

국제다각화가 회계선택 및 기업가치에 미치는 영향

김창균* · 박상봉**

<요 약>

본 연구의 목적은 글로벌기업의 국제다각화 수준의 증가가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하고 이들의 관계가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다. 이를 위해 본 연구는 2012년부터 2015년까지 금융업을 제외한 유가증권 상장기업인 2,139 기업-연도를 표본으로 선정하여 분석을 실시하였다.

본 연구의 분석결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 국제다각화 수준이 증가할수록 경영자의 재량적 회계선택의 대리변수인 재량적 발생액(discretionary accruals)이 증가하는 것을 발견하였다. 그리고 기업 내 정보비대칭과 경영자의 재량적 회계선택이 양(+)의 관련성을 가진다는 선행연구((배종길과 김진태, 2012)를 바탕으로 국제다각화 수준과 정보비대칭의 상호작용이 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 국제다각화 수준 및 정보비대칭 정도가 높을수록 경영자의 재량적 회계선택의 대리변수인 재량적 발생액이 증가한다는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 국제다각화 수준과 재량적 회계선택의 양(+)의 관련성은 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭에서 기인한 결과로 해석된다.

마지막으로 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택의 증가가 기업가치를 감소시킨다는 실증적 증거를 발견하였다. 이는 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택이 주주 부가 아닌 경영자 자신의 사적 부(보상극대화 등)를 위한 기회주의적 목적으로 활용되었고 그 결과 기업가치의 감소를 가져온 것이라 분석된다.

본 연구를 통해 해외매출 현황에 대한 공시규정을 조속히 개선해야 한다는 점과, 글로벌 기업에 대한 회계정보이용자들의 의사결정 과정에서 신중을 기해야 한다는 점에서 정책입안자 및 정보이해관계자들에게 중요한 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다.

핵심주제어: 국제다각화, 정보비대칭, 재량적 회계선택, 기업가치

I. 서 론

우리나라의 경우 전통적으로 대외지향적인 경제성장을 주요 경제정책으로 취하고 있고 이에 따라 해외진출의 중요성을 높이 평가하고 있다. 그리고 최근 글로벌 경영화의 추세로 인하여 한 국기업들은 지속적으로 그들의 사업영역을 해외로 확장하고 있는 실정이다. 통계청 자료에 의하면 해외수출액과 관련하여 2001년에 약 1,500달러인 것이 2010년에는 약 4,660달러로 3배 이상 증가하였고, 해외직접투자 역시 2001년의 약 24억 달러에서 2008년에 약 130억 달러로 500% 이상 증가한 것으로 보고되고 있다. 또한 2010년 이후 자유무역협정(이하 FTA)과 관련하여 현재 미국, 유럽, 캐나다 등과 협상을 타결하였고, 가장 최근인 2015년에는 중국과의 한·중 FTA를 타결함에 따라 국내 기업들의 해외진출은 더욱 가속화되고 있는 실정이다.

그러나 국내사업부와 비교하여 해외사업부에 대한 정보공시수준은 매우 미비하다. 구체적으로 현재 회계정보공시 규정 상 해외사업부에 대한 세부적인 공시규정이 제시되고 있지 않으며 이는 회계정보의 투명성을 저해하고 결과적으로 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭문제(information asymmetry)를 초래한다. 따라서 한 국기업들의 해외매출비중이 꾸준히 증가하고 있는 현재 상황에서 국제다각화수준의 증가가 회계정보에 미치는 영향을 분석하는 것은 매우 의미 있는 연구일 것이다.

국제다각화와 관련한 선행연구를 살펴보면 주로 국제다각화로 인한 정보비대칭의 증가로 인하여 경영자의 재량적 회계선택이 증가하는지에

대한 연구가 이루어 졌다. 그러나 국제다각화 수준이 재량적 회계선택에 미치는 영향과 관련한 연구들은 다소 혼재된 결과를 제시하고 있다. EI Mehdi and Seboui(2011)는 국제다각화 수준이 증가할수록 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭이 증가하기 때문에 경영자의 이익조정 동기가 높아질 수 있다고 주장하였다. 반면에 Jiraporn et al.(2008)은 국제다각화가 증가할수록 해외 사업부 간 현금흐름 및 이익의 상쇄효과로 인하여 경영자로 하여금 재량적 회계선택에 대한 동기를 감소시킬 것이라 주장하였다.

그리고 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향 역시 많은 연구자들에 의해 분석되었는데, 이 또한 일관된 연구결과를 제시하고 있지 못하다. 가령 Boatsman et al.(1993), Christophe and Pfeiffer(2002) 그리고 Denis et al.(2002)은 다국적 기업의 국제다각화 관련 정보가 기업가치에 유의적인 영향을 미치지 못하거나 부정적인 영향을 미치는 것으로 보고한 반면, Bodnar and Weintrop(1997)는 국제다각화수준의 증가가 회계정보의 지속성을 증가시킴으로써 기업가치를 증가시킨다고 제시하였다.

이와 같이 국제다각화 수준이 재량적 회계선택과 기업가치에 미치는 영향은 일관된 분석결과를 제시하지 못하고 있다. 따라서 국내 기업을 대상으로 국제다각화에 대한 재량적 회계선택의 효과가 기업가치에 미치는 영향에 대해서 동시적이고 체계적인 분석이 필요할 것이다.

본 연구는 국제다각화¹⁾ 수준의 증가가 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭을 증가시켜 경영자의 재량적 회계선택을 가중시키는지를 분석한다. 아울러 국제다각화수준의 증가에 따른

1) 국제다각화란 개별기업이 자신이 속한 국가와 다른 지리적 장소나 시장으로 사업 활동을 확장하는 전략이라고 정의할 수 있다(유용근 외 2명, 2014). 이에 많은 연구들에서는 국제다각화의 범위를 해외 사업부의 개설 뿐 아니라 단순한 해외수출까지 확장하고 있으며, 국제다각화와 해외 매출액 비중을 동일시하고 있다(김명인 외 2명, 2012; 안미강 외 2명, 2012; 유용근 외 2명, 2014; 장연 외 2명, 2015). 이에 본 연구에서도 선행연구에서와 같이 국제다각화와 해외매출액 비중을 혼용하여 사용한다.

재량적 회계선택의 증가가 기업가치에 유의적인 영향을 미치는지에 대해 분석한다.

본 연구에서는 경영자의 재량적 회계선택에 대한 대리변수로 재량적 발생액(discretionary accruals)을 활용하였으며 실증결과의 강건성을 위해 Dechow et al.(1995)과 Korthari et al.(2005)의 방법론에 따라 재량적 회계선택의 대응변수인 재량적 발생액을 측정하였다. 그리고 국제다각화 기업의 기업가치를 측정함에 있어서 본 연구는 대체비용에 대한 시장가치인 Tobin'Q를 이용한다.

언급한 바와 같이 선행연구에서는 국제다각화 수준에 대한 재량적 회계선택 및 기업가치의 일관된 결론은 제시하고 있지 못하고 있다. 이에 본 연구에서는 국제다각화가 경영자의 재량적 회계선택 및 기업가치에 미치는 영향을 개별적으로 분석한 선행연구와 달리 동일 표본을 대상으로 각 변수들의 상호작용 효과를 통해 연속적인 분석을 시행하고자 한다. 이에 선행연구와 비교하여 보다 체계적이고 통합적인 분석이 이루어질 것으로 기대한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다.

