의 원칙 중심 특성으로 인해 대형 감사인들의 회계기준에 대한 해석과 적용이 다변화되고 있음을 보여주는 증거로 해석하였다. 이처럼 비교가능성이 반드시 경제적 실질과 비례하지는 않기 때문에 외국인지분율이 여타 회계 정보품질 대용치와는 달리 비교가능성과 양(+)의 관계를 갖지 않는 것이 모순된 결과는 아니다. 둘째, 국내 기업에 투자한 외국인투자자의 상당수가 기관투자자라는 사실이다. 일반투자자에 비해 우월한 정

17) 금융위원회 보도자료, “한국채택국제회계기준(K-IFRS) 도입 2년의 평가와 향후 과제”, 2013. 7. 4.,

Available at [http://www.fsc.go.kr/info/ntc\\_news\\_view.jsp?menu=7210100&bbsid=BBS0030&no=29239](http://www.fsc.go.kr/info/ntc_news_view.jsp?menu=7210100&bbsid=BBS0030&no=29239)

보 습득 및 처리 능력을 보유하고 있는 기관투자자는 누구에게나 공개된 재무제표의 비교를 통한 투자 외에도 충분히 효율적이고 효과적인 투자방법을 보유하고 있을 것이고 따라서 피투자기업의 비교가능성 제고에 상대적으로 관심이 적을 수 있다. 물론 Bradshaw et al.(2004)이나 Fang et al.(2015) 등은 외국인지분율과 비교가능성 간에 양(+ )의 관계가 존재함을 보였으나, 이들의 발견은 미국 기관투자자가 투자한 외국기업의 회계시스템이 미국 기업과 유사한 경향이 있다는 것으로서 외국인의 투자가 해당 국가의 동종업계 다른 기업과의 비교가능성에 어떤 영향을 미치는지 조사한 본 연구와는 차이점이 있다. 따라서 본 연구의 결과가 선행연구와 배치되는 것은 아니다.

이상의 결과는 소액주주와 외국인주주 중 다른 기업과의 비교를 통해 투자효율성을 높일 수 있는 여지가 더 큰 소액주주가 재무제표 비교가능성 제고에 관심이 더 크고, 따라서 경영의사결정에 대한 소액주주의 영향력이 더 큰 기업일수록 재무제표 비교가능성이 더 높게 나타난다는 것으로 요약될 수 있다.

### 4.3 추가분석

#### 4.3.1 강건성 확인

분석결과의 강건성을 입증하기 위하여 본 연구는 Francis et al.(2014)의 비교가능성 측정치를 종속변수로 사용한 분석도 추가로 실시하였다. Francis et al.(2014)는 발생액 구조의 유사성을 통해 재무제표 비교가능성을 측정하고 있다. 즉, 서로 다른 두 기업의 회계처리 과정이 유사하다면 발생주의 회계의 핵심적인 특징인 발생액 구조가 비슷할 것이라고 전제한다. 구체적인 측정방법은 다음과 같다.

$$Diff\_TA_{ijt} = (-1)^*$$

$$Abs(Total\_Accruals_{it} - Total\_Accruals_{jt})$$

여기에서  $Total\_Accruals_{it}$ 는  $i$ 기업의  $t$ 연도 총발생액을 기초총자산으로 나눈 값이고,  $Total\_Accruals_{jt}$ 는  $j$ 기업의  $t$ 연도 총발생액을 기초총자산으로 나눈 값이다.  $i$ 기업과  $j$ 기업의 회계시스템이 유사할수록 둘 간의 발생액 구조도 유사할 것이므로 둘 차이의 절대값은 작을 것이고, 이에 (-1)을 곱한 비교가능성 측정치는 커질 것이다. Francis et al.(2014)의 비교가능성 측정치는 모든 기업쌍에 대해 계산되므로 De Franco et al.(2011)과 마찬가지로 동일 산업-연도에 속한 기업들 간의 기업쌍(즉,  $i-j$ 쌍) 중에서 (1) 중간값(Diff\_TA1), 및 (2) 상위 4개 값의 평균치(Diff\_TA2)를 각각 종속변수로 사용하였다.

분석결과, <표 6>에서와 같이 Francis et al.(2014)의 비교가능성 측정치를 종속변수로 사용한 경우에도 이 값은 주주권의 보호수준과 양(+ )의 관계를 보이고 외국인지분율과는 유의한 관계를 보이지 않음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 본 연구의 결과가 변수측정 방법에 의존하여 도출된 것이 아님을 보여준다.

주가와 보고이익 간의 관계를 통해 기업의 회계시스템을 추정하는 De Franco et al.(2011)의 방법은 효율적인 시장을 가정하여 투자자와 경영자 간에 정보비대칭이 없는 상황에서 보다 설득력이 생긴다는 한계점이 있는 반면, Francis et al.(2014)의 비교가능성 측정치는 회계정보와 관련된 요소만을 사용함으로써 이런 우려를 완화할 수 있다는 장점이 있다.

