

내부거래와 소유과리도가 회계이익의 질에 미치는 영향

김 성 훈* · 유 성 용**

< 국문초록 >

본 연구에서는 내부거래와 소유과리도가 회계이익의 질에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 한다. 기업의 내부거래는 관계회사와의 거래로 분석하였다. 그리고 회계정보의 질은 회계정보의 보수성을 대용치(proxy)로 하여 분석하였다. 각 가설의 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 소유과리도의 회귀계수는 음(-)으로 유의적으로 나타났다. 이는 최대주주의 소유과리도가 높을수록 회계처리를 공격적으로 하여 최대주주 자신의 이익추구를 용이하게 하고 있음을 의미한다. 둘째, 내부거래규모를 나타내는 변수의 회귀계수도 음(-)으로 유의적인 것으로 나타났다. 이는 내부거래의 규모가 커질수록 이익이전과 같은 행위에 대한 동기가 커지는 것을 나타내며, 이러한 동기를 실현하기 위해 회계정책의 선택을 적극적으로 이용하는 것으로 볼 수 있다. 셋째, 소유과리도와 관계기업간 내부거래 규모의 상호작용항의 회귀계수는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다.

이는 소유과리도와 관계기업간 내부거래 규모가 커질수록 회계이익의 질적수준이 저하되는 정도를 소유과리도가 강화한다는 증거가 없음을 의미한다.

본 연구의 분석결과를 토대로 볼 때 기업의 소유구조를 개선하고 관계기업간 내부거래의 양을 감소시키면 회계이익의 질적 특성이 향상될수 있음을 나타낸다.

주제어 : 내부거래, 소유과리도, 회계이익의 질

* 순천향대학교 글로벌경영대학 경영학과 박사과정, 주저자

** 순천향대학교 글로벌경영대학 경영학과 부교수, 교신저자

I. 서론

기업에 대한 소유권의 집중과 분산으로 인한 폐해에 대해서는 대리인이론(agency theory)을 중심으로 설명되어 왔다. 소유권이 잘 분산되어 전문경영인에 의해 경영되고 있는 현상이 일반적인 서구기업들과는 달리 우리나라를 포함하는 동북아시아 국가들에서는 창업자나 그 후손들이 기업을 통제하고, 이들이 직접적으로 최고경영자로서 경영하고 있는 경우가 많다. 창업자나 그 후손들이 기업을 경영하고 있는 경우에 있어서도 최대주주가 보유한 지분은 기업을 완전히 통제하기 어려우나 최대주주와 특수관계에 있는 주주들이 보유한 지분을 합하여 의결권을 행사함으로써 효과적으로 통제하고 있는 경우가 많다.

최대주주가 보유한 소유권은 낮으나 상대적으로 높은 의결권을 행사할 수 있는 경우에는 최대주주는 자신의 부를 극대화하기 위해 다른 주주를 포함한 이해관계자의 부를 희생시킬 수 있다. 최대주주가 자신의 부를 극대화하기 위해 사용할 수 있는 방법은 여러 가지가 있다. 예를 들면 자신이 높은 지분율을 보유한 관계기업과 특혜적인 내부거래, 골프회원권과 같은 다양한 비금전적 혜택의 이용, 자신이 높은 지분율을 보유하고 있는 관계기업과 자금대차 거래 등이 대표적인 최대주주의 부를 극대화하기 위한 방법일 것이다.

소유경영자를 포함한 최대주주가 자신의 이익을 극대화하기 위해 발생액을 통한 이익조정을 하거나 또는 보다 많은 지분을 보유하고 있는 자회사 등과 내부거래를 통해 이익을 모회사에서 자회사에 이전하는 의사결정을 하는 경우 산출된 회계정보의 질은 악화된다. 이러한 현상은 최대주주가 실제로 소유한 지분과 의결권을 행사할 수 있는 지분의 차이(즉, 소유과리도)가 클수록 심화될 수 있다. 왜냐하면 최대주주는 의결권을 행사할 수 있는 지분이 실제로 소유한 지분보다 많기 때문에 의사결정으로 인한 위험을 의사결정에 영향력을 행사한 정도에 비해 낮게 감수하기 때문이다.

본 연구에서는 소유과리도, 기업의 내부거래 및 회계정보의 질의 관계에 관심을 가진다. 회계정보의 질은 다양한 관점에서 파악할 수 있으나 본 연구에서는 회계이익의 질을 회계처리의 보수성으로 정의한다. Basu(1997) 및 Watts(2003)는 기업에 유리한 사건은 실현이 확인될 때까지 인식을 연기하며, 기업에 불리한 사건은 조기에 인식하는 것을 보수주의로 정의하고 있다. 이러한 보수주의를 통해 자산과 수익의 과대계상을 막고, 부채와 비용의 과소계상을 방지하여 보다 건실한 재무보고가 달성된다고 이들은 주장하고 있다. 본 연구의 구체적인 목적은 다음과 같다.

첫째, 소유과리도가 회계이익의 질에 미치는 영향을 분석한다. 소유과리도가 높은 기업의 최대주주는 자신의 사적이익을 극대화하기 위해 회계정책의 선택도 자신에게 유리한 방법을 선택할 것이므로 회계이익의 질이 저하될 수 있다. 둘째, 관계회사간의 내부거래 규모가 회계이익의 질에 미치는 영향을 분석한다. 관계회사간의 내부거래의 규모는 이익이전(tunneling)의

대용치(proxy)로 볼 수 있으므로 내부거래규모가 클수록 회계이익의 질이 저하될 수 있다. 셋째, 관계회사와의 내부거래규모가 회계이익의 질에 미치는 영향의 크기에 소유과리도가 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다. 소유과리도가 클수록 이익이전을 통한 사적이익추구의 동기가 커질 수 있으므로 소유과리도가 클수록 내부거래규모가 회계이익의 질 저하에 미치는 영향이 커질 수 있다. 이러한 분석을 통해 최대주주의 의결권과 소유권의 괴리로 인해 발생할 수 있는 폐해의 증거(evidence)를 찾고, 기업지배구조의 하나로서 기업의 지분소유에 대한 문제점을 해결하는데 시사점을 제공하고자 한다. 이하 본 연구의 구성은 다음과 같다.

