

지배구조 및 소유구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향: 가족경영기업을 중심으로

김성환(주저자)
연세대학교 경영대학 박사과정
(sunh@yonsei.ac.kr)
채수준(공동저자)
연세대학교 경영대학 박사과정
(cherish500@yonsei.ac.kr)
이호영(교신저자)
연세대학교 경영대학 교수
(hylee@yonsei.ac.kr)

회계정보의 보수성은 대리인 비용의 절감을 통해서 주인(Principle)과 대리인(Agent) 간의 거래를 촉진하는 수단이 될 수 있다. 대리인 비용이 지배구조에 영향을 받게 된다면, 지배구조에 따라서 대리인 비용의 절감을 위한 회계정보의 보수성이 서로 다르게 나타날 가능성이 있다. 따라서 지배구조와 회계정보의 보수성 간의 관계를 살펴봄으로써, 회계정보에 대한 시장압력, 경영자의 회계선택 등에 대한 이해를 높일 수 있을 것이다. 소유와 경영이 분리되어 있는 영미권 국가에서는 주주와 전문경영자 간의 대리인 문제가 주된 이슈가 될 수 있으며, 이에 따라 전문경영자의 지분율이 회계정보의 보수성에 영향을 미칠 수 있다(Lafond and Roychowdhury 2008). 그러나 La Porta et al.(1998, 1999, 2000)은 국가 간 비교를 통해서 소수주주에 대한 법적인 보호가 약한 국가에서는 지배주주에 의한 소수주주의 이익침해가 나타날 수 있음을 제시하였다. 국내와 같이 소유와 경영이 분리되지 않은 가족중심의 소유경영이 주를 이루고 있는 기업환경에서는 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제가 더 중요할 수 있다. 따라서 본 연구는 가족경영기업을 중심으로 지배 및 소유구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향을 살펴보았다. 구체적으로는 가족이 기업을 소유하면서도 직접 경영에 참여하는 기업의 경우 회계정보의 보수성이 어떠한지를 실증하였다. 또한 지배가족의 지분율에 따라 회계정보의 보수성이 어떠한 변화를 보이는지를 분석하였다.

2005년부터 2007년까지 유가증권시장에 계속 상장된 12월말 결산 비금융 기업 1,690개의 기업-연도 표본을 이용하여 실증 분석한 결과, 가족경영기업 여부가 회계정보의 보수성에 미치는 일관된 영향을 확인할 수 없었다. 그러나 지분율 구간을 5%, 20%, 50%를 기준으로 나누어서 지분율 구간에 따라 가족경영기업의 보수주의가 어떻게 달라지는가를 검증한 결과, 50% 이상의 구간일 때 보수주의가 강하게 나타나고, 50% 이하의 지분율 구간에서는 보수주의가 상대적으로 약하게 나타나는 것을 확인할 수 있었다. 즉 가족경영기업에서 보수주의는 지분율에 따라 다르게 나타나고 있는 것이다. 그리고 지분율을 4구간으로 나누어서 평행성 검증을 실시한 결과 역시 본 연구의 결과를 지지하였고, 재벌그룹 및 기업집단을 제외한 표본에서도 본 연구의 결과와 부합하는 결과를 보여줌으로써 연구 결과의 강건성을 확인하였다. 이러한 결과는 Wang(2006)의 결과와 상반되며, 회계정보의 공급자인 지배가족이 지분율이 늘어남에 따라서 소수주주와 이해가 합치되어 더욱 보수적인 회계정보를 제공한다고 해석될 수 있다. 소수주주에 대한 제도적 보호가 상대적으로 약한 국내 상황에서 소수주주의 보수주의에 대한 수요보다는 회계정보의 공급자에 의해 보수성이 좌우될 가능성이 크기 때문이다. 결과적으로 본 연구 결과는 지배가족의 지분율이 늘어남에 따라 지배주주와 소수주주의 이해가 합치된다는 이해합치효과를 지지한다.

주제어: 지배구조, 소유구조, 보수주의, 가족경영

1. 서론

회계정보의 특성 중 하나인 보수주의(Conservatism)는 '나쁜 소식 보다는 좋은 소식의 인식 요건을 더 엄격히 요구하는 성향'으로 정의내릴 수 있다(Basu 1997). 이익과 손실을 비대칭적으로 인식하는 보수주의의 특성 때문에 보수주의는 대리인 비용을 줄여주는 역할을 할 수 있다. 예를 들어 책임 기간 동안에 성과를 극대화시키려는 전문경영자의 경우 책임 기간 동안에는 현금흐름이 양(+)이고 퇴임 이후에는 손실이 발생할 투자안을 선택할 유인이 존재한다. 그러나 보수적으로 회계처리되어 손실을 미리 인식하게 된다면, 경영자가 순현재가치(NPV)가 음(-)인 투자안을 선택하지 않도록 하여 대리인 비용을 절감하게 된다.¹⁾ 채권자의 경우에는 원금과 이자의 회수가능성에 대해 보수적인 회계정보를 제공하게 되어 채무불이행의 문제를 상대적으로 빨리 인식할 수 있도록 해준다. 이와 같이 회계정보의 보수성이 지배주주와 경영자의 행동을 견제하고 감시하는 역할을 하여 기업의 대리인 비용을 줄이는 것이다. 따라서 회계정보의 보수성은 대리인 비용의 절감을 통해서 주인(Principle)과 대리인(Agent) 간의 거래를 촉진하는 수단이 될 수 있다(Ball 2001; Watts 2003).

지배구조에 따라 대리인 비용의 형태와 크기는 체계적으로 영향을 받을 수 있다. 우선 소유와 경영이 분리된 기업에서는 주주와 전문경영자 간의 대리인 비용이 문제가 된다. 이때 소유지분이 집중된 경우 지배주주의 경영자에 대한 감시로 인해 대리인 문제가 감소할 수 있다(Jensen and Meckling

1976; Fama and Jensen 1983; Morck et al. 1988). 그러나 소유와 경영이 분리되지 않은 경우에는 지배주주와 소수주주 간의 대리인 비용이 발생될 수 있다. La Porta et al.(1998, 1999, 2000)은 국가 간 비교를 통해서 소수주주에 대한 법적 보호가 약한 국가에서는 지배주주에 의한 소수주주의 이익침해가 나타날 수 있음을 제시하였다. 이와 같이 대리인 비용이 지배구조에 영향을 받게 된다면, 지배구조에 따라서 대리인 비용의 절감을 위한 회계정보의 보수성이 서로 다르게 나타날 가능성이 있다.

따라서 지배구조와 회계정보의 보수성 간의 관계를 살펴봄으로써, 회계정보에 대한 시장압력, 경영자의 회계선택 등에 대한 이해를 높일 수 있을 것이다. 최근 이러한 측면에서 지배구조와 회계정보의 보수성을 다룬 연구가 일부 진행되었다. Lafond and Roychowdhury(2008)는 경영자 지분율의 증대가 회계정보의 보수성에 미치는 영향을 살펴보았다. 소유와 경영이 분리되어 있는 영미권 국가에서는 주주와 전문경영자 간의 대리인 문제가 주된 이슈가 될 수 있으며, 이에 따라 전문경영자의 지분율이 회계정보의 보수성에 영향을 미칠 수 있다. 그러나 국내와 같이 소유와 경영이 분리되지 않은 가족중심의 소유경영이 주를 이루고 있는 기업환경에서는 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제가 더 중요할 수 있다. Wang(2006)은 창업자 가족 기업을 대상으로 이익의 질을 살펴보면, 가족기업에서의 회계정보가 더 보수적인 경향이 있음을 제시하였다. 소수주주에 대한 제도적인 보호가 잘 이루어지고 있는 영미권 국가에서는 보수적 회계처리에 대한 시장에서의 수요가 해당 기업의 회계정

1) 대리인 비용과 회계정보의 보수성 간의 관계에 대한 보다 자세한 내용은 Ball(2001), Watts(2003), Ball and Shivakumar(2005)을 참고하기 바란다.

보 산출 과정에 보다 잘 반영될 수 있다. 그러나 소수주주에 대한 제도적인 보호 정도가 영미권 국가보다 약한 국내 상황에서는 회계정보의 보수성이 지배주주 혹은 경영자의 이해에 의해 좌우될 가능성이 더 크다. 또한 국내 가족경영기업의 지배주주는 계열회사를 통한 상호지분보유 등 복잡한 소유구조를 통해 영미권 국가의 지배주주에 비해서 더 큰 영향력을 행사할 수 있다. 따라서 지배구조와 회계정보의 보수성 간의 관계를 살펴보는 과정에 있어서 영미권 국가에서와는 상이한 국내 기업 환경에 대한 고려가 필요할 것이다.

국내의 선행연구로는 전반적인 기업지배구조 수준과 보수주의 간의 관계(최현돌과 윤재원 2006), 사외이사제도와 감사위원회의 특성이 회계의 보수성향에 미치는 영향(김정옥과 배길수 2007), 지분을 괴리도와 보수주의 사이의 관련성(최영곤과 안홍복 2007; 김명인과 최종학 2008)을 살펴본 연구가 진행되었다. 지금까지의 국내 선행연구에서는 상호출자에 의한 지배주주의 간접지배로 인해서 지분을 괴리도가 큰 국내 현실을 반영하고 있지만, 창업자 개인 혹은 가족이 소유와 경영을 함께하고 있는 국내 기업 환경을 충분히 고려한 분석이 이루어지지 않았다. 또한 지분을 괴리도에 대한 자료 획득을 위해서 공정거래법상 대규모 기업집단에 속하는 기업을 분석 대상으로 설정하여 규모가 큰 재벌기업과 관계회사에 한정된 분석이라는 한계점이 있다.

따라서 본 연구에서는 가족경영기업을 중심으로 지배 및 소유구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향을 살펴보았다. 즉 가족이 기업을 소유하면서도 직접 경영에 참여하는 기업의 경우 회계정보의 보수성이 어떠한지를 실증하였다. 기업을 소유 및

경영하는 지배가족은 기업의 경제적 손실을 적시에 회계이익에 반영하려는 유인이 적을 수 있다. 기업을 경영하는 지배주주는 자신의 사적이익을 극대화하기 위해 이익 또는 자산을 과대 계상하는 방법으로 외부소수주주 및 기업의 다른 이해관계자의 간섭과 제재를 회피하려는 유인이 존재하기 때문이다. 한편 가족경영기업에서는 기업의 실질적인 현금 흐름, 위험 정도, 장기적 안정성 등을 중요시여기기 때문에 법인세의 효과, 소송비용 등을 고려하여 보수적으로 회계처리할 가능성도 있다. 따라서 회계정보의 보수성이 크거나 혹은 작은 두 가지 가능성이 모두 존재하므로 실증이 필요한 연구 이슈이다. 또한 가족경영기업의 지분율이 많고 적음에 따라서 보수성이 다르게 나타날 가능성이 있다. 지배가족이 많은 지분을 가진 경우 외부소수주주의 간섭과 제재를 회피하려는 유인이 더 커지거나, 혹은 기업의 실질적인 가치를 높이려는 유인이 더 강해질 수 있다. 이에 따라 회계정보의 보수성이 달라질 수 있다. 그러므로 가족경영기업의 회계 보수성이 지배가족의 지분율에 따라서 어떻게 다르게 영향 받는지를 역시 실증해볼 필요가 있다.

본 연구는 지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향과 관련되어 국내의 기업 환경을 보다 현실적으로 반영한 실증 결과를 제시하였다. Wang (2006)의 연구에서도 가족기업의 보수주의 성향에 대해 실증했지만, 미국의 선행연구에서 보고된 결과를 우리나라 기업지배구조에 그대로 적용하기에는 무리가 따른다. 그 이유 중 하나는 기업의 지배구조는 제도적 환경의 영향을 받으며, 정치와 경제 정책적 선택의 산물로 볼 수 있기 때문이다(Roe 1993; 박종일 2003).²⁾ 따라서 본 연구는 소수주

2) 최대주주 지분율이 증가할수록 이익조정이 유의하게 증가한다는 박종일(2003)의 연구와 가족기업보다 비가족기업의 경영성과가 더 우수하게 나온 이정화와 고윤성(2009)의 연구는 해외 선행 연구와는 상반되는 연구 결과를 보여준다. 이는 영미권 기업 지배구조와

주에 대한 제도적 보호 정도, 상호출자 등으로 인한 지배주주의 영향력 정도 등이 영미권 국가와는 상이한 국내 환경에서의 실증 결과를 제시한다는 측면에서 선행연구와는 차별점을 가진다. 그리고 지배주주가 실질적으로 경영에 참여하고 있는 가족 경영기업을 연구 대상으로 하여 주주와 전문경영자 간의 대리인 비용을 배제하고 지배주주와 소수주주 간의 대리인 문제를 보다 직접적으로 분석한 측면에서도 의미를 가진다. 기업의 지배구조를 개선하려는 규제기관의 입장에서는 본 연구의 발견을 기업지배구조 개선을 위한 제도 정립 과정에서 활용할 수 있으며, 재무보고의 품질에 대한 감독을 수행할 경우에도 활용할 수 있을 것이다. 그리고 투자자의 경우 기업의 지배구조를 감안해 재무제표를 검토하고 의사결정을 내려야 하며, 회계 감사인의 경우 보수적 회계처리에 대한 지배가족의 유인에 주의를 기울여 감사를 수행해야 한다는 시사점을 제공할 수 있다.

본 논문은 다음과 같은 순서로 진행된다. 2장에서는 가족기업 및 지배구조와 관련된 선행연구를 소개하고, 3장에서는 연구가설을 도출한다. 4장에서는 연구방법 및 표본을 기술하고 5장에서는 실증분석 결과들을 보고한다. 마지막 6장에서는 논문을 요약하고 결론 및 한계점을 기술하는 것으로 끝을 맺는다.

II. 이론적 배경

2.1 가족기업

어떤 기업이 가족기업인가에 대해서는 아직 통일된 정의가 없고, 선행 연구들에서도 다양하면서도 조금씩 다른 방법으로 가족기업을 정의하였다. 선행연구를 바탕으로 가족기업의 정의기준을 요약하면 크게 다음의 3가지로 정리할 수 있다. 첫째, 기업의 실질적 소유자, 즉 지배가족이 경영에 참여하는가 하는 기준, 둘째, 지배가족이 해당기업에 대한 소유권(지분율)을 일정 기준 이상 갖고 있는가 하는 기준, 그리고 마지막으로 이상의 두 가지 기준을 복합적으로 사용하여 정의하는 것이다.³⁾

지배가족이 경영에 참여하는가 여부로 가족기업을 정의한 연구로는 국내기업을 대상으로 최고 경영자가 창업자와 가족관계를 가지는지를 조사하여 가족지배기업을 측정한 반혜정과 김석수(2007)가 있다. 그리고 지배가족이 해당기업에 대한 소유권을 일정 기준 이상 갖고 있는가로 가족기업을 정의한 연구로는 Faccio et al.(2001)을 들 수 있다. Faccio et al.(2001)은 지배주주의 전횡을 연구하면서, 창업자 가족이 20% 이상의 지분을 보유할 경우 가족지배기업으로 구분하였고 한국과 같은 동아시아국가의 기업에서는 실질적 소유자가 창업자 가족인 경우가 많다는 사실을 제시하였다.

국내 기업지배구조의 환경차이에 기인하는 것으로 판단되며, 해외 연구 결과를 국내 실정에 똑같이 적용하기에는 무리일 수 있다는 근거를 제시한다.

3) 영국의 Westhead and Cowling(1998)은 가족기업의 정의를 경영권 승계, 지배가족의 경영권 보유, 이사회 참여, 소유 정도, 그리고 4가지 기준의 복합적 사용 등 5가지 기준을 제시하였다. 본 연구에서는 Westhead and Cowling(1998)이 제시한 가족기업의 정의 중에서 지배가족의 경영권 보유와 이사회 참여는 지배가족의 경영 참여로 통합시키고, 경영권 승계는 소유권(Ownership)의 이전으로 볼 수 있기 때문에 지배가족이 해당기업에 대한 지분율을 일정 기준 이상 보유하는 기준에 포함시켜 크게 3 가지 기준으로 요약하였다.

Handler(1989)는 '지배가족의 경영참여여부만 기준으로 삼고 가족기업을 정의한 연구와 지배가족의 소유권으로만 가족기업을 정의한 연구는 근본적인 차이가 있다'고 주장하면서 두 가지 기준 중 어느 한 가지만의 사용을 경계하였다. 가족기업에 대한 최근 연구들은 이러한 주장을 반영하여 경영참여여부 및 소유권 등 두 가지 기준을 복합적으로 사용한 가족기업의 정의를 사용하는 경우가 많다. 영국의 Westhead and Cowling(1998)은 의결권의 50%이상을 최대단일가족이 갖고 있거나, 가족구성원이 CEO나 이사회 의 구성원으로 경영에 참여하는지를 복합적으로 고려하여 가족기업을 정의하였다. Anderson and Reeb(2003)은 창업가족이 소유한 지분율과 창업가족 일원이 이사회 의 구성원이나 의 여부로 가족기업과 비가족기업을 구분하였다. 국내에서는 남영호와 문성주(2007)가 단일지배가족의 소유 지분율(50% 이상 여부), 가족구성원의 경영참여, 2세대 이상 경영권 승계 등 세 가지 기준에 한 가지라도 부합하면 가족지배기업으로 정의하였다. 이정화와 고윤성(2009)은 선행연구들을 종합하여 가족 보유 지분율이 20%, 50%를 초과하느냐 여부와 가족의 임원 등재 여부 등의 변수를 다양하게 조합한 8가지 방법으로 가족기업을 정의하였다.

