

석사학위논문

조건적 보수주의가 기업의
투자의사결정에 미치는 영향

-중국 상장기업을 중심으로

2018년

한 성 대 학 교 일 반 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

마 해 흙

석사학위논문
지도교수 정균범

조건적 보수주의가 기업의
투자의사결정에 미치는 영향
-중국 상장기업을 중심으로

Effects of Accounting Conservatism on
Investment Decisions: Focused on Listed
Companies in China

2017년 12월 일

한 성 대 학 교 일 반 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

마 해 흙

석사학위논문
지도교수 정균범

조건적 보수주의가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향

-중국 상장기업을 중심으로

Effects of Accounting Conservatism on
Investment Decisions: Focused on Listed
Companies in China

위 논문을 경영학 석사학위 논문으로
제출함

2017년 12월 일

한성대학교 일반대학원

경영학과

회계학전공

마해흠

마해흠의 경영학 석사학위 논문을 인준함

2017년 12월 일

심 사 위 원 _____(인)
장

심 사 위 원 _____(인)

심 사 위 원 _____(인)

국 문 초 록

조건적 보수주의가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향 -중국 상장기업을 중심으로

한 성 대 학 교 일 반 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

마 해 흠

본 연구의 목적은 회계보수성이 기업의 투자 의사결정에 미치는 영향을 검증하는 것이다.

이와 같은 연구목적을 달성하기 위해 2008년부터 2011년까지의 중국의 상장기업을 대상으로 검증하였으며 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 회계 보수성은 비효율적인 투자의 발생을 억제할 수 있는 것으로 나타났다. 기업의 회계 보수성은 공기업, 민영기업에 상관없이 비효율적인 투자(과도한 투자)에 유의한 부(-)의 영향력이 나타났다.

둘째, 국유 재산권은 회계 보수성이 기업 비효율적인 투자에 대한 억제 작용을 약화시키는 것으로 나타났다. 실증결과를 살펴보면 상장된 공기업과 민영 상장기업 중 공기업에서 회계 보수성과 과도한 투자는 유의한 음의 관계를 나타낸다. 구체적으로 살펴보면, 기업 소유권의 성격 및 회계 보수성의 교차변수가 과도한 투자와 유의한 양의 관계를 나타냈다. 그러므

로 국유 재산권은 회계 보수성이 기업 투자에 대한 억제 작용을 약화시킨다고 말할 수 있다.

본 연구는 중국에 상장된 기업 중, 공기업 여부가 회계보수주의와 기업 투자의사결정 간의 관계에 어떠한 영향을 미쳤는지에 대한 상관관계를 제시하였다는데 의의가 있다.

【주요어】 회계 보수주의, 투자효율성, 공기업

목 차

I. 서 론	1
1.1 연구의 목적 및 의의	2
1.2 연구방법 및 논문구성	3
1.2.1 연구방법	3
1.2.2 논문의 구성	4
II. 이론적 배경 및 선행연구	5
2.1 이론적 배경	5
2.1.1.1 회계보수주의의 정의	5
2.1.1.2 보수주의회계와 FASB	8
2.1.1.3 보수주의회계와 회계제도의 개혁	11
2.1.1.4 보수주의회계와 기업회계기준	15
2.1.2 투자효율성	16
2.1.3 공기업의 개념과 유형구분	19
2.2 선행연구	21
2.2.1 회계보수주의에 관한 연구	21
2.2.2 기업의 투자에 관한 연구	28
2.2.2.1 정보비대칭이론	28
2.2.2.2 대리인이론	31
2.2.2.3 자본조달비용	33
2.2.3 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 대한 연구	36
III. 연구설계	39
3.1 연구가설의 설정	39
3.1.1 보수주의가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 관한 가설	39
3.1.2 공기업과 보수주의가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 관한 가설	40

3.2 표본선정	41
3.3 연구모형의 설정	42
3.3.1 투자효율성 측정치	42
3.3.2 보수주의 측정치	43
3.3.3 연구모형	46
IV. 실증분석	49
4.1 기술통계량 및 상관관계분석	49
4.1.1 투자결정모형 상관관계분석	51
4.1.2 투자결정모형 회귀분석	52
4.1.3 잔차 기술통계량	54
4.2 회계보수주의와 초과투자	54
4.2.1 상관관계분석	54
4.2.2 회계보수주의와 초과투자 회귀분석	56
4.2.3 공기업에서의 회계보수주의와 초과투자	58
V. 결 론	60
5.1 연구결과의 요약	60
5.2 한계점 및 미래연구방향	61
참 고 문 헌	63
ABSTRACT	71

표 목 차

[표 2-1] 공기업, 사기업, 행정기관 간 비교	20
[표 3-1] 각 변수의 정의	48
[표 4-1] 실증분석 기술통계량	49
[표 4-2] 실증분석 상관관계	51
[표 4-3] 실증분석 회귀분석	52
[표 4-4] 실증분석 잔차 기술통계량	54
[표 4-5] 보수주의와 초과투자 상관관계분석	55
[표 4-6] 회계보수성과 초과투자 회귀분석	56
[표 4-7] 공기업 경우 회계보수주성과 초과투자	58

그림 목 차

[그림 1-1] 논문의 구성	4
-----------------------	---

I. 서론

기업의 투자활동이란 기업의 이익을 위해, 지출하는 자본 지출 활동을 의미한다. 투자활동이 가져오는 각종 장기 자산은 기업의 생산경영활동에 물질적 토대를 제공하였을 뿐만 아니라 일정한 수준에서 기업의 경영리스크와 내재적 가치에 영향을 준다. 미시적인 분야에서 얘기하면 한 기업의 투자효율은 직접 해당 기업의 생존과 발전에 영향을 미친다. 거시적인 분야에서는 모든 기업의 투자효율은 또한 사회전체의 자원배치현황에 간접적인 영향을 미친다. 그러나, 현재 많은 선진국의 기업들 대부분에서 비효율적인 투자현상이 목격되고 있으며, 그 구체적인 양상은 과잉투자와 과소투자이다. 과잉투자는 기업의 자본이 과잉 생산능력 분야에 집중되어, 자원과 생산요인의 낭비를 초래할 수 있으며, 또한 대기업의 불량채권 리스크를 초래할 수 있다.

과소투자는 기업으로 하여금 일부 양질의 투자항목을 놓치게 하며 정상적인 성장과 발전을 저해하는 동시에 투자자의 이익에 손해를 초래한다. 따라서 효과적으로 기업의 투자효율을 높이고 기업의 자금배치능력을 향상시킬 수 있는 방안이 모색되어야 하며, 이상의 기업이 직면한 어려운 문제를 여러 학자들이 연구하고 있는 중이다.

보수주의를 간단히 설명하면, 비용을 가능한 한 빨리 인식하는 것이다. 그런데 수익은 실현과 가능 요건이 충족되었을 때에만 인식할 수 있는 방법이다. 극단적으로 보수주의는 ‘기대되는 수익은 전혀 인식하지 않고 예상되는 손실은 모두 계상하는 것이다(Basu, 1997; 박종찬, 2005). 고품질의 회계정보는 한 가지 기업 지배체제로서 기업 관리자와 주주 간에 존재하는 정보 비대칭을 보완할 수 있다. Hope와 Thomas(2008)는 회계정보의 질과 공시의 질이 모두 기업의 투자효율에 영향을 준다는 것을 발견했다. Biddle(2008)는 연구검증을 통해, 기업의 미수항목이 높을수록 대응되는 해당 기업의 투자에서 발생하는 과소투자와 과잉투자 수준이 더욱 낮다는 것을 발견하였다. 고품질의 재무보고 시스템은 회사의 대리인문제를 완화

시키고 외부투자자의 정보 비대칭문제를 감소시킨다는 측면에서 매우 중요한 역할을 한다. 자본시장의 장기발전과 고효율적인 경제운영을 위해 존재하는 많은 메커니즘에서 회계정보시스템은 특히 더욱 중요한 역할을 한다. 중국의 회계 보수주의에 대한 연구는 초기에 보수주의 존재여부에 집중되어 있었으며 후에 기업의 회계 보수주의가 생기는 영향요인에 대한 분석을 하여 왔다. 하지만 회계 보수주의와 기업의 투자의사 결정 관련성에 대한 연구는 매우 미비하다.

1.1 연구의 목적 및 의의

중국경제의 고속발전과 투자경로의 다양화에 따라 기업은 더욱 많은 투자기회를 갖게 되었다. 그러나 다방면의 영향요인으로 인해, 중국 상장회사도 투자효율이 낮은 상황이 자주 목격되고 있다. 상장회사의 투자효율을 높이기 위하여 회계 보수주의 원칙을 도입할 경우, 상장회사 투자효율성이 개선되는지 실증 분석하고, 실제로 이러한 보수적 회계적용이 기업의 투자효율을 향상시켜 과잉투자과 과소투자를 억제하는지 검증하는 것을 본 연구의 목적으로 한다.

이와 같은 맥락에서 본 논문에서는 다음과 같은 문제들을 구체적으로 검증해 보고자 한다.

회계 보수주의는 일종의 효과적인 기업 지배체제이며 이는 주주와 경영진간의 대리 비용을 줄이며 경영진의 기회주의 행위를 효과적으로 억제함으로써 기업의 투자효율을 높일 수 있다. 하지만 중국경제는 아직 구조 전환 과정에 처해 있기에 법제 환경, 은행 및 기타 채권자 역할의 발휘와 해외시장에 모두 선명한 차이가 있기 때문에 회계 보수성은 대리문제와 정보 비대칭의 완화를 통해 기업의 과소투자와 과잉투자를 억제할 수 있는지를 검증하고자 한다.

또한, 선진국과 비교하면 중국기업은 특수한 제도배경을 갖고 있기 때문에 본 논문에서는 기업 소유권 특성을 감안하여 서로 다른 유형의 기업

에서 회계 보수성이 비효율 투자행위에 대한 영향수준이 동일한지를 실증 검증하고자 하며, 또한 기업이 실제 투자에서 어떻게 과잉투자와 과소투자를 줄일 것인지에 대해 살펴보고자 한다.

투자는 일정한 동안에 미래 수익을 얻기 위하여 수익을 자산으로 전환시키는 과정을 가리킨다. 기업의 투자행위가 효율적인지는 기업의 가치 최대화를 실현할 수 있는지와 직접적인 관계를 갖고 있으며 나아가서는 기업이 치열한 시장경쟁 속에서 지속 가능한 발전을 할 수 있는지에 영향을 미친다. 기업의 투자의사결정은 기업의 생산경영을 위해 물질적 토대를 제공했을 뿐만 아니라 일정한 수준에서 기업의 경영리스크와 내재적 가치에 영향을 미쳤다. 이러한 관점에서, 본 연구는 중국의 기업도 이와 마찬가지로 비효율적인 투자가 존재한다는 사실을 바탕으로, 비효율 투자에 대해 효과적인 제약조치를 취할 것인지 파악하고자 한다.

1.2 연구방법 및 논문구성

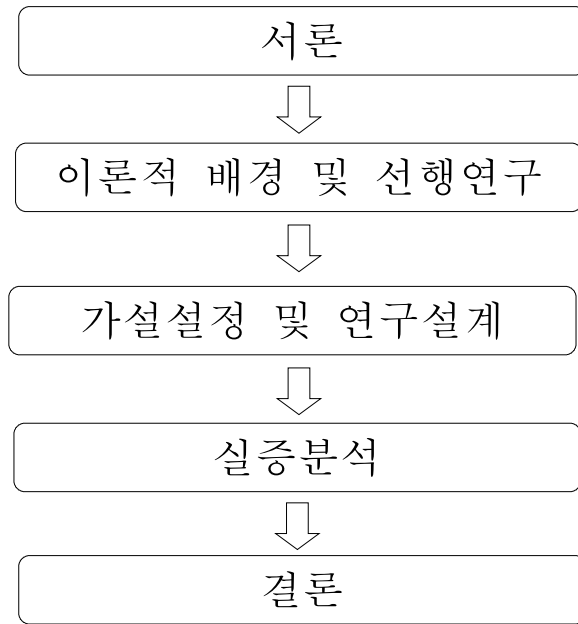
1.2.1 연구방법

본문은 우선 회계 보수주의 및 기업투자의 관련 이론에 대하여 정의를 내렸으며 회계 보수주의 및 기업투자의 관련문헌에 대하여 회고와 정리를 하였다. 이어서 대리인이론과 비대칭정보 이론을 기초로 기업투자의사결정에 대한 회계 보수성의 작용을 설명하였으며 이론분석을 결합하여 관련이 있는 연구가설을 도출하였다.

이 연구는 선행연구와는 달리 개별기업은 연도에 따라 보수성을 추정하는 데 부적절하다는 비판을 받은 것이 있는 Basu(1997)의 모형을 변형시킨 Khan and Watts(2009)의 조건적 보수주의 측정치를 사용하여 연구방법에 있어 선행연구와 차별이 있다.

1.2.2 논문의 구성

이 논문은 아래 <그림1-1>과 같이 5부분으로 구성되었다.



제 1 장 서론에서는 ‘연구배경, 연구목적과 연구의 의의’를 밝히고, 제2 장에서는 이론적 배경과 선행연구를 제시하고 살펴보았다. 우선 이론적 배경인 회계보수주의와 투자효율성에 대해 논의하였고, 그 다음에는 회계보수주의에 관한 연구 및 보수주의가 기업의 투자행위에 미치는 영향에 대한 연구에 관한 선행연구와 상과 사례를 살펴보았다. 제3장에서는 가설설정 및 연구설계를 제시하였고, 제4장에서는 연구가설을 검증하기 위한 데이터 분석을 밝혔다. 마지막으로 제5장 결론에서는 앞에서 밝힌 연구 결과를 요약하고 논의하였다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

2.1 이론적 배경

2.1.1.1 회계보수주의의 정의

회계학에서의 보수주의는 전통적으로 “수익에 대한 예측은 하지 말 되, 모든 손실에 대한 예측은 가져야 한다”라는 보수성 격언으로 인해 정의된다. 이익에 대한 예측은 이익을 창조하는 매출에 관한 법률상의 청구절차 예전의 수익을 확인하는 것인데, 이때 매출에 관한 출처는 검증이 가능해야 한다.

