

전자투표제가 이익지속성 및 기업가치에 미치는 영향

강현구*, 황선필**, 유성용***

순천향대학교 석사*, 순천향대학교 조교수**, 순천향대학교 교수***

The Impact of Electronic Voting System on Earnings Persistence and Corporate Value

Hyun-Gu Kang*, Sun-Pil Hwang**, Sung-Yong Ryu***

Master, Soonchunhyang University*

Assistant Professor, Soonchunhyang University**

Professor, Soonchunhyang University***

요약 주주총회에서 소액주주는 소유경영자나 지배주주보다 정보에서도 열위에 있고, 중대한 의사결정에서 배제되는 경우가 많다. 이로 인해 소액주주들의 권익이 손상되는 경우가 많이 발생하여 기업가치를 저해하는 요소로 작용한다. 전자투표제는 소액주주들이 경영의사결정에 참여할 수 있도록 독려하여 기업가치 증진에 도움이 될 것으로 기대된다. 본 연구에서는 전자투표제가 이익지속성 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하였으며, 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성과 미도입기업의 이익지속성은 차이가 없는 것으로 나타났다. 둘째, 전자투표제 도입으로 인해 기업가치가 증가한다는 증거를 발견할 수 없었다. 셋째, 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성이 기업가치에 반영되는 정도는 미도입기업과 차이가 없었다. 이러한 결과를 종합하면, 경영자나 최대주주의 경영의사결정의 전횡을 막아 투명경영을 실천할 수 있도록 하기 위해서는 전자투표제 활성화를 통해 보다 높은 참여를 유도해야 할 것으로 보인다.

주제어 : 전자투표제, 소액주주, 투명경영, 이익지속성, 기업가치

Abstract At shareholders' meetings, minority shareholders are inferior in information to owners and majority shareholders, and they are often excluded from important decision-making. As a result, the rights and interests of minority shareholders are often damaged, which acts as a factor that hinders corporate value. The electronic voting system is expected to encourage minority shareholders to participate in management decision-making, which is expected to help increase corporate value. The results of the analysis in this study are summarized as follows.

First, it was found that there was no difference between the earnings persistence of companies that introduced the electronic voting system and the earnings persistence of companies that did not. Second, we found no evidence that the introduction of the electronic voting system would increase the value of firms. Third, the effect of earnings persistence on corporate value of companies that adopted the electronic voting system was no different from that of firms that did not adopt it.

Key Words : Electronic Voting System, Minority Shareholders, Transparent Management, Earnings Persistence, Corporate Value

본 연구는 순천향대학교 학술연구비 지원으로 수행하였음

Received 20 May 2024, Revised 10 Jun 2024

Accepted 20 Jun 2024

Corresponding Author: Sung-Yong Ryu

(Soonchunhyang University)

Email: jackie@sch.ac.kr

ISSN: 2466-1139(Print)

ISSN: 2714-013X(Online)

□ Industrial Promotion Institute. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

1. 서론

기업에 대한 이해관계는 자원제공자인 투자자, 채권자, 공급업자, 종업원 등과 자원의 수요자인 기업 사이에 자원제공에 대한 대가의 분배문제로 인해 발생한다. 이러한 이해관계는 근본적으로 기업이 다양한 당사자들 사이에 계약관계를 가지고 있기 때문이며, 이해관계자들은 계약의 정당한 이행이 이루어지고 있는지를 평가하기 위한 정보가 필요하다. 기업이 제공하는 정보는 재무제표를 중심으로 하는 재무정보가 핵심적인 역할을 담당하고 있으며, 그 외에도 이해관계자들은 기업과 관련된 비재무적 정보를 사용하여 자신의 경제적 의사결정을 수행하기도 한다.

한편, 주식회사에서 소유주는 주주로 최고 의사결정기관은 주주총회이다. 따라서 주주들은 주주총회의 의사결정과정에 많은 관심을 가지고 있으며, 다수결의 원리에 입각한 정당한 권리행사를 기대한다. 그러나 현실적으로 대주주에 비해 소액주주들은 주주총회에 참여하여 자신의 의견을 피력하기 매우 곤란하다. 주주총회는 소유하고 있는 주식 수에 비례하는 다수결 의사결정이 이루어지기 때문에 소액주주들에 비해 절대적으로 주식을 많이 소유하고 있는 대주주의 영향력이 크기 때문이다.

현대기업에서는 소유권이 잘 분산되어 있고, 소액주주들의 개별적인 소유지분은 낮더라도 기업전체의 소액주주들의 소유지분의 합은 대주주의 소유지분보다 많은 경우가 대다수이다. 그러므로 소액주주들의 권익이 보호되는 제도적인 장치가 필요할 수 있다. 이러한 제도적 장치 중의 하나가 전자투표제(electronic voting system)이다. 전자투표제는 주주가 컴퓨터나 스마트폰 등을 통해 의결권 등을 행사하는 온라인 투표방식으로 물리적인 제약요인으로 인해 주주총회에 참석하기 어려운 경우 현장에 출석하지 않고도 인터넷에 접속해 특정 안건에 찬반을 표시함으로써 의결권을 행사하는 제도이다. 이 제도는 2010년 5월부터 시행되었지만 기업이 자유롭게 도입여부를 결정하도록 했다. 그 결과 2013년 6월말까지 상장사 중엔 이 제도를 도입한 곳은 한 곳도 없었다. 이후 일부 기업들에서 제도를 도입하여 시행하고 있는데, 2022년도와 2013년도 전자투표 행사율은 각각 10.09%, 11.62%를 기록하고 있어 여전히 사용하지 않은 기업이 많은 것으로 나타났다(사이드 뷰, 2024년 3

월 22일 기사에서 발췌).

소액주주들이 주주총회에 참석하기 어려운 것은 우리나라 상장기업 대부분에서 3월에 주주총회를 개최하고 있으며, 특히 셋째 주에 많은 기업들이 주주총회를 개최하고 있을 뿐만 아니라 요일로도 금요일에 집중되는 현상이 강하게 나타난다. 반면 개인주주들은 평균적으로 5.97종목을 소유하고 있는 것으로 나타나 평균 6개의 주주총회에 참석할 권리를 가지고 있지만 현실적으로 소액주주가 모든 주주총회에 참석하기 어렵다(사이드 뷰, 2024년 3월 22일 기사에서 발췌). 따라서 인터넷투표를 이용해 소액주주의 의결권 행사를 활성화함으로써 경영투명성 확보에 도움이 될 수 있다. 이러한 이점에도 불구하고 경영자나 지배주주는 전자투표제가 의무화되면 악의적 루머 등을 통해 경영권을 찬탈하려는 투기자본으로부터 경영권 방어가 어렵다고 주장한다.