선행연구에서는 연구 목적에 따라 서로 다른 가족기업에 대한 정의가 사용되고 있다. 본 연구에서는 가족이 소유하고 지배하고 있는 기업에 있어서 회계정보의 보수성이 어떠한가를 알아보기 위해서 가족기업을 보다 구체적으로 '가족경영기업'으로 정의하였다. 지배가족이 경영에 직접 참여하고 있을 때 회계정보의 산출에 직접적으로 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 따라서 경영에 실제 참여하고 있는지 여부를 중심으로 가족경영기업을 정의하고 간접

지배를 포함하는 기업에 대한 소유정도를 추가적으로 고려한다.

2.2 지배구조와 회계정보의 보수성

본 연구는 지배구조 및 소유구조와 회계정보의 보수성을 주요 관심 대상으로 한다. 이 둘 사이의 관계를 살펴본 연구로 해외 연구는 Garcia Lara et al.(2007), Lafond and Roychowdhury(2008)와 Wang(2006) 등이 있다. Garcia Lara et al.(2007)은 기업지배구조와 보수주의와의 연관성을 검증하였는데 CEO가 이사회 의장일 경우 이사회에 대한 CEO의 영향력이 강화되고, 이사회 의 CEO에 대한 견제 능력이 제한되면서 보수주의도 동시에 약화된다는 결과를 보여주었다. Lafond and Roychowdhury(2008)는 경영자가 소유한 지분율로 측정된 소유권(Ownership)과 통제권(Control)의 분리가 심해질수록 대리인 문제가 심화되고 이에 따라 보수주의에 대한 수요가 증가하기 때문에 보수주의가 강화된다는 실증 결과를 제시하였다. 그리고 CEO가 창업자가 아닐 경우 회계정보의 보수성이 높아진다는 결과를 보여주었다. Wang(2006)은 창업자 가족이 소유한 기업의 경우 회계이익의 질이 높다는 실증 결과를 제시하였다. 이때 회계이익의 질을 구성하는 요소 중의 하나로 회계정보의 보수성을 살펴보았다. 회계정보의 보수성과 관련해서 가족경영기업의 경우 보수적인 회계처리 성향을 가지며, 지분율과 관련되어 보수성이 비선형 관계를 가지는 결과를 보고하였다. Wang의 연구는 가족경영기업이 다수를 차지하고 있는 국내 상황에 많은 시사점을 제공하는 연구이지만, 소유와 경영이 분리되어 있는 기업이 많고 소수주주에 대한 제도적 보호가 잘 이루어져 있는 미국 시장을 대상으

로 하고 있어 국내 기업에 대해 직접 적용하는 데에는 한계가 있을 것으로 보인다. 그리고 소유와 경영이 분리 될수록 대리인 비용이 증가하므로 소수주주의 보수주의에 대한 수요가 증가한다는 논리(Lafond and Roychowdhury 2008) 역시 국내 시장에 그대로 적용될 수 있을지는 의문이다. 국내의 소수주주보호에 대한 열악한 제도적 환경 때문에 회계정보 공급자의 영향력이 소수주주의 보수주의에 대한 수요보다 더 클 것으로 예상되기 때문이다.

국내 연구로는 기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향을 살펴본 최현돌과 윤재원(2006)의 연구가 있다. 그들은 지배주주 지분율과 보수성 사이의 유의한 관계를 밝혀내지는 못하였지만, 기업지배구조가 양호한 집단에서는 지배주주 지분율이 높을 경우 보수성이 강화되는 것을 발견하였다. 그리고 최영곤과 안홍복(2007), 김명인과 최종학(2008)은 지분율 괴리도가 클 경우 지배주주가 소수주주의 권리를 침해하여 자신의 사적 이익을 추구할 가능성이 높아지게 되고 기업의 보수주의 정도는 감소한다는 실증 결과를 보고하였다. 손평식(2006)은 기업지배구조 개선지원센터에서 발표하는 기업지배구조 점수를 이용하여 보수주의와의 관계를 살펴보았다. 이사회와 공시부문의 기업지배구조가 좋을수록 보수성은 높아지는 결과를 나타냈으나, 다른 부문(주주권리보호, 감사기구제도, 경영과실 배분)의 기업지배구조는 좋을수록 오히려 보수성이 낮아지는 반대의 결과를 나타냈다.

선행연구를 종합해보면 주주와 전문경영자, 지배주주와 소수주주 등 대리인 비용의 발생과 관련되어 지배 및 소유구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향이 실증되었다. 그러나 국내의 연구에서는 아직까지 가족경영기업이 보수주의에 미치는 영향을 살펴본 바가 없다. 그리고 지배주주에 초점을

맞춘 기업지배구조와 보수주의의 상관관계를 살펴본 국내 연구의 결과들 역시 혼재되어 있다. 그러므로 가족기업의 비중이 크고 소수주주에 대한 제도적 보호가 서구 선진국에 비해 상대적으로 열악한 국내기업들을 대상으로 가족경영기업과 보수주의와의 상관관계를 살펴보는 것은 해외연구와 차별화되는 공헌도가 있을 것이다.

III. 가설 설정

Wang(2006)은 지배구조와 회계정보의 품질과의 관계를 분석하면서 회계정보의 품질이 회계정보를 공급하는 기업(공급측면)과 회계정보를 이용하는 외부투자자들(수요측면)에 의해서 결정된다고 주장하였다. 또한 지배주주가 소수주주의 부를 침해한다는 보호막효과(Entrenchment Effect)와 지배주주와 소수주주가 기업의 장기성과 제고라는 목적을 공유한다는 이해합치효과(Alignment Effect)의 상반된 개념을 제시하였다. 그리고 보호막효과와 이해합치효과가 각각 발생되었을 때 기업은 어떠한 회계정보를 공급하고 외부투자자는 어떠한 회계정보를 수요하게 될지에 대해 논리를 전개하였다. 본 연구의 관심 대상인 가족경영기업의 경우에도 보호막효과와 이해합치효과를 각각 상정해볼 수 있으며, 이때 공급측면과 수요측면이 회계정보의 보수성에 미치는 영향을 생각해볼 수 있다.

우선 보호막효과는 지배주주가 주주 전체 또는 기업 부의 극대화를 추구하는 것이 아니라 자신의 영향력을 이용하여 사적 이익의 극대화를 추구하는 현상이다(Morck et al. 1988). 지배주주가 기업의 통제권을 효과적으로 유지하는 경우, 일반적인

지배주주 감시 장치 즉 이사회나 감사위원회, 또는 내부통제제도 등이 제대로 기능을 수행하지 못하기 때문에 보호막 효과를 억제하지 못할 수 있다 (Shleifer and Vishny 1997; La Porta et al. 1999; Johnson et al. 2002). 회계정보를 공급하는 기업측면에서 본다면, 보호막효과로 인해 가족경영기업은 지배가족의 이익을 극대화하기 위해서 이익 또는 자산을 과대 계상하는 공격적인 회계처리 방법으로 외부 소수주주 및 다른 이해관계자의 간섭과 제재를 회피하려는 유인이 존재할 수 있다. 반면 회계정보를 사용하는 시장 측면에서 본다면, 가족경영기업의 경우 보수적 회계처리에 대한 시장의 수요(압력)가 더 크므로 기업의 회계정보 산출과정에 이러한 수요가 반영되어 더 보수적인 성향을 보일 수도 있다. 회계정보의 보수성이 지배주주와 경영자의 행동을 견제하고 감시하는 역할을 하여 기업의 대리인 비용을 줄이는 역할을 하기 때문이다(Ball and Shivakumar 2005, Watts 2003). 그러나 투자자에 대한 제도적인 보호 정도가 약한 국내기업의 상황에서는 시장에서 외부주주의 요구가 잘 받아들여지지 않을 수 있으므로 덜 보수적인(즉 공격적인) 성향을 보일 가능성도 있다.⁴⁾ 외부소수주주에 대한 법적인 보호가 약한 국가일수록 지배주주의 기회주의적 행동 및 외부소수주주에 대한 이익침해 유인이 보다 강하다는 선행연구(La Porta et al. 1998, 1999, 2000) 결과를 통해 이러한 가능성을 유추할 수 있다. 그러므로 보호막효과를 가정하였을 경우 회계정보 공급자 측면에서는 공격적인 회계정보를 제공할 유인이 있고, 수요자 측면에서는 보수적인 회계정보를 요구할 유인이 존재한다.

이해합치효과는 기업의 많은 주식을 소유하고 있는 지배주주가 기업의 장기성과를 제고하려 노력하기 때문에 지배주주와 소수주주의 이해가 합치되는 현상이다. 가족기업의 경우 창업자 가족이 그들 기업을 후손에게 승계하고자 하는 유인을 가지므로 장기적인 가치극대화에 관심을 가지게 된다(Chami 1997). 따라서 회계정보를 공급하는 가족경영기업은 지배가족이 사적이익을 추구하기 위해서 회계이익을 기회주의적으로 조정할 유인이 적다. 오히려 기업의 실질적인 현금 흐름, 위험 정도, 장기적 재무 안정성 등을 중시여기기 때문에 법인세의 효과, 소송비용 등을 고려하여 보수적으로 회계 처리할 가능성이 크다(Watts 2003). 반면 회계정보를 사용하는 시장 측면에서는 지배가족과 소수주주의 이해가 합치되었으므로 지배가족의 대리인 비용을 절감하기 위한 보수적 회계처리를 요구할 가능성이 적다. 따라서 이해합치효과를 가정할 경우 회계정보 공급자 측면에서는 보수적인 회계정보를 제공할 유인이 있지만, 수요자는 보수적 회계정보를 크게 요구하지 않을 수 있다.

보호막효과와 이해합치효과에서 나타나는 회계정보의 공급과 수요는 각기 서로 다른 보수주의 정도를 예상하고 있다(<그림 1>참조). 그리고 동일한 보호막효과(혹은 이해합치효과) 내에서도 회계정보에 대한 공급과 수요의 힘이 얼마나 큰가에 따라서 해당 기업이 보수적인지 혹은 공격적인지가 결정될 것이다. 예를 들어 보호막효과가 크게 영향을 미치는 경우 가족경영기업은 보수적인 회계정보를 제공할 유인이 낮아 보수성이 낮은(즉 공격적인) 회계정보를 공급하려 할 것이다. 그렇지만 시장에서는 보수적인 회계처리를 요구하므로 회계정보의 공급

4) 본 연구에서 '공격적인 회계처리'란 용어는 '보수적인 회계처리'에 비해 상대적으로 '덜 보수적인 회계처리'란 의미로 사용되었다.

회계정보 공급(Supply)	공격적	보수적
회계정보 수요(Demand)	보수적	공격적
	보호막효과 (Entrenchment Effect)	이해합치효과 (Alignment Effect)

〈그림 1〉 보호막효과와 이해합치효과

과 수요 중에서 보다 강한 힘을 발휘하는 방향으로 회계정보의 보수성 정도가 나타나게 될 것이다. Wang(2006)의 경우 가족경영기업에서 보수성이 높아지는 것을 보고하면서 보호막효과와 회계정보 수요, 혹은 이해합치효과의 회계정보 공급이 회계정보의 보수성 정도에 영향을 미친다고 결론을 내렸다. 또한 가족경영기업이 지분율에 따라서 비선형관계가 있음을 추가적으로 제시하였다. 즉 지분율이 증대되면서 회계보수성이 점차 증대되다가 일정 수준이 지나면 점차 보수성이 줄어드는 현상이 나타난 것이다. Wang은 지분율이 높은 경우에는 이해합치효과의 회계정보 수요, 또는 보호막효과와 회계정보 공급이 더 크게 영향을 미치는 것으로 해석하였다. 그러나 Wang의 결과에 대한 해석은 소수주주에 대한 제도적 보호가 강한 영미권 국가의 상황을 반영하는 것이다. 소수주주 및 투자자에 대한 제도적 보호가 약한 대륙법 아시아 국가에서는

양질의 회계정보에 대한 수요가 상대적으로 적으며 (La Porta et al. 1998; Ball et al. 2003), 이러한 낮은 수준의 수요로 인해 한국 가족경영기업에 있어서는 회계정보의 공급에 의해 보수성이 결정될 가능성이 클 것으로 예상된다.⁵⁾ 또한 국내 가족경영기업을 소유 및 경영하고 있는 지배가족은 계열회사, 특수관계인 등을 통한 상호지분보유, 간접지배 등 복잡한 소유구조를 형성하고, 이를 통해 영미권 국가의 지배주주보다 더 강력한 영향력을 행사할 가능성도 있다. 그러므로 국내 가족경영기업에 있어서 소수주주보다 지배주주의 영향력은 영미권 국가의 경우보다 강하며, 이러한 기업환경 하에서 지배구조와 보수주의 간의 관계는 새롭게 살펴볼 여지가 있을 것으로 보인다.

따라서 보호막효과와 이해합치효과는 가족경영기업의 보수주의에 대해 서로 다른 예상을 제공하고 있으며, Wang(2006)의 연구는 국내 현실과는 다

5) 김정욱과 배길수(2006)는 외국인 투자자들이 국내투자자에 비해 대리인 비용이 더 크기 때문에 외국인투자자의 지분율이 높을수록 그들의 감시활동이 더 강화될 것이고 따라서 더 보수적인 회계처리를 원할 것이라고 예상하였다. 실증결과 외국인투자자 지분율이 높을수록 보수주의 회계처리 정도가 높아지는 것으로 밝혀졌다. 즉 정보비대칭을 줄이려는 보수주의에 대한 수요가 존재하고 기업의 회계정보 산출에 이러한 수요가 영향을 미친다는 실증결과가 제시된 것이다. 그러나 기관투자자 지분율은 증가할수록 보수주의가 낮아지는 예상과 반대되는 실증 결과 역시 나타났다. 결과적으로 국내기업에서 투자자들의 수요가 보수주의에 실질적인 영향을 미치는가는 불분명하다.

른 상황 하에서 연구되었으므로 가설 설정에 있어서 특정한 방향을 예측하기 어렵다. 그리고 선행연구에서 가족경영기업의 지분율에 따라서 회계정보의 보수성이 비선형관계를 가지므로 이에 대한 분석 역시 필요하다. 지배가족의 지분율이 증가함에 따라서 지배가족과 소수주주 간의 이해가 더욱 합치되거나, 혹은 사적이익을 극대화하기 위해 소수주주의 간섭을 회피하려는 보호막 효과가 더욱 강하게 나타날 수 있기 때문이다. 그러므로 귀무가설 형태로 가설을 설정하면 다음과 같다.

가설 1: 회계정보의 보수성 정도는 가족경영기업 여부와 관련이 없다.

가설 2: 회계정보의 보수성 정도는 가족경영기업의 지분율과 관련이 없다.

IV. 표본 선정 및 연구방법론

4.1 가족경영기업의 조작적 정의

가족경영기업의 회계정보 보수성을 살펴보기 위해서는 우선 가족경영기업에 대한 정의가 필요하다. 선행연구에서 가족기업에 대한 여러 다양한 정의가 존재하지만 본 연구에서는 회계정보의 보수성

을 살펴보는 측면에서 회계정보 산출에 보다 직접적으로 영향을 줄 수 있는 가족기업의 정의를 사용하고자 한다. Faccio et al.(2001)은 기업의 실질적인 지배주주인 가족이 최고경영자나 이사회 의장 등의 요직에 있을 경우 강한 영향력을 행사한다고 하였다. 즉 기업을 소유하는 가족이 기업경영에 직접 참여하고 있는 경우 회계정보의 보수성 여부에 보다 직접적으로 영향을 미칠 수 있으므로, 본 연구에서는 지배가족이 이사(등기임원) 혹은 최고경영자인 경우를 가족경영기업으로 정의하였다. 그러나 가족기업을 정의하기 위해서는 경영참여와 보유 지분율을 복합적으로 고려해야 한다는 선행연구(Handler 1989; Westhead and Cowling 1998)에 따라서 5% 미만의 지분율을 보유하였을 경우에는 실질적인 지배력을 행사하기 어렵다고 판단하여 가족경영기업이 아닌 것으로 간주하였다.⁶⁾ 즉, 지배가족의 경영참여와 5% 이상의 지분율을 동시에 만족하는 경우를 가족기업으로 정의하였다. 이때 지배가족이 경영권에 미치는 영향 정도에 따라 연구결과에 차이가 나타날 수 있으므로 지배가족이 최고경영자인 경우, 이사인 경우, 최고경영자 혹은 이사인 경우, 최고경영자이며 동시에 또 다른 지배가족이 이사인 경우 등 4가지로 나누어 살펴보았다. 그리고 가설2를 검증하기 위해서 가족일원들이 직접·간접으로 해당기업에 대해 보유한 지분율도 추가적으로 고려하였다.⁷⁾ 가족이 보유한 지분율의

6) Shleifer and Vishny(1987)는 경영자가 0~5%의 낮은 지분율을 가지는 경우 경영자는 개인적 이익을 극대화할 수 있는 여건이 형성되지 않는다고 하였다. 이러한 5%의 지분율을 기준점(cut off)로 정한 선행연구는 다수 존재한다. 지배주주의 소수주주에 대한 전횡을 연구한 Faccio et al.(2001), La porta et al.(1999), Classens et al.(2000) 등이 5%의 지분율 이상을 보유한 경우를 지배주주에 포함시켰다. 가족기업의 경영성과를 분석한 Andres(2008)는 5% 이상의 소유지분만을 공시하는 독일의 공시환경을 반영하고 표본의 일관성을 위해 가족 일원이나 계열사가 5% 이상의 주식을 보유한 경우를 가족기업으로 정의하였다.