여기서 보수주의 회계란, 예상되는 이익의 반영보다, 예상되는 손실을 중점적으로 회계치에 반영하는 것으로 이해할 수 있다. 따라서 보수주의는, 모든 현금흐름에 대한 수량은, 수익에 관한 식별 및 신용 거래에 대한 확인에 중점을 두기보다, 그 매출흐름의 출처가 명확하고 검증이 가능한지에 더 의미를 둔다. 실증적 문헌에서의 격언은, “회계사는 손실이 발생되었을 때보다 이익이 발생되었을 때 보다 매우 높은 정도의 검증을 요구하는 성향이 있다.”(Basu, 1997,7)와 같은 의미가 설명되었다.

Bliss(1924) 또한 보수주의회계를 “예상이익은 반영하지 않고, 예상되는 손실은 모두 반영하는 회계처리” 라고 하였다. 미국 회계기준위원회(Financial Accounting Standards Board; FASB)에서도 재무회계개념기준서(SFAC) No.2에서 “보수주의회계는 사업에서 존재하는 불확실성과 위험이 충분히 고려되었다는 것을 확인해 보려는 불확실성에 대한 신중한 반응”이라고 이와 유사한 견해를 밝히고 있다(Bliss, 1924). 즉, 불확실성과 위험이 내재하는 경우에 한하여, 기업의 재무구조를 건실히 하는 방향으로의 회계처리를 요구하는 수단으로서 보수주의회계의 개념(혹은 의의)을 설명하고 있다(류상훈, 2017).

국제회계기준(IFRS) 또한 보수주의 회계의 개념을 신중성(prudence)의

개념으로 접근하며, 일반적으로 보수주의회계는 “둘 이상의 선택 가능한 회계처리 방법이 있는 경우, 그 중 기업의 순 자산 혹은 순이익을 낮추는 방향으로 회계 처리하는 방법”으로써 설명하고 있다. 이 경우에도 신중성의 관점에서는 전술한 FASB의 SFAC No.2의 정의로 해석하여 적용하는 것으로 추론된다(류상훈, 2017). 그러나 이후, Basu(1997)는 회계담당자가 재무제표에 좋은 정보(good news; 호재)를 반영할 때에는 나쁜 정보(bad news; 악재)를 반영할 때 보다 더 높은 수준의 검증을 요구하는 경향이라고 보수주의회계를 정의하고, 이에 따라 나쁜 정보가 좋은 정보보다 재무제표에 더 빨리 반영되는 것을 보수주의 회계처리라고 하였다(Basu, 1997).

학자들의 보수주의회계에 대한 정의를 간략히 살펴보면 다음과 같다. 먼저, Penman and Zhang(2002)은 보수주의회계는 장기적으로 시장가치에 비해서 장부가치를 보다 낮게 하는 것으로 보고, 이들 시장가치와 장부가치의 차이를 보수주의로 보았다(Penman & Zhang, 2002). 이러한 보수주의회계는 학자의 관점에 따라 조건부 보수주의(conditional conservatism)와 비 조건부 보수주의(unconditional conservatism)로 구분할 수 있다(Penman & Zhang, 2002).

이 두 종류 보수주의 회계간의 가장 큰 차이점은 정보의 편취에 있어 뉴스 의존 정도에 달려있다. 구체적으로 살펴보면, 조건부 보수주의의 경우, 시장에서 발생하는 호재성 뉴스보다 악재성 뉴스를 더 적시에 반영한다. 즉, 시장에서 발표하는 정보 중에서 이익에 대한 정보는 보다 엄격한 검증절차를 거쳐 재무제표에 반영하며, 손실에 대한 뉴스 정보는 상대적으로 엄격하게 관리되며 또한 재무제표에 쉽게 반영하는 특성이 있다. 즉, 손익을 인식함에 있어 비대칭적 적시성의 특성을 보인다. 이상과 같이 보수주의 회계는 시장의 뉴스정보에 의존하기 때문에 ‘정보 의존적(news dependent)인 보수주의로 칭해지기도 하고, 정보가 주가에 반영된 이후 사후적으로 재무제표에 이를 반영한다 하여, ‘사후적 보수주의’로 불리기도 한다.

이와는 달리, 비 조건부 보수주의는 시장에서 발표하는 정보의 종류와

관계 없이, 회계처리 기준과 방법에 있어 보수적인 회계처리를 행하는 것을 말한다. 실례로, 감각상각 방법 중 정액법보다 정률법과 같이 비용이르 미리 인식하는 가속 상각법(accelerated depreciation method)을 적용하거나, 연구 개발비와 광고선전비를 자본적 지출이 아닌 수익적 지출로 회계 처리하는 경우를 일컫는다. 이들은 시장 정보에 의존하지 않기 때문에 ‘정보 독립적(news independent)인 보수주의’라고 하기도 하고, 정보와 무관한 회계기준과 방법에 따른 재무제표 반영의 특성으로 인해, ‘사전적(ex-ante) 보수주의’로 불리기도 한다.

이상과 같이 보수주의 회계의 처리과정에서 둘 이상의 선택지가 있는 경우, 기업의 재무적 기초를 단단히 하는 관점에 따라 처리해야하는 원칙으로, 미래의 불확실성과 관계된 개념으로, 오래 전부터 기업의 회계처리 실무에 적용되어 온 회계관습(accounting convention)으로 볼 수 있다. 즉, 이는 회계목적과 관련한 원칙으로 간주하기 보다 실무에서 습관적으로 적용되어온 회계관습으로 볼 수 있다.

최근에는 투자자 보호의 관점에서 보수적 회계처리수준이 더욱 강화되고 있다(Basu, 1997; Watts, 2003a). 회계에 있어 보수주의의 적용은 불확실한 상황에서 기업의 자산과 이익의 과대평가를 지양하고 대안을 cnlgsms 입장으로써, 일반적으로 전술한 정치 사회적 보수주의 개념과는 그 차이가 존재한다. 그렇다고 하더라도, 회계담당자가 기업의 자산과 이익을 항상 과소평가해야 하는 것은 아니다. 이미 언급한 바와 같이, 회계학에서 보수주의 회계는 불확실한 시장에서 내재된 위험을 피할 수 있는 일종의 지침이다. 이는 ‘기업의 이익과 자산에 대한 과대평가를 조심하라’는 일견 합리적인 지침으로 간주할 수 있으며, 과대평가보다 과소평가가 안전하다는 것을 의미하기도 한다. 물론, 이러한 보수주의 회계를 적용하는 것은 불확실성이 높을 시에만 효과적이며, 그렇지 않은 경우까지 이를 적용할 필요는 없다.

외국의 사례를 살펴보면, 미국의 재무회계 개념보고서 제2호 또한 보수주의 회계에 대한 규정이 위에서 언급한 내용과 일맥상통하다(SFAC, Statements of Financial Accounting Concepts. No.2; 회계정보의 질적 특

성).

그러나 우리나라의 경우 기업회계기준 제3조 6호의 경우에는 보수주의 회계적용에 있어 맥락에 따라 차별적 적용의 개념보다, 재무적 기초를 보다 견고하게 하라는 관점에서 처리할 것을 주문하고 있다. 즉, 불확실성에 대한 충실한 대응이 관점보다 모든 상황에서 보수주의 회계개념을 적용토록 규정한 것이다. 따라서 이러한 규정의 진술은 보수주의 회계개념과는 다소 갭이 있는 것으로, 이를 무조건적으로 규정을 권고한다면, 회계처리 과정에서 다양한 방법론을 강구할 필요도 없이 각저적 적용을 초래할 수 있다.

따라서 이러한 현실성 없는 실무 적용은 보수주의 회계개념의 본질적 의미를 상실하게 한다. 따라서 결론적으로 본다면, 보수주의 회계개념은 시장의 불확실한 상황에서 대응하기 위한 개념으로 보는 것이 현실 적일 것이다.

그간 오랜 실무 관행의 역사에도 불구하고 보수주의 회계에 관한 일치된 합의의 개념이 없기 때문에 이와 관련된 선행연구에서는 보수주의회계를 측정함에 있어 다양한 측정치(proxy)들이 사용되고 있다.

다만, 기업회계기준(제3조 제6호)에서는 보수주의회계를 “회계처리방법에 둘 이상의 대안이 있는 경우, 재무적 기초를 견고하게 하는 대안을 선택하는 것”으로 정의하고 있다. 즉, 수익과 비용의 관점에서 보수주의회계는, ‘예상되는(possible) 손실은 모두 인식하고, 이익은 실현조건이 충족되었을 때(certain)에만 인식하는 것’으로 정의된다(류상훈, 2017).

2.1.1.2 보수주의회계와 FASB

미국의 FASB가 발표한 SFAC(재무회계 개념보고서)12)No.1~No.6의 내용 중에서 보수주의 회계와 관련된 내용은 No.2에 언급되어 있으며, 주요 내용은 아래와 같이 요약된다(류상훈, 2017). 대다수의 회계담당자들이 회계처리 및 방법과 관련된 의사결정에 있어서 합리적이며 적합하다고 하는 인정하는 보수주의회계에 대해서 현재까지 일반화(general)된 정의는 없다

(류상훈, 2017). .

다만, APB(Accounting Principles Board; 회계기준위원회) Statement No.4를 인용한다면, “때때로 자산과 부채는 상당히 불확실한 상태에서 측정되며, 역사적으로 경영자, 투자자, 회계담당자들은 측정에 있어서 가능한 오류가 일반적으로 순이익과 순 자산을 과대평가하기보다는 과소평가하는 방향으로 이루어지기를 선호해왔다. 이것이 보수주의회계의 관행을 탄생시켰다.” 라는 것이다. 이상의 내용을 통해 알 수 있는 것은 기업활동과 경제활동이 불확실하거나 위험이 지각될 경우, 재무회계나 보고에서 신중해야 함을 의미하는 보수주의 회계처리가 관행될 필요성은 있지만 이 경우에도 주의하여 적용할 필요가 있다는 것이다.

다시 말해서, APB Statement No.4의 측정에 있어서 나타나는 잠재적 오류가 순이익과 순 자산을 과대평가보다는 과소평가의 방향으로 이루어지기를 선호한다는 것은 재무보고에 있어서 편의를 유발할 수 있기 때문에, 보수주의회계는 표현의 충실성, 중립성, 비교가능성(계속성을 포함) 등의 중요한 질적 특성과 상충되는 경향이 있다(유정률, 1997). 이러한 관점에서, 보수주의 회계가 지향하지 않는, 예를 들어 ‘편의 유발’의 의미를 명시하는 것이 중요할 때다 간혹 있기 때문에 보수주의 회계가 적용된다는 것이다.

따라서 보수주의 회계를 적용하여 재무보고를 한다는 것을, 고의적인 순 자산과 이익의 과소평가만으로 치부되어서는 안된다. FASB도 이러한 점을 강조해왔다. 이는 오랜기간 동안 보수주의 회계는 곧 과소평가가 미덕이라는 사고를 의미하여 왔기 때문이다. 이러한 오래된 관념은 지난 40여년간 지속적으로 변화를 촉구당하여 왔으나, 그러한 노력에도 불구하고 이러한 적용은 도처에 찾아보기 쉽다. 통상적으로 권고되었던 ‘이익의 예측보다 손실의 예측을 우선시하라’는 보수적 관행은 어떤 때에는 유일무의의 재무제표 기준이 되기도 하였으며, 이익을 비롯한 기타 영업 결과를 외부에 좀처럼 제공하지 않던 시기에 더욱 그러한 경향성이 강하였다.

특히 이와 같은 고정관념은 당시 재무제표의 주 외부 사용자인 은행 및 기타 금융권 기관에게 더욱 그러한 관점을 적용하였다. 이러한 보수적 적

용은 과소평가된 자산으로 인해 제공되는 용자와 기타 채무에 대한 담보의 안전성이 증가되기 때문이었다.

그러나 기업이익에 대한 정기적인 정보제공이 관행화되고 일반화 된 이후부터, 자산을 과소평가하여 공시한 경우 차후연도에 이익의 반전형상이 종종 발생하였다.

이에 대한 문제를 인식한 회계 전문가들은 장기간에 걸쳐 과소평가된 정보를 공시하는 것이 어렵다는 점을 인지하였으며, APB의 전신인 회계절차위원회 또한 이에 동의하기에 이르렀다. 회계연구공보(ARB)제3호(QuasiReorganization orCorporate Readjustment-Amplification of Institute Rule No.2of 1934)는 보수적인 회계의 적용으로 발생한 과소평가는 해당 자산이 차후에 현금으로 실현될 때, 이익잉여금이 과대평가되는 현상이 발생할 수 있기 때문에 일반적으로 자산인 공정하며 지나치지 않은 보수적 회계로 계산되어야 한다고 공고하였다.

한편 ARB 제29호(재고자산 가격결정)은 원가와 시가규칙에 대한 규정을 제정하였는데, 대체원가가 감소하는 경우에서 재고자산을 상각하지 않을 것을 권고하였다. 그러나 다음과 같은 경우는 그 대상에서 제외하였는데, 먼저 기대판매가격이 감소하였거나, 재고자산을 완성해 판매하는 원가가 증가한 경우이다. 이와 같은 상황이 아닌 경우, 재고자산의 상각으로 발생한 손실은 단순한 차우연도의 이익을 증가시키기 때문에 재고자산의 평가손실을 수용하지 않는다. 이와 같은 맥락의 최근 구너고를 살펴보면, 국제회계기준 위원회가 국제회계기준(IFRS) 제1호에서 제시한 것으로, 불확실성은 거래에 있어 당연시되 있으므로, 이러한 점은 제무제표의 작성에 신중하게 적용하도야 한다고 하였다. 그러나 신중함이 은폐자금을 비호하지는 못한다고 하였다.

