

이사회 특성이 부채선택과 기업가치에 미치는 영향

Panpan, Feng* · 전성일**

< 요약 >

본 연구는 사외이사의 전문성 및 감사위원회 도입으로 측정된 이사회 특성(효율성)이 기업의 부채 만기구조와 회계정보의 가치관련성에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 부채의 만기구조는 기업의 자본비용과 기업위험(재무위험), 재조달비용 등에 영향을 미칠 수 있기 때문에 매우 중요하며, 잘못된 부채의 만기구조는 해당기업의 가치를 감소시킬 뿐만 아니라 기업의 존폐에도 영향을 미칠 수 있다. 이에 본 연구에서는 이사회의 특성이 기업의 위험을 낮추고 정보비대칭을 감소시킴으로써 경영자의 부채선택에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 한다. 아울러, 이들 기업의 회계정보에 대한 투자자들의 차별적인 반응이 있는지 분석하고자 한다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, 사외이사의 전문성이 높을수록 장기부채를 선호하는 것으로 나타났다. 이는 기업의 경영활동에 대한 적절한 감시를 통해 기업의 위험을 낮추고 나아가서는 경영자의 부채선택에도 영향을 미치는 것으로 해석된다. 둘째, 감사위원회의 경우 장기부채와는 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 셋째, 전문성을 갖는 사외이사가 높거나 감사위원회 설치 기업의 경우 그렇지 않은 경우에 비해 회계정보의 가치관련성은 높은 것으로 나타났다. 이는 이들 기업에 대한 투자자들의 평가가 긍정적(호의적)이라는 것을 의미한다.

한글색인어 : 사외이사 전문성, 감사위원회, 부채 만기구조, 가치관련성

* (제1저자) 전남대학교 회계학과 박사과정 e-mail: krjnufpp@hanmail.net

** (교신저자) 전남대학교 경영학부 교수 e-mail: sijeon@jnu.ac.kr

I. 서론

기업 외부에서 자금을 조달하는 경우 은행차입금과 사채 등의 방법이 있으며, 외부로부터 자금 조달 시, 무엇보다 만기구조가 중요하게 고려된다. 이는 잘못된 부채의 만기구조가 기업의 가치를 하락시킬 뿐만 아니라 기업의 존폐에도 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 즉, 부채의 만기구조는 기업의 자본비용과 재무위험, 재조달비용 등에 영향을 미칠 수 있다. 아울러, 부채의 적절한 만기선택은 해당 기업의 자본구조를 우수하게 만들 수 있고, 경영자와 외부의 투자자간의 정보비대칭을 완화시킬 수도 있다.

우리나라의 경우 소수의 지배주주에 의해 소유권이 집중되어 있으며, 상대적으로 해외의 선진국과 달리 소유와 경영이 분리되지 않은 형태를 나타내고 있다. 따라서 경영자(지배주주)와 소액주주 사이의 정보비대칭 문제는 심화되고 있으며, 이러한 문제를 해소하기 위한 방안으로 기업지배구조의 개선(필요성)이 언급되고 있는 실정이다(최정호 등 2013). 최근에는 이러한 지배구조 개선의 일환으로 이사회¹⁾의 역할과 감사위원회의 운영에 대한 연구가 활발히 이루어지고 있다. 이는 경영진을 감독하는 가장 중요한 감시 장치이며 기업의 최고 의사결정기구로서의 이사회가 기업지배구조¹⁾의 질(quality)을 직접적으로 높일 수 있기 때문이다(Fama 1980).

이에 본 연구는 사외이사의 전문성 및 감사위원회로 측정되는 이사회의 특성이 기업의 위험을 낮추고 기업지배구조의 질을 개선시켜 경영자의 부채선택에 영향을 미치는지 그리고 회계정보의 가치관련성과는 어떠한 영향이 있는지 분석하고자 한다. 본 연구는 2009년부터 2013년까지 유가증권시장에 상장된 비금융업을 대상으로 분석이 수행되었다. 분석결과는 다음과 같은데, 이사회 특성과 장기부채 분석에서는 사외이사의 전문성이 높을수록 부채의 만기구조가 길어지는 것으로 나타났으나 감사위원회 도입 여부는 장기부채와 통계적인 유의성을 발견하지 못하였다. 한편, 회계정보에 대한 가치관련성 분석에서는 사외이사의 전문성이 높은 기업과 감사위원회 도입 기업이 그렇지 않은 기업보다 회계정보(순자산과 순이익)의 가치관련성이 높게 나타났다. 즉, 이사회 효율성에 대한 시장참여자들의 차별적인 평가로 해석된다.

본 논문의 구성은 I 장 서론에 이어서 II 장에서는 관련 선행연구와 연구가설을

1) 소유구조이론에 따르면 기업의 지배구조가 양호할수록 부채계약의 이행비용을 감소시킬 수 있는 것으로 제시되고 있다.

살펴보고, III장에서는 연구방법 및 표본선정을 제시한다. IV장에서는 실증분석 결과를 제시하며, V 장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 사외이사제도 및 선행연구

사외이사제도는 지배구조 개혁의 일환으로 1995년부터 거론되기 시작하였으며, 1997년 초에 포스코(포항제철)이 자발적으로 처음 도입하였다. 1997년 외환위기를 겪으면서 이후 법 개정(1998년 증권거래소 유가증권상장규정의 개정, 1999년 증권거래법 개정²⁾을 통해 제도가 보완되었으며, 2003년 12월 31일 개정된 증권거래법에서는 자산규모 2조원 이상의 대형 상장법인에 대해 총 등기이사 과반수와 3인 중 큰 수 이상을 선임하도록 규정을 강화하였다. 감사위원회³⁾는 상법상 감사제도의 한계점 극복 및 경영(회계) 투명성을 통한 회계정보의 유용성을 향상시키기 위해 1999년 12월 상법 개정과 2000년 증권거래법 개정을 통해 도입되었으며, 자산 규모 2조원 이상인 대형 상장법인 및 협회등록법인에 대해서는 감사위원회 설치가 의무화 되었다.