7) 최대주주(이해관계자 포함) 지분율과 본 연구에서 사용된 지배가족 지분율은 계산방법에 있어서 매우 유사하지만 다소 차이가 있다. 최대주주지분율의 경우 실질적인 소유 가족이 없는 경우에도 기관투자자 등의 지분율을 나타내지만, 지배가족 지분율은 그러한 경우 지분율이 0%로 표시된다. 또한 소유는 하지만 경영에 참여하지 않는 경우에도 지분율이 0%로 계산된다. 즉 최대주주 지분율의 경우 가족의 소유나 경영참여 여부와 관계없이 지분율을 표시하지만, 지배가족 지분율의 경우 가족이 소유하고 경영에도 참여하는 경우의 지분율을 나타내게 된다.

기준점(cut off)은 지배주주가 의결권의 20% 이상을 보유할 경우에 대개 지배주주의 실질적인 영향력(De facto control)이 존재한다는 선행연구를 따라 의결권의 20%를 첫 번째 기준점(cut off)로 결정하였다(La Porta et al. 1999; Classens et al. 2000; Faccio et al. 2001). 추가적으로 기업에 대한 확실한 지배력을 행사할 수 있는 기준점인 50%의 의결권을 또 다른 기준점으로 정의하였다(Westhead 1998; Faccio et al. 2001; 남영호와 문성주 2007; 이정화와 고윤성 2009).

4.2 보수주의의 측정

선행연구에서는 보수주의를 크게 조건부적(Conditional) 보수주의와 무조건적(Unconditional) 보수주의 등 두 가지로 분류하였다. Beaver and Ryan(2005)은 Good New(이하 GN) 및 Bad News(이하 BN)에 대한 차별적 인식과 관련된 보수주의를 조건부적 보수주의라 언급하였다. 즉 조건부적 보수주의는 기업에 관한 BN보다 GN을 재무제표에 인식할 때 보다 엄격한 검증가능성(Verifiability)이 요구되는 현상이다. 반면 무조건적 보수주의는 경제적인 상황(혹은 거래)에 대하여 이익을 감소시키기 위하여 적용되는 회계처리이다. 예를 들어, 연구개발비를 자본화하지 않고 비용처리 함으로써 이익 및 자산을 과소계상 하는 것처럼 GN과 BN과는 무관한 보수주의가 무조건적 보수주의에 해당한다. 보수주의의 정도를 측정하기 위해서 최초로 개발된 방법은 Basu(1997)의 조건부적 보수주의 이익-주가 수익률 모형이다. 이 모형은 역회귀분석(Reverse Regression)방법으로써, 주가가 회계이익을 얼마나 적시에 반영하는지를 측정하는 것이다. 그러나 Basu의 방법은 주가

수익률 자료가 있는 기업에만 적용될 수 있고, 수익률을 이용하기 때문에 시장이 비효율적일 경우에는 부적합하다는 문제점이 있다. 그리고 Basu의 역회귀분석 방법은 수익률이 회계이익을 발생시키는 원인이 될 때만 가능한 것이며, 그 반대로 이익이 수익률을 변동시키는 경우에는 명확한 결과의 해석이 불가능할 수도 있다(Dietrich et al. 2007).

이러한 Basu의 단점을 보완한 보수주의 측정치로 비교적 최근에 고안된 Ball and Shivakumar(2006)의 방법이 있다. Ball and Shivakumar의 보수주의 측정 방법은 기존의 발생액 모형을 발전시킨 것으로 GN와 BN의 현금흐름이 발생액에 반영되는 정도가 달라지는 비대칭성을 통해 보수성 정도를 측정하였다. 원래 현금흐름과 발생액은 발생액의 반전현상(Reversal)으로 인해서 음(-)의 관계를 보인다(Dechow et al. 1998). 그러나 Ball and Shivakumar는 이득과 손실의 적시성 차이로 인한 인식의 비대칭성 때문에 이러한 발생액과 현금흐름 사이의 음(-)의 관계가 약화된다고 설명하였다. Ball and Shivakumar의 방법은 이러한 발생액에 반영되는 GN과 BN의 비대칭성을 이용하여 보수주의 정도를 측정하는 것이다. Ball and Shivakumar는 세 가지 발생액 모형을 활용하여 세 가지 보수주의 모형을 개발했다. 첫 번째 모형은 현금흐름과 발생액 사이의 음(-)의 관계를 이용하여 만들어진 Cash Flow(CF) 모형이고, 두 번째 모형은 현금흐름을 전기, 당기, 차기로 분리한 Dechow and Dichev(2002)의 발생액 모형에서 개발된 Dechow and Dichev(DD) 모형이며, 세 번째는 재량적 발생액과 비재량적 발생액을 구분한 Jones(1991)의 발생액 모형에서 착안된 Jones 모형이다. 본 연구에서는 Ball and Shivakumar(2006)가 고안한 CF 모형, DD 모

형, Jones 모형 등 세 가지 모형을 모두 사용하여 보수주의를 측정함으로써 검증력을 높이고자 한다. Ball and Shivakumar의 CF 모형, DD 모형, Jones 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{CF모형: } ACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * CF_{it} \\ & + \beta_2 * DCF_{it} + \beta_3 * DCF_{it} * CF_{it} \\ & + u_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{DD모형: } ACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * CF_{it} + \beta_2 * CF_{it-1} \\ & + \beta_3 * CF_{it+1} + \beta_4 * DCF_{it} \\ & + \beta_5 * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Jones모형: } ACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * \Delta REV_{it} \\ & + \beta_2 * GPPE_{it} + \beta_3 * CF_{it} + \beta_4 * DCF_{it} \\ & + \beta_5 * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (3)$$

여기서 회사 i 와 연도 t 에 대해서,

ACC_{it} : 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균 총자산

CF_{it} : 당기영업현금흐름/ 평균총자산

ΔREV_{it} : 매출증가액/ 평균총자산

$GPPE_{it}$: 총유형자산/ 평균총자산

DCF_{it} : 당기영업현금흐름/ 평균총자산이 0보다 작으면1, 아니면 0

각 모형에서 변수 $DCF_{it} * CF_{it}$ 의 계수값은 BN가 발생했을 때 GN에 비해 얼마나 더 적시성 있게 발생액에 반영되는지에 대한 증분적 효과를 나타낸다. 이 계수값이 유의한 양(+)의 값을 가진다면 기업이 보수적인 회계처리를 하는 것으로 판단할 수 있다.

4.3 연구 모형

본 연구는 가족경영기업과 전문경영기업으로 구분

한 기업의 지배구조 차이가 기업의 보수주의적 회계처리 정도에 미치는 영향을 실증분석 하고자 한다. 연구 가설을 검증하기 위해 Ball and Shivakumar (2006)의 세 가지 보수주의 모형에 가족경영기업 여부 더미 변수를 포함시켜 다음의 여섯 가지 모형을 도출하였다.

가설1에 대한 검증모형

$$\begin{aligned} \text{CF 모형: } ACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * CF_{it} \\ & + \beta_3 * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_4 * Ctrl_{it} \\ & + \beta_5 * Ctrl_{it} * CF_{it} + \beta_6 * Ctrl_{it} * DCF_{it} \\ & + \beta_7 * Ctrl_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{DD 모형: } ACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * CF_{it} \\ & + \beta_2 * CF_{it-1} + \beta_3 * CF_{it+1} + \beta_4 * DCF_{it} \\ & + \beta_5 * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_6 * Ctrl_{it} \\ & + \beta_7 * Ctrl_{it} * CF_{it} + \beta_8 * Ctrl_{it} * CF_{it-1} \\ & + \beta_9 * Ctrl_{it} * CF_{it+1} + \beta_{10} * Ctrl_{it} * DCF_{it} \\ & + \beta_{11} * Ctrl_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{Jones 모형: } ACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * \Delta REV_{it} \\ & + \beta_2 * GPPE_{it} + \beta_3 * CF_{it} + \beta_4 * DCF_{it} \\ & + \beta_5 * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_6 * Ctrl_{it} \\ & + \beta_7 * Ctrl_{it} * CF_{it} + \beta_8 * Ctrl_{it} * DCF_{it} \\ & + \beta_9 * Ctrl_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it} \end{aligned} \quad (6)$$

가설2에 대한 검증모형

$$\begin{aligned} \text{CF모형: } ACC_{it} = & \beta_0 + \beta_1 * CF_{it} + \beta_2 * DCF_{it} \\ & + \beta_3 * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_4 * Ctrl_{it} * Share5_{it} \\ & + \beta_5 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * CF_{it} \\ & + \beta_6 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} \\ & + \beta_7 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} * CF_{it} \\ & + \beta_8 * Ctrl_{it} * Share20_{it} \\ & + \beta_9 * Ctrl_{it} * Share20_{it} * CF_{it} \\ & + \beta_{10} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 & + \beta_{11} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} * CF_{it} \\
 & + \beta_{12} * Ctrl_{it} * Share50_{it} \\
 & + \beta_{13} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * CF_{it} \\
 & + \beta_{14} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} \\
 & + \beta_{15} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} * CF_{it} \\
 & + u_{it} \tag{7}
 \end{aligned}$$

DD모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CF_{it} + \beta_2 * CF_{it-1} + \beta_3 * CF_{it+1} + \beta_4 * DCF_{it} + \beta_5 * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_6 * Ctrl_{it} * Share5_{it} + \beta_7 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * CF_{it-1} + \beta_8 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * CF_{it-1} + \beta_9 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * CF_{it+1} + \beta_{10} * Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} + \beta_{11} * Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_{12} * Ctrl_{it} * Share20_{it} + \beta_{13} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * CF_{it} + \beta_{14} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * CF_{it-1} + \beta_{15} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * CF_{it+1} + \beta_{16} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} + \beta_{17} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_{18} * Ctrl_{it} * Share50_{it} + \beta_{19} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * CF_{it-1} + \beta_{20} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * CF_{it-1} + \beta_{21} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * CF_{it+1} + \beta_{22} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} + \beta_{23} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it}$ (8)

Jones모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \Delta REV_{it} + \beta_2 * GPPE_{it} + \beta_3 * CF_{it} + \beta_4 * DCF_{it} + \beta_5 * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_6 * Ctrl_{it} * Share5_{it} + \beta_7 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * CF_{it} + \beta_8 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} + \beta_9 * Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} * CF_{it}$

$$\begin{aligned}
 & + \beta_{10} * Ctrl_{it} * Share20_{it} \\
 & + \beta_{11} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * CF_{it} \\
 & + \beta_{12} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} \\
 & + \beta_{13} * Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} * CF_{it} \\
 & + \beta_{14} * Ctrl_{it} * Share50_{it} \\
 & + \beta_{15} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * CF_{it} \\
 & + \beta_{16} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} \\
 & + \beta_{17} * Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} * CF_{it} \\
 & + u_{it} \tag{9}
 \end{aligned}$$

여기서 회사 i와 연도 t에 대해서,

- Ctrl1it : 지배가족의 구성원들이 최고경영자 혹은 이사인 경우 1 아니면 0
- Ctrl2it : 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자와 동시에 이사인 경우 1 아니면 0
- Ctrl3it : 지배가족이 최고경영자인 경우 1 아니면 0
- Ctrl4it : 지배가족의 구성원들이 이사인 경우 1 아니면 0
- Share5it : 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 5%에서 20% 사이인 경우 1 아니면 0
- Share20it : 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 20%에서 50% 사이인 경우 1 아니면 0
- Share50it : 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 50% 이상인 경우 1 아니면 0
- ACCit : 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균총자산
- CFit : 당기영업현금흐름/ 평균총자산
- ΔREVit : 매출증가액/ 평균총자산
- GPPEit : 총유형자산/ 평균총자산
- DCFit : 당기영업현금흐름/ 평균총자산이 0보다 작으면 1, 아니면 0

식(4)~식(9)의 상호교차항 $DCF_{it} * CF_{it}$ 는 보수주의 정도를 나타낸다. 여기에 관심변수인 가족경영기업 더미변수 Ctrl1부터 Ctrl4까지 결합시킨

$Ctrl_{it} * DCF_{it} * CF_{it}$ 의 계수값이 가설1을 검증하는 회귀계수이다. 즉 식(4)의 β_7 , 식(5)의 β_{11} , 식(6)의 β_9 가 각각 양(+)을 나타낼 경우 지배 가족경영 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 회계정보의 보수성이 강하다고 결론내릴 수 있다. 그리고 가족경영 기업의 지분율에 따라 보수성이 다르게 나타나는가를 검증하기 위한 가설 2의 연구 모형에서는 지분율구간을 나타내는 더미변수 $Share5_{it}$, $Share20_{it}$, $Share50_{it}$ 을 결합시킨 $Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} * CF_{it}$, $Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} * CF_{it}$, $Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} * CF_{it}$ 의 계수값이 관심 회귀계수이다.⁸⁾ 식(7)의 β_7 , β_{11} , β_{15} 와 식(8)의 β_{11} , β_{17} , β_{23} 과, 식(9)의 β_9 , β_{13} , β_{17} 이 각각 양(+)의 값을 가지면 지분율에 따라 보수주의 경향이 강해짐을 의미한다.

4.4 표본 선정

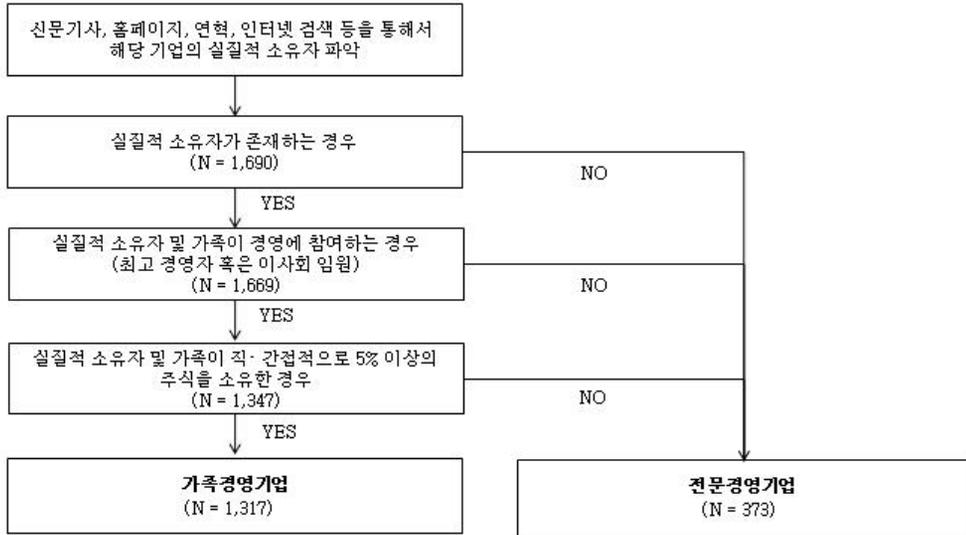
본 연구는 2005년부터 2007년까지 유가증권시장에 계속 상장된 기업 중에서 비금융 12월 결산 법인을 분석 대상으로 한다.⁹⁾ 그리고 가족경영기업

과 관련된 자료수집과정은 <그림 2>와 같다. 우선 가족경영기업을 판별하기 위해서 기업의 실질적 소유자를 파악해야 한다. 이를 위해 신문기사, 홈페이지 연혁, 인터넷 검색 등의 방법을 이용하여 실질적 소유자를 파악한 후, 실질적 소유자가 최고경영자 혹은 이사회 임원일 경우에는 가족경영기업으로 판단하였다.¹⁰⁾ 기업의 실질적 소유자를 파악하지 못한 경우에는 전문경영기업으로 분류하였다.¹¹⁾ 이와 동시에 사업보고서의 특수관계자 현황에서 기업의 실제 소유자인 가족의 일원이 직접 소유한 지분율과 가족 지배 계열사가 소유한 해당회사의 지분율도 동일한 방법으로 수집하였다. 최종적으로 5% 미만의 지분율을 보유하였을 경우에는 실질적인 지배력을 행사하기 어렵다고 판단하여 가족경영기업이 아닌 것으로 간주하였다. 이러한 방법으로 가족경영기업과 전문경영기업을 2004년 말 기준으로 측정하였고, 2005년부터 2007년 3년 동안 지배구조가 크게 변화하지 않는다는 가정 하에 연구를 진행하였다.¹²⁾ 구체적인 표본 추출 과정은 <표 1>과 같다. 2005년부터 2007년까지 유가