제2장에서는 국제다각화 관련 선행연구를 고찰하고 이를 바탕으로 본 연구의 가설을 설정한다. 제3장은 연구가설을 검증하기 위한 연구모형 도출 및 주요변수들에 대한 조작적 정의를 제시하며, 본 연구의 표본선정 과정을 기술하였다. 제4장은 본 연구에서 활용된 변수들의 기술통계 및 상관관계분석 결과와 가설검증을 위한 연구모형들의 회귀분석 결과를 제시하였으며, 마지막 제5장에서는 본 연구의 결론 및 한계점에 대해 기술하였다.

II. 선행연구 및 가설설정

본 장에서는 국제다각화가 경영자의 재량적

회계선택에 미치는 영향 과 이들의 관계가 기업가치에 미치는 영향에 대한 선행연구를 고찰하고 이를 바탕으로 본 연구의 가설을 설정한다.

1. 국제다각화가 재량적 회계선택에 미치는 영향

재량적 회계선택이란 특정 목적 하에서 경영자가 발생액을 이용하여 회계수치를 조정하는 것으로써 Schipper(1989)은 재무보고에 대한 경영자의 의도적인 개입으로 정의하고 있으며, 이를 경영자의 이익조정 행위로 명명하고 있다.

선행연구에 의하면 기업 내 정보비대칭의 증가는 경영자의 재량적 회계선택 즉, 이익조정 행위를 증가시킨다고 제시하고 있다(Trueman and Titman, 1998; Richardson, 1998; 장석오, 2007; 배종일과 김진태, 2012). 구체적으로 기업의 미래 성과가 높거나 호의적인 기업평가가 이루어지는 상황하에서 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭이 높을 경우 경영자는 발생액을 이용한 이익조정을 통해 미래 긍정적인 기업평가를 정보이용자들에게 전달할 수 있을 것이다. 이에 반해, 기업의 저조한 실적이 발생한다면 경영자는 이를 감추기 위한 기회주의적 목적으로 이익조정을 행할 것이다. 그러나 기업 내 정보비대칭 수준이 낮다면 경영자의 기회주의적인 이익조정에 대한 여지는 감소할 것이다. 따라서 정보비대칭과 재량적 회계선택은 양(+의) 관련성이 존재한다.

국제다각화 수준의 증가가 기업 내 정보비대칭을 증가시킨다는 선행연구는 국제다각화 수준이 경영자의 재량적 회계선택에 유의한 영향을 미칠 것이라는 개연성을 제공한다. 이에 국제다각화가 재량적 회계선택에 미치는 영향에 대해서 많은 연구들이 수행되었다.

El Mehdi and Seboui(2001)는 국제다각화 수준이 증가할수록 경영자의 이익조정 행위가 증

가한다는 실증적 증거를 제시하였다. 이러한 결과에 대해서 국제다각화 수준이 증가할수록 해외 사업부에 대한 불확실성과 공시의 복잡성이 증가하여 기업 내 정보비대칭이 높아지기 때문에 경영자로 하여금 재량적 회계선택에 대한 유인이 증가될 것이라 제시하였다. 이와 유사하게 유용근 외 2명(2014) 또한 국내 기업의 국제다각화 수준의 증가가 경영자의 이익조정 행위를 증가시킨다고 주장하였다. 그러나 유용근 외 2명(2012)은 재무보고에 대한 경영자의 책임강화 추세로 인하여 발생액을 통한 이익조정 보다는 실물활동 등의 이익조정 행위가 증가할 것이라 보고하였다.

이에 반해, 국제다각화 수준이 경영자의 재량적 회계선택을 감소시킬 수 있다는 결과 또한 존재한다. Jiraporn et al.(2008)은 국제다각화 수준이 증가할수록 경영자의 이익조정 현상이 감소한다는 실증적 증거를 제시하였다. 즉, 글로벌 기업의 국제다각화로 인하여 국내·외 다양한 사업부가 존재하게 됨에 따라 이들 개별사업부들 상호간의 현금흐름 및 이익의 상쇄효과로 인하여 경영자로 하여금 이익조정의 유인을 감소시킬 것이라 주장하였다. 또한 국내 글로벌 기업을 분석한 안미강 외 2명(2012) 역시 글로벌 기업의 해외매출비중이 증가할수록 경영자의 재량적 회계선택이 감소한다고 보고하였다.

이와 같이 국제다각화가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향은 연구자들에 의해 다소 혼재된 양상을 보이고 있다. 따라서 국제다각화가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향은 실증의 문제이므로 가설설정 시 귀무가설 형태로 나타내고자 한다.

이상의 내용을 바탕으로 본 연구의 두 번째 가설은 다음과 같다.

가설 1: 국제다각화 수준의 증가는 경영자의 재량적 회계선택과 관련이 없을 것이다.

2. 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향

선행연구에서 언급하였듯이, 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구결과들은 다소 혼재된 양상을 보이고 있다. 구체적으로 국제다각화 수준이 기업가치에 유의적이지 않거나 오히려 기업가치를 감소시킨다는 연구결과(Christophe and Pfeiffer, 2002; Denis and Yost, 2002; 차승민 외 2명, 2010)가 존재하는 반면, 국제다각화로 인하여 기업가치를 증가시킬 수 있다는 연구결과(Bodnar and Weintrop, 1997; Bodnar et al., 2003; 김명인 외 2명, 2012) 또한 존재한다.

그러나 이들의 선행연구들은 글로벌 기업의 국제다각화가 갖는 내부 속성을 고려하지 않고 기업가치와의 직접적인 관련성만을 분석한 점에서 한계를 가질 것이다. 가령 국제다각화로 인하여 정보비대칭이 증가하고 이에 대응하는 경영자의 재량적 회계선택이 미래 우호적인 경영성과의 신호(signal)로써 작용한다면 국제다각화로 인하여 기업가치가 증가될 것으로 기대된다. 이에 반해, 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택이 저조한 경영실적 감추기 위한 목적이거나 주주부가 아닌 경영자의 사적이익을 추구(보상 극대화 등)하기 위한 기회주의적 목적으로 활용된다면 국제다각화의 증가는 오히려 기업가치를 감소시킬 수 있을 것이다.

이상의 내용을 요약하면 글로벌 기업의 국제다각화 수준의 증가가 기업가치에 미치는 영향은 국제다각화로 인한 경영자의 대응 상황에 따라 달라질 것이기 때문에 국제다각화와 기업가치의 관련성은 경영자 특성에 대한 상황이론(contingency theory)관점에서 살펴봐야 할 것이다.

이에 본 연구에서는 경영자의 재량적 회계선택이 국제다각화 수준에 대한 기업가치의 효과를 결정짓는 주요한 매개변수로 고려하여 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 2: 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택은 기업가치에 유의적인 영향을 미칠 것이다.

