

기업의 소유구조와 회계이익의 정보효과[※]

최 종 윤

강원대학교 경영관광회계학부 교수

E-mail : joychoi@kangwon.ac.kr

회계정보의 유용성은 기본적으로 정보이용자들의 의사결정에 어느 정도 도움을 줄 수 있는가에 의하여 평가될 수 있는데, 회계정보의 유용성에 대한 하나의 측정치로서 투자자에 대한 회계이익의 정보효과를 이용할 수 있을 것이다. 기업의 소유구조는 기업이 회계이익을 결정하는 과정과 외부 투자자들이 기업관련 정보를 이용하는 문제와 밀접한 관련이 있다. 실제로 기업의 소유구조가 어떠한 형태를 갖고 있느냐에 따라 기업에서 적용하는 회계정책이 달라지고 투자자들이 회계정보 외의 기업관련 정보를 이용함에 있어서도 그 내용이나 접근가능성에 차이가 있다. 따라서 기업의 소유구조는 궁극적으로 회계이익의 정보효과에 영향을 주는 것으로 볼 수 있다.

본 연구에서는 기업의 소유구조를 경영자 또는 내부 지분율이 높은 기업, 기관투자자와 비지배대 주주의 지분율이 높은 기업 및 지분분산이 광범위하게 잘 이루어진 기업 등 크게 3 가지로 분류하여 각각의 소유구조가 회계이익과 주가이익률과의 관계에 미치는 영향을 이론적으로 고찰하였다. 이익조작가설은 소유와 경영이 분리된 기업들이 일반적으로 이익을 조작하려는 경향이 있다고 주장한다. 한편 차별적정보가설은 회계정보에 대한 대체적인 정보의 양 및 적시성과 관련이 있다. 소유구조가 주가와 이익과의 관계에 미치는 영향을 분석함에 있어 이익조작가설에 바탕을 둔 기존 연구들은 소유구조와 정보환경과의 관계를 고려하지 않았지만 본 연구는 차별적 정보가설을 함께 고려하여 추가적인 검토를 하였다.

<색인어> 소유구조, 회계이익의 정보효과, 이익조작가설, 차별적정보가설

1. 서 론

회계정보의 유용성은 기본적으로 정보이용자들의 의사결정에 어느 정도 도움을 줄 수 있는가에 의하여 평가될 수 있는데, 회계정보의 유용성에 대한 하나의 측정치로서 투자자에

※ 이 논문은 2003년도 강원대학교 학술연구조성비로 연구하였음.

대한 회계이익의 정보효과를 이용할 수 있을 것이다. 회계이익의 정보효과는 회계이익이 기업의 경제적 성과를 얼마나 정확하게 반영하는가에 의하여 영향을 받는다. 회계조작이 이루어지거나 적절한 회계처리가 이루어지지 않는 경우 회계이익이 기업의 경제적 성과를 제대로 밝혀주지 못하기 때문에 회계정보이용자들은 자신들의 의사결정에 이와 같은 정보를 이용하려 들지 않을 것이다. 한편 투자자들이 기업과 관련된 여러 가지 정보를 다양한 정보원천으로부터 용이하게 이용할 수 있는 환경이라면, 회계이익의 정보로서의 가치는 높지 않을 것이다.

기업의 소유구조는 기업이 회계이익을 결정하는 과정과 외부 투자자들이 기업관련 정보를 이용하는 문제와 밀접한 관련이 있다. 실제로 기업의 소유구조가 어떠한 형태를 갖고 있느냐에 따라 기업에서 적용하는 회계정책이 달라지고 투자자들이 회계정보 외의 기업관련 정보를 이용함에 있어서도 그 내용이나 접근가능성에 차이가 있다. 따라서 기업의 소유구조는 궁극적으로 회계이익의 정보효과에 영향을 주는 것으로 볼 수 있다.

기업의 소유구조가 회계이익의 정보효과에 미치는 영향을 분석한 기존의 연구들은 상이한 결과를 보여주고 있다. 예를 들어 미국 기업을 대상으로 한 Warfield et al.(1995)의 연구는 경영자지분이 주가이익률에 대한 이익의 설명력과는 정의 관계에 있고 재량적인 회계 발생액과는 부의 관계가 있음을 밝혔다. 한편 Yeo et al.(2002)의 연구는 경영자소유가 증가한다고 해서 항상 이익의 정보효과가 증가하는 것은 아니라고 하였다. 경영자 지분이 낮은 수준에 있을 경우 경영자소유는 이익의 정보효과와 정의 관계에 있지만 이익규모를 증가시키는 재량적 발생항목과는 부의 관계에 있다는 것이다. 그러나 경영자지분이 높은 수준에 있을 경우 위의 관계는 반대로 되는데 이는 경영자의 방호효과(entrenchment effect)가 존재한다는 것을 의미한다.

이에 대하여 네덜란드 기업을 대상으로 한 Gabrielsen et al.(2002)의 연구는 경영자의 지분과 회계이익의 정보효과 사이에 부의 관계가 있음을 보여주었으며, 아시아국가의 기업들을 대상으로 한 Fan and Wong(2002)의 연구도 소유경영자의 지분과 회계이익의 정보효과가 부의 관계가 있음을 보여주었다. 또한 Donnelly and Lynch(2002)의 연구에서는 기관투자자 등 외부대주주의 지분이 증가함에 따라 이익의 정보효과가 높아지는 것으로 나타났으나 지분이 분산된 소유구조에서는 이익의 정보효과가 낮은 것으로 밝혀졌다. 한편 우리나라 상장기업을 대상으로 한 기업소유구조와 이익의 정보효과에 관한 연구에서는 지배주주 지분 또는 기관투자자의 지분이 증가함에 따라 이익의 정보효과가 높아지는 것으로 관찰되었다(정구열 외 2인, 2002).

이와 같이 기업의 소유구조와 회계이익 사이의 관계에 관한 연구가 상반된 결과를 보여주고 있으므로 본 연구는 기업의 소유구조가 회계이익의 정보효과에 미치는 영향을 이론적으로 고찰하여 상이한 소유구조 하에서 이익의 정보효과를 각각 어떻게 예측할 수 있는지

파악하고자 한다. 본 연구에서는 기업의 소유구조를 경영자 또는 내부 지분율이 높은 기업, 기관투자자와 비지배대주주의 지분율이 높은 기업 및 지분분산이 광범위하게 잘 이루어진 기업 등 크게 3 가지로 분류하여 각 소유구조가 회계이익과 주가이익률과의 관계에 미치는 영향을 검토하고자 한다. 특히 상당한 지분을 갖고 있는 외부의 투자자들은 미래의 주가를 예측하는 자료로서 회계이익을 이용하고자 할 것이다. 이익조작가설(earnings manipulation hypothesis)에 의하면 소유와 경영이 분리된 기업들이 일반적으로 이익을 조작하려는 경향이 있다고 한다. 한편 차별적정보가설(differential information hypothesis)은 회계정보에 대한 대체적인 정보의 양 및 적시성과 관련이 있다. 회계이익의 정보효과를 파악하기 위한 변수로서 많은 연구에서 회계이익에 대한 주가의 반응을 나타내는 이익반응계수(ERCs: earnings response coefficients)를 이용하였다. 소유구조가 주가와 이익과의 관계에 미치는 영향을 분석함에 있어 이익조작가설에 바탕을 둔 기존 연구들은 기업의 소유구조와 정보환경과의 관계를 고려하지 않았지만 본 연구는 차별적 정보가설을 함께 고려하여 추가적인 검토를 하고자 한다.

본 연구는 다음 장에서 기업의 소유구조의 일반적인 분류기준과 소유구조와 기업지배구조의 관계에 대하여 고찰하고 3장에서 우리나라 상장기업의 소유구조의 특징에 대하여 기술한다. 4장에서 소유구조와 회계이익과의 관계를 이익조작가설과 차별적정보가설의 입장에서 각각 검토한 다음 회계이익의 정보효과에 영향을 주는 주요 요인들에 대하여 고찰한다. 끝으로 5장에서 본 연구의 결론과 함께 향후의 연구과제에 대하여 논한다.

II. 기업의 소유구조의 분류

1. 일반적 분류

기업의 소유구조에 대하여 다양한 견해가 있으나 경영자 또는 내부 지분율(management or inside ownership)이 높은 기업, 기관투자자와 비지배대주주의 지분율이 높은 기업 (institutional investors and large outside blockholders) 및 지분분산(diffuse outside ownership)¹⁾이 광범위하게 잘 이루어진 기업 등 크게 3가지로 분류하여 볼 수 있다.²⁾ 기

1) 본 연구에서는 경영자 또는 내부지분율이 높은 기업을 소유경영자지배기업으로, 기관투자자와 비지배대주주의 지분율이 높은 기업을 외부대주주투자기업으로, 지분분산이 광범위하게 잘 이루어진 기업을 지분분산기업으로 각각 기술하기도 한다.