〈Table 6〉 Sensitivity test: F/S Comparability in Francis et al.(2014)

Variables	Model (1) <i>DEP = Diff_TA1</i>		Model (2) <i>DEP = Diff_TA2</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.043***	-2.73	0.005	0.42
<b><i>Ln_SHRIGHT</i></b>	<b>0.005*</b>	<b>1.77</b>	<b>0.005**</b>	<b>2.54</b>
<b><i>FORNSH</i></b>	<b>-0.006</b>	<b>-1.05</b>	<b>-0.002</b>	<b>-0.55</b>
<i>SIZE</i>	0.002***	3.57	0.001**	2.04
<i>LEV</i>	-0.005	-1.41	-0.007***	-2.71
<i>ROA</i>	0.026**	2.02	0.010	1.13
<i>MTB</i>	-0.004***	-6.80	-0.003***	-6.60
<i>CFO</i>	0.037***	3.27	0.030***	3.89
<i>EXPORT</i>	0.006**	2.37	0.004**	2.14
<i>ABS_DA</i>	-0.690***	-42.03	-0.345***	-30.76
<i>LOSS</i>	-0.001	-0.31	0.001	0.50
<i>BIG4</i>	-0.002	-1.64	-0.002*	-1.87
<i>CONGLO</i>	-0.000	-0.02	0.001	0.75
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	72.22***		55.35***	
# of obs	2,372		2,372	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.539		0.472	

1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

#### 4.3.2 비교가능성 제고에 대한 요구와 실제 비교 가능성

본 연구는 비교가능성 제고에 대한 투자자의 요구 수준이 높으면 비교가능성도 자연히 높아진다는 것을 전제하고 있다. 그러나 투자자는 소극적인 정보 수용자로 행동할 수도 있고, 설사 투자자가 적극적으로 비교가능성 제고를 요구한다고 하더라도 기업이 투자자의 의사를 반드시 받아들인다고 볼 수도 없다. 따라서 비교가능성에 대한 높은 요구가 실제 비교가능성 제고로 이어지는 기업들과 그렇지 않은

기업들을 구분하여 각각의 경우에 본 연구의 주요결과가 어떻게 달라지는지도 확인해 볼 필요가 있다.

비교가능성에 대한 투자자의 요구수준이 높은 기업들로는 동질적인 산업(homogenous industry)에 속한 기업들을 꼽을 수 있다. 원가구조나 이익률 등의 편차가 작은 산업에 속한 기업들은 상대적으로 유사한 회계정책이나 추정을 사용할 개연성이 크다. 이런 산업에서는 대개 통용되는 회계처리 방식이 확립되어 있는데 만약 다른 기업들과 확연히 다른 회계정책이나 추정을 사용한다면 회계정보의 신뢰성 문제 뿐 아니라 감독기관의 관심을 끌게 될 위험도 존

재하기 때문이다. 이와 관련하여 Bills et al.(2015)은 감사인이 동질성이 높은 산업에 속한 기업을 감사할 때 감사보수를 할인하는 경향이 있음을 발견하고 이를 동질적인 산업에 속한 기업들은 서로 유사한 회계처리 방식을 가지고 있어 감사인의 업무효율성이 높기 때문이라고 해석하였다.

본 연구는 Bills et al.(2015)과 마찬가지로 산업 동질성을 측정하기 위해 원가구조의 동질성을 사용한다. 즉, 특정 산업내에서 전기대비 영업비용의 변화율이 비슷한 기업들은 서로 유사한 원가구조를 가지고 있다고 간주하고 영업비용 변화율의 상관관계를 통해 원가구조의 동질성을 수치화한다. 구체적으로 각 기업의 전기대비 영업비용<sup>18)</sup> 변화율( $\Delta OE_{i,t} = (OE_{i,t} - OE_{i,t-1})/OE_{i,t-1}$ )을 계산한 후 표본기간 동안 특정 산업에 속한 모든 기업들 간의  $\Delta OE_{i,t}$ 의 상관계수를 평균한 값을 해당 산업의 산업동질성( $I\_HOMO$ )으로 정의한다. 이 값이 큰 산업일수록 그 안에 속한 기업들의 원가구조가 동질적임을 의미한다.<sup>19)</sup>

먼저 동질성이 높은 산업에 속한 기업(즉, 비교가능성에 대한 요구수준이 높은 기업)과 동질성이 낮은 산업에 속한 기업의 비교가능성 간에 체계적인 차이가 있는지 확인하기 위해 단일변량분석을 실시하였다. 분석결과, <표 7>의 패널 A에서 보는 바와 같이 동질성이 높은 산업에 속한 기업들의 비교가능성이 동질성이 낮은 산업에 속한 기업들에 비해 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 비교가능성에 대한 요구수준이 높은 기업들일수록 실제 비교가능성도 높다는 간접적인 증거가 될 수 있다.

다음으로 산업동질성이 높으면서 실제 비교가능성도 높은 기업을 비교가능성 수요에 대해 민감하게

반응하는 기업으로 보고,  $I\_HOMO$ 와 비교가능성 측정치( $COMP1$ )가 모두 모두 중위값 이상인 하위 표본과  $I\_HOMO$ 는 중위값 이상이지만  $COMP1$ 은 중위값 미만인 하위표본을 대상으로 주요분석을 다시 실시하였다. 분석결과 <표 7>의 패널 B와 같이 산업동질성이 높으면서 동시에 비교가능성도 높은 경우(모형 (1))가 산업동질성이 높으면서 비교가능성은 낮은 경우(모형 (2))에 비해 주주권 수준과 비교가능성 간의 양(+)의 관계가 더 강하게 나타났다. 이는 비교가능성에 대한 요구에 민감하게 반응하는 기업일수록 주주들이 실제 비교가능성에 영향을 미칠 여지가 많다는 것으로 해석될 수 있고, 본 연구의 결과 역시 이처럼 비교가능성 요구가 실제 비교가능성 제고로 이어지는 사례들에 의해 더 많은 영향을 받았음을 암시한다.