이와 같이 보수주의 회계는 기업환경에 있어 본질적 불확실성과 내재된 위험이 이미 고려되었음을 보증하고자 하는 불확실성에 대한 신중함이다. 따라서 향후, 수취 또는 지급해야할 금액에 대한 서로 다른 추정치가 발생한다면, 보수주의 회계의 관점은 보다 덜 낙관적인 추정치의 사용을 권장한다. 그러나 두 개의 추정치가 발생가능성 측면에서 동일한 조건이 아니

라면, 보수주의 회계는 발생가능성이 큰 것 보다 비관적 금액을 필수적으로 사용하길 요구하진 않는다.

즉 보수주의 회계는 이익에 대한 명백한 증거시점 이후까지 판단을 연기할 것을 요구하는 것이 아니며 동시에 손실이 발생할 것이라는 충분한 증거이전에 미리 손실을 인식하는 것 또한 정당화하지 않는 것이다. 아무리 보고의 의도가 좋다 하더라도, 보고서는 바람직한 규정에 의한 정보특질이 함치되지 않는다는 반면, 신중하지 못한 보고는 실현가능성에 비해 지나친 낙관적 추정치를 반영하는 경우가 빈번하다. 이는 이익의 구성항목을 예측함에 있어 보수적이든 아니든 상관없이 통상적으로 총액에 있어 이익이나 손실의 인식시기가 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

결과적으로 한 방향으로 지나치게 치우치는 것은 어떤 투자자에게는 잠재혜택으로, 타 집단에게는 해악으로 이어질 수 있다. 따라서 신중하지 못한 보고서가 야기할 수 있는 투자집단들의 손해를 피하는 가장 적절한 방법은 있는 그대로를 보고하고 보증하는 것이다.

FASB 제2호에서도 지적인 바와 같이 신뢰할 수 있는 재무보고는 이해관계자 전체에게 보고되는 사건이나 거래사항이 내포하고 있는 불확실성과 그 정도까지 공시함으로 써 그 신뢰성이 증가할 수 있다고 하였다.

아직 완료되지 않은 거래가 성공적으로 종결될 것인지 예측함에 있어 어느 정도의 회의(懷疑)는 타당할 수 있다. 이러한 보고는 사건의 장래 결과에 대해 좋은 의견을 형성할 수 있도록 정보사용자의 시각에 도움을 줄 수 있기 때문이다.

이처럼 건전한 회의(懷疑)를 바탕으로 한 신중한 보고는 그 결과에 대한 신뢰를 증가시키고, FASB의 관련기관에 의한 다양한 이해관계를 잘 충족시키기 때문이다.

2.1.1.3 보수주의회계와 회계제도의 개혁

한국의 회계제도는 1997년의 외환위기와 2002년 미국에서 제정된 사베인스 - 옥슬리법(Sarbanes-Oxley Act, SOx, 116Stat. 745, 2002년 7월 30

일 발효)의 영향을 받아 큰 변화가 나타났다(위키백과 백과사전)

1997년 외환위기 직후, IMF(International Monetary Fund; 국제통화기금)와 IBRD(International Bank for Reconstruction and Development; 국제재부흥개발은행)는 한국 정부에 차관을 제공하는 조건으로 경제개혁을 요구하였다. 그러한 경제개혁 중 회계부분의 개혁 요구가 함께 요구되었으며, 그 결과 1998년 국제회계기준에 맞춰 국내의 기업회계기준을 대폭 개정하였고, 1999년부터 기업의 경우 결합 재무제표를 공시토록 하였다. 또한 감사기준을 선진화하기 위해, 금융 감독위원회는 회계감사기준을 전면 재개정하다시피 하였으며, 개정된 회계감사기준에 따라 한국공인회계사회가 증권선물위원회의 승인을 받아 1997년 2월 27일자로 회계감사준칙을 전면적으로 개정하였다(박종성과 이은철, 2003).

이와 같이 한국의 외환위기 극복과정에서 회계제도와 감사제도는 국제기준에 준하여 변화하였으며, 2000년 7월 이후로는 한국회계기준 위원회가 회계기준을 제정하는 활동을 시작하였다. 또한, 1998년 주식회사의 외부감사에 관한 법률(소위, ‘外監法’)의 개정으로 상장·코스닥 법인에 대하여 감사인 선임위원회의 설치를 의무화하였고, 상법을 개정하여 감사위원회의 설치를 규정하였고 2/3이상을 사외이사로임명하도록 의무화하였다(박종찬, 2005).

‘회계제도의 개선과 회계정보의 유용성에 관한 연구’에서 1997년 외환위기 전후로 재량적 발생액과 회계정보의 가치 관련성을 분석한 결과, 외환위기 이후에 재량적 발생액은 감소하였으나 회계정보의 가치 관련성은 오히려 하락한 것으로 보고하였다(박종성, 이은철, 2003). 이와 달리, 신현한 외(2004)는 재무분석가의 이익예측오차와 이익예측 표준편차가 외환위기 이후에 감소한 것으로 나타나 외환위기 이후에 기업의 경영투명성이 향상되었다고 제시하였다(신현한 외, 2004). 박종찬(2005)은 1997년 외환위기기간을 전후로 하여, 이익의 적시성과 보수성을 측정하여 검증하였다. 실증결과, 외환위기 이후기간에 이익의 적시성과 보수성이 유의하게 증가하였다고 보고하였다. 한편, 엔론(Enron Corporation)17), 월드콤(WorldCom)등 회계부정사건으로 2002년 미국에서 제정된 사베인스 - 옥슬리법은 우리나라

의 회계제도에도 큰 영향을 끼쳤다.(박종찬, 2005)

이러한 문제점으로 인해 2003년도에 이르러 증권거래법을 개정하였으며, 2004년부터는 사업보고서를 비롯하여 분·반기 보고서를 작성함에 있어 CEO/CFO인증서제도의 적용을 의무화하여 공시서류의 허위표시가 적발될 경우, 경영진의 책임을 보다 강화하였다. 인증서에는 CEO(대표이사)를 비롯하여 CFO(신고업무담당이사, 즉, 재무보고 최고책임자)가 “공시서류의 기재내용에 대해 상당한 주의를 다하여 직접 확인하고 검토한 결과, 중요한 기재사항의 기재 또는 표시의 누락이나 허위의 기재 또는 표시가 없고 공시서류에 표시된 기재 또는 표시사항을 이용하는 자의 중대한 오해를 유발하는 내용이 기재 또는 표시되지 아니하였음”에 대해 확인서명이 필수적으로 요구되고 있다.

또한, 인증서에는 회사가 외감법의 규정에 준수하여 내부회계 관리 제도를 운영하함을 확인하는 내용도 포함하도록 하고 있다. 종전에도 CEO 등은 공시서류에 서명을 하였고 중요사항의 허위표시에 대해서는 민형사상의 책임이 있었지만, 내용을 알지 못하고 날인했다거나 하부 임직원 전결 사항이라고 주장할 경우에는 고의 또는 과실의 입증이 어려워서 제재가 곤란한 문제가 있었다(백완선, 2010). 인증제도의 도입으로 인해 문제가 발생시 경영진의 민형사상 책임문제가 따른다는 점 때문에, 경영진은 회사의 내부통제를 더욱 강화하게 되고, 공시서류에 있어 허위기재나 중요사항이 누락되었는지 여부를 보다 철저히 점검하게 됨으로써 공시정보의 신뢰성을 높이는 계기가 되었다.

또한, 2003년 말에는 외감법을 개정하여 2004년 4월 1일 이후 개시하는 사업연도부터 감사인에게 내부회계 관리제도 검토의견을 감사보고서에 포함시키도록 하였다(백완선, 유재권, 2010). 이러한 조치는 기업의 내부회계 관리제도의 경영진의 자성의 촉구와 함께 감사인의 감시까지 강화하게 되는 효과를 가져왔다.

2004년에는 집단소송법을 증권관련 소송시에도 제정하여, 신설하였다. 자산규모 2조원 이상의 상장·코스닥 법인의 경우에는 2005년 1월 초부터 시행하였고, 자산규모 2조원 미만 기업의 경우에는 2년간의 유예기간을 적

용하였으며, 최종적으로 2007년 1월 1일부터 이를 시행하였다. Lobo and Zhou(2006)는 사베인스 - 옥슬리법의 시행으로 재량적 발생액이 이전보다 낮아 졌고, 이익보다 손실을 인식하는 정도가 더 빨라져서 사베인스 - 옥슬리법의 시행이후에 보수주의 회계처리가 보다 강화되었다고 보고하였다(Lobo and Zhou, 2006).

Beaver(1993)도 순자산과 이익의 과대계상이 과소계상보다도 소송위험이 더 높아지기 때문에 미국 증권법의 영향으로 보수주의회계가 더 강화되었다고 보고하였다(Beaver, 1993).

Kothari et al.(1988)의 경우에도 미국 증권법에서 집단소송제를 도입한 1966년 이후에 소송이 더 증가했다고 보고하여 보수주의회계의 강화를 시사하고 있다(Kothari et al., 1988).

한국에서는 회계개혁과 관련하여, 신현걸(2009)이 내부회계 관리제도의 도입을 전후로 하여 재량적 발생액을 비교한 결과, 상장기업과 비상장기업의 경우 양(+)의 재량적 발생액을 갖는 기업의 경우 내부회계 관리제도를 도입한 이후 이익조정의 규모가 감소하였음을 밝히며, 내부회계 관리제도가 이익 증가 효과로 작용함을 보고하였다(신현걸, 2009). 김건영 외(2006) 또한 증권관련 집단소송제도의 우선 적용대상 기업을 분석한 결과, 증권관련 집단소송제도 도입시기 이후에는 재량적 발생액이 이전보다 감소한 반면, 보수주의적 회계처리는 강화되었음을 밝혔다. 이는 증권관련 집단소송제도의 도입효과로서 회계정보의 투명성이 향상되었으며, 이러한 배경에는 경영자가 소송위험을 줄이기 위해 보수주의 회계처리를 선호한 결과라고 보고하였다(김건영 외, 2006).

이와 같은 선행연구의 결과는 미국에서의 사베인스 - 옥슬리법 시행을 계기로 회계정보의 투명성에 대한 경영진의 책임을 일층 강화시킨 CEO/CFO의 재무제표 인증제도 및 내부회계 관리제도, 그리고 증권관련 집단소송제도를 거의 비슷한 시기에 도입한 우리나라에서도 높아진 소송위험 등을 의식하여 경영자와 감사인의 보수적인 태도가 더욱 강화되었을 가능성이 있음을 시사한다(백원선과 유재권, 2010).

2.1.1.4 보수주의회계와 기업회계기준

한국은 1958년 회계기준이 재정경제부에 의해 처음 제정된 이후, 외환위기 당시인 1997년을 기점으로 회계의 투명성에 대한 요구로 인한 제도개혁이 추진되었는데, 그 일환 중 하나는 민간기구인 회계기준 위원회의 설립이 그 예이다. 회계기준위원회는 1981년 기존의 기업의 회계원칙과 재무제표 규정을 폐기처리하고, 1998년도에 처음으로 하나의 통일된 기업회계기준을 제정기에 이르렀다. 이 기업회계 기준에서 명시된 것 중 하나는 제3조 제6호의 안전성 원칙으로 이는 일견, 보수주의 회계의 개념으로도 해석할 수 있다. 구체적인 명시는 다음과 같다. “회계처리과정에서 2이상의 선택가능 한 방법이 있는 경우에는 재무적 기초를 견고히 하는 관점에 따라 처리하여야 한다.”

이후 수차례의 기업회계기준이 개정되었으나, 아직까지도 동 조문은 유지되고 있다. 이 문항을 보수주의에 대한 규정으로 간주하는 학계의 관점도 있으나, 일부에서는 이를 보수주의 규정으로 해석하는 것은 지나친 확대해석이며, 엄격한 의미에서 이 조항은 보수주의라 할 수 없다는 이견을 제시하고 있다. 예를 들면, 동 조문을 적용할 경우, 재고자산의 평가에 있어서 물가상승기에는 後入先出法, 감가상각의 경우에는 定率法이 항상 재무적 기초를 견고히 하는 방법임에도 불구하고 현행기업실무에는 여러 회계처리방법 중에서 임의로 선택하여 적용하고 있다(유청울, 1997). 특히, 최근에는 K-IFRS의 채택으로 인하여 後入先出法은 적용할 수 없다. 이러한 제반 사항들이 동 조문을 보수주의회계에 관한 규정이라고 볼 수 없는 근거이다(유청울, 1997).

한편, 미국의 재무회계개념보고서(SFAC)제2호 제95절에서 언급된 보수주의회계는 기업의 대내외 환경에 내재된 본질적인 불확실성과 위험이 적절하게 고려되었음을 보증하려는 불확실성에 대한 신중한 반응으로 볼 수가 있다(류상훈, 2017). 여기서 신중성이란 수치의 오류 혹은 계정 항목을 자체적으로 검증하기 위해서, 전표와 시산표, 원장 등을 복수작성하여 보식부기에 의해 오류를 스스로 찾아내도록 하는 것을 의미한다. 이는 확실히

성이 보장되는 환경에는 보수주의 회계의 개념이 적용될 여지가 없다는 것을 의미한다. 즉, 보수주의회계는 동일한 거래에 있어 다양한 회계처리 방법을 적용할 경우, 이익을 최소로 보고하는 방법을 채택하여 회계처리하는 것을 의미하는 것이 아니라, 확실치 않은 경우에만 자산과 이익을 과대 계산하는 것을 지양하여 회계처리 하는 것이다.

또한, 불확실한 상황 하에서도 대체안의 발생가능성이 다를 경우에는 반드시 비판적인 금액의 인식을 요구하지 않는다는 것이 보수주의의 근본개념이다(유청을, 1997).