기존의 선행연구들은 이사회⁴⁾ 특성과 관련해서 다양한 측면(기업가치, 경영성과, 이익조정 등)에서 살펴보고 있다, 이사회의 구성(특성)과 감사위원회 도입에 대한 효율성을 검증한 연구들이 대체로 보고되고 있으며, 실효성에 대해서는 상반된 결과들이 제시되고 있다. 이사회의 특성(사외이사 비율)이 기업성과에 미치는 효과를 살펴보면, Hill and Snell(1988)과 Pearce and Zahra(1991)는 사외이사의

2) 1998년의 개정에서는 모든 상장기업이 총 등기이사의 1/4이상을 사외이사로 선임하도록 하였으며, 1998년도 회계연도 말 이후 최초 정기주주총회 이전까지는 1명 이상을 선임하도록 하였다.

3) 감사위원회의 독립성 확보를 위해 3명 이상의 이사로 구성하되 2/3이상을 사외이사로 선임토록 하였으며 감사위원장은 사외이사가 맡게 하였다. 또한, 감사위원의 선임(해임)은 주주총회의 의결로써 결정하도록 규정하고 있다. 감사위원회는 독립성을 확보하기 위해 사외이사들로 구성되며, 경영진을 독립적인 시각에서 감독함으로써 회계정보의 신뢰성과 경영투명성을 확보하기 위한 제도라고 할 수 있다(손성규 등 2004).

4) 기업(경영자)에 대한 감시 및 투자자 보호, 기업가치의 제고를 위해서는 무엇보다 이사회의 독립성이 필요한데, 이사회 내에서 사외이사의 비율은 이사회의 독립성을 확보하는 요인으로 언급되고 있다. 한편, 사외이사는 사회적인 명성을 유지하기 위해 내부이사보다 효과적인 감독 기능을 수행한다는 유인이 있음을 제시하고 있다(Fama and Jensen 1983).

비율과 경영성과 사이에 유의한 양(+)의 관계를 보고하였으나, Vafeas and Theodorou(1998)는 기업 경영성과에 미치는 영향은 유의하지 않다는 것을 나타냈다. 국내연구로 홍광현 등(2010)은 사외이사(이사회 내 사외이사의 비율)와 기업가치 사이에 유의한 관계가 없음을 나타냈으나, 감사위원회 내에서 사외이사의 비율은 차기 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 임혜경 등(2014a)은 이사회의 특성 중에서 사외이사의 전문성이 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향을 분석하였는데, 전문성을 갖는 사외이사 수와 기업가치 사이에는 통계적인 유의성을 발견하지 못하였으나 경영성과와는 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이에 대해 저자들은 사외이사의 전문성이 경영자의 보수적인 회계처리를 유도하여 경영성과에 있어서 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석하고 있다. Beasley(1996)와 Beasley et al.(1999)은 회계분식의 발생 가능성과 감사위원회 독립성의 관계를 분석하였는데, 감사위원회의 존재 여부는 회계분식의 발생빈도와 관계가 없는 것으로 나타났으나 감사위원회의 구성원 중에서 독립적인 사외이사의 비율이 높을수록 회계분식의 가능성은 감소하는 것으로 나타났다. Klein(2002)은 이사회 내 사외이사의 비율이 높을수록, 감사위원회가 독립적일수록 이익조정은 감소함을 보고하였다. 이와 비슷하게 Dechow et al.(1995)은 이사회 독립성(사외이사의 비율로 측정)이 높을수록 이익조정이 감소한다는 것을 나타냈으며, Abbot and Parker(2000)는 이사회의 활동성이 높을수록 이익조정이 감소함을 발견하였다. 김정애와 최종서(2006)는 사외이사의 비율이 높고, 회계(재무)전문가가 선임되고, 이사회의 회의 횟수가 많은 기업에서 보수주의가 높게 나타나는 것으로 보고하였다.

한편, 감사위원회를 도입한 기업은 도입하지 않은 기업에 비해 이익조정이 감소한다는 결과(McMullen 1996; Xie et al. 2003⁵⁾)도 있으나 이에 반해 감사위원회 설치 여부 보다는 감사위원회의 구성(운영)이 중요하다는 연구결과(Beasley 1996; 이상철과 이경태 2003; 손성규 등 2004⁶⁾)도 제시되고 있다. 감사위원회 도입에 따른 시장반응을 분석한 연구를 살펴보면, 김문태 등(2008)과 임혜경 등(2014b)은 감사위원회가 설치된 기업일수록 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 감사위원회 도입 자체에 대한 자본시장의 긍정적인 신호로 해석하고 있다.

5) 감사위원회 내에서 사외이사의 전문성(CEO 및 재무경력)이 높을수록 이익조정이 감소되는 것으로 나타났다.

6) 손성규 등(2004)의 연구에서는 감사위원회의 효과에 대해 과거의 회계오류를 발견하고 보고했는지 여부로 측정하여 분석되었는데, 감사위원회 설치 여부와 회계오류 발견 사이에 통계적인 유의성은 나타나지 않았다.

2.2 부채선택(부채 만기구조)에 관한 선행연구

기존의 부채 만기구조 관련 연구들은 기업의 특성, 소유구조, 정보비대칭 등의 관점에서 살펴보았다. 기업의 특성 변수와 관련해서 살펴보면, Barclay and Smith(1995), Guedes and Opler(1996), Barclay et al.(2003)은 성장기회와 부채만기 사이에 음(-)의 관련성을 발견하였는데, 이는 성장기회가 클수록 단기부채를 많이 사용한다는 것을 의미한다. 한편, 기업규모가 클수록 더 많은 장기부채를 선택하는 것(Stohs and Mauer 1996; Barclay et al. 2003; Antoniou et al. 2006)으로 나타났다.

소유구조와 관련해서 살펴보면, Datta et al.(2005)은 경영자지분율이 부채만기에 미치는 영향을 분석하였는데, 경영자지분율은 부채만기에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 경영자지분율이 높을수록 경영자와 주주간의 이해일치의 결과로서 단기부채를 선호하지만, 이와 반대로 경영자지분율이 낮을 경우에는 외부 감시를 차단(단기부채를 증대시키는 경우 채권자로부터의 감독 압력이 높을 것이기 때문에)하기 위해 장기부채를 선택하는 것으로 언급하고 있다. Guney and Ozkan(2005)의 연구에서도 경영자지분율과 부채 만기구조는 음(-)의 관계가 나타났는데, 경영자 지분율과 관련된 대리인비용이 증가할수록 단기부채를 더 선호하는 증거로 주장하였다.