2) 기업의 이익조작가능성만을 고려한다면 기업의 소유구조를 소유경영자지배기업과 외부대주주투자기업을 동일한 그룹으로 또는 외부대주주투자기업과 지분분산기업을 동일한 그룹으로 구분할 수 있겠으나, 투자자에게 제공되는 정보원천의 차이를 함께 고려하여 본 연구에서는

존의 연구들은 위와 같은 소유구조가 주가와 이익과의 관계에 미치는 영향을 분석했다.

경영자 또는 내부 지분율이 높은 기업, 즉 소유경영자지배기업에서는 기업의 주식이 소수 지배주주에 의해 소유되고 이들이 직접 경영을 담당하는 형태를 갖는다. Jensen and Meckling(1976)의 대리인이론에서는 기업의 소유와 경영이 분리됨에 따라 주주와 대리인간의 갈등이 발생하게 된다고 한다. 주주의 대리인인 경영자들은 과도한 지출을 하거나 자신들에게 유리한 의사결정을 하는 등 기회주의적인 행동을 함으로써 주주와 갈등을 빚는데, 경영자가 주식을 소유하게 됨에 따라 이러한 갈등이 없어지게 된다는 것이다. 경영자의 지분율이 증가할수록 대리인비용이 줄어들고 소유경영자와 외부주주간의 이해관계 일치 정도(convergence of interest)가 높아져 기업가치가 증가할 것으로 기대할 수 있을 것이다.

그러나 절대적인 지분을 갖고 기업을 통제할 수 있는 경영자들은 기업의 가치를 극대화시키기 위한 노력을 하지 않고 경영권방호(management entrenchment)를 통하여 개인적인 이익을 추구하려고 할 수도 있다. 특히 경영자의 이와 같은 행위를 외부 투자자들이 적절히 감시하지 못하게 되면 회계이익의 신뢰성과 정보효과는 감소하게 될 것이다. 대리인이론은 주식소유분산이 잘 이루어지고 시장을 통한 자금 조달이 용이한 미국이나 영국 등에서는 적용될 수 있으나, 주식분산이 제대로 이루어지지 않고 부채의존도가 높고 정부의 규제가 심한 국가에서도 잘 적용될 수 있는가에 대해서는 의문이 있다.

한편 기업의 지배주주가 일단 기업을 지배할 수 있는 상황이 된 이후에는, 의결권을 더 증가시킨다고 하더라도 지배주주에 더 도움이 되는 것이 아니고 필요 이상의 비용만을 수반하게 된다. 따라서 지배권을 확보한 이후에는 소액주주들의 권익을 침해하지 않고 있다는 평판을 유지하는 것이 지배주주에게는 더 중요하다(Gomes, 2000). 만약 외부주주들의 입장에서 볼 때 지배주주가 비정상적으로 이익을 관리한다는 판단을 하게 되면 기업의 주가를 낮게 평가하려고 할 것이고 이는 결국 지배주주가 보유하고 있는 주식가치의 감소를 가져오는 결과가 될 것이다.

기업지배권을 갖고 있는 지배주주들은 의결권을 행사함으로써 소액투자자를 포함하여 경영자, 종업원, 공급자, 고객, 채권자, 정부 등 기업의 다양한 이해관계자들과 협상하고 계약을 체결할 수 있는 위치에 있다. Shleifer and Vishny(1997)는 개발도상국이나 재산권이 법적으로 잘 보호받지 못하는 국가에서 상대적으로 소유집중에 따른 지배주주의 효익이 크다고 하였으며, La Porta et al.(1999)은 법적, 제도적 환경이 열악할수록 기업들의 소유 집중이 높아진다는 연구 결과를 제시하였다.

주식분산이 광범위하게 이루어진 미국이나 영국의 기업에서 대리인문제는 외부주주와 경영자의 이해관계로부터 발생하지만, 동남아시아 등 영미 외의 많은 국가에서처럼 소수의

소유경영자지배기업, 외부대주주투자기업 및 지분분산기업을 별도로 나누어서 고찰한다.

지배주주가 기업을 지배할 정도로 소유집중이 이루어진 경우 대리인문제는 경영자와 주주 사이의 갈등문제라기 보다는 지배소유자와 소액주주들 사이의 갈등문제로 볼 수 있다(Fan and Wong, 2002).

기관투자자와 비지배주주의 지분율이 높은 기업, 즉 외부대주주투자기업은 위에서 언급한 소유경영자지배기업과는 다른 특징을 지니고 있다. 상당한 지분을 보유하고 있는 은행, 보험회사, 각종 기금 등 기관투자자들은 의결권을 행사함으로써 경영에 개입하기도 하지만 경영실적이 부진할 경우 보유주식을 매각함으로써 투자이익률을 높이는 투자자로서의 역할을 수행하는데 중점을 둔다. 실제로 미국이나 영국의 경우 다양한 법규들에 의하여 금융기관의 주식보유와 경영참여는 제한을 받고 있다.

기관투자자들이 회계보고의 질을 높이는 역할을 제대로 하고 있는지에 대해서는 논란이 있다. 우선 주로 기관투자자들이 여러 기업의 주식에 분산투자하고 단기적인 투자에 관심을 두고 있다는 점을 고려하면 이들은 기업의 장기적인 소유자라기보다는 일시적인 투자자로서 행동한다고 볼 수 있다. 기관투자자들은 자신들에게 자금을 위탁한 개인투자자 등에게 주로 단기적인 투자성과를 보여주기 위하여 주식매매를 자주 해야 하는 입장에 있다. 따라서 이들은 적극적으로 투자회사를 감시하고 분석하고자 하는 동기를 갖지 못 할 수도 있다.

이외에 경영자와 투자자 사이의 정보불균형 때문에 기관투자자들은 포트폴리오를 구성함에 있어 장기투자보다는 단기투자에 집중하는 것이 더 효율적인 면이 있다. 이러한 점에서 본다면 기관투자자들이 단기적인 투자에 초점을 맞춘 빈번한 주식거래에 관심을 두에 따라 경영자들은 대체로 기업의 재무성과를 보고함에 있어 단기적인 성과를 높이는 회계처리를 하게 된다고 할 수 있다. 즉 소유지분정도가 상대적으로 낮은 단기투자목적의 기관투자자들은 경영자들이 단기의 기업성공에만 집중하도록 하는 결과를 가져올 수 있다.

그러나 기관투자자 중 소유지분 정도가 상대적으로 높고 비교적 주식을 장기간 보유하면서 단기적인 매매거래를 하지 않는 장기 투자목적의 그룹은 경영자들로 하여금 기업의 장기적인 가치극대화에 집중하도록 감시하는 역할을 적극적으로 담당할 것이다. 또한 투자기업에 감시를 소홀히 하여 기금의 관리실적이 낮아지면 투자기관 및 관리자로부터 자금이 이탈할 것이므로 기관투자자에게는 투자기업을 효율적으로 감시할 유인이 존재한다(정광선, 2000). Jiambalvo et al.(2002)은 재량적 발생항목의 절대금액과 기관투자자의 지분과는 강한 부의 관계가 있음을 밝혔다. 이러한 결과는 기관투자자들이 투자기업에 관한 정보를 잘 제공받고 있으며 기업들이 발생항목을 관리함에 따라 얻을 수 있는 이익이 줄어들고 있다는 것을 의미한다. 상당한 지분을 갖고 있으면서도 경영에 참여하지 않는 외부 비지배대주주들도 정보불균형을 줄이고 경영을 감시하려고 한다고 가정할 수 있다. 이들도 기관투자자들과 함께 개인투자자들에 비해 투자기업과 관련된 정보를 구하고 분석함에 있어 유리한

위치에 있는 신중한 투자자로서 특징지어진다(Jiambalvo et al., 2002).

지분 분산이 광범위하게 이루어진 기업, 즉 지분분산기업은 전문경영자에 의해 지배되고 있다. 특정인 또는 그와 특수 관계에 있는 소수집단이 보유하고 있는 주식의 비중이 줄어들고 일반 개인투자자들에 의한 주식투자가 일반화되면서 소유와 경영의 분리가 이루어졌다. 즉, 규모의 경제, 자금조달, 기업경영 등의 측면에서 창업자 또는 그 가족 중심의 소유자경영 보다는 전문경영자에 의한 기업지배형태가 더 효율적이라는 주장이 출현하게 된 것이다. 한편 소유가 분산된 기업의 소액주주들은 기업의 경영활동을 감시할 유인을 갖지 못한다. 즉 소액주주들은 기업경영의 감시 및 통제활동이 그들에게 가져올 이익이 작기 때문에 스스로 이러한 활동을 전개하지 못하고 여타 주주들의 감시활동에 무임승차할 유인을 갖는다(정광선, 2000).