-
- 8) 지분율 구간을 나누어 검증한 이유는 일반적인 Piecewise Regression 모형을 설정하였을 경우에 5% 이상을 나타내는 더미변수와 20% 이상을 나타내는 더미변수 사이에 다중공선성(VIF) 문제가 발생했기 때문이다.
 - 9) 2008년이 표본기간에서 빠진 이유는 Ball and Shivakumar의 DD모형에서 차기의 현금흐름정보가 필요하지만 현재 시점에선 2009년도의 재무제표가 공시되지 않았기 때문이다.
 - 10) 삼성, LG 등과 같이 공정거래위원회에서 매년 발표하는 대규모집단 기업의 경우에 실질적 소유자를 판단하는 데 큰 어려움이 없었으나, 그 이외 기업들의 경우에는 최대주주가 실질적 소유자인 경우가 많을 것이라는 가정 하에 다음의 방법을 이용하였다. 전자공시시스템(Dart.fss.or.kr)의 사업보고서 상의 최대주주 혹은 최대주주 기업의 소유자 이름을 먼저 파악하였다. 우선 최대주주가 사립일 경우, 최대주주가 기업의 회장 혹은 사장을 맡고 있는 사람과 일치한다면 실질적인 소유자일 가능성이 높다고 생각하고 확인을 위해 신문기사, 홈페이지 연혁, 인터넷 검색 등의 방법을 통해서 최대주주가 실질적으로 회사를 소유하고 있는지 여부를 검토하였다. 그리고 최대주주가 기업일 경우에는 해당 기업의 사업보고서를 검색하여 그 기업의 소유자를 파악하고 그것이 여의치 않다면 최대주주 기업의 이름과 표본기업의 회장 혹은 최고경영자 이름을 대조해서 신문기사, 홈페이지 연혁, 인터넷 검색 등의 방법을 통해서 표본의 회장이 최대주주 기업의 소유자인지를 파악하는 방법으로 실질적 소유자를 판단하였다. 만약 신문기사, 홈페이지 연혁, 인터넷 검색 등의 방법을 통해서 실질적 소유자의 확인이 조금이라도 불분명할 경우에는 실질적 소유자가 없다고 판단하였다.
 - 11) 기업의 실질적 소유자 판단이 불가능한 경우는 포스코, KT, KT&G, KTF, 강원랜드, 남해화학, 한국가스공사, 대우건설 등으로 공기업이거나 실질적 소유자가 없는 기업들이었으므로 전문경영기업으로 판단하는 데에 큰 문제가 없었다.
 - 12) Linck et al.(2005)은 이사회에 중점을 두어 지배구조의 변화를 연구한 결과 1990년부터 2004년까지 15년간의 긴 기간 동안에도 지배구조가 놀라울 정도로 지속적이며 잘 변화하지 않는다는 결과를 보여주었다. 그리고 최고경영자가 의장을 겸임하여 강한 지배력을 행사하는 극단적인 경우에도 역시 55%의 비율로 겸임을 유지한다고 보고하였다. 기업지배구조와 회계적 산출물과 조직의 성과와의 연관성을 연구한 Lacker et al.(2007) 역시 이러한 가정 하에 2002년 한 해만의 표본기간만을 이용해서 결론을 도출하

〈표 1〉 표본기업 선정

구분	표본크기
2005 ~ 2007년 기간 중에 유가증권시장에 계속 상장된 기업-연도 표본 (차감) 12월 결산이 아닌 경우	2,127 (225)
(차감) 금융업에 속하는 경우	(168)
2005 ~ 2007년도까지 계속 상장된 12월 결산 비금융 기업-연도 표본 (차감) 지분율, 재무 자료 등의 수집이 불가능한 경우	1,734 (44)
분석에서 사용된 기업-연도 표본 (이 중 가족경영기업으로 분류된 표본 1,317개 기업-연도)	1,690



〈그림 2〉 가족기업 판별 방법

증권시장에 계속 상장된 기업-연도 표본인 2,127개 중에서 12월 결산이 아닌 경우와 금융업에 속한 경우를 각각 225개, 168개 제외하여 1,734개

의 기업-연도 표본을 추출하였다. 그리고 재무데이터 결측치(44개)를 제외한 1,690개의 기업-연도 표본을 분석에 사용하였다.

였다. Lacker et al.(2007)의 연구는 Sarbane Oxley Act(SOX)가 시행된 2002년을 기준으로 했음에도 불구하고 추가분석 등을 통해 지배구조는 쉽게 변화하지 않는다는 사실을 보여주었다. 본 연구에서는 가족경영기업에 초점을 맞추었고 2005년부터 2007년까지의 표본기간동안 IMF나 SOX와 같은 큰 경제적, 제도적인 변화가 없었기 때문에 선행연구와 마찬가지로 지배구조가 지속적으로 쉽게 변화하지 않을 것이라고 가정하였다.

V. 실증분석결과

5.1 기술통계

〈표 2〉는 분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 나타낸다.¹³⁾ 〈표 2〉의 패널A는 총표본에 대한 기술통계량을, 패널B는 가족경영기업 중에서 지분율 50% 이상의 기업-연도 표본의 기술통계량을 제시한다. 지분율 50% 이상의 기업-연도 표본을 추가한 이유는 Westhead and Cowling(1998) 등의 선행연구에서 가족경영기업을 정의할 때 지분율 50% 이상을 기준으로 삼았고 K-IFRS에서 실질적 지배의 기준 지분율로 50% 이상을 제시하였기 때문에 본 연구에서도 관심을 가져야 할 표본이라고 판단했기 때문이다. 〈표 2〉 패널A를 살펴보면, 연구모형에서 종속변수로 사용되는 발생액(ACC)은 평균과 중위수가 총자산대비로 각각 2%와 1.6%를 나타내고 있으며 음(-)의 값을 보여주고 있다는 것을 알 수 있다. 이외의 주요 변수인 당기영업 현금흐름(CF)은 평균이 총 자산대비 4.8%, 중위수는 4.9%를 나타내고 있다. Jones 모형에 사용되는 GPPE는 평균이 총자산대비 33.9%, 중위수는 32.8%를 보고하고 있으며, Δ REV는 평균이 총자산대비 4.5%, 중위수는 3.8%를 나타내고 있다. 가족경영기업이 보유하고 있는 직접·간접 지분율의 합인 Share는 36.18%로써 지배가족에게 지분율이 높게 집중되어 있다는 것을 알 수 있다. 가족경영기업을 나타내는 주요 변수인 Ctrl1은 전체 표본 1,690개에서 77.9%를 차지하며 1,317개 기업-연도의 최고경영자 혹은 이사회 임원이

지배가족인 것을 보여주었다. 선행연구들에서 3분의 2정도가 가족경영기업인 것과 비교해봤을 때 다소 높은 수치인데 선행연구들은 지분율 기준을 20%, 50%로 높게 설정한 것을 고려하면 합리적인 결과라 보인다. Ctrl2는 전체표본에서 37.5%를 차지하면서 634개 기업-연도에서 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자와 동시에 이사회 임원으로서 기업경영에 참여하고 있다는 것을 보여준다. Ctrl3과 Ctrl4는 전체표본에서 각각 69.2%와 46.2%를 차지하고 있는데 이는 1,170개 기업-연도의 표본에서 지배가족이 이사회 임원이 아닌 최고경영자로서, 781개 기업-연도에서 지배가족이 최고경영자가 아닌 이사회 임원으로서만 경영에 참여하고 있다는 것을 보여준다.

〈표 3〉은 주요 변수들의 피어슨 상관관계를 보고하고 있다. 종속변수로 사용된 ACC는 CF, GPPE와 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보여주면서 선행연구와 일치하는 결과를 나타내고 있다. 그리고 CF는 GPPE, Δ REV와 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주면서 당기영업현금흐름의 증가가 유형자산의 증가, 당기매출액 증가와 높은 상관관계가 있음을 밝힌 선행연구와 일치되는 결과를 나타낸다(김명인과 최종학 2008). 또한 ACC는 가족경영기업의 변수인 1부터 4까지의 Ctrl 변수와 모두 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주고 있다. 이를 통해서 가족경영기업일수록 발생액 수준이 높아진다는 것을 알 수 있다.

가설 검증에 앞서 〈표 4〉에서는 발생액 회귀분석을 통해서 국내기업에서 보수주의 성향이 존재함을 검증해보았다. 검증 결과, 당기영업현금흐름을 나

13) 극단치가 통계결과에 미치는 영향을 제거하기 위해서 더미변수를 제외한 모든 변수는 1%, 99%에서 Winsorize 하였다.

〈표 2〉 주요 변수의 기술통계

Panel A. 총표본						
변수	N	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
ACC	1,690	-0.020	0.095	-0.436	-0.016	0.232
CF	1,690	0.048	0.093	-0.258	0.049	0.314
GPPE	1,690	0.339	0.191	0.007	0.328	0.799
△REV	1,690	0.045	0.220	-0.920	0.038	0.850
SHARE	1,690	0.362	0.189	0.000	0.361	0.790
Ctrl1	1,690	0.779	0.415	0.000	1.000	1.000
Ctrl2	1,690	0.375	0.484	0.000	0.000	1.000
Ctrl3	1,690	0.692	0.462	0.000	1.000	1.000
Ctrl4	1,690	0.462	0.499	0.000	0.000	1.000

Panel B. 가족기업 지분율 50% 이상 표본							
구분	변수	N	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
Ctrl1	ACC	309	-0.009	0.081	-0.435	-0.008	0.231
	CF	309	0.052	0.074	-0.257	0.049	0.313
	GPPE	309	0.339	0.184	0.007	0.344	0.770
	△REV	309	0.050	0.181	-0.920	0.036	0.849
	SHARE	309	60.805	7.986	50.14	59.1	79.01
Ctrl2	ACC	160	-0.011	0.083	-0.436	-0.007	0.194
	CF	160	0.051	0.076	-0.258	0.046	0.314
	GPPE	160	0.351	0.186	0.007	0.376	0.748
	△REV	160	0.055	0.186	-0.920	0.033	0.850
	SHARE	160	61.800	8.546	50.140	60.480	79.010
Ctrl3	ACC	265	-0.010	0.082	-0.436	-0.008	0.194
	CF	265	0.054	0.075	-0.258	0.051	0.314
	GPPE	265	0.329	0.179	0.007	0.340	0.754
	△REV	265	0.050	0.189	-0.920	0.035	0.850
	SHARE	265	60.697	7.901	50.140	59.310	79.010
Ctrl4	ACC	204	-0.009	0.081	-0.436	-0.009	0.232
	CF	204	0.049	0.075	-0.258	0.045	0.314
	GPPE	204	0.363	0.191	0.007	0.376	0.770
	△REV	204	0.055	0.174	-0.920	0.033	0.850
	SHARE	204	61.727	8.527	50.140	59.560	79.010

주1) ACC : 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균총자산, CF : 당기영업현금흐름/ 평균총자산, GPPE : 총유형자산/ 평균총자산, △REV : 매출증가액/ 평균총자산, Share : 지배가족이 직접 보유한 지분율의 합과 계열사를 통해 간접 보유한 지분율의 합, Ctrl1 : 지배가족의 구성원들이 최고경영자 혹은 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl2 : 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자와 동시에 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl3 : 지배가족이 최고경영자인 경우 1 아니면 0, Ctrl4 : 지배가족의 구성원들이 이사인 경우 1 아니면 0

〈표 3〉 주요 변수의 상관관계

	CF	GPPE	△REV	Ctrl1	Ctrl2	Ctrl3	Ctrl4
ACC	-0.430 (0.000)	-0.134 (0.000)	0.072 (0.001)	0.120 (0.000)	0.065 (0.003)	0.097 (0.000)	0.074 (0.001)
CF		0.122 (0.000)	0.132 (0.000)	-0.103 (0.000)	-0.005 (0.423)	-0.108 (0.000)	0.010 (0.347)
GPPE			0.033 (0.09)	-0.052 (0.016)	0.021 (0.197)	-0.111 (0.000)	0.079 (0.000)
△REV				-0.048 (0.025)	-0.016 (0.25)	-0.048 (0.025)	-0.011 (0.318)
Ctrl1					0.412 (0.000)	0.797 (0.000)	0.493 (0.000)
Ctrl2						0.517 (0.000)	0.835 (0.000)
Ctrl3							0.238 (0.000)

주1) ACC : 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균총자산, CF : 당기영업현금흐름/ 평균총자산, GPPE : 총유형자산/ 평균총자산, △REV : 매출증가액/ 평균총자산, Ctrl1 : 지배가족의 구성원들이 최고경영자 혹은 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl2 : 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자와 동시에 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl3 : 지배가족이 최고경영자인 경우 1 아니면 0, Ctrl4 : 지배가족의 구성원들이 이사인 경우 1 아니면 0

주2) 표시된 통계량은 피어슨 상관계수임.

주3) 괄호 안의 값은 p-value를 의미(양측검증)

타내는 CF는 Ball and Shivakumar의 세 가지 모형에서 모두 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여주었고 보수주의 정도를 나타내는 $DCF_{it} * CF_{it}$ 역시 선행연구 결과와 동일하게 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여주었다. 이를 통해 국내 기업에서도 보수주의 성향이 존재한다는 것을 알 수 있다.¹⁴⁾

5.2 다변량 분석결과

〈표 5〉는 가설1을 검증하는 회귀분석 결과이다.

가족경영기업을 나타내는 Ctrl1~Ctrl4에 대해 보수주의 성향이 어떻게 나타나는가를 분석하기 위해서 패널A부터 패널D까지 Ball and Shivakumar의 CF 모형, DD 모형, Jones 모형 등 세 가지 방법을 이용하여 실증 분석한 결과를 제시하고 있다. 우선 당기영업현금흐름(CF)은 모든 모형에서 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있으며, 기업의 보수주의 정도를 나타내는 $DCF_{it} * CF_{it}$ 도 모든 모형에서 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여주고 있다. 이는 기업들의 전반적인 회계정보 보수성을 나타내는 해외 선행연구

14) 황익석 등(2008)의 발생액 회귀분석에서는 $DCF_{it} * CF_{it}$ 가 1%가 아닌 10% 유의수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수값을 가지고 있다. 김명인과 최종학(2008)의 경우 보수적인 정도는 평균적으로 별로 유의적이지 않거나 한계적으로 유의적인 약한(Weak) 정도의 실증결과를 제시하였고, 이에 대해 국내 기업의 보수주의 성향이 미국이나 영국에 비해서 상대적으로 덜하다고 해석하였다.

〈표 4〉 발생액 회귀분석

변수	예상 부호	CF 모형		DD 모형		Jones 모형	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Intercept	?	0.032	4.55***	0.021	3.17***	0.044	5.7***
CF _{it}	-	-0.691	-19.41***	-0.875	-24.45***	-0.696	-19.44***
CF _{it-1}	+			0.198	9.92***		
CF _{it+1}	+			0.187	8.19***		
△Rev _{it}	+					0.000	2.7***
GPPE _{it}	-					-0.043	-3.79***
DCF _{it}	?	0.007	1.15	0.003	0.61	0.008	1.22
DCF _{it} *CF _{it}	+	0.805	11.6***	0.802	12.27***	0.824	11.91***
산업 더미		포함					
연도 더미		포함					
표본 수		1,690					
수정 R ²		0.272		0.355		0.279	

주1) 회사 i와 연도 t에 대해서 ACC_{it} : 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균총자산, CF_{it} : 당기영업현금흐름/ 평균총자산, GPPE_{it} : 총유형자산/ 평균총자산, △REV_{it} : 매출증가액/ 평균총자산, DCF_{it} : CF가 0보다 작으면1, 아니면 0

주2) CF모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*CF_{it} + \beta_2*DCF_{it} + \beta_3*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$, DD모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*CF_{it} + \beta_2*CF_{it-1} + \beta_3*CF_{it+1} + \beta_4*DCF_{it} + \beta_5*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$, Jones모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*\Delta REV_{it} + \beta_2*GPPE_{it} + \beta_3*CF_{it} + \beta_4*DCF_{it} + \beta_5*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

(Ball and Shivakumar 2006; Garcia Lara et al. 2007; Garcia Lara et al. 2009)와 일치하는 결과이다.