정보비대칭의 관점에서 살펴보면, 부채만기구조는 일종의 신호(signal)로 해석될 수 있다. 즉, 기업과 외부 이해관계자들 사이의 정보비대칭성이 클수록 채권자는 기업에 대한 감시 수준을 높일 수 있는데, 결과적으로 정보비용(information cost)이 낮은 단기부채를 선호하는 것으로 나타났다(Barclay and Smith 1995; Stohs and Mauer 1996; Scherr and Hulburt 2000). 그밖에 Stohs and Mauer(1996)는 부채만기와 신용등급 사이에 음(-)의 관련성이 있음을 밝혔는데, 이는 신용등급이 높을수록 단기부채를 많이 사용한다는 것을 의미한다⁸⁾.

2.3 가설 설정

-
- 7) 기업규모가 작을수록 정보비대칭과 파산위험이 더 높기 때문에, 규모가 작을수록 장기 부채조달에 어려움을 겪을 수 있다는 것으로 해석될 수 있다.
 - 8) 일종의 신호표시가설로 장기채권의 가치는 기업가치의 변동에 영향을 받을 수 있는데, 시장에서 기업에 대한 평가가 잘못 이루어지는 경우 단기부채보다는 장기부채에 더 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 우수한 기업은 더 많은 단기부채를 사용하며, 상대적으로 열등한 기업은 장기부채의 사용이 더 많이 사용한다는 것이다.

대리인비용가설⁹⁾에서는 기업의 이해관계자 사이에서 발생하는 대리인 문제가 부채 만기구조에 있어서 중요한 결정요인으로 제시되고 있다. 정보비대칭의 관점에서 살펴보면, 부채의 만기구조는 일종의 신호(signal)로 해석될 수 있는데 정보비대칭성이 커질수록(Barclay and Smith 1995; Stohs and Mauer 1996; Scherr and Hulburt 2000) 단기부채를 많이 사용하는 것으로 나타났다. 즉, 채권자들은 잠재적인 정보비대칭성이 높을수록 정보비용이 낮은 단기부채를 선호하는 것으로 해석된다. 조성순 등(2014)은 금융기관 출신 사외이사가 존재하는 기업의 경우 총 부채 및 장기차입금이 유의적으로 높다는 것을 나타냈는데, 금융인 사외이사는 전문성(전문적인 지식을 바탕으로 자본조달에 간접적으로 영향)이 높기 때문에 기업의 자본조달 측면에 있어서 긍정적인 역할을 하는 것으로 해석하고 있다. 아울러, 권경택(2007)¹⁰⁾은 대리인으로서 은행의 감시 역할(기능)이 높아질수록 장기의 부채 만기구조를 갖는 것으로 보고하였다.

기업 지배구조를 개혁하기 위한 방안으로 도입된 사외이사제도 및 감사위원회는 기업의 회계정보에 대한 투명성과 신뢰성을 높일 것으로 기대된다(손성규 등 2004). 한편, 경영자(기업)의 적절한 감시를 위해서는 사외이사의 전문성이 요구되는데, 이는 기업 경영에 대한 높은 이해와 전문성이 필요하기 때문이다. 관련 연구에서는 회계(재무)전문가가 선임될수록(김정애와 최종서 2006), 전문성을 갖는 사외이사 수가 많을수록 보수적인 회계처리를 유도하는 것으로 나타났다(임혜경 2014a; 조성순 등 2014). 이처럼, 사외이사의 전문성 및 감사위원회가 기업의 위험을 낮추고, 경영자에 대한 감시를 적절히 수행하는 경우 기업의 부채 만기(자본조달 측면에서 긍정적인 역할을 할 것으로 기대)에 영향을 미칠 수 있을 것으로 예상된다¹¹⁾. 즉, 본 연구에서는 부채의 만기구조를 고려하여 이사회 특성(전문성 비율, 감사위원회 도입)으로 측정된 기업 지배구조 변수와 어떠한 관련성을 갖는지 살펴보려고 한다. 따라서 아래와 같이 <가설 1>을 설정한다.

가설1 : 이사회 특성은 장기부채와 양(+)의 관련성을 갖는다.

가설1-1 : 사외이사의 전문성은 장기부채와 양(+)의 관련성을 갖는다.

9) 단기부채는 이자비용 정기지급의 압력 및 기업의 파산위험을 높일 수 있지만, 경영자의 과도한 투자 행위를 억제(Hart and Moore 1995)함으로써, 경영자의 기회주의적인 행위에 대한 감시를 적절히 수행하여 대리인의 이해 상충을 완화하는데 역할을 할 수 있다.

10) 은행차입금수준에 따른 기업의 부채 만기구조를 분석하였다.

11) 이사회의 효율성이 높을수록(사외이사의 전문성이 높을수록, 감사위원회가 도입된 기업일수록) 기업 내부에 대한 감시(monitoring)가 적절히 수행되는 것으로 가정한다. 즉, 이러한 경우 기업의 위험(파산)을 평가함에 있어서 높다고 할 수 있으며 유동성위험에 대한 인식도 빠를 것으로 기대한다.

가설1-2 : 감사위원회의 운영은 장기부채와 양(+)의 관련성을 갖는다.

한편, 이사회 특성 및 기업가치와의 관련성을 검증한 선행연구들에서는 이사회 운영이 효율(효과)적일수록 보고이익의 신뢰성을 증가시키는 것으로 나타났으며(Xie et al. 2003), 감사위원회를 설치한 기업은 그렇지 않은 기업보다 이익의 질이 향상되는 것으로 나타났다(Klein 2002; Xie et al. 2003). 이와 비슷하게, 문상혁과 박종국(2005)¹²⁾은 사외이사 및 감사위원회의 전문성(or 독립성, 활동성)이 높은 기업의 이익에 대한 가치 관련성이 그렇지 않은 기업보다 높다는 것을 나타냈다. 이는 사외이사 및 감사위원회의 운영에 있어서 시장참여자들의 긍정적인 평가를 나타낸 것으로 해석된다. 이처럼 전문성을 갖는 사외이사 및 감사위원회는 경영진에 대한 감독기능을 효과적으로 수행함으로써 재무보고의 신뢰성을 확보할 것으로 기대된다. 즉, 사외이사의 전문성 및 감사위원회가 설치된 기업은 그렇지 않은 경우에 비해 기업 재무보고의 질이 더 높을 것으로 예상되기 때문에, 재무정보의 가치관련성은 커질 것으로 예측된다. 따라서 아래와 같이 <가설 2>를 설정한다.