지분분산기업에서 기업의 주식을 거의 소유하지 않고 있는 경영자는 외부주주 이익의 극대화보다는 자신의 사적 이익을 위하여 기업을 경영하려고 한다. 즉 전문경영자는 금전적, 비금전적 보상과 함께 경영자로서의 지위를 계속 유지하려고 하기 때문에 회계이익을 과대계상하려고 한다. Fama and Jensen(1983)은 이러한 경영자의 기회주의적 행위는 소유의 분산 정도가 클수록 더 심하다고 주장하였다.

기업의 소유구조의 분류와 관련하여 적용될 지분비율기준을 결정하기 위하여 차후 신중한 검토가 이루어져야 할 것이다. 즉 특정 소유자집단이 어느 정도의 지분율을 보유하고 있을 때 소유자지배기업 또는 경영자지배기업 등으로 분류할 수 있는가에 대한 본격적인 연구가 필요하다. 특히 최대주주 1인이 통제가능한 지분을 정확하게 구분하는 것이 중요하다. 다만 본 연구에서는 기존의 연구 결과를 고려하여 위에서와 같이 3 가지로 구분하였으며 각각의 소유구조가 이익조작가설과 차별적정보가설 하에서 어떠한 특징을 갖고 있는가에 대해서는 4장에서 상술한다.

2. 소유구조와 지배구조의 관계

기업의 소유구조란 어떤 기업의 발행주식의 소유자가 누구이고 그 분포가 어떻게 되어 있는가를 의미한다. 특히 우리나라 개별기업의 경우 소유구조의 주 관심대상은 실질적으로 기업을 지배하는 대주주 1인과 계열회사의 지분율의 합이 어느 정도인가 하는 것이다. 기업의 소유구조는 소유집중의 정도에 따라 기업의 지배구조에 큰 영향을 줄 수 있기 때문에 중요한 문제로 인식되고 있다(김진수, 1998). 즉 기업의 소유구조는 지배구조(이사회구조, 감사위원회 등)와 밀접한 관련을 갖고 있다. 기업지배구조는 기업경영에 관한 권한배분의 문제이기 때문에 주주와 경영자 사이의 관계, 주주의 지분비율에 따른 역할 및 책임과 관련된 계약관계가 지배구조의 중요한 관심사항이다. 구체적으로 언급하면 지배구조는 기업

에게 자금을 제공한 주주들이 자신들의 투자에 대한 수익을 보장받기 위하여 경영진의 자원배분에 대한 의사결정을 감독하고 통제하는 방법을 말한다(정광선, 2000). 어떠한 지배구조 하에서 경영자를 감시하는 것이 효과적인지 또는 기업의 경영성과를 어떻게 배분하는가 하는 등의 문제는 기업의 소유구조에 의하여 영향을 받는다. 직·간접적으로 소유구조에 의하여 결정되는 기업지배구조는 또한 경영자의 이익조정 행위에 영향을 줄 수 있다.

미국 기업들의 경우 대주주들이 기업지배구조를 결정함에 있어 상당한 영향력을 행사하고 있다(Shleifer and Vishny, 1986). 투자기업의 이익극대화에 관심을 갖고 있는 대주주들은 자신들의 이해관계를 보호하기 위하여 투자기업의 자산을 통제한다는 관점에서 대리인 이론을 받아들이는 것으로 볼 수 있다. 상당한 지분을 보유하고 있는 외부의 투자자들은 투자기업의 정보를 분석하고 경영자를 통제하면서 필요한 경우 경영권을 취득하여 경영자를 교체할 수 있는 지배력을 확보하기도 한다. Kaplan and Minton(1994)은 외부 대주주들이 있는 기업들은 그렇지 않은 기업에 비하여 좋은 성과를 보이지 못한 경영자들을 더 적극적으로 대체하려고 한다고 하였다. 이와 같이 영향력 있는 외부의 투자자들이 적극적으로 경영자들을 감시하게 되면 발생항목의 조정이나 이익관리가 쉽게 이루어질 수 없을 것이다.

기업의 지배구조를 구성하는 다양한 통제장치에 참가하는 경제주체로서 기관투자자의 중요성이 점차 증가하고 있다. 이는 기관투자자들이 기업의 지배구조를 가장 효율적으로 운영할 수 있는 경제적 유인을 가진 주체이기 때문이다(박경서, 2000). 특히 앞으로 소액투자자들의 지분율이 감소하고 기관투자자들의 지분율이 지속적으로 증가할 것으로 예상되기 때문에 기관투자자들이 기업의 지배구조 구성에도 상당한 영향을 미칠 것이다.

우리나라 상장기업의 소유구조와 지배구조와의 관계를 살펴보면 우선 45%에 이르는 높은 수준의 최대주주의 소유집중으로 소유경영자가 절대적인 지배권을 행사하고 있으므로 이에 따라 기업의 지배구조 또한 크게 영향을 받고 있음을 알 수 있다. 최근 사외이사제도의 활성화를 통한 기업지배구조의 개선이 강조되고 있으나 실제 그 성과가 그리 크지 않다는 평가를 받고 있는데, 그 근본적인 배경에는 소수지분을 갖고 있으면서도 계열기업간 간접출자를 통하여 절대적인 기업 경영권을 갖고 있는 지배주주들이 있다.

III. 우리나라 상장기업의 소유구조의 특징

기업의 소유구조란 전술한 바와 같이 기업이 발행한 주식의 소유자가 누구이고 그 분포가 어떻게 되어있는가와 관련되는데 우리나라의 많은 기업들은 최대주주 및 특수관계인의 지분율과 계열회사의 지분율을 합한 내부지분율이 높은 특징을 갖고 있다.

최 종 윤

우리나라 상장기업의 소유자별 주식소유분포의 추이를 보면 <표 1> 과 같다. 정부 및 정부관리기업의 소유비중이 외환위기 이후의 구조조정과정에서 공적자금의 투입으로 인하여 상승하기도 하였으나 2000년 이후 감소하고 있다. 기관투자자의 소유비중은 1997년의 외환위기 이후 급격히 감소한 적이 있으나 증가하는 추세를 보이고 있다. 다만 2003년에 기관투자자중에서 특히 은행의 비중이 10.0%p나 감소한 것은 하이닉스반도체 등의 대규모 감자로 은행권의 보유주식수가 대폭 감소하였기 때문이다. 일반법인은 최근 20%대의 소유비중을 유지하여 오고 있으며 개인 투자자의 소유비중이 37% 내외를 유지하는데 비하여 외국인 투자자의 소유비중은 계속 증가하는 추세를 보이고 있다. 2003년 말 현재 개인투자자(외국인 포함)와 법인(정부기관 포함)이 각각 상장주식의 55%와 45%를 소유하고 있다. 한편 2003년의 기관투자자중에서는 은행이 가장 높은 7.8%의 소유비중을 차지하고 있는데,³⁾ 은행은 주식보유와는 별도로 전통적으로 은행으로부터의 차입금의존도가 높은 기업에 대하여 채권자로서 중요한 영향력을 행사하여 왔다.

<표 1> 상장기업의 소유자별 주식분포(주식수기준)

(단위 : %)

	1990	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
정부및정부관리기업	10.3	6.6	17.3	17.7	12.7	7.3	7.4	6.7
기관투자자	26.5	26.0	13.6	13.6	15.7	19.3	24.6	16.6
은행	7.3	9.4	3.6	3.5	5.4	11.5	17.8	7.8
보험회사	5.5	6.3	3.6	1.8	0.9	1.8	1.0	1.5
증권회사	4.7	2.1	1.3	0.8	1.4	0.9	0.8	1.3
투자신탁	8.2	2.7	2.0	4.8	4.7	2.6	3.0	3.5
종금·저축은행	0.8	1.2	0.7	1.3	2.3	1.4	0.7	0.4
기금공제회	0.0	4.3	2.4	1.4	1.0	1.1	1.3	2.1
일반법인	15.6	18.5	19.9	17.3	20.0	20.3	21.0	21.7
개인	46.0	39.8	38.8	39.0	37.7	38.5	35.4	37.1
외국인	1.7	9.1	10.4	12.4	13.8	14.7	11.5	18.0
합 계	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

자료: 한국증권거래소, 주식, 각 연도

상장기업별로 보유주식수에 따라 주주를 최대주주⁴⁾, 소액주주⁵⁾ 및 기타주주⁶⁾로 분류하

3) 은행은 순자본의 100%에 해당하는 금액을 한도로 주식 및 채권에 투자할 수 있으며(은행법 38조) 피투자회사 발행주식총수의 15%를 초과하여 투자할 수 없다(은행법 37조).