제2장은 선행연구부분으로 본 연구의 이론적인 토대가 되는 문헌들을 서술하였다. 대리인 이론, 소유과리도, 내부거래, 회계처리의 보수성 등에 미치는 영향을 요소를 다룬 선행연구들을 검토하였다. 검토 결과를 토대로 본 연구에서 수행할 실증분석을 위한 가설추론의 토대를 마련하였다. 제3장은 제2장에서 검토한 선행연구를 토대로 본 연구에서 검증할 가설을 설정하고, 이를 검증하기 위한 연구모형을 설정한다. 또한 연구모형에 사용되는 변수의 구체적인 측정방법과 표본의 설정에 대해서도 설명한다. 제4장은 설정된 가설과 연구모형을 토대로 실증적으로 분석된 변수들의 분석을 실시한다. 실증분석의 결과를 토대로 내부거래, 소유과리도, 회계처리의 보수성 의 변수들의 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 마지막으로 제5장에서는 본 연구의 요약 및 결론으로 각 장에서 분석된 연구결과를 종합하고 요약정리하고 연구의 시사점 및 한계점에 대해 논의한다.

II. 선행연구

2.1 지분소유와 관계기업간 내부거래

기업은 관계기업간의 내부거래를 통해 효율적인 경영을 추구한다. 내부거래의 장점의 첫째는 기업 간의 안정적인 거래를 통해 지속적이고 안정적인 성장을 이룰 수 있다는 것이다. 신생기업이나 불완전 시장에 진입하는 기업의 경우, 관계기업간의 내부거래를 통해 안정적인 경영을 유지할 수 있다. 둘째는 기업의 거래비용을 감소시킬 수 있다. 기업 간 거래비용에는 거래를 위한 정보수집비용, 거래정지(hold-up)의 예방을 위한 보증비용, 생산-디자인 협조를 위한 소통비용(communication cost), 기업정보 유출 방지를 위한 보안비용 등의 많은 비용의 절감이 있다. 셋째는 경영위험(risk)의 감소이다. 관계기업간의 내부거래를 통해 내부자본시장이 형성되면 정보의 비대칭성에 의한 외부자본조달제한문제(external financing constraints problem)를 해소하고 동시에 사업 다각화를 통해 경영위험을 분산·회피할 수 있다. 넷째는 기업이 성장함에 따라 사업부가 많아지고 조직이 비대해지는데 따른 비효율성을 방지하는 역할을 한다. 기업내부에서 사업부 간의 거래는 모니터링이 거의 불가능하고 조직이 비대해짐에 의해 발생하는 대기업병(corporalcy)이 발생한다. 관계기업간의 거래를 통해 사업부 및 기업별 경쟁을

유도시키고 조직을 분할하여 투명성을 증대시킬 수 있다.

국내외의 선행연구들을 보면 최대주주가 기업집단 전체의 이익극대화를 위해 내부거래를 실시하는 것으로 초점을 맞추고 있다. 이런 내부거래를 이용하여 관계기업간의 부를 이전하여 터널링(tunneling)¹⁾하거나 지원(propping)하는 수단으로 활용한다(Cheung et al. 2006). 관계기업간의 거래조건은 최대주주의 경영판단이나 비대칭적인 정보를 많이 갖고 있는 쪽에서 결정하는 것이다. 기업집단의 지배주주가 있는 기업집단에서 관계회사와 금전, 증권, 부동산, 상품, 용역 등을 거래하는 조건을 일방적으로 특정회사에 유리한 조건으로 결정한다면, 회사의 거래 기회가 낭비되어 기업의 가치는 하락할 것이다. 그리고 기업집단 전체적으로는 내부에서 일어나는 거래이므로 대주주 입장에서는 전체적으로는 이득이 없다(이원홍 2009). 하지만 지배주주의 지분이 기업에 따라 차이가 발생하므로 지배주주의 직접적인 이득을 주는 소유권과 기업의 경영활동을 할 수 있는 통제권은 기업집단 내부의 기업이라도 차이가 있다. 그러므로 관계기업간의 거래를 통한 기업의 부를 사적으로 사용가능한 유인이 있을 것이다.

관계기업간의 거래가 배임가설²⁾과 조장가설³⁾을 이론적으로나 실증적으로 모두 만족하는 결과를 보여준다.⁴⁾ 조장가설으로 보면 기업집단 전체에서 보면 신생기업이나 부실기업의 일시적인 자금지원을 통한 지원이 장기적으로는 이익을 발생시킬 것이다. 또한 이러한 경영판단은 대주주가 갖고 있는 비대칭적인 정보를 기초로 나타난다. 그러므로 대주주는 자기에게 유리한 방향으로 기업집단내의 특정기업을 지원하게 된다. 이와 같은 조장가설을 지지하는 내부거래는 단기적으로는 각 기업별의 대리인 비용을 발생시키지만 장기적 기업전체의 대리인 비용을 절감하는 효과를 갖게 된다. 즉 대리인편익(agent benefits)⁵⁾이 존재하게 될 것이다.

2.2 소유과리도와 회계정보의 질

- 1) 터널링(tunneling)이란 기업의 부가 지배주주의 사적인 이익을 위해 이전되는 것 이라고 정의 하였다 (Jonson et al. 2000, Bea et al. 2002).
- 2) 배임가설(Tunneling hypothesis)은 대주주는 자신의 사적인 부를 위해 기업의 부를 사적으로 유용하거나 이전하려는 유인을 갖게 된다는 것이다. 이로 인한 대리인비용이 발생하게 되고 결과적으로 기업 가치가 훼손되게 된다. 내부거래, 기업의 부의 사적 이용, 기업 간 보증, 인적지원 등 여러 가지 배임가설의 행위가 있다. 특히 상장기업과 경영자의 내부거래는 경영자와 이해관계자 사이의 대리인 비용을 발생시키는 정형적인 정보불균형하의 거래로 인식된다. 배임가설은 tunneling가설 이외에도 expropriation가설, 횡령가설, 착취가설 등과 혼용되고 있다.
- 3) 조장가설(Propping hypothesis)은 대주주는 정보불균형 하에서 장기적으로 기업집단 전체의 부를 증진시키기 위하여 현재 부실한 계열회사에 담보제공, 채무보증을 해주거나, 유리한 조건의 부동산거래, 주식거래, 상품용역거래, 구제합병 등을 통한 지원을 해줄 수 있다는 가설이다. 배임가설과는 반대로 이러한 지원은 대리인 비용의 감소가 발생하는 것으로 간주한다. 조장가설은 지원가설, propping 가설, 이해일치가설 등과 혼용되고 있다.
- 4) 배임가설을 이론적 모형은 Johnson et al.(2000)에서 대주주의 내부거래에 의한 배임, 착취, 횡령과 같은 행위의 유인들이 발생하는 이론모형을 제시하였다. 그러나 조장가설을 이론적 실증적으로 보고한 논문들도 다수 존재한다(강준구 등 2001, Bea et al. 2002, Frieman et al. 2003, Riyanto et al. 2003, Cheung et al. 2006).
- 5) 대리인효익은 대리인 비용의 반대 개념으로 경영자의 사적인 부를 기업에 지원하는 경우를 말한다.