가설2 : 이사회 특성은 회계정보의 가치관련성과 양(+)의 관련성을 갖는다.

가설2-1 : 사외이사의 전문성은 회계정보(순자산, 순이익)의 가치관련성과 양(+)의 관련성을 갖는다.

가설2-2 : 감사위원회의 운영은 회계정보(순자산, 순이익)의 가치관련성과 양(+)의 관련성을 갖는다.

Ⅲ. 연구방법 및 표본선정

3.1 연구모형 설정

12) 문상혁과 박종국(2005)의 연구와 본 연구의 차별점은 다음과 같다. 첫째, 표본기간의 차이가 있는데, 문상혁과 박종국(2005)의 연구는 2000년부터 2002년까지의 표본기간을 대상으로 연구가 수행되었으나 본 연구는 비교적 최근의 표본기간(2009년~2013년)으로 분석이 이루어졌다. 둘째, 본 연구는 문상혁과 박종국(2005)의 연구결과를 확장하여 주당순자산에 대한 회계정보의 가치관련성을 추가적으로 검증하였다. 셋째, 통제변수로 산업더미를 추가하여 분석이 수행되었다.

이사회 특성이 부채의 만기구조와 회계정보 가치관련성에 미치는 영향을 살펴보기 위해 아래와 같은 식(1)을 설정하였다. <가설 1>에서 장기부채 비율의 경우 선행연구(Barclay and Smith 1995; Scherr and Hulburt 2001)를 참조하여 부채 만기의 대용치(proxy)로 선정하였다. 이사회 특성은 전문성¹³⁾을 갖는 사외이사 비율과 감사위원회 도입 유무로 측정하였다.

$$LongDebt_t = \beta_0 + \beta_1 EXP(AUDC)_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 AI_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 LEV_t + \beta_7 MGT_t + YEAR, Industry + \epsilon \quad (1)$$

$LongDebt_t$ = 장기부채/총부채;
 EXP_t = 전문성을 갖는 사외이사 비율;
 $AUDC_t$ = 감사위원회 설치 기업이면 1(아니면 0);
 $SIZE_t$ = $\log(\text{총자산})$;
 AI_t = 고정자산/총자산;
 CFO_t = 영업현금흐름/총자산;
 ROA_t = 영업이익/총자산;
 LEV_t = 총부채/총자산;
 MGT_t = 경영자지분율;
 $YEAR$ = 년도더미;
 $Industry$ = 산업더미.

식(1)에서 주요 검증변수는 전문성을 갖는 사외이사 비율 및 감사위원회 도입 여부이며 장기부채와는 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예측된다. 즉, 이사회 내에 전문성을 갖는 사외이사의 비율이 높거나 감사위원회가 설치된 기업일수록 기업의 위험을 낮출 것으로 기대되며 부채의 만기구조에 유의한 영향을 미칠 것으로 예측된다.

기존의 선행연구에서 장기부채에 영향을 미치는 요인으로 제시된 변수들을 통제변수로 포함시켰다. 통제변수에는 기업규모, 고정자산비율, 영업현금흐름, 총자산영업이익률, 부채비율, 경영자지분율이 포함되었다. 기업규모($SIZE$)의 경우, 규모가 작은 기업일수록 미래 투자기회가 상대적으로 다른 기업보다 많이 갖는 경향이 있으므로 대리인 비용이 증가하게 되는데, 이를 감소시키기 위해 단기부채를

13) 2003년 12월 31일 개정된 증권거래법과 2004년 4월 1일 개정된 증권거래법시행령에서는 감사위원 중 1인 이상을 공인회계사, 재무 또는 회계 관련분야의 연구원 또는 교수, 재무 또는 회계 관련 업무의 임직원으로서 근무한 경력이 있는 자, 또는 정부·지방자치단체·금융 감독원 또는 증권관계기관에서 재무 또는 회계 관련 업무 또는 이에 대한 감독업무에 근무한 경력이 있는 자로 둘 것을 규정하고 있다. 본 연구에서도 관련규정과 선행연구를 참조하여 사외이사의 전문성은 공인회계사, 세무사, 세무공무원, 경영전공교수, 기업과 관련 분야 전공교수로 측정하여 분석이 수행되었다.

사용할 유인이 높게 된다. 따라서 장기부채와는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측된다. 고정자산(AI)의 경우, 고정자산이 많이 있는 기업이 장기부채를 더 많이 사용할 것으로 기대(자산만기가 기업의 지불불능리스크를 낮춰 대리인비용을 감소시킬 수 있으므로)되므로, 장기부채와는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측된다(Stohs and Mauer 1996). 영업현금흐름(CFO)의 경우, 현금을 많이 보유한 기업이 유동성 위험이 상대적으로 낮기 때문에 단기부채를 더 많이 사용할 것으로 기대된다. 따라서 장기부채와는 음(-)의 관계를 가질 것으로 예측된다. 부채비율(LEV)의 경우, 부채비율이 높은 기업에서는 상대적으로 유동성 위험이 크기 때문에 장기부채를 많이 선택할 가능성이 높으므로 장기부채와는 양(+)의 관계를 가질 것으로 예측된다(Diamond 1991). 경영자지분율(MGT)의 경우, 경영자지분율이 증가할수록 이자비용의 절세효과를 통해 기업가치를 증가시킬 수 있는 장기부채를 선호할 수 있기 때문에 부채만기와는 양의 관계를 가질 것으로 예측된다(박성준 등 2014). 아울러, 특정년도(경기변동의 영향) 및 특정산업(산업간 차이)에 따른 영향을 통제하기 위해 년도 및 산업변수를 포함시켰다.