2.1.2 투자 효율성

경영자가 양(+)의 순 현재가치를 나타내는 모든 투자안을 수행할 경우, 해당기업은 효율적인 투자를 하는 것으로 정의된다(최정수, 2013). Neo classical framework 하에서는, 한계 Q가 기업의 투자의사결정을 설명하는 유일한 지표이며, 투자로 인한 한계수익과 한계비용이 같아지는 지점까지 투자가 이루어질 경우 투자효율성이 극대화된다(Yoshikawa, 1980). 그러나, 다수의 선행연구는 기업의 투자가 과대 또는 과소하게 이루어져 경영자의 투자결정이 최적화된 수준에서 벗어날 수 있음을 제시하고 있다(Jensen and Meckling, 1976). 이상의 선행연구에 따르면, 경영자로 대표되는 내부정보인과 투자자로 대표되는 외부정보인 간에 존재할 수 있는 정보의 비대칭은 내부 정보인의 도덕적 해이와 투자자의 역선택 문제를 발생시킬 가능성이 있으며. 이는 궁극적으로 기업의 투자효율성에 부정적 영향을 미칠 수 있다.

경영자는 자신의 사적 이익을 극대화하려는 경향성이 강하기 때문에, 항상 투자자와 주주의 이익을 증가시키는 선택을 우선시하여 투자의사결정을 내리지 않는다(Berle and Means, 1932.; Jensen and Meckling, 1976). 즉, 경영자와 주주의 이해관계가 일치하지 않을 경우, 경영자는 음(-)의 순 현재가치를 나타내는 투자 안에 투자를 하는 등 경영자의 도덕적 해이 문제가 발생할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976).. 이 같은 도

덕적 해이와 관련된 문제는 경영자가 이용가능한 자금규모에 따라 과대 또는 과소투자로 이어질 수 있다. 예를 들어, 경영자는 본연적으로 과대투자를 할 유인이 존재하며, 기업의 자금이 충분할 경우 이러한 경영자의 유인으로 인해 기업의 투자효율성은 떨어지게 된다(Jensen, 1986; Blanchard et al., 1994). 또한, 외부의 자금제공자들이 경영자의 과대투자 유인을 사전적으로 파악하고 있을 경우, 해당기업에게 제공하는 자금을 줄이게 되며, 이로 인해 경영자의 과소투자가 나타날 수도 있다(Stiglitz and Weiss, 1981; Lambert et al., 2007).

한편, 경영자는 외부 투자자들과는 달리 기업전망에 대한 사적정보를 보유하고 있으므로, 향후 기업성과가 일시적으로 높아지는 시점에 맞춰 자금을 조달하고자하는 유인을 나타낸다(최경수, 2013). 그 결과 투자자들은 일시적으로 과대 계상된(overpriced) 주가를 매입할 가능성이 증가하며(즉, 역선택 문제가 발생하며), 이는 경영자의 과대투자로 이어지게 된다(Baker et al., 2003). 반면, 투자자들이 이와 같은 역선택 문제가 존재한다는 것을 사전에 인지하고 있다면, 해당기업에게 제공하는 자금을 줄임으로써 경영자의 과소투자 행위가 나타나게 된다(Myers and Majluf, 1984).

이처럼 경영자와 투자자간에 발생하는 정보비대칭은 과대 또는 과소 투자를 유발하는 동시에 도덕적 해이와 역선택 문제를 발생시키므로 기업의 부정적 투자효율성을 야기한다. 즉, 투자효율성이 낮아지는 것은 정보제공자와 정보수용자 간에 존재하는 대리인 문제와도 밀접성이 존재한다.

최근 여러 선행연구들은 회계정보의 질이 높을수록 경영자의 도덕적 해이와 역선택 문제를 야기하는 정보비대칭을 감소시켜, 기업의 투자효율성이 증가한다는 결과를 제시하고 있다(Luez and Verrecchia, 2000). 회계정보는 투자자들의 중요한 정보원천이 될 뿐만 아니라(Holmstrom and Tirole, 1993), 주주들이 경영자를 감시하는데 활용하는 대표적인 수단이 된다(Lambert, 2001). 따라서 회계정보의 질이 높을 경우, 주주들이 경영자의 투자관련 의사결정을 감시하기 쉬워지므로, 투자효율성을 저하시키는 대리인 문제가 감소하게 된다.

Biddle and Hilary(2006)의 연구결과에 따르면, 국가별로 회계정보의 질

과 투자효율성 간에 체계적인 양(+)의 관계가 나타나며, 부채를 통해 자금을 조달하는 것이 상대적으로 보편적인 국가일수록 이러한 둘 간의 양(+)의 관계는 감소한다(Biddle and Hilary, 2006). 주주들과는 달리 채권자의 경우 다른 채널을 통해 기업에 대한 정보를 얻을 수 있기 때문에 경영진의 감시가 더 용이하다. 즉 기업이 제시하는 회계정보가 경영자와 채권자 간에 존재하는 정보비대칭에 미치는 영향력을 상대적으로 감소시킨다. 따라서, Biddle and Hilary(2006)의 실증결과를 바탕으로 부채로 인한 자금확보가 일반적인 국가일 경우, 회계정보의 질과 투자효율성 간의 정적관계가 감소할 것이라는 예상이 가능하다.

그러나, Biddle and Hilary(2006)는 투자효율성의 구분에 있어 과대투자과 과소투자를 명확히 하지 않았다. 이와 같은 한계점을 보완하고자, Biddle 등(2009)은 회계정보의 질이 과소 및 과대투자에 미치는 영향을 실증한 결과, 회계정보의 질이 우수할수록, 과소투자 뿐 아니라 과대투자까지도 낮아지는 것을 실증하였다. 즉 우수한 회계정보가 투자효율성을 높이는 영향력 있는 요인임을 증명한 것이다.

이상의 선행연구 대다수가, 경영자와 투자자 간에 존재하는 정보비대칭의 문제에 있어 대리인 문제를 주목하고 있으며, 그 중 회계정보의 질이 투자효율성에 유효한 영향력을 제공하여 도덕적 해이 및 역선택 문제를 감소할 수 있음을 제시하고 있다. 그러나 이상의 연구에서 투자효율성에 있어 경영자의 능력에 대한 간과가 존재하는 듯 하다. 예를 들어 경영자가 양(+)의 순 현재가치를 반영해 모든 투자의사결정을 실행할 경우에도 기업의 투자효율성을 극대화될 수 있다. 반대로, 음(-)의 순 현재가치를 반영한 투자안을 채택할 경우에는 과소투자가 이루어진 것으로 이해할 수 있다. 즉, 과대 혹은 과소투자로 발생하는 투자효율성의 하락은 대리인문제로도 발생가능하나 경영자의 능력과도 관련성이 있는 것이다.

따라서, 투자효율성은 해당기업의 투자기회를 적절하게 판별하는 경영자의 능력과 밀접한 관련이 존재한다. 구체적으로, 기존의 선행연구들은 기업의 투자안을 판별할 수 있는 경영자의 능력이 우수할 경우, 그 기업의 투자효율성이 증가함을 보고하여 왔다. Chemmanur and Paeglis(2005)의

연구결과에 의하면, 경영자의 경영능력이 높을수록 신규로 상장한 기업의 장기성과는 증가하는 것으로 나타났다. 그들은 경영자가 능력이 높을수록 기업의 투자기회를 보다 명확하게 파악하며(즉, 투자효율성이 증가하며), 이로 인해 기업의 장기성과가 증가하는 것으로 자신들의 결과를 해석하고 있다(Chemmanur and Paeglis, 2005). 또한, Huang(2008)은 경영자의 전문성과 사업부문 간의 적합도(CEO Firm Match)는 기업의 장기성과와 유의한 양(+)의 관계를 나타낸다고 제시한다(Huang, 2008). 경영자는 자신의 전문성과 관련성이 낮은 사업 부분을 매각할 경우, 이에 따른 기업의 또 다른 투자기회를 갖게 되고 보다 정확한 파악이 가능하게 된다. 따라서 기업의 향후 성과가 증가할 수 있는 것이다. 를 보다 정확히 파악하게 되고, 그로 인해 기업의 향후 성과가 증가하는 것이다.

이상과 같이 선행연구들은 경영자가 자사의 투자기회에 부합한 투자의 사결정을 실행하면, 투자효율성이 높아진다는 점을 일관되게 제시하고 있으며, 투자효율성은 투자안을 파악할 수 있는 경영자의 능력이 강하게 반영된다는 사실을 반증하고 있다.

2.1.3 공기업의 개념과 유형구분

공기업들은 공공목적을 실현하기 위해 의도적으로 설립된 기업조직을 말하는 것이다. 정부의 행정조직과 사기업과 다양한 차이를 볼 수 있다. 공기업은 공익성과 기업성을 동시에 가지고 있어야 하기 때문에 행정기관과 공통점과 차이점을 가지며, 사기업과도 공통점과 차이점을 가진다 (이정화, 2015). 그 결과 공기업은 행정기관과 민영기업의 중간적인 특성을 가지게 된다. 정부의 행정기관, 공기업, 민영기업을 비교하면 아래 <표 2-1>와 같다.

<표2-1> 공기업과 사기업 그리고 행정기관 간 비교

구분	공기업	사기업	행정기관
생존목표	공익 추구	이익추구	공익 추구
목표의 수	다수	단일	다수
주변환경	독점적	경쟁적	단일적
산출물의 성격	공공재·사적재	사적재	공공재
설립근거	특별법	상법	헌법
활동준칙	정치성·경제성	경제성	정치성
(정부)통제	중	약	강
운영자유성	중	강	약
조직상 제약	중	약	강
인사상 제약	중	약	강
예산상 제약	중	약	강
투자의 결정	정치적 경제적 판단	경제적 가치판단	정치적 결단
이윤의 귀속	소비자/국민	주주	국민
소유의 주체	정부/국민·개인	개인	국민
가격의 결정	정치성+합리성	경제적 타당성	무상 (수수료)

일반적으로 공기업은 국가 또는 지방의 자치단체가 집행하는 사업 중 기업적인 성격을 지닌 기업이라고 정의된다. 정부에 바탕으로 공적인 목적을 달성하기 위해 기업의 운영방식을 도입하여 설립된 공기업의 조직은 많고 다양하다. 따라서 공기업에 대한 용어는 정책당국과 연구자에 따라 다른 의미도 사용되고 있다. 언론기관 또한 공기업의 개념을 확실히 하지 않은 채 비판의 목적을 달성하기 위해서 다양한 의미와 범주로 사용하여

혼란을 심해지고 있다. 그러나 대부분 사례에서는 공기업을 공공성과 기업성을 함께 갖춘 조직형태로 이해하고 있으며 ‘소유, 재원조달방식, 조직에 대한 정치적 통제’를 통해 공기업을 개념 정의하여 공공이 소유하거나, 공공에 의해 재원조달이 이루어지거나, 조직에 대한 정치적 통제가 이루어지는 조직으로 이해한다(이정화, 2015).

종합하면 공기업이란 ‘공공이 소유하거나, 공공에 의하여 재원조달이 이루어지거나, 조직에 관한 정치적 통제가 이루어지는 조직으로 지방자치단체나 국가가 수행하는 사업 중 기업적 특성을 지닌 것’으로 정의할 수 있다. 이렇게 개념정의 할 경우 공기업의 개념은 가장 넓어진다. 공기업에 대한 개념정의는 실제 공기업을 전체적으로 이해하는 데 충분치 못하기 때문에 대개공기업은 유형을 통해 그 범위와 실체를 파악할 수 있다(이정화, 2015).

2.2 선행연구

2.2.1 회계보수주의에 관한 연구

보수주의에 대한 선행연구는 두가지 방향으로 크게 구분 가능하다. 첫째, 회계처리에 보수주의가 존재하는지, 또한 보수주의가 어떤 의미를 가지는지에 관한 연구이다. 둘째, 또 다른 연구의 방향은 보수적 회계가 기업의 사회적 환경 혹은 그 기업의 재무구조와 지배구조 특징에 미치는 영향을 보고하고 있다. 많은 선행연구에서 보수주의회계가 기업의 대리인 비용을 낮추는 데 공헌하기 때문에 보수적인 회계처리를 할수록 회계정보의 질이 높아진다고 보고하고 있다. 반면 또 다른 연구에서는 보수주의가 기업의 이익의 질을 손해하라는 연구 결과를 나타나고 있다(김연화, 고재민, 2011).

Basu(1997)는 보수주의(Conservatism)를 기업에 관한 호재(Good news)보다 악재(Bad news)를 재무제표에 반영할 때 보다 엄격한 검증가능성

(Verifiability)을 요구하는 성향으로 정의하였으며, 보수주의가 경영자의 이익 극대화를 위한 기회주의적 행위를 감소시킴으로 투자자들의 투자위험을 감소시키는 역할을 한다고 하였다(Basu, 1997). 또한, 보수주의는 기업의 경영자, 주주, 채권자 등 이해관계자들의 의사결정에 영향을 미치게 된다(Givoly and Hyan, 2002).

보수주의회계는 기업이 회계업무처리에서 관습적(conventionally)으로 적용해 온 오래된 회계 관행(혹은 회계 관습; accounting convention)이다(Basu, 1997; Watts, 2003a). 또한, 최근 기업은 대리인 비용에 있어 보수적 회계 수준을 더 강화하여 적용하고 있는 추세이다. 그러나 이러한 보수주의 회계의 업계 관행에도 불구하고 보수주의 회계에 대한 개념 정의나 적용에 대한 정의가 명확치 않아, 이와 관련한 선행연구에서도 보수적 회계처리 수준의 측정에 있어 일관되지 않은 다양한 척도(proxy)들이 원용되고 있다. 기업회계기준에서, 보수주의회계란 “회계처리방법(과정)에 둘 이상의 선택 가능한 방법(대안)이 있는 경우, 기업의 재무상태를 건실하게 하는, 즉 재무적 기초를 견고히 하는 관점에 따라 처리하여야 한다.”는 원칙으로서 정의하고 있다. 이는 일견 미래의 불확실성과 관련된 개념으로 이해할 수 있으며, 오랜 기간동안 실무에서 기업의 회계처리에 적용되었던 관습을 의미한다.