소유와 경영이 분리된 미국과는 다르게 여러 국가들에서 지배구조의 특성에 의해 지배주주(ultimate owner)가 경영을 하는 기업이 많이 존재한다. 더욱이 개별기업수준의 대리인문제에서 기업집단 내부의 관계기업과 특수관계인과의 관계까지 확장하여 지배주주와 소액주주간의 대리인 문제(principal-principal problem)이 발생한다.

최대주주가 실제로 소유한 지분과 의결권을 행사할 수 있는 지분의 차이를 소유괴리도라고 한다. 소유괴리도가 클수록 지배주주 사적이익추구에 의한 기업의 손실이 최대주주에게 직접적으로 미치는 영향이 작다. 그러므로 소액주주 이익침탈(expropriation)에 의한 사적이익을 추구하는 방향으로 할 유인이 크다는 것이다(Claessens et al. 2000, Fan and Wong 2002, 이원흠 2002). 특히 대기업집단의 경우 많은 계열사간의 순환 출자구조를 통한 기업지배구조를 통해 소유괴리도가 상대적으로 커지게 된다. 그에 따라 최대주주를 견제할 수 있는 외부이해관계자의 모니터링이 어렵다(Morck et al 1988).

Fan and Wang(2002)의 연구에서 경영자의 실질 지분율과 현금흐름지분율 간의 차이가 크면 경영활동을 소액주주의 부의 최대화 하는 방향보다는 자산의 사익을 위해 할 유인이 발생한다고 하였다. 이런 주장은 지배주주가 상호출자나 피라미드형태의 지배구조를 이용하여 기업을 자신의 소유지분보다 더 많은 영향력을 행사하는 불균형적 상황을 기초로 한다. 이런 상황에서 경영자는 자신의 의사결정으로 인한 효익은 실질지분율에 따라 받고 손실은 현금흐름 지분율에 따라 받게 된다. 그러므로 Jensen and Meckling(1976)의 이해일치가설의 가정과는 다르게 사익추구를 위한 경영판단에 대한 지배주주의 손실은 상대적으로 작아진다. 그러므로 경영자는 자신의 사익을 추구하기 위한 경영판단을 할 가능성이 높아진다. 따라서 외부의 소액주주들은 이러한 경우에 지배주주에 의한 배임행위를 예상하여 이익정보의 신뢰성을 낮게 평가하게 된다. 이런 이익정보의 신뢰성부족은 이익정보의 가치관련성을 떨어뜨리고 주가에도 부정적인 영향을 미친다. 따라서 소유지배괴리도가 클수록 경영자의 이해일치가설에 효익보다는 안주가설에 의한 사적 이익을 추구할 크기 때문에 기업가치는 상대적으로 낮아지게 된다(La Porta et al.1999, Claessens et al.2000, Johnson et al.2000, Lemmon and Lins2003).

유성용과 김상운(2014)의 연구에서는 경영의사결정 중 자본투자의 의사결정에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 2000년부터 2012년까지의 유가증권시장 및 KOSDAQ시장에 상장된 기업을 분석하였다. 분석결과 소유괴리도가 클수록 최대주주가 자산의 사적인 부를 추구하기 위해 경영자의 투자의사결정을 공격적으로 하도록 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 소유괴리도의 증가에 따라 광고선전비 지출이 낮은 것으로 나타났다. 이것은 최대주주가 자신의 사적인 부의 추구를 위해 단기적인 수확전략보다는 장기적인 전략을 추구하는 것으로 분석할 수 있다. 마지막으로 소유괴리도가 높을수록 자본투자증가수준은 낮은 것으로 나타났다. 자본투자증가로 인한 최대주주의 통제권에 부정적인 영향을 방지하기 위해 경영자에게 영향력을 주는 것을 암시한다. 결과적으로 소유괴리도의 증가에 따라 전체 경영활동에 영향을 받는다는 것을 보여주는 연구결과이다.

2.3 이익의 질에 대한 대응치로서 회계처리의 보수성

회계연구에서 이익의 질을 여러 가지로 표현할 수 있다. 그중 하나인 보수주의에 대한 정의는 아직 확정적으로 정립되지 않고 있다. 그러나 구 기업회계기준서에서는 2가지 이상의 선택 가능한 회계처리방법이 있는 경우에는 보다 재무적 기초를 견고히 하는 방법으로 회계처리 할 것으로 규정하고 있다. 또한 선행연구에서는 수익을 가능한 늦게 인식하고 비용을 빨리 인식하여 자산의 가치를 낮게 평가하고 부채의 가치는 높게 평가하는 것으로 정의 하였다(Watts and Zimmerman 1986). 또 다른 정의는 기업이 재무제표 작성 시 악재(bad news)보다는 호재(good news)를 더욱 검증하고 반영한다는 것으로 보수주의를 정의하였다(Basu 1997). 이런 정의들은 여러 회계처리 과정 중에서 가치판단의 기준이 경제적인 손실은 빨리 인식하고 경제적 이익은 실제 수익이 인식될 때까지 인식을 지연하여 회계정보의 검증가능성(verifiability)을 확보하기 위한 방법으로 보수주의를 정의하였다.

보수주의 역할은 여러 가지가 있지만 경영자가 자신의 경영성과를 극대화 하여 표현하는 것을 방지하고 외부 회계정보 이용자들의 재무제표 이용 시의 위험을 줄이는 역할을 한다. 또한 투자자와 채권자들이 재무제표에 대한 명확한 정보(hard information)를 이용하여 의사결정을 할 경우 투자실패의 가능성을 줄여주는 역할을 한다.

최순재 등(2014)에 의하면 2001년부터 2009년까지의 상장기업들을 기업-연도 자료를 실증적으로 분석한 결과 특수관계자 거래금액이 큰 기업이 더욱 보수적으로 회계처리 하는 것으로 나타났다. 이는 특수관계자와 거래가 많은 기업은 이해관계자들의 감시 요구가 많고 이를 반영하여 보수주의적으로 재무제표를 작성하는 결과가 나타난다고 보고 하였다.