가설 2을 통해 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택이 미래 우호적인 경영성과의 신호효과로 작용하는지, 아니면 경영자의 사적 부를 극대화하기 위한 기회주의적 목적으로 활용되는지에 대한 추가적인 분석이 가능할 것이다. 가령, 국제다각화로 인한 정보비대칭 및 재량적 회계선택이 기업가치와 양(+의) 관련성을 갖는다면 경영자의 재량적 회계선택은 미래 우호적인 경영성과에 대한 신호로 작용한 것이고, 이에 반해, 기업가치와 음(-의) 관련성을 갖는다면 기회주의적 목적으로 재량적 회계선택을 활용한 것으로 해석할 수 있을 것이다.

III. 연구설계

본 장에서는 본 연구의 가설을 검증하기 연구 모형과 분석에 활용되는 주요변수들의 조작적 정의를 기술한다. 아울러 본연구의 분석대상인 표본선정과정을 제시한다.

1. 연구모형

1.1 가설 1의 연구모형

본 연구의 첫 번째 가설은 국제다각화 수준이 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 본 연구의 가설 2를 분석하기 위한 연구모형은 식 (1)과 같다.

$$DA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FSTS_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CFO_{it} + INSDUM + YEARDUM + \epsilon$$

여기서, DA_{it} = i기업의 t연도 재량적 발생액(JDA_{it} , RDA_{it})²⁾
 JDA_{it} = Dechow et al.(1995)에 의한 수정 Jones 모형으로 측정된 재량적 발생액
 RDA_{it} = Kothri et al.(2005)에 의한 성과

2) 본 연구에서는 재량적 발생액(non-discretionary accruals)의 추정모형으로 수정 Jones모형(1995)과 성과대용 Jones모형(2005)을 활용한다. 우선, Dechow et al.(1995)은 Jones모형에서 매출액 중 신용판매부분이 이익조정에 사용되지 않는다는 가정을 완화하여 매출액 증감분에서 신용판매부분인 매출채권 증감분을 차감하는 형식으로 Jones모형을 수정하였다. Dechow et al.(1995)에 의한 재량적 발생액의 추정모형(수정 Jones모형, JDA)은 다음과 같다.

$$\frac{TA_{it}}{A_{it-1}} = \alpha_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \alpha_1 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta REC_{it}}{A_{it-1}} \right) + \alpha_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \epsilon_{it}$$

여기서, TA : 총발생액(회계이익-영업현금흐름)
 ΔREV : 매출액변동(당기매출액-전기매출액)
 ΔREC : 매출채권 변동(당기말 매출채권-전기말 매출채권)
 PPE : 감가상각대상 유형자산
 A : 총자산

Dechow et al.(1995)과 Kasnik(1999)은 Jones모형을 통해 측정된 재량적 발생액이 경영성과와 유의적인 음(-)관련성이 있음을 지적하였다. 이에 대해서 Kothri et al.(2005)은 재량적 발생액 측정 시 경영성과를 조정해야 함을 주장하였다. 즉, 수정 Jones모형(1995)으로 측정된 개별기업의 재량적 발생액(실체치)에서 연도별·산업별에 대한 경영성과를 5분위 포트폴리오로 구분한 후 각 포트폴리오의 평균 재량적 발생액(기대치)을 차감한 성과대용 재량적 발생액을 측정해야한다고 주장하였다. 이에 본 연구에서도 재량적 발생액의 또 다른 측정치로 Kothri et al.(2005)의 방법론을 활용하였다.

대응 재량적 발생액
 $FSTS_{it}$ = i기업의 t연도 국제다각화 수준
 (해외매출액 비중)
 $SIZE_{it}$ = i기업의 t연도 기업규모(Ln(총자산))
 LEV_{it} = i기업의 t연도 부채비율(부채총계/자산총계)
 CFO_{it} = i기업의 t연도 영업활동에 의한 현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산)
 $INDSDUM$ = 산업더미
 $YEARDUM$ = 연도더미

식 (1)의 종속변수는 경영자의 재량적 회계선택에 대한 대리변수인 재량적 발생액이며 구체적으로 Dechow et al.(1995)의 수정Jones모형(JDA_{it})과 Kothri et al.(2005)의 성과대응 재량적 발생액(RDA_{it})으로 각각 추정하였다.

선행연구에서 언급하였듯이, 국제다각화와 경영자의 재량적 회계선택의 관련성을 분석한 선행연구들은 일관된 결론을 제시하고 있지 못하다. 따라서 식 (1)의 α_1 은 특정한 부호를 제시하지 않는다.

회귀분석결과에서 만약, α_1 이 유의한 양(+)의 계수값을 갖는다면 국제다각화로 인하여 정보의 양과 질이 복잡해지며 기업 내 정보비대칭이 증가할 것이기 때문에 경영자의 재량적 회계선택이 증가할 것이라는 EI Mehdi and seboui (2001)의 연구와 일치하는 결과일 것이다. 이에 반해, 만약 α_1 이 유의한 음(-)의 값을 갖는다면 국제다각화로 인하여 개별사업부들 간의 현금흐름 및 이익의 상쇄효과로 경영자로 하여금 재량적 회계선택의 동기를 감소시킬 것이므로 재량

적 발생액이 감소할 것이라는 Jiraporn et al. (2008)의 주장과 일치되는 분석결과일 것이다.

재량적 회계선택과 정보비대칭의 양(+)의 관련성 제시한 선행연구(Richardson, 1998; Trueman and Titman, 1998; 장석오, 2007; 배종일과 김진태, 2012)들을 비취볼 때 국제다각화가 재량적 회계선택에 미치는 영향은 결국 국제다각화로 인한 정보비대칭의 증가에서 그 원인을 찾을 수 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 가설1을 더욱 심층증적으로 분석하기 위해서 국제다각화로 인한 정보비대칭의 증가가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하였으며, 이에 대한 연구모형은 식 (2)와 같다.

$$DA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DUM_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CFO_{it} + INDSDUM + YEARDUM + \epsilon \quad (2)$$

여기서, DUM_{it} = i기업의 t연도에 대해서 중위수를 기준으로 해외 매출비중이 높으면서 정보비대칭³⁾이 높으면 1, 아니면 0인 더미변수

식 (2)의 주요설명 변수는 중위수를 기준으로 해외매출액 비중이 높으면서 정보비대칭 수준이 높으면 1, 아니면 0인 더미변수로 설정하였다. 식 (2)의 α_1 역시 식 (1)과 마찬가지로 특정 부호를 제시하지 않는다. 그러나 국제다각화와 정보비대칭의 상호작용이 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석한다는 점에서 가설 1의 연구모형인 식 (2)에 대한 추가적인 분석결과를 제공할 수 있을 것이다.

식 (1)과 식 (2)의 경우 국제다각화 또는 국제다각화와 정보비대칭의 상호작용이 재량적 회계선택에 미치는 보다 분명한 분석결과를 도출하

3) 기업의 모든 정보가 주가에 모두 반영하게 되면 주가변동의 폭은 작아질 것이다. 하지만 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭이 높아지게 되면 기업 외부의 이해관계자들은 자본시장에 전달된 정보를 재판단하여 의사결정을 재조정하기 때문에 주가변동성은 높아질 것으로 예상된다. 이와 관련하여 많은 연구들에서 경영자와 이해관계자 사이의 정보비대칭은 주가수익률과 양(+)의 관련성을 가진다는 점을 지적하고 있다(Lang and Lundholm, 1996; 조중석과 조문희, 2006). 따라서 본 연구에는 정보비대칭 수준을 일별 주식수익률의 표준편차로 측정하였다.