<가설 2>에서는 사외이사의 전문성 및 감사위원회가 회계정보(순자산과 순이익)의 가치관련성에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. Ohlson(1995)의 기업가치평가 모형을 기초로 하였으며, 회귀분석 모형¹⁴⁾은 식(2)와 같다. 식(2)에서 주요 검증변수인 $\beta_4(\beta_5)$ 값이 유의한 양(+)의 값을 가진다는 것은 전문성을 갖는 사외이사의 비율이 높은 기업(감사위원회를 운영하는 기업)이 그렇지 않은 기업보다 회계정보(순자산과 순이익)의 가치관련성이 더 높다는 것을 의미한다. 즉, 감사위원회를 도입한 기업의 회계정보에 대한 시장참여자들의 평가가 그렇지 않은 기업에 비해 높다는 것으로 해석될 수 있다.

$$P_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 E_t + \beta_3 NEGE_t + \beta_4 BV \times EXP(AUDC)_t + \beta_5 E \times EXP(AUDC) + \beta_6 YEAR, Industry + \epsilon \quad (2)$$

14) 종속변수는 t+1년도 3월말 주가를 사용하였으며, 순자산과 당기순이익의 경우 각각 발행주식수로 나눈 값을 주당순자산(BV), 주당순이익(E)으로 측정되었다. 통제변수로 음(-)의 순이익($NEGE$) 변수를 포함시켰는데, 이는 회계이익이 음(-)인 경우의 왜곡을 통제하기 위해서다(백원선 등 2003).

P_{t+1} = $t+1$ 년 3월말 증가;
 BV_t = 주당순자산;
 E_t = 주당순이익;
 $NEGE_t$ = E 가 음(-)이면 E (아니면 0);
 $YEAR$ = 년도더미;
 $Industry$ = 산업더미.

3.2 표본선정

본 연구는 2009년부터 2013년까지 유가증권시장의 상장기업 중에서 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 한국신용평가정보(주)의 Kis-Value에서 재무자료가 수집 가능한 기업
- (2) 12월 결산법인 & 비금융업에 속하는 기업
- (3) 감사의견이 적정인 기업, 자본잠식이 없는 기업
- (4) 이사회에 관한 정보가 있는 기업

첫째, 분석에 필요한 재무자료의 경우는 한국신용평가정보(주)의 Kis-Value 데이터베이스에서 수집하였다. 둘째, 표본기업의 비교가능성을 높이기 위해 금융업 기업 및 결산월이 12월이 아닌 기업은 표본에서 제외하였으며, 비적정 감사의견이거나 자본잠식이 있는 기업은 연구목적상 제외하였다. 셋째, 이사회 특성에 관한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)을 이용하여 수집하였다. 최종적으로 2,903개의 기업-연도 자료를 확보하였으며, 마지막으로 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 배제하기 위해 모든 변수의 상·하위 1%를 초과하는 관측치는 각 1%에 해당하는 값으로 조정(winsorization)하였다.

<표 1> 표본의 구성

구분	표본수
유가증권상장기업(2009년-2013년)	4,396
12월 말 결산이 아닌 기업	(645)
금융업, 보험업에 속한 기업	(490)
자본 잠식 기업	(19)
감사의견이 적정이 아닌 기업	(50)
사외이사가 없는 기업	(33)
필요한 재무자료 없는 기업	(256)
최종표본(기업-연도)	2,903

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계 및 상관관계 분석

<표 2>의 Panel a)는 본 연구의 <가설 1>에서 사용된 변수들의 기초통계량 값을 제시하고 있다. 종속변수인 장기부채 비율(*LongDebt*)의 평균은 0.246으로 나타났다. 이는 총부채에서 장기부채가 차지하는 비율이 대략 25%정도 된다는 것을 의미한다. 한편, 본 연구의 검증변수인 사외이사 전문성¹⁵⁾ 비율(*EXP*)과 감사위원회 설치 유무(*AUDC*)의 평균은 각각 0.100, 0.289로 나타났다. 이는 이사회 내에서 전문성을 갖는 사외이사의 비율이 대략 10%정도 차지하는 것으로 해석되며, 표본기업 중에서 감사위원회를 운영하는 기업은 대략 29%정도 되는 것을 알 수 있다. Panel b)는 본 연구의 <가설 2>에서 사용된 주가(*P*), 주당순자산(*BV*), 주당순이익(*E*), 음(-)의 순이익(*NEGE*) 변수에 대한 기술통계량 값을 제시하고 있다. 주가(*P*), 주당순자산(*BV*), 주당순이익(*E*), 음(-)의 순이익(*NEGE*) 변수에 대한 평균값은 각각 42250, 32406, 2444, -254.354로 나타났다.

통제변수를 살펴보면, 기업규모(*SIZE*)의 평균(중위수)은 26.741(26.488)으로 평균과 중위수가 크게 차이를 보이지 않은 것으로 나타났다. 고정자산 비율(*AI*)의 평균은 0.576으로 기존의 선행연구(권경택 2003) 결과(평균 0.480)와 비교해볼 때 다소 차이를 보였으나 이는 연구표본의 차이 때문으로 판단된다. 영업현금흐름(*CFO*)의 평균(중위수)은 0.058(0.049)의 값을 보였는데, 분석기간 동안 평균적으로 총자산의 5%정도의 영업현금흐름이 나타났음을 알 수 있다. 기업의 수익성 지표인 총자산영업이익률(*ROA*)의 평균(중위수)은 0.039(0.032)로 총자산 대비 영업이익은 대략 4%수준이다. 부채비율(*LEV*)의 평균(중위수)은 0.438(0.400)으로 표본기업의 부채비율이 평균적으로 자산 대비 대략 44%정도 되는 것을 알 수 있다. 경영자지분율(*MGT*)의 평균은 0.091으로 나타났다.

15) 표본기간(2009년~2013년)에 전문성을 가진 사외이사가 1명도 없는 기업이 대략 57%(년도별)에 이르는 것으로 나타났는데, 이는 기존의 임혜경 등(2014)의 연구와 크게 차이를 보이지 않는 것으로 살펴볼 수 있다. 한편, 1~2명의 전문성을 가진 사외이사를 이사회에 선임하고 있는 기업의 경우 대략 37%(년도별)로 나타났다.

<표 2> 기술통계량

Panel a) 이사회 특성이 부채의 만기구조에 미치는 영향(가설 1)					
변수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
<i>LongDebt</i>	0.246	0.201	0	0.201	0.871
EXP	0.100	0.132	0	0.000	0.667
<i>AUDC</i>	0.289	0.453	0	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	26.741	1.500	23.898	26.488	30.902
<i>AI</i>	0.576	0.187	0.148	0.575	0.986
<i>CFO</i>	0.058	0.085	-0.161	0.049	0.330
<i>ROA</i>	0.039	0.059	-0.146	0.032	0.235
<i>LEV</i>	0.406	0.197	0.026	0.400	0.864
<i>MGT</i>	0.091	0.130	0.000	0.005	0.522

주) 변수정의 : *LongDebt* = 장기부채/총부채; EXP = 전문성을 갖는 사외이사 비율; *AUDC* = 감사위원회 설치 기업이면 1(아니면 0); *SIZE* = log(총자산); *AI* = 고정자산/총자산; *CFO* = 영업현금흐름/총자산; *ROA* = 영업이익/총자산; *LEV* = 총부채/총자산; *MGT* = 경영자지분율.

