

기업지배구조와 이익의 질*

최정호
홍익대학교 경영대학
(junghc@hongik.ac.kr)

본 연구에서는 우리나라 기업의 지배구조 개선을 지원하기 위해서 설립된 한국기업지배구조개선지원센터가 평가한 지배구조점수와 회계이익의 질과의 관련성을 분석하였다. 회계이익의 질은 회계정보의 신뢰성 평가에 가장 중요한 요소이며, 최근 이에 관한 많은 연구가 실시되고 있다. 본 연구에서 회계이익의 질은 유동발생이 현금흐름으로 실현되는 과정에서 발생한 오차로 측정하였고, 지배구조가 강화된 기업은 회계이익의 질이 높다는 가설을 설정하고 이를 검증하였다. 연구설계에서는 지배구조의 내생성을 고려하여 2단계회귀분석(2SLS)을 이용하였다. 이러한 과정에서 먼저 Probit 모형에 의해서 지배구조점수의 확률 값을 추정한 후에 이 값을 지배구조와 이익의 질과의 관련성을 분석하는 모형의 독립변수에 포함하여 연구모형을 추정하였다.

연구결과, 공시수준이 높을수록 그리고 경영의 과실배분에 관한 점수가 높을수록 회계이익의 질이 높은 것으로 나타나 가설의 타당성이 입증되었다. 이러한 결과는 지배구조의 내용을 사업보고서에 상세하게 공시하고, 재무제표와 같은 기업정보의 공시빈도가 높아 경영투명성이 높은 기업과 주주에 대한 배당실적이 높은 기업일수록 이익의 질도 높다는 것을 의미한다. 이는 공시수준이 높을수록 자본비용이 감소한다는 선행연구 결과를 이론적으로 설명하는 증거라고 할 수 있다.

주제어: 기업지배구조, 이익의 질

1. 서론

기업이 제공하는 여러 가지 정보 중에서 재무제표에 포함된 회계정보는 기업외부에 있는 이해관계자의 의사결정에 있어서 가장 핵심적인 정보라고 할 수 있다. 재무제표를 통하여 전달된 회계정보는 투자자의 기업가치 평가와 금융기관의 대출결정시 중요한 자료로 활용된다. 회계정보가 이러한 역할을 충분히 수행하기 위해서는 무엇보다도 과거의 의사결정결과를 객관적이고 투명하게 반영함으로써 신뢰성이 확보되어야 한다. 미국의 재무회계기준위원회(FASB)는 회계정보의 유용성을 충족시키기

위한 가장 중요한 속성으로 목적적합성과 신뢰성을 들고 있다(FASB, 1978). 그러나 경영자는 때때로 자신들의 이익을 위해서 회계정보를 왜곡하려는 경제적 유인을 갖는 경우가 있다. 그 동안 우리나라의 적지 않은 기업들이 자신들의 부실을 은폐할 목적으로 회계분식을 행하여 회계정보에 대한 신뢰성이 크게 저하되고 사회적으로도 많은 물의를 초래한 바 있다.¹⁾ 이와 같은 회계부정사건은 비단 우리나라에게만 국한되지 않고 회계가 가장 투명하다는 미국에서도 발생한 바 있다. 지난 2000년대 초 엔론, 월드컴 및 제록스와 같은 대기업이 부채를 누락하고, 수익을 과다계상하거나 또는 비용지출을 축소하여 가공이익을 계상하는 등의 회계부

논문접수일: 2006. 8 게재확정일: 2007. 3

* 이 논문은 한국기업지배구조개선지원센터의 자료와 연구비 지원에 의해서 작성되었다.

1) 예를 들면, 지난 1997년 말 의환위기가 발생하기 이전에 한보와 대우, 그리고 2000년대 초 SK글로벌과 같은 대기업은 막대한 금액의 회계분식을 통하여 기업부실을 은폐함으로써 투자자와 채권자들에게 큰 피해를 입혔을 뿐만 아니라 국가 경제 전체에게도 많은 손실을 가져왔다.

정을 저질러 해당기업이 재무적 곤경에 처하고 해당기업을 감사한 회계법인이 파산되는 등의 사태가 발생하였다.

투자자들은 회계이익을 다른 어떤 성과지표(배당, 현금흐름 또는 영업이익)보다 중요한 기업정보로 판단하고 있다는 증거는 여러 실증연구(Biddle et al., 1995; Francis et al., 2003; Liu et al., 2002)에서 밝혀지고 있다. 또한 경영자들은 투자자나 재무분석가들이 회계이익을 가장 핵심적인 업적평가지표로 여기고 있다고 생각하는 것으로 설문조사 결과 나타나고 있다(Graham et al., 2003). 회계이익에는 경영자의 재량적 판단에 의해서 결정되는 발생항목이 포함된다. 이러한 재량적 발생은 미래현금흐름에 관한 경영자의 사적 정보(private information)를 반영하기 때문에 기업가치에 대한 신호(signal) 역할을 수행하여 회계이익의 질과 정보성을 제고시킨다. 그러나 이러한 회계발생은 경영자의 이익조정수단으로 악용될 가능성도 있어 회계정보의 유용성 측면에서 긍정적인 면과 부정적인 측면을 모두 갖는다. 최근 국내와 외국에서 발생한 대형 회계부정사건으로 인하여 회계투명성이 강조됨에 따라서 학계, 실무계 및 정책당국자는 회계이익의 질에 대해서 많은 관심을 갖게 되었다. 회계이익의 질은 2003년도 미국회계학회에서 연구주제로 선정되어 이에 대한 심포지엄이 개최된 바 있다.

기업의 지배구조는 주주, 경영자, 채권자 및 종업원 등 기업의 많은 이해집단간의 관계를 규정하는 규범이며, 행동양식이다(이영기, 1996). 기업

의 지배구조는 경영자에 의한 경영기능, 이사회와 감사위원회에 의한 감독기능, 외부감사인의 감사기능, 규제기관 등에 의한 감시기능 및 투자자나 채권자 등과 같은 정보이용자에 의한 이용자 기능 등을 수행하는 모든 참가기관간의 상호작용을 포함하는 개념이다. 이와 같이 기업지배구조는 기업의 최고경영자에 대한 감시와 감독기능의 메카니즘을 포함하기 때문에 회계의 투명성과 신뢰성과 직결되며 회계분석과 이익조정을 억제하는 주요한 요소로 인식된다(Klein, 1998; Agrawal and Knoeber, 1996).

의환위기 이후 경영투명성과 회계투명성이 중요한 패러다임으로 등장함에 따라서 기업지배구조를 개선하기 위한 여러 가지 제도가 도입되었고 이에 대한 관심이 크게 높아졌다. 이러한 추세에 발맞추어 지난 2002년에 한국기업지배구조개선지원센터(이하 지배구조개선센터로 칭함)가 증권거래소에 설립되었다. 이 기구는 상장 및 등록기업의 지배구조를 평가하고, 지배구조와 관련된 각종 연구와 정책건의를 통하여 국내기업의 지배구조 개선을 지원하기 위해서 설립되었다. 지배구조개선센터는 지난 2003년 이후 매년 상장법인 또는 등록법인의 지배구조를 평가하여 우수기업을 표창하고 있다(한국기업지배구조개선지원센터, 2004). 본 연구에서는 지배구조개선센터가 조사한 평가점수와 회계이익의 질(earnings quality)과의 관련성을 분석하였다.²⁾ 기업지배구조가 우수한 기업은 투명한 경영이 이루어지기 때문에 경영자의 고의적인 이익조정 행위가 감소한다. 따라서 경영자의 재량에 의해서

2) '이익의 질'이라는 용어는 학계나 실무계에서 광범위하게 사용되고 있으나 이에 대한 명확한 정의는 찾아 볼 수 없다. Schipper and Vincent(2003)는 히스개념에 의한 이익(Hicksian income)을 얼마나 잘 충실히 표현할 수 있는가로 정의하여 이익의 질을 경제적 개념으로 접근하고 있다. 저자들은 이익의 질에 대한 측정치로서 이익의 지속가능성, 예측가능성, 변동성, 순이익에 대한 영업현금흐름의 비율, 총발생의 증감액 및 재량적 발생액 등으로 다양하게 제시하고 있다. 본 연구에서 사용한 이익의 질에 대한 개념은 뒤에서 구체적으로 설명할 예정이다.

계상되는 발생액의 예측오차가 적어 회계이익의 질이 높을 것으로 기대된다.

연구결과, 공시수준이 높을수록 그리고 경영의 과실배분에 관한 점수가 높을수록 회계이익의 질이 높은 것으로 나타나 가설의 타당성이 입증되었다. 이러한 결과는 지배구조의 내용을 사업보고서에 상세하게 공시하고, 재무제표와 같은 기업정보의 공시빈도가 높아 경영투명성이 높은 기업과 주주에 대한 배당실적이 높은 기업일수록 이익의 질도 높다는 것을 의미한다.

기업지배구조와 회계정보와의 관련성에 대한 선행연구에서는 주로 이사회 및 감사위원회에 대한 분석이 이루어져 왔다. 이와 같은 연구는 주로 감사위원회와 사외이사제도의 도입 또는 그의 구성과 특성(독립성, 전문성 및 활동성)이 회계정보의 신뢰성과 유용성에 미치는 영향을 조사하는 연구가 대부분이다. 이러한 연구결과, 사외이사제도 또는 감사위원회제도의 도입 자체보다는 그의 독립성과 활동성과 같은 특성이 회계정보의 신뢰성과 유용성에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구에서는 기업지배구조의 단편적인 면만을 분석한 선행연구와 달리 지배구조개선센터가 매년 평가하는 지배구조점수와 회계정보의 질과의 관련성을 분석하였다. 지배구조의 평가항목에는 이사회뿐만 아니라 주주의 권리보호, 공시, 감사기구 및 경영과실배분 등 다양한 측면이 포함되기 때문에 이사회 또는 감사위원회의 구성만을 분석한 선행연구보다 훨씬 더 포괄적인 변수측정이 가능하여 보다 타당성있는 연구결과를 기대할 수 있다.