기 위하여 재량적 회계선택의 대리변수인 재량적 발생액에 영향을 미칠 수 있는 다양한 기업 특성요인들을 통제변수로 포함하였다.

정치적 비용가설(political cost hypothesis)에 따라 기업규모가 클수록 현재의 이익을 미래로 이연시키는 과정에서 음(-)의 재량적 발생액이 나타날 수 있으므로 이를 통제하고자 기업규모($SIZE_{it}$)를 통제변수로 포함하였다. 또한 부채계약가설(debt covenant hypothesis)에 따라서 부채비율이 높은 기업일수록 부채계약 위반가능성을 줄이고자 발생액을 통하여 이익을 증가시킬 수 있기 때문에 이를 통제하고자 부채비율(LEV_{it})을 통제변수로 포함하였다.

Dechow et al.(1995)은 기업성과뿐 아니라 현금흐름 또한 재량적 발생액과 유의한 상관관계가 있다고 지적하였다. 가령 높은 현금흐름 상황에서 이익조정 행위와 관계없이 음(-)의 재량적 발생액이 나타날 수 있으며, 반대로 낮은 현금흐름 상황에서는 양(+)의 재량적 발생액이 나타날 수 있음을 지적하였다. 따라서 본 연구에서는 현금흐름에 따른 재량적 발생액의 영향을 통제하고자 식 (1)과 식 (2)에 현금흐름(CFO_{it})을 통제변수로 포함하였다.

마지막으로 식 (1)과 식 (2)의 종속변수인 재량적 발생액(DA_{it})이 산업 및 연도 특성에 따라 영향을 받을 수 있으므로 이를 통제하고자 연도 더미($YEARDUM$)와 산업더미($INDSDUM$)를 모형에 포함하였다.

1.2 가설 2의 연구모형

본 연구의 두 번째 가설은 국제다각화로 인한

경영자의 재량적 회계선택이 기업가치에 미치는 영향에 대해서 분석한다.

본 연구의 가설 2를 검증하기 위한 연구모형은 식 (3)과 같다.

$$Tobin'Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FSTS_{it} + \alpha_2 DUM_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + INDSDUM + YEARDUM + \epsilon$$

여기서, $Tobin'Q_{it}$ =i기업의 t연도 기업가치(보통주의 시장가치+우선주의 시장가치+부채의 시장가치)/총자산)

$FSTS_{it}$ =i기업의 t연도 국제다각화 수준(해외매출액 비중)

DUM_{it} =i기업의 t연도에 대해서 중위수를 기준으로 해외매출 비중이 높고 재량적 발생액이 높으면 1, 아니면 0인 더미변수

$SIZE_{it}$ =i기업의 t연도 기업규모(Ln(총자산))

LEV_{it} =i기업의 t연도 부채비율(부채총계/자산총계)

$INDSDUM$ =산업더미

$YEARDUM$ =연도더미

식 (3)의 종속변수는 기업가치의 대응변수인 Tobin'Q⁴⁾이며 주요 설명변수는 국제다각화 수준($FSTS_{it}$)과 중위수를 기준으로 해외매출비중이 높으면서 재량적 발생액이 높으면 1, 아니면 0인 더미변수(DUM_{it})이다. 국제다각화 변수($FSTS_{it}$)에 대한 계수값인 α_1 은 선행연구에서 일관된 결론을 제시하지 않으므로 특정한 부호를 지정하지 않는다. DUM_{it} 의 계수값인 α_2 는 본 연구의 세 번째 가설을 검증하기 위한 핵심 설명변수로써 이 역시 실증의 문제이기 때문에 분명한 부호를 지정하지 않는다. 다만, DUM_{it} 의 계수가 통계

4) 본 연구에서는 Tobin' Q를 이용하여 기업가치를 측정하였다. Tobin' Q의 경우 이론적으로 볼 때, 기업의 시장가치를 자본의 대체비용으로 나눈 값을 의미한다. 그러나 자본의 대체비용의 경우 측정상 어려움이 있기 때문에 많은 선행연구들에서는 총자산의 장부가액을 이용하고 있다(김성민과 민춘식, 2011). 이에 본 연구에서는 기업의 시장가치를 자기자본의 시장가치와 부채의 시장가치에 대한 합으로 계산하였으며 여기서 자기자본은 보통주와 우선주로 구성되어진다. 그리고 부채의 시장가치는 유동부채에서 유동자산을 차감한 값과 비유동부채의 합으로 계산한다.

적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는다면 국제다각화로 인한 재량적 회계선택의 증가가 경영자의 사적 부를 위한 기회주의적 행위의 결과인 것으로 해석할 수 있을 것이며, 이와 반대로 DUM_{it} 의 계수가 유의한 양(+)의 값을 갖는다면 긍정적인 미래성과에 대한 신호수단으로써 재량적 발생액을 활용한 결과로 해석할 수 있을 것이다.

기업규모($SIZE_{it}$)와 부채비율(LEV_{it})이 기업 가치에 유의적인 영향을 미친다는 선행연구에 따라 이를 통제하고자 식 (3)에 포함하였고(Bodnar and Weintrop, 1997; Bodnar et al., 2003), 기업 가치의 산업별, 연도별 효과를 통제하고자 연도 더미와 산업더미를 모형에 포함하였다.

2. 표본선정과정

2011년 국제회계기준의 도입으로 인하여 회계 기준이 변경됨에 따라 표본대상의 비교가능성저해를 우려하여 본 연구에서는 표본기간 및 표본대상을 2012년부터 2015년까지 금융업을 제외한 한국증권거래소의 유가증권 상장기업을 대상으로 선정하였다.⁵⁾

구체적인 표본선정과정은 다음과 같다.

첫째, 2012년부터 2015년까지 금융업을 제외한 유가증권 상장기업이면서 12월 결산법인을 대상으로 한다. 여기서 금융업을 제외한 이유는 금융업의 경우 상이한 회계처리 방식이 적용되어 표본에서 제외하였으며, 표본 기업 간 비교가능성을 확보하기 위해 12월 결산법인으로 한정하였다.

둘째, 관리종목이나 자본잠식 기업은 표본에서 제외하였다.

셋째, 한국상장협의회 TS-2000을 통해 재무자료와 해외매출액자료 그리고 주가자료를 입수할

수 있는 기업을 대상으로 한다.

이상의 선정과정을 통해 최종 2,139개 기업-연도자료를 표본으로 선정하였으며 각 표본의 주요변수들에 대하여 상하 10% 수준에서 극단치를 제거하였다.

IV. 실증결과

본 장에서는 본 연구의 가설에 대한 실증분석 결과를 제시한다. 우선 실증분석에 활용되는 주요변수들의 기술통계 및 상관관계 분석을 실시한 후 가설검증에 대한 회귀분석 결과를 기술한다.