#### 4.4 내생성 통제

##### 4.4.1 Heckman 2-stage model

본 연구의 주된 목적은 경영자에 대한 주주의 견제환경이 재무제표 비교가능성에 어떤 영향을 미치는지 살펴보는 것에 있다. 이 때 각 기업의 경영자에 대한 견제환경은 임의로 정해지는 것이 아니라 지배구조와 관련한 의사결정의 산물이기 때문에, 경영자에 대한 견제환경이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향을 정확히 측정하기 위해서는 둘 모두와 관련되어 있지만 모형에 포함되지 않은 변수들이 존재할 수 있음을 고려해야 한다. 본 연구는 이와 같은 내생성 문제를 통제하기 위해 Heckman 2-stage selection

18) 영업비용은 Bills et al.(2015)와 마찬가지로 (매출액-영업이익+감가상각비)로 계산하였다.

19) 산업동질성( $I\_HOMO$ ) 변수의 평균은 0.167(중위값: 0.103)이었고, '운송장비 제조업', '1차 금속 제조업', '펄프, 종이제품 제조업' 등의 산업동질성이 특히 높은 것으로 나타났다.

〈Table 7〉 Demand for F/S comparability and actual F/S comparability

<b>Panel A:</b> Comparison of F/S comparability between homogenous firms and less homogenous firms				
	High <i>I_HOMO</i> (above median) n=954	Low <i>I_HOMO</i> (below median) n=990	Mean Diff.	t-value in Diff.
<i>COMP1</i>	-0.014	-0.016	0.002	4.87***

**Panel B:** Subsample test

Variables	Model (1) High <i>I_HOMO</i> & High <i>COMP1</i> <i>DEP = COMP1</i>		Model (2) High <i>I_HOMO</i> & LOW <i>COMP1</i> <i>DEP = COMP1</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.027***	-4.30	-0.004***	-3.19
<b><i>Ln_SHRIGHT</i></b>	<b>0.002**</b>	<b>2.19</b>	<b>0.000*</b>	<b>1.94</b>
<b><i>FORNSH</i></b>	<b>-0.005</b>	<b>-1.23</b>	<b>-0.001</b>	<b>-0.58</b>
<i>SIZE</i>	0.001***	2.65	0.000	0.16
<i>LEV</i>	-0.000	-0.22	-0.000	-0.15
<i>ROA</i>	-0.002	-0.37	-0.003	-1.62
<i>MTB</i>	-0.002***	-7.86	-0.000**	-2.12
<i>CFO</i>	0.008*	1.96	-0.000	-0.07
<i>EXPORT</i>	-0.004***	-3.71	0.000	1.11
<i>ABS_DA</i>	-0.008	-1.29	-0.000	-0.14
<i>LOSS</i>	-0.002***	-2.75	-0.001***	-2.78
<i>BIG4</i>	-0.000	-0.26	0.000	0.05
<i>CONGLO</i>	0.001*	1.68	-0.000	-0.49
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	9.36***		8.07***	
# of obs	435		519	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.342		0.269	

1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

model을 사용하여 추가적인 분석을 수행하였다.

Heckman 2-stage selection model은 두 단계로 이루어져 있는데, 1단계에서는 Probit 분석을 통해 경영자에 대한 견제환경에 영향을 미치는 결정요인들을 추정한다. 이를 통해 경영자에 대한 강한 견

제환경을 가진 기업이 될 개연성을 도출할 수 있다.

다음으로 2단계에서는 1단계 추정식을 사용하여 산출된 inverse Mill's ratio(IMR)를 기존의 회귀식에 추가로 포함하여 분석한다. 이 때 IMR의 계수가 통계적으로 유의하다면 1단계 추정이 적절했음을 의



미하며, 이를 통해 경영자에 대한 견제환경에 영향을 미치는 기업의 특성들을 통제한 후에 경영자에 대한 견제환경 자체가 재무제표의 비교가능성에 미치는 영향을 파악할 수 있게 된다. 구체적인 검증모형은 다음과 같다.

〈1단계〉

$$\begin{aligned} GoodCG_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 CONSH_{it} \\ & + \alpha_2 OTHERSH_{it} + \alpha_3 Ln\_BOD_{it} \\ & + \alpha_4 EXPORT_{it} + \alpha_5 HHI_{it} + \alpha_6 SIZE_{it} \\ & + \alpha_7 LEV_{it} + \alpha_8 LOSS_{it} + Year \\ & + Industry + e \end{aligned} \quad (8)$$

여기에서,

$GoodCG_{it}$  = 외국인투자자 지분율( $FORNSH$ ), 주주권 점수( $Ln\_SHRIGHT$ ) 및 이사회 점수( $Ln\_BOD$ )가 모두 표본의 상위 25% 이내에 속하는 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수;

$CONSH_{it}$  = 최대주주 및 그 특수관계인의 지분율;

$OTHERSH_{it}$  = 최대주주 및 그 특수관계인을 제외하고 발행주식총수의 5% 이상 주식을 보유한 주요주주의 수;

$Ln\_BOD_{it}$  = 한국기업지배구조원의 ESG평가점수 중 '이사회 합계'에 자연로그 취한 값;

$HHI_{it}$  = 시장경쟁의 정도를 측정하기 위한 Herfindahl-Hirschman index.

나머지 변수는 식(5) 참조.