〈표 5〉의 패널A는 지배가족이 최고경영자 혹은 이사회 임원으로 있을 경우를 나타내는 Ctrl1에서 보수주의 성향이 어떻게 나타나는 가를 보여주고 있다. Ctrl1_{it}*DCF_{it}*CF_{it}는 세 가지 모형에서 모두 유의한 계수값을 가지지 않는다. 최고경영자가 지배가족인 Ctrl3의 경우를 검증한 패널C에서도 역시 모든 모형에서 유의한 결과를 보여주지 않고 있다. 반면 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자이면서 동시에 이사회 임원으로 있는 Ctrl2

와 이사회 임원으로만 있는 Ctrl4를 적용한 패널B와 패널D에서는 세 가지 모형 모두에서 1% 유의수준으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있으며, 이는 보수주의 성향이 약해진다는 것을 의미한다. Ctrl2와 Ctrl4에서 보수주의 성향이 약해진다는 검증 결과는 Wang(2006)의 연구결과와는 상반되는 것이다. Wang은 가족경영기업에서 보수성이 증가하는 결과를 보고하였고, 이해합치의 회계정보 공급과 이해합치효과의 회계정보수요가 영향을 미치는 것으로 해석하였다. 가설1의 실증결과 Ctrl2와 Ctrl4에서 보수성이 감소하는 것을 회계의 공급과 수요를 모두 고려하는 Wang의 논리를

〈표 5〉 회귀분석 결과 (가설 1)

변수	예상 부호	CF 모형		DD 모형		Jones 모형	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Panel A. Ctrl 1							
Intercept	?	0.023	2.24**	0.006	0.66	0.035	3.18***
CF _{it}	-	-0.645	-10.2***	-0.919	-14.19***	-0.655	-10.34***
CF _{it-1}	+			0.273	7.6***		
CF _{it+1}	+			0.249	5.37***		
ΔRev _{it}	+					0.000	2.79***
GPPE _{it}	-					-0.043	-3.77***
DCF _{it}	?	0.004	0.3	0.000	0.01	0.006	0.43
DCF _{it} *CF _{it}	+	0.831	6.42***	0.691	5.65***	0.866	6.72***
Ctrl1 _{it}	?	0.009	1.05	0.017	1.93*	0.010	1.12
Ctrl1 _{it} *CF _{it}	?	-0.061	-0.8	0.072	0.93	-0.052	-0.69
Ctrl1 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.112	-2.61***		
Ctrl1 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.079	-1.5		
Ctrl1 _{it} *DCF _{it}	?	0.003	0.21	0.005	0.36	0.001	0.1
Ctrl1 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.049	-0.32	0.114	0.8	-0.075	-0.5
산업 더미		포함					
연도 더미		포함					
표본 수		1,690					
수정 R ²		0.273		0.359		0.281	
Panel B. Ctrl 2							
Intercept	?	0.028	3.73***	0.019	2.68***	0.040	4.9***
CF _{it}	-	-0.677	-15.88***	-0.913	-20.88***	-0.681	-15.8***
CF _{it-1}	+			0.227	9.39***		
CF _{it+1}	+			0.219	7.6***		
ΔRev _{it}	+					0.000	2.68***
GPPE _{it}	-					-0.043	-3.8***
DCF _{it}	?	0.016	1.89*	0.009	1.17	0.016	1.99**
DCF _{it} *CF _{it}	+	0.952	11.63***	0.900	11.65***	0.967	11.86***
Ctrl2 _{it}	?	0.007	0.95	0.008	1.17	0.008	1.1
Ctrl2 _{it} *CF _{it}	?	-0.048	-0.65	0.110	1.47	-0.049	-0.66
Ctrl2 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.119	-2.76***		
Ctrl2 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.102	-2.2**		
Ctrl2 _{it} *DCF _{it}	?	-0.027	-1.96*	-0.019	-1.48	-0.028	-2.02**
Ctrl2 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.559	-3.66***	-0.425	-2.93***	-0.551	-3.62***
산업 더미		포함					
연도 더미		포함					
표본 수		1,690					
수정 R ²		0.281		0.362		0.289	

〈표 5〉 회귀분석 결과 (가설 1) (계속)

Panel C. Ctrl 3							
Intercept	?	0.022	2.41**	0.009	1.06	0.035	3.53***
CF _{it}	-	-0.636	-11.43***	-0.907	-15.79***	-0.645	-11.55***
CF _{it-1}	+			0.260	7.82***		
CF _{it+1}	+			0.237	5.86***		
ΔRev _{it}	+					0.000	2.73***
GPPE _{it}	-					-0.042	-3.68***
DCF _{it}	?	0.018	1.42	0.011	0.92	0.019	1.55
DCF _{it} *CF _{it}	+	0.756	6.35***	0.699	6.25***	0.793	6.68***
Ctrl3 _{it}	?	0.013	1.62	0.016	2.12**	0.012	1.51
Ctrl3 _{it} *CF _{it}	?	-0.082	-1.14	0.055	0.75	-0.077	-1.07
Ctrl3 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.100	-2.42**		
Ctrl3 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.071	-1.47		
Ctrl3 _{it} *DCF _{it}	?	-0.014	-0.96	-0.009	-0.65	-0.016	-1.07
Ctrl3 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	0.074	0.51	0.136	1	0.048	0.33
산업 터미					포함		
연도 터미					포함		
표본 수					1,690		
수정 R ²		0.271			0.359		0.279
Panel D. Ctrl 4							
Intercept	?	0.030	3.89***	0.020	2.76***	0.042	5.02***
CF _{it}	-	-0.687	-15.23***	-0.922	-19.89***	-0.694	-15.19***
CF _{it-1}	+			0.229	9.16***		
CF _{it+1}	+			0.218	7.11***		
ΔRev _{it}	+					0.000	2.75***
GPPE _{it}	-					-0.044	-3.88***
DCF _{it}	?	0.010	1.17	0.004	0.52	0.011	1.28
DCF _{it} *CF _{it}	+	1.002	11.85***	0.923	11.52***	1.018	12.08***
Ctrl4 _{it}	?	0.002	0.3	0.004	0.67	0.004	0.56
Ctrl4 _{it} *CF _{it}	?	-0.016	-0.23	0.129	1.8*	-0.009	-0.14
Ctrl4 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.122	-2.93***		
Ctrl4 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.092	-2.04**		
Ctrl4 _{it} *DCF _{it}	?	-0.014	-1.06	-0.007	-0.57	-0.014	-1.08
Ctrl4 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.678	-4.65***	-0.493	-3.54***	-0.673	-4.64***
산업 터미					포함		
연도 터미					포함		
표본 수					1,690		
수정 R ²		0.289			0.365		0.297

주1) 회사 *i*와 연도 *t*에 대해서 ACC_{it} : 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균총자산, CF_{it} : 당기영업현금흐름/ 평균총자산, GPPE_{it} : 총유형자산/ 평균총자산, ΔREV_{it} : 매출증가액/ 평균총자산, DCF_{it} : CF가 0보다 작으면1, 아니면 0, Ctrl1 : 지배가족의 구성원들이 최고경영자 혹은 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl2 : 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자와 동시에 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl3 : 지배가족이 최고경영자인 경우 1 아니면 0, Ctrl4 : 지배가족의 구성원들이 이사인 경우 1 아니면 0

주2) CF모형: ACC_{it} = β₀ + β₁*CF_{it} + β₂*DCF_{it} + β₃*DCF_{it}*CF_{it} + β₄*Ctrl_{it} + β₅*Ctrl_{it}*CF_{it} + β₆*Ctrl_{it}*DCF_{it} + β₇*Ctrl_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}, DD모형: ACC_{it} = β₀ + β₁*CF_{it} + β₂*CF_{it-1} + β₃*CF_{it+1} + β₄*DCF_{it} + β₅*DCF_{it}*CF_{it} + β₆*Ctrl_{it} + β₇*Ctrl_{it}*CF_{it} + β₈*Ctrl_{it}*CF_{it-1} + β₉*Ctrl_{it}*CF_{it+1} + β₁₀*Ctrl_{it}*DCF_{it} + β₁₁*Ctrl_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}, Jones모형: ACC_{it} = β₀ + β₁*ΔREV_{it} + β₂*GPPE_{it} + β₃*CF_{it} + β₄*DCF_{it} + β₅*DCF_{it}*CF_{it} + β₆*Ctrl_{it} + β₇*Ctrl_{it}*CF_{it} + β₈*Ctrl_{it}*DCF_{it} + β₉*Ctrl_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

그대로 적용해 해석하기에는 무리가 있어 보인다. 소수주주 및 투자자에 대한 제도적 보호가 서구 국가에 비해 상대적으로 약한 국내 기업의 현실을 고려하면 보수주의에 대한 수요가 영향을 미치는 가능성은 희박해 보이기 때문이다. 그러므로 Ctrl2와 Ctrl4의 경우 공급자 측면에서의 보호막효과를 지지한다고 볼 수도 있다. 그러나 Ctrl1과 Ctrl3에서는 유의한 결과를 나타내지 않고 있으므로 가족경영기업이 보수성에 미치는 영향에 대하여 일관된 결론을 내리기 어렵다. 결과적으로 회계정보의 보수성 정도는 가족경영기업 여부와 관련이 없다는 가설1을 기각하지 못하였다.

〈표 6〉은 지분율 구간을 5%, 20%, 50%로 나누어서 지분율 구간에 따라 가족경영기업의 보수주의 성향이 어떻게 달라지는가를 검증한 가설2의 실증결과를 제시하고 있다.¹⁵⁾ 패널 A부터 패널 D까지의 Ctrl4의 CF모형을 제외한 모든 모형에서 $Ctrl_{it} * Share_{50it} * DCF_{it} * CF_{it}$ 가 유의적인 양(+)¹⁵⁾의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 50% 이상의 구간일 때 보수주의 성향이 강하게 나타나고 있음을 의미한다. 그리고 5%와 20%, 20%와 50% 사이의 구간에서 가족경영기업의 보수주의 성향을 나타내는 $Ctrl_{it} * Share_{5it} * DCF_{it} * CF_{it}$ 와 $Ctrl_{it} * Share_{20it} * DCF_{it} * CF_{it}$ 의 계수값은 Ctrl1과 Ctrl3에서는 유의하지 않은 값을, Ctrl2와 Ctrl4에서는 유의적인 음(-)의 값을 보여주고 있다. 즉 20%와 50% 사이의 구간에서 가족경영기업이 보수주의에 추가적으로 영향을 미치지 않거나, 혹은 약한 보수주의 성향(즉 공격적 성향)을 나타내고 있다는 것을 알

려준다. 이는 가족경영기업 여부가 보수주의 성향에 미치는 영향이 지분율에 따라 다르다는 것을 나타낸다. 지분율 구간에 따라 보수주의 정도를 나타내는 회귀계수들이 동일한지 여부를 알아보기 위한 F 검증을 실시하였다. F 검증 결과 50% 이상의 지분율 구간과 그 외의 지분율 구간과는 확실한 차이가 있는 것으로 나타났다. 결과적으로 회계정보의 보수성 정도는 가족경영기업의 지분율과 관련이 없다는 가설 2를 기각하였다.

〈표 6〉은 가족경영기업의 경우 지배가족의 지분율이 낮은 수준에서는 회계정보의 보수성에 추가적으로 영향을 미치지 않거나 보수성을 약화시키지만, 50% 이상의 높은 지분율에서는 일관되게 회계정보의 보수성이 강해지는 결과를 제시하고 있다. 이러한 결과는 Wang(2006)의 연구와는 상반되는 결과이다. Wang의 경우 가족경영기업에서 지분율이 높아지면서 보수성이 약해지는 결과를 보고하였다. 그리고 이에 대해 보호막효과와 회계정보 공급, 혹은 이해합치효과와 회계수요가 회계정보의 보수성에 영향을 미친다고 결론을 내렸다. 본 연구에서 50% 이상의 지분율 구간에서 보수성이 강하게 나타난 것에 대하여 Wang의 논리를 그대로 따른다면 지분율이 높은 경우 이해합치효과와 회계정보 공급 측면과 보호막효과와 회계정보 수요가 영향을 크게 미친다고 해석할 수 있다. 그러나 국내기업의 소수주주에 대한 제도적 보호는 영미권 국가들의 비해 상대적으로 약하기 때문에(Leuz et al. 2003)¹⁶⁾ 소수주주의 보수주의에 대한 수요보다는 회계정보의 공급에 의해 보수성이 좌우될 가

15) 가족경영기업을 대상으로 한 1,317개 표본에서 지분율 5%~20%(Share5) 표본은 167개, 20%~50%(Share20) 표본은 841개, 지분율 50% 이상(Share50) 표본은 309개를 차지한다. 다중공선성(VIF)문제로 인해서 Piecewise regression을 시행하지 못하였다. 그러나 Piecewise regression을 통해 검증하였을 때도 Ctrl4를 제외한 모든 변수의 50%이상 구간에서 1% 유의수준에서 유의한 결과를 보였다. 즉 Piecewise regression의 결과도 전반적으로 〈표 6〉과 크게 다르지 않다.

16) Leuz et al.(2003)은 31개 국가를 대상으로 법적, 제도적 차이에 따라 이익조정이 어떻게 달라지는가를 연구하면서 소수주주의 권

능성이 크다. 국내 선행연구(김정옥과 배길수 2006)에서도 투자자의 수요가 보수주의에 영향을 미친다는 명확한 실증 증거가 제시되지 못하였다. 그러므로 본 연구에서는 가설2의 실증결과를 회계정보의 공급측면에서 해석한다. 가족이 자신이 소유한 기업에 대해서 지분율이 높아질 경우 주인의식은 그에 비례해 강해지기 때문에 장기적인 가치극대화에 관심을 가지게 될 것이다. 이 경우 가족경영기업은 회계이익을 기회주의적으로 조정할 유인은 적고 오히려 기업의 실질적인 현금 흐름, 위험 정도, 장기적 재무 안정성 등을 중요시 여기기 때문에 법인의 효과, 소송비용 등을 고려하여 보수적으로 회계처리할 가능성이 커질 수 있다(Watts 2003). 즉 가설2의 검증 결과는 지분율이 높아지면서 지배주주와 소수주주의 이해합치가 발생한다는 이해합치효과를 지지한다. 그리고 이해합치에 따라서 기업은 보다 보수적인 회계정보를 제공한다는 회계공급측면의 회계선택을 반영하고 있다.¹⁷⁾

구체적으로 살펴보면, 지배가족 구성원들이 각각 최고경영자와 이사회 임원으로 동시에 경영에 참여하는 경우를 보여주는 <표 6>의 패널B에서는 보수주의 성향이 50% 이하에서는 모든 모형에서 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고, 50% 이상의 구간에서는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이에 반해 지배가족이 이사회 임원으로만 경영에 참여하는 Ctrl4의 결과를 나타내는 패널D에서는 50% 이상의 구간에서 회귀

계수값이 작고 유의도도 낮게 나타났다. 이는 보수주의 성향이 패널B에서만 강하지 않다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 지배가족이 최고경영자와 이사회 임원으로 있는 경우가 이사회 임원으로만 있는 경우보다 기업에 대하여 더 강한 영향력을 행사하여 보수주의에 더 크게 영향을 미친 것으로 유추 해석될 수 있다. 이와 같이 패널B와 패널D의 결과를 비교함으로써 회계공급이 보수주의에 영향을 미치고 있음을 간접적으로 확인할 수 있다.

5.3 추가분석

5.3.1 지분율에 따른 보수성의 변화 (추가 분석)

추가 분석으로 가족경영 기업들을 지분율에 따라 4 등분하여 각각의 보수성을 측정하였다.¹⁸⁾ 추가 분석의 결과는 <표 7>과 같다. 49.85% 이상의 지분율을 보유한 가족경영기업들에서 보수주의를 나타내는 $DCF_{it} * CF_{it}$ 의 계수값이 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났고 다른 구간에 비해서 회귀계수의 값도 크게 나타났다. 이는 지분율 50% 이상을 소유한 가족경영기업에서 보수주의가 강화된다는 본 연구의 결과와 일치한다. 보다 정밀한 검증을 위하여 가족소유 지분율이 5.02%~27.83%인 1분위 구간과 49.85% 이상인 4분위 구간의 $DCF_{it} * CF_{it}$ 계수값에 대한 평행성 검정 (Testing for parallelism)을 실시하여 보수주의

리에 대한 보호정도(Outside Investor Rights)를 점수로 측정하였는데 한국의 점수는 5점 만점에 2점으로 영미권 국가에 비해 비교적 낮은 점수를 획득하였다.

17) 지분율이 증가함에 따라 보수주의가 증가하는 이해합치효과가 가족경영기업만의 특징이 아닐 가능성이 존재하기 때문에 비가족경영 기업을 대상으로 추가검증을 실시하였다. 검증결과 비가족경영기업에서는 지분율이 높아짐에 따라 보수주의가 오히려 약화되는 현상을 보여주었다.

18) 1분위 구간은 지분율 5.02~27.83% 2분위 구간은 27.84~38.1%, 3분위 구간은 38.28~49.77% 4분위 구간은 49.85~79.01%이다.