1. 기술통계 및 상관관계 분석결과

본 절에서는 주요변수들의 기술통계분석 및 상관관계분석 결과를 제시한다. 구체적으로 <표 1>은 주요변수들의 기술통계분석 결과이며, <표 2>는 주요변수들의 피어슨(pearson) 상관관계 분석 결과이다. 우선, <표 1>은 본 연구의 가설을 검증하기 위한 주요변수들의 기술통계 분석 결과를 제시한다. 우선, 국제다각화에 대한 대리변수인 FSTS의 경우 평균이 0.093으로 관찰되었다. 이는 전체 매출액에서 해외매출액 비중이 평균적으로 9.3%를 차지하는 것으로 분석된다. 그리고 최소값과 최대값이 각각 0.000과 1.000의 값을 가짐에 따라 표본기업 중에는 매출액 구성이 국내매출액 또는 해외매출액만으로 이루지는 기업이 포함되어 있는 것으로 분석된다. 또한 평균값(0.093)이 중위수(0.000)를 상회하고 있어서 FSTS의 표본분포가 왼쪽꼬리모양으로 형성되어 있을 것으로 추정된다.

5) 국제회계기준의 도입 시점이 2011년임에도 불구하고 표본기간을 2012년부터로 한정된 이유는 재량적 발생액을 측정함에 있어 전연도(t-1) 회계자료가 필요하므로 표본기간을 2012년부터 2015년까지로 한정하였다.

<표 1> 기술통계 분석

변수	평균값	중위수	최소	최대
FSTS	0.093	0.000	0.000	1.000
SR	0.563	0.411	0.019	12.088
JDA	0.050	0.030	0.000	1.826
RDA	0.045	0.029	0.000	1.712
Tobin'Q	1.321	0.925	0.055	18.423
SIZE	19.900	19.644	15.777	25.853
LEV	0.416	0.414	0.001	0.989
MB	1.315	0.921	0.035	19.850
CFO	0.044	0.041	0.001	0.628

주 1) 변수정의

FSTS=국제다각화 수준(해외매출액 비중), SR=정보비대칭 수준(일별주식수익률의 표준편차), JDA=Dechow et al.(1995)에 의한 수정 Jones 모형으로 측정된 재량적 발생액, RDA=Kothri et al.(2005)에 의한 성과대응 재량적 발생액, Tobin'Q=기업가치(보통주의 시장가치+우선주의 시장가치+부채의 시장가치)/총자산), SIZE=기업규모(Ln(총자산)), LEV=부채비율(부채총계/자산총계), MB=성장성(자기자본의 시장가치/자기자본의 장부가치), CFO=영업활동에 의한 현금흐름(영업활동으로 인한 현금흐름/총자산)

정보비대칭(SR)의 경우 일별 주식수익률의 표준편차로 측정되며, 평균값과 중위수는 각각 0.563과 0.411로 관찰되었다. 그리고 재량적 회계선택의 대리변수인 재량적 발생액의 경우 JDA와 RDA의 평균값(중위수)이 각각 0.050(0.030)과 0.045(0.029)로 분석되었다. 재량적 발생액의 경우 경영자의 의도가 개입된 측정치로서 그 평균값이 0에 근접하며 이는 Dechow et al.(1995)의 결과와 유사하다.

Tobin'Q는 기업가치를 나타내는 변수로써 그 평균과 중위수가 각각 1.321과 0.925를 갖는 것으로 관찰되었다. 이는 자기자본과 부채의 시장가치가 총자산의 약 132% 인 것으로 분석된다.

통제변수와 관련하여 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 성장성(MB), 그리고 현금흐름(CFO)의 평균(중위수)값은 각각 19.900(19.644), 0.416(0.414), 1.315(0.921), 그리고 0.044(0.041)의 값을 갖는 것으로 관찰되었다.

<표 2>는 주요변수들의 피어슨(pearson) 상관관계 분석결과이다. 국제다각화(FSTS)와 경영자

의 재량적 회계선택의 대리변수인 재량적 발생액(JDA, RDA) 역시 5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 분석되었다. 이는 국제다각화수준의 증가로 인하여 정보비대칭이 증가하고 그 결과 재량적 발생액이 증가한다는 EI Mehdi and Seboui(2001)의 연구결과를 지지하는 분석결과로 해석된다. 그리고 기업가치의 대응변수인 Tobin'Q의 경우 국제다각화(FSTS)와 10% 수준에서 유의적인 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 분석되었는데 이러한 결과는 국제다각화로 인하여 기업가치가 하락된다는 Denis and Vost(2002)의 주장과 일치되는 분석결과이다.

정보비대칭(SR)의 경우 두 가지 방법론에 의한 재량적 발생액(JDA, RDA)과 1% 유의수준에 매우 강력한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 분석되었다. 이는 Trueman and Titman(1998)과 정석은(2007)의 연구결과와 일치하는 것으로 결국 재량적 발생액을 통한 경영자의 재량적 회계선택의 가능성은 기업 내 정보비대칭이 높을수록 증가한다는 것으로 해석할 수 있다.

<표 2> 피어슨(pearson) 상관관계 분석

	FSTS	SR	JDA	RDA	Tobin'Q	SIZE	LEV	MB
SR	0.121 (0.024)**	1						
JDA	0.116 (0.010)**	0.090 (0.000)***	1					
RDA	0.101 (0.020)**	0.081 (0.000)***	0.932 (0.000)***	1				
Tobin'Q	-0.042 (0.052)*	0.056 (0.193)	0.047 (0.193)	0.055 (0.185)	1			
SIZE	0.032 (0.140)	0.155 (0.000)***	-0.110 (0.000)***	-0.073 (0.001)***	-0.058 (0.007)***	1		
LEV	0.110 (0.000)***	-0.047 (0.030)**	0.100 (0.000)***	0.076 (0.000)***	0.033 (0.123)	0.154 (0.000)***	1	
MB	-0.041 (0.059)*	0.176 (0.000)***	0.158 (0.000)***	0.163 (0.000)***	0.951 (0.000)***	-0.058 (0.008)***	0.032 (0.142)	1
CFO	0.051 (0.018)**	-0.085 (0.000)***	-0.247 (0.000)***	-0.183 (0.000)***	0.007 (0.735)	0.182 (0.000)***	-0.142 (0.000)***	0.008 (0.704)

주 1) 변수정의는 <표 1>과 같음.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임.

본 연구모형에 포함되는 설명변수들 간의 상관관계가 관찰됨에 따라서 다중공선성이 의심될 수 있다. 이에 설명변수 간 다중공선성을 검증하기 위해 분산확대인자(variance inflation factor: VIF)를 조사한 결과 변수들 간의 심각한 다중공선성은 발견되지 않았다. 상관관계 분석의 경우 두 변수 사이의 단순 상관관계만을 나타낸다는 한계점을 가진다. 따라서 본 연구의 가설을 보다 합리적으로 검증하기 위해서는 다음절에서 제시되는 회귀분석 결과를 통해 살펴봐야 할 것이다.

2. 회귀분석 결과

본 절에서는 본 연구의 가설을 검증하기 위해 설정한 연구모형들의 회귀분석 결과를 기술한다.