경영자에 대한 견제환경의 결정요인들 중 최대주주 지분율( $CONSH$ )은 소유와 경영이 철저히 분리된 경우에는 대리인인 경영자에 대한 효과적인 견제장치가 될 수 있겠지만, 소유-경영 분리가 확실하지 않고 최대주주가 경영에 관여하는 일이 빈번한 우리

나라 기업에서는 경영자에 대한 견제장치로서 기능하지 못할 것으로 예측된다. 즉, 최대주주의 지분율이 높다면 그 직접적인 영향력 아래에 있는 경영자(최대주주 본인이거나 특수관계인)에 대한 적절한 감시나 견제가 작동하기 힘들 것이다. 한편 최대주주와 그 특수관계인을 제외하고도 다량의 지분을 보유한 주요주주의 수가 많다는 것은 소유가 그만큼 분산돼 있음을 뜻하고 이는 최대주주의 독단적 의사결정을 견제하기에 적절한 환경이라고 볼 수 있다. 특히 우리나라 상장기업에서 최대주주 및 그 특수관계인을 제외한 주요주주는 주로 연기금 등 기관투자자나 외국인투자자에 해당하는데 이들은 일반적으로 강건한 지배구조를 의미하는 요소들이다. 따라서 최대주주 외의 주요주주의 수는 경영자에 대한 적절한 견제장치로 작용할 것으로 예상된다. 이사회는 경우 경영자 감시가 본연의 역할이므로 이사회가 효과적인 기업일수록 경영자 견제환경이 좋다고 할 수 있다. 물론 우리나라 기업에서 이사회가 경영자 감시역할을 하지 못하고 거수기 역할을 한다는 비판이 있지만,<sup>20)</sup> 선행연구 결과는 비교적 일관되게 이사회 특성(독립성, 전문성, 활동성)이 재무보고의 질에 긍정적인 영향을 미침을 보여주고 있다. 이는 적어도 회계정보 생산과 관련해서는 이사회가 경영자 견제 역할을 적절히 수행하고 있음을 의미한다. 따라서 식 (8)에서  $Ln\_BOD$ 의 회귀계수는 양(+)<sup>20)</sup>의 값을 가질 것으로 예상된다. 한편 경쟁이 심한 시장에 속한 기업의 경영자는 생존을 위해 사적인 이익을 추구할 여지가 줄어들게 되므로 시장경쟁수준( $HHI$ )은 경영자에 대한 견제장치로서 작용할 가능성이 있지만, 다른 한편으로는 경쟁이 치열한 산업에서는 낮

20) 나윤석, "99.6% 그대로 통과... 대기업 '거수기 이사회' 여전", 서울경제신문, 2019. 12. 9., Available at [https://m.sedaily.com/NewsView/1VS0BQH6L6#\\_enliple](https://m.sedaily.com/NewsView/1VS0BQH6L6#_enliple)

〈Table 8〉 Heckman 2-stage model

<b>Panel A:</b> 1st stage Probit analysis				
Variables	<i>DEP = GoodCG</i> (dummy)			
	Coefficient	z-value	p-value	
<i>Intercept</i>	-8.924***	-8.24	0.000	
<i>CONSH</i>	-1.957***	-3.86	0.000	
<i>OTHERSH</i>	0.154**	2.38	0.017	
<i>Ln_BOD</i>	1.193***	5.16	0.000	
<i>EXPORT</i>	-0.164	-0.68	0.499	
<i>HHI</i>	6.605	1.12	0.262	
<i>SIZE</i>	0.219***	4.04	0.000	
<i>LEV</i>	-0.891**	-2.21	0.027	
<i>LOSS</i>	0.247	1.46	0.145	
<i>Year</i>		Included		
<i>Industry</i>		Included		
# of obs		2,060		

  

<b>Panel B:</b> 2nd stage regression				
Variables	Model (1) <i>DEP = COMP1</i>		Model (2) <i>DEP = COMP2</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.042***	-5.98	-0.024***	-6.56
<b><i>Ln_SHRIGHT</i></b>	<b>0.002**</b>	<b>2.12</b>	<b>0.001**</b>	<b>2.21</b>
<b><i>FORNSH</i></b>	<b>-0.002</b>	<b>-0.77</b>	<b>-0.001</b>	<b>-0.68</b>
<i>SIZE</i>	0.001***	4.44	0.001***	5.57
<i>LEV</i>	0.003***	2.59	0.000	0.28
<i>ROA</i>	-0.013***	-2.71	-0.005**	-2.10
<i>MTB</i>	-0.003***	-12.77	-0.001***	-10.21
<i>CFO</i>	0.012***	3.02	0.006***	2.96
<i>EXPORT</i>	-0.002**	-2.44	-0.001***	-2.95
<i>ABS_DA</i>	-0.013**	-2.35	-0.009***	-3.27
<i>LOSS</i>	-0.003***	-3.96	-0.002***	-4.24
<i>BIG4</i>	-0.001	-1.53	-0.000	-0.64
<i>CONGLO</i>	-0.000	-0.29	-0.000	-0.32
<b><i>IMR</i></b>	<b>0.001***</b>	<b>3.00</b>	<b>0.001***</b>	<b>3.98</b>
<i>Year</i>		Included		Included
<i>Industry</i>		Included		Included
F-value		15.36***		10.60***
# of obs		1,550		1,550
Adjusted R <sup>2</sup>		0.234		0.170

1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

은 마진율로 인해 내부통제제도 등 경영자 견제장치에 자원을 투입할 여력이 없어 오히려 견제환경이 취약할 수도 있다. 따라서 시장경쟁정도와 경영자 견제환경의 관계는 예측하기 어렵다. 또한 규모가 큰 기업의 경우 내부통제제도가 체계적으로 갖춰져 있고 사회적인 주목도가 높아 외부지배구조가 효과적으로 작동할 수 있지만, 가장 규모가 큰 재벌기업들에서 그룹총수가 강력한 지배권을 행사하고 있는 우리나라의 특성을 감안하면 기업규모가 경영자 견제와 관련하여 어떤 역할을 할지도 역시 예측하기 어렵다.