4) 최대주주는 최대주주(본인 및 그 특수관계인이 소유한 주식의 수가 가장 많은 경우의 당해

기업의 소유구조와 회계이익의 정보효과

여 주식의 분산정도를 파악한 결과는 <표 2> 와 같다. 2003년 현재 상장기업의 최대주주, 소액주주 및 기타주주의 지분비율은 각각 44.9%, 38.4%, 16.7%를 보이고 있다. 소액주주의 비중이 전반적으로 감소하는 추세를 보인데 비하여 최대주주의 비중이 증가한 것은 외국인의 지분율이 증가하고 경영권 안정을 위하여 많은 기업들이 지분을 확대하고 자사주매입을 하였기 때문이다. 특히 최대주주의 특수관계인으로서 법인주주의 지분비율이 최대주주의 지분 중 높은 비중을 차지하고 있는데 비하여 소액주주의 지분은 법인보다는 개인주주가 큰 비중을 차지하고 있다.

<표 2> 상장기업의 소유자 형태별 주식수 분포

(단위 : %)

연도	최대주주			소액주주			기타주주		
	개인	법인	계	개인	법인	계	개인	법인	계
1997	8.1	18.7	26.8	32.7	33.3	66.0	2.3	4.9	7.2
1998	5.2	22.0	27.2	34.3	22.9	57.2	6.5	9.1	15.6
1999	6.3	34.5	40.7	35.3	5.6	40.9	3.1	15.3	18.4
2000	7.0	30.2	37.2	35.3	8.6	43.9	9.8	9.1	18.9
2001	6.6	30.5	37.1	42.1	8.3	50.4	3.4	9.1	12.5
2002	12.5	24.2	36.7	30.8	4.9	35.7	4.8	22.7	27.5
2003	8.7	36.2	44.9	31.6	6.8	38.4	5.6	11.1	16.7

자료: 한국증권거래소, 주식, 각 연도 4월호

우리나라 상장기업의 소유구조의 특징은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 최대주주의 지분비율이 약45%에 이르는 높은 수준으로 소유집중이 오너를 중심으로 이루어져 있기 때문에 최대주주의 절대적인 의사결정 권한을 견제하는 것이 사실상 용이하지 않다. 소유주 1인의 지분이 크지 않은 경우에도 친족 및 계열기업의 지분을 합하여 지배권을 유지할 수 있으므로 직간접적으로 경영에 참여하여 실질적으로 기업을 지배하고 있다.

기업집단의 경우 소유분산이 이루어져 지배주주의 지분율이 낮아질 수 있으나 계열사간의 출자관계를 이용하여 경영권을 유지하고 있다. 따라서 일반주주들이 경영자를 감시하거

본인)본인(증권거래법시행령 제2조의 4 제③항의 제1호)과 그 특수관계인을 말한다. 따라서 여기서 기업의 최대주주는 통상 1인 이상의 다수로 구성된다.

5) 소액주주는 회사가 발행한 총주식수의 100분의 1에 미달하는 주식을 소유한 주주를 말한다 (유가증권 상장규정 제2조 제⑦항).

6) 기타주주는 최대주주나 소액주주로 분류되지 않은 주주를 말한다.

나 통제한다는 것은 거의 불가능하고 주주총회를 통하여 기업의 중요한 의사결정이나 이사회 구성에 참여하는 것도 아주 제한적이다. 최근 기업지배구조의 개선이 많이 이루어졌다고 하나 이사회에 절대적인 영향력에 비교하여 아직도 주주총회의 역할과 기능은 미약한 실정이다. 실질적으로 소유주의 결정에 의하여 이루어지는 이사회가 경영진을 구성하므로 결국 기업은 소유주 1인에 의해 지배되고 있으며 실제로 지배주주의 가족이나 친족 중에서 이사회나 경영진에서 활동하는 예가 많다. 소유경영자 외에 기업의 대주주로 분류할 수 있는 투자자로 금융기관과 연기금 등 기관투자자들이 있다. 이들은 자산운용수단이나 또는 영업상 채권관계의 결과로 상당한 지분을 보유하고 있으나 자신의 지배구조상의 한계 등으로 인하여 기업에 대한 경영감시기능은 수행하지 못하고 수동적 투자자로서의 역할에 그치고 있는 상황이다(박경서, 2000). 그동안 많은 기업들이 기업의 투명성을 높이고 재무구조의 건전성을 확보하기 위하여 노력하여 왔으나 우리나라의 기업경영은 아직도 기존의 소유구조와 지배구조에서 크게 벗어나지 못한 상황이다.

둘째, 대부분의 상장기업이 1인 대주주에 의하여 지배되고 있으나 실제로 다른 주요 주주와의 갈등 문제를 어떻게 해결하는가 하는 문제가 있다. 지배대주주가 특수관계인과 함께 실제로 이사회나 주주총회에서 지배권을 행사할 수 있다 하더라도 상당한 지분을 보유하고 있는 다른 주요주주가 존재할 경우에는 언제나 지배대주주 의사대로 경영권을 행사할 수는 없을 것이다.

셋째, 우리나라 상장기업의 소유구조에 있어 두드러진 특징은 기관투자자의 비중이 외환 위기 이전과 비교할 때 감소한 반면 외국인의 지분이 증시개방 이후 지속적으로 증가하고 있다는 점이다. 특히 최근 외국인 투자자들의 주식보유목적이 과거 단순투자에서 경영참여로 바뀌고 있다. 이들의 경영참여 방식은 이사진 임명, 정관변경 등 기업지배구조개선, 배당정책에 대한 영향력 행사 등 다양한데 이는 기업의 소유구조의 변화가 가져온 결과이다. 많은 외국인 투자자들이 단순투자에서 경영참여로 주식 보유목적에 변경하게 됨에 따라 상장기업들은 경영권방어와 함께 다른 한편으로는 기업의 투명성 제고와 신뢰성 확보라는 또 다른 문제를 해결해야 할 시점이 되었다.

넷째, 재벌 등 대기업집단의 경우 지배대주주의 지분은 10% 미만으로 크게 높은 편은 아니지만 계열기업간의 출자를 통하여 45% 수준의 내부지분율을 유지하면서 소유주 및 그 친족에 의하여 소유되고 경영되는 특징을 보이고 있다. 따라서 재벌그룹의 최대주주는 중요한 경영관련 의사결정에 있어 절대적인 영향력을 행사할 수 있기 때문에, 특정 계열회사의 외부주주의 이익을 해치면서 소유경영자 자신이나 재벌그룹 전체의 이익을 극대화하기 위하여 특정 기업의 자원을 의도적으로 배분할 수도 있다.

회계이익의 정보효과를 분석하고자 할 때에는 위와 같은 우리나라 기업의 소유구조의 특징을 고려하고 특히 재벌그룹과 비재벌그룹으로 나누어 분석하는 것이 필요할 것이다.

IV. 소유구조와 회계이익

1. 이익조작가설

이익조작가설은 경영자의 이익조작 행위에 의하여 회계이익이 기업의 경제적 실질을 제대로 표시하지 못 하게 된다고 주장한다. 이익조작가설에 의하면 소유와 경영의 분리가 이루어진 기업들이 일반적으로 이익을 조작하려는 경향이 있다는 것이다. 특히 지분분산이 잘 이루어진 기업일수록 이와 같은 현상이 가장 두드러지게 나타날 수 있을 것이다.

(1) 소유경영자지배기업

경영자의 지분이 증가함에 따라 회계이익의 정보효과가 증가한다는 Warfield et al.(1995)의 주장은 Jensen and Meckling(1976)의 대리인이론에 근거하고 있다. 대리인이론에서는 경영자의 지분율이 높을수록 주주와 경영자의 이해관계가 일치됨에 따라 대리인비용이 줄어들고 결과적으로 기업의 성과가 높아지게 된다고 본다. Salamon and Smith(1979)는 기업의 소유구조는 회계이익의 조작과 관련이 있으며 경영자의 지분율이 높은 기업은 이익을 조작하려는 경향이 적다고 하였다.

그러나 높은 지분율을 갖고 있는 경영자들은 자신들의 위치를 확실하게 보장할 수 있는 의결권을 보유하고 있기 때문에 오히려 기업가치를 극대화하기 위한 노력을 하지 않을 수도 있다(Morck et al., 1988). 경영자의 지분이 증가함에 따라 경영자들은 통상적인 계약에서 제시하는 목표이익 등 회계와 관련된 제약에 크게 구속되지 않아도 되고 일반주주들의 이익을 고려하지 않고 자신들의 사적 이익만을 추구하기 위한 행동을 취할 수도 있다.