2.1 가설 1에 대한 회귀분석 결과

<표 3>은 본 연구의 첫 번째 가설로 국내기업을 대상으로 국제다각화가 경영자의 재량적

회계선택에 미치는 영향을 분석한 회귀분석 결과이다. 본 연구에서는 경영자의 재량적 회계선택을 측정하기 위해 재량적 발생액(discretionary accruals)을 사용하였으며, 재량적 발생액의 측정에 있어서 Dechow et al.(1995)의 수정Jones모형과 Kothri et al.(2005)의 성과대응 재량적 발생액 추정치를 사용하였다. 따라서 <표 3>에서 두 번째 칼럼은 Dechow et al.(1995)의 수정Jones모형(JDA)을 이용한 회귀분석 결과이고, 세 번째 칼럼은 Kothri et al.(2005)의 성과대응 재량적 발생액(RDA)을 이용한 회귀분석결과이다.

구체적인 회귀분석 결과를 살펴보면, JDA와 RDA 모두 국제다각화와 5%에서 유의적인 양(+)의 관련성이 관찰되었다. 이는 국제다각화가 높을수록 경영자의 재량적 회계선택이 증가한다는 결과로 해석할 수 있으며, EI Mehdi and Seboui(2001)의 연구를 지지하는 분석결과이다.

<표 3> 국제다각화가 재량적 회계선택에 미치는 영향

$$DA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FSTS_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CFO_{it} + INSDUM + YEARDUM + \epsilon$$

변수	JDA	RDA
상수	0.133 (6.005)	0.090 (4.636)***
FSTS	0.004 (2.334)**	0.002 (2.227)**
SIZE	-0.004 (-3.819)***	-0.002 (-2.366)**
LEV	0.032 (3.851)***	0.020 (2.739)***
CFO	-0.211 (-10.193)***	-0.136 (-7.525)***
INSDUM	포함	포함
YEARDUM	포함	포함
F값	41.386***	21.417***
R ² 값	0.070	0.037

주 1) 변수정의는 <표 1>과 같음.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임.

기업 내 정보비대칭의 증가가 경영자의 재량적 회계선택을 증가시킨다는 선행연구(Richardson, 1998; Trueman and Titman, 1998; 장석오, 2007; 배종일과 김진태, 2012)로 비취볼 때 <표 3>의 분석결과는 결국 국제다각화로 인한 정보비대칭의 증가에 기인한 결과로 추정된다. 따라서 본 연구에서는 국제다각화와 정보비대칭의 상호작용이 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석함으로써 본 연구의 첫 번째 가설을 보다 구체적으로 분석하였다. 이에 대한 회귀분석 결과는 <표 4>와 같다.

<표 4>에서 DUM은 중위수를 기준으로 해외매출액 비중이 높으면서 정보비대칭이 높으면 1, 아니면 0인 더미변수로 정의한다. 분석결과, DUM의 계수가 두 모형 모두 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+의 값)이 관찰되었다. 이는 국제다각화 수준과 정보비대칭이 높을수록 경영자의 재량적

회계선택이 증가한다는 분석결과로 국제다각화와 정보비대칭, 그리고 경영자의 재량적 회계선택이 상호간 연속적으로 영향을 미친다고 분석된다.

통제변수의 경우 <표 3>과 <표 4>에서 질적으로 유사한 결론이 도출되었다. 우선 기업규모(SIZE)는 재량적 발생액(JDA와 RDA)과 통계적으로 유의한 음(-)의 값이 관찰되었다(JDA모형 -1%유의수준, RDA모형 -5%유의수준). 이는 정치적 비용가설(political cost hypothesis)을 지지하는 결과로써 기업규모가 증가할수록 정치적 비용 가능성을 줄이고자 이익을 차기로 이연시켜 당기이익을 감소시키는 것으로 분석된다.

부채비율(LEV)의 경우 모든 모형에서 재량적 발생액(JDA와 RDA)과 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+의 값)이 관찰되었다. 이는 부채계약가설(debt covenant hypothesis)을 지지하는 것으로, 부채비율이 높은 기업일수록 부채계약의

위반가능성을 줄이고자 발생액을 이용하여 보고 이익을 상승시킨 결과로 해석된다. 마지막으로 현금흐름(CFO)의 경우 Dechow et al.(1995)이

제시한 바와 같이 발생주의 개념하에서 발생액과 현금흐름의 기계적인 음(-)의 관련성을 반영한 결과로 해석된다.

<표 4> 국제다각화로 인한 정보비대칭이 재량적 회계선택에 미치는 영향

$$DA_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 DUM_{it} + \alpha_2 SIZE_{it} + \alpha_3 LEV_{it} + \alpha_4 CFO_{it} + INSDUM + YEARDUM + \epsilon$$

변수	JDA	RDA
상수	0.136 (6.107)***	0.092 (4.723)***
DUM	0.006 (2.312)**	0.004 (2.017)**
SIZE	-0.004 (-3.926)***	-0.002 (-2.450)**
LEV	0.033 (3.941)***	0.021 (2.883)***
CFO	-0.211 (-10.177)***	-0.135 (-7.469)***
INSDUM	포함	포함
YEARDUM	포함	포함
F값	41.772***	21.683
R ² 값	0.071	0.037

- 주 1) DUM = 중위수를 기준으로 해외매출액비중이 높으면서 정보비대칭이 높은 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수
- 2) 나머지 변수정의는 <표 1>과 같음.
- 3) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임.

2.2 가설 2에 대한 회귀분석 결과

본 연구의 두 번째 가설은 국제다각화에 따른 경영자의 재량적 회계선택이 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 언급하였듯이, 국제다각화가 기업가치에 미치는 직접적인 영향은 다소 혼재된 양상을 보이고 있다. 가령 Christophe and Pfeiffer(2002)와 Denis and Vost(2002)는 국제다각화가 기업가치와 관련이 없거나 오히려 기업가치를 감소시킨다고 주장하고 있는 반면, Bodnar and Weintrop(1997)과 Bodnar et al. (2003)은 국제다각화가 기업가치를 증가시킨다고 주장하고 있다.

이에 본 연구에서는 가설 1을 통해서 국제다각화가 정보비대칭의 증가로 인해 경영자의 재

량적 회계선택에 유의한 영향을 미친다면 재량적 회계선택에 대한 경영자의 유인(incentive)이 기업가치를 결정지을 것이라는 점을 가설화하였다. 즉, 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택이 미래 긍정적인 경영성과에 대한 신호(signal)수단으로 활용된다면 국제다각화는 기업가치의 상승을 가져올 것인 반면, 경영자의 보상 극대화 등 주주부가 아닌 사적 이익을 취하기 위한 기회주의적 목적으로 재량적 회계선택을 한다면 국제다각화는 기업가치를 하락시킬 것이다.

<표 5>는 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 회귀분석 결과이다. <표 5>에서 종속변수는 기업가치

의 대리변수인 Tobin'Q를 사용하였다. 그리고 핵심 설명변수는 중위수를 기준으로 해외매출 비중이 높으면서 재량적 발생액이 높은 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수(DUM)를 모형에 포함하였다. 아울러 선행연구에서와 같이 국제다각화가 기업가치에 미치는 직접적인 영향을 분석하기 위해서 국제다각화 수준(FSTS) 또한 연구모형에 포함하였다.