선행연구는 대부분 기업지배구조를 외생변수로 가정하고 회계정보의 신뢰성과의 관련성을 분석하였다. 본 연구에서는 이와는 달리 기업지배구조와 관련성이 있다고 보고된 변수를 이용하여 지배구조

점수를 예측한 후 이를 도구변수로 사용하여 기업지배구조와 이익의 질과의 관련성을 분석하는 2단계 회귀분석(two-stages least square regression, 2SLS)을 실시한 점이 선행연구와 차이가 있다.

기업의 지배구조를 개선하고 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위하여 실시된 여러 가지 제도개선은 사회적으로 많은 비용의 지출을 초래하며, 이해관계자들에게 미치는 영향이 매우 크다. 그럼에도 불구하고 이러한 제도개선이 이루어진 후 기업지배구조를 종합적으로 평가한 자료와 회계정보와의 관련성을 실증적으로 검증하는 연구가 별로 이루어지지 않고 있다. 본 연구는 기업지배구조평가결과의 또 다른 활용방안을 모색하는 연구로서의 의미를 갖는다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서 기업의 지배구조와 회계정보와의 관련성에 관한 선행연구를 검토한 후, 이에 근거하여 연구가설을 설정한다. 제3장에서는 가설을 검증하기 위한 연구설계로서 연구모형의 제시와 변수 측정 및 표본기업의 선정에 관하여 기술한다. 제4장에서는 연구결과의 분석이 실시되고, 마지막으로 제 5장에서 연구결과의 요약 및 결론이 제시된다.

II. 선행연구와 가설설정

기업지배구조와 회계정보의 신뢰성에 대한 선행연구는 주로 감사위원회를 대상으로 하여 실시되었다. 그 이유는 감사위원회가 회계정보와 가장 밀접한 관계를 갖는 기업의 내부 감독기관이기 때문이다. 이러한 실증연구는 감사위원회 도입의 효과를 분석한 연구와 그의 특성과 회계정보의 관련성을

분석한 연구로 구분된다. 먼저 감사위원회제도의 도입효과에 대한 연구로서, McMullen(1996)은 감사위원회가 내부통제기구로서 효과가 있는지를 실증적으로 분석하였다. 그는 1982년부터 1988년까지 AMEX와 NASDAQ에 속한 기업을 대상으로 다섯 가지 형태의 부정적인 회계사건에 관련된 표본 기업과 무작위로 선정한 통제 기업간에 감사위원회 설치 빈도의 차이가 있는지를 분석하였다. 연구결과, 감사위원회가 설치되어 있는 경우 허위 재무보고에 대한 주주의 소송, 분기보고서상 이익의 수정, 증권거래위원회의 제재, 경영자의 불법행위 및 회계에 관한 회사와 감사인간의 분쟁으로 인한 감사인의 교체가능성이 감소하는 것으로 나타났다.

이러한 연구와 달리, 다음은 감사위원회의 특성과 회계정보의 신뢰성과의 관계를 분석한 연구들이다. Menon and Williams(1994)는 감사위원회의 회의개최 횟수와 감사위원회의 구성을 이용하여 감사위원회 효율성을 조사하였다. 조사 결과, 독립적인 감사위원의 수가 많을수록 감사위원회가 더욱 활성화되는 경향이 있고, 기업규모가 클수록 감사위원회의 개최횟수가 증가하는 것으로 나타났다. McMullen and Raghunandan(1996)은 SEC로부터 제재를 받거나 분기별이익을 크게 수정한 기업과 무작위로 선정한 기업간에 감사위원회의 구성면에서 차이가 있는지를 분석하였다. 저자들은 두 집단간에 감사위원이 독립적인 사외이사만으로 구성되어 있는지와 감사위원에 공인회계사가 포함되어 있는지의 여부의 차이를 조사하였다. 연구결과, 감사위원회의 독립성과 전문성이 재무보고상의 문제점을 감소시키는데 기여하고 있음이 관측되었다. 또한 Beasley(1996)와 Beasley et al.(1999)도 회계분식 발생 가능성이 감사위원회의 독립성 여부에 따라서 달라지는가를 조사하였다. 연구결과, 감

사위원회의 존재 여부는 회계분식의 발생빈도와 관계가 없는 것으로 나타났다. 그러나 감사위원회의 구성원 중에서 독립적인 사외이사의 비율이 높을수록, 사외이사의 주식소유비율이 높을수록, 사외이사의 근무경력이 많을수록, 그리고 타 회사의 사외이사를 겸직하는 이사의 수가 적을수록 회계분식의 가능성이 감소하는 것으로 나타났다.

Klein(2002)은 S&P 500에 등재된 기업을 대상으로 하여 감사위원회의 구성과 이익조정과의 관계를 분석하였다. 그는 감사위원회가 독립적일수록 당기순이익에 포함되어 있는 비정상발생(abnormal accruals)이 적을 것이라는 가설을 검증하였다. 연구결과, 사외이사 비중이 낮을수록 비정상발생액이 더 많이 계상되는 것으로 나타났다. 이상과 같은 연구결과를 종합하면, 감사위원회가 효과적인 감독기구의 역할을 수행하기 위해서는 무엇보다도 독립성이 중요하다는 것을 알 수 있다. 이 외에도 감사위원회가 회계에 대한 전문적인 지식을 지닌 회계전문가로 구성되어야 하며, 빈번한 회의를 개최하는 등 활발한 운영도 효과적인 감사위원회의 요건으로 지적되고 있다.

한편, 국내의 감사위원회와 관련된 논문은 다음과 같다. 먼저 손성규 등(2004)은 감사위원회가 과거의 회계오류의 발견과 보고에 효과적인가를 감사위원회의 특성을 중심으로 분석하였다. 연구결과, 감사위원회의 특성인 독립성, 전문성 및 활동성 중에서 활동성만이 전기회계오류의 발견과 보고와 관련성을 갖는 것으로 나타나 활발한 감사위원회의 운영이 중요한 것으로 관측되었다.

이상철과 이경태(2003)는 감사위원회의 도입여부 및 감사위원회의 특성에 따라 회계정보의 품질에 차이가 있는지를 연구하였다. 저자들은 이 연구에서 감사위원회를 설치한 기업이 그렇지 않은 기

업보다 재량적 발생액을 통한 이익조정이 적은가를 조사하였다. 연구결과, 감사위원회 도입 자체는 이익조정을 감소시키지 않는 것으로 나타났다. 그러나 감사위원회 구성원 중 사외이사비율이 증가함에 따라서 이익조정이 감소하며, 이사회와 독립성 및 소유집중도에 따라 감사위원회의 효과가 달라짐을 확인하였다. 구체적으로는 이사회가 과반수 이상의 사외이사로 구성될수록, 그리고 소유집중도가 높을수록 감사위원회의 사외이사비율이 이익조정에 미치는 영향이 더 큰 것으로 나타났다.

박종일 등(2003)도 감사위원회 및 이사회 특성과 이익조정의 관련성을 조사하였다. 재량적 발생액을 이익조정의 대용치로 사용하여 연구한 결과, 이사회와 독립성, 그리고 감사위원회의 경우 독립성과 전문성이 각각 기업의 이익조정에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 전규안 등(2004)은 감사위원회 설치여부가 기업의 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 저자들은 이익조정의 대용치로 수정된 Jones 모형에 의한 재량적 발생액을 이용하였다. 분석 결과, 감사위원회 설치기업의 경우 재량적 발생액은 도입 이후에도 감소하지 않았다. 그리고 이익조정의 정도가 감사위원회를 설치한 기업과 설치하지 않은 기업간에 차이가 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 감사위원회를 의무적으로 설치한 기업과 자율적으로 설치한 기업간의 비교에서도 그대로 나타났다. 저자들은 이러한 결과를 감사위원회가 아직 정착되지 않았거나 운영이 미숙하기 때문인 것으로 해석하였다.

최근에 수행된 연구로서, 이화진과 문상혁(2005)은 감사위원회와 이사회구성 특성, 외부감사인 및 소유구조로 측정된 지배구조와 이익의 질과의 관련성을 조사하였다. 연구결과, 사외이사의 전문성과 활동성이 높을수록 그리고 외국인투자지분율

이 높을수록 보고이익의 질이 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 이 연구에서는 지배구조를 측정하기 위해서 극히 제한된 내부감독체계만을 고려하였으며, 이익의 질과 지배구조간의 내생성을 고려하지 못한 한계점이 있다. 그리고 최현돌과 윤재원(2006)은 본 연구와 유사하게 지배구조개선센터의 자료로 지배구조지수를 산출하고 회계정보의 보수성과의 관련성을 조사하였다. 연구결과, 종합적인 지배구조수준지표 중 공시수준이 높을수록 회계정보의 보수성이 증가하는 것으로 나타났다. 이 연구의 한계점으로는 회계정보의 보수성을 측정하기 위해서 발생항목을 비영업발생항목으로 측정하여 측정오차를 피할 수 없으며, 앞의 연구와 같이 지배구조의 내생성을 고려하지 못한 문제점이 있다.