1단계의 분석결과는 <표 8>의 패널 A에 제시되어

있으며 회귀계수의 방향성이 대체로 예측과 일치하는 것을 확인할 수 있다.

<2단계>

$$\begin{aligned} \text{COMPARABILITY}_{it} = & \beta_0 \\ & + \beta_1 \text{Ln\_SHRIGHT}_{it} + \beta_2 \text{FORNSH}_{it} \\ & + \beta_3 \text{IMR} + \text{Controls} + \text{Year} \\ & + \text{Industry} + \mu \end{aligned} \quad (9)$$

여기에서,

IMR: 1단계 회귀식에서 추정된 inverse Mill's ratio.  
Controls 는 식(5)에 포함된 통제변수와 동일함.

<Table 9> Regression of F/S comparability on lagged shareholder rights

Variables	Model (1) <i>DEP = COMP1</i>		Model (2) <i>DEP = COMP2</i>	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
<i>Intercept</i>	-0.044***	-7.28	-0.022***	-7.14
<b><i>Lagged Ln_SHRIGHT</i></b>	<b>0.005***</b>	<b>4.44</b>	<b>0.002***</b>	<b>3.92</b>
<b><i>Lagged FORNSH</i></b>	<b>-0.002</b>	<b>-1.16</b>	<b>-0.001</b>	<b>-1.48</b>
<i>SIZE</i>	0.001***	3.35	0.000***	4.37
<i>LEV</i>	0.006***	4.41	0.001**	2.06
<i>ROA</i>	0.003	0.67	0.004	1.56
<i>MTB</i>	-0.003***	-12.61	-0.001***	-10.14
<i>CFO</i>	0.007*	1.88	0.004**	1.97
<i>EXPORT</i>	-0.003***	-3.25	-0.002***	-3.89
<i>ABS_DA</i>	-0.018***	-2.97	-0.011***	-3.55
<i>LOSS</i>	-0.002***	-3.54	-0.001***	-3.48
<i>BIG4</i>	0.001	1.05	0.000	1.39
<i>CONGLO</i>	-0.002**	-2.15	-0.001**	-2.29
<i>Year</i>	Included		Included	
<i>Industry</i>	Included		Included	
F-value	15.58***		11.00***	
# of obs	1,532		1,532	
Adjusted R <sup>2</sup>	0.266		0.199	

1) \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 level, respectively.

2) All the continuous variables are winsorized at the top and bottom one-percentile.

1단계 모형을 통해 IMR를 도출한 후 2단계에서 이를 기존의 회귀식(건제환경 대응치들을 모두 포함한 식)에 새로운 독립변수로 추가하여 분석하였다. 분석결과 IMR을 모형에 포함한 후에도 기존의 결과가 변하지 않는 것으로 나타났다. 즉, <표 8>의 패널 B에서 보는 바와 같이 Ln\_SHRIGHT의 계수는 재무제표 비교가능성과 5% 유의수준에서 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났고, FORNSH의 계수는 여전히 통계적으로 유의하지 않았다. IMR의 계수 역시 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하다는 사실은 1단계 추정치 적절했음을 의미하는 것으로 해석할 수 있으며, 이와 같은 Heckman 2-stage 모형의 결과는 전반적으로 본 논문의 주요 분석결과가 선택편의에 기인한 것이 아님을 시사한다.

#### 4.4.2 시차변수 사용

본 연구는 주주권의 보호수준이나 외국인투자자의 상대적 비중이 재무제표 비교가능성에 미치는 영향을 조사하고 있다. 그러나 역으로 비교가능성이 주주권이나 외국인투자자에게 영향을 미칠 가능성도 배제할 수 없다. 회계정보의 비교가능성이 높은 기업일수록 주주에 의한 경영활동 감시가 용이해지고, 정보처리비용이 절감되어 외국인투자자를 쉽게 끌어 들일 수 있기 때문이다(Bradshaw et al. 2004; 안운영 등 2005). 이러한 역의 인과관계 문제를 완화하기 위해 본 연구는 t기의 비교가능성을 (t-1)기의 건제환경 대응치들에 대해 회귀한 추가분석을 실시하였다. 이처럼 시차변수를 사용한 분석결과는 <표 9>에 제시되어 있는데, 기존의 결과가 유지될 뿐 아니라 주주권의 경우 오히려 경제적, 통계적 유의성이 더욱 증가했음을 확인할 수 있다.