그러나 최근 투자자 보호라는 관점에서 공시되는 이익에 관련하여 ‘최소한의 이익’ 이어야 한다는 측면에서 보수주의회계가 더욱 강조되면서 다음과 같은 정의를 내리고 있다. 즉, 보수주의회계는, 예상 가능한(possible) 손실은 모두 인식하고 이익은 확실한(certain) 경우, 즉 수익의 실현조건이 충족되었을 때에만 인식하는 것으로 정의되고 있다(양남훈, 2015).

Watts and Zimmerman(1986)은 보수적 회계처리란, 선택 가능한 여러 회계처리방법 중에서 자산의 가치를 가장 낮게 평가하고, 부채의 가치를 가장 높게 평가하는 것이며, 수익은 가급적 늦게, 비용은 가급적 빠르게 인식하는 비대칭적 차별적 수익·비용의 인식으로 정의하였다(Watts and Zimmerman, 1986).

Basu(1997)는 나쁜 소식(bad news)이 좋은 소식(good news)보다 이익

에 더 빨리 반영되는 것으로 보수주의 회계를 정의하고, 다음의 네 가지 가설(조건)이 충족되는 경우로서 이를 검증하였다(Basu, 1997). 첫째, 비대칭적 적시성으로, 이는 이익에 관련하여 긍정적 뉴스보다 부정적 뉴스를 더 적시에 반영한다는 것을 의미한다. 둘째, 좋은 소식보다 나쁜 소식의 경우에 이익주가수익률 관련성이 현금흐름주가수익률 관련성보다 크다(최승욱, 2012). 셋째, 비 기대이익의 증가는 지속성이 높은 반면, 비 기대이익의 감소는 일시적이다(최승욱, 2012). 이는 긍정적 뉴스는 이익에 지속적 영향력을 미치는 반면, 부정적 뉴스는 일시적 영향력을 발휘하기 때문이다. 넷째, 이익에 대한 나쁜 소식의 경우 이익에 대한 좋은 소식보다 ERC(Earnings Response Coefficient; 이익반응계수)가 작다. 이는 비 기대이익에 대한 시장의 주가반응은 보다 지속적인 소식의 경우에 더 크기 때문이다(최승욱, 2011). Basu(1997)는 상기 네 가지 검증조건으로 미국기업들을 실증(횡단면 분석)한 결과, 미국기업들이 전반적으로 보수적 회계처리를 유지하고 있음을 발견하였다(Basu, 1997).

Pope and Walker(1999)는 Basu(1997)의 연구모형을 이용하여 영국과 미국의 보수주의회계를 실증하였다. 실증결과, 특별손익이 배제된 경우에는 미국이 영국보다 더욱 보수적인 회계처리를 하고 있으나, 특별손익이 포함된 경우에는 정반대의 결과가 나타났다(Pope and Walker, 1999).

Ball and Shivakumar(2005)은 이익과 손실인식에 있어서의 비대칭적 적시성을 발생액과 영업활동현금흐름에 적용한 결과, 당기현금흐름과 미래기대현금흐름 간에는 통계적으로 유의한 정(+)적인 관계가 나타났다(Ball and Shivakumar, 2005). 이는 당기이익과 손실에 대한 정보는 당기현금흐름과 미래기대 현금흐름에 동일한 방향으로 영향을 미치며, 또한 미래기대 현금흐름의 증감은 발생액을 통해서 나타나기 때문에, 결과적으로 당기현금흐름과 발생액 간에는 양(+)의 상관관계를 갖는다는 것이다(Ball and Shivakumar, 2005). 특히 보수적 회계처리의 경우 경제적 손실이 발생될 경우 이익보다 적시에 보고되기 때문에, 현금흐름과 발생액의 정의 관계에서도 손실이 이익보다 크게 발생되며, 이상의 결과는 Basu(1997)의 연구결과와도 일치한다.

Givoly and Hayn(2000)은 1950년부터 98년까지 약 49년간 보수주의 회계가 어떻게 변화하였는지 실증하였다. 실증결과, 미국기업들의 영업현금 흐름은 표본기간 간에는 차이가 없었으나, 대체적으로 손실기업들의 발생빈도가 증가하였으며, 비영업발생액의 누적금액이 음()으로 나타났다. 이는 기업들의 보수적 회계처리의 경향이 표본기간 동안 증가하고 있음을 나타낸다. Zhang 과 Penman(2002)은 채고자산의 후입선출법 운용의 적립금, 연구개발비 등을 회계보수성이 반영된 계정과목으로 정의하고, 이들이 순영업자산에서 차지하는 비중에 의해 자산 부채표 상 회계보수성 지표인 C-score를 계산하였다. 또한 C-score의 변화분을 이용하여 손익계산서 상 보수주의 지표인 Q-score를 산출하였다. 보수주의 측정치인 Q-score가 높을수록 회계보수성이 반영된 계정과목의 증가분이 순영업자산의 변화분보다 크므로 보수주의 성향이 큰 것을 의미한다(Zhang 과 Penman, 2002). 실증분석 결과 그들이 산출한 보수성측정치는 현재의 순자산이익률과 미래의 순자산이익률의 차이를 예상하는 바, Q-score는 1년 후 영업자산이익률(Core return on net operating assets) 및 1년 후 연간 주식수익률과 유의한 양(+)의 관련성이 있음을 발견했다(김연화, 고재민, 2011).

Watts(2003a, 2003b)의 연구에서도, 이와 유사한 결과가 보고되었다. 즉, 기업의 회계 관행은 지난 30여년에 걸쳐 보다 보수적으로 회계처리 되어 왔다는 것이다.

또한, Watts(2003a, 2003b)는 보수적 회계처리가 갖는 장점을 다음과 같이 설명하고 있다. 우선, 보수주의적 회계는 기업의 계약과정에서 경영자의 기회주의적 의사결정행동에 제약을 가함으로써 기업가치를 제고시키는 것이다. 또한 기업이 외부로부터 가해지는 소송에 대한 위험을 감소시키고, 이익 대비 손실을 빠르게 인식하는 비대칭적 적시정으로 인해 법인세 비용의 현재자산가치를 감소시킨다. 끝으로, 보수주의회계는 기업이 순자산을 과대계상하게 되어 발생하는 규제기관의 정치적 비용(political costs)을 줄일 수 있게 한다(최종원, 2008).

LaFond and Watts(2008)의 연구에서도 이와 유사한 주장이 제기되었다. 즉, 보수주의회계는 경영자가 사적이익을 획득하려는 기회주의적 행위

를 감소시켜 기업의 대리인비용을 감소시키므로, 보수주의회계가 기업의 계약관계에서 투자자의 보호역할을 하고 있다는 것이다(LaFond and Watts, 2008).

한편, 우리나라의 회계처리에 있어서 보수주의회계에 대한 연구로서, 박종찬(2005)은 1997년 외환위기(IMF)이후 국내기업들이 국제적 수준의 회계 및 회계감사 기준을 마련하는 등의 회계제도개혁을 통해서, 이익의 적시성과 이익의 보수성이 유의적으로 증가하였다고 보고하였다(박종찬, 2005). 이는 외환위기(IMF)이후에 기업의 회계부정에 대한 제재와 처벌이 강화되었고, 이로 인해서 경영자의 소송위험(litigation risk)이 증가하였기 때문에, 기업들이 보수적 회계처리를 하게 된 것으로 해석하였다(박종찬, 2005).

김정옥과 배길수(2009)는 일반부채비율과 금융기관 차입금의 비율 그리고 기관투자자의 지분을 및 외국인 투자자의 지분을, 기업의 상장여부가 보수주의회계와 갖는 관계를 실증하였다(김정옥, 배길수, 2009). 실증결과, 일반부채비율이 높은 기업의 경우, 자본비용을 감소시키기 위해 보수적 회계처리를 적용하는 것으로 나타났다. 그러나 금융기관 차입금비율과 보수주의회계는 유의적인 음(-)의 관계가 나타나, 일반채권자보다 기업에 대한 직접적인 감시와 통제가 가능한 금융기관은 보수주의회계에 대한 수요가 상대적으로 적음을 보고하였다(김정옥, 배길수, 2009). 또한, 내국인 투자자에 비해 외국인 투자자들의 보수주의회계 요구가 더 큰 것으로 나타났다. 이는 내국인 투자자에 비해 외국인 투자자들이 상대적으로 정보비대칭이 그만큼 더 크기 때문인 것으로 판단된다. 그 반면에, 기관투자자 지분율과 보수주의회계는 유의적인 관계가 나타나지 않았으며, 상장기업은 비상장기업보다도 더 보수적으로 회계처리 하는 것으로 나타났다(김정옥, 배길수, 2009).

문상혁 외 2인(2006)은 장기적으로 보수적 회계처리와 기업의 자본비용 감소간의 관계를 이용하여, 단기적으로 과소평가된 주식을 매수하고 과대평가된 주식을 매도하는 헤지 포트폴리오(hedge portfolio)투자전략을 이용하여 실증한 결과, 정보비대칭 상황에서 상대적으로 정보우위에 있는 이용

자들이 유의적인 양(+)의 초과수익률을 획득하였다(문상혁 외, 2006). 이로써, 보수주의회계는 장기적으로 자본비용의 감소를 초래하는 효과를 보고하였고, 또한 외국인 투자자들의 경우 이러한 보수주의회계를 더 선호하는 것으로 보고하였다(문상혁 외, 2006).

이상의 선행연구들을 요약하면, 보수주의회계는 전술한 바와 같이 두 가지의 관점에서 꾸준히 논의되고 있다. 첫 번째는 효율적 계약의 관점(Watts, 2003a; LaFond and Watts, 2008)이다. 이는 보수주의회계가 전술한 바와 같이, 정보비대칭을 감소시킴으로써 i) 기업과 투자자간의 자본조달비용과 ii) 주주의 경영자에 대한 감시비용 등을 경감하여 효율적인 기업의사결정을 가능하게 한다는 것이다(Watts, 2003). 실증연구의 대부분은 지배구조와 부채등에 대한 효율적 계약의 관점에서 그 연구가 실시되고 있다. 특히, 기업자본조달에 있어, (외부)투자자는 내부 정보자에 비해 상대적으로 정보의 비대칭성이 높을 수 밖에 없다. 이 경우 정보의 접근에 있어 우월적 지위를 가진 경영자는 사적이익을 위해, 투자자의 이익과 반대되는 기회주의적 경영의사결정을 실행할 수 있다. 이러한 상황에서 보수주의회계는 최소한의 이익의 공시를 의무화하는 재무적 기초에 부합됨으로써, 신뢰성이 있는 회계정보를 제공하게 되는 것이다. 이로써, 기업과 외부투자자간의 정보비대칭을 완화시키게 된다(LaFond and Watts, 2008). 또한, 보수주의회계는 비대칭적 적시성에 의한 수익·비용의 대응을 유도함으로써, 기업이 상대적으로 조기에 부채계약조항을 위반하게 하여, 정보비대칭 하에 있는 채권자의 대리인비용을 경감시키는 역할을 하고 있다(LaFond and Watts, 2008). 이와 같이, 효율적 계약의 관점에서 보수주의회계는 정보비대칭을 감소시켜 도덕적 해이(moral hazard)나 역선택(adverse selection)의 문제를 개선하여, 대리인비용이나 자본조달비용을 낮춤으로써 기업의 재무적 융통성을 증가시킬 수 있다(Khan and Watts, 2009; Francis and Martin, 2010).

이에 반하여, 보수주의회계는 정보를 왜곡한다는 비판적 관점에서도 논의되고 있다. 이는 보수주의회계가 이익과 순자산을 지속적으로 그 가치를 낮게 계상하거나, 수익과 비용간의 대응(matching)을 왜곡시킨다는 것이

다. 즉, 이는 수익과 비용의 비대칭적인 적시성에 의한 수익·비용간의 대응으로서, 결과적으로 비용의 조기인식과 수익의 지연을 초래함으로써 이익의 지속성 및 가치 관련성을 감소시킨다는 것이다(류상훈, 2017). 따라서 이러한 회계처리는 실현된 경제적 이익보다 높은 부채 비율과 더불어 가치가 낮은 순 자산가치를 지속적 계상을 통해 재무보고의 유용성에 부정적 영향을 미친다는 점에서 ‘정보의 왜곡’으로 볼 수 있다. 결과적으로, 이러한 관점의 보수주의회계는 기업의 담보가치와 재무적 융통성을 감소시켜서, 부채계약조항(debt covenant)의 위반가능성을 증대시키거나 기업의 재무적 제약요소로 작용할 수도 있다(Gigler et al., 2009).

이와 관련한 한국국내연구로 이기세과 전성일(2010)은 회계 보수성이 KIS신용평점에 미치는 영향을 분석한 결과 회계보수성과 KIS신용평점 간의 유의한 양(+)의 관계를 확인하였고, 이에 대하여 신용평가기관이 기업의 보수적인 회계처리를 채권자 보호수단으로 인식하고 있는 것이라 제기하였다(이기세, 전성일, 2010). 김새로나 외(2011)은 한국 기업을 대상으로 대리인 비용을 통제하기 위한 메커니즘으로 보수주의의 역할을 분석한 결과를 보면 대리인 비용이 높을수록 회계보수성이 증대됨을 확인하였고, 기업의 지배구조, 신용상태 등 개별기업 특성변수를 고려하여 보수주의와 대리인 비용의 관련성을 분석한 결과 대리인비용을 경감시키기 위한 수단으로 보수주의가 순기능을 발휘하고 있는 것을 검증하였다(김명중, 하승화, 김진우, 2014). 또한, 회계보수성이 자본비용에 미치는 영향에 관한 분석으로 유승원과 정성환(2012)은 악재정보의 공시 빈도가 증가할수록 보수주의가 자기자본비용을 감소시킴을 검증하였다(유승원, 정성환, 2012).