〈표 6〉 회귀분석 결과 (가설 2)

변수	예상 부호	CF 모형		DD 모형		Jones 모형	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Panel A. Ctrl 1							
Intercept	?	0.025	2.4**	0.007	0.79	0.037	3.47***
CF _{it}	-	-0.65	-10.37***	-0.922	-14.32***	-0.663	-10.69***
CF _{it-1}	+			0.273	7.63***		
CF _{it+1}	+			0.247	5.36***		
ΔRev _{it}	+					0.055	6.08***
GPPE _{it}	-					-0.042	-3.78***
DCF _{it}	?	0.004	0.34	0	0.04	0.004	0.34
DCF _{it} *CF _{it}	+	0.843	6.57***	0.703	5.78***	0.84	6.63***
Ctrl1 _{it} *Share5 _{it}	?	-0.002	-0.17	0.011	0.87	0	0.04
Ctrl1 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it}	?	0.022	0.18	0.087	0.68	-0.002	-0.02
Ctrl1 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.187	-2.96***		
Ctrl1 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it+1}	?			0.013	0.17		
Ctrl1 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it}	?	-0.026	-1.04	-0.027	-1.11	-0.03	-1.21
Ctrl1 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.125	-0.59	0.012	0.06	-0.11	-0.53
Ctrl1 _{it} *Share20 _{it}	?	0.006	0.62	0.014	1.5	0.007	0.79
Ctrl1 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it}	?	-0.012	-0.14	0.112	1.33	-0.024	-0.3
Ctrl1 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.103	-2.15**		
Ctrl1 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.081	-1.46		
Ctrl1 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it}	?	0	-0.02	0.002	0.17	-0.001	-0.09
Ctrl1 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.343	-2.05**	-0.099	-0.63	-0.294	-1.78*
Ctrl1 _{it} *Share50 _{it}	?	0.026	2.2**	0.029	2.51**	0.023	1.99**
Ctrl1 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it}	?	-0.227	-2.08**	0.001	0.02	-0.202	-1.87*
Ctrl1 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.133	-2.09**		
Ctrl1 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.157	-2.1**		
Ctrl1 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it}	?	0.024	1.09	0.031	1.5	0.028	1.28
Ctrl1 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	0.611	2.3**	0.764	3.04***	0.659	2.51**
산업 더미		포함					
연도 더미		포함					
표본 수		1,690					
수정 R ²		0.285		0.367		0.305	
F-test		F 값					
Share 5 vs Share 20		1.16(0.28)		0.34(0.55)		0.77(0.37)	
Share 5 vs Share 50		6.49(0.01)**		7.57(<0.001)***		7.14(<0.001)***	
Share 20 vs Share 50		13.72(<0.001)***		12.56(<0.001)***		13.55(<0.001)***	

〈표 6〉 회귀분석 결과 (가설 2) (계속)

변수	예상 부호	CF 모형		DD 모형		Jones 모형	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Panel B. Ctrl 2							
Intercept	?	0.029	3.93***	0.021	3.04***	0.042	5.25***
CF _{it}	-	-0.679	-16.07***	-0.914	-21.2***	-0.687	-16.4***
CF _{it-1}	+			0.227	9.52***		
CF _{it+1}	+			0.217	7.64***		
△Rev _{it}	+					0.058	6.49***
GPPE _{it}	-					-0.044	-3.95***
DCF _{it}	?	0.016	1.94*	0.009	1.21	0.015	1.89*
DCF _{it} *CF _{it}	+	0.956	11.79***	0.902	11.86***	0.95	11.9***
Ctrl2 _{it} *Share5 _{it}	?	0	0.02	0	-0.01	0.011	0.55
Ctrl2 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it}	?	-0.013	-0.08	0.213	1.13	-0.11	-0.67
Ctrl2 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it-1}	?			0.099	0.75		
Ctrl2 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.583	-4.61***		
Ctrl2 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it}	?	-0.057	-1.46	-0.035	-0.97	-0.075	-1.94*
Ctrl2 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-1.083	-2.97***	-0.814	-2.27**	-1.041	-2.9***
Ctrl2 _{it} *Share20 _{it}	?	-0.001	-0.13	0	-0.07	0.002	0.28
Ctrl2 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it}	?	0.03	0.33	0.181	2.01**	0.003	0.04
Ctrl2 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.154	-3.02***		
Ctrl2 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.002	-0.06		
Ctrl2 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it}	?	-0.032	-1.99**	-0.026	-1.7*	-0.032	-1.99**
Ctrl2 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.895	-5.06***	-0.771	-4.61***	-0.816	-4.68***
Ctrl2 _{it} *Share50 _{it}	?	0.028	2.28**	0.026	2.2**	0.027	2.23**
Ctrl2 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it}	?	-0.226	-1.8*	-0.017	-0.14	-0.234	-1.89*
Ctrl2 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.119	-1.64		
Ctrl2 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.142	-1.72*		
Ctrl2 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it}	?	0.011	0.46	0.021	0.94	0.017	0.72
Ctrl2 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	1.013	3.35***	1.054	3.67***	1.131	3.79***
산업 더미		포함					
연도 더미		포함					
표본 수		1,690					
수정 R ²		0.295		0.381		0.317	
F 검증		F 값					
Share 5 vs Share 20		0.24(0.62)		0.01(0.90)		0.38(0.54)	
Share 5 vs Share 50		20.86(<0.001)***		17.57(<0.001)***		21.2(<0.001)***	
Share 20 vs Share 50		33.25(<0.001)***		33.79(<0.001)***		32.47(<0.001)***	

〈표 6〉 회귀분석 결과 (가설 2) (계속)

변수	예상 부호	CF 모형		DD 모형		Jones 모형	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Panel C. Ctrl 3							
Intercept	?	0.023	2.59***	0.01	1.19	0.037	3.82***
CF _{it}	-	-0.64	-11.62***	-0.909	-15.96***	-0.655	-12.02***
CF _{it-1}	+			0.26	7.87***		
CF _{it+1}	+			0.235	5.86***		
ΔRev _{it}	+					0.056	6.25***
GPPE _{it}	-					-0.042	-3.71***
DCF _{it}	?	0.018	1.48	0.011	0.96	0.017	1.4
DCF _{it} *CF _{it}	+	0.768	6.51***	0.709	6.39***	0.768	6.59***
Ctrl3 _{it} *Share5 _{it}	?	-0.001	-0.07	0.01	0.79	-0.001	-0.03
Ctrl3 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it}	?	0.02	0.16	0.081	0.63	-0.001	0
Ctrl3 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.172	-2.77***		
Ctrl3 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it+1}	?			0.013	0.17		
Ctrl3 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it}	?	-0.043	-1.72*	-0.04	-1.71*	-0.045	-1.83*
Ctrl3 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.074	-0.36	-0.006	-0.03	-0.067	-0.33
Ctrl3 _{it} *Share20 _{it}	?	0.008	0.91	0.011	1.39	0.008	1.02
Ctrl3 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it}	?	-0.022	-0.28	0.101	1.22	-0.04	-0.5
Ctrl3 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.087	-1.85*		
Ctrl3 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.066	-1.26		
Ctrl3 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it}	?	-0.016	-1.03	-0.01	-0.69	-0.016	-1.02
Ctrl3 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.238	-1.46	-0.096	-0.63	-0.182	-1.13
Ctrl3 _{it} *Share50 _{it}	?	0.035	3.07***	0.035	3.12***	0.03	2.71***
Ctrl3 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it}	?	-0.291	-2.67***	-0.043	-0.41	-0.26	-2.41**
Ctrl3 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.14	-2.18**		
Ctrl3 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.171	-2.32**		
Ctrl3 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it}	?	0.011	0.53	0.021	1.02	0.016	0.77
Ctrl3 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	1.122	3.99***	1.144	4.31***	1.171	4.22***
산업 더미		포함					
연도 더미		포함					
표본 수		1,690					
수정 R ²		0.286		0.369		0.307	
F 검증		F 값					
Share 5 vs Share 20		0.63(0.42)		0.21(0.64)		0.19(0.66)	
Share 5 vs Share 50		14.97(<0.001)***		15.58(<0.001)***		16.67(<0.001)***	
Share 20 vs Share 50		23.61(<0.001)***		22.08(<0.001)***		23.23(<0.001)***	

〈표 6〉 회귀분석 결과 (가설 2) (계속)

변수	예상 부호	CF 모형		DD 모형		Jones 모형	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Panel D. Ctrl 4							
Intercept	?	0.031	4.04***	0.022	3.07***	0.043	5.3***
CF _{it}	-	-0.689	-15.35***	-0.923	-20.09***	-0.696	-15.65***
CF _{it-1}	+			0.229	9.25***		
CF _{it+1}	+			0.216	7.1***		
△Rev _{it}	+					0.057	6.38***
GPPE _{it}	-					-0.044	-3.98***
DCF _{it}	?	0.01	1.21	0.004	0.55	0.01	1.21
DCF _{it} *CF _{it}	+	1.007	11.96***	0.927	11.67***	0.999	12.05***
Ctrl4 _{it} *Share5 _{it}	?	-0.002	-0.13	-0.001	-0.09	0.01	0.59
Ctrl4 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it}	?	-0.006	-0.04	0.221	1.22	-0.103	-0.67
Ctrl4 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it-1}	?			0.031	0.25		
Ctrl4 _{it} *Share5 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.495	-4.05***		
Ctrl4 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it}	?	-0.047	-1.34	-0.03	-0.91	-0.064	-1.83*
Ctrl4 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-1.121	-3.16***	-0.878	-2.52**	-1.062	-3.04***
Ctrl4 _{it} *Share20 _{it}	?	-0.003	-0.38	0	-0.07	0	0.05
Ctrl4 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it}	?	0.04	0.48	0.179	2.15**	0.023	0.29
Ctrl4 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.154	-3.17***		
Ctrl4 _{it} *Share20 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.019	-0.38		
Ctrl4 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it}	?	-0.021	-1.33	-0.014	-1	-0.021	-1.39
Ctrl4 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.946	-5.65***	-0.764	-4.78***	-0.883	-5.35***
Ctrl4 _{it} *Share50 _{it}	?	0.015	1.37	0.014	1.26	0.016	1.42
Ctrl4 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it}	?	-0.142	-1.21	0.033	0.29	-0.15	-1.3
Ctrl4 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.089	-1.31		
Ctrl4 _{it} *Share50 _{it} *CF _{it+1}	?			-0.116	-1.48		
Ctrl4 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it}	?	0.02	0.92	0.03	1.46	0.025	1.19
Ctrl4 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	0.422	1.55	0.553	2.11**	0.529	1.97**
산업 터미		포함					
연도 터미		포함					
표본 수		1,690					
수정 R ²		0.297		0.377		0.318	
F 검증		F 값					
Share 5 vs Share 20		0.22(0.63)		0.1(0.75)		0.16(0.69)	
Share 5 vs Share 50		12.8(<0.001)***		11.56(<0.001)***		12.2(<0.001)***	
Share 20 vs Share 50		21.18(<0.001)***		21.36(<0.001)***		21.4(<0.001)***	

〈표 6〉 회귀분석 결과 (가설 2) (계속)

- 주1) 회사 i 와 연도 t 에 대해서 ACC_{it} : 총발생액, (당기순이익-영입현금흐름)/평균총자산, CF_{it} : 당기영업현금흐름/ 평균총자산, $GPPE_{it}$: 총유형자산/ 평균총자산, ΔREV_{it} : 매출증가액/ 평균총자산, DCF_{it} : CF값이 0보다 작으면 1, 아니면 0, $Ctrl1$: 지배가족의 구성원들이 최고경영자 혹은 이사인 경우 1 아니면 0, $Ctrl2$: 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자와 동시에 이사인 경우 1 아니면 0, $Ctrl3$: 지배가족이 최고경영자인 경우 1 아니면 0, $Ctrl4$: 지배가족의 구성원들이 이사인 경우 1 아니면 0, $Share5$: 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 5%에서 20% 사이인 경우 1 아니면 0, $Share20$: 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 20%에서 50% 사이인 경우 1 아니면 0, $Share50$: 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 50% 이상인 경우 1 아니면 0
- 주2) CF모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*CF_{it} + \beta_2*DCF_{it} + \beta_3*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_4*Ctrl_{it}*Share5_{it} + \beta_5*Ctrl_{it}*Share5_{it}*CF_{it} + \beta_6*Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it} + \beta_7*Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_8*Ctrl_{it}*Share20_{it} + \beta_9*Ctrl_{it}*Share20_{it}*CF_{it} + \beta_{10}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it} + \beta_{11}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{12}*Ctrl_{it}*Share50_{it} + \beta_{13}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*CF_{it} + \beta_{14}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it} + \beta_{15}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$
- DD모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*CF_{it} + \beta_2*CF_{it-1} + \beta_3*CF_{it+1} + \beta_4*DCF_{it} + \beta_5*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_6*Ctrl_{it}*Share5_{it} + \beta_7*Ctrl_{it}*Share5_{it}*CF_{it-1} + \beta_8*Ctrl_{it}*Share5_{it}*CF_{it-1} + \beta_9*Ctrl_{it}*Share5_{it}*CF_{it+1} + \beta_{10}*Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it} + \beta_{11}*Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{12}*Ctrl_{it}*Share20_{it} + \beta_{13}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*CF_{it} + \beta_{14}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*CF_{it-1} + \beta_{15}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*CF_{it+1} + \beta_{16}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it} + \beta_{17}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{18}*Ctrl_{it}*Share50_{it} + \beta_{19}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*CF_{it-1} + \beta_{20}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*CF_{it-1} + \beta_{21}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*CF_{it+1} + \beta_{22}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it} + \beta_{23}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$
- Jones모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*\Delta REV_{it} + \beta_2*GPPE_{it} + \beta_3*CF_{it} + \beta_4*DCF_{it} + \beta_5*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_6*Ctrl_{it}*Share5_{it} + \beta_7*Ctrl_{it}*Share5_{it}*CF_{it} + \beta_8*Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it} + \beta_9*Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{10}*Ctrl_{it}*Share20_{it} + \beta_{11}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*CF_{it} + \beta_{12}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it} + \beta_{13}*Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{14}*Ctrl_{it}*Share50_{it} + \beta_{15}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*CF_{it} + \beta_{16}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it} + \beta_{17}*Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$
- 주3) F 검증: 각각의 지분율 구간에 대한 보수성을 나타내는 $Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$, $Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$, $Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$ 를 두개씩 짝지어서 F 검증 실시,
Share 5 vs Share 20 : $Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$ 와 $Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$ 의 회귀계수가 동일한지 검증,
Share 5 vs Share 50 : $Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$ 와 $Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$ 의 회귀계수가 동일한지 검증,
Share 20 vs Share 50 : $Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$ 와 $Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it}$ 의 회귀계수가 동일한지 검증
- 주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

성향이 실제로 유의한 차이를 보이는지를 살펴보았다.¹⁹⁾ 검증결과 4분위 구간의 $DCF_{it}*CF_{it}$ 계수값이 1분위 구간의 $DCF_{it}*CF_{it}$ 계수값보다 1% 유

의수준에서 유의한 큰 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 가족경영기업에서 가족이 소유한 지분율이 49.85% 이상일 경우에 5.02% ~27.83%를

19) 평행성 검정이란 동일한 모형을 적용한 서로 다른 표본간의 회귀계수가 서로 통계적으로 다르지 분석하는 방법으로 상호 작용항을 사용하여 회귀계수간의 유의한 차이가 있는지를 검증하고자 할 때 발생할 수 있는 다중공선성 문제를 해결하는 검증방법이다. 즉 지분율 1분위 구간 표본을 대상으로 설정된 CF 모형은 $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*CF_{it} + \beta_2*DCF_{it} + \beta_3*DCF_{it}*CF_{it}$ (1)이다. 지분율 4분위 구간 표본을 대상으로 설정된 CF 모형은 $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_4*CF_{it} + \beta_5*DCF_{it} + \beta_6*DCF_{it}*CF_{it}$ (2)이다. (1)식과 (2)식에서 보수주의의 성향을 나타내는 $DCF_{it}*CF_{it}$ 의 회귀계수를 통해서 다음과 같은 귀무가설을 설정할 수 있다.

$H_0: \beta_3 - \beta_6 = 0$ (3) 식 (3)의 가설을 기각한다면 식 (1), (2) 두 모형의 회귀계수는 다르다고 볼 수 있다. 따라서 이를 검증하기 위해서 식(4)와 같은 t 값을 정의할 수 있으며, (1), (2) 회귀식의 β_3 와 β_6 의 공분산=0이라고 가정하면 식(4)가 도출된다.

$$t = \frac{\hat{\beta}_3 - \hat{\beta}_6}{\sqrt{Var(\hat{\beta}_3) + Var(\hat{\beta}_6)}} \quad (4)$$

자세한 내용에 대해서는 전규안 등(2004)의 '원가효율성의 가치관련성에 관한 연구' 부록을 참고하길 바란다.