기업의 소유구조와 회계이익의 정보효과와 관련하여 소유구조의 방호효과(entrenchment effect)로 인하여 기업의 재무보고가 영향을 받는다는 점을 고려할 필요가 있다. 지배주주는 기업의 회계보고와 관련된 정책을 결정할 수 있고 소액주주들의 권익을 침해할 수 있는 위치에 있기 때문에 외부의 투자자들이 소유경영자지배기업이 적절한 회계보고를 하는 것으로 기대하지 않을 경우 회계이익의 정보효과는 낮아질 것이다. 즉 기업의 소유경영자가 기업의 회계정책에 커다란 영향을 줄 수 있을 때 회계정보의 신뢰성은 크게 줄어든다. 외부의 투자자들은 소유경영자가 기업의 경제적 거래를 충실하게 보고하기 보다는 개인적인 이익을 고려한다고 예상하기 때문에 회계이익의 신뢰성을 높게 평가하려 하지 않는다. 더욱이 소유경영자들은 기업 외부로부터 철저한 분석 대상이 되는 정보에 대한 보고는 가능하면 회피하려는 경향이 있다. 지배주주는 손익관련 항목 중에서 일부를 보고하지 않거나 부적절하게 보고함으로써 자신들의 이익 조정행위를 감추려고 할 수도 있다. 결국 이익보고

의 신뢰성이 결여되면 회계이익의 정보효과는 낮아질 수밖에 없다.

기업을 실질적으로 지배할 수 있는 위치에 있는 지배적인 소유자는 주주에 속하는 이익을 자신의 의사대로 배분할 수 있다. 소액투자자들은 지분만큼 이익배분에 참여할 수 있지만 지배주주가 기회주의적으로 자신들의 권리를 침해할 수 있을 지도 모른다는 사실을 인식하게 된다(Fan and Wong, 2002). 지배주주에 의한 방호효과로 나타날 수 있는 다른 예로 지배·종속회사간의 내부거래를 이용하여 지배주주가 영향력을 행사할 수 있는 회사로 이익을 이전하는 것을 들 수 있다. 이와 같이 소유경영자는 자신의 개인적인 이익을 추구하는 과정에서 기업의 가치를 극대화하는 데 도움이 되지 않는 행위를 하게 된다.

Yeo et al.(2002)의 연구는 경영자소유가 증가한다고 해서 항상 이익의 정보효과가 증가하는 것은 아니라고 하였다. 경영자 지분이 낮은 수준에 있을 경우 경영자소유는 이익의 정보효과와 정의 관계에 있지만 이익규모를 증가시키는 재량적 발생항목과는 부의 관계에 있다는 것이다. 그러나 경영자지분이 높은 수준에 있을 경우 위의 관계는 반대로 되는데 이는 경영자의 방호효과가 존재한다는 것을 의미한다. 또한 상당한 지분을 갖고 있는 외부의 투자자들은 경영자 소유 지분의 정도에 관계없이 경영자들을 통제하는 중요한 역할을 하고 있다.

방호효과와 결과로 보고이익을 증가시키기 위한 경영자들의 적극적인 이익관리가 존재하는 것인지 또는 대리인이론에서 주장하는 것처럼 경영자지분이 증가함에 따라 기업의 이익관리가 감소하는 것인지에 대하여 상이한 주장이 있다. 경영자 지분의 증가가 회계이익의 정보효과를 증가시키는지 또는 감소시키는지 파악하는 것이 해결하여야 할 과제이다. 즉 경영자의 지분율이 어느 수준이 되었을 때 경영자와 주주와의 이해관계가 일치되는지 또는 경영자의 권한이 오히려 강해져 경영자가 자신의 사적 이익만을 추구하게 되는지 또는 소유구조와 이익의 정보효과에 중대한 영향을 미치는 다른 요인이 존재하는지를 명확하게 판단할 필요가 있다.

이상에서 검토한 결과를 요약하면 경영자의 지분율이 높은 기업의 경우 지배권을 확보하는 과정에서 경영자는 회계이익의 조정을 기하려고 하지만 일단 지배권을 확보한 이후에는 외부주주들을 고려하여 회계이익의 신뢰성을 높이려고 한다고 볼 수 있다. 그러나 이와는 반대로 소유지분율을 확대하는 과정에서는 이익조정을 해오지 않다가 일단 지배권을 확보한 후에는 이익조정을 적극적으로 피하려고 할 수도 있을 것이다. 따라서 소유경영자지배 기업을 대상으로 회계이익의 정보효과를 분석하고자 할 때는 소유구조 자체에 대한 분석 외에 최고경영자의 의사결정스타일, 기업의 재무적 특성, 기타 사회적, 정치적 요인 등 중요한 환경 요인들을 추가적으로 포함하여 검토하여야 할 것이다.

(2) 외부대주주투자기업

2장에서 언급한 바와 같이 기관투자자들이 회계보고의 질을 높이는 역할을 제대로 하고 있는지에 대해서는 논란이 있으나, 기관투자자 또는 외부 비지배대주주들은 경영자들의 활동을 심도 있게 감시함으로써 경영자들이 낙관적인 회계처리를 못하도록 하는 중요한 역할을 담당하는 것으로 볼 수 있다(Bushee, 1998). 특정 기업의 주식을 상당한 정도로 보유하고 있는 기관투자자들은 기업지배구조에 직접 개입하거나 필요한 정보를 수집, 분석함으로써 감시효과를 가져올 수 있다. 기관투자자는 통상 일반투자자들의 자금을 이용하여 주식에 투자하는 것이므로 투자자와 자신의 이익을 위하여 경영자들을 감시하고 기업의 의사결정에 직간접적으로 영향력을 행사하려고 한다. 더구나 기관투자자들은 평균적인 일반투자자들에 비해 자료나 정보의 수집 및 분석 능력이 뛰어나므로 감시를 위하여 투입하는 비용보다 이로 인한 효익이 훨씬 큰 집단이다. 이점에서 기관투자자들은 경영자들로 하여금 자신들의 이익보다는 기업의 장기적인 가치와 재무보고의 질을 높이도록 한다. 기관투자자의 지분율이 높을수록 기관투자자의 경영자에 대한 감시능력이 강화되고 이에 따라 경영자의 기회주의적 행동은 줄어들게 된다.

한편 경영에 참여하지는 않지만 상당한 지분을 갖고 있는 외부 비지배대주주들 또한 경영자를 통제하고 선임하는데 상당한 영향력을 행사할 수 있다. 외부의 대주주들이 경영자들을 비교적 철저하게 감시하려고 할 경우 경영자들은 발생항목을 조정하거나 이익관리를 할 수 있는 기회를 쉽게 가질 수 없게 된다. 그런데 기관투자자에 의한 경영감시유인은 기관투자자의 자금운용 중 특정기업에 대한 주식투자가 차지하는 비중과 대상기업의 총발행주식 중 기관투자자가 차지하는 비중에 의해 크게 영향을 받는다(박경서, 2000). 특히 기관투자자가 영향력 있는 위치를 확보하기 위해서는 특정 기업의 주식을 일정 지분 이상 보유하여야 한다.

El-Gazzar(1998)는 기관투자자들에 의한 소유구조가 이익의 정보효과에 영향을 주고 있음을 밝혔고 Salamon and Smith(1979)는 기관투자자들은 이익조작을 비효율적인 것으로 간주하기 때문에 경영자들이 이익조작을 위하여 의도적으로 회계원칙을 선택하는 것을 못하도록 감시한다고 하였다. Jiambalvo et al.(2002)은 기관투자자들은 개인투자자들보다 더 많은 정보를 수집하고 감시할 수 있는 위치에 있으므로 기관투자자의 지분이 커질수록 기업의 재량적 발생액의 크기는 작아진다고 하였다.

(3) 지분분산기업

기업이 이익을 재량적으로 인식하는 데 영향을 주는 가장 중요한 요인 중의 하나가 소유구조인데 지분분산이 잘 이루어진 기업의 경영자들은 대체로 회계이익에 대하여 낙관적인 인식을 유지하려고 한다(Jensen and Meckling, 1976). 경영자지분이 낮을 경우 경영진과 주

주와의 이해관계가 상충되고(Jensen and Meckling, 1976) 경영진은 기업의 가치를 극대화하기 위한 노력을 제대로 하지 않기 때문에 경영자의 기회주의적인 태도를 막기 위하여 회계에 근거를 둔 계약이 요구된다. 이러한 계약상의 제약을 완화하기 위하여 지분분산기업의 경영자들은 가능하면 회계수치를 조정함으로써 기업거래의 실질을 정확하게 반영하려고 하지 않는다.