<표 5>를 바탕으로 본 연구의 두 번째 가설에 대한 구체적인 분석결과를 살펴보면, 우선 국제다각화 수준(FSTS)은 기업가치와 음(-)의 관련성을 가지나 통계적 유의성은 확인되지 않았다. 이는 선행연구에서 국제다각화와 기업가치에 대한 일관적이지 못한 결과를 제시한 점을 감안할 때 국제다각화와 기업가치의 관련성은 기업 내 다양한 상황적 요인에 따라 달라질 수 있다는 것으로 추정된다. 이와 관련하여 본 연구에서 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택을 기업가치를 결정짓는 주요한 매개요인으로 고려하고 있으며 이에 대한 분석결과는 DUM의 계

수를 통해 확인할 수 있을 것이다.

<표 5>에서 DUM은 두 모형 모두에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수값을 가지는 것으로 분석되었다(JDA와 RDA모형에 대해서 각각 5%와 1% 유의수준임). 이는 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택은 경영자의 사적 부를 취하기 위한 기회주의적 수단으로 활용되며 결국 기업가치를 감소시킨다는 것으로 분석된다.

통제변수와 관련하여 기업규모(SIZE)는 기업가치와 1%수준에서 유의적 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 대해서 기업규모가 높을수록 기업 내 운용의 효율성이 증가하고 규모의 경제로 인하여 기업가치가 증가된 결과로 해석된다. 그리고 부채비율(LEV)의 경우 기업가치와 1%수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 관찰되었다. 이는 부채비율이 증가할수록 기업가치가 감소한다는 결과로서 부채비율의 증가 기업의 재무건전성을 악화시키고 기업의 위험을 증가시키는 결과로 해석된다.

<표 5> 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향

$$Tobin'Q_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FSTS_{it} + \alpha_2 DUM_{it} + \alpha_3 SIZE_{it} + \alpha_4 LEV_{it} + INDSUM + YEARDUM + \epsilon$$

변수	JDA	RDA
상수	-0.199 (-5.459)***	-0.195 (-5.343)***
FSTS	-0.004 (-1.036)	-0.010 (-1.029)
DUM	-0.023 (-2.055)**	-0.056 (-2.893)***
SIZE	0.014 (7.853)***	0.014 (7.756)***
LEV	-0.166 (-12.318)***	-0.165 (-12.266)***
INDSDUM	포함	포함
YEARDUM	포함	포함
F값	49.487***	49.704***
R ² 값	0.083	0.084

주 1) DUM = 중위수를 기준으로 해외매출비중이 높으면서 재량적 발생액이 높은 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수

2) 나머지 변수정의는 <표 1>과 같음.

3) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임.

V. 결 론

본 연구의 목적은 국제다각화의 증가가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하고 이들의 관계가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 분석한다.

국제다각화와 재량적 회계선택에 대한 관련연구를 살펴보면 다소 혼재된 결과를 제시하고 있다. 가령 EI Mehdi and Seboui(2001)는 글로벌 기업의 국제다각화 수준이 경영자의 재량적 회계선택을 증가시킨다고 제시한 반면, Jirapron et al.(2008)은 국제다각화의 증가로 사업부간 현금흐름 및 발생액의 상쇄효과로 인해 재량적 회계선택이 오히려 감소한다는 실증결과를 제시하고 있다. 이에 본 연구에서 국내 기업을 대상으로 글로벌 기업의 국제다각화가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하고, 추가적으로 국제다각화로 인한 정보비대칭의 증가가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하였다.

본 연구의 두 번째 가설은 글로벌 기업의 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 구체적으로 국제다각화와 기업가치의 관련성에 대한 선행연구(Christophe and Pfeiffer, 2002; Bodnar and Weintrop, 1997)들에서 일관된 결론을 제시하고 있지 못함에 따라 본 연구에서는 국제다각화에 대한 경영자의 대응유인(incentive)이 기업가치를 결정짓는다고 가설하였다. 즉, 국제다각화가 기업가치에 직접적인 영향을 미치기 보다는 국제다각화로 인한 경영자의 대응 상황이 기업가치를 결정지을 것이라 판단하였다. 이에 본 연구에서 국제다각화와 기업가치에 대한 매개변수로 다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택을 고려하였다. 가령 국제다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택이 미래 우호적인 경영성과에서 대한 신호(signal)로 작용한다면 국

제다각화로 인하여 기업가치를 증가시킬 것이나, 경영자의 사적 부를 위한 기회주의적 목적으로 재량적 회계선택을 활용한다면 기업가치를 감소시킬 것이다.

이상의 가설들을 분석하기 위해서 본 연구는 2012년부터 2015년까지 금융업을 제외한 유가증권 상장기업을 대상으로 최종 2,139 기업-연도 자료를 바탕으로 분석하였다.

구체적인 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 국제다각화 수준과 경영자의 재량적 회계선택에 대한 관련성을 분석하기 위해서 경영자의 재량적 회계선택을 재량적 발생액(discretionary accruals)을 통하여 추정하였다. 분석결과, 국제다각화와 재량적 발생액에 대한 양(+)의 관련성을 확인하였으며, 이는 국제다각화 수준이 높을수록 경영자의 재량적 회계선택은 증가한다는 실증적 증거를 제시한다. 아울러 정보비대칭과 재량적 회계선택은 양(+)의 관련성이 있다는 선행연구(배종길과 김진태, 2012)를 비취볼 때 국제다각화의 증가는 정보비대칭을 증가시키고 이는 결국 경영자의 재량적 회계선택에 대한 가능성을 높이는 것으로 생각할 수 있다. 따라서 본 연구의 두 번째 가설에 대한 추가적인 분석으로 국제다각화와 정보비대칭의 증가가 경영자의 재량적 회계선택에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 국제다각화와 정보비대칭이 높은 기업일수록 재량적 회계선택의 대리변수인 재량적 발생액이 증가된다는 실증적 증거를 발견하였다. 이는 국제다각화와 정보비대칭 그리고 재량적 회계선택이 상호간 연속적으로 발생된다는 것으로 분석된다.

마지막으로 국제다각화가 기업가치에 미치는 직접적인 효과를 발견하지 못하였다. 그러나 국제다각화에 따른 경영자의 재량적 회계선택이 기업가치를 감소시킨다는 실증적 증거를 확보하였다. 이는 국제다각화로 인한 경영자의 재량적

회계선택이 주주 부가 아닌 자신의 사적 부를 위한 기회주의적 목적으로 활용되었고 그 결과 기업가치의 감소를 가져온 것이라 분석된다. 본 연구의 두 번째 가설에 대한 실증결과를 분석하면 국제다각화가 기업가치에 직접적인 영향을 미치지 보다는 다각화로 인한 경영자의 재량적 회계선택 등과 같은 다양한 특성요인이 기업가치를 결정짓는 것으로 분석된다. 이에 향후 연구에서는 국제다각화가 기업가치에 미치는 영향에 대해서 국제다각화로 인한 다양한 상황적 요인 또는 경영자나 기업의 특성요인들을 규명해야 할 것이다.