대리인 이론(agency theory)에서는 두 당사자 사이의 정보비대칭이 존재하기 때문에 대리인이 자신의 사적 이익을 극대화하고자 하는 의사결정을 함으로써 자원의 위탁자인 주인의 이익이 침해된다고 본다[1]. 그러나 이런 대리인 문제는 주주와 경영자 사이에서만 발생하는 것이 아니라 지배주주와 소액주주 사이에서도 발생할 수 있다[2].

경영자나 지배주주는 기업내부 사정에 대한 상대적인 정보우위를 이용하여 의결권에 절대적인 영향력을 행사할 수 있기 때문에 소액주주의 이익을 훼손하더라도 자신의 부를 극대화하는 의사결정을 할 동기가 있다[3]. 특히, 미국 등의 서양기업과는 달리 소유와 경영이 분리가 잘 되지 않은 우리나라 기업들에서는 지배주주가 특수 관계인이 소유한 지분과 합하여 의결권을 행사할 수 있으므로 인해 소액주주의 권익이 손상될 가능성이 더 높다고 볼 수 있다[4].

주주총회에서 지배주주의 전횡으로부터 소액주주의 권익을 보호하기 위해 도입된 전자투표제는 지배주주와 소액주주 사이의 대리인 문제를 해결하는데 있어서 중요한 역할을 기대하고 있다. 그러나 앞서 살펴본 바와 같이, 우리나라에서 기업들이 전자투표제를 적극적으로 도입하고 있지 않아 제도의 취지를 잘 살리지 못하는 실정에 있다. 개인투자자들의 자본시장 참여가 늘어나고 있는 상황에서 소액주주가 적극적으로 지배주주에 대한 적절한 감시와 견제를 할 수 있는 구조를 만드는 것은

회계투명성 확보와 기업전체의 부를 증대하는데 중요하다고 볼 수 있고, 이러한 기능을 할 수 있는 제도가 전자투표제이다.

이에 본 연구에서는 우리나라에서 전자투표제 도입이 회계투명성 확보와 기업가치 증대에 도움이 되었는지를 실증적으로 분석하는데 초점을 두어 연구를 수행한다. 본 연구의 구체적인 목적은 다음과 같다. 첫째, 전자투표제를 도입이 회계이익의 이익지속성에 미치는 영향을 분석한다. 둘째, 전자투표제 도입이 기업가치에 미치는 영향을 분석한다. 셋째, 전자투표제 도입으로 인한 이익 지속성의 차이가 기업가치의 차이를 유발하는지 분석한다.

본 연구의 분석결과는 기업들의 전자투표제 도입에 대한 인식개선에 도움을 줄 수 있으며, 투자자들의 입장에서는 투자대안을 선택하는 의사결정에 도움을 얻을 수 있을 것으로 생각된다.

2. 선행연구

2.1 대리인 이론과 기업가치

다양한 계약의 체결을 통해 영업활동을 수행하는 기업조직은 계약당사자 사이의 정보비대칭으로 인해 주인과 대리인 사이에 목표일치도가 낮아지고, 대리인은 자신의 사적 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 할 수 있다. 예를 들면, 주주와 경영자 사이의 계약관계에서도 주인인 주주가 경영자의 모든 활동을 관찰할 수 없으므로 주주의 이익보다 자신의 사적이익을 극대화하기 위한 의사결정을 할 수 있다[1]. 대리인이론(agency theory)에서 제기하는 대리인문제는 주인과 대리인이 가지고 있는 정보의 양과 질이 다르기 때문에 발생하며, 이로 인해 주인의 이익이 극대화되는 의사결정의 질과 경영자가 행하는 의사결정의 질 사이에 차이가 발생하게 된다. 두 가지 의사결정의 결과에 대한 차이를 대리인비용(agency cost)라고 볼 수 있고, 이를 최소화하는 것이 기업가치 극대화를 위해 매우 중요하다.

Holmstrom(1979)과 Jensen(1986)은 기업의 성과와 연동하여 제공되는 경영자 보상을 실시하는 경우 대리인문제를 많은 부분 해결할 수 있다고 주장하였다[5],[6]. 이에 더하여 Jensen & Murphy(1990)는 단기적 보상인 현금성 보상보다 장기적 관점의 주식과 관련된

보상이 주주와 경영자 사이의 상충된 이해관계를 해소하는데 더 도움이 된다고 주장하였다[7]. 주식과 관련된 보상시스템 설계를 통해 경영자가 자신이 경영하는 기업의 지분을 소유하게 하면 주주와 경영자 사이에 이해관계의 일치도가 높아진다. 이해일치가설에 따라 주주와 경영자 사이의 이해관계일치는 대리인비용을 감소시키고, 그 결과 기업가치 극대화에 도움이 된다[1]. 그러나 반대의 주장도 있다. 경영자의 보유지분이 증가하게 되면 경영의사결정 지배력이 커지게 되고, 보유지분의 가치상승으로 인한 효용보다 사적이익 추구의 효용을 더 크게 느끼게 될 수 있어 오히려 기업가치가 감소한다는 경영자 안주가설이 있다[8],[9].

이러한 대리인 문제는 지배주주와 채권자 사이에도 발생할 수 있고[10], 지배주주와 소액주주 사이에서도 발생할 수 있다[2]. Eisdorfer(2008)의 연구에 따르면 재무위험이 높은 기업들은 상대적으로 위험이 높은 투자안에 투자를 하고, 수익이 실현되는 경우 이를 주주와 채권자 사이에 분배함으로써 주주가 혜택을 누리지만 실패할 경우 위험을 채권자에게 전가하려는 유인이 있다[11],[12]. 또한 지배주주는 소액주주의 부를 희생하더라도 자신의 부를 극대화하고자 하는 유인이 있다[3]. 이러한 예로 지배주주가 많은 지분을 소유한 계열사를 이용하여 소액주주의 부를 이전하는 터널링(tunneling)을 들 수 있다[13]. 특히, 우리나라를 포함하는 동아시아 국가들의 기업들에서 기업소유주들이 강력한 지배력을 바탕으로 경영의사결정을 독점하고 있어 소액주주의 부가 희생될 가능성이 높고[14], 이로 인해 전체적인 기업가치가 낮아지는 결과를 초래할 수 있다.