이상에서 검토한 대부분의 연구에서는 이사회 또는 감사위원회와 회계정보와의 관계를 실증적으로 분석하고 있다. 두 기관이 회계정보의 제공과 가장 밀접한 관련성을 갖고 있지만 기업의 회계투명성은 다른 많은 요소에 의해서도 결정된다. 본 연구에서는 이와 같은 단편적이고 불완전한 변수측정을 바탕으로 실시한 연구와는 달리 지배구조개선센터가 매년 평가하는 지배구조점수와 회계정보와의 관련성을 분석함으로써 보다 타당한 연구결과를 기대할 수 있다.

연구목적에 달성하기 위해서 기업지배구조평가결과와 회계정보의 특성을 중심으로 다음과 같은 가설이 설정되었다. 이러한 가설은 앞에서 언급한 선행연구의 결과에 근거하여 설정되었다. 선행연구의 결과에 따르면, 대체로 기업의 내부감독기구(이사회와 감사위원회)의 구성원이 독립적이며 전문성을 지니고 있는 인사로 구성되어 있으며, 회의 개최빈도가 높아 활발하게 운영하고 있는 경우에 경영자의 이익조정행위가 감소하고 회계부정사건이 감소하는 등 회계정보의 질이 높은 것으로 나타났다. 따라서 두

감독기구를 포함한 더 많은 내용의 지배구조평가항목을 포함하여 산출한 기업지배구조평가점수가 높을수록 회계이익의 질이 높을 것으로 예상된다.

가설: 기업지배구조점수가 높은 기업일수록 회계이익의 질이 높을 것이다.

III. 연구의 설계

3.1 연구모형과 변수측정

본 연구에서 설정한 기업지배구조와 회계이익의 질과의 관련성에 관한 가설을 검증하기 위한 연구설계에서 우선적으로 고려해야 할 사항은 기업지배구조변수가 외생변수(exogenous variable)가 아니라 내생변수(endogenous variable)라는 점이다. 기업지배구조는 기업규모와 같은 기업 고유의 경제적 요인에 의해서 결정되는 내생변수이다(Durnev and Kim, 2004; Black et al., 2006). 지배구조와 회계이익의 질과의 관련성을 검증하기 위한 연구설계에 있어서 이러한 지배구조의 내생성을 무시하면 모형설정의 오류(misspecification)에 의한 생략변수편의(omitted variable bias)가 발생할 가능성이 있다(Maddala, 1983). 따라서 본 연구에서는 지배구조의 이러한 내생성 문제를 해결하기 위해서 1단계에서 도구변수(instrumental variables)를 사용하여 우량한 지배구조점수를 갖

는 확률을 probit 모형으로 추정한 다음, 제 2단계에서 그 확률 값을 이용하여 지배구조와 이익의 질과의 관련성을 나타내는 회귀모형을 추정하는 2단계 회귀분석(2SLS, two-stages least square regressions)을 실시하였다.

3.1.1 기업지배구조의 결정요인

기업지배구조는 기업이 처해있는 여러 가지 환경 및 경제적 요인 등에 영향을 받는 내생변수라고 할 수 있다. Durnev and Kim(2004)은 그 요인으로서 성장성, 외부금융의 필요성 및 내부지분율을 제시하였으나 Doidge et al.(2004)의 연구에서는 그러한 변수가 유의성이 없는 것으로 나타났다. 본 연구에서는 우리나라 기업지배구조의 결정요인으로 Black et al.(2006)이 제시한 다음과 같은 변수들을 포함하는 모형을 설정하였다.

모형 (1)에서 종속변수는 지배구조개선센터가 조사한 지배구조점수를 의미한다. 지배구조점수는 종합점수와 각각의 세부항목별 점수로 구분하여 각각을 산업별 중위값과 비교하여 높은 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0으로 측정하는 명목변수의 형태로 사용한다. 지배구조센터는 매년 공시자료와 설문조사를 통하여 지배구조점수를 조사하고 있다. 조사대상 문항은 (1)주주의 권리보호, (2)이사회 특징, (3)공시(경영투명성), (4)감사기구 및 (5)경영의 과실배분 등 다섯 가지 부분으로 구성되어 있다.³⁾ 그러나 감사기구의 경우 대부분 조사항목이 총 자산 2조 이상의 감사위원회가 설치된 기업에만 해당되기 때문에

3) 한국기업지배구조개선센터는 매년 상장기업을 대상으로 공시자료와 설문조사에 의해서 이러한 다섯 가지 항목으로 구성된 세부문항에 의해서 지배구조점수를 조사하여 해당 기업에 통보하고 있으며, 지배구조가 우수한 기업을 선정하여 표창하고 있다. 이러한 자료는 기업지배구조에 관한 가장 객관적이고 공신력이 있는 자료이기 때문에 최근 많은 연구(예컨대 최현들과 윤재원, 2006; 신현한 등, 2004)에서 이용되고 있다.

본 연구에서는 분석대상에서 제외하였다.

모형 (1)은 종속변수가 명목변수로 측정된 probit 모형이다. 이 모형은 기업지배구조의 내생성을 고려하기 위한 것이다. 본 연구에서 이를 감안하여 2단계최소자승법(2SLS)의 기법을 사용하였다. 먼저 제 1단계에서는 모형 (1)에 의해서 추정한 지배구조점수가 우량할 확률을 추정하고, 제2단계에서는 이렇게 추정한 확률을 모형 (2)의 지배구조점수로 사용하였다. 이러한 기법은 Heckman (1979)의 Inverse Mills Ratios를 사용하여 선택편의(selection bias)를 검증하기 위한 기법과 매우 유사하다. 이는 제 1단계에서 선택편의를 조사하기 위해서 Inverse Mill Ratio을 산출한 다음, 이 값을 제 2단계의 모형에 통제변수로 추가하는 Heckman(1979)의 2SLS에 비해서 여러 가지 장점을 갖고 있으며(Barnow et al., 1980; Wooldridge, 2002), 선행연구(Cohen, 2003)에서 사용하였다.⁴⁾

$$\begin{aligned}
 SCORE_i = & \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 FIRM RISK \\
 & + \beta_3 PPE + \beta_4 SIZEDUM + \beta_5 RD \\
 & + \beta_6 ADV + \beta_7 ROA + \beta_8 LEV \\
 & + \beta_9 OWN + \sum_{i=10}^{20} \beta_i ICODE_i + \nu \quad (1)
 \end{aligned}$$

모형 (1)에서 변수의 정의는 다음과 같다.

- SCORE₁ : 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수
 (산업별 중위값 보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0)
 SCORE₂ : 이사회 특징에 관한 지배구조점수

- (산업별 중위값 보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0)
 SCORE₃ : 공시에 관한 지배구조점수
 (산업별 중위값 보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0)
 SCORE₄ : 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수
 (산업별 중위값 보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0)
 CONSCORE : 환산한 종합점수
 (산업별 중위값 보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0)
 SIZE : 기업의 규모(총자산의 자연로그 값)
 FIRM RISK : 기업의 위험
 PPE : 자본집약도(상각대상유형자산/매출)
 SIZEDUM : 기업규모더미
 RD : 연구개발비지출비율(연구개발비/매출)
 ADV : 광고선전비지출비율(광고선전비/매출)
 ROA : 수익성(당기순이익/총자산)
 LEV : 차입금의존도(부채/총자산)
 OWN : 대주주 1인 지분율
 ICODE : 산업더미

모형 (1)에서 CONSCORE는 지배구조 세부항목의 상대적 중요성을 알 수 없기 때문에 세부항목별 점수인 SCORE1에서 SCORE4까지를 각각 100점 만점으로 환산하고 여기에 0.25를 곱하여 합계한 종합점수를 의미한다.

모형 (1)에는 선행연구에 근거하여 여러 가지 통제변수가 포함되었다. 기업규모(SIZE)는 총자산의 자연대수로 측정되며, 대규모기업은 경영이 복잡하기 때문에 보다 강화된 지배구조가 필요하기 때문에 포함되었다. 기업의 위험(FIRM RISK)은 위험한 기업일수록 더욱 강력한 통제와 감시가 필요하기 때문에 포함되었으며, 2년간의 주별수익률의 표준편차로 측정되었다. 자본집약도(PPE)는 유형자산에 대한 투자비중이 높은 기업은 무형자산에 대

4) 이 기법은 모형의 잔차에 대해서 정규분포의 가정이 필요가 없고, 1단계에서 추정한 확률은 모형에 포함된 변수와 비선형함수(nonlinear function)이기 때문에 일관성 있는 계수 추정이 가능하다(Maddala 1983). 본 연구에서는 기업지배구조의 내생성을 검증하기 위해서 모형 (1)에서 inverse Mills ratios를 산출하여 모형 (2)의 통제변수에 추가하여 통계적인 유의성을 검증한 결과, 일부 모형의 추정에서 통계적으로 유의한 것으로 나타나 내생성이 존재함을 확인하였다.

한 투자비중이 높은 기업에 비해서 투자자들이 감시하기가 용이하기 때문에 강력한 지배구조의 필요성이 줄어들어 고려되었다.

기업규모더미(SIZEDUM)는 총자산이 2조원 이상이면 1, 그렇지 않으면 0으로 측정되었다. 이 변수가 포함된 이유는 우리나라 상장기업의 경우 자산이 2조 이상이면 지배구조와 관련하여 정부로부터 많은 규제를 받기 때문에 지배구조에 많은 영향을 미칠 것으로 예상되기 때문이다. 예를 들면, 그러한 기업은 50% 이상의 사외이사를 선임하여야 하며, 3인 이상의 사외이사로 구성되는 감사위원회(사외이사 비율 2/3)를 상법 상의 감사 대신에 반드시 설치하여야 한다. 또한 2005년부터 도입된 기업집단소송제도도 총자산 2조원 이상인 상장기업에 우선적으로 도입된 바가 있다.