Panel b) 이사회 특성이 가치관련성에 미치는 영향(가설 2) ¹⁶⁾					
변수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
<i>P</i>	42250	101616	379	10450	774000
<i>BV</i>	32406	68110	0	8656.074	462832
<i>E</i>	2444	7038	-7863	326.532	47070
<i>NEGE</i>	-254.354	1085	-7863	0.000	0

주) 변수정의 : *P* = t+1 연도 3월말 증가; *BV* = 주당순자산; *E* = 주당순이익; *NEGE* = E가 음(-)이면 E(아니면 0).

아래의 <표 3>은 본 연구의 <가설 1> 검증에 사용된 주요 변수들에 대한 상관관계 결과이다. 본 연구의 종속변수인 장기부채(*LongDebt*) 변수와 전문성을 갖는 사외이사 비율(EXP) 및 감사위원회 설치 여부(*AUDC*) 사이에는 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 나타냈다. 한편, 장기부채 변수는 통제변수들 중에서 기업규모(*SIZE*), 고정자산비율(*AI*), 경영자지분율(*MGT*)과는 양(+)의 상관관계를 나타냈

16) 관련 선행연구(정혜영 등 2003; 문상혁과 박종국 2005)에서 보고하고 있는 수치와 일부 차이가 있으나 이는 연구대상과 표본기간의 차이 때문으로 판단된다. 대체로 선행연구와 같이 주요 변수에 대한 표준편차의 값은 크게 나타났는데 이는 변수의 특성에 기인하는 것으로 간주된다.

으며, 영업현금흐름(*CFO*) 변수와는 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 한편, 독립변수와 통제변수들 사이의 상관관계에 따른 다중공선성(VIF: Variance Inflation Factor) 문제는 회귀분석을 통해 확인하였으며, 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 나타났다.

<표 3> 상관관계 분석¹⁷⁾

	EXP	AUDC	SIZE	AI	CFO	ROA	LEV	MGT
<i>LongDebt</i>	0.057 (0.002)	0.148 (0.000)	0.226 (0.000)	0.383 (0.000)	-0.165 (0.000)	-0.025 (0.174)	-0.010 (0.607)	0.075 (0.000)
EXP		0.335 (0.000)	0.271 (0.000)	0.045 (0.016)	0.069 (0.000)	0.026 (0.160)	0.019 (0.310)	-0.036 (0.050)
AUDC			0.571 (0.000)	0.173 (0.000)	0.061 (0.001)	0.048 (0.009)	0.067 (0.000)	-0.122 (0.000)
SIZE				0.283 (0.000)	0.143 (0.000)	0.121 (0.000)	0.140 (0.000)	-0.196 (0.000)
AI					0.021 (0.262)	-0.131 (0.000)	-0.160 (0.000)	0.067 (0.000)
CFO						0.338 (0.000)	-0.165 (0.000)	-0.048 (0.009)
ROA							-0.118 (0.000)	0.016 (0.399)
LEV								-0.229 (0.000)

*) 괄호안의 값은 p-value를 의미함.

4.2 회귀분석 결과

<표 4>는 본 연구의 <가설 1>을 검증하기 위한 것으로 식(1)을 이용하여 회귀 분석한 결과¹⁸⁾이다. 모형의 적합도를 나타내는 F값은 모두 통계적으로 유의하게 나타났으며, 모형의 설명력(Adj R²)은 42%으로 장기부채에 대해 설명변수들이 일

17) 순자산, 순이익과 주가의 상관관계는 다음과 같은데, 순자산과 순이익은 각각 주가와 통계적으로 1%수준에서 각각 유의한 양(+)의 관계를 나타냈다. 한편, 순이익은 순자산과 유의한 양(+)의 관계를 나타냈다.

18) 회귀식의 다중공선성(Multicollinearity) 여부를 점검하기 위해 VIF(Variance Inflation Factor)의 수치를 확인한 결과 모형(1)에서는 1.548을, 모형(2)에서는 1.894가 가장 큰 값을 보여 다중공선성 문제가 그리 높지 않은 것으로 판단된다.

정한 설명력을 지니고 있음을 제시하고 있다.

분석결과, 전문성을 갖는 사외이사(EXP) 변수는 장기부채와 통계적으로 유의한 양의 값(+)을 나타냈다. 이는 이사회 내에 전문성을 갖는 사외이사의 비율이 높을수록 기업의 부채 만기구조가 길어지는 것을 의미한다. 즉, 사외이사의 전문성이 높을수록 기업에 대한 감시기능과 내부통제에 대한 효율성을 높일 것(기업의 위험을 낮출 것)이므로 기업의 자본조달에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다. 한편, 감사위원회 설치 여부(AUDC)는 장기부채와 양(+)의 관련성을 나타냈으나 통계적인 유의성은 발견하지 못하였다.

<표 4> 이사회 특성이 부채 만기에 미치는 영향

$LongDebt_t = \beta_0 + \beta_1 EXP(AUDC)_t + Control\ Variable$				
변수	모형(1)		모형(2)	
	추정치	t값	추정치	t값
<i>Intercept</i>	-0.809	-14.12 ***	-0.827	-12.70 ***
EXP	0.056	2.47 **		
AUDC			0.003	0.42
SIZE	0.027	12.01 ***	0.028	10.93 ***
AI	0.387	21.35 ***	0.385	21.22 ***
CFO	-0.343	-8.41 ***	-0.340	-8.32 ***
ROA	-0.054	-0.91	-0.058	-0.98
LEV	-0.056	-3.30 ***	-0.056	-3.30 ***
MGT	0.068	2.91 ***	0.069	2.97 ***
YEAR, Industry	포함		포함	
N	2,903		2,903	
Adj R ²	0.427		0.426	
F-value	87.41 ***		86.99 ***	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

2) 변수정의 : *LongDebt* = 장기부채/총부채; EXP = 전문성을 갖는 사외이사 비율; *AUDC* = 감사위원회 설치 기업이면 1(아니면 0); *SIZE* = log(총자산); *AI* = 고정자산/총자산; *CFO* = 영업현금흐름/총자산; *ROA* = 영업이익/총자산; *LEV* = 총부채/총자산; *MGT* = 경영자지분율.