2.2 전자투표제와 경영투명성

소액주주들이 주주총회에서 의결권 행사를 용이하게 하도록 장소적 제약을 해결할 수 있는 제도가 전자투표제(electronic voting system)이다. 즉, 주주총회에 직접 참여하지 않고도 인터넷 등을 통해 의결권을 행사할 수 있도록 하는 것이며, 이사회 결의를 통해서 도입 및 채택할 수 있다. 전자투표제를 활용하면 기존 주주총회 개최에 발생하는 비효율적인 비용을 줄일 수 있고, 전자문서를 사용하여 주주총회와 관련된 업무절차를 신속히 처리할 수 있어 주주총회 업무 효율성을 증진시킬 수 있

다[15]. 또한 주주는 직접 주주총회에 참석하지 않고 간편하게 의결권을 행사할 수 있고, 참석에 발생하는 비용과 시간을 줄일 수 있다. 전자투표제의 신속성과 간편성으로 의결권행사가 편리해지고, 기업의 중대한 정책결정과정에서 다양한 주주들의 의사를 반영할 수 있으므로 주주총회의 활성화를 기대할 수 있다[16]. 2009년 도입된 이래 전자투표제를 이용하는 기업이 지속적으로 증가하고 이를 통해 의결권을 행사하는 주식수도 증가하고 있어 그 실효성이 인정되고 있다[17]. 또한 소액주주의 참여가 확대됨에 따라 소수의 지배주주들을 견제할 수 있어 소액주주의 권익보호와 투명경영실천에 도움이 된다[18].

배현정(2018)은 소액주주권리보호제도를 채택한 기업이 경영의 효율성을 위해 전문경영인 체제를 선호하는지에 대해 분석하였다. 분석결과 소액주주권리보호제도를 도입한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 전문경영인을 선호하는 것으로 나타났다. 또한 소액주주권리보호제도 도입이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 소액주주권리보호제도가 소액주주의 의사를 반영한 이사선임과 경영참여를 통해 소유경영자 및 지배주주의 사적이익 추구와 독단적인 경영활동을 견제할 수 있는 수단이고, 기업의 효율적 경영관리에 도움이 되고 있음을 보여준다[19].

안미강·위준복·고대영(2010)은 사외이사 특성과 소액주주보호제도가 기업설명회에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 경영자를 효율적으로 통제하는 장치로 감사위원회의 독립성과 이사회의 독립성, 집중투표제가 기업설명회 개최 횟수와 유의한 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 적절한 통제장치를 갖추고 소액주주보호제도를 정비한 기업들이 자발적인 기업설명회를 통해 정보비대칭을 해소함으로써 경영투명성을 높이는 수단이 될 수 있음을 나타낸다[20].

2.3 주주보호제도와 기업가치

소액주주보호제도는 올바른 지배구조를 확립하는데 있어서도 매우 중요하다. 박주영(2018)은 한국기업지배구조원 평가 자료를 이용하여 기업지배구조가 조세회피 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 조세회피 측정치와 기업지배구조 항목의 상호작용항으로 나타난 기업지배구조의 총점, 이사회 공시, 감사기구는

유의한 양(+)의 회귀계수를 나타냈다. 이러한 결과는 이사회 및 감사기구, 공시와 같은 감시 및 감독 기능을 수행하는 요인들이 기업가치에 미치는 부정적인 영향을 완화시킬 수 있음을 보여준다[21].

김여진·안성희·황문호(2020)는 기업지배구조보고서의 자발적 공시와 기업가치 간의 관계를 분석한 결과, 자발적 공시는 Tobin's Q와 주가-장부가비율(MTB)로 측정된 기업가치에 양(+)의 유의한 관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업지배구조보고서가 이해관계자들에게 유용한 정보를 제공함으로써 그들 간의 정보비대칭을 완화시키고 있다는 것을 보여준다[22].

홍광현·이가연·서곤석(2010)은 기업의 이사회 구조가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 경영자의 영향력이 높은 기업에서 사외이사 비율이 낮다는 사실을 발견하였으며, 감사위원회 내 사외이사비율이 높을수록 다음기의 기업가치가 높아지는 것으로 나타나 사외이사의 독립성이 강화되면 주주와 경영자 사이의 대리인 비용을 감소시키고, 견제와 감시기능이 잘 작동함으로써 기업가치 창출에 도움이 되고 있음을 나타낸다[23].

김재경과 신진영(2016)은 이사회의 독립성 정도를 사외이사과 사내이사 간의 지연, 학연, 과거 경력 등의 사회적 연결로 측정하여 기업가치와의 관계를 분석하였다. 그 결과 사외이사가 사내이사로부터 독립적일수록 적절한 견제와 감시기능 수행이 가능하기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있다고 보고하고 있다[24].

이상철·이윤근·김주원(2017)은 최대주주와 관계기업이 아닌 기관투자자가 자신의 의견을 반영할 수 있는 사외이사를 이사회에 과전한 경우 Tobin's Q로 측정된 기업가치가 높다는 결과를 보고하고 있다. 기관투자자의 이사회 참여가 기업에 대한 감시와 감독을 효과적으로 수행하여 기업가치를 제고시키고 있음을 시사한다[25].

배현정·최용용·전성일(2009)은 소액주주 보호제도로써 집중투표제와 사외이사제도가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 집중투표제를 도입하고 동시에 사외이사비율이 높은 기업이 Tobin's Q로 측정된 기업가치가 높은 것으로 나타났다. 이는 집중투표제와 사외이사제도의 운영을 통해 지배주주가 주요한 경영의 사결정과정을 독점하는 것을 막고, 경영자나 지배주주의 사적이익을 위한 영향력 행사에 대해 감시하고 견제하는 기능이 잘 수행되어 기업가치를 높이는데 기여할

수 있음을 보여준다[26].