〈표 7〉 지분율에 따라 집단을 구분한 회귀분석 (추가분석)

구분	지분율 구간	CF 모형			DD 모형			Jones 모형		
		회귀계수	t-값	수정 R ²	회귀계수	t-값	수정 R ²	회귀계수	t-값	수정 R ²
Ctrl1	1 분위 (N=326)	0.602	3.7***	0.108	0.663	4.25***	0.183	0.653	4.09***	0.153
	2 분위 (N=321)	0.576	3.83***	0.354	0.647	4.37***	0.386	0.628	4.19***	0.368
	3 분위 (N=352)	0.398	2.34**	0.244	0.494	2.95***	0.294	0.388	2.31**	0.257
	4 분위 (N=318)	1.372	7.9***	0.459	1.397	8.14***	0.476	1.408	8.25***	0.479
	1vs4 t-test(t값)		3.23***			3.16***			3.23***	
Ctrl2	1 분위 (N=129)	-0.125	-0.53	0.341	0.002	0.01	0.358	-0.073	-0.3	0.336
	2 분위 (N=165)	-0.406	-2.93***	0.637	-0.313	-2.33**	0.674	-0.351	-2.58**	0.661
	3 분위 (N=170)	0.642	2.05**	0.178	0.632	2**	0.243	0.604	1.96*	0.209
	4 분위 (N=169)	1.805	8.07***	0.450	1.831	8.11***	0.458	1.935	8.68***	0.475
	1vs4 t-test(t값)		5.90***			5.52***			6.06***	
Ctrl3	1 분위 (N=285)	0.599	3.4***	0.095	0.652	3.86***	0.173	0.625	3.63***	0.144
	2 분위 (N=291)	0.566	3.61***	0.327	0.633	4.12***	0.363	0.612	3.87***	0.333
	3 분위 (N=319)	0.506	2.78***	0.217	0.564	3.14***	0.261	0.504	2.79***	0.233
	4 분위 (N=274)	1.760	9.39***	0.486	1.743	9.37***	0.496	1.819	9.94***	0.513
	1vs4 t-test(t값)		4.51***			4.34***			4.75***	
Ctrl4	1 분위 (N=170)	-0.060	-0.3	0.343	0.039	0.19	0.351	0.018	0.09	0.347
	2 분위 (N=195)	-0.327	-2.39**	0.634	-0.243	-1.79*	0.661	-0.272	-2.09**	0.675
	3 분위 (N=203)	0.370	1.36	0.225	0.459	1.65	0.290	0.325	1.22	0.253
	4 분위 (N=213)	1.322	6.52***	0.411	1.397	6.86***	0.429	1.390	6.86***	0.423
	1vs4 t-test(t값)		4.80***			4.65***			4.70***	

주1) 1분위, 2분위, 3분위, 4분위는 해당 집단의 보수성을 나타내는 $DCF_{it} * CF_{it}$ 에 대한 통계치임.
 주2) 1분위 구간은 지분율 5.02~27.83% 2분위 구간은 27.84~38.1%, 3분위 구간은 38.28~49.77% 4분위 구간은 49.85~79.01 %임.
 주3) CF모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CF_{it} + \beta_2 * DCF_{it} + \beta_3 * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it}$, DD모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 * CF_{it} + \beta_2 * CF_{it-1} + \beta_3 * CF_{it+1} + \beta_4 * DCF_{it} + \beta_5 * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it}$, Jones모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 * \Delta REV_{it} + \beta_2 * GPPE_{it} + \beta_3 * CF_{it} + \beta_4 * DCF_{it} + \beta_5 * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it}$
 주4) 회사 i와 연도 t에 대해서 ACC_{it} : 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균총자산, CF_{it} : 당기영업현금흐름/ 평균총자산, $GPPE_{it}$: 총유형자산/ 평균총자산, ΔREV_{it} : 매출증가액/ 평균총자산, DCF_{it} : CF가 0보다 작으면1, 아니면 0, Ctrl1: 지배가족의 구성원들이 최고경영자 혹은 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl2: 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자와 동시에 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl3: 지배가족이 최고경영자인 경우 1 아니면 0, Ctrl4: 지배가족의 구성원들이 이사인 경우 1 아니면 0
 주5) t-test에 표기된 t-값은 평행성 검증을 위한 통계량
 주6) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

소유했을 때보다 보수주의 성향이 더 강하게 나타난다는 것을 의미하며 본 연구의 결과가 강건한 결과임을 확인시켜 준다.²⁰⁾²¹⁾

5.3.2 재벌을 제외한 표본의 보수성 (추가 분석)

가설 2의 검증결과를 통해서 가족경영기업에서 지분율에 따라 보수성이 다르게 나타남을 확인하였다. 그러나 본 연구의 결과가 상호지분보유, 간접 지배 등 복잡한 소유구조를 가진 일부 재벌 기업 혹은 기업집단의 특성에 의해 도출된 결과일 수 있다.²²⁾ 따라서 재벌이나 기업집단을 제외한 후에도 동일한 결과를 나타나는지를 추가적으로 분석하였다.²³⁾ 추가 분석의 결과는 <표 8>과 같다. 추가분석을 위해서 가설검증을 위해 행한 Ball and Shivakum의 방법론 중 Jones 모형을 사용하였는데 50% 이상의 지분율을 보유한 가족경영기업에서 보수주의를 나타내는 $Ctrl_{it} * Share_{50_{it}} * DCF_{it}$

$*CF_{it}$ 가 유의적인 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다.²⁴⁾ 이 외에도 $Ctrl1_{it} * Share_{20_{it}} * DCF_{it} * CF_{it}$ 를 제외한 모든 다른 변수들은 가설 2의 결과와 동일한 결과를 나타내고 있다. 그리고 F 검증 결과 역시 가설 2의 결과와 마찬가지로 50% 이상의 지분율 구간과 그 외의 지분율 구간과 유의한 차이를 보여주었다. 결과적으로 재벌이나 기업집단을 제외한 후에도 가설2의 검증 결과와 부합하는 결과를 보여주었다.²⁵⁾ 이는 본 연구의 가설 검증 결과가 재벌이나 기업집단에 국한된 결과이거나 이들 집단에 의해 강하게 영향받아 나타난 결과가 아님을 보여주는 것이다.²⁶⁾

5.3.3 최대주주지분율만을 이용한 분석 (추가 분석)

지배가족의 지분율이 높아짐에 따라 보수주의가 강화되는 실증 결과가 단순히 최대주주(이해관계자 포함) 지분율의 영향을 받은 것인지를 확인하기 위

- 20) 가족경영기업이 아닌 표본을 대상으로 동일한 추가 분석을 수행하였다. 실증결과 비가족기업을 대상으로 한 표본에서는 1분위 구간과 4분위 구간이 유의한 차이를 나타내지 않았다.
- 21) 과거 외감법시행령에서 실질지배력 기준으로 사용한 지분율(30%)과 K-IFRS에서 실질지배력 기준으로 사용하는 지분율(50%)을 기준으로 설정하고 표본을 3등분하여 동일한 추가분석을 수행하였다. 실증결과 1분위 구간에 비해 3분위 구간이 보수주의가 유익하게 증대되었음을 확인할 수 있었다.
- 22) 소유·지배 괴리도가 보수주의에 미치는 영향을 살펴본 선행연구(김명인과 최종학 2008) 결과가 본 연구 결과에도 간접적으로 영향을 줄 수 있으므로 이를 확인하기 위해 추가분석을 실시하였다.
- 23) 구체적으로 재벌그룹을 측정하기 위해서 본 연구 표본기간의 시작연도인 2005년도 공정거래위원회에서 발표한 '2005년도 상호출자제한기업집단 등 지정'에서 공시한 상호출자제한계열, 출자총액제한계열, 주채무계열에 포함되는 기업 162개를 추출하였다. 그래서 표본기간인 2005년부터 2007년까지 구해진 재벌그룹 486개 기업-연도 표본에서 본 연구의 최종표본에 포함된 기업들에 속한 349개 기업-연도를 제외한 1,341 기업-연도 표본이 비재벌기업 표본으로 최종선정되었다 349개 기업-연도 표본 수치는 지주회사전환 기업집단과 상호출자제한기업집단의 경영성과를 비교한 정도진(2008)의 연구에서 사용된 2000년부터 2006년까지의 761개 기업집단 표본수치와 비교해봤을 때도 합리적인 표본크기로 간주된다.
- 24) CF, DD 모형에서도 동일한 결과가 나왔지만 본문에는 기재하지 않았다.
- 25) 본문에는 표시하지 않았지만 재벌기업만을 추출한 표본에서는 지분율에 따라 보수주의가 유의하게 높아지는 결과를 보여주지 않았다.
- 26) 재벌기업이 얼마나 가족경영기업으로 분류되는지를 파악하기 위하여 실태조사를 실시하였다. ctrl1의 경우에는 재벌기업 349개 중에서 가족경영기업이 아닌 표본의 숫자가 144개, ctrl2의 경우에는 269개, ctrl3에서는 194개, ctrl4에서는 219개로 과반수에 가까운 혹은 과반수를 넘는 높은 수치를 보여주었다. 이러한 결과는 본 연구에서 가족기업을 '가족이 소유하면서 경영에도 참여하고 있는지 여부'로 변수를 정의하였기 때문에 재벌기업이라고 하더라도 기업의 소유자가 최고경영자 혹은 이사회 의원으로 경영의사결정에 직접적인 영향력을 행사하는 기업의 수는 실제적으로 많지 않다는 것을 보여준다. 따라서 본 연구에서 의미하는 가족경영기업은 재벌기업과는 차별화된다고 볼 수 있다.

<표 8> 재벌기업을 제외한 표본의 회귀분석 (추가분석)

변수	Jones 모형		F-test	F 값
	회귀계수	t-값		
Ctrl1 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	-0.03082	-0.13	Share 5 vs Share 20	1.55(0.21)
Ctrl1 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	-0.30739	-1.6	Share 5 vs Share 50	5.88(0.01)**
Ctrl1 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	0.73742	2.5**	Share 20 vs Share 50	13.81(<0.001)***
수정 R ²				0.271
Ctrl2 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	-0.7112	-1.82*	Share 5 vs Share 20	0.08(0.78)
Ctrl2 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	-0.82547	-4.26***	Share 5 vs Share 50	16.24(<0.001)***
Ctrl2 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	1.25382	3.88***	Share 20 vs Share 50	35.04(<0.001)***
수정 R ²				0.286
Ctrl3 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	-0.00284	-0.01	Share 5 vs Share 20	0.91(0.34)
Ctrl3 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	-0.21919	-1.18	Share 5 vs Share 50	12.89(<0.001)***
Ctrl3 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	1.20392	3.9***	Share 20 vs Share 50	22.06(<0.001)***
수정 R ²				0.270
Ctrl4 _{it} *Share5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	-0.78259	-2.06**	Share 5 vs Share 20	0.07(0.79)
Ctrl4 _{it} *Share20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	-0.88845	-4.81***	Share 5 vs Share 50	10.28(0.001)***
Ctrl4 _{it} *Share50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	0.69352	2.34**	Share 20 vs Share 50	24.39(<0.001)***
수정 R ²				0.289
산업 더미				포함
연도 더미				포함
표본 수				1,341

주1) 회사 i와 연도 t에 대해서 ACC_{it} : 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균총자산, CF_{it} : 당기영업현금흐름/ 평균총자산, GPPE_{it} : 총유형자산/ 평균총자산, ΔREV_{it} : 매출증가액/ 평균총자산, DCF_{it} : CF값이 0보다 작으면1, 아니면 0, Ctrl1 : 지배가족의 구성원들이 최고경영자 혹은 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl2 : 지배가족의 구성원들이 각각 최고경영자와 동시에 이사인 경우 1 아니면 0, Ctrl3 : 지배가족이 최고경영자인 경우 1 아니면 0, Ctrl4 : 지배가족의 구성원들이 이사인 경우 1 아니면 0, Share5 : 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 5%에서 20% 사이인 경우 1 아니면 0, Share20 : 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 20%에서 50% 사이인 경우 1 아니면 0, Share50 : 지배가족이 보유한 직·간접 지분율의 합이 50% 이상인 경우 1 아니면 0

주2) Jones모형 : $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1 \Delta REV_{it} + \beta_2 GPPE_{it} + \beta_3 CF_{it} + \beta_4 DCF_{it} + \beta_5 DCF_{it} * CF_{it} + \beta_6 Ctrl_{it} * Share5_{it} + \beta_7 Ctrl_{it} * Share5_{it} * CF_{it} + \beta_8 Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} + \beta_9 Ctrl_{it} * Share5_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_{10} Ctrl_{it} * Share20_{it} + \beta_{11} Ctrl_{it} * Share20_{it} * CF_{it} + \beta_{12} Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} + \beta_{13} Ctrl_{it} * Share20_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + \beta_{14} Ctrl_{it} * Share50_{it} + \beta_{15} Ctrl_{it} * Share50_{it} * CF_{it} + \beta_{16} Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} + \beta_{17} Ctrl_{it} * Share50_{it} * DCF_{it} * CF_{it} + u_{it}$

주3) F 검증: 각각의 지분율 구간에 대한 보수성을 나타내는 Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it}, Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it}, Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it}를 두개씩 짝지어서 F 검증 실시, Share 5 vs Share 20 : Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it}와 Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it}의 회귀계수가 동일한지 검증, Share 5 vs Share 50 : Ctrl_{it}*Share5_{it}*DCF_{it}*CF_{it}와 Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it}의 회귀계수가 동일한지 검증, Share 20 vs Share 50 : Ctrl_{it}*Share20_{it}*DCF_{it}*CF_{it}와 Ctrl_{it}*Share50_{it}*DCF_{it}*CF_{it}의 회귀계수가 동일한지 검증

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

<표 9> 최대주주 지분율을 이용한 회귀분석 (추가분석)

변수	예상 부호	CF 모형		DD 모형		Jones 모형	
		회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
Panel A.							
Intercept	?	0.032	1.84*	0.043	2.57**	0.040	2.32**
CF _{it}	-	-0.746	-6.74***	-1.099	-7.64***	-0.743	-6.8***
CF _{it-1}	+			0.251	3.67***		
CF _{it+1}	+			0.101	1.11		
△Rev _{it}	+					0.056	6.28***
GPPE _{it}	-					-0.049	-4.58***
DCF _{it}	?	0.022	0.75	-0.014	-0.48	0.026	0.9
DCF _{it} *CF _{it}	+	1.349	6.34***	1.288	6.37***	1.372	6.53***
Lshare5 _{it}	?	-0.015	-0.83	-0.034	-1.94*	-0.016	-0.93
Lshare5 _{it} *CF _{it}	?	0.165	1.19	0.284	1.71*	0.167	1.22
Lshare5 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.042	-0.55		
Lshare5 _{it} *CF _{it+1}	?			0.246	2.34**		
Lshare5 _{it} *DCF _{it}	?	-0.011	-0.34	0.032	1	-0.014	0.032
Lshare5 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.546	-2.2**	-0.559	-2.37**	-0.585	0.245
Lshare20 _{it}	?	0.000	0.01	-0.016	-1	0.001	0.07
Lshare20 _{it} *CF _{it}	?	0.066	0.55	0.254	1.67*	0.051	0.43
Lshare20 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.087	-1.17		
Lshare20 _{it} *CF _{it+1}	?			0.046	0.48		
Lshare20 _{it} *DCF _{it}	?	-0.027	-0.87	0.007	0.24	-0.033	-1.09
Lshare20 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-0.889	-3.73***	-0.692	-3.05***	-0.872	-3.71***
Lshare50 _{it}	?	0.010	0.59	-0.017	-0.99	0.007	0.43
Lshare50 _{it} *CF _{it}	?	-0.047	-0.35	0.266	1.65*	-0.056	-0.42
Lshare50 _{it} *CF _{it-1}	?			-0.088	-1.05		
Lshare50 _{it} *CF _{it+1}	?			0.047	0.46		
Lshare50 _{it} *DCF _{it}	?	-0.025	-0.75	0.019	0.59	-0.032	-0.97
Lshare50 _{it} *DCF _{it} *CF _{it}	?	-1.044	-3.3***	-0.943	-3.13***	-1.151	-3.69***
산업 터미					포함		
연도 터미					포함		
표본 수					1,690		
수정 R ²			0.291		0.366		0.309

주1) 회사 i와 연도 t에 대해서 ACC_{it}: 총발생액, (당기순이익-영업현금흐름)/평균총자산, CF_{it}: 당기영업현금흐름/ 평균총자산, GPPE_{it}: 총유형자산/ 평균총자산, △REV_{it}: 매출증가액/ 평균총자산, DCF_{it}: CF값이 0보다 작으면1, 아니면 0, Lshare_{it}: 최대주주 지분율, Lshare5: 최대주주 지분율이 5%에서 20% 사이인 경우 1 아니면 0, Lshare20: 최대주주 지분율이 20%에서 50% 사이인 경우 1 아니면 0, Lshare50: 최대주주 지분율이 50% 이상인 경우 1 아니면 0

주2) CF모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*CF_{it} + \beta_2*DCF_{it} + \beta_3*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_4*Lshare5_{it} + \beta_5*Lshare5_{it}*CF_{it} + \beta_6*Lshare5_{it}*DCF_{it} + \beta_7*Lshare5_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_8*Lshare20_{it} + \beta_9*Lshare20_{it}*CF_{it} + \beta_{10}*Lshare20_{it}*DCF_{it} + \beta_{11}*Lshare20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{12}*Lshare20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{13}*Lshare50_{it} + \beta_{14}*Lshare50_{it}*CF_{it} + \beta_{15}*Lshare50_{it}*DCF_{it} + \beta_{16}*Lshare50_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$

DD모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*CF_{it} + \beta_2*CF_{it-1} + \beta_3*CF_{it+1} + \beta_4*DCF_{it} + \beta_5*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_6*Lshare5_{it} + \beta_7*Lshare5_{it}*CF_{it-1} + \beta_8*Lshare5_{it}*CF_{it+1} + \beta_9*Lshare5_{it}*DCF_{it} + \beta_{10}*Lshare5_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{11}*Lshare20_{it} + \beta_{12}*Lshare20_{it}*CF_{it-1} + \beta_{13}*Lshare20_{it}*CF_{it+1} + \beta_{14}*Lshare20_{it}*DCF_{it} + \beta_{15}*Lshare20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{16}*Lshare20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{17}*Lshare20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{18}*Lshare50_{it} + \beta_{19}*Lshare50_{it}*CF_{it-1} + \beta_{20}*Lshare50_{it}*CF_{it+1} + \beta_{21}*Lshare50_{it}*DCF_{it} + \beta_{22}*Lshare50_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{23}*Lshare50_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$

Jones모형: $ACC_{it} = \beta_0 + \beta_1*\Delta REV_{it} + \beta_2*GPPE_{it} + \beta_3*CF_{it} + \beta_4*DCF_{it} + \beta_5*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_6*Lshare5_{it} + \beta_7*Lshare5_{it}*CF_{it} + \beta_8*Lshare5_{it}*DCF_{it} + \beta_9*Lshare5_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{10}*Lshare20_{it} + \beta_{11}*Lshare20_{it}*CF_{it} + \beta_{12}*Lshare20_{it}*DCF_{it} + \beta_{13}*Lshare20_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + \beta_{14}*Lshare50_{it} + \beta_{15}*Lshare50_{it}*CF_{it} + \beta_{16}*Lshare50_{it}*DCF_{it} + \beta_{17}*Lshare50_{it}*DCF_{it}*CF_{it} + u_{it}$

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

해서 추가분석을 실시하였다. 추가 분석의 결과는 <표 9>와 같다. 모든 최대주주지분율에서 보수주의를 나타내는 계수값이 모두 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 즉 최대주주지분율이 증대됨에 따라서 보수주의가 강화되는 것이 아니고 약화된다는 반대의 결과가 나타난 것이다. 이는 가족경영기업을 대상으로 분석한 실증 결과가 최대주주지분율의 영향에 의해 나타난 결과가 아님을 시사한다.