<표 5>는 이사회 특성¹⁹⁾이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 살펴보기

19) 사외이사의 전문성이 높은 기업과 낮은 기업으로 각각 구분하여 변수들에 대한 평균(중위수)값을 비교하여 살펴보았다. 분석결과, 사외이사의 전문성이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 추가(*P*)와 주당순자산(*BV*), 주당순이익(*E*) 변수의 경우 통계적으로 유의하게 높게 나타났다. 한편, 감사위원회 설치 여부에

위해 식(2)를 회귀분석한 결과이다. 모형의 적합도를 나타내는 F값은 모두 통계적으로 유의하게 나타났으며, 모형의 설명력(Adj R²)은 대략 57%를 나타냈다.

분석결과, 전문성을 갖는 사외이사 변수와 순자산(순이익) 변수의 상호작용 변수($BV(E) \times HEXP$)는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 전문성을 갖는 사외이사의 비율이 높은 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 기업의 보고 이익과 자산에 대해 시장참여자들의 반응이 높다(긍정적이다)는 것을 의미한다. 한편, 감사위원회 도입 여부와 순자산(순이익)의 상호작용 변수($BV(E) \times AUDC$)도 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 감사위원회를 운영하는 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 회계정보(순자산과 순이익)의 가치관련성이 더 높다는 것을 의미한다. 즉, 전문성을 갖는 사외이사의 비율이 높거나 감사위원회가 설치된 기업의 경우 투자자들은 이러한 기업의 회계정보에 더 긍정적인 반응을 하는 것으로 해석될 수 있다.

<표 5> 이사회 특성이 기업가치에 미치는 영향

Panel a) 전문성을 갖는 사외이사 비율						
$P_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 E_t + \beta_3 NEGE_t + \beta_4 BV(E) \times HEXP_t$						
	모형(3)		모형(4)		모형(5)	
	추정치	t값	추정치	t값	추정치	t값
<i>Intercept</i>	48389	13.80***	48612	13.85***	48594	13.86***
<i>BV</i>	0.480	11.18***	0.589	17.27***	0.511	11.38***
<i>E</i>	5.143	14.86***	4.514	10.97***	4.614	11.18***
<i>NEGE</i>	-7.105	-5.42***	-7.276	-5.55***	-7.063	-5.39***
<i>BV × HEXP</i>	0.179	4.38***			0.125	2.66***
<i>E × HEXP</i>			5.979	4.19***	3.841	2.35***
<i>YEAR</i>	포함		포함		포함	
<i>Industry</i>	포함		포함		포함	
<i>N</i>	2,903		2,903		2,903	
<i>Adj R²</i>	0.572		0.571		0.572	
<i>F-value</i>	176.96***		176.79***		169.77***	

따른 분석에서도 감사위원회가 설치된 기업의 경우 그렇지 않은 기업에 비해 각 변수에 대한 수치가 통계적으로 유의하게 높게 나타났다.

Panel b) 감사위원회 설치

$$P_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 BV_t + \beta_2 E_t + \beta_3 NEGE_t + \beta_4 BV(E) \times AUDC_t$$

	모형(3)		모형(4)		모형(5)	
	추정치	t값	추정치	t값	추정치	t값
<i>Intercept</i>	47952	13.64***	48096	13.68***	47943	13.64***
<i>BV</i>	0.543	14.16***	0.600	17.53***	0.537	11.18***
<i>E</i>	5.340	15.95***	4.949	11.84***	5.485	10.81***
<i>NEGE</i>	-7.333	-5.59***	-7.251	-5.50***	-7.361	-5.58***
<i>BV</i> × <i>AUDC</i>	0.100	2.93***			0.111	1.86*
<i>E</i> × <i>AUDC</i>			0.795	2.27**	-0.138	-0.23
<i>YEAR</i>	포함		포함		포함	
<i>Industry</i>	포함		포함		포함	
<i>N</i>	2,903		2,903		2,903	
<i>Adj R²</i>	0.570		0.570		0.570	
<i>F-value</i>	175.84***		175.47***		168.14***	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서 유의함을 의미함.

2) 변수정의 : *P* = t+1년도 3월말 증가; *BV* = 주당순자산; *HEXP* = 이사회 내 전문성을 갖는 사외이사의 비율이 중위수보다 큰 경우 1(아니면 0); *AUDC* = 감사위원회 설치 기업이면 1(아니면 0); *E* = 주당순이익; *NEGE* = *E*가 음(-)이면 *E*(아니면 0).

V. 결 론

본 연구는 전문성을 갖는 사외이사와 감사위원회 도입에 주목하여, 이사회 특성과 부채 만기구조와의 관련성을 검토하였다. 이사회와 감사위원회는 기업의 회계 정보에 대한 투명성과 신뢰성을 높일 것이므로(손성규 등 2004), 이사회의 효율성이 높은 기업들은 기업위험을 감소시킬 것으로 기대된다. 즉, 기업지배구조의 질(quality)이 높아질 것으로 기대되며 결과적으로 기업의 부채 만기구조에도 영향을 미칠 것으로 예측된다. 이에 추가하여 이사회 효율성의 차이에 따른 회계정보의 가치관련성에 상이한 영향을 미치는지 살펴보고자 하였다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, 전문성을 갖는 사외이사의 비율이 높을수록 장기부채와는 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 즉, 이사회 내에 사외이사의 전문성이 높을수록 해당 기업의 부채 만기구조는 길어지는 것으로 이해된다.

둘째, 감사위원회 도입은 통계적인 유의성을 발견하지 못하였다. 셋째, 전문성을 갖는 사외이사(중위수 기준 더미) 및 감사위원회 운영여부에 따른 가치관련성 분석에서는 사외이사의 전문성이 높은 기업과 감사위원회를 운영한 기업의 경우, 이러한 기업들의 주당순자산과 주당순이익과 같은 회계정보의 가치관련성이 그렇지 않은 기업보다는 높은 것으로 나타났다. 이는 이사회 효율성에 대한 투자자들의 차별적인 평가가 반영된 것으로 해석된다.