김명종 등(2014)은 정보비대칭과 회계 보수주의 관계를 기업-연도를 분정보비대칭성 분석치인 PIN(probability of information-based trading)을 사용하여 분석하였다. 분석한 결과 정보비대칭과 회계보수주의는 유의한 양의 관계를 나타났다. 결과적으로 정보비대칭으로 인한 대리인 문제를 해결하기 위한 수단으로 회계 보수주의를 사용하고 주가에도 영향을 미치고 있음을 보여주었다.

유성용과 육윤복(2012)의 연구에서 경영자의 회계적 의사결정과 운영의사결정의 상호 관련성을 분석하였다. 회계적 의사결정에는 여러 가지 종류가 있으나 이 논문에서는 회계처리의 보수성으로 분석하였다. 결과적으로 회계처리를 보수적으로 할수록 자본투자수준은 증가하는 것으로 나타났다. 또한 회계처리의 보수성이 증가할수록 연구개발비지출이 자본투자에 미치는 영향이 증가하는 것으로 나타났다. 마지막으로 회계처리의 보수성이 증가할수록 교육훈련비가 자본투자에 미치는 영향이 증가하는 것으로 나타났다. 위와 같은 분석결과는 회계적 의사결정과 운영의사결정이 상호 연관성이 있으며, 경영자는 회계적 선택을 통해 자본시장에 신호를 전달하고 있음을 의미한다.

그러나 일부 국내연구에서는 다른 결과를 보여주고 있다. 문상혁 등(2006)의 보고에 의하면 1995년부터 2004년까지 상장기업을 기업-연도를 대상으로 분석한 결과 보수주의 회계처리는

장기적으로 자본비용 감소를 초래하였고 장기적인 수익률에 양(+)의 방향의 영향을 관계를 보여주었다. 보수적 회계처리에 대해 국내투자자보다 외국인 투자자가 정확하게 판단하고 있으며 이로 인하여 국내투자자와 외국인 투자자사이에 정보비대칭이 유발되는 하나의 요인으로 분석하였다.

Lafond and Watts(2008)의 연구에서 1983년에서 2001년까지의 미국의 상장기업 20,389 기업-년도를 분석한 결과 기업의 내부자(insider)와 외부자본투자자(outside equity investors)사이에 정보비대칭으로 인하여 보수주의 회계처리가 발생한다고 하였다. 이 연구에서 보수주의가 대리인 문제를 완화시키기 위해 경영자가 회계정보를 조작하는 유인과 능력을 감소시키고, 이로 인해 정보비대칭으로 인한 손실을 감소시키는 역할을 한다. 위와 같은 역할로 인하여 내부자와 외부자본투자자의 정보비대칭이 클수록 보수주의 회계처리의 요구가 증가한다고 하였다.

Ⅲ. 가설 및 연구모형

3.1 연구가설

주식회사의 최고의사결정기관인 주주총회에서 의결권은 보유한 주식 수에 의해 다수결로 결정되는 것이 원칙이다. 그러나 실제로 주식을 보유하지 않으면서도 의결권을 행사할 수 있는 지분이 있다. 예를 들면 최대주주와 특수관계에 있는 주주가 보유한 지분의 의결권을 최대주주에게 위임하게 되면 최대주주는 자신이 소유한 지분과 위임받은 지분을 포함하여 의결권을 행사할 수 있다. 의결권행사와는 달리 기업경영으로 인한 현금흐름권은 최대주주가 소유하고 있는 지분에 한정된다. 따라서 의결권과 소유권의 차이 즉, 소유지배과리도가 클수록 최대주주는 사적이익추구를 통해 다른 이해관계자의 이익을 침탈할 가능성이 커진다(Claessens et al., 2000; Fan and Wong, 2002; 이원흠 2002 등).

또한 소유과리도가 클수록 투자의사결정과 같은 운영의사결정도 최대주주에게 유리한 방향으로 되도록 영향력을 행사하고(유성용과 김상운, 2014), 관계회사와의 내부거래 등을 통한 이익의 이전과 같은 행위가 증가될 가능성이 있다(Cheung et al. 2006). 소유과리도가 커질수록 최대주주의 이익추구행위에 대한 정도가 심화되는 경우 회계이익의 질적 수준도 낮아질 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

〈가설1〉 소유과리도는 회계이익의 질에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

관계회사에게 이익이 이전된 금액을 직접적으로 관찰하여 정확히 파악하기는 어렵다. 따라서 본 연구에서는 이익이전 금액에 대한 대응치로 관계회사와의 거래규모를 사용한다. 관계회사와의 거래규모가 커질수록 이익이전 등의 행위 정도가 심화될 것이며, 선행연구(박승록,

2001)를 통해 파악할 수 있는 것처럼, 관계회사와의 거래를 통해 계열회사의 이익을 증가시킨다면 관계회사와의 내부거래규모가 커질수록 회계이익의 질적 수준이 저하될 것으로 생각된다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

〈가설2〉 관계회사와의 내부거래 규모는 회계이익의 질에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

관계회사와의 내부거래 규모가 커질수록 회계이익의 질적 수준이 저하되는 경우 그 정도는 소유과리도에 의해서 강화될 수 있다. 즉 관계회사와의 내부거래가 회계이익의 질적 수준에 부정적인 영향을 미치고, 동시에 소유과리도도 역시 회계이익의 질적 수준에 부정적인 영향을 미치는 경우 관계회사와의 내부거래 규모가 회계이익의 질적 수준에 미치는 영향이 소유과리도에 의해서 강화되는 작용을 할 수 있다. 이를 분석하기 위한 가설을 다음과 같다.

〈가설3〉 관계회사와의 내부거래규모가 회계이익의 질에 미치는 영향의 크기에 소유과리도가 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

3.2 연구모형

기업지배구조로서 소유과리도와 기업의 내부거래가 회계정보의 질에 어떠한 영향을 미치는지와 소유과리도가 높을수록 내부거래가 회계정보의 질에 미치는 영향을 분석하는 모형을 다음과 같이 설정하였다.