3. 가설 및 연구 모형

3.1 연구가설

다양한 소액주주보호제도 중에서 전자투표제는 소액 주주들이 의결권을 행사할 수 있는 물리적 여건을 개선 하는데 주안점을 둔 제도이다. 전자투표제를 통해 주주 총회 업무 효율성을 증진시킬 수 있으며[15], 소액주주 입장에서는 참석으로 인한 비용과 시간을 줄일 수 있을 뿐만 아니라 기업의 중대한 의사결정에 의견을 표명할 수 있어 주주총회의 활성화에 도움이 된다[16]. 소액주주들의 권익을 보호할 수 있는 제도는 운영의사결정이 투명해짐으로서 회계투명성을 높이는 데도 기여하게 된다[20]. 따라서 소액주주 보호제도인 전자투표제 도입은 회계이익의 질인 이익지속성에도 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있다. 이를 검증하기 위해 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정한다.

[연구가설 1] 전자투표제 도입이 이익지속성에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

기업의 중대한 운영은 이사회를 통해 이루어지므로 이사회의 구성에 있어 최고경영자나 지배주주로부터 독립성을 확보하는 것이 매우 중요하다. 그런데 이사의 선임은 주주총회를 통해 이루어지는데, 소액주주들의 의견이 반영된 이사의 선임이 많이 될수록 독립성 있는 이사회의 구성이 가능하다. 소액주주를 대표할 수 있는 이사를 선임하기 위해서는 주주총회에서 소액주주들이 의결권 행사가 용이하게 이루어져야 하는데, 전자투표제를 실시하는 경우 주주총회장에 직접 참여하지 않아도 되므로 의결권 행사가 쉬워 소액주주들이 의결권 행사 참여를 높게 된다.

선행연구들(홍광현·이가연·서곤석, 2010; 김재경과 신진영, 2016; 이상철·이운근·김주원, 2017 등)에서 이사회 독립성을 강화하는 경우 경영자나 지배주주의 감시와 견제가 용이하게 되어 대리인비용을 감소시키고 궁극적으로 기업가치를 증진시키는데 도움이 된다고 한다 [23],[24],[25]. 이와 유사하게 소액주주보호제도인 전자투표제를 실시하는 경우 이사회의 독립성을 강화하는데

도움이 되므로 전자투표제의 도입은 기업가치 증진에 도움이 될 것으로 기대할 수 있다. 이를 검증하기 위한 가설은 다음과 같다.

[연구가설 2] 전자투표제 도입이 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

소액주주의 의결권 보호를 위한 제도로서 전자투표제가 경영투명성을 확보하는데 도움이 되면 경영자나 지배주주와 소액주주 사이에 발생하는 대리인 문제 완화에도 기여하게 된다. 이 경우 기업의 자본비용을 낮추고[27], 궁극적으로는 기업가치 창출에 기여하게 된다 [24]. 전자투표제 도입으로 경영투명성이 확보되어 회계투명성이 높아지면 이익지속성이 증가하게 된다. 또한 증가된 이익지속성이 기업가치 창출에 기여할 것이므로 다음과 같은 가설을 설정하여 검증한다.

[연구가설 3] 전자투표제를 도입한 기업에서 회계이익이 기업가치에 미치는 영향이 더 클 것이다.

3.2 연구모형과 변수의 측정

본 연구에서는 소액주주 보호제도로서 전자투표제 도입이 회계이익의 질인 이익지속성 및 기업가치에 미치는 영향에 관심을 둔다. 이를 위해 먼저 이익지속성을 [Model 1]을 사용하여 추정한다.

$$[Model 1] \quad OI_{it+1} = a_0 + a_1 OI_{it} + \epsilon_{it}$$

$$OI = \frac{\text{operating income}}{\text{total assets}}$$

[Model 1]에서 a_1 은 당기의 영업이익이 다음기의 영업이익에 미치는 영향의 크기로 a_1 의 크기가 클수록 이익지속성이 높다고 볼 수 있다. 다음으로 전자투표제를 도입한 기업에서 이익지속성이 그렇지 않은 기업과 차이가 있는지를 분석하기 위해 [Model 2]를 설정하였다.

[Model 2]

$$OI_{it+1} = b_0 + b_1 OI_{it} + b_2 EV * OI_{it} + b_3 MajS_{it} + b_4 FnS_{it} + b_5 LEV_{it} + b_6 SIZE_{it} + b_7 MKT + b_8 YD + b_9 IND + \epsilon_{it}$$

$EV = \text{If a company has electronic voting system, 1,}$
otherwise 0

$MajS = \text{Largest shareholder's equity}$

$FnS = \text{foreign investors' equities}$

$$LEV = \frac{\text{liability}}{\text{total assets}}$$

$SIZE = \ln(\text{assets})$

$MKT = \text{If a company is traded in KOSDAQ, 1,}$
otherwise 0

$YD = \text{year dummy}$

$IND = \text{industry dummy}$

[Model 2]에서 전자투표제를 도입한 기업이 그렇지 않은 기업보다 이익지속성이 높다면 전자투표제와 영업이익의 상호작용항의 회귀계수인 b_2 가 양(+)으로 나타날 것이다. 다음으로 전자투표제 도입이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음과 같이 [Model 3]을 설정하였다.

[Model 3]

$$R_{it} = c_0 + c_1EV + c_2OI_{it} + c_3MajS_{it} + c_4FnS_{it} + c_5LEV_{it} + c_6SIZE_{it} + c_7MKT + c_8YD + c_9IND + \epsilon_{it}$$

$R = \text{stock return over a year}$

[Model 3]에서 전자투표제 도입이 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다면 c_1 이 양(+)으로 나타날 것으로 예상된다. 마지막으로 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성 차이가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 [Model 4]를 설정하였다.

[Model 4]

$$R_{it} = d_0 + d_1OI_{it} + d_2EV * OI_{it} + d_3MajS_{it} + d_4FnS_{it} + d_5LEV_{it} + d_6SIZE_{it} + d_7MKT + d_8YD + d_9IND + \epsilon_{it}$$

[Model 4]에서 전자투표제 도입으로 공시하는 회계이익의 질적 수준이 향상되고 그로 인해 기업가치가 높아진다면 d_2 가 양(+)으로 나타날 것이다.