기업이 처한 다양한 사회 환경이 보수주의에 영향을 미친다는 선행연구도 있으며 찾아볼 수 있다. Ball외(2000)는 대륙법과 영미법 계통을 비롯하여, 국가 사이의 회계 이익의 적시성 비교 검증 하였다. 대륙법 국가는 이해관계자 사이의 정보비대칭을 제거하는 방법으로 회계규정이나 제도를 더 많이 사용하고, 영미법 국가들은 상대적으로 공시된 재무제표에 더 의존한다(Ball et al., 2000). 이러한 결과를 바탕으로 대륙계통보다 영미법 계통의 경우, 회계이익과 관련한 적시성과 보수성이 상대적으로 중요할 것

으로 예상하였다. 실증분석 결과 영미법 국가의 회계이익 적시성이 대륙법 국가에 비하여 높은 것으로 나타났고, 회계보수성 정도도 영미법 국가에서 더욱 높다는 사실을 발견하였다(김연화, 고재민; 2011).

2.2.2 기업의 투자에 관한 연구

2.2.2.1 정보비대칭이론

경영자와 같이 기업의 사적 정보를 보유한 정보이용자(이하, 기업 내부자)와 사적 정보를 보유하지 못한 투자자(이하, 외부 투자자) 사이에는 정보비대칭(Information asymmetry) 문제가 존재한다(김명중, 2014). 이러한 정보비대칭 문제에 기인하여 대리인 문제(Agency Problem)와 외부자본조달 제약문제(External financing constraints)가 나타나게 되며, 기업 가치에 부정적인 영향을 미친다(김명중, 2014). 먼저 외부투자자와 비교하여 상대적으로 정보 우위에 위치한 기업 내부자들은 사적 정보를 이용하여 투자자의 부를 자신에게로 이전시키기 위해 재무적 성과를 과장할 유인이 높다(Watts, 2003a). 이러한 경영자의사적인 유인에 대비하기 위해 외부 투자자들은 더욱 강력한 통제장치를 요구하게 되고, 이는 대리인비용을 증가시키는 등 기업의 현금흐름에 부정적인 영향을 미친다(Watts, 2003a). 둘째, 정보접근성에 있어 열위에 있는 외부투자자는 기업 내부자와 비교했을 때, 보다 높은 정보위험(Information risk)을 부담할 가능성이 높다. 따라서 외부 투자자들은 이러한 위험 부담의 대가로 더욱 높은 위험프리미엄(Risk premium)을 요구할 수 있으며, 이는 기업 자본비용의 증가 및 외부자본조달 시점에 큰 제약 조건으로 작용하여 기업 가치를 감소시키는 원인이 된다(김명중, 2014). 결과적으로 정보비대칭 문제가 기업의 현금흐름을 감소시키고 자본비용을 증가시킴으로 기업 가치에 부정적인 영향을 미치게 되는 것이다(Watts, 2003a).

이러한 이유로, 외부 투자자들은 정보비대칭을 해소하기 위한 다양한 대안을 요구할 수 밖에 없다. 예를 들어 기업정보의 공시 횟수를 늘리거나

정보의 질을 높이도록 요구할 수 있고, 또 다른 방법으로 기업에게 더욱 보수적이 회계적용을 요구할 수도 있다. 특히 회계 보수주의는 손실에 대한 엄격한 검증가능성(verifiability)의 적용으로 인해, 여타의 회계적용보다 임의적인 회계처리나 분식회계의 가능성을 감소시킬 뿐 아니라 회계정보에 대한 투자자의 신뢰성을 높일 수 있는 등, 그 회계보수주의의 순 기능을 보고하고 있는 추세이다. 즉, 보수주의는 투자자와 채권자 보호의 관점에서 경영자를 통제하는 역할을 수행하며, 또한 기업의 미래 불확실성에 대한 예상손실을 조기에 반영하여 시장참여자들에게 미래 기업 가치에 대한 불확실성과 위험이 낮다는 인식을 심어줌으로써 기업 가치 제고에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다(Basu, 1997; Watts, 2003; Feltham and Ohlson, 1995). 정보비대칭 현상과 보수주의의 직접적인 관련성에 대한 연구로 LaFond and Watts(2008)는 정보비대칭에 대한 회계 보수주의의 역할을 조명하기 위해 미국기업을 대상으로 정보비대칭과 보수주의의 유의한 관련성과 정보비대칭의 변화가 회계 보수주의에 시간적으로 선행함을 검증하면서 회계 보수주의의 정보 역할(information role)을 제시하였다(LaFond and Watts, 2008).

기업 내부자들은 기업의 성과나 상태에 대한 사적 정보(Private Information)를 보유하고 있지만, 외부 투자자들은 이런 정보를 모두 알지 못하기 때문에 기업 내부자와 외부 투자자 사이에는 정보비대칭이 존재하게 된다(김명중, 2014). 모든 투자자에게 정보가 완전하게 제공되지 않을 경우, 경제주체의 의사결정에 합리성이 결여되고 이는 경제 전체적으로 최적의 균형 상태에 이르지 못하게 되는 원인이 된다(박애영, 2010).

기존 연구들에서는 정보비대칭에 기인하여 대리인 문제와 외부자본조달 제약문제가 나타나게 되며, 이러한 문제들에 인해 기업 가치가 훼손될 수 있음을 제시하고 있다(Jensen and Meckling, 1976). 첫째, 소유와 경영이 분리된 기업에서 경영자는 주주가치에 반하여 자신의 사적 이익을 극대화하는 의사결정을 함으로써 대리인 문제가 발생할 수 있고, 이러한 대리인 문제는 대리인 비용(Agency cost)을 증가시켜 기업의 성과 및 현금흐름 등 기업 가치에 부정적인 영향을 미치게 된다(Jensen, 1986). 둘째, 정보비대칭으로 인한 외부자본조달 제약문제로 기업의 자본조달비용이 증가할 수 있다(Myers and Majluf, 1984). 외부자본조달 제약문제는 시장 미시구

조 연구분야에서 그 간 광범위하게 다루어져 왔는데, 이들의 연구에서는 정보의 접근성이 취약한 위치의 비정보 거래자일수록 역선택(Adverse selection)을 할 가능성이 높았음을 보고하였다. 이러한 역선택의 결과로 인해, 잠재적 시장참여자들은 특히 정보비대칭이 높은 기업에 대한 주식거래 행위를 회피하게 되고, 설사 거래행위가 실현되더라도, 그 기업의 가치보다 상대적으로 저평가된 거래가격이 형성될 가능성이 높았다.

또한, 채권시장 또한 주식시장처럼 정보비대칭이 높은 기업은 정보비대칭이 낮은 기업에 비해 더 높은 자본비용을 부담한다고 하였다. 이와 관련한 국내 연구들에서도 동일한 결론을 제시하고 있는데, 정보비대칭이 낮은 기업이 정보비대칭이 높은 기업에 비해 상대적으로 낮은 자기자본비용을 갖게 됨을 실증적으로 증명하였고(조중석, 조문희, 2007), 정보비대칭이 높은 경우 타인자본비용이 높아짐을 제시하였다(고영우, 이세철, 2012). 또한, 전영순(2003)은 외국인투자자의 지분율이 높을수록 그들의 적극적인 감시활동에 의해 경영자예측치의 예측 오차가 작아지고 보다 정확해짐을 검증하였고, 이에 따라 회계이익의 질적 수준이 증가하여 기업과 투자자 사이의 정보비대칭이 완화될 수 있음을 제시(전영순, 2003)하였으며, 전영순과 손준회(2005)는 전문투자자, 외국인투자자로 대표되는 기업지배구조가 경영자에 대한 감시와 공시정보의 정확성을 높임으로써 정보비대칭을 해소하여 경영자의 사적 이익추구를 억제하고, 기업의 경영성과와 기업 가치를 증가시킴을 보고(전영순, 손준회, 2005)하였다. 박애영(2010)은 소유구조와 지배구조가 열악한 기업일수록 정보비대칭이 크게 나타남을 확인하였으며, 공시 gap으로 측정된 정보비대칭의 정도가 클수록 자본비용이 높고, 재무분석가의 예측 오차가 크며, 내부자의 미공개정보편익이 커짐을 검증하였다(박애영, 2010). 모두 일관되게 정보비대칭의 정도가 완화될수록 기업가치가 증가된다는 결론을 도출하고 있다.

기존의 많은 선행 연구들에서 고려된 정보비대칭에 대한 대응치로는 PIN, 주식수익률 변동성, 재무분석가 예측 오차, 거래량 회전을, 발생액 등이 사용되고(박애영, 2010) 있는데 이 중 PIN은 Easley and O'Hara(1992)에 의하여 제시되었으며, 정보비대칭의 정도를 초과거래빈도로 측정하고

있다(전영순, 2003). Easley et al. (1997a, 1997b)은 PIN으로 측정된 정보비대칭이 자산의 균형가격에 영향을 미칠 수 있다는 이론적 모형을 제안하였으며, 후속연구로 Fama and French(1992)의 요인 모형에 PIN으로 측정된 정보비대칭 측정치를 새로운 위험요인으로 추가하여 정보비대칭이 주식의 균형가격을 결정하는 데 유의한 영향을 미치고 있음을 검증함으로써 정보비대칭 측정치 PIN과 주가와와의 관련성에 대한 이론 및 실증적 타당성을 보고하였다(Easley et al., 1997) 이에 비해 선행연구들에서 사용되고 있는 주식수익률 변동성과 재무분석가 예측 오차 그리고 거래량 회전을 및 발생액 등은 정보비대칭을 직접적으로 측정하는 것에 비해 정보비대칭에서 파생된 사후적 발생결과로부터 도출되었다는 한계가 있다.

2.2.2.2 대리인이론

대리인이론이란 자본구조 이론으로써 기업을 이해관계의 복합체라고 할 때 이들 사이의 관계를 대리관계로 파악한 이론이다.

현대 기업은 소유권과 경영의 분리하기 때문에 대리인문제가 생긴다. 대리인 문제는 경영자 아니면 대주주가 소액주주의 이익을 고려하지 않지만 자신들의 목적을 위해 기업자원을 사용하는데서 초래된다(Hermalin, 2005; Tirole, 2006; Gillan, 2006; Djankov, Lopez-de-Silanes와 Shleifer, 2008, La Porta). 대리인 문제는 두 가지의 형태로 나타날 수 있다. 첫째, 사적이익의 추구를 위해 자원을 할당하게 되는 역선택(inefficient investment choices)과 둘째, 경영자가 사적 효용의 최대화를 위해 업무를 태만하게 하는 도덕적 해이(inefficient or insufficient effort)가 있다(윤기호, 2015). 이러한 비효율성은 대리인 비용(agency cost)을 발생시키게 된다(Tirole 2006). Jensen and Meckling(1976) 이후로 대리인(agent)과 주인(principal)의 이해 불일치에서 발생하는 비용에 관한 연구가 주요한 관심사로 대두되었다. 이러한 대리인비용과 관련된 대리인이론은 경영의사결정권과 여러 가지 기업 내·외부 감시(monitors) 및 확증(bonding) 메커니즘의 작용에 관한 이론적, 실증적 연구를 불러 왔다(권정옥, 2012). 그런데

대리인이론에 대한 연구에서 주된 한계점으로 지적된 것은 실증적 분석을 위한 측정치로서 대리인비용(agency cost)을 어떻게 측정하는지 연구하는 것이었다(권정욱, 2012).

이런 측면에서 Ang et al.(2000)는 연구에서 대리인비용의 측정치를 실증적으로 적용했다는 점에서 의의가 있다. 그들은 대리인비용의 직접 측정 지표로 과잉비용(excessive expenses)을 사용하였고, 간접 측정지표로는 자산이용(asset utilization)의 비효율성을 이용하였다. 기업의 경영 및 지배구조의 특징에 의거하여 영업비용(operating expense)의 차이는 과도한 특권적 소비(excessive perquisite consumption)와 다른 형식의 대리인비용 때문에 야기되는 것으로 나타났다(Ang et al., 2000). 또한 자산의 효율성이 낮은 것은 경영자가 순현재가치가 마이너스(-)인 투자방안에 투자를 하거나, 경영활동에 충분한 노력을 쏟리지 않아서 수익이 저조한 경우에 나타나는 것으로 보았다(Ang et al., 2000).

이러한 대리인비용의 측정지표를 이용하여 Ang et al.(2000)은 미국의 소규모 기업을 대상으로 기업의 소유구조와 대리인비용의 관계를 분석하였다. 그들의 연구결과에 따라 경영자 소유지분율은 자산이용의 효율성에는 플러스(+)의 영향을 미치고, 영업비용에는 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 경영자의 소유지분율이 늘리면 자산이용의 효율성은 높아지고, 영업비용은 감소한다고 하였다. 또한 전문경영기업(outsider managed firms)이 소유경영기업(owner managed firms)보다 더 높은 대리인비용을 발생시킨다고 하였다(Ang et al., 2000).

Davidson와 Singh(2003)은 Ang et al.(2000)의 연구를 확대하여 미국 대규모 기업을 대상으로 지배구조와 소유구조가 대리인비용에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 경영자 소유지분이 증가할수록 자산이용의 효율성은 증가하지만, 과도한 재량적 비용(excessive discretionary expenses)은 통제되지 않는다고 것을 발견된다. 사외이사와 외부대주주(outside block ownership)의 지분율은 대리인비용을 감소시키는데 제한적인 영향을 미칠 뿐이고, 이사회규모가 작을수록 대리인비용을 감소시키는데 유용하다고 하였다(Davidson & Singh, 2003). Weir와 McKnight(2009)는 영국기업을 대

상으로 지배구조와 소유구조가 대리인비용에 미치는 영향을 분석하였다(Weir & McKnight, 2009)). 분석결과를 종합해보면, 이사회 구조가 변화한다고 하여 대리인 비용에 영향을 미치지 않는 못하나, 이사진의 지분율 및 레버리지가 증가함으로써 대리인 비용의 감소를 가져올 수 있음을 알 수 있다.