경영자들이 통상 회계이익을 낙관적인 입장에서 조정하기 위하여 발생항목의 인식에 있어 재량적 판단을 하게 되면 회계이익의 정보로서의 가치는 낮아질 것이다. 한편 경영자들은 자신들에게 유리한 방향으로 회계이익을 조정하기 위하여 회계기준을 선택하기도 하는데 이때에도 회계이익의 정보로서의 가치는 낮아질 것이다. 경영자지배기업에서 회계보고서는 경영자를 감시하고 평가하는 중요한 역할을 한다. 일반적으로 경영자에 대한 보상이 보고이익에 의하여 결정되므로 경영자들은 이익을 조정하거나 조작하려는 경향이 있다. 더구나 회계보고서는 경영자들이 자신들의 기회주의적인 행위에 의하여 기업의 가치가 감소되었을 때 이를 감추기 위한 수단으로 사용할 수도 있다. 이와 같이 지분분산이 잘 이루어진 경영자지배기업에서 경영자들은 자신들의 경영성과를 과시하거나 또는 자신들의 기회주의적인 행위를 감추기 위하여 회계정보의 공시를 적절히 이용하려고 한다(Hindley, 1970).

경영자지분과 이익관리의 관계에 대하여 미국 기업을 대상으로 한 Warfield et al.(1995)의 연구는 경영자지분이 주가이익률에 대한 이익의 설명력과는 정의 관계에 있고 재량적인 회계발생액과는 부의 관계가 있음을 밝혔다. 지분분산기업에서 경영자들은 회계에 기초한 계약상의 제약을 완화하기 위하여 의도적으로 회계기준을 선택하거나 회계상의 발생항목을 조정하려고 하는데, 단순한 이익수치보다 발생항목이 더 중요한 정보가 될 수도 있을 것이다. 더욱이 발생항목 중 재량적으로 인식할 수 있는 부문은 비재량적 부문보다 더 적합한 정보로서의 가치가 있다(Subramanyam, 1996). 재량적 부문이 중요하다는 것은 인식하지만 그러한 부문이 특정한 상황에서 어떻게 인식되어야 하는지에 대해서는 명확하지 않다. Warfield et al.(1995)은 이익조작가설의 관점을 이용하여 기업의 소유구조가 이익과 주가와 의 관계에 미치는 영향을 분석한 연구에서, 소유와 경영이 분리됨에 따라 회계이익을 근거로 하여 계약을 체결해야하는 경영자들은 이익을 관리하거나 조정하려고 한다고 하였다. 지분이 없는 경영자들은 낙관적으로 이익을 과대 계상하려는 경향이 있고 이는 이익의 정보효과를 감소시킬 것이다.

지분분산기업의 전문경영자들은 자신들에게 유리한 방향으로 정보를 조작하여 제공하려고 하지만 이와 같은 기업에 대한 주주들의 감시기능은 강력하게 이루어지지 못하고 있다. 따라서 지분분산기업의 회계이익이 경제적 실질을 제대로 밝혀주지 못한다는 사실을 투자자들이 잘 인식하고 있기 때문에 이들 기업에 대한 이익반응계수는 낮을 것으로 예상할 수 있다. Salamon and Smith(1979)는 지분의 분산정도가 높은 기업의 경우 회계원칙의 변경

이 있는 기간에 회계이익과 주가와의 관계에 일관성이 없다는 사실을 밝혔다. 한편 Barnea et al.(1976)은 기업의 이익유연화(income smoothing)는 특히 경영에 참여하지 않는 외부주분이 높은 기업에서 많이 이루어지고 있다고 하였다.

2. 차별적 정보가설

기업과 관련된 여러 가지 대체적인 정보가 충분하게 제공되는 환경이라면 투자자들에게 회계이익의 정보로서의 가치는 그리 높지 않을 것이다 차별적 정보가설은 회계정보에 대한 대체적인 정보의 양 및 적시성과 관련이 있는데, Barker(1998)는 기업이 제공하는 회계정보의 양과 내용은 소유구조와 관련이 있다고 주장하였다.

소유경영자지배기업과 같이 소유가 집중된 기업은 일반 투자자들에게 대한 정보공시를 제한하려고 한다. 중요한 정보가 경쟁기업에 새나가지 못하도록 하고 사회적 또는 정치적 감시의 대상이 되는 것을 피하기 위해서 모호하게 정보를 공시하려고 한다. 또한 소유가 집중된 기업에서는 경쟁자들의 진입을 막기 위해서라도 아주 비밀리에 의사결정이 이루어지기도 한다. 특히 지적재산권이나 인적자산을 보유하고 있는 기업에서 소유와 의사결정권이 소수의 개인들에 더 집중되어 있을 것이다. 한편 정보공시를 통제하고 비공개적으로 의사결정을 하는 소유경영자지배기업들은 소유가 분산된 기업들보다 정치적 로비를 수행하는 것이 더 용이할 것이다.

다음으로 지분이 분산된 기업의 고용 경영자와는 달리 지배주주는 확고한 자신의 위치를 유지하고 있으면서 일반에게 공표되는 정보를 철저하게 통제하기도 하고 가능한 한 회계정보를 적게 공시하려고 하는데 이는 결국 기업의 투명성을 해치게 된다. 이렇게 볼 때 기업의 소유집중이 이루어질수록 이익의 정보효과는 낮아진다고 할 수 있다. 홍콩과 싱가포르 지역의 기업들을 대상으로 한 연구에서 Chau and Gray(2002)는 외부주주의 지분율과 기업의 자발적 공시가 정의 상관관계가 있는데 비하여 내부지분율이 높거나 가족 중심의 기업에서는 자발적 공시가 적게 이루어지고 있음을 밝혔다.

기관투자자들은 주로 기업의 단기적 이익에 관심을 갖고 있지만 다른 투자자들에 비하여 기업과 관련된 정보를 수집하고 평가함에 있어 신중한 투자자라는 평가를 받고 있다(Bartov et al., 2000). 기관투자자들은 어떠한 형태의 정보가 자신들에게 제공된다고 하더라도 이를 정확하게 이해하고 해석할 수 있는 신중한 투자자들이기 때문에 다른 투자자들에 비하여 현재의 정보를 이용하여 미래의 이익을 더 정확하게 예측할 수 있을 것이다. 따라서 기관투자자의 지분율이 높은 기업일수록 그 기업의 현재의 주가는 미래의 이익을 미리 나타내주는 선행수치로서의 의미를 갖는다(Jiambalvo et al., 2002). 기관투자자들은 특히 개인투자자에 비하여 통상 더 적시성이 있는 공표전의 기업정보를 분석하고자 하는 의

도를 갖고 있고 기업에서 공시하는 회계자료 외에 다른 정보원천으로부터 기업과 직·간접적으로 관련된 비회계정보까지 비교적 쉽게 수집하고 분석할 수 있는 전문적인 투자자들이 다(Jiambalvo et al. 2002). 이와 같은 기관투자자들의 활동이 결과적으로 기업이 회계조작을 한다고 하더라도 특별한 효과를 가져올 수 없도록 한다(Salamon and Smith, 1979).

이익에 대한 주가의 반응이 기관투자자의 지분율이 높은 기업과 역의 관계에 있음을 밝힌 El-Gazzar(1998)의 주장은 차별적 정보가설과 일치한다고 볼 수 있다. 한편 Jiambalvo et al.(2002)은 기관투자자들의 지분이 높은 기업에 있어 주가가 회계이익에 대하여 선행적인 성격을 지니고 있다고 하였다. 이와 같이 기관투자자들의 지분율이 크거나 지분분산이 잘 이루어진 기업일수록 비회계적인 정보가 많이 제공되고 이는 결국 회계이익의 정보효과에 영향을 주게 된다.

외부의 투자자들이 차지하는 비중이 높을수록 회계이익정보는 다른 정보 원천에 의해 제공되는 대체적인 정보와 경쟁관계에 놓이게 된다. 특히 지분분산기업의 개인투자자들은 개인적인 노력을 통하여 투자기업과 관련된 정보를 투자기업으로부터 직접 구할 수 있겠으나 대체로 증권분석사로부터 필요한 정보를 얻거나 증권회사나 투자자문회사와 같은 전문가 그룹에서 제공하는 정보를 이용하기도 한다(Wolk et al., 2004). 물론 무상으로 제공되는 정보 외에 중요한 정보가 필요한 경우 개인투자자들은 자신의 부담으로 그러한 정보를 직접 구입할 수도 있을 것이다.