연구개발비지출비율(RD)와 광고선전비지출비율(ADV)이 포함된 이유는 무형자산에 대한 투자집중도와 성장가능성이 높은 기업일수록 자본집약도(PPE)와는 반대로 투자자들이 기업을 감시하기가 곤란하여 보다 강력한 지배구조가 요구되기 때문이다. 수익성(ROA)은 기업지배구조와 우량할수록 수익성이 좋다는 선행연구(Gompers et al., 2003; 윤봉환과 오재영, 2005; 이화진과 문상혁, 2005)에 근거하여 통제변수로 포함되었다. 차입금 의존도(LEV)는 외부로부터의 차입금이 많을수록 채권자의 감시와 감독이 강화되어 지배구조에 대한 요구수준이 높아지므로 이에 상응하여 더 우량한 지배구조가 형성될 것이기 때문에 고려되었다. 마지막으로, 대주주지분율(OWN)은 소유집중도가 높은 기업일수록 경영자를 감독할 필요성이 줄어들기 때문에 지배구조가 강력할 필요성이 감소하여 통제변수로 포함되었으며, 지배구조와 음의 관계가 예상된다. 그 외에 산업별 더미변수는 다음의 <표

3)에서 제시된 바와 같이 지배구조점수가 산업별로 차이가 있기 때문에 산업별 효과를 통제하기 위해서 추가로 포함되었다.

3.1.2 기업지배구조와 이익의 질

기업지배구조와 이익의 질에 관한 가설을 검증하기 위해서 다음과 같은 다변량회귀모형이 설정되었다. 본 연구에서는 감사기구에 관한 것을 제외한 네 가지 항목에 대해서 조사한 항목별 점수와 이를 종합한 종합점수를 개별적으로 포함하는 축소모형(reduced models)과 네 가지 항목별 점수를 모두 포함하는 완전모형(full model)의 두 가지 형태의 모형이 설정되었다. 축소 모형은 이익의 질과 각 항목별 점수의 관련성을 검증하기 위함이며, 완전 모형은 각 항목별 점수의 증분효과(incremental effect)를 검증하기 위함이다.

$$EQ = \alpha_0 + \alpha_1 SCORE^*_i + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 CFO + \alpha_4 SALES + \alpha_5 CYCLE + \alpha_6 LOSS + \sum_{i=7}^{17} \alpha_i JCODE_i + \eta \quad (2)$$

모형 (2)에서 변수의 정의는 다음과 같다.

- EQ : 이익의 질
- SCORE1* : 모형 (1)로 추정된 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수 예측 확률
- SCORE2* : 모형 (1)로 추정된 이사회 특징에 관한 지배구조점수 예측 확률
- SCORE3* : 모형 (1)로 추정된 공시에 관한 지배구조점수 예측 확률
- SCORE4* : 모형 (1)로 추정된 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수 예측 확률
- CONSCORE* : 모형 (1)로 추정된 종합 지배구조점

수 예측 확률

SIZE	: 기업규모
CFO	: 현금흐름의 변동성
SALES	: 매출의 변동성
CYCLE	: 영업순환주기
LOSS	: 당기순손실 빈도
ICODE	: 산업더미
η	: 오차항

(1) 종속변수(EQ)

회계이익의 질(EQ)은 제 1장에서 언급한 바와 같이 선행연구에서 이익의 지속가능성, 예측가능성, 변동성, 순이익에 대한 영업현금흐름의 비율, 총발생의 증감액 및 영업현금흐름의 예측오차 및 재량적 발생액 등으로 다양하게 정의되고 있다 (Schipper and Vincent, 2003). 본 연구에서는 Dechow and Dichev(2002)가 제시한 유동발생(current accruals)으로 영업현금흐름을 예측하는데 발생하는 오차로 회계이익의 질을 측정하였다. 김문철과 최관(1999)은 우리나라의 주요 회계정보 이용자인 재무분석가, 신용분석가 및 공인회계사를 대상으로 이익의 지속성, 보수주의, 현금전환가능성, 이익의 변동성 및 이익의 예측가능성을 제시하고 이 중에서 가장 적합한 이익의 질 개념을 제시하라는 설문조사를 실시하였다. 모든 집단의 응답 결과, 이익의 지속성과 현금전환가능성이 가장 적합한 개념으로 조사되었다. 현금전환가능성은 회계이익에 포함된 발생항목이 영업현금흐름으로 전환되는 과정에서 발생하는 오차의 크기를 의미한다. 본 연구에서는 이익의 지속성은 시계열자료로만 측정할 수 있기 때문에 횡단면 분석이 가능한 현금전환가능성을 회계이익의 질로 측정하였다. 이와 같은 예측오차는 여러 연구(Francis et al., 2005; 나종길, 2004; 이화진과 문상혁, 2005 등)에서

이익의 질에 대한 대용변수로 이용되었다.

Dechow and Dichev(2002)가 회계이익의 질에 대한 대용변수로서 유동발생의 예측오차를 이용한 논거는 다음과 같다. 회계이익은 발생주의에 의해서 결정된다. 발생주의회계는 현금흐름이 갖는 수익과 비용인식의 시의성(timeliness)과 대응성(matching) 문제를 해소하여 회계이익이 기업성과를 보다 정확하게 나타나게 한다(FASB, 1978). 이러한 발생주의에 의해서 계상되는 발생항목은 어디까지나 경영자의 예측을 근거로 하기 때문에 실제 실현되는 금액과는 차이가 있다. 이러한 예측오차는 경제상황의 불확실성으로 인한 경영자의 부정확한 예측에서도 발생하지만 경영자가 회계이익을 고의적으로 왜곡하기 위한 이익조정행위의 결과로도 초래된다. 회계발생의 예측오차를 이러한 두 가지 원천에 따라서 정확하게 구분할 수는 없지만 경영자의 기회주의적인 이익왜곡행위에서 발생하는 예측오차가 더 많은 비중을 차지하며, 이에 관하여 많은 실증적 연구가 진행되고 있다. 회계발생이 미래에 정확히 현금흐름으로 실현되어 예측오차가 적은 경우에는 미래의 불확실성 또는 경영자의 고의적인 왜곡행위로 인한 부분이 적기 때문에 회계이익의 질이 높다고 할 수 있다. Dechow and Dichev는 이러한 이론적 근거를 바탕으로 하여 영업활동과 관련한 유동발생을 다음과 같이 3개연도의 영업현금흐름과 회귀분석하여 계산한 잔차항(ϵ_t)을 회계발생의 질을 평가하는 대용변수로 사용하였다. 저자들은 유동발생이 과거, 현재 그리고 미래에 현금으로 실현되는 정도를 회계발생의 질로 측정하였고, 유동발생이 현금흐름으로 실현되지 못하는 정도(ϵ_t)가 클수록 회계이익의 질이 그 만큼 낮은 것으로 평가하였다. 본 연구에서도 이와 동일하게 다음과 같이 모형 (3)을 횡단면으로 추정하여 잔차

(ϵ_t)의 절대 값으로 회계이익의 질을 측정하였다.

$$CA_t = a_0 + a_1CFO_{t-1} + a_2CFO_t + a_3CFO_{t+1} + \epsilon_t \quad (3)$$

CA : 영업활동에 관련된 유동발생액/평균총자산

CFO : 현금흐름표상의 영업현금흐름/평균총자산

ϵ_t : 잔차항

t : 2003년도

모형 (3)에서 잔차의 절대 값이 클수록 회계이익의 질이 낮음을 의미한다. 유동발생액은 다음의 식 (4)에 의해서 계산하였다. 잔차는 2003년도의 유동발생이 2002년, 2003년 및 2004년의 영업현금흐름으로 전환하는 과정에서 발생한 오차를 의미하며, 모형 (2)의 추정에서는 잔차 값 분포의 비정규성을 감안하여 순위로 전환하였다. 만일 기업 지배구조가 우수한 기업의 이익의 질이 높다는 연구가 설이 타당하면 모형 (2)의 추정결과 α_1 의 부호는 음(-)으로 예상된다.

CA = 현금과 예금, 단기금융상품, 유가증권, 단기대여금 및 미수금을 제외한 유동자산의 증가 - 단기차입금, 미지급금 및 유동성장기부채를 제외한 유동부채의 증가 (4)

(2) 독립변수 및 통제변수

연구모형에서 실험변수는 지배구조의 세부항목별 점수이다. 모형에 포함된 모든 지배구조점수는 지배구조의 내생성을 통제하기 위해서 모형 (1)에 의거 예측한 확률을 의미하며, 모형 (2)의 추정에서는 종속변수와 동일하게 순위로 환산하였다. 연구모형의 설정에 있어서는 종속변수인 회계이익의

질에 영향을 미치는 것으로 선행연구에서 보고된 변수를 통제변수에 포함하였다. 회계이익의 질은 경영자의 고의적인 이익왜곡행위의 결과로 저하되지만 기업의 고유한 특성요인에 의해서도 영향을 받는다. 이러한 요인은 주로 기업의 영업환경과 경영전략과 관련되어 있다. 연구모형에는 Dechow and Dichev(2002) 그리고 Francis et al. (2005)의 연구에 의거, 기업규모, 현금흐름의 변동성, 매출의 변동성, 영업순환주기 및 당기순손실의 빈도와 같은 특성요인에 관한 변수들이 통제변수로 포함되었다. 현금흐름의 변동성과 매출의 변동성 및 당기순손실의 빈도는 모두 과거 10개 회계연도자료에 근거하여 산출하였다.