[연구모형]

$$CONS_{it} = a_0 + a_1OCD_{it} + a_2TUN_{it} + a_3OCD_{it} * TUN_{it} + a_4GROW_{it} + a_5ROA_{it} + a_6LEV_{it} + a_7CFO_{it} + other\ contol\ variles + e_{it}$$

여기에서, $CONS_{it}$ 는 보수주의 측정치

OCD_{it} 는 소유과리도로서 최대주주의 의결권과 소유권의 차이

$OCD_{it} * TUN_{it}$ 는 OCD_{it} 와 TUN_{it} 의 상호작용 변수

TUN_{it} 는 내부거래에 관한 추정치로서 관계회사간의 매출액을 총매출액으로 나눈 값

$GROW_{it}$ 는 매출액성장률

ROA_{it} 는 총자산이익률

LEV_{it} 는 부채비율

CFO_{it} 는 영업현금흐름

[연구모형]에서 소유과리도가 클수록 회계처리의 보수성이 낮아진다면 소유과리도의 회귀계수인 α_1 이 음(-)으로 나타날 것을 기대된다. 또한 내부거래가 증가할수록 회계처리의 보수성이 낮아진다면 내부거래의 회귀계수인 α_2 이 음(-)으로 나타날 것으로 기대된다. 그리고 소유과리도의 크기에 따라 내부거래가 회계처리의 보수성에 미치는 영향이 달라질 수 있다. 소유과리도와 내부거래의 상호작용항을 추가하였다. 통제변수로서 매출액성장률, 영업현금흐름이 회계처리의 보수성과 음(-)으로 관련되어 있다는 결과를 반영하여 모형에 추가하였다. 통제변수들은 회계이익의 질 관련 연구에서 회계처리의 보수성과 관련성이 있는 것으로 파악된 변수들이다.

3.3 변수측정

분석모형에서 종속변수로 사용된 회계처리의 보수성(CONS_{it})변수는 다음과 같이 측정되었다 (Feltham and Ohlson 1995, Zhang 2000, 백원선 등 2004).

$$CONS_{it} = 1 - \left(\frac{t\text{년 말 순자산}}{t\text{년 말 시장가치}} \right)$$

소유과리도(OCD_{it})는 이원흠(2006) 및 안홍복(2004)과 유사하게 최대주주가 의결권에 영향력을 미칠 수 있는 지분에서 최대주주의 지분을 차감하여 다음과 같이 측정하였다.

$$OCD_{it} = \text{특수관계자를 포함한 최대주주의 지분}_{it} - 1\text{대주주의지분}_{it}$$

또한 다른 관심변수인 내부거래(TUN_{it})는 관계회사 간의 매입매출의 합을 기업의 매출액으로 나누어 측정하였다.

통제변수로 사용된 매출액성장률(GROW_{it})은 당기매출액에서 전기매출액을 차감하고, 이를 전기매출액으로 나누어 측정하였으며, 총자산이익률(ROA_{it})은 영업이익을 총자산으로 나누어 측정하였다. 또한 부채비율(LEV_{it})은 총부채를 총자산으로 나누어 측정하였으며 영업현금흐름(CFO_{it})은 영업활동으로부터 현금흐름을 매출액으로 나누어 다음과 같이 측정하였다. 기업규모(SIZE_{it})는 총자산에 자연로그를 취하여 측정하였으며 배당수익률(DIV_{it})은 보통주배당액을 종가로 나누어 측정하였다. 외국인지분율(FOR_{it})은 외국인보유주식수를 유통주식수로 나누어 측정하였다. 시장위험을 나타내는 변수 (RISK_{it})는 시장모형에 의한 베타값 Collins kothari(1989)에서 정의된 시장모형에 의한 베타값으로 분석시점 이전 1년간의 주별 수익률을 사용하여 추정하였다. 시장구분변수(MKT_{it})는 거래소시장에서 거래되는 기업이면 1, 아니면 0으로 측정하였다. 산업의 특성이 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위해 한국표준산업분류를 이용하여 연구모형에 산업더미변수를 추가하였다.

3.4 표본선정

본 연구에서는 소유과리도와 터널링이 회계처리의 보수성에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 한다. 이러한 분석을 수행하기 위해 2001년부터 2012년 까지 한국거래소(KRX)에 상장되어 있는 기업을 대상으로 실증분석을 수행하였다. 분석을 위한 구체적인 표본 추출 기준은 다음과 같다.

- 1) KIS-VALUE DATA BASE에서 재무제표 자료를 추출할 수 있는 기업
- 2) KIS-VALUE DATA BASE에서 주가지표를 수집할 수 있는 기업
- 3) KIS-VALUE DATA BASE 및 FN-GUIDE DATA BASE에서 지분율에 대한 자료를 수집할 수 있는 기업
- 4) 12월말 결산 법인
- 5) 금융, 보험, 증권업을 제외한 기업
- 6) 순장부가치가 양(+)인 기업

재무제표 구성요소가 순장부가치가 양(+)인 기업으로 표본을 제한한 이유는 순장부가치 음(-)인 기업은 자본잠식 상태에 있으므로 재무적 압박이 심하여 정상영업이 어려운 것으로 생각되며 이로 인한 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위해 표본에서 제외하였다. 이상관측치(outliers)가 연구결과에 미치는 영향을 배제하기 위해 주요 독립변수 기준으로 정상범위를 초과하는 관측치는 표본에서 제외하였다.⁶⁾ 최종적인 조건을 충족하여 분석에 사용된 표본수는 연도-기업을 포함하여 8,842개이다.

IV. 실증분석결과

4.1 변수의 기술통계

본 연구에서는 관계회사와의 매출을 통한 내부거래와 소유과리도가 회계처리의 보수주의에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 한다. 이를 위해 관계회사와의 거래의 합을 내부거래로 정의하고 소유과리도를 독립변수로 하는 분석을 실시한다. 이러한 연구에 사용된 주요변수에 대한 기술통계를 <표 4-1>에 제시하였다.

6) $\mu \pm 3\sigma$ 의 범위에서 초과치를 표본에서 제거하였다. 최종적인 표본은 이러한 이상관측치(outliers)가 제거된 후의 결과이다.

〈표 4-1〉 기술통계

변수	최소값	최대값	평균	표준편차
CONS _{it}	-4.986	0.981	-0.360	0.977
OCD _{it}	0.000	0.540	0.151	0.123
TUN _{it}	0.000	0.999	0.085	0.178
GROW _{it}	-32.407	1.000	-0.283	16.040
ROA _{it}	-0.977	0.470	0.043	0.083
LEV _{it}	0.001	0.987	0.411	0.197
CFO _{it}	-73.647	68.058	0.066	1.376
DIV _{it}	0.000	33.595	0.020	0.397
SIZE _{it}	22.440	32.182	25.642	1.401
FOR _{it}	0.000	0.858	0.065	0.115
RISK _{it}	-2.021	3.201	0.792	0.450
MKT _{it}	0.000	1.000	0.443	0.497
GROUP _{it}	0.000	1.000	0.132	0.338
IFRS _{it}	0.000	1.000	0.133	0.340