3.3 표본의 선정

본 연구에서는 소액주주 보호제도로써 전자투표제가 이익지속성 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것에 초점을 둔다. 전자투표제의 도입이 소액주주들의 권익보호에 효과가 있고, 이로 인해 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는지를 실증적으로 분석하기 위해 한국거래소(KRX)에서 거래되는 기업을 대상으로 다음과 같은 기준으로 분석 표본을 추출하였다.

- ① 2014년부터 2019년 사이에 KRX에서 거래된 기업
- ② 금융, 보험, 증권업을 제외한 기업
- ③ 12월말 결산법인
- ④ 감사의견이 적정의견인 기업
- ⑤ 전자공시시스템(DART)에서 사업보고서를 확인할 수 있는 기업
- ⑥ Fn-Guide의 데이터베이스에서 재무제표 자료 및 추가정보를 추출할 수 있는 기업

자료의 추출시점을 2014년부터로 한 이유는 전자공시시스템(DART)에서 확인한 결과 본격적으로 전자투표제가 활성화된 연도가 2014년부터이기 때문이다. 금융, 보험, 증권업에 속한 기업을 제외한 이유는 해당업종의 재무제표 구성이 일반적인 산업과 상이하기 때문이다. 12월말 결산법인으로 한정된 이유는 분석시점의 동질성을 확보하기 위해서이다. 공시된 재무제표가 회계감사 기준을 충족한 기업을 분석 표본으로 한정하기 위해 감사의견이 적정의견인 기업만을 표본으로 하였다. 한국거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 사업보고서를 검토한 결과 상당수의 기업이 전자투표제를 도입하고 있으나 여전히 도입하지 않는 기업도 많으므로 확인된다. 이러한 표본 추출 기준을 모두 충족하는 전자투표제 도입 기업은 연도-기업을 통합하여 2,037개이다.

4. 실증분석 결과

4.1 변수의 기술통계

본 연구에서는 전자투표제 도입이 이익지속성 및 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다. 전자투표제 도입기업과 미도입기업을 비교하기 위해 대응표본을 구성하였다. 전자투표제를 도입하지 않은 기업은 한국표준산업 중분류기준으로 도입기업과 동일산업에 속

하면서 자산규모와 자본구조가 유사한 기업을 2배수만큼 선정하였다. 주요변수에 대한 기술통계는 <Table 1>과 같다.

<Table 1> Summary of Descriptive Statistics

	EV	N	Min	Max	Mean	Std. dev.
OI_{t+1}	adoption	2,037	-1.437	0.502	0.016	0.094
	non adoption	4,074	-0.732	0.645	0.023	0.088
R_{12}	adoption	2,037	-0.628	2.603	0.066	0.480
	non adoption	4,074	-0.630	2.589	0.055	0.423
R_3	adoption	2,037	-0.825	2.467	-0.045	0.459
	non adoption	4,074	-0.786	2.546	-0.056	0.395
OI	adoption	2,037	-0.865	0.476	0.022	0.084
	non adoption	4,074	-1.452	0.553	0.028	0.086
$MajS$	adoption	2,037	0.019	0.857	0.350	0.165
	non adoption	4,074	0.000	0.908	0.402	0.165
FnS	adoption	2,037	0.000	0.676	0.065	0.094
	non adoption	4,074	0.000	0.897	0.070	0.109
LEV	adoption	2,037	0.018	0.979	0.442	0.196
	non adoption	4,074	0.011	0.999	0.410	0.205
$SIZE$	adoption	2,037	16.218	26.009	19.200	1.483
	non adoption	4,074	15.533	26.589	19.142	1.393

<Table 1>에서 1년 후 영업이익(OI_{t+1})의 평균은 도입기업 0.016, 미도입기업 0.023으로 미도입기업이 더 높은 것으로 나타났다. 도입연도의 영업이익(OI)의 평균은 각각 0.022, 0.028로 큰 차이가 없으나 평균적으로 미도입기업이 많은 영업이익을 달성하고 있는 것을 나타났다. 그러나 기업가치(R_{12})의 평균은 도입기업과 미도입기업이 각각 6%, 5% 수준으로 나타나고 있으며, 3월말 기준으로 측정된 기업가치(R_3)도 도입기업이 더 높은 것으로 나타났다. 전자투표제를 도입한 기업에서 보다 도입하지 않은 기업의 최대주주지분율($MajS$)이 높은 것으로 나타나 지배주주의 지배력이 높을수록 소액주주보호를 위한 전자투표제 도입을 선호하지 않는 것으로 보인다.

4.2 변수의 상관관계 분석결과

본 연구에서는 전자투표제 도입이 회계이익의 질인 이익지속성과 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 한다. 실증분석을 위한 주요변수에 대한 상관관계 분석결과는 <Table 2>와 같다.

<Table 2> Results of Correlation Analysis

	OI_{t+1}	R_{12}	R_3	OI	$MajS$	FnS	LEV	$SIZE$
OI_{t+1}		0.108***	0.133***	0.598***	0.207***	0.217***	-0.091***	0.190***

R_{12}	0.134***		0.633***	0.155***	-0.025	-0.010	-0.053**	-0.088***
R_3	0.190***	0.526***		0.122***	-0.043*	-0.054**	-0.065***	-0.113***
OI_t	0.608***	0.152***	0.161***		0.248***	0.294***	-0.181***	0.250***
$MajS$	0.186***	-0.017	-0.010	0.177***		0.056**	-0.045**	0.310***
FnS	0.177***	-0.008	-0.003***	0.208***	-0.011		-0.106***	0.471***
LEV	-0.114***	-0.018	-0.034***	-0.174***	-0.075***	-0.066***		0.297***
$SIZE$	0.178***	-0.067***	-0.08***	0.212***	0.197***	0.439***	0.264***	

1) The upper part of the diagonal is the Pearson correlation coefficient of companies that have adopted the electronic voting system, and the lower is the Pearson correlation coefficient of companies that have not adopted the electronic voting system.

2) ***, **, and * are significant at the levels of 1%, 5%, and 10%, respectively.