2.2.2.3 자본조달비용

가. 보수주의회계와 타인자본비용

Ahmed et al.(2002)은 대리인 갈등(agency conflict)에 직면한 기업들의 보수적 회계 적용과 타인자본비용 사이의 연관성을 연구하였다. 그들은 보수적 회계처리를 통해 주주들에게 지급되는 배당을 제한함으로써, 과도한 배당지급에 대한 채권자의 우려를 감소시키고, 이에 대한 보상으로 타인자본비용을 줄일 수 있을 것으로 예측하였다(Ahmed et al., 2002). 연구결과 배당정책(dividend policy)에 있어 대리인 갈등이 심각한 기업일수록 보수적인 회계를 더욱 선호한다고 보고하였다. 또한 보수적 회계처리를 적용할수록 기업의 채무등급(debt ratings)이 개선되는 것으로 나타났으며, 우수한 채무등급은 최종적으로 낮은 타인자본 비용과 관련성이 큰 것으로 나타났다.

Zhang(2008)은 보수주의의 부채계약측면에서 효익을 분석하였다. 채권자들은 예상하지 못했던 채무불이행 위험의 발생에 대한 우려를 갖고 있기에, 채무자인 기업들의 더 보수적인 재무보고는 채무불이행 위험에 대한 보다 적시적인 정보를 제공한다고 판단하여 보수적으로 회계 처리하는 기업의 이자율을 더 낮게 적용하고 있음을 발견하였다(Zhang, 2008).

Li(2009)의 연구에서는 Basu(1997)모형을 사용하여 측정한 31개국의 국가별 보수주의와 타인자본비용 사이의 관계를 비교 검증하였다. 국가별 법체계와 주식시장 규제의 차이를 통제하여 분석한 결과 더 보수적인 재무보고 체계를 보유하는 국가의 기업들이 더 낮은 타인자본비용을 지불하는

것으로 드러났다(Li, 2009).

Lara et al.(2011)은 1976년부터 2006년의 미국기업들을 대상으로 Callen et al.(2010)의 보수주의 측정치를 활용하여 조건부 보수주의가 증가할수록, 기업의 정보비대칭, 주가수익률 변동성, 재무 분석가의 예측오차, 신용위험, 자기자본비용이 감소하는지 여부를 분석하였다(Lara et al., 2011). 보수적인 회계기준의 적용은 기업에 대한 정보의 불확실성을 줄이는 효과를 가져오는 것과 동시에 정보비대칭성을 개선시킬 수 있을 것으로 예상하였다. 예측대로 유의한 음(-)의 관련성을 제시하면서, 보수주의가 기업의 정보환경을 개선하여 신용위험이 감소하게 되고 궁극적으로 타인자본비용을 감소시킨다고 보고하였다(Lara et al., 2011).

국내의 연구를 살펴보면 문상혁 등(2006)은 Penman and Zhang(2002)의 보수주의 측정치와 차입이자율로 기업의 타인자본 비용과의 관계를 분석하였고, 동시에 정보의 접근성에 있어 우위에 있는 투자자들이 보수주의 회계를 선호하는지 검증하였다(정민경, 2014). 그들의 연구결과에 따르면 보수적 회계처리는 장기적으로 기업의 타인자본비용을 감소시키고, 일반 투자자에 비해 정보우위에 있는 외국인 투자자는 장기간의 회계이익을 감안하여 당기의 보수적 회계처리를 더 선호한다고 주장하였다(문상혁 등, 2006). 전성일과 이기세(2010)의 연구에서는 2003년부터 2007년까지 상장기업의 보수적 회계처리와 KIS신용평점의 관련성을 실증분석을 하였는데, 대체적으로 유의한 양(+)의 관계가 있음을 제시하였다(전성일, 이기세, 2010).. 즉, 보수적 회계처리는 이익의 질을 향상시켜 신용평점에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 해석하였다(전성일, 이기세, 2010).

나. 보수주의회계와 자기자본비용

Francis et al.(2004)은 7가지 이익의 질의 대용치(proxy)와 자기자본비용간의 직접적인 관계를 실증분석 하였다. 회계정보를 바탕으로 측정되는 이익의 질(발생액의질, 이익지속성, 유연성, 예측성)과 회계정보와 시장정보 사이의 관련성에 기초하여 측정한 시장기반 이익의 질(가치 관련성, 적

시성, 보수주의)로 구분하여 이들 간의 관계를 분석한 결과 이익의 질이 낮을수록 자기자본비용이 증가하는 것을 발견하였다(Francis et al., 2004). 이러한 관련성은 시장기반 측정치보다 회계기반 이익의 질 측정치들에게서 높게 나타났고, 특히 발생액의 질과 가장 높은 관련이 있는 것으로 나타났다. 한편, 시장기반 이익의 질에 대응되는 보수주의 회계의 경우, 자기자본 비용과 관계성이 유의한 지는 발견되지 않았다.

Li(2009)의 연구에서는 Basu(1997)모형을 사용하여, 1991년부터 2006년까지 31개국의 국가별 보수주의와 자기자본비용 사이의 관계를 비교 검증하였다. 실증결과에 따르면 국가별 법체계와 주식시장 규제 차이를 통제한 후, 더 보수적인 재무보고 체계를 보유하는 국가의 기업들이 더 낮은 자기자본비용을 지불하는 것을 보고하고 있다(Li, 2009).

Artiach and Clarkson(2010)은 보수주의회계와 자기자본비용 사이의 관련성을 분석함으로써 보수적 회계처리의 경제적 효익을 제시하였다. 그들은 Givoly and Hayn(2002)의 비영업 발생액으로 보수주의정도를 측정하여, 1985년부터 2000년 사이의 표본을 대상으로 회계처리의 보수성과 자기자본비용의 직접적인 관계를 분석하였다(Artiach and Clarkson, 2010). 실증결과, 보수성이 증가할수록 자기자본비용이 감소하고 이러한 음(-)의 관계가 기업의 정보환경에 따라 달라지는지를 함께 분석하였는데, 정보비대칭이 높은 기업들에서 음(-)의 관계가 강화되고, 정보비대칭이 낮은 기업들의 경우 음(-)의 관계가 약화되고 있음을 보고하였다(Artiach and Clarkson, 2010).

Lara et al.(2011)은 Francis et al.(2004)의 연구결과에 대해 방법론적 측면의 문제를 지적하고, 포트폴리오 방법론(asset pricing test)을 사용하여 보수주의회계와 자기자본비용 사이의 관계를 재검증하였다(Lara et al., 2011). 기업에 대한 악재(bad news)가 발생할 때 보수주의회계에 입각하여 이를 적시성 있게 보고하게 되면, 투자자들이 불확실한정보로 인해 나타나는 기업가치의 감소를 축소시킬 수가 있고, 또한 미래의 추가수익률 변동성을 줄일 수 있게 되어 궁극적으로 자기자본비용을 절감할 수 있다고 예측하였다(Lara et al., 2011). 그는 Basu(1997)의 모형을 통해 조건부

보수주의를 측정하고, 비조건부 보수주의 측정을 위해 Penman and Zhang(2002)의 C-Score를 사용하였다. 실증결과, Francis et al.(2004)의 연구결과와 상반되게 보수주의 회계처리가 기업의 자기자본비용을 낮출 수 있음을 제시하였다(Lara et al., 2011).

한국의 연구를 보면 정성환과 유승원(2012)은 기업에 대한 악재성 정보의 자율공시 빈도에 따라 보수주의와 자기자본비용 사이의 관계를 검증하였다. 분석결과, 악재성 정보의 자율공시빈도가 증가할수록 보수주의회계의 자기자본비용의 감소효과가 증대되었다(정성환, 유승원, 2012). 이러한 결과는 보수적 회계처리와 악재성 정보의 자율공시를 통해 자본시장 참여자의 정보비대칭을 완화시키게 되어 결과적으로 자기자본비용을 감소시킬 수 있게 되었음을 의미한다(정성환, 유승원, 2012). 즉, 이들의 주장은 보수적 회계처리가 기업의 정보환경을 개선시키는 효과가 있으며, 이를 통해 궁극적으로 자기자본 비용 또한 절감할 수 있다고 하였다.

한편, 한 국내연구에서는 회계이익의 적시성 및 재량적 발생액으로 측정된 이익의 질과 기업지배구조가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하였다(문종열, 김문철, 2009)의 . 그들의 실증결과에 따르면 회계이익의 질, 기업지배구조가 우수할수록 기업과 주주간의 정보비대칭이 완화되어 자기자본비용이 감소하는 것으로 나타났다(문종열, 김문철, 2009)

2.2.3 보수주의가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 관한 연구

보수주의 회계와 기업의 투자효율성간에는 상반된 연구결과가 존재한다. 우선, 보수주의 회계가 경영자의 과대투자유인을 감소시킨다(Ball and Shivakumar, 2005)는 결과와, 동일하게 보수주의 회계의 정도가 높아질수록 경영자의 과대투자 문제를 완화시킨다는 사실을 검증한 연구 결과(Francis and Martin, 2010; Bushman et al., 2011)가 있다. Garcia Lara et al.(2016)은 과소투자성향이 높은 기업일 경우, 보수주의 회계를 도입한 기업이 그렇지 않은 기업보다 정보비대칭의 정도가 낮기 때문에 부채를 통한 자금조달 측면에서 더 유리할 것이라고 주장하였다(Garcia Lara et

al., 2016). 즉, 보수주의적 회계의 적용이 경영진과 투자자들 사이의 정보 비대칭성 정도를 줄여줌으로 과소투자기업이 보다 효과적으로 자금을 조달할 수 있게 되어 기업의 투자효율성이 증가한다고 보았다. 그리고 과대투자 성향이 높은 기업의 경우에는 선행연구와 같이 보수주의 회계가 과대투자 문제를 감소시킨다고 보고 하였다(Garcia Lara et al., 2016). Garcia Lara et al.(2016)의 연구는 기존 선행연구의 결과와는 달리, 과대투자성향이 높은 사전적 상황과 과소투자성향이 높은 사전적 상황 두 가지 경우에서 모두 보수주의 회계를 적용하는 것이 기업의 투자효율성을 증가시킨다는 결론을 제시하였다. 나아가 이러한 효과는 정보비대칭성과 정의 비례관계가 있다는 사실을 발견하였다.

외부 이해관계자들과 경영자 간의 정보비대칭은 경영자의 투자의사결정에 영향을 미치는 주된 원인이 되며, 선행연구는 이에 대해 많은 관심을 기울여 왔다(Meckling and Jensen, 1976; Myers, 1984). 특히, 최근 연구들이 일관되게 보고하는 것은 회계정보의 질이 좋을수록 정보비대칭은 상대적으로 낮아지며, 경영자의 투자의사결정이 보다 적절하게 이루어진다는 연구결과를 제시하고 있다(Biddle and Hilary, 2006; Francis and Martin, 2010). 구체적으로, 투자자들은 회계정보를 사용하여 자신들의 의사결정을 내릴 뿐만 아니라, 주주들 또한 회계정보에 기반으로 경영자를 감시하게 된다. 따라서 회계정보의 질이 우수할수록, 기업의 이해관계자들은 경영자의 투자의사결정을 관찰하기가 상대적으로 용이해지므로, 경영자는 투자효율성을 의도적으로 훼손하려는 유인을 줄이게 된다 (김경혜, 2014).

예를 들어, Hilary와 Biddle(2006)는 기업의 투자효율성과 회계정보의 질 간에는 유의한 양(+)의관계가 존재하는 결과를 제시하며, 회계정보의 질이 높을수록 외부이해관계자와 기업 간의 정보비대칭이 감소하여 투자효율성이 증가한다는 사실도 제공하였으며, 더 나아가 부채를 통하여 자금을 조달하는 것이 보편화된 나라일수록 이와 같은 유의한 양(+)의 관계가 감소하는 것을 나타냈다(Hilary & Biddle, 2006). 채권자들은 주주들과 비교하면 추가적인 사적채널을 통해서 기업에 대한 제반정보를 볼 수 있으므로, 회계정보에 관한 의존도가 상대적으로 낮은 편이라고 볼 수 있다. 그 결

과, 부채를 통해 자금을 조달하는 것이 일반화된 국가일수록 회계정보의 질이 정보비대칭을 완화하는 정도가 감소하고, 그로 인해 경영자의 투자의 사결정에 미치는 효과도 작아지는 것이 다 파악된다(김경혜, 2014).

하지만, Hilary와 Biddle(2006)의 연구에서 한계점도 지적받았다. 이것은 투자효율성에 대한 것을 고려하면 과소투자과 과대투자를 명확하게 구분하고 있지는 못하다는 점이다. 이에 Biddle et al.(2009)은 회계정보의 질이 과소투자 및 과대투자 서로 어떠한 관계를 가지는지를 명확하게 검증하고자 시도함으로써, 그 후에 Hilary와 Biddle(2006)의 연구에서 이에 대한 보완하고 있다. 분석 결과, 회계정보의 질이 높을 경우, 과대투자와 과소투자 모두 유의하게 감소하는 것으로 나타나, 질 높은 회계정보는 투자효율성을 제고하며, 이는 과대투자와 과소투자 모두가 줄어들기 때문인 것으로 파악된다(김경혜, 2014).

Roychowdhury(2010)는 보수주의적 회계가 경영자의 투자의지를 왜곡시킴으로써 투자자들의 과소투자를 초래할 수 있다는 사실을 제시하였다. Ma(2010)에서는 보수주의 회계가 과대투자성향이 높은 기업의 투자를 감소시키고 과소투자성향이 높은 기업의 투자 또한 감소시킨다는 투자효율성 측면에서 혼재된 결과를 얻었다(Ma, 2010). Guary and Verrecchia(2006)는 보수주의 회계가 당기에는 이익보다 비용을 우선시 인식하기 때문에 투자의사결정시 경영자의 부담이 증가한다고 보았다(Guary and Verrecchia, 2006). 그리고 이에 따라 경영자는 장기적으로 기업의 가치 향상에 도움이 되는 투자안 일지라도 투자를 하지 않는 소극적인 투자의사결정을 할 것이라고 예상하였다. 김경혜와 최경수(2014)는 보수적으로 회계처리를 하는 기업의 경우 미래에 발생 가능한 비용을 조기에 인식하기 때문에 경영자의 투자가 과소하게 위축되어 기업의 투자효율성이 감소한다고 주장하였다(김경혜, 최경수, 2014).