3. 회계이익의 정보효과에 영향을 주는 요인

이익조작가설에 의하면 지분분산기업과는 달리 소유경영자지배기업과 외부대주주투자기업에서는 이익조작이 적게 이루어진다고 볼 수 있다. 따라서 소유경영자지배기업과 외부대주주투자기업의 이익반응계수는 높을 것으로 예상되고 지분분산기업의 이익반응계수는 반대로 낮을 것으로 예상된다. 그러나 차별적정보가설에 따르면 소유경영자지배기업과 지분분산기업의 경우 외부대주주투자기업에 비하여 충분한 정보가 투자자에게 제공된다고 볼 수 없으므로 이들 기업의 주가는 회계이익에 적절하게 반응할 것으로 기대할 수 없을 것이다. 회계이익이 주가에 미치는 영향은 통상 이익반응계수(ERCs: earnings response coefficients)로 측정되는데 이는 회계이익에 대한 주가이익률의 회귀계수로 추정된다(Ohlson, 1991).

$$(P_t + d_t)/P_{t-1} = \alpha + \beta(x_t/P_{t-1}) + e_t$$

P_t 와 P_{t-1} 는 각각 t 시점과 $t-1$ 시점의 주가를 d_t 는 $t-1$ 시점에서 t 시점까지 지급된 배당금을 말한다. 그리고 x_t 는 t 시점이 속한 회계연도의 이익이다. 소유구조변수를 산정함에

있어 내부지분율은 내부경영자, 가족 및 관계회사가 소유한 주식을 포함하여 구하고 5%를 초과하는 지분을 소유한 자는 기관투자자 또는 비지배대주주로 분류한다. 전체지분에서 내부지분율과 기관투자자 및 비지배대주주의 지분율을 뺀 나머지는 외부지분율이 된다.

연구자에 따라 기업의 소유구조를 다르게 분류하여 분석하고 있다. 소유경영자지배기업과 외부대주주투자기업을 동일한 그룹으로 하여 분석하는가(Warfield et al. 1995) 하면 소유경영자지배기업, 외부대주주투자기업, 지분분산기업을 각각 별도로 하여 분석하기도 한다(Donnelly and Lynch, 2002).

소유구조가 이익의 정보효과에 미치는 영향을 분석함에 있어 중요하게 고려해야 할 사항은 어떤 지분율을 기준으로 하여 소유경영자지배기업, 외부대주주투자기업 및 지분분산기업으로 분류할 수 있는가 하는 문제이다. 기업의 소유구조가 여러 가지 경영의사결정 및 회계처리에 영향을 미친다는 사실은 분명하지만 소유구조를 어떻게 분류하는 것이 합리적인지에 대하여 명확하게 결론을 제시하기도 어렵고 실제 그러한 연구결과도 없는 상황이다. 다만 연구자에 따라 각 표본기업의 평균지분비율과 특정기업의 지분비율을 고려하여 소유구조를 구분하고 있을 뿐이다. 따라서 이에 대한 이론적 검토와 실증적 연구가 더 요구된다고 할 수 있다.

경영자들이 회계기준을 선택하고 재량적 발생액의 크기와 보고이익을 결정하는데 영향을 줄 수 있는 여러 가지 요인들이 있다. 대표적인 요인으로는 이익지속성(earnings persistence)(Kormendi and Lipe, 1987), 레버리지(Warfield et al., 1995), 시가대 장부가액의 비율(Collins and Kothari, 1989), 기업의 규모(Freeman, 1987) 등을 들 수 있는데, Yeo et al.(2002)은 기업규모, 레버리지, 위험측정치, 성장기회, 이익변동성 및 이익지속성 등의 변수를 함께 고려하였다.

위에서 언급한 요인들이 분석모델에 포함되는 이유를 파악하기 위하여 우선 주가와 회계이익과의 관련성을 검토할 필요가 있다. 주가는 미래의 배당금흐름의 현재가치인데 주가와 회계이익과의 관련성은 회계이익이 기업의 미래의 현금흐름의 현재가치를 어느 정도 정확하게 표현하여 주는가에 의하여 결정된다. 이익지속성이 클수록 미래의 이익과 배당금도 커질 것으로 예상할 수 있다. 이와 같이 이익반응계수는 미래이익을 예측하는데 도움을 주는 당기순이익과 관련된다. 즉 이익지속성이 크면 클수록 이익반응계수도 커질 것으로 예상할 수 있다. 다음으로 레버리지는 자본비용과 밀접한 관련이 있기 때문에 레버리지와 이익반응계수는 부의 관계가 있을 것으로 기대할 수 있다. 한편 시가대 장부가액의 비율로 표시되는 기대성장률은 이익지속성의 경우에서처럼 이익반응계수와 밀접한 관련을 갖고 있다. 즉 당기순이익을 근거로 예상한 기대이익이 크면 클수록 이익반응계수 또한 커질 것이다. 그런데 일반적으로 대규모의 기업은 중소 규모의 기업에 비하여 적은 비용으로 자금을 조달할 수 있으므로 기업의 규모와 이익반응계수는 정의 관계에 있는 것으로 예상할 수 있을 것이다.

V. 요약 및 결론

위에서 고찰한 바와 같이 기업의 소유구조는 기업이 회계이익을 결정하는 과정과 외부투자자들이 기업관련 정보를 이용하는 문제와 밀접한 관련이 있다. 실제로 기업의 소유구조가 어떠한 형태를 갖고 있느냐에 따라 기업에서 적용하는 회계정책이 달라지고 투자자들이 회계정보 외의 기업관련 정보를 이용함에 있어서도 그 내용이나 접근가능성에 차이가 있다. 따라서 기업의 소유구조는 궁극적으로 회계이익의 정보효과에 영향을 주는 것으로 볼 수 있다.

소유구조가 주가와 이익과의 관계에 미치는 영향을 분석함에 있어 이익조작가설에 바탕을 둔 기존 연구들은 기업의 소유구조와 정보환경과의 관계를 고려하지 않았지만 본 연구는 차별적 정보가설을 함께 고려하여 추가적인 검토를 하였다. 우선 이익조작가설과 관련하여 소유경영자지배기업의 경우 지배권을 확보하는 과정에서 경영자는 회계이익의 조정을 기하려고 하지만 일단 지배권을 확보한 이후에는 외부주주들을 고려하여 회계이익의 신뢰성을 높이려고 한다고 볼 수 있다. 그러나 이와는 반대로 소유지분율을 확대하는 과정에서는 이익조정을 해오지 않다가도 일단 지배권을 확보한 후에는 이익조정을 적극적으로 피하려고 할 수도 있을 것이다. 따라서 소유경영자지배기업을 대상으로 회계이익의 정보효과를 분석하고자 할 때는 소유구조 외에 기업의 특성과 관련된 다른 중요한 요인들을 추가적으로 포함하여 검토하여야 할 것이다.

기관투자자들과 비지배대주주들은 경영자들의 활동을 심도 있게 감시함으로써 경영자들이 낙관적인 회계처리를 못하도록 하는 중요한 역할을 담당한다. 특정 기업의 주식을 상당한 정도로 보유하고 있는 기관투자자들은 기업지배구조에 직접 개입하거나 필요한 정보를 수집, 분석함으로써 감시효과를 가져올 수 있다. 기관투자자는 통상 일반투자자들의 자금을 이용하여 주식에 투자하는 것이므로 투자자와 자신의 이익을 위하여 경영자들을 감시하고 기업의 의사결정에 직간접적으로 영향력을 행사하려고 한다. 따라서 기관투자자의 역할이 제대로 수행되는 경우 회계이익의 정보효과는 높아질 것으로 기대할 수 있다. 이에 비하여 지분분산기업의 경영자들은 자신들에 대한 보상이 보고이익에 의하여 결정되므로 통상 회계이익을 낙관적인 입장에서 조정하기 위하여 발생항목의 인식에 있어 재량적 판단을 하거나 이익을 조작하려는 경향이 있다. 또한 경영자들은 자신들에게 유리한 방향으로 회계이익을 조정하기 위하여 회계기준을 선택하기도 하는데 이로 인하여 회계이익의 정보로서의 가치는 낮아질 것이다.

다음으로 차별적정보가설 하에서 볼 때 소유경영자지배기업과 같이 소유가 집중된 기업은 일반 투자자들에 대한 정보공시를 제한하려고 한다. 중요한 정보가 경쟁기업에 새나가

지 못하도록 하고 사회적 또는 정치적 감시의 대상이 되는 것을 피하기 위해서라도 모호하게 정보를 공시하려고 한다. 기관투자자들은 특히 개인투자자에 비하여 통상 더 적시성이 있는 공표전의 기업정보를 분석하고자 하는 의도를 갖고 있고 기업에서 공시하는 회계자료 외에 다른 정보원천으로부터 기업과 직·간접적으로 관련된 비회계정보까지 비교적 쉽게 수집하고 분석할 수 있는 자들이다. 특히 지분분산기업의 개인투자자들은 개인적인 노력을 통하여 투자기업과 관련된 정보를 투자기업으로부터 직접 구할 수 있겠으나 대체로 증권분석사로부터 필요한 정보를 얻거나 증권회사나 투자자문회사와 같은 전문가 그룹에서 제공하는 정보를 이용하기도 한다.