## V. 결론

본 연구는 대리인 문제를 완화하기 위해 고안된 기업지배구조가 회계정보품질에 미치는 영향을 조사하였다. 본 연구는 기존의 연구를 두 가지 측면에서 확장하였다. 첫째, 기존 기업지배구조 관련 연구는 주로 이사회나 감사위원회 등에 관심을 두고 있었던 반면, 본 연구는 주주에 초점을 맞추었다. 둘째, 회계정보품질의 대응치로 재무제표 비교가능성을 사용하였다. 경영자에 대한 주주의 견제 정도에 따라 기업 간의 재무제표 비교가능성이 달라질 것이라고 예상하는 근거는 다음과 같다. 주인인 주주의 견제 정도에 따라 대리인인 경영자는 자신의 행동을 변화시킬 것이고, 이런 행동에는 자신의 보상과 관련이 있으면서 자신이 최종적인 책임을 지게 되는 회계정보 생산도 포함될 것이다. 한편 주주, 특히 전문투자자에 비해 전문성이 떨어지는 소액주주나 내국인투자자에 비해 정보접근성 및 회계제도·관행에 대한 이해가 떨어지는 외국인투자자의 경우 정보처리비용의 절감 및 투자효율성 제고를 위해 회계정보의 비교가능성에 관심을 가질 유인이 있다. 따라서 소액주주나 외국인투자자들이 경영자에게 강한 영향력을 행사할 수 있는 환경일수록 다른 기업과 비교가능한 회계정보를 산출할 수 있는 회계시스템을 구축하려는 요구는 커질 것이고 경영자는 이를 무시하기 어려울 것이다.

본 연구에서는 경영자에 대한 건제환경으로 최근 주목받고 있는 (1) 주주권에 대한 보호 수준과 (2) 외국인투자자 지분율을 사용하였고, 재무제표 비교가능성의 대응치로는 De Franco et al.(2011)에서 소개된 재무제표 비교가능성 측정치를 사용하여 회귀분석을 수행하였다. 분석결과, 주주권이 강한 기

업일수록 재무제표 비교가능성이 유의하게 높은 것으로 나타났는데, 이는 유용성 있는 회계정보를 생산함에 있어 주주의 경영자 견제와 감시가 효과적임을 시사한다. 특히 재무제표 비교가능성은 주주권 중에서도 경제적 권리보다 의결권 행사와 관련된 권리와 밀접하게 연관되어 있는 것으로 나타났는데, 이는 기업이 유용한 회계정보를 생산하기 위해서는 주주의 의결권 행사의 효과성과 편의성을 개선하는데 초점을 맞추어야 함을 의미한다. 한편, 외국인투자자의 지분율은 재무제표 비교가능성에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이 결과는 외국인지분율과 회계정보품질 간에 양(+)의 관계가 존재한다는 선행연구 결과와 차이가 있는데, 이는 비교가능성이 절대적인 회계정보 품질을 의미한다기보다는 주로 투자효율성을 높이기 위한 특성으로서 대부분 기관투자자나 구성된 외국인투자자에게는 상대적으로 그 효용이 떨어진다는 사실에 기인하는 것으로 추측된다.

본 연구는 기업지배구조의 여러 요소들 중 상대적으로 많이 다루어지지 않았던 주주에 초점을 맞추는 한편, 전문투자자나 내국인투자자에 비해 정보비대칭이 심할 것으로 예상되는 소액주주 및 외국인주주가 관심을 가질 만한 재무제표 비교가능성을 회계정보품질의 대용치로 사용하여 분석함으로써 관련 연구를 확장하고 있다. 본 연구의 결과는 정보이용자에게 유용한 회계정보를 제공하기 위해서는 주주의 의결권 행사와 관련된 권리를 적극적으로 보호할 필요가 있음을 시사하는데, 이는 주주권을 강화하는 방향으로 진행되고 있는 현재의 정책흐름을 뒷받침하는 실증증거가 될 수 있다.

## 참고문헌

- 강민정, 이명진, 이호영(2013), "회계정보의 비교가능성이 재무분석가 이익예측 및 회계정보 가치판련성에 미치는 영향에 대한 연구," **회계학연구**, 38(1), pp. 281-320.
- 고윤성, 최형규(2015), "소액주주의 의결권 보호제도와 자기자본비용에 대한 실증연구-집중투표제 및 서면투표제를 중심으로," **회계정보연구**, 33(2), pp. 379-407.
- 김병곤, 김동욱(2009), "한국기업의 지배구조와 자본구조가 기업가치에 미치는 영향: 패널 2SLS 분석을 이용하여," **산업경제연구**, 22(4), pp.1593-1620.
- 김성민, 민춘식(2011), "외국인지분율과 이익의 질," **세무회계연구**, 30, pp.191-214.
- 문상혁(2006), "기업지배구조가 보고이익의 질, 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향," **한국국제회계학회 학술대회 발표논문집**, pp.411-440.
- 박범진(2009), "소액주주의 감시가 이익조정에 미치는 영향," **산업경제연구**, 22(6), pp.3009-3033.
- 손성규, 정기위, 고재민(2010), "이사회 의 독립성, 공시의 적정성, 그리고 시장 반응-손익구조변경 공시 기업을 대상으로," **회계저널**, 19(5), pp.33-65.
- 조은혜, 문해원, 최영수(2015), "비교가능성이 기업단위의 주가폭락에 미치는 영향," **회계학연구**, 40(4), pp.179-211.
- 조현우, 문상혁, 박종국(2005), "사외이사의 특성과 재무건전성이 보수주의 성향에 미치는 영향," **대한경영학회 학술연구발표대회**, pp.415-445.
- 전규안, 최종학, 박종일(2004), "감사위원회의 설치와 이익조정사이의 관계," **회계학연구**, 29(1), 143-177.
- 전영순(2003), "외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자 의사결정과 회계이익의 질 (Quality)," **경영학연구**, 32(4), pp.1001-1032.
- 최승욱(2016), "동일한 감사인의 고객기업간 재무제표가