대기업은 보다 안정적이고 예측가능한 영업활동을 수행하고 있으며, 사업부문이 다각화되어 있기 때문에 유동발생의 예측오차가 적을 것이다. 기업규모는 자산총액의 자연대수 값으로 측정되었다. 현금흐름 및 매출의 변동성도 영업환경의 불확실성을 측정하기 위한 대응변수이다. 영업환경이 불확실할수록 현금흐름과 매출액의 변동이 심하므로 더 많은 추정과 예측에 의해서 발생액을 계상한다. 따라서 예측오차가 확대될 것이다. 현금흐름과 매출액의 변동성은 각각의 표준편차를 평균총자산으로 표준화한 값으로 측정되었다. 영업순환주기는 원재료를 구입하여 제품을 생산하고, 판매한 후 대금회수까지의 기간을 의미한다. 영업순환주기가 길수록 영업활동의 불확실성이 증가하므로 더 많은 추정이 필요하여 발생의 예측오차가 증가한다. 영업순환주기(CYCLE)는 다음과 같이 매출채권회수기일과 재고자산회수기일을 합한 기간으로 측정되었다.

$$360/(\text{매출}/\text{평균 매출채권}) + 360(\text{매출원가}/\text{평균 재고자산})$$

당기순손실은 영업활동 수행에 있어서 강한 부정적인 효과를 초래한다. 적자가 자주 발생하여 기업이 구조조정을 실시하면 관련 손실에 따른 회계발생의 추정오차가 증가하기 때문에 당기순손실은 발생항목의 예측오차를 증가시킨다.

3.2 표본기업의 선정

본 연구에서 사용한 표본기업은 다음과 같은 기준에 의해서 선정되었다.

- (1) 한국기업지배구조개선지원센터가 2003회계연도를 기준으로 지배구조점수를 조사한 상장기업
- (2) 금융산업은 제외
- (3) 이익의 질의 대용변수인 유동발생의 예측오차를 계산하는데 필요한 회계자료가 3년 이상 이용가능한 기업

- (4) 연구모형에 포함된 변수측정에 필요한 회계자료의 이용이 가능한 기업

한국기업지배구조개선지원센터가 제공한 자료는 2002년과 2003년도를 기준으로 조사한 자료이다. 그러나 2002년도 자료는 그 이후에 조사한 자료와 일관성이 부족하여 객관성에 문제가 있기 때문에 제외하였다. 금융산업은 특별법에 의해서 기업지배구조에 관해서 많은 규제를 받기 때문에 다른 기업과 동질성이 없어 제외하였다. 연구에 필요한 회계자료와 주식수익률자료는 한국신용평가정보주식회사가 발간한 KIS Value의 FAS와 SMAT에 의거 추출하였다.

이상과 같은 기준에 의해서 선정된 산업별 표본기업현황은 <표 1>과 같다. 산업의 구분은 한국신용평가정보주식회사의 중분류에 기초하였으나 산업별로 충분한 관찰치를 확보하기 위해서 다음과 같이

<표 1> 산업별 표본기업 현황

산 업	기업수	비율(%)
음식료품	42	7.6
섬유, 봉제의복, 모피, 가죽, 가방, 신발	46	8.3
목재, 종이제품, 인쇄출판	24	4.4
석유제품, 화합물, 화학제품, 고무, 플라스틱	111	20.1
비금속광물	22	4.0
1차 금속	38	6.9
조립금속, 기타기계, 장비, 사무용기기	39	7.1
기타전기기계, 전자부품, 영상, 의료정밀	70	12.7
자동차트레일러, 기타운송장비	36	6.5
건설	36	6.5
도소매, 상품중개	40	7.2
기타	48	8.7
합 계	552	100.0

12개 산업으로 통합하였다. 산업별 분포를 보면, 비교적 전체 산업에 골고루 나타나고 있으나 석유제품, 화합물, 화학제품, 고무 및 플라스틱제조업이 111개 업체로서 전체의 20.1%를 차지하여 가장 많다. 가장 적은 산업은 비금속광물제조업으로서 전체의 4.0%(22개 업체)를 차지하고 있다.

IV. 연구결과와 분석

4.1 항목별 기업지배구조점수

지배구조개선센터는 기업지배구조점수를 5가지로 구분하여 항목별로 설문조사와 공시자료를 이용하여 기업별로 작성하고 있다. 본 연구에서는 연구결과의 신뢰성을 높이기 위해서 설문조사를 통하여 조사한 자료는 제외하고 공시자료에 의거하여 작성한 점수만을 이용하였다.

〈표 2〉는 지배구조 항목별 최대획득 가능 점수를 나타내고 있다. 지배구조개선센터가 2003년도를

대상으로 설문조사를 통하여 조사한 항목을 모두 포함한 점수는 최대 300점 만점이다. 그러나 설문조사를 통하여 조사한 점수 133점을 제외하고 지배구조개선센터가 직접 입력한 자료의 점수는 167점 만점으로 크게 감소하였다. 특히 이사회에 관한 점수는 원래 100점 만점으로 주주의 권리보호에 관한 점수 90점 보다 많으나 실제 사용한 점수는 34점으로 주주의 권리보호에 관한 점수보다 크게 적다.

〈표 3〉은 연구대상에 포함된 기업의 지배구조항목별 실제 획득점수를 산업별로 구분하여 표시하고 있다. 환산점수(CONSCORE)는 실제합계점수를 최대획득가능점으로 환산하여 100점을 기준으로 계산한 점수를 의미한다. 먼저 100점 만점으로 환산한 항목별 점수를 보면, 주주의 권리보호(SCORE1)에 관한 점수가 평균 54.56으로 가장 높고, 이사회 특징에 관한 점수가 23.38로 가장 낮다. 한편, 산업별로 보면 제 1차 금속제조업의 환산 점수가 44.04로 가장 높으며, 섬유, 의복 및 모피제조업이 38.07로 가장 낮다. 모든 기업의 전체 합계 평균 환산점수는 41.26으로 비교적 낮은

〈표 2〉 지배구조 항목별 최대 획득가능점수

조사항목	설문조사 항목을 모두 포함한 최대 획득 가능 점수	설문조사에 의한 점수	공시 자료 등에 의한 최대획득가능점수
SCORE1	90	22	68
SCORE2	100	66	34
SCORE3	50	18	32
SCORE4	15	2	13
합계	300	133	167

주) SCORE1(주주의 권리보호)
 SCORE2(이사회 특징)
 SCORE3(공시)
 SCORE4(경영의 과실배분)

〈표 3〉 지배구조 항목별·산업별 평균 획득 점수 현황

산 업	SCORE1	SCORE2	SCORE3	SCORE4	합 계	CONSCORE ¹⁾
음식료품	38.14	8.38	11.76	2.48	60.76	41.33
섬유, 봉제의복, 모피, 신발	37.65	6.02	10.13	2.15	55.96	38.07
목재, 종이제품, 인쇄출판	36.42	6.25	10.71	4.13	57.50	39.12
석유제품, 화합물, 화학제품	37.63	8.04	12.56	3.97	62.20	42.31
비금속광물	37.18	7.45	11.59	3.91	60.13	40.91
1차 금속	38.92	8.11	13.26	4.44	64.74	44.04
조림금속, 기타기계, 장비용기기	36.46	7.87	12.44	3.00	59.77	40.66
기타전기기계, 전자부품, 영상	36.46	8.27	12.71	2.17	59.62	40.55
자동차트레일러, 기타운송장비	37.11	8.67	13.19	3.08	62.06	42.21
건설	36.89	7.72	13.28	4.50	62.39	42.44
도소매, 상품중개	34.58	8.00	11.57	3.35	57.50	39.12
기타	36.98	9.33	13.10	3.15	64.57	42.56
합 계	37.10	7.95	12.30	3.30	60.65	41.26
환산점수 ¹⁾	54.56	23.38	38.44	25.38	41.26	

- 1) 세부항목별 또는 산업별 합계점수/최대획득가능점수×100
- 2) SCORE1 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수
SCORE2 : 이사회 특징에 관한 지배구조점수
SCORE3 : 공시에 관한 지배구조점수
SCORE4 : 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수
- 3) 산업분류는 한국신용평가주식회사의 중분류 기준에 따라서 12개 산업으로 구분하였음

수준으로 나타나 기업지배구조가 앞으로도 상당히 개선되어야 할 필요성이 제기되고 있다.

4.2 기업지배구조의 결정요인 추정결과 (1단계 회귀분석)

〈표 4〉는 지배구조의 결정요인에 관한 probit 모형 (1)의 추정결과를 표시하고 있다. 모형 (1-5)에서 종속변수로 사용한 CONSCORE는 지배구조

세부항목의 상대적 중요성을 알 수 없기 때문에 세부항목별 점수인 SCORE1에서 SCORE4까지를 각각 100점 만점으로 환산하고 여기에 0.25로 곱하여 합한 점수로 계산하였다.⁵⁾ 모든 모형에서 지배구조점수가 산업별 중위값 보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0으로 측정하였다.

모형의 추정 결과, 기업규모(SIZE) 변수는 모형 (1-1), 모형 (1-2) 그리고 모형 (1-3)에서 통계적으로 유의한 음의 값을 나타내고 있으나 모형

5) 이와 같이 환산한 것은 각 세부항목의 중요성을 동일하게 평가하기 위함이다. 이와 같이 환산하지 않고 원래 점수(TOTSCORE)를 그대로 합한 점수를 종속변수로 하여 모형을 추정하여도 동일한 결과가 나타났다.