<Table 2>에서 전자투표제를 도입한 표본과 도입하지 않은 기업표본 모두에서 공통적으로 1년 후 영업이익(OI_{t+1})과 당기영업이익(OI_t)은 사이에 상관계수가 각각 0.599, 0.608로 높게 나타나고 있으나, 도입기업의 계수가 더 낮아 전자투표제 도입이 이익의 질을 높이는 데 기여하고 있는지에 대해 의문이 제기된다. 12월말 기업가치와 다음연도 3월말 기업가치 사이에 상관계수는 전자투표제를 도입한 기업 표본에서는 0.633로 나타나고 있고, 전자투표제를 도입하지 않은 기업 표본에서는 0.526으로 나타나고 있어 도입한 기업에서 결산일 이후 정보가 기업가치에 추가로 반영되는 정도가 미도입기업 보다 높은 것으로 보인다. 또한 전자투표제 도입여부와 관계없이 모든 표본에서 당기영업이익(OI_t)과 12월말 기업가치(R_{12}) 및 3월말 기업가치(R_3)는 모두 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타나 기업가치의 결정적 변수가 회계이익임을 확인할 수 있다.

4.3 이익지속성 분석결과

본 연구에서는 소액주주 보호제도로써 전자투표제 도입이 이익지속성과 기업가치에 미치는 영향을 검증한다. 전자투표제 도입기업과 미도입기업의 이익지속성을 추정할 결과는 <Table 3>에 제시하였다.

<Table 3> Estimation of Earnings Persistence

	adoption		non-adoption	
	coef.	t-value	coef.	t-value
cons.	0.002	1.056	0.005	4.762***
OI	0.599	33.770***	0.608	48.886***
R^2	0.359		0.370	
F-value	1,140.422***		2,389.859***	
N	2,037		4,074	

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

<Table 3>에서 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성은 0.599로 나타나고 있으며, 미도입기업의 이익지속성은 0.608로 비교적 모두 높게 나타나고 있다. 그러나 상대적으로 전자투표제를 도입한 표본의 이익지속성이 낮아 제도도입으로 회계투명성이 높아지는지에 대해서는 의문이 제기될 수 있다.

전자투표제 도입기업과 미도입기업의 이익지속성에 차이가 있는지를 검증하기 위해 전자투표제 도입변수와 영업이익의 상호작용항을 추가하고, 이익지속성에 영향을 줄 수 있는 변수를 통제하여 분석을 실시하였다. 이에 대한 결과는 <Table 4>에 제시하였다.

<Table 4> Electronic Voting System and Earnings Persistence

	coef.	t-value
Constant	-0.040	-2.254***
OI	0.567	44.221***
EV*OI	0.015	1.252
MajorS	0.077	7.121***
ForS	0.047	3.985***
LEV	-0.001	-0.047
SIZE	0.020	1.340
MKT	0.008	0.666
YD	included	
IND	included	
ADJ. R^2	0.375	
F-value	136.617***	
N	6,111	

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

<Table 4>에서 전자투표제를 도입한 기업에서 이익지속성이 높은가는 $EV * OI$ 의 회귀계수로 판단할 수 있다. 분석결과에서 $EV * OI$ 의 회귀계수가 통계적으로 유의하지 않아 본 연구의 연구가설 1은 지지되지 않았다. 이는 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성이 미도입기업의 이익지속성과 차이가 없음을 의미한다. 이러한 결과는 전자투표제 도입으로 이사회 독립성이 강화되며 이로 인해 지배주주나 경영자의 독단적인 의사결정을 견제하는데 있어서 효과가 있는지를 확인하기 어렵고, 회계투명성 확보에도 도움이 될 수 있다는 증거를 찾기 어렵다는 것을 의미한다. 집중투표제와는 달리 전자투표제는 소액주주의 의결권강화와 관련되는 정도가 낮고 단순히 의결권을 행사할 수 있는 편의성 제공에 초점이 주어진다. 따라서 전자투표제도의 도입은 이사회 독립성 제고나 최고경영자 및 최대주주의 견제와 감시가능 수평과 관련되는 정도가 낮을 것이므로 본 연구

의 분석결과는 이를 반영하는 것이라고 볼 수 있다.

4.4 전자투표제 도입이 기업가치에 미치는 영향

전자투표제 도입을 시장에서 투자자들이 긍정적인 요소로 받아들여 기업가치에 반영하는지를 분석한 결과는 <Table 5>에 제시하였다.

<Table 5> The Impact of Electronic Voting System on Corporate Value

	R_{12}		R_3	
	coef.	t-value	coef.	t-value
cons.	0.495	4.789***	0.531	5.587***
EV	0.015	1.199	0.019	1.606
OI	0.187	14.175***	0.165	12.875***
MajS	-0.022	-1.687*	-0.017	-1.328
FnS	0.011	0.737	-0.004	-0.263
LEV	0.029	2.180**	-0.003	-0.196
SIZE	-0.106	-6.066***	-0.109	-6.379***
MKT	0.009	0.589	-0.012	-0.865
YD	included		included	
IND	included		included	
adj. R^2	0.099		0.146	
F-value	25.776***		39.658***	
N	6,111		6,111	

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

<Table 5>에서 전자투표제를 도입한 기업이 미도입 기업보다 기업가치가 높게 평가된다면 전자투표제 변수의 회귀계수가 양(+)으로 유의적이어야 한다. 분석결과에서 볼 수 있듯이, 전자투표제 도입변수는 기업가치 측정시점에 관계없이 모두 양(+)의 부호를 보이나 통계적으로 유의하지 않아 본 연구의 연구가설 2는 지지되지 않았다. 이러한 결과는 전자투표제 도입으로 이사회 운영의 투명성을 높이고, 최고경영자나 최대주주를 감시하고 견제하는데 있어서 효과적이지 않다는 것을 의미한다. 즉, 소액주주들의 의결권을 행사함에 있어서 물리적 거리에 대한 제약을 해소하는 방안으로 도입된 전자투표제는 소액주주들의 주주총회 참여를 독려하는데 있어서는 효과적일 수 있지만 기업경영을 둘러싼 대리관계의 해소를 통한 대리인비용을 낮추어 기업가치를 증진시키는 효과는 없는 것으로 보인다.