- 서로 유사한가? 감사법인과 감사파트너를 이용한 분석,” **회계저널**, 25(2), pp.239-273.
- 최현돌, 윤재원(2006), “기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향,” **회계학연구**, 31(4), pp.145-174.
- 최형규, 오원정, 고운성(2014), “소액주주의 의결권 보호제도가 배당 및 기업가치에 미치는 영향-집중투표제와 서면투표제를 중심으로,” **기업경영연구**, 57, pp.19-38.
- 안윤영, 신현한, 장진호(2005), “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계,” **회계학연구**, 30, pp.109-131.
- 이상철, 이경태(2003), “감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향,” **회계학연구**, 28, pp.143-172.
- 이상철(2008), “대리인문제와 기업지배구조가 회계이익의 정보성에 미치는 영향,” **관리회계연구**, 8(1), pp. 1-37.
- 이호영, 강민정, 장금주, 이홍섭(2012), “국제회계기준 도입으로 인한 재무정보의 비교가능성 실태분석,” **회계저널**, 21(3), pp.307-342.
- 이화진, 문상혁(2005), “기업지배구조가 보고이익의 질, 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향,” **한국회계학회 학술포럼대회 논문집**.
- 유성용(2008), “외국인 투자자 지분율에 따른 이익지속성과 시장의 반응,” **회계정보연구**, 26(1), pp.137-162.
- 윤선주, 고재민(2017), “IFRS 도입 전후 Big4 감사인의 재무제표 비교가능성 변화,” **국제회계연구**, 74, pp.193-218.
- Bainbridge, S. M.(2006), “Director primacy and shareholder disempowerment,” *Harvard Law Review*, 119, pp.1735-1758
- Beasley, Mark S.(1996), “An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud,” *Accounting Review*, pp.443-465.
- Bebchuk, L. A.(2005), “The Case for Increasing Shareholder Power,” *Harvard Law Review*, 118, pp.1-65.
- Bebchuk, Lucian, Alma Cohen, and Allen Ferrell. (2008), “What matters in corporate governance?,” *The Review of Financial Studies*, 22(2), pp. 783-827.
- Beekes, W., Pope, P., and Young, S.(2004), “The link between earnings timeliness, earnings conservatism and board composition: evidence from the UK,” *Corporate Governance: An International Review*, 12(1), pp.47-59.
- Bills, K. L., Jeter, D. C., and Stein, S. E.(2015), “Auditor industry specialization and evidence of cost efficiencies in homogenous industries,” *The Accounting Review*, 90(5), pp.1721-1754.
- Bradshaw, M., Bushee, B., and Miller, G.(2004). “Accounting choice, home bias, and US investment in non US firms,” *Journal of Accounting Research*, 42(5), pp.795-841.
- Bushman, R., Chen, Q., Engel, E., and Smith, A. (2000), “The sensitivity of corporate governance systems to the timeliness of accounting earnings,” *Social Science Research Network Electronic Paper Collection*.
- Callao, S., Jarne, J. I., and Laínez, J. A.(2007), “Adoption of IFRS in Spain: Effect on the comparability and relevance of financial reporting,” *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 16(2), pp.148-178.
- Chang, J. C., and Sun, H. L. (2010), “Does the disclosure of corporate governance structures affect firms’ earnings quality?,” *Review of Accounting and Finance*, 9(3), pp.212-243.
- Chen, Z., Ke, B., and Yang, Z. (2013), “Minority shareholders’ control rights and the quality of corporate decisions in weak investor protection countries: A natural experiment from China,” *The Accounting Review*, 88(4),

- pp.1211-1238.
- Christensen, H. B., Hail, L., and Leuz, C.(2013), "Mandatory IFRS reporting and changes in enforcement," *Journal of Accounting and Economics*, 56(2-3), pp.147-177.
- Covrig, V. M., Defond, M. L., and Hung, M.(2007), "Home bias, foreign mutual fund holdings, and the voluntary adoption of international accounting standards," *Journal of Accounting Research*, 45(1), pp.41-70.
- Dechow, P. M., Sloan, R. G., and Sweeney, A. P. (1995), "Detecting earnings management," *Accounting Review*, pp.193-225.
- De Franco, Gus, Sagar P. Kothari, and Rodrigo S. Verdi(2011), "The benefits of financial statement comparability," *Journal of Accounting Research*, 49(4), pp.895-931.
- Fang, V. W., Maffett, M., and Zhang, B.(2015), "Foreign institutional ownership and the global convergence of financial reporting practices," *Journal of Accounting Research*, 53(3), pp.593-631.
- Ferri, F., and Sandino, T.(2009), "The impact of shareholder activism on financial reporting and compensation: The case of employee stock options expensing," *The Accounting Review*, 84(2), pp.433-466.
- Francis, J. R., Pinnuck, M. L., and Watanabe, O. (2014), "Auditor style and financial statement comparability," *The Accounting Review*, 89 (2), pp.605-633.
- Gillan, S., and Starks, L. T.(2003), "Corporate governance, corporate ownership, and the role of institutional investors: A global perspective," *Journal of applied Finance*, 13(2).
- González, J. S., and García-Meca, E.(2014), "Does corporate governance influence earnings management in Latin American markets?," *Journal of Business Ethics*, 121(3), pp. 419-440.
- Hadani, M., Goranova, M., and Khan, R.(2011), "Institutional investors, shareholder activism, and earnings management," *Journal of Business Research*, 64(12), pp.1352-1360.
- Heckman, J. J.(1976), "The common structure of statistical models of truncation, sample selection and limited dependent variables and a simple estimator for such models," In *Annals of Economic and Social Measurement*, 5(4), pp. 475-492. NBER.
- Iraya, C., Mwangi, M., and Muchoki, G. W.(2015), "The effect of corporate governance practices on earnings management of companies listed at the Nairobi securities exchange," *European Scientific Journal*, 11(1).
- Jalil, A. A., and Rahman, R. A.(2010), "Institutional investors and earnings management: Malaysian evidence," *Journal of Financial Reporting and Accounting*.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H.(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Klein, A.(2002), "Audit committee, board of director characteristics, and earnings management," *Journal of Accounting and Economics*, 33 (3), pp.375-400.
- Klein, A.(2002), "Economic determinants of audit committee independence," *The Accounting Review*, 77(2), pp.435-452.
- Lang, M., Maffett, M., and Owens, E.(2010), "Earnings comovement and accounting comparability: The effects of mandatory IFRS adoption,"