〈표 4〉 기업지배구조의 결정요인에 관한 Probit 모형 분석결과

$$SCORE_i = \beta_0 + \beta_1 SIZE + \beta_2 FIRM RISK + \beta_3 PPE + \beta_4 SIZEDUM + \beta_5 RD + \beta_6 ADV + \beta_7 ROA + \beta_8 LEV + \beta_9 OWN + \sum_{i=10}^{20} \beta_i ICODE_i + \nu \quad (1)$$

독립변수	모형 1-1	모형 1-2	모형 1-3	모형 1-4	모형 1-5
	SCORE1	SCORE2	SCORE3	SCORE4	CONSCORE
SIZE	-0.210 ^a	-0.339 ^a	-0.220 ^a	0.079	0.377 ^a
FIRM RISK	0.410	0.085	0.999 ^c	-19.336 ^a	-1.054 ^b
PPE	0.134	-0.054	0.097	-0.532 ^b	-0.535 ^b
SIZEDUM	0.437	-6.162	-1.102 ^a	0.212	1.287 ^a
RD	-9.147 ^b	-3.979	-3.653	-3.652	-5.119
ADV	10.637 ^a	0.541	-0.182	-3.062	2.160
ROA	-0.139	-0.076	0.151	0.093	-0.138
LEV	-1.496 ^a	0.025	0.570 ^b	-1.251 ^a	-2.242 ^a
OWN	-0.011 ^a	-0.005 ^c	0.000	0.004	0.000
Log Likelihood	-344.68	-312.75	-328.65	-286.07	-271.62

- 1) SCORE1 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수((SCORE)산업별 중위값 이면 1, 그렇지 않으면 0)
 SCORE2 : 이사회 특징에 관한 지배구조점수((SCORE)산업별 중위값 이면 1, 그렇지 않으면 0)
 SCORE3 : 공시에 관한 지배구조점수((SCORE)산업별 중위값 이면 1, 그렇지 않으면 0)
 SCORE4 : 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수((SCORE)산업별 중위값 이면 1, 그렇지 않으면 0)
 CONSCORE: 환산 종합점수((SCORE)산업별 중위값 이면 1, 그렇지 않으면 0)
 SIZE: 기업의 규모
 FIRM RISK: 기업의 위험
 PPE: 자본집약도(상각대상유형자산/매출)
 SIZEDUM: 기업규모더미
 RD: 연구개발비지출비율(연구개발비/매출)
 ADV: 광고선전비지출비율(광고선전비/매출)
 ROA: 수익성(당기순이익/총자산)
 LEV: 차입금의존도(부채/총자산)
 OWN: 최대주주지분율
- 2) a, b, c는 각각 1%, 5%, 및 10% 수준에서 유의함을 의미함(양측검증)
- 3) 표본 수는 552업체임
- 4) 산업형태(ICODE)는 생략

(1-5)에서는 유의한 양의 값을 나타내고 있어 기업규모가 클수록 기업지배구조의 종합점수가 높아 Black et al.(2006)의 연구결과와 일치한다. 그러나 위험변수(FIRM RISK)는 두 모형(1-4와 1-5)에서 5% 내지는 1% 수준에서 유의한 음의 값을

나타내고 있어 선행연구와 일치하지 않는다. 그리고 SIZEDUM은 모형 (1-5)에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보여 총자산이 2조원 이상인 기업의 지배구조 종합점수가 높은 것으로 관측되었다. 나머지 통제변수는 일부 모형에서만 통계적으로 유의

한 값을 갖고 있어 지배구조의 조사항목에 따라서 중요성이 달라지는 것으로 관측되었다.

이상과 같은 추정결과는 기업지배구조가 외생변수가 아니라 기업 규모와 같은 경제적 요인에 의해서 결정되는 내생변수이며, 이를 무시할 경우 변수 생략의 문제가 있을 가능성이 제기된다.

4.3 기업지배구조와 이익의 질 분석결과 (2단계 회귀분석)

4.3.1 기술통계량

기업지배구조와 이익의 질에 관한 가설 검증에

앞서 살펴 본 주요변수의 기술통계는 <표 5>에 제시되어 있다. 먼저, 이익의 질(EQ)의 평균과 중위값은 각각 0.031과 0.017을 보이고 있어 외국의 자료에 근거한 Dechow and Dichev(2002)의 연구결과와 유사하다.⁶⁾ 또한 그 변수의 왜도와 첨도의 값이 매우 높아 정규 분포를 이루지 않고 있다. 각 지배구조점수의 평균은 <표 3>과 동일하다. 지배구조의 각 세부항목을 동일한 가중치로 환산한 종합점수인 CONSCORE의 평균과 중위수는 약 41점이며, 표준편차는 6.67점으로 기업마다 크기가 매우 다른 것으로 관측되었다. 매출채권회전기간과 재고자산회전기간을 합한 영업주기의 평균일수는 134일이며, 표준편차는 87일이다. 이는 대

<표 5> 주요변수의 기술통계량

변수명	평균값	중위수	표준편차	최저값	최고값	왜도	첨도
EQ	0.031	0.017	0.050	0.000	0.730	6.905	77.180
SCORE1	37.098	37.000	5.950	14.000	55.000	-0.274	0.080
SCORE2	7.947	8.000	3.715	0.000	28.000	1.215	4.378
SCORE3	12.301	12.000	3.477	2.000	27.000	0.641	1.359
SCORE4	3.306	3.000	2.961	0.000	11.000	0.375	-1.145
CONSCORE	41.260	41.497	6.665	17.007	79.592	0.694	3.879
SIZE	19.130	18.945	1.454	15.741	24.757	0.976	2.115
CFO	0.080	0.067	0.065	0.017	0.891	6.819	68.605
SALES	0.261	0.190	0.594	0.031	12.563	17.082	339.168
CYCLE	133.879	115.333	87.398	3.445	834.846	2.543	11.395
LOSS	2.355	2.000	2.371	0.000	10.000	0.872	-0.152

- 1) EQ: 이익의 질
 SCORE2: 이사회 특징에 관한 지배구조점수
 SCORE4: 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수
 SIZE: 기업규모
 SALES: 매출의 변동성
 LOSS: 당기순손실 빈도
 2) 표본 수는 552개 업체임

- SCORE1: 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수
 SCORE3: 공시에 관한 지배구조점수
 CONSCORE: 환산 종합점수
 CFO: 현금흐름의 변동성
 CYCLE: 영업순환주기

6) 1987년부터 1999년도 미국 기업의 시계열 자료로 추정한 Dechow and Dichev(2002)의 연구에서는 평균값과 중위값이 각각 0.028과 0.011로 나타났다. 한편, 국내자료를 바탕으로 하여 유통발생의 예측오차를 횡단면으로 추정하여 절대값으로 계산한 나중길(2004)의 연구에서는 평균값과 중위값은 각각 0.0495와 0.0283로 본 연구결과보다 높았다.

부분 기업의 영업주기가 6개월 미만으로 비교적 단기임을 의미하며, 외국의 연구(Dechow and Dichev, 2002; Cohen, 2003)와 유사하다. 10년간의 당기순손실빈도의 평균횟수는 2.3이고 중위수는 2.0으로서 2년 정도에 적자를 보이고 있어 적지 않은 연도에 당기순손실이 발생함을 알 수 있다.

4.3.2 상관관계분석

〈표 6〉에는 변수간의 순위상관계수가 표시되어 있다.⁷⁾ 이 표를 보면, 종속변수인 EQ와 개별적인 지배구조점수는 상관관계가 없는 것으로 나타났으

나 통제변수로 포함된 SIZE와는 통계적으로 유의한 음의 관계를, 그리고 SALES와는 통계적으로 유의한 양의 값을 갖는 것으로 관측되었다. 이는 기업규모가 클수록 이익의 질이 높으며, 매출액의 변동성이 클수록 이익의 질이 낮은 것을 의미한다.

한편, 지배구조점수간의 상관관계를 보면, 종합 환산점수인 CONSCORE와 나머지 지배구조점수와의 상관관계수는 모두 통계적으로 유의한 양의 값을 갖고 있어 당연한 결과를 보이고 있다. 그러나 SCORE1과 SCORE2는 통계적으로 유의한 음의 값을, 그리고 SCORE4와 CONSCORE와는 통계적으로 유의한 양의 값을 갖고 있다. 따라서 주주

〈표 6〉 변수간의 순위상관계수

	SCORE 1	SCORE 2	SCORE 3	SCORE 4	CON-SCORE	SIZE	CFO	SALES	CYCLE	LOSS
EQ	0.014	0.021	-0.026	-0.003	-0.005	-0.089 ^b	-0.014	0.102 ^b	-0.021	0.068
SCORE1		-0.105 ^a	-0.048	0.147 ^a	0.204 ^a	-0.149 ^a	-0.100 ^b	-0.099 ^b	0.141 ^a	-0.163 ^a
SCORE2			0.386 ^a	0.085	0.480 ^a	0.437 ^a	-0.092	-0.056	-0.158 ^a	-0.108 ^a
SCORE3				0.245 ^a	0.573 ^a	0.383 ^a	-0.084 ^b	-0.086 ^b	-0.156 ^a	-0.216 ^a
SCORE4					0.737 ^a	0.228 ^a	-0.184 ^a	-0.127 ^a	-0.083 ^b	-0.592 ^a
CON-SCORE						0.483 ^a	-0.220 ^a	-0.205 ^a	-0.169 ^a	-0.505 ^a
SIZE							-0.242 ^a	-0.223 ^a	-0.324 ^a	-0.306 ^a
CFO								0.431 ^a	0.005	0.225 ^a
SALE									-0.221 ^a	0.131 ^a
CYCLE										0.082 ^b

1) a, b, 및 c는 각각 1%, 5%, 및 10% 수준에서 유의함을 의미함

2) EQ: 이익의 질

SCORE2: 이사회 특징에 관한 지배구조점수

SCORE4: 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수

SIZE: 기업규모(총자산의 자연대수 값)

SALES: 매출의 변동성

LOSS: 당기순손실 빈도

3) 표본수는 552개 업체임

SCORE1: 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수

SCORE3: 공시에 관한 지배구조점수

CONSCORE: 환산 종합점수

CFO: 현금흐름의 변동성

CYCLE: 영업순환주기

7) 주요 변수의 분포가 정규분포가 아니므로 Spearman 순위상관계수(rank correlation coefficient)를 산출하였다.