4.5 이익지속성 차이가 기업가치에 미치는 영향

앞의 <Table 4>에서 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성과 미도입기업의 이익지속성은 차이가 없는 것으로 나타났다. 전자투표제를 도입한 기업과 도입하

지 않은 기업의 이익지속성이 기업가치에 어떻게 반영 되는지를 분석한 결과는 <Table 6>에 제시하였다.

<Table 6> The Impact of Earnings Persistence Differentials on Corporate Value

	R_{12}		R_3	
	coef.	t-value	coef.	t-value
cons.	0.696	6.715***	0.397	4.176***
OI	0.177	11.499***	0.159	10.577***
EV*OI	0.018	1.238	0.012	0.863
MajS	-0.024	-1.872*	-0.020	-1.573
FnS	0.010	0.679	-0.005	-0.337
LEV	0.030	2.217**	-0.002	-0.143
SIZE	-0.106	-6.037***	-0.107	-6.313***
MKT	0.009	0.608	-0.012	-0.828
YD	included		included	
IND	included		included	
ADJ. R^2	0.099		0.146	
F-value	25.780***		39.578***	
N	6,111		6,111	

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

<Table 6>에서 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성이 기업가치에 미치는 영향은 전자투표제와 영업이익의 상호작용항의 회귀계수로 판단할 수 있다. 전자투표제와 영업이익의 상호작용항($EV * OI$)의 회귀계수는 12월말 기업가치 및 다음연도 3월말 기업가치를 종속변수로 분석한 결과 모두에서 양(+)의 부호를 보이고 있으나 통계적으로 유의하지 않아 본 연구의 연구가설3은 지지되지 않았다. 이러한 결과는 전자투표제는 소액주주의 의결권 행사에 따른 불편함은 해소할 수 있으나, 이사의 선임과정에 소액주주의 의견반영비용을 변경할 수 없고, 이로 인해 경영자와 지배주주의 견제가 가능한 이사회구조를 구축하는데 영향력의 변화가 없다고 볼 수 있다. 그 결과 전자투표제는 회계투명성을 높이는데 기여하지 못하고, 기업가치 증진에도 기여하지 못하는 것으로 볼 수 있다

5. 요약 및 결론

소유와 경영이 잘 분리되어 있지 않은 우리나라 기업들은 서양의 기업들과는 달리 최대주주가 특수 관계자들의 지분을 합하여 의결권을 행사함으로써 소유권과

의결권의 괴리가 발생하는 경우가 많다. 이러한 환경에서 소액주주는 소유경영자나 지배주주보다 정보에서 열위에 있으며, 중대한 경영의사결정 과정에서도 배제되는 경우가 발생하므로 소액주주들의 부가 훼손될 소지가 높다. 소유경영자나 지배주주와 소액주주 사이에 발생하는 대리인 문제를 완화하고, 소액주주의 권익을 보호하기 위한 제도로서 전자투표제는 소액주주들이 주주총회에서 의결권 행사를 용이하게 하여 중대한 경영의사결정에 참여를 독려하는 제도이다. 전자투표제의 활성화는 소액주주의 권익보호와 투명경영의 실천을 위해 매우 중요한 역할을 할 것으로 기대되는 제도이다. 본 연구에서는 이러한 전자투표제의 도입으로 인해 회계투명성이 증진되고 기업가치가 향상되었는지를 실증적으로 분석하였다.

본 연구에서 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성과 미도입기업의 이익지속성은 차이가 없는 것으로 나타났다. 이는 전자투표제가 소액주주의 의결권 행사를 용이하게 하지만 이사회 독립성을 강화하고 회계투명성을 확보하는데 도움이 되기 위해서는 소액주주의 참여가 현재 수준보다 높아야 함을 시사한다. 둘째, 전자투표제 도입으로 인해 기업가치가 증가한다는 증거를 발견할 수 없었다. 이러한 결과는 전자투표제 도입으로 경영자나 대주주의 견제와 감시가 가능한 이사회 구조를 만드는데 기여하고 이를 토대로 투명경영을 실천할 수 있을 정도로 소액주주참여가 활발하지 않음을 시사한다. 셋째, 전자투표제를 도입한 기업의 이익지속성이 기업가치에 반영되는 정도 미도입기업과 차이가 없었다. 이는 전자투표제가 회계투명성 확보에 도움이 되고 결과적으로 기업가치를 증진하는 요인이 되기 위해서는 소액주주 참여가 보다 활발하게 일어나야 함을 시사한다.

본 연구에서 설정한 연구가설은 모두 지지되지 않았다. 이러한 결과가 나타난 중요한 이유로 우리나라 기업들이 전자투표제 사용을 매우 꺼리고 있어 실제 도입하여 사용하는 기업이 상장기업의 10% 내외에 불과하므로 표본이 우리나라 기업을 대표하지 못했을 가능성이 매우 높다. 그럼에도 불구하고 통계적인 유의성은 확보하지 못했으나 분석의 부호는 예상과 일치하는 결과를 나타내 향후 전자투표제를 도입하는 기업이 많아지는 경우 본 연구에서 설정한 가설이 지지될 가능성은 여전히

히 높다고 볼 수 있다.

이러한 결과를 종합하면 소액주주의 권익보호를 위해 도입된 전자투표제는 본래의 취지인 소액주주의 의견을 반영할 수 있는 이사회를 구성하게 하여 이사회 독립성을 확보할 수 있는 구조를 만들고, 경영자나 최대주주의 경영의사결정의 전횡을 막아 투명경영을 실천할 수 있도록 하기 위해서는 현재수준보다는 높은 참여를 유도해야 할 것으로 보인다. 기업들이 전자투표제를 적극적으로 도입하도록 유도하기 위해서는 ESG경영 평가에서 지배구조에 관한 사항에 전자투표제 및 집중투표제의 사용여부를 평가하는 것도 한 가지 방법이 될 수 있다.

이러한 시사점에도 불구하고, 현실에서는 전자투표제를 도입하지 않고 있는 기업들이 많다. 본 연구에서는 기업들이 전자투표제를 도입할 수 있도록 촉진할 수 있는 요인들에 대한 분석은 실시하지 않았다. 향후의 연구에서는 전자투표제를 도입하고 있지 않은 주된 요인들이 무엇이며, 기업과 주주 및 자본시장 참가자 모두에게 도움이 될 수 있는 전자투표제 도입을 촉진할 수 있는 방안에 대한 연구가 필요할 것으로 보인다.