VI. 결론

본 연구에서는 가족경영기업을 중심으로 지배 및 소유구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향을 살펴보았다. 2005년부터 2007년까지 유가증권시장에 계속 상장된 12월말 결산 비금융 기업 1,690개의 기업-연도 표본을 이용하여 실증 분석한 결과, 가족경영기업 여부가 회계정보의 보수성에 미치는 일관된 영향을 확인할 수 없었다. 그러나 지분율 구간을 5%, 20%, 50%를 기준으로 나누어서 지분율 구간에 따라 가족경영기업의 보수주의 성향이 어떻게 달라지는 가를 검증한 결과, 50% 이상의 구간일 때 보수주의 성향이 강하게 나타나고, 50% 이하의 지분율 구간에서는 보수주의 성향이 상대적으로 약하게 나타나는 것을 알 수 있었다. 즉 가족경영기업에서 보수주의는 지분율에 따라 다르게 나타나고 있음을 의미한다. 그리고 지분율을 4구간으로 나누어서 실시한 평행성 검증과 재별그룹 및 기업집단을 제외한 표본에서도 본 연구의 결과와 동일한 결과를 보여줌으로써 연구 결과의 강건성을 확인하였다.

50% 이상의 지분율을 소유한 가족경영기업의

보수성이 가장 강하게 나타나는 실증 결과는 Wang (2006)의 연구 결과와 상반된다. Wang(2006)은 가족경영기업의 지분율이 증대됨에 따라 회계보수성이 점차 증대되다가 일정 수준이 지나면 점차 보수성이 줄어드는 현상을 발견하였다. Wang은 이러한 결과를 일정수준의 지분율을 초과한 경우에는 이해합치효과의 회계정보 수요, 또는 보호막효과의 회계정보 공급이 더 크게 영향을 미치기 때문에 보수성이 감소하는 것으로 해석하였다. 본 연구에서 50% 이상의 지분율 구간에서 보수성이 강하게 나타난 것에 대하여 Wang의 논리를 그대로 따른다면 지분율이 높은 경우 이해합치효과의 회계정보 공급 측면과 보호막효과의 회계정보 수요가 영향을 크게 미친다고 해석할 수 있다. 그러나 국내기업의 소수주주에 대한 제도적 보호는 영미권 국가들의 비해 상대적으로 약하고(Leuz et al. 2003) 간접 지배 등으로 인하여 지배주주의 영향력이 크기 때문에 소수주주의 보수주의에 대한 수요보다는 회계정보의 공급에 의해 보수성이 좌우될 가능성이 크다. 그러므로 본 연구의 실증 결과를 공급자의 입장에서 분석하면 지분율이 높아짐에 따라 지배주주와 소수주주의 이해가 합치되면서 지배가족은 보다 보수적인 회계정보를 제공하는 것으로 해석된다.

가족경영기업에서 지분율에 따라 보수성이 달라지는 원인을 회계정보의 공급자인 지배가족 입장에서 해석해 본다면 전문경영기업과는 다른 장기적인 시점의 경영관과 강한 주인의식에서 비롯된 것으로 추정된다. 가족이 자신이 소유한 기업에 대해서 지분율이 높아질 경우 주인의식은 그에 비례해 강해지기 때문에 장기적인 가치극대화에 관심을 가지게 되는 것이다. 이 경우 가족경영기업은 회계이익을 기회주의적으로 조정할 유인은 적고 오히려 기업의 실질적인 현금 흐름, 위험 정도, 장기적 재무 안정

성 등을 중요시 여기기 때문에 법인세의 효과, 소송비용 등을 고려하여 보수적으로 회계 처리할 가능성이 커질 수 있다(Watts 2003).

본 연구의 결과는 규제기관, 투자자와 같은 기업의 이해관계자에게 유용한 시사점을 제공한다. 기업의 지배구조를 개선하려는 규제기관의 입장에서는 본 연구의 발견을 기업지배구조 개선을 위한 제도 정립 과정에서 활용될 수 있으며, 재무보고의 품질에 대한 감독을 수행할 경우에도 활용될 수 있을 것이다. 그리고 투자자의 경우 기업의 지배구조를 감안해 재무제표를 검토하고 의사결정을 내려야 하며, 회계 감사인의 경우 지배가족의 지분율에 따라 공격적인 회계처리를 선호하는 지배가족의 유인이 달라질 수 있다는 점에 주의를 기울여 감사를 수행해야 한다는 시사점을 제공한다.

참고문헌

- 김명인, 최종학(2008), "지배권과 소유권의 차이로 측정된 기업지배구조와 기업의 보수주의 사이의 관계," **회계와감사연구**, 제47호, 181-210.
- 김정옥, 배길수(2006), "기업의 특성이 회계보수성에 미치는 영향," **회계학연구**, 제31권 제1호, 69-96.
- 김정옥, 배길수(2007), "기업지배구조와 회계의 보수주의: 사외이사제도와 감사위원회를 중심으로," **회계학연구**, 제32권 제2호, 89-115.
- 남영호, 문성주(2007), "가족기업과 비가족기업의 성과비교: 거래소 상장기업을 중심으로," **대한경영학회지**, 제20권 제1호, 237-264.
- 박종일(2003), "기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로," **회계학연구**, 제28권 제2호, 135-172.
- 반혜정, 김석수(2007), "한국의 창업자 가족지배기업과 성과," **국제경영리뷰**, 제10권 제3호, 1-23.
- 손평식(2006), "기업지배구조와 이익조정 및 보수주의," **2006년도 경영관련학회 통합학술대회 한국산업경영학회 하계 학술발표 논문집**, 189-204.
- 이정화, 고윤성(2009), "가족기업과 기업성과," **회계정보연구**, 제27권 제1호, 59-90.
- 전규안, 김재준, 오용락(2004), "원가효율성의 가치관련성에 관한 연구," **회계학연구**, 제29권 제3호, 167-197.
- 정도진(2008), "지주회사전환기업집단과 상호출자제한기업집단의 경영성과와 기업가치 및 지배구조투명성 비교," **대한경영학회지**, 제21권 제2호, 767-789.
- 최영곤, 안홍복(2007), "감사인 위험회피성향, 지배주주의 소유-지배권 괴리 및 보수주의 회계," **경영연구**, 제22권 제4호, 249-272.
- 최현돌, 윤재원(2006), "기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향," **회계학연구**, 제31권 제4호, 145-174.
- 황이석, 이우중, 남혜정, 박경호(2008), "상장여부에 따른 감사품질과 보수주의의 관계," **회계학연구**, 제33권 제2호, 145-183.
- Anderson, R., and D. Reeb(2003), "Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500," *Journal of Finance*, 58, 1301-28.
- Anderson, R., and D. Reeb(2004), "Board Composition: Balancing Family Influence in S&P 500 firms," *Administrative Science*, 49, 209-237.
- Andres, C.(2008), "Large Shareholders and Firm Performance: An Empirical Examination of Founding-Family Ownership," *Journal of Corporate Finance*, 14, 431-445.
- Ball, R.(2001), "Infrastructure Requirements for an Economically Efficient System of Public Financial Reporting and Disclosure," *Brookings-*

- Wharton Papers on Financial Services*, 127-182.
- Ball, R., and L. Shivakumar(2005), "Earnings Quality in U.K. Private Firms: Comparative Loss Recognition Timeliness," *Journal of Accounting and Economics*, 39, 83-128.
- Ball, R., and L. Shivakumar(2006), "The Role of Accruals in Asymmetrically Timely Gain and Loss Recognition," *Journal of Accounting Research*, 44, 2, 207-242.
- Ball, R., A. Robin., and J. S. Wu(2003), "Incentives Versus Standards: Properties of Accounting Income in Four East Asian Countries," *Journal of Accounting and Economics*, 36, 235-270.
- Basu, S.(1997), "The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 24, 1, 3-37.
- Beaver, W. H., and S. G. Ryan(2005), "Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling," *Review of Accounting Studies*, 10, 269-309.
- Chami, R.(1997), "What's Different about Family Business," *Working Paper*, University of Notre Dame.
- Classens, S., S. Djankov., and L. Lang(2000), "Separation of Ownership from Control of East Asian Firms," *Journal of Financial Economics*, 58, 81-112.
- Dechow, P., and I. Dichev(2002), "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors," *The Accounting Review*, 77, 35-59.
- Dechow, P., S. P. Kothari., and R. Watts(1998), "The Relation between Earnings and Cash Flows," *Journal of Accounting and Economics*, 25, 136-168.
- Dietrich, J. R., K. A. Muller., and E. J. Riedl (2007), "Asymmetric Timeliness Tests of Accounting," *Review of Accounting Studies*, 12, 1, 95-124.
- Fama, E., and M. Jensen(1983), "Separation of Ownership and Control," *Journal of Law and Economics* 26, 301-326.
- Faccio, M., L. Lang., and L. Young(2001), "Dividends and Expropriation," *The American Economic Review*, 91, 1, 54-78.
- Garcia Lara, J. M., B. Garcia Osma., and F. Penalva(2007), "Board of Directors' Characteristics and Conditional Accounting Conservatism: Spanish Evidence," *European Accounting Review*, 16, 4, 727-755.
- Garcia Lara, J. M., B. Garcia Osma., and F. Penalva(2009), "Accounting Conservatism and Corporate Governance," *Review of Accounting Studies*, 14, 161-201.
- Gigler, F. B., and T. Hemmer(2001), "Conservatism, Optimal Disclosure Policy, and the Timeliness of Financial Reports," *The Accounting Review*, 76, 471-493.
- Handler, W. C.(1989), "Methodological Issues and Consideration in Studying Family Businesses," *Family Business Review*, 2, 3, 257-276.
- Jensen, M., and W. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, 305-360.
- Johnson, S., P. Boone., A. Breach., and E. Friedman(2002), "Corporate Governance in the Asian Financial Crisis," *Journal of Financial and Economics*, 58, 141-186.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes., and A. Shleifer (1998), "Law and Finance," *The Journal of*

- Political Economy*, 106, 1113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes., and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership Around the World," *The Journal of Finance*, 54, 471-517.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes., and A. Shleifer (2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *The Journal of Finance*, 58, 3-27.
- Lacker, D., S. Richardson., and A. Tuna(2007), "Corporate Governance, Accounting Outcomes, and Organizational Performance," *The Accounting Review*, 82, 4, 963-1008.
- LaFond, R., and S. Roychowdhury(2008), "Managerial Ownership and Accounting Conservatism," *Journal of Accounting Research*, 46, 1, 101-135.
- Leuz, C., D. Nanda., and P. Wysocki(2003), "Earnings Management and Investor Protection: An International Comparison," *Journal of Financial Economics*, 69, 505-527.
- Linck, J., J. Netter., and T. Yang(2005), "The Effects and Unintended Consequences of the Sarbanes-Oxley Act on Corporate Boards," *Working paper*, University of Georgia.
- Martinez, J., B. Stohr., and B. Quiroga(2007), "Family Wwnership and Firm Performance: Evidence from Public Companies in Chile," *Family Business Review*, 20, 2, 83-94.
- Morck, R., A. Shleifer., and R. Vishny(1988), "Management and Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Roe, M.(1993), "Some Differences in Corporate Structure in Germany, Japan, and United States," *The Yale Law Review*, 102, 1927-2003.
- Ruddock, C., S. Taylor., and S. Taylor(2006), "Non-Aduit Services and Earnings Conservatism: Is Auditor Independence Impaired?," *Contemporary Accounting Research*, 23, 3, 701-746.
- Shleifer, A., and R. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52, 2, 737-783.
- Wang, D.(2006), "Founding Family Ownership and Earnings Quality," *Journal of Accounting Research*, 44, 3, 619-656.
- Watts, R.(2003), "Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications," *Accounting Horizon*, 17, 207-221.
- Westhead, P., and M. Cowling(1998), "Family Firm Research: The Need for a Methodological Rethink," *Entrepreneurship Theory and Practice*, 23, 31-56.

The Effects of Corporate Governance and Ownership Structure over Conservatism of Accounting Information: Focusing on Family-Firm

Sung-Hwan Kim* · Soo-Joon Chae** · Ho-Young Lee***

Abstract

Conservatism is defined as the tendency of selecting the accounting alternatives that will result in less net income and/or less asset amount. Accounting conservatism plays an important role in mitigating the agency costs. For example, management may have less incentives to select investments with negative net present value, but favorable earnings in the short run. This is because accounting conservatism influences firms to recognize expenses/losses earlier than revenues/gains. The agency costs may also be affected by the characteristics of corporate governance. Firms with well diversified ownership may face the agency problem between shareholders and management. Thus, firms with management who possess share ownership may experience lower agency costs. On the other hand, firms with owner-managers such as founding managers may face different types of agency costs. In such a case, agency costs arise as a result of information asymmetry between owner-managers and minority shareholders. Many Korean firms tend to have family oriented ownership structure which is different from most of firms in western countries. Korea does not have as strong protection for minority shareholders as western countries and, therefore, accounting conservatism may be affected by the interest of majority shareholders. In particular, the majority shareholders of Korean firms can influence accounting conservatism stronger than those in western countries because of more complex cross-ownership structure with affiliated companies.

This study examines the effect of corporate governance and ownership structure on accounting

* Ph. D. Student, Yonsei University, School of Business, Seoul, Korea

** Ph. D. Student, Yonsei University, School of Business, Seoul, Korea

*** Professor, Yonsei University, School of Business, Seoul, Korea

conservatism. In particular, this study empirically tests whether there is an association between family-owned firms with acting board of director members from the family and accounting conservatism. La Porta et al.(1998, 1999, 2000) find that countries with weak protection of minority shareholders experience the expropriation of minority shareholders by primary shareholders. If this tendency reported in La Porta et al.(1998, 1999, 2000) is affected by corporate governance structure, accounting conservatism is likely to vary dependent upon corporate governance structure. Unlike the United States and some western countries, a family and its affiliates own a large portion of shares and have a significant influence over management decisions. in this environment, the agency problem between majority shareholders and minority shareholders is more severe than that between managers and shareholders.

Using 1,690 firm-years from 2005-2007 listed in Korea Stock Exchange, we find inconsistent results of the effect of governance structure on accounting conservatism when family firms are defined without incorporating ownership structure in the empirical analyses. In examining the effect of corporate governance and ownership structure on conservatism, we utilize the three conservatism models used in Ball and Shivakumar(2006): cash flow model, Dechow and Dechev(2002) model, and Jones(1991) model. We define family firm as those satisfying certain conditions such as (1) a CEO or boards of director member(s) from family with majority ownership (2) a CEO and boards of director member(s) from family with majority ownership (3) a CEO from family with majority ownership (4) boards of director member(s) from family with majority ownership, respectively. When family ownership is divided into 5, 20, and 50 percent, the effect is the strongest for those sample firms in the 50 percent or higher ownership range suggesting that the effect of ownership on accounting conservatism varies depending on the proportion of ownership by family members in Korea. Family firms whose board of directors include the family member tend to be concerned with a long term value maximization and, therefore, they are less likely to exercise opportunistic accounting accruals. Instead, they are more likely to consider long term financial stability, cash flows, and potential litigation cost. The results also suggest that the level of accounting conservatism is primarily affected by the supply side of accounting information rather than the demand side. Investors and regulators may utilize our findings in their investment and rule making decisions.

Key words: corporate governance, ownership structure, conservatism, family-owned firms.