의 권리보호에 관한 지배구조점수와 이사회특징과
는 음의 관계를 갖고 있으며, 경영의 과실배분에
관련된 지배구조점수와는 양의 관계에 있는 것으로
관측되어 지배구조특성이 상호 일치하지 않는다.
나머지 세부항목의 점수인 SCORE2, SCORE3
및 SCORE4 점수간에는 서로 양의 상관관계를 보
여 지배구조 측정 특성이 유사함을 알 수 있다. 또
한 통제변수로 포함된 CFO, SALES, CYCLE
및 LOSS 변수와 지배구조 점수 간의 상관계수도
대부분 통계적으로 유의한 음 또는 양의 값을 갖는
것으로 나타나 변수간에 다중공선성이 존재하는 것
으로 관측되었다.

4.3.3 기업지배구조와 이익의 질에 관한 회귀분석

〈표 7〉은 본 연구에서 설정한 기업지배구조와 이
익의 질에 대한 가설을 검증하기 위한 모형 (2)의
추정결과를 나타내고 있다.⁸⁾ 〈표 7〉은 지배구조의
내생성을 고려하여 1단계로 모형 (1)을 추정한 결
과 확보한 지배구조점수의 예측 확률을 실험변수
값으로 사용하여 2단계로 모형 (2)를 최소자승법
(2SLS)으로 추정한 결과를 표시한다. 〈표 7〉을
보면, 모형의 F 값은 모두 통계적으로 1% 수준에
서 유의하며, 설명력을 나타내는 수정결정계수는
0.15로 거의 동일한 것으로 관측되었다.

변수의 추정결과를 보면, 각각의 세부항목점수가
실험변수로 포함된 축소모형의 있어서는 통계적으
로 유의한 점수는 없는 것으로 나타났다. 그러나
모든 지배구조 항목점수가 포함된 모형 (2-6)에서
는 축소모형과는 다른 것으로 나타났다. 먼저,

SCORE1와 SCORE2의 회귀계수는 양의 값을 보
이고 있으나 통계적인 유의성이 없다. 그러나
SCORE3과 SCORE4의 추정계수는 모두 5% 수
준에서 유의한 음의 값을 갖는 것으로 관측되었다.
이는 공시수준이 높을수록, 그리고 경영의 과실배
분에 관한 점수가 높을수록 회계이익의 질이 높은
것으로 가설과 일치하고 있다. 공시수준과 이익의
질과의 양의 상관관계는 공시수준이 높을수록 회계
이익의 보수성이 증가한다는 최현돌과 윤재원
(2006)의 연구결과와 유사하다.

기타 통제변수로 포함된 변수인 SIZE의 회귀계
수는 대 부분의 모형에서 통계적으로 유의한 음의
값을 갖고 있어 대규모기업의 이익의 질이 높은
것으로 나타났다. 나머지 통제변수인 SALES와
CYCLE의 회귀계수는 모두 통계적으로 유의한 음
의 값을 갖는 것으로 나타나 예측과는 정 반대의
결과가 제시되었다.

이상의 다변량회귀분석 결과를 다음과 같이 요약
할 수 있다. 즉, 지배구조의 내용을 사업보고서에
상세하게 공시하고, 재무제표와 같은 기업정보의
공시빈도가 높아 경영투명성이 높은 기업과 주주에
대한 배당실적이 높은 기업일수록 이익의 질도 높
다는 증거가 본 연구에서 제시되었다. 이는 기업의
공시수준이 높을수록 자본비용이 감소한다는 선행
연구(Botosan, 1997) 결과를 이론적으로 뒷받침
하고 있다고 볼 수 있다.

8) 〈표 7〉의 분석에 있어서 각 모형에 포함되어 있는 변수간의 다중공선성을 조사하기 위해서 조건지수(condition index)와 분산팽창계수(VIF)를 조사한 결과, 각각 최대 12와 5를 넘지 않아 다중공선성의 문제는 발견되지 않았다.

〈표 7〉 기업지배구조와 이익의 질에 관한 회귀분석(2단계 최소자승법)

$$EQ = \alpha_0 + \alpha_1 SCORE^* + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 CFO + \alpha_4 SALES + \alpha_5 CYCLE + \alpha_6 LOSS + \sum_{i=7}^{17} \alpha_i ICODE_i + \eta \quad (2)$$

독립변수	모형 2-1	모형 2-2	모형 2-3	모형 2-4	모형 2-5	모형 2-6
SCORE1*	0.050					0.023
SCORE2*		0.048				0.085
SCORE3*			-0.093			-0.179 ^b
SCORE4*				-0.059		-0.112 ^b
CONSCORE*					0.019	
SIZE	-7.915 ^c	-5.912	-18.121 ^b	-10.360 ^b	-11.657 ^b	-15.007 ^c
CFO	2.607	-7.600	-8.029	-26.078	-5.971	-32.133
SALES	-13.752 ^c	-14.444 ^c	-14.140 ^c	-15.437 ^c	-14.522 ^c	-14.346 ^c
CYCLE	-0.206 ^a	-0.193 ^a	-0.190 ^a	-0.197 ^a	-0.190 ^a	-0.209 ^a
LOSS	2.748	1.922	3.552	-0.499	2.513	-0.081
F값 (p값)	6.67 (<0.01)	6.60 (<0.01)	6.67 (<0.01)	6.66 (<0.01)	6.59 (<0.01)	5.90 (<0.01)
수정결정계수	0.15	0.15	0.15	0.15	0.15	0.16

- 1) SCORE1*: 모형 (1)로 추정된 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수 예측 확률
 SCORE2*: 모형 (1)로 추정된 이사회 특징에 관한 지배구조점수 예측 확률
 SCORE3*: 모형 (1)로 추정된 공시에 관한 지배구조점수 예측 확률
 SCORE4*: 모형 (1)로 추정된 경영의 과실배분에 관한 지배구조점수 예측 확률
 CONSCORE*: 모형 (1)로 추정된 종합 지배구조점수 예측 확률
 나머지 변수는 〈표 5〉과 동일
- 2) a, b 및 c는 각각 1%, 5%, 및 10% 수준에서 유의함을 의미함(단측 검증)
 3) 표본 수는 527개 업체임

V. 결론

자본시장에 있어서 회계는 투자결정에 관한 수익성과 위험에 관한 정보를 제공하며, 기업과 채권자와의 부채계약의 이행조건에서도 중요한 역할을 담당함으로써 경제적 자원의 효율적 배분에 기여한다. 회계가 이러한 역할을 충분히 수행하기 위해서는 무엇보다도 투명성이 확보되어야 한다. 정부는 지난 외환위기 이후 경영투명성과 회계정보에 대한

신뢰성을 제고하기 위하여 여러 가지 기업지배구조 개선방안을 마련하였다. 본 연구에서는 우리나라 기업의 지배구조 개선을 지원하기 위해서 설립된 한국기업지배구조개선지원센터가 평가한 점수와 회계이익의 질과의 관련성을 분석하였다. 회계이익의 질은 회계정보의 신뢰성 평가에 가장 중요한 요소이며, 최근 이에 관한 많은 연구가 실시되고 있다. 본 연구에서 회계이익의 질은 유동발생이 현금흐름으로 실현되는 과정에서 발생한 오차로 측정하였고, 지배구조가 강화된 기업은 회계이익의 질이 높

다는 가설을 설정하고 지배구조의 내생성을 통제하기 위해서 2단계회귀분석을 실시하여 이를 검증하였다.

연구결과, 공시수준이 높을수록 그리고 경영의 과실배분에 관한 점수가 높을수록 회계이익의 질이 높은 것으로 나타나 가설의 타당성이 입증되었다. 이러한 결과는 지배구조의 내용을 사업보고서에 상세하게 공시하고, 재무제표와 같은 기업정보의 공시빈도가 높아 경영투명성이 높은 기업과 주주에 대한 배당실적이 높은 기업일수록 이익의 질도 높다는 것을 의미한다. 이러한 연구결과는 공시수준이 높을수록 자본비용이 감소한다는 선행연구 결과를 이론적으로 설명하는 증거라고 볼 수 있다.

기업이 제공하는 회계정보의 질은 이해관계자의 의사결정과 자원의 효율적 배분에 매우 중요한 정보이다. 따라서 본 연구결과 일부 지배구조 평가점수는 회계정보의 질을 판단할 수 있는 자료로 활용될 수 있는 가능성이 있어 이해관계자의 합리적인 의사결정에 어느 정도 도움이 될 수 있으리라 기대된다. 또한 본 연구결과는 한국기업지배구조개선지원센터가 평가하고 있는 조사항목의 타당성을 분석하는데 도움이 되며, 평가항목의 개선 등 평가지표 개발에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 그러나 본 연구에서는 2003회계연도를 기준으로 조사한 자료만을 대상으로 분석하였기 때문에 연구의 한계점이 있으며, 앞으로 보다 많은 기간의 자료를 확보하여 추가적 연구가 요구된다.