주1) CONS_{it}: 회계처리의 보수성, OCD_{it}: 소유과리도, TUN_{it}: 내부거래, GROW_{it}: 매출액성장률, ROA_{it}: 총자산 이익률, LEV_{it}: 부채비율, CFO_{it}: 영업현금흐름_{it}, DIV_{it}: 배당비율, SIZE_{it}: 기업규모, FOR_{it}: 외국인주식비율, RISK_{it}: 시장모형에 의한 베타값, MKT_{it}: 시장구분변수, GROUP_{it}: 대규모기업집단 소속유무, IFRS_{it}: K-IFRS 적용년도

주2) 표본수는 연도·기업을 통합하여 8,842개임

표본의 경우 회계처리의 보수성을 나타내는 변수(CONS_{it})의 경우에도 최대값과 최소값의 크기가 크게 나타나 기업의 회계처리의 보수성이 기업에 따라 매우 다르게 적용되는 것을 알 수 있다. 기업의 소유과리도를 나타내는 변수(OCD_{it})도 평균이 0.151로 나타나 기업의 소유주의 현금흐름지분과 통제지분사이의 평균이 약 15%임을 알려준다. 이것은 많은 기업이 기업을 통제하는 과정에서 특수관계인의 지분을 사용하는 것을 알 수 있다. 관계기업간의 터널링을 나타내는 변수(TUN_{it})의 평균이 0.085로 관계기업간의 거래가 전체 매출에서 차지하는 비중이 기업의 부를 이전하는 활동에 사용될 수 있게 충분히 크다고 나타난다. 그리고 최대값(0.999)으로 유추해 보아 관계회사와 매출에 종속되어 있는 기업도 존재한다. 기업의 대리인 문제를 낮춰주는 역할을 하는 외국인 지분 변수(FOR_{it})은 평균 0.065로 나타난다.

통제변수 중에서 시장구분변수(MKT_{it})의 평균이 0.443으로 표본의 기업은 코스닥시장에서 거래되는 기업이 많다는 것은 나타난다. 그리고 대기업 집단에 속해있는 기업을 나타내는 변수인(GROUP_{it})의 평균이 0.132로 나타나 표본기업의 약 13%가 대기업 집단에 속해있는 기업으로 나타났다.

4.2 상관관계 분석결과

이러한 분석을 위한 중요 변수에 대한 상관관계 분석결과를 <표 4-2>에 제시하였다.

<표 4-2> 상관관계분석표

	CONS _{it}	OCD _{it}	TUN _{it}	GROW _{it}	ROA _{it}	LEV _{it}	CFO _{it}	DIV _{it}	SIZE _{it}	FOR _{it}
OCD _{it}	-0.206***									
TUN _{it}	-0.071***	0.071***								
GROW _{it}	-0.002	-0.006	0.011							
ROA _{it}	0.090***	0.044***	0.007	0.019*						
LEV _{it}	0.021*	-0.037***	0.013	0.001	-0.172***					
CFO _{it}	0.006	0.015	-0.004	-0.705***	0.062***	-0.014				
DIV _{it}	-0.011	0.010	0.004	0.000	0.019*	-0.022**	0.003			
SIZE _{it}	-0.075***	0.043***	0.031***	-0.028***	0.169***	0.226***	0.035***	-0.001		
FOR _{it}	0.133***	-0.066***	0.032***	-0.030***	0.189***	-0.046***	0.047***	-0.005	0.470***	
RISK _{it}	0.250***	-0.190***	-0.006	-0.008	0.002	0.074***	-0.010	-0.006	0.171***	0.050***

주1) CONS_{it}:회계처리의 보수성, OCD_{it}:소유과리도, TUN_{it}:내부거래, GROW_{it}:매출액성장률, ROA_{it}:영업이익률, LEV_{it}:부채비율, CFO_{it}:영업현금흐름, DIV_{it}:배당비율, SIZE_{it}:기업규모, FOR_{it}:외국인주식비율, RISK_{it}:시장모형에 의한 베타값

주2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 유의적임.

주3) 표본수는 연도·기업을 통합하여 8,842개임

<표 4-2>에서는 내부거래를 나타내는 변수(TUN_{it})와 보수주의를 나타내는 변수(CONS_{it}) 사이에서는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타나고 있으며 통계적으로 유의하다. 내부거래가 많은 기업의 경영자는 기업의 부를 사적으로 이전시키려는 유인이 있다. 그러나 회계처리를 보수적으로 하면 이익이 줄고 부채가 증가하여 외부이해관계자의 모니터링으로 인해 내부거래가 어려워 질 수 있다. 이런 상관관계 결과는 김세로나 등(2011)과 같은 결과를 나타낸다.

4.3 소유과리도와 내부거래규모가 이익의 질에 미치는 영향

본 연구에서는 소유과리도 및 관계회사와의 내부거래규모가 기업이 보고하는 이익의 질에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 한다. 관계회계와의 내부거래 규모는 이익이전에 대한 대용변수이며, 이익의 질은 회계처리의 보수성 정도로 측정하였다. 이러한 분석을 수행하기 위해 소유과리도와 관계회사와의 내부거래 규모를 독립변수로 하고 회계처리의 보수성을 종속변

수로 하는 회귀분석을 실시하였다. 이에 대한 결과를 <표 4-3>에 제시하였다.

분석결과에서 소유과리도(OCD_{it})의 회귀계수는 음(-)으로 유의적으로 나타났다. 이는 최대주주의 소유과리도가 높을수록 회계처리를 공격적으로 하여 최대주주 자신의 이익추구를 적극적으로 하고 있음을 암시한다. 이러한 결과를 토대로 최대주주는 소유과리도가 클수록 자본투자와 같은 운영의사결정을 최대주주에게 유리한 방향으로 한다는 선행연구⁷⁾에 더하여 회계적인 의사결정에서도 최대주주의 사적이익 추구를 위한 수단이 될 가능성이 높아진다고 볼 수 있다.