References

- [1] Jensen, M. C., Meckling, W. H. “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360, 1976.
- [2] Shleifer, A., Vishny, R. W. “Large shareholders and corporate control”. *Journal of Political Economy*, 94(3, Part 1), 461-488, 1986.
- [3] Johnson, S., La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F. & Shleifer, A., “Tunneling”. *American Economic Review*, 90(2), 22-27, 2000.
- [4] Hyoung Kyu Choi, Won Jung Oh, & Yun Sung Koh. “Effect of the protection of minority shareholders’ voting rights on dividend and company value Focused on cumulative voting and vote in writing”. *Korean Corporation Management Review*, 57(0), 19-38. 21(5), 19-38, 2014.
- [5] Holmström, B. “Moral hazard and observability”. *The Bell Journal of Economics*, 74-91, 1979.
- [6] Jensen, M. C. “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”. *The American Economic Review*, 76(2), 323-329, 1986.
- [7] Jensen, M. C., Murphy, K. J. “Performance pay and top-management incentives”. *Journal of Political Economy*, 98(2), 225-264, 1990.
- [8] Fama, E. F., Jensen, M. C.. “Separation of ownership and control”. *The Journal of law and Economics*, 26(2), 301-325, 1983.
- [9] Stulz, R. “Managerial control of voting rights: Financing policies and the market for corporate control”. *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54, 1988.
- [10] Shleifer, A., Vishny, R. W. “A survey of corporate governance”. *The Journal of Finance*, 52(2), 737-783, 1997.
- [11] Eisdorfer, A. “Empirical evidence of risk shifting in financially distressed firms”. *The Journal of Finance*, 63(2), 609-637, 2008.
- [12] Galai, D., Masulis, R. W. “The option pricing model and the risk factor of stock”. *Journal of Financial Economics*, 3(1-2), 53-81, 1976.
- [13] La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. & Vishny, R. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 2000.
- [14] Claessens, S., Djankov, S. & Lang, L. H. “The separation of ownership and control in East Asian corporations”. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 81-112, 2000.
- [15] Byung-Tae Kim. Compulsory Electronic Voting System and Its Problems. *Business Law Review*, 27(3), 79-114, 2013.
- [16] Eun-Young, Park. “A Study on the Necessity and Revitalization of the Mandatory Electronic Voting System”. *Dong-A Law Review*,(79), 209-227, 2018.
- [17] Seung-hwa, Chung. “A Legal Study on the Protection of Minority Shareholders and the

- System of Voting Rights” . Commercial Cases Review, 32(2), 49-84, 2019.
- [18] Kyung-Min, Lee. “A Study on Amendments of Commercial Act related to Improvement of Corporate Governance Structure” . Legal Theory & Practice Review, 5(1), 121-151, 2017.
- [19] Hyun-Jeong Bae. “The Effect of Protecting System of Minority Shareholders’ Voting Rights on Professional Corporate Management Preference” . The Journal of Professional Management, 21(1), 39-60, 2018.
- [20] Mi-Gang Ahn, June-Bok Wee, & Dae-Young Ko “Effects of the Outside Director Characteristics and the Small Investor Protection Systems on Investor Relations” . Accounting Information Review, 28(3), 187-213, 2010.
- [21] Ju-Young. Park. “The Effect of Corporate Governance on the Relationship between Tax Avoidance and Corporate Value” . Tax and Accounting Review, 7(1), 43-80, 2018.
- [22] Yeo-Jin, Kim., Sung-hee, Ahn. & Mun-Ho Hwang. “The Effect of Ownership Structure on Disclosure in Corporate Governance Report” . The Institute of business management, 43(2), 181-205, 2020.
- [23] Gwang-heon, Hong., Ka-Youn, Yi. & Gon-Seok, Seo. “The Board of Director Structure and Firm Value” . Korean Journal of Business Administration, 23(6), 3083-3100, 2010.
- [24] Jaek-Yung, Kim., Jhin-Young, Shin. “The Effect of Social Ties of Outside Board Directors and Their Independence on Firm Value” . Korean Journal of Financial Studies, 45(4), 713-739, 2016.
- [25] Sang-Cheol, Lee. Yun-keun, Lee. & Joo-Won, Kim. “An Effect of Institutional Investors as Outside Directors on Firm Value” . Korean Journal of Management Accounting Research, 17(3), 1-34. 2017.
- [26] Hyun-Jung, Bae, Ung-Yong, Choi. & Seong-il, Jeon. “Accounting Transparency and Value-

Based Management : Role of Cumulative Voting and Outside Director System” . Korean Business Education Review, 54(1), 1-24, 2009.

- [27] Yun-Sung, Koh., Hyoung-Kyu, Choi. “Empirical Analysis on the Protection of Minority Shareholders’ Voting Rights and Cost of Equity: - Focused on Cumulative Voting and Vote in Writing -” . Accounting Information Review, 33(2), 379-407, 2015.

강 현 구 (Kang, Hyun-Gu)



.2024년 6월 현재: (주) 대성스틸
.2022년 2월: 순천향대학교 대학원
경영학과(경영학석사)
.관심분야: 경영학, 회계학
.E-Mail: khg4469@naver.com

황 선 필 (Hwang, Sun-Pil)



.2024년 6월 현재: 순천향대학교 산
업경영공학과 조교수
.2020년 2월: 홍익대학교 대학원 경
영학과(경영학박사)
.2015년 2월: 홍익대학교 대학원 경
영학과(경영학석사)
.관심분야: 재무회계, 세무회계, 정
부회계, 지방재정
.E-Mail : hsp1428@sch.ac.kr

유 성 용 (Ryu, Sung-Young)



.2024년 6월 현재: 순천향대학교 회
계학과 교수
.2001년 8월: 홍익대학교 대학원 경
영학과(경영학박사)
.1997년 2월: 홍익대학교 대학원 경
영학과(경영학석사)
.관심분야: 재무회계, 기업가치평가,
관리통제제도, 성과평가
.E-Mail: jackie@sch.ac.kr