참고문헌

김문철, 최관(1999), "이익의 질의 개념에 관한 연구," *회*

- 계저널, 제8권 제1호, 221-250.
- 나종길(2004), "유동발생의 예측오차와 감사인 유형에 따른 재량적 발생의 정보성 차이," *회계학연구*, 제29권 제1호, 289-319.
- 박종일, 최종학, 전규안(2003), "기업지배구조와 이익조정: 감사위원회와 이사회 특성을 중심으로," *한국회계학회 하계학술발표회 논문집*, 391-429.
- 손성규, 최정호, 이은철(2004), "감사위원회의 효과: 회계오류를 중심으로," *회계학연구*, 제29권 제3호, 61-90.
- 신현한, 이만용, 장진호(2004), "기업지배구조가 회사채 스프레드에 미치는 영향," *기업지배구조 평가결과 활용방안 심포지엄 논문집*, 89-122.
- 윤봉환, 오재영(2005), "기업지배구조와 기업성과 및 기업 가치: 한국상장기업에 대한 실증연구," *증권학회지*, 34, 227-261.
- 이상철, 이경태(2003), "감사위원회의 도입이 이익조정에 미치는 영향," *회계학연구*, 제28권, 제3호, 143-172.
- 이영기(1998), *한국 기업소유지배구조*, 서울, 한국개발연구원.
- 이화진, 문상혁(2005), "기업지배구조가 보고이익의 질과 경영성과에 미치는 영향," *한국회계학회 하계학술발표대회 발표논문집*.
- 전규안, 최종학, 박종일(2004), "감사위원회의 설치와 이익조정사이의 관계," *회계학연구*, 제29권, 제1호, 143-175.
- 최현돌, 윤재원(2006), "기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향," *회계학연구*, 제31권, 제4호, 145-174.
- 한국기업지배구조개선지원센터(2004), *기업지배구조 평가결과 활용방안 심포지엄 발표논문집*, 서울
- Agrawal, A. and C. Knoeber(1996), "Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 377-396.

- Baek, J., J. Kang, and K. Park(2004), "Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis," *Journal of Financial Economics*, 71, 265-313.
- Barnow, G., B. Cain, and A. Goldberger(1980), *Issues in the Analysis of Selectivity Bias*, In Evaluation Studies Review Annual, edited by E. Stromsdorfer and G. Farkash, Beverley Hills, CA: Sage Publication.
- Beasley, M.(1996). "An Empirical Analysis of the Relation Between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," *The Accounting Review*, 71, 443-465.
- Beasley, M., J. Carcello, and D. Hermanson (1999), *Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997, Analysis of U.S. Public Companies*, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
- Biddle, G., G. Siew, and A. Siegel(1995), "Relative versus Incremental Information Content," *Contemporary Accounting Research*, 12, 1-23.
- Black, B., H. Jang and W. Kim(2006), "Predicting Firms' Corporate Governance Choices: Evidence from Korea," *Journal of Corporate Finance*, 12, 660-691.
- Black, B., H. Jang and W. Kim(2005), "Does Corporate Governance Affect Firms' Market Values? Evidence from Korea," *Journal of Law, Economics, and Organization*.
- Botosan, C.(1997), "Disclosure Level and the Cost of Equity Capital," *The Accounting Review* Vol. No.3, 323-349.
- Cohen, D.(2003), Quality of Financial Reporting Choices: Determinants and Economic Consequences. Working paper, Northwestern University.
- Dechow, P. and D. Dichev(2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77(Supplement), 35-59.
- Doidge, C., A. Karolyi and R. Stulz(2004), "Why are Foreign Firms Listed in the U. S. Worth More?" *Journal of Financial Economics*, 71, 205-238.
- Drobetz, W., A. Schillhofer, and H. Zimmermann (2004), "Corporate Governance and Expected Stock Return: Evidence from Germany," *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 267-2004.
- Durnev, A., and E. Kim(2004), "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation," *Journal of Finance*, 60, 1461-1493.
- Financial Accounting Standard Board(1978), *Statement of Financial Accounting Concept No.1*.
- Francis, J. and K. Schipper(1999), "Have Financial Statements Lost Their Relevance?" *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, No. 2, 319-352.
- Francis, J., R. LaFond and P. Olsson, and K. Schipper(2005), "The Market Pricing of Accruals Quality," *Journal of Accounting and Economics* Vol.39, No. 2, 295-327.
- Francis, J. and L. Vincent(2003), "The Relative and Incremental Explanatory Power of Earnings and Alternative(to Earnings) Performance Measures for Returns," *Contemporary Accounting Research*, 12, 121-164.
- Francis, J., A. Huang, S. Rajgopal, and A. Zang (2004), CEO Reputation and Earnings

- Quality, Working paper, Duke University and University of Washington.
- Gompers, P., L. Ishii, and A. Metrick(2003), "Corporate Governance and Equity Price," *Quarterly Journal of Economics*, 107-155.
- Graham, G., C. Harvey, and S. Rajgopa(2003), Financial Reporting Policies: Evidence from Field. Working paper. Duke University and University of Washington.
- Heckman, J.(1979), "Sample Selection Bias as Specification Error," *Econometrica*, 46, 1251-1271.
- Klein, A.(1998), "Firm Performance and Board Committee Structure." *The 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), 375-400.
- Liu, J., D. Nissim and J. Thomas(2002), "Equity valuation Using Multiples." *Journal of Accounting Research*, 40(1), 135-172.
- Maddala, G. ed.(1980), *Limited-Dependent and Qualitative Variables in Econometrics*, New York, NY: Cambridge University Press.
- McMullen, D.(1996), "Audit Committee Performance: An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committee," *Auditing: A Journal of Practice & Theory*, 15(Spring), 87-103.
- McMullen, D. and K. Raghunandan(1996), "Enhancing Audit Committee Effectiveness," *Journal of Accountancy*, 182(August), 79-81.
- Menon, K. and J. Williams(1999), "The Use of Audit Committees for Monitoring," *Journal of Accounting and Public Policy*, 121-139.
- Schipper, K. and L. Vincent(2003), "Earnings Quality," *Accounting Horizons* (Supplement), 97-110.
- Wooldridge, G.(2002), *Econometric Analysis of Cross Sectional and Panel Data*, The MIT Press: Cambridge Massachusetts.

Corporate Governance and Earnings Quality

Jung-Ho Choi*

Abstract

Recently, reliability of accounting information has been one of the most controversial issues among the practices, regulatory bodies and accounting academic. This study investigates whether a firm's governance practices has an effect on the quality of the publicly released financial information. In particular, I examined the relationship between governance scores and the extent of corporate earnings quality as measured by the level of current accruals' prediction errors suggested by Dechow and Dichev(2002) model. The model estimates earnings quality as the extent to which working capital accruals map into operation cash flow realizations. This model is predicated based on the idea that earnings quality is affected by the measurement error in the process of working capital accruals' realization into operating cash flow. Greater portion of accruals unrealized into cash flows indicates the lower quality of earnings.

Data sources are the governance practice scores evaluated by the Korean Corporate Governance Service(CGS), primarily based on the 2003 annual reports of the firms listed in the Korea Exchange. The CGS has been established to help the companies listed in the Korea Exchange to improve the governance level after the 1997 Korea financial crisis. The CGS annually evaluates all the listed firms' governance index scores and presents an award to the outstanding firms. The index composes of five subindices including several governance elements: (1) Shareholder Rights, (2) Board Structures, (3) Disclosure, (4) Internal Audit Function, (5) Distribution of Earnings. I excluded the scores concerning Internal Audit Function because they are mainly dealing with only large firms with audit committee.

In this paper, a research hypothesis is formatted: there is a positive relationship between the corporate governance scores and earnings quality. The research hypothesis has been tested

* Professor of Hongik University

by the two stage least square regressions(2SLS) considering the endogeneity of corporate governance. In the first stage, a probit model is formulated to identify the factors affecting the governance practice level. The independent variables of the probit model are firm size, firm risk, capital intensity, investment in R&D and advertising, ROA, leverage, controlling shareholder's equity ratio, firm size dummy indicating whether total asset amount exceeds 20 trillion won, and industry factors. They are selected based upon Black et al.(2005a) model. The probit model predicts governance probability level for each firms.

In the second stage, the governance probabilities estimated in the first stage is used as the level of experiment variable. Several control variables are included in the second stage regression model: firm size, variability of cash flows from operation, variability of sales, length of operation cycle, and frequency of losses based on Dechow and Dichev(2002) study. The second stage regression models are composed of both reduced and full ones. Reduced models' experiment variables are each of the subindices governance scores: score 1 (Stockholder Rights), score 2(Board Structures), score 3(Disclosure Level), and score 4(Distribution of Earnings), conscore(composite scores including all the subindices scores). This reduce model determines whether each of subindices score, if any, affects the earnings quality. The full model's experimental variables are the four subindices scores to determine their incremental effect on the level of earnings quality.

The results of this study report that firms with higher level of disclosure and more earnings distribution are likely to have the high quality of earnings, supporting the research hypothesis. This results indicate that firms disclosing detailed information, hence having more management transparency and well protecting investors' dividends right report higher quality of earnings. This evidence implies that corporate governance contributes to enhancing the reliability level of accounting information, theoretically underpinning the empirical evidence that disclosure level lowers the cost of equity capital.

Key words: corporate governance, earnings quality