<표 4-3> 이익의 질에 미치는 영향분석

변수	CONS _{it}			
	회귀계수	t-value	회귀계수	t-value
상수	2.566	8.976***	2.562	8.957***
OCD _{it}	-0.077	-8.140***	-0.074	-7.068***
TUN _{it}	-0.034	-3.749***	-0.028	-1.976**
OCD _{it} *TUN _{it}	-	-	-0.008	-0.553
GROW _{it}	-0.010	-0.826	-0.010	-0.827
ROA _{it}	0.114	12.160***	0.113	12.152***
LEV _{it}	0.155	15.779***	0.155	15.752***
CFO _{it}	-0.009	-0.713	-0.009	-0.714
DIV _{it}	-0.006	-0.651	-0.006	-0.651
SIZE _{it}	-0.180	-11.864***	-0.180	-11.856***
FOR _{it}	0.194	18.495***	0.194	18.499***
RISK _{it}	0.119	11.236***	0.119	11.237***
MKT _{it}	-0.113	-9.997***	-0.113	-9.995***
GROUP _{it}	0.114	10.050***	0.114	10.048***
IFRS _{it}	-0.004	-0.093	-0.004	-0.093
산업더미	포함		포함	
연도더미	포함		포함	
Adj.R ²	0.340		0.340	
F-value	58.599***		57.866***	
N	8,842			

주1) CONS_{it}: 회계처리의 보수성, OCD_{it}: 소유과리도, TUN_{it}: 내부거래, OCD_{it}*TUN_{it}: 소유과리도와 내부거래 규모의 상호작용항, GROW_{it}: 매출액성장률, ROA_{it}: 총자산이익률, LEV_{it}: 부채비율, CFO_{it}: 영업현금흐름, DIV_{it}: 배당비율, SIZE_{it}: 기업규모, FOR_{it}: 외국인주식비율, RISK_{it}: 시장위험, MKT_{it}: 시장구분변수, GROUP_{it}: 대규모기업집단 소속유무, IFRS_{it}: K-IFRS 적용유무

주2) ***, **, *는 단측검정으로 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 유의적임.

내부거래규모를 나타내는 변수(TUN_{it})의 회귀계수도 음(-)으로 유의적인 것으로 나타났다. 이는 내부거래의 규모가 커질수록 회계처리를 공격적으로 하고 있음을 나타내 내부거래규모가 커질수록 이익이전과 같은 행위에 대한 동기가 커지는 것을 나타내며, 이러한 동기를 실현하기 위해 회계정책의 선택을 적극적으로 이용하는 것으로 볼 수 있다.

그러나 소유과리도와 관계기업간 내부거래 규모의 상호작용항의 회귀계수는 통계적인 유의

7) 유성용과 김상운(2014)

성을 발견할 수 없었다. 이는 관계회사와의 내부거래 규모가 커질수록 회계이익의 질적 수준이 저하되는 정도를 소유과리도가 강화한다는 증거가 없음을 의미한다. 이러한 분석결과를 종합하면 본 연구의 <가설 1>과 <가설 2>는 지지되는 것으로 볼 수 있으며, <가설 3>이 지지된다는 증거를 발견할 수 없었다.

통제변수들은 기존의 연구들과 유사한 결과를 나타내고 있으며, 대규모 기업집단에 소속된 기업들이 회계처리의 보수성정도가 그렇지 않은 기업에 비해 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 대규모기업집단의 경우 관계기관의 규제, 기업의 명성유지, 외부기관의 모니터링정도의 심화 등의 요인에 의해 회계처리의 보수성에 대한 요구수준이 높기 때문인 것으로 보인다(김새로나 등2011).

4.4 추가분석

〈표 4-4〉 영업이익실현에 따른 회계처리의 보수성에 대한 영향

변수	CONS _{it} (영업이익 그룹)		CONS _{it} (영업손실 그룹)	
	회귀계수	t-value	회귀계수	t-value
상수	1.411	4.562 ***	5.244	7.156 ***
OCD _{it}	-0.055	-4.852 ***	-0.094	-3.890 ***
TUN _{it}	-0.023	-1.484 *	0.009	0.277
OCD _{it} *TUN _{it}	-0.010	-0.590	-0.042	-1.266
GROW _{it}	-0.042	-1.603 *	-0.019	-0.721
ROA _{it}	0.209	20.553 ***	0.031	1.357 *
LEV _{it}	0.141	13.044 ***	0.220	9.652 ***
CFO _{it}	-0.041	-1.561 *	-0.011	-0.403
DIV _{it}	-0.006	-0.602	-0.149	-6.661 ***
SIZE _{it}	-0.122	-7.430 ***	-0.298	-8.805 ***
FOR _{it}	0.182	15.741 ***	0.109	4.900 ***
RISK _{it}	0.130	11.370 ***	0.064	2.553 ***
MKT _{it}	-0.120	-9.808 ***	-0.087	-3.402 ***
GROUP _{it}	0.104	8.430 ***	0.115	4.724 ***
IFRS _{it}	-0.013	-0.284	0.134	1.301 *
산업더미	포함		포함	
연도더미	포함		포함	
Adj.R ²	0.369		0.404	
F-value	54.519 ***		15.127 ***	
N	7,216		1,586	

주1) CONS_{it}: 회계처리의 보수성, OCD_{it}: 소유과리도, TUN_{it}: 내부거래, OCD_{it}*TUN_{it}: 소유과리도와 내부거래 규모의 상호작용항, GROW_{it}: 매출액성장률, ROA_{it}: 총자산이익률, LEV_{it}: 부채비율, CFO_{it}: 영업현금흐름, DIV_{it}: 배당비율, SIZE_{it}: 기업규모, FOR_{it}: 외국인주식비율, RISK_{it}: 시장위험, MKT_{it}: 시장구분변수, GROUP_{it}: 대규모기업집단 소속유무, IFRS_{it}: K-IFRS 적용유무

주2) ***, **, *는 단측검정으로 각각 1%, 5%, 10%, 수준에서 유의적임.

이익의 실현정도에 따라서 회계처리의 보수성 정도에 차이가 있을 수 있다. 이익을 충분히 실현하는 기업의 경우에는 회계처리를 보수적으로 하더라도 시장에 부정적인 회계정보가 공시

되지 않는다. 그러나 이익실현이 어려운 기업들은 순손실을 보고하는 부정적인 정보의 공시를 꺼리게 될 것이다. 이로 인해 회계처리의 보수성에 대한 유인이 약화될 수 있다. 이러한 영향을 분석하기 위해 분석 표본을 영업이익을 실현한 기업과 영업손실을 보고한 기업으로 분류하여 소유과리도와 관계회사와의 내부거래 규모를 독립변수로 하고 회계처리의 보수성을 종속변수로 하는 회귀분석을 각각의 그룹에 대해 실시하였다. 이에 대한 결과는 <표 4-4>에 제시하였다.