기업의 소유구조가 회계이익의 정보효과에 영향을 주는 것으로 많은 연구 결과가 보여주고 있는데 다른 한편으로는 소유구조가 기업의 지배구조와 밀접한 관계가 있음을 고려할 필요가 있다. 기업의 지배구조가 어떠한가에 따라 실제로 기업의 이익결정에 어떠한 영향을 주는가에 대하여 추가적인 분석이 요구된다.

본 연구에서는 기업의 소유구조를 소유경영자지배기업, 외부대주주투자기업 및 지분분산기업 등 세 가지로 단순하게 분류하였으나 차후의 연구에서 가족중심소유기업, 기관투자자, 일반법인 및 외국인의 지분율이 높은 기업, 지분분산이 광범위하게 이루어진 기업 등 세분된 분류기준에 의하여 분석할 경우 회계이익의 정보효과가 다르게 분석될 수 있을 것이다. 또한 회계정보에 대한 증권시장의 반응은 비회계적인 정보에 의해서도 영향을 받을 수 있기 때문에 회계정보의 제공과 관련된 특수한 개별적 환경을 고려하지 않고 단순히 회계이익과 주가만을 고려한 모형을 통하여 분석하는 것은 한계를 지닐 수 밖에 없다.

회계이익과 주가의 관계는 국가마다 다르게 나타나는데 이는 회계실무의 차이뿐만 아니라 기업의 소유구조와 지배구조, 최고경영자의 의사결정스타일, 기업의 재무적 특성, 기타 사회적, 정치적 요인 등 중요한 환경적 요인의 차이에 따른 것이다. 따라서 국가간의 비교를 하는 경우에는 국가간에 존재하는 중요한 요인들을 충분히 고려하여야 한다. 예를 들어 영미기업은 소유지배구조에 있어 시장 중심의 시스템을 갖고 있다는 점에서 유사성이 있으나 미국 기업은 영국기업에 비해 더 분산된 소유구조를 갖고 있다. 영국기업들은 대체로 기관투자자가 가장 큰 지분을 차지하고 있는데 비하여 미국 기업들은 개인투자자가 가장 큰 지분을 차지하고 있다.

본 연구는 소유구조와 이익의 정보효과와의 관계에 대하여 이론적으로 고찰하는데 그쳤으나 소유구조의 구분을 더욱 명확히 한 상태에서 이익조작가설과 차별적정보가설을 함께 고려하여 각각의 소유구조 하에서 이익의 정보효과가 어떠한 차이를 보이는가에 대한 실증적 연구가 뒤따라야 할 것이다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 김진수 (1998), 「대기업집단의 소유지배구조와 정책방향」, 한국조세연구원
- 박경서 (2000), “기업지배체제에 있어 기관투자자의 역할,” 「한국지배구조의 현재와 미래」, 미래경영개발원, pp.331-371.
- 정광선 (2000), “한국의 지배구조 무엇이 문제인가,” 「한국지배구조의 현재와 미래」, 미래경영개발원, pp.59-127.
- 정구열, 권수영, 백원선 (2002), “기업소유구조와 이익의 정보효과,” 「경영학연구」, 31(6), pp.1707-1727.

〈국외문헌〉

- Barnea, A., J. Ronen and S. Sadan (1976), "Classificatory smoothing of income withextraordinary items," *The Accounting Review*,(January), pp.110-122.
- Barker, R. (1998), "The market for information," *Accounting and Business Research*, 29(Winter) pp.3-20.
- Bartov, E.S., S. Radhakrishnan and I. Krinsky (2000), "Investor sophistication andpatterns in stock returns," *Accounting Review*, 75(1), pp.43-63.
- Bushee, B. (1998), "The Influence of institutional investors on myopic R&D investmentbehavior," *The Accounting Review*, 73(3), pp.305-333.
- Chau, G.K. and S.J. Gray (2002), "Ownership structure and corporate voluntarydisclosure in Hong Kong and Singapore," *The International Journal of Accounting*, 37, pp.247-265.
- Collins, D.W. and S.P. Kothari (1989), "An analysis of the intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients," *Journal of Accounting and Economics*, 11, pp.143-181.
- Donnelly, R. and C. Lynch (2002), "The ownership structure of UK firms and the informativeness of accounting earnings," *Accounting and Business Research*, 32(No.4), pp.245-257.
- El-Gazzar, S.M. (1998), "Predisclosure information and institutional ownership: a cross-sectional examination of market revaluations during earnings announcementperiods," *The Accounting Review*, 73(January), pp.119-129.

- Fama, E.F. and M.C. Jensen (1983), "Separation of ownership and control," *Journal of Law and Economics*, 26, pp.301-326.
- Fan, J. P.H. and T.J. Wong (2002), "Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings in East Asia," *Journal of Accounting and Economics* 33, pp.401-425.
- Freeman, R. (1987), "The association between accounting earnings and security returns for large and small firms," *Journal of Accounting and Economics*, 9, pp.195-228.
- Gabrielsen, G., J.D. Gramrich and T. Plenborg (2002), "Managerial ownership, information content of earnings, and discretionary accruals in a non-US setting," *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7)&8, pp.967-988.
- Gomes, A. (2000), "Going public without governance: managerial reputation effects," *Journal of Finance*, 55, pp.615-646.
- Hindley, P.J. (1970), "The separation of ownership and control in the modern corporation," *Journal of Financial Economics*, April, pp.185-222.
- Jensen, M.C. and W.H. Meckling (1976), "Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp.305-360.
- Jiambalvo, J., S. Rajgopal and M. Venkatachalam (2002), "Institutional ownership and the extent to which stock prices reflect future earnings," *Contemporary Accounting Research*, 19(1), pp.117-45.
- Kaplan, S. and Minton, B. (1994), "Appointments of outsiders to Japanese Boards: Determinants and Implications for Managers," *Journal of Financial Economics*, 36, pp.225-57.
- Kormendi, R. and Lipe, R. (1987), "Earnings innovations, earnings persistence and stock returns," *Journal of Business*, 60, pp.323-345.
- La Porta, R., F. Lopez de Silanes and A. Shleifer (1999), "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance*, 54, pp.471-518.
- Ohlson, J. A. (1991), "The theory of value and earnings and an introduction to the Ball-Brown analysis," *Contemporary Accounting Research*, 8, pp.1-19.
- Morck, R., A. Shleifer and R. Vishny (1988), "Management ownership and market valuation: an empirical analysis," *Journal of Financial Economics*, 20, pp.293-315.
- Salamon, G. and E.D. Smith (1979), "Control and managerial misrepresentation of firm

- performance," *The Bell Journal of Economics*, pp.320-328.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1986), "Large shareholders and corporate control," *Journal of Political Economy*, 94, pp.461-488.
- Shleifer, A. and R. Vishny (1997), "A survey of corporate governance," *Journal of Finance*, 52, pp.737-783.
- Subramanyam, K. R. (1996), "The pricing of discretionary accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 22, pp.249-281.
- Warfield, T.D., J.J. Wild and K.L. Wild (1995), "Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings," *Journal of Accounting and Economics*, 20, pp.61-91.
- Wolk, H.I., L.D. James and M.G. Tearney (2004), *Accounting Theory: Conceptual Issues and Economic Environment*, Thomson.
- Yeo, G.H.H., P.M.S. Tan., K.W. Ho and S.S. Chen (2002), "Corporate ownership structure and the informativeness of earnings," *Journal of Business Finance & Accounting*, 29(7)&(8) Sep./Oct. pp.1023-1046.

The Structure of Corporate Ownership and the Informativeness of Accounting Earnings

Jong-Yoon Choi

Abstract

The informativeness of accounting earnings to investors may be used as a measure of the quality of accounting information. The ownership structure is considered to be related to both of two variables, the reliability of earnings reflecting the economic performance of the enterprise and the existence of alternative information sources. Earnings manipulation may mitigate the correlation between accounting earnings and the economic performance and alternative information sources decrease the value of accounting earnings as an information. Thus ownership structure could influence the informativeness of accounting earnings. This paper classifies ownership into three categories, management or inside ownership, institutional investors and large outside blockholders, and diffuse outside ownership and examines theoretically the difference of information effectiveness under each ownership structure.

The earnings manipulation hypothesis supports the assertion that the separation of ownership from control motivates earnings manipulation. And differential information hypothesis suggests that more non-accounting information of firms with institutional or concentrated outside ownership is provided. Outside blockholders have alternative information sources that make accounting manipulation ineffective. While most previous studies have examined the effect of ownership on the informativeness of earnings from earnings manipulation hypothesis, this study is motivated by both earnings manipulation hypothesis and differential information hypothesis.

〈Key Words〉 ownership structure, informativeness of accounting earnings, earnings manipulation hypothesis, differential information hypothesis