본 연구는 부채조달에 대한 선행연구들과 달리 기업지배구조 차원에서 이사회 효율성에 초점을 두고 기업의 부채선택, 그리고 이들 특성과 기업가치 관련성을 살펴보았다는 점에서 의의가 있다. 아울러, 사외이사의 특성에 따른 회계정보의 가치관련성 차이 분석에 대한 결과는 이사회 내에 전문성을 갖는 사외이사를 선임하도록 유도하고 있는 정책방향과도 부합되는 것으로 여겨진다. 한편, 본 연구는 기존의 관련연구를 바탕으로 사외이사의 전문성과 감사위원회 도입에 초점을 맞춰 연구를 수행하였으나 한편으로 이사회(감사위원회) 다른 특성(독립성, 활동성)을 고려하지 못한 한계점을 지니고 있다. 끝으로, 장기부채에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들을 통제하지 못해 생길 수 있는 생략된 변수 문제(omitted variable problem)가 존재할 수 있다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나
게재 신청되지 않았음을 확인함”

참고문헌

- 권경택. 2007. 은행의 감시역할과 기업의 부채선택구조. 산업경제연구(제20권 제1호) : 161-196.
- 김문태, 고대영, 위준복. 2008. 외국인 투자자와 감사위원회 설치 및 사외이사 특성이 기업가치에 미치는 영향. 회계정보연구 (제26권 제3호) : 65-88.
- 김정애, 최종서. 2006. 감사위원회 및 이사회의 특성차이가 보수주의에 미치는 영향. 회계정보연구 (제24권 제4호) : 251-274.
- 문상혁, 박종국. 2005. 기업지배구조와 이익지속성 및 가치관련성. 회계정보연구 (제23권 제3호) : 1-28.

- 박성준, 신민식, 김수은. 2014. 기업의 소유구조가 부채만기구조에 미치는 영향. 금융지식연구 (제12권 제3호) : 87-124.
- 백원선, 송인만, 전성일. 2003. 회계정보 유용성의 추세변화와 원인분석. 경영학연구 (제32권 제4호) : 1187-1206.
- 손성규, 최정호, 이은철. 2004. 감사위원회의 효과: 회계오류를 중심으로. 회계학연구(제29권 제3호) : 61-90.
- 이상철, 이경태. 2003. 감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향. 회계학연구 (제28권 제3호) : 143-172.
- 임혜경, 조은영, 고상연. 2014a. 사외이사의 전문성이 기업가치와 경영성과에 미치는 영향. 세무회계연구 (제39호) : 83-102.
- 임혜경, 조은영, 고상연. 2014b. 감사위원회 설치 여부가 기업가치와 경영성과에 미치는 영향. 세무회계연구 (제41호) : 71-87.
- 정혜영, 전성일, 김현중. 2003. 연구개발비 정보의 가치관련성에 관한 연구: 산업별 비교. 경영학연구 (제32권 제1호) : 257-282.
- 조성순, 박경진, 신현한. 2014. 금융기관 출신 사외이사 선임이 기업의 부채비율에 미치는 영향. 세무와 회계저널 (제15권 제4호) : 151-172.
- 최정호, 김명서, 홍수희. 2013. 이사회 특성과 투자효율성. 국제회계연구 (제50집) : 369-398.
- 홍광헌, 이가연, 서곤석. 2010. 기업의 이사회 위원회 구조와 기업가치. 대한경영학회지 (제23권 제6호) : 3083-3100.
- Abbot. L. and S. Parker. 2000. Auditor Selection and Audit Committee Characteristics. *Journal of Practice and Theory* 19(2) : 47-66.
- Antoniou, A., Y. Guney, and K. Paudyal. 2006. The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and UK. *European Financial Management* 12(2) : 161-194.
- Barclay, M., and C. Smith. 1995. The maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance* 50(2) : 609-631.
- Barclay, M., L. Marx, and C. Smith. 2003. The Joint Determination of Leverage and Maturity. *Journal of Corporate Finance* 9(1) : 149-167.
- Beasley, M., 1996. An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud. *The Accounting Review* 71(4) : 443-465.
- Beasley, M., J. Carcello, and D. Hermanson. 1999. Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997. Analysis of U.S. Public Companies. Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.

- Datta, S., M. Iskandar-Datta, and K. Raman. 2005. Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt. *Journal of Finance* 60(5) : 2333-2350.
- Dechow. P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70(2) : 193-225.
- Diamond, D., 1991. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk. *The Quarterly Journal of Economics* 106(3) : 709-737.
- Fama, E. 1980. Agency Problems and Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88(2) : 288-307.
- Guedes, J. and T. Opler. 1996. The Determinants of the Maturity of Corporate Debt Issues. *Journal of Finance* 51(5) : 1809-1833.
- Guney, Y. and A. Ozkan. 2005. New Insights on the Importance of Agency Costs for Corporate Debt Maturity Decisions. *Applied Financial Economics Letters* 1(4) : 233-238.
- Hart, O. and J. Moore. 1995. Debt and Seniority: An Analysis of the Role of Hard Claims in Constraining Management. *The American Economic Review* 85(3) : 567-585.
- Hill, C., and S. Snell. 1988. External Control, Corporate Strategy, and Firm Performance in Research Intensive Industries. *Strategic Management Journal* 9(6) : 577-590.
- Klein, A. 2002. Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management. *Journal of Accounting and Economics* 33(3) : 375-400.
- Mcmullen, D., 1996. Audit Committee Performance: An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committees. *Journal of Practice and Theory* 15(1) : 87-103.
- Peace, J., and S. Azhra. 1992. Board Composition from a Strategic Contingency Perspective. *Journal of management studies* 29(4) : 411-438.
- Scherr, F., and H. Hulburt. 2001. The Debt Maturity Structure of Small Firms. *Financial Management* 30(1) : 85-111.
- Stohs, M., and D. Mauer. 1996. The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure. *Journal of Business* 69(3) : 279-312.
- Vafeas, N. and E. Theodorou. 1998. The Relationship Between Board Structure and Firm Performance in the UK. *British Accounting Review* 30(4) : 383-407.
- Xie, B., W. DavidsonIII, and P. DaDalt. 2003. Earning Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee. *Journal of Corporate Finance* 9(3) : 295-316.