- working paper
- Love, I., and Klapper, L.(2002), "*Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets*," The World Bank.
- Peasnell, Ken V., Peter F. Pope, and Steve Young (2000), "Detecting earnings management using cross-sectional abnormal accruals models," *Accounting and Business Research* 30(4), pp.313-326.
- Ridley, K., & Menon, R.(2009), "Investors in UK brace to take on boards," *Reuters*. (November 26).
- Scannell, K.(2009), "Policy makers work to give shareholders more boardroom clout," *The Wall Street Journal*. (March 26).
- Vafeas, Nikos(2005), "Audit committees, boards, and the quality of reported earnings," *Contemporary Accounting Research*, 22(4), pp. 1093-1122.
- Vascellaro, J. E., and Tibken, S.(2008), "Yahoo, Icahn settle proxy battle in wake of rejected Microsoft offer," *The Wall Street Journal*. (July 21).
- Vintilă, G., Onofrei, M., and Gherghina, C.(2015), "The effects of corporate board and CEO characteristics on firm value: Empirical evidence from listed companies on the Bucharest stock exchange," *Emerging Markets Finance and Trade*, 51(6), pp.1244-1260.
- Xie, Biao, Wallace N. Davidson III, and Peter J. DaDalt(2003), "Earnings management and corporate governance: the role of the board and the audit committee," *Journal of Corporate Finance*, 9(3), pp.295-316.



## The Effect of Shareholders' Surveillance against Top Management on Financial Statements Comparability

Jeongtaek Kim\* · Wooseok Choi\*\*

### Abstract

This study examines the effect of corporate governance designed to alleviate agency problems on accounting information quality, extending existing research in two aspects. First, while prior research on corporate governance has focused on the board of directors or the audit committee, this study focuses on shareholders. Second, the financial statements comparability is used as a proxy for accounting information quality. The reason why we conjecture that the cross-sectional comparability of accounting information will vary according to the degree of shareholder power against the top management is as follows. The top management, the agent, will change his or her behavior depending on the degree of surveillance of the shareholder, the owner. Meanwhile, ordinary shareholders who have less expertise than professional investors or foreign investors who have less understanding of accounting-related regulations and practices than domestic investors are more likely interested in the comparability of accounting information in order to reduce information processing costs and thereby improve investment efficiency. Therefore, in an environment where this type of shareholders exert a strong influence on top management, they will require a firm to build an accounting system that can produce comparable accounting information in both cross-sectional and time-series manners.

In this study, we use (1) the level of protection for ordinary shareholder rights and (2) the relative portion of shares of foreign investors as the proxies for the monitoring environment against top management. The financial statements comparability is measured according to the method introduced in De Franco et al.(2011).

---

\* Korea University Business School, First Author

\*\* Korea University Business School, Corresponding Author

The results show that companies whose ordinary shareholders are protected more strongly have a significantly higher financial statements comparability, suggesting that shareholders' monitoring can play an important role in producing relevant accounting information. In particular, the financial statements comparability appears to be closely related to voting rights rather than economic rights, suggesting that in order to produce useful accounting information, companies should focus on improving the effectiveness and convenience of voting rights of ordinary shareholders. On the other hand, foreign investors ownership itself does not have a significant effect on the financial statements comparability. This result appears to deviate from the previous studies documenting that there is a positive relationship between the foreign investor ownership and the quality of accounting information. It is presumed to be due to the fact that the financial statements comparability is relatively ineffective attribute for foreign investors, most of which are institutional investors, because it is not a direct measure of accounting information, but rather a attribute to improve the investment efficiency. Given this fact, our findings are not necessarily in conflict with prior studies.

This study provides related studies with a new perspective by focusing on shareholders that have not been covered much in corporate governance research, and investigating the association between shareholders power and financial statements comparability that might be of interest to ordinary shareholders and foreign investors. Given that the emphasis is more and more on providing capital market participants with relevant information to help their investment decision making, the findings of this study, which suggests several important considerations in the process of corporate governance design, have practical and policy implications.

Key words: financial statements comparability, ordinary shareholder rights, minority shareholder rights, foreign investors, corporate governance

- 
- 저자 김정택은 현재 고려대학교 경영대학 회계학 박사과정에 재학 중이다. 서울대학교 경영대학을 졸업하고 동대학원에서 석사학위를 취득하였다. 관심연구분야는 기업지배구조, 회계감사, 공시 등이다.
  - 저자 최우석은 현재 고려대학교 경영대학 교수로 재직중이다. 고려대학교 경영대학을 졸업하고, 미국 University of Texas at Austin에서 회계학 석사학위, Michigan State University 에서 경영학 박사학위를 취득하였다. 관심분야는 재무보고 및 공시, 기업지배구조, 기업은행관계 등이다.