글로벌 기업의 해외매출과 관련한 선행연구들은 주로 국제다각화란 용어로 통일하여 분석이 이루어지고 있으며 국제다각화가 정보비대칭, 재량적 회계선택, 그리고 기업가치에 미치는 영향에 대해서 개별적인 연구가 수행되었다. 그리고 그 결과 또한 다소 혼재된 양상을 보이고 있다. 이에 본 연구에서는 해외매출비중이 정보비대칭, 재량적 회계선택, 그리고 기업가치에 미치는 영향을 동시적이고 연속적으로 분석하였으며, 이로 인해 기존의 선행연구에서 제시된 다양한 이론들을 종합적으로 살펴본 것에 큰 의미가 있을 것으로 사료된다. 또한 본 연구를 통해 해외매출 현황에 대한 공시규정의 조속한 신설에 대한 당위성을 제공할 수 있을 것이고, 글로벌 기업에 대한 회계정보이용자들의 의사결정 과정에서 신중을 기해야 한다는 점에서 정책입안자 및 정보 이해관계자들에게 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다.

그럼에도 불구하고 본 연구의 한계점으로 우선, 정보비대칭 수준의 경우 선행연구에서 주식 수익률의 변동성, 재무분석가의 예측오차, 그리고 주식거래량 등을 통하여 다양하게 분석되고 있으나 본 연구에서는 자료 입수의 한계로 인하여 일별 주식수익률의 변동성만을 사용함에 따

라 분석결과와 일반화 도출에 어려움이 있을 것이다. 그리고 경영자의 재량적 회계선택에 대한 대응변수인 재량적 발생액의 경우 측정오차로 인한 분석 오류를 회피하고자 Dechow et al.(1995)과 Kothri et al.(2005)의 방법을 사용하였으나 이들의 측정모형 역시 여전히 측정오차를 내포하는 문제점이 존재한다. 이에 대한 문제점은 향후 후속연구를 통해 개선되어 질 수 있을 것으로 판단된다.

참고문헌

1. 김명인·배성미·윤금상(2012), “국제다각화가 재무분석가의 이익예측활동에 미치는 영향”, *경영학연구*, 41(4), 723-755.
2. 김성민·민춘식(2011), “접대비가 경영성과 및 기업성장에 미치는 영향의 차이분석”, *세무회계연구*, 29, 71-92.
3. 배종일·김진태(2012), “기업의 이익조정 형태에 따른 정보의 비대칭성에 관한 연구”, *세무와 회계저널*, 13(2), 141-172.
4. 안미강·고대영·양동재(2012), 기업의 국제적 다각화가 재량적 회계선택에 미치는 영향, *경영교육연구*, 27(2), 99-125.
5. 유용근·김현희·전홍민(2014), 기업의 국제다각화가 실물적 이익조정에 미치는 영향, *회계학연구*, 39(1), 293-322.
6. Boatsman, J. R., B. K. Behn, and D. H. Patz(1993), “A Test of the Use of Geographical Segment Disclosure”, *Journal of Accounting Research*, 31, 46-73.
7. Bodnar, G. M., and J. Weintrop(1997), “The valuation of the foreign income of US multinational firms: a growth opportunities perspective”, *Journal of Accounting and*

- Economics*, 24(1), 69-97.
8. Bodnar, G., C. Tang, and J. Weintrop(1999), "Both sides of corporate diversification: The value impacts of geographic and industrial diversification", *Working paper*, Johns Hopkins University, Pace University, and Baruch College.
 9. Christian, L., and R. E. Verrecchia(2000), "The Economic Consequences of Increased Disclosure", *Journal of Accounting Research*, 38(3), 91-124.
 10. Christophe, S. E., and R. J. Pfeiffer Jr.(2002), "The Valuation of MNC International Operations During the 1990s", *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 18(2), 119-132.
 11. Dechow, P. R. Sloan and A. Sweeney (1995), "Detecting Earning Management", *The Accounting Review*, 70(2).
 12. Denis, D. J., D. K. Denis and K. Yost (2002), "Global Diversification, Industrial Diversification, and Firm Value", *Journal of Finance*, 57(5), 1951-1979.
 13. El Mehdi, K., and S. Seboui(2011), "Corporate Diversification and Earnings Management", *Review of Accounting and Finance*, 10, 176-196.
 14. Jonathan, L. R., D. J. Skinner, and A. V. Buskirk(2009), "Earnings Guidance and Market Uncertainty", *Journal of Accounting and Economics*, 48(1), 90-109.
 15. Kasznik, R.(1999), "On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management", *Journal of Accounting Research*, 37, 57-82.
 16. Kothari, S., Leone, A. and Wasley, C.(2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", *Journal of Accounting and Economics*, 39.
 17. Lang, M., and R. Lundholm(1996), "Corporate disclosure policy and analyst behavior", *The Accounting Review*, 71(4), 467-492.
 18. Richardson, Vernon J.(1998), "Information Asymmetry and Earnings Management : Some Evidence", *Working paper* : University of Kansas.
 19. Schpper, K.(1989), "Commentary on Earnings Management", *Accounting Horizons* 3, 91-102.
 20. Smith C. W. and R. L. Watts(1992), "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies", *Journal of Financial Economics*, 32, 263-293.
 21. Thomas, W. B.(1999), "A test of the market's mispricing of domestic and foreign earnings", *Journal of Accounting & Economics*, 28(3), 243-267.
 22. Trueman, B. and S. Titman(1998), "An Explanation for Accounting Income Smoothing", *Journal of Accounting Research*, 26 Supplement.

Abstract

The Effects of Overseas Output Ratio on Discretionary Accruals and Firm Value

Kim, Chang-Kun* · Park, Sang-Bong**

This study analyzes the effects of global diversification level on discretion accruals and firm value. In order to verify the hypothesis of this study, the sample of securities companies was selected from 2012 to 2015, and the final sample is 2,139 firm-year.

The results of this paper are as follows : First, discretionary accruals increased as the diversification level increased. We conducted an additional analysis as to whether the increase in information asymmetry due to international diversification affects discretionary accruals. As a result, the increase of information asymmetry due to international diversification increased discretionary accruals. This analysis is consistent with EI Mehdi and Seboui(2001)'s study.

Second, we analyze the impact of international diversification on corporate value. In previous studies, there was no consistent conclusion about the relationship between international diversification and firm value(Christophe and Pfeiffer, 2002; Denis and Vost, 2002; Bodnar and Wenintrop, 1997; Bodnar et al., 2003). Therefore, this study hypothesizes that the increase in discretionary accruals, which have been driven by international diversification, will have an impact on firm value. As a result of the analysis, we found that the increase in discretionary accruals due to diversification declines the firm value. This means that the increase in discretionary accruals due to diversification is utilized as and opportunistic means by taking individual gain of managers.

Key Word: global diversification, discretion accruals, corporate value.

* Ph.D. Dept. of Business Administration Dong-Eui University . tsk138@hanmail.net

** Associate Professor, Depart. of Accounting, Dong-Eui University, parksb@deu.ac.kr