분석결과 소유과리도가 회계처리의 보수성에 미치는 영향은 영업이익 그룹 및 영업손실 그룹에서 동일하게 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 내부거래규모는 영업이익그룹에서는 음(-)의 부호를 보이고 있으며, 단측검정으로 통계적인 유의성이 있어 내부거래가 회계처리보수성에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 영업손실그룹에서는 회귀계수의 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 이는 영업이익을 실현하는 기업에서 내부거래를 통한 이익이전이 가능하나 영업손실을 보고하는 기업은 내부거래를 통한 이익이전이 원초적으로 불가능하기 때문으로 보인다.

<표 4-3>에서와 같이, 영업이익그룹 및 영업손실그룹에서 소유과리도와 관계기업간 내부거래 규모의 상호작용항의 회귀계수는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 이는 관계회사와의 내부거래 규모가 커질수록 회계이익의 질적 수준이 저하되는 정도를 소유과리도가 강화한다는 증거가 없음을 의미하며, 이익실현의 정도에 의해서도 달라지지 않음을 의미한다.

V. 결 론

기업의 소유지배구조가 명확하게 분리되어 있지 않은 동북아시아 국가들에서 최대주주는 특수관계자에 있는 지분을 합하여 의결권을 행사함으로써 효과적으로 기업을 통제하고 있다. 그러나 최대주주가 직접 보유한 지분은 전체 주식에 비해 매우 작기 때문에 최대주주는 자신의 부를 극대화하기 위해 다른 주주들의 부를 포함한 이해관계자들의 부를 희생시킬 유인이 있다. 최대주주가 자신의 부를 극대화하기 위한 방법은 여러 가지가 있으나 본 논문에서는 자신의 지분률이 높은 관계기업과의 내부거래를 통한 부의 이전을 주목하였다. 그리고 회계정보의 질은 다양한 관점에서 파악할 수 있으나 본 연구에서는 회계이익의 질을 회계정보의 보수성으로 정의하였다. Basu(1997) 및 Watts(2003)는 기업에 유리한 사건을 실현이 확인될 때까지 인식을 연기하며, 기업에 불리한 사건은 초기에 인식하는 것을 보수주의로 정의하고 소유과리도와 내부거래가 회계이익에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

분석결과에서 소유과리도(OCdit)의 회귀계수는 음(-)으로 유의적으로 나타났다. 이는 최대주주의 소유과리도가 높을수록 회계처리를 공격적으로 하여 최대주주 자신의 이익추구를 적극적으로 하고 있음을 암시한다. 이러한 결과를 토대로 최대주주는 소유과리도가 클수록 자본투자와 같은 운영의사결정을 최대주주에게 유리한 방향으로 한다는 선행연구⁸⁾에 더하여 회계적인 의사결정에서도 최대주주의 사적이익 추구를 위한 수단이 될 가능성이 높아진다고 볼 수 있

다.

내부거래규모를 나타내는 변수(TUNit)의 회귀계수도 음(-)으로 유의적인 것으로 나타났다. 이는 내부거래의 규모가 커질수록 회계처리를 공격적으로 하고 있음을 나타내 내부거래규모가 커질수록 이익이전과 같은 행위에 대한 동기가 커지는 것을 나타내며, 이러한 동기를 실현하기 위해 회계정책의 선택을 적극적으로 이용하는 것으로 볼 수 있다.

그러나 소유과리도와 관계기업간 내부거래 규모의 상호작용항의 회귀계수는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 이는 관계회사와의 내부거래 규모가 커질수록 회계이익의 질적 수준이 저하되는 정도를 소유과리도가 강화한다는 증거가 없음을 의미한다.

8) 유성용과 김상운(2014)

참고문헌

- 강준구,김진모,배기홍. 2001. 기업집단과 대리인문제: 재벌 및 비재벌 인수기업의 합병성과 비교연구. 재무연구(제14권 제2호):49-88.
- 김명중,하승화,김진우. 2014. 정보비대칭과 회계 보수주의의 관련성 분석. 국제회계연구(제55집):82-108.
- 김새로나,양동훈,조광희. 2011. 대리인비용과 보수주의 관련성. 회계학연구(제36권 제3호):65-102.
- 박승록. 2001. 기업집단의 내부거래와 효율성에 관한 연구. 한국경제연구원:1-74.
- 신석훈. 2011. 기업집단 내부거래와 회사기회유용 금지. 한국경제연구원: KERI 11-08.
- 유성용,육운복. 2012. 자본투자 의사결정에 있어서 보수주의 회계의 역할. 세무회계연구(제19권 제2호):171-197.
- 유성용,김상운. 2014. 소유과리도가 기업의 자본투자에 미치는 영향. 회계연구(제31권):135-155.
- 이원흠. 2009. 대기업집단 내부거래의 대리인가설 검정에 관한 연구. 한국증권학회지(제38권 제4호):455-478.
- Basu, S., 1997. The Conservatism Principle and the Asymmetric timeliness of Earnings. Journal of Accounting and Economics 24: 3-37.
- Bea, K. H., J. K. Kang and J. M. Kim. 2002. Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups. Journal of Finance 57(6): 2695-2740.
- Cheung, Y. L., Rau. P. R., and Stouraitis A. 2006. Tunneling, Propping and Expropriation : Evidence from Connected Party Transactions in Hong Kong. Journal of Financial Economics 82: 343-386.
- Claessens, S., Djankov, and L. H. P. Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporation. Journal of Financial Economics 58: 81-112.
- Fan, J., and T. J. Wong. 2002. Corporate ownership structure and the informativeness of accounting earnings. Journal of Accounting and Economics 65: 401-425.
- Friedman, E., S. Johnsona, T. Mitton. 2003. Prop ping and tunneling. Journal of Comparative Economics 31(4): 732-750.
- Jensen and Mecking. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics 3(4): 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes., and A. Shleifer. 2000. Tunneling. American Economic Review 90: 22-27.
- La Porta, R, F. Lopez-De-Silanes, and A. Shleifer. 1999. Corporate Ownership Around the

- World. Journal of Finance 54: 471-518.
- LaFond, R. and R. L. Watts. 2008. The Information Role of Conservatism. The Accounting Review. 83(2): 447-478.
- Lemmon, M. L. & Lins, K. V. 2003. Ownership Structure, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis. Journal of Finance 58(4): 1451-1468.
- Riyanto, E. and L. A. Toolsemab. 2008. Tunneling and Propping: A Justification for Pyramidal Ownership. Journal of Banking & Finance 32(10): 2178-2187.
- Watt, R. L. and J. L. Zimmerman. 1986. Positive Accounting Theory. Englewood Cliffs. NJ: Prentice-Hall.
- Watts, R. L. 2003. Conservatism in Accounting Part I: Explanations and Implications. Accounting Horizons 17(3):207-221.