III. 연구설계

3.1 연구가설의 설정

3.1.1 보수주의가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 관한 가설

회계 보수성은 기업의 투자효율성에 대한 영향을 두 가지 측면으로 분석할 수 있다. 첫째, 회계보수성은 기업의 과도한 투자 문제를 억제할 수 있다. 실제로 채무 계약은 기업 회계 보수성의 주요한 형성 원인이다. 지배주주나 관리계층은 채권자와 수익과 위험이 비대칭성이 존재하므로 자신의 이익을 극대화하는 것이라는 목표를 도달하기 위하여 채권자 이익을 희생하는 과도한 투자 행위가 존재하고 있다. 채권자들이 자신의 권익을 보장하려고 회계를 기준으로 체결한 기본적인 조약을 통해 채무자에게 자본금의 사용 상황을 감독, 구속하게 되고 원금과 이자를 제 때에 받을 수 있어 투자위험이 큰 항목을 피하게 된다. 또 기업은 위험이 있을 수 있는 부분에 대한 정보를 충분히 전달해야 하고, 이를 통해 순현재가치에 마이너스를 기록한 항목을 피할 수 있다. Nikolaev(2009), Ahmed(2002)등은 채무계약의 존재는 채권자들이 회계보수성의 수요를 통해 자신의 수익을 지킬 수 있으며 주주들의 기회주의 행위를 제한하기도 한다는 것을 발견했다.

둘째, 기업 과소투자의 요인은 비대칭 정보 문제로 재무제약(financial constrained)을 가져오기 때문이다. 자금 수급에 있어서 정보비대칭으로 인해 기업들은 외부 자금 조달 비용이 높아지고 자금이 부족해지기에 NPV 플러스 항목이라도 어쩔 수 없이 포기해야 하는 상황이 발생하여 과소투자를 초래하게 된다. 회계보수성은 손실이 일어날 수 있는 부분에 대한 확인을 강조하기 때문에 기업들이 투자항목을 평가할 때 지나치게 보수적인 성향 때문에 유리한 항목을 놓칠 수도 있다. 또한, 기업은 과도한 보수성이 회사의 경영상황을 제대로 밖으로 전달하지 못할 수도 있으며

외부투자자의 회사에 대한 신뢰성을 낮아지게 하여 외부 자금 조달 비용이 높아지고 자금이 필요한 상황에서 기업의 효율적인 투자는 저해될 것이다. 상기한 근거로 가설1을 다음과 같이 설정한다.

가설 1: 보수주의는 기업의 투자와 유의한 음(-)의 관계를 갖는다.

3.1.2 공기업과 보수주의가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 관한 가설

중국의 경제 체제를 전환하는 과정에서 공기업 및 사기업은 서로 다른 경영 환경에 직면하고 있으며 공기업은 채무의 제약이 약하고 경영 목표도 다중성을 가지고 있어 회계 보수주의에 대한 영향이 강하게 미칠 수 있다. 첫째, 중국 금융 시스템에 정부의 영향을 많이 받고 있는데, 이는 ‘정부 - 국유 상업은행 - 공기업’이라는 이중의 관계가 형성되어 있기 때문이다. 공기업은 사기업에 비해 자본비용이 더 낮은 자금을 쉽게 받을 수 있다. 국유 상업은행은 공기업 대출에 대한 투자 수익에 관심이 없고, 회계 보수성에 대한 관심도 낮기 때문에 공기업의 과도한 투자 행위의 제약 역할이 약화된다(Xin QingQuan, 2006). 둘째, 정부는 국유 주주로서는 한 기업의 발전만 고려하는 것일 뿐만 아니라 GDP증가, 취업률 등의 문제도 중시하기 때문에 공기업 경영목표의 다중성이 나타났다. 경제 환경이 악화되어 어떤 투자 항목을 손해 보는 상황이라도 공기업에 대해서는 즉시 자금을 회수하지 않는 경우가 많고, 회계보수성의 공기업 과도투자에 대한 제약 역할도 제한적이다 (SunZheng, 2005). 그러므로, 국유 지분이 많은 기업들은 회계보수성과 기업 과도투자의 마이너스 상관관계가 약화될 것이다. 공기업에 비하여 자금조달, 투자 등 분야에서 누릴 수 있는 우대조치가 턱없이 부족한 사기업은 더 많은 자금조달 제약을 받기에 기업의 효율적인 투자를 저해한다는 예측을 가능하게 한다. 사기업은 정치에 대한 영향도 많이 받게 되고, 규모도 보편적으로 작기 때문에 상업 은행에서 합법적인 자금 대출 조건에 해당되더라도 대출이 힘든 상황을 흔히 볼

수 있다. 사기업은 상업은행에서 대출할 때 다른 공기업에 비해 더 엄격한 심사를 받고, 또한 자본사용 상황도 더 밀접한 감독을 받으며 사기업 회계 보수성에 대한 요구가 커지게 된다. 그리고 사기업은 불리한 상황에서 투자하더라도 정부에서 받을 수 있는 자금과 정치의 지지가 작으므로 과소 투자 현상은 더욱 악화되었다(Li ZhiWen, Zhu ChaFen, 2008). 그러므로, 공기업의 경우에는 회계 보수성과 투자효율성의 음의 관계가 약화되고, 사기업의 경우에는 이러한 음의 관계가 상대적으로 강할 것으로 예상할 수 있다.

가설 2: 회계보수성과 기업의 투자사이의 음의관계는 공기업에서 더 약화될 것이다.

3.2 표본선정

회계기준의 변경이 회계보수성에 미치는 영향을 피하기 위하여 본 연구는 회계기준이 변경된 이후인 2008년부터 2011년까지의 중국의 상장기업을 대상으로 표본을 구성하였다. 다음과 같은 조건을 고려하여 최종적으로 5914개의 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 12월 결산 상장기업
- (2) 비금융업에 속하는 기업
- (3) 자본이 잠식되지 않은 기업
- (4) CSMAR데이터시스템에서 재무자료 및 주가자료를 추출 가능한 기업
- (5) 산업-연도별 5개 이상인 기업-연도

금융업에 속하는 기업은 회계처리 방법과 자본구조가 다른 기업과 상이하기 때문에 표본에서 제외하였다. 그리고 표본에 있어 동질성 확보를 위해, 대상 기업은 모두 12월 결산 기업으로 하였으며, 자본이 잠식된 기업의 경우 정상적 영업활동을 기대할 수 없어 표본에서 제외하였다. 재무자료와 주가자료는 CSMAR 데이터시스템과 RESSET 시스템을 통해 수집하였고 결과의 신뢰성을 높이기 위하여 산업-연도별 최소 5개 이상인 기

업-연도를 대상으로 하였다. 끝으로 극단치 효과를 통제하고자, 모든 변수의 상하 1%에 해당하는 극단치 값의 경우 보정(Winsorization) 처리하였다.

3.3 연구모형의 설정

3.3.1 투자효율성 측정치

본 연구는 기업 투자효율성 측정치로 Richardson(2006)의 연구모형을 원용한다. Richardson의 모델은 실제투자 및 예상 투자의 수치 차이로 이용하여 특정한 회사, 특정한 년도의 비효율적인 투자 정도를 측정하게 된다. 예상투자는 최고 투자로서 회사의 성장기회, 금융 제약, 업종 및 다른 여러 요인에 의하여 결정된다.

구체적으로 아래와 같은 Richardson(2006)의 모형을 이용하여 기업의 투자효율성을 측정한다.

$$Inv_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Growth_{i,t-1} + \beta_2 Lev_{i,t-1} + \beta_3 Cash_{i,t-1} + \beta_4 Age_{i,t-1} + \beta_5 Size_{i,t-1} + \beta_6 RET_{i,t-1} + \beta_7 Inv_{i,t-1} + \sum Industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

Growth : 매출액 증가율 (= (당기매출액-전기매출액) / 전기매출액)

Size : 자산총계에 자연로그를 취한 값;

Age : 상장일로부터 현재까지의 기업 연수;

Cash : 현금 및 현금성자산 (= 현금 및 현금성자산 / 기말 자산총액)

Lev : 자산부채 비율 (= 기말부채총액 / 기말자산총액)

Inv : 기업투자 (= (t기말 고정자산 - t-1기말 고정자산) / t기초 자산총액)

RET = 주가수익률

Industry = 산업더미.

Year = 년도더미

$\varepsilon_{i,t}$ = 잔차항.

Richardson모델에 대하여 회귀 이후에는 각 회사의 t년 예상투자량을 얻어 낼 수 있어 대응하는 실제투자량은 예상투자량을 뺀 나머지 잔차항 ε 로 기업 비효율적인투자를 반영한다. 잔차항 ε 가 0보다 크면 과도한 투자라고 하고 반대로 0보다 작으면 과소투자라고 한다.

3.3.2 보수주의 측정치

보수주의는 오랫동안 회계학 연구의 주요한연구 분야가 되고 있다. 초기 연구가운데 Basu(1997)는 보수주의에 대하여 불리한 정보(bad news)에 대한 손실을 인식하기 위한 검증 가능성보다 유리한 정보(good news)에 대한이익을 인식 하기 위한 검증 가능성을 더 높게 설정하는 것이라 정의 하고 있다(Basu, 1997).

Basu(1997)는 보수주의를 좋은 정보보다 나쁜 정보를 순이익에 먼저 반영하는 회계처리방법으로 정의하였다. 이 정의는 good news보다 회계사건(accounting events)으로 인식하기 위해서 더 높은 검증(verification)요건을 필요로 한다는 뜻이기도 하고, good news와 bad news는 회계적 인식에서 비대칭적 적시성(asymmetric timeliness)을 갖는 의미로 해석할 수 있다(Basu, 1997).

보수주의의 이러한 특성을 고려하여 네 가지의 가설을 검증했다. 첫째, 순이익은 good news보다 bad news를 더 적시성 있고 신속하게 반영한다(보수주의의 이러한 성질을 bad news의 비대칭적적시성(asymmetric timeliness)이라고 한다(손호, 2015). 둘째, good news보다 bad news의 경우에 회계 이익률(earnings-return)의 관련성이 현금흐름률(cash flow-return) 관련성보다 크다. 셋째, 비 기대 이익의 증가가 비 기대이익의 감소보다 더 지속성이 높다. 넷째, bad earnings news에 대한 ERC(earnings response coefficient)가 good earnings news에 대한 ERC보다 작다.

검증결과는 악재(good news)와 호재(bad news)를 재무제표에 반영함에 있어 호재보다는 악재를 보다 빨리 인식하는 비대칭적 적시성으로 보수주의를 정의하고 있다. 악재와 호재의대용변수로 주식수익률을 이용하여 분석한 결과 이익이 양(+)의 비 기대수익률보다 음(-)의 비 기대수익률에 더 즉각적으로 반영되고 있음을 보고하였다(손호, 2015). 또한 적시성(time lines)측면에서는 악재의 경우 이익이 현금흐름보다 더 즉각적으로 반영하고 있고 호재의 경우에는 차이가 없음을 보고하였다(위세훈, 2010). 특히 양(+)의 이익 변화는 지속성(persistence)을 보인 반면, 음(-)의 이익변화는 그렇지 않았다(손호, 2015).

본 연구는 Khan and Watts(2009)의 모형을 사용하여 보수주의 회계를 측정하였다. Khan and Watts(2009)의 모형은 기업-연도별 조건부 보수주의 측정치인 C-Score를 이용하였다. 식(2)은 Basu(1997)의 모형으로 기업의 악재가 호재에 비해 더 빨리 인식되는 정도로 보수주의 회계를 측정하였다. 호재의 적시성 지표는 β_2 , 호재에 비한 악재의 증분적 적시성은 β_3 그리고 악재의 적시성 지표는 $\beta_2 + \beta_3$ 로 나타낸다. 이와 같은 Basu(1997)의 측정치는 횡단면적으로 산업-연도별로 측정을 할 수 있고, 시계열적으로 개별기업의 특정기간동안의 보수주의 회계의 정도를 알 수 있다(신원준, 2017). 그러나 산업-연도별 측정치는 동일산업 내 모든 기업의 보수주의 회계가 동일하다고 가정을 하였기 때문에 개별기업간의 차이를 알 수 없고, 개별 기업의 시계열적 측정치는 특정 시점의 기업 간 보수주의 회계의 차이는 파악할 수 있으나 시계열 측정 기간 동안 개별기업의 보수주의 회계가 변하지 않는다고 가정하는 한계점이 존재한다(신원준, 2017). Khan and Watts(2009)의 측정치는 이러한 Basu(1997) 측정치의 한계점을 보완하였다.

Khan and Watts(2009)의 측정치인 C-Score를 도출하기 위해서 Basu(1997)의 모형을 사용한다.

$$\frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = \alpha_0 + \beta_{1,t} * DR_{i,t} + \beta_{2,t} * R_{i,t} + \beta_{3,t} * DR_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

EPS_{i,t} : 기업 i의 t기 말의 주당순이익

P_{i,t-1} : 기업 i의 t-1기 말의 종가

R_{i,t} : 기업 i의 t기 추가수익률. 재무정보가 이용 가능한 시점인 t기 말 이후 4월부터 다음 해 3월까지 1년간의 수익률.

DR_{i,t} : R이 0보다 작으면 1, 아니면 0

ε_{i,t} : 잔차항

$$G-Score = \beta_{2,t} = \mu_{1,t} + \mu_{2,t}Size_{i,t} + \mu_{3,t}MB_{i,t} + \mu_{4,t}Lev_{i,t} \quad (3)$$

$$C-Score = \beta_{3,t} = \lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}Size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t} \quad (4)$$

식(3)과 식(4)를 식(2)에 대입하여 아래 식(5)가 나온다.

$$\begin{aligned} \frac{EPS_{i,t}}{P_{i,t-1}} = & \alpha_0 + \beta_{1,t} * DR_{i,t} + (\mu_{1,t} + \mu_{2,t}Size_{i,t} + \mu_{3,t}MB_{i,t} + \mu_{4,t}Lev_{i,t}) * R_{i,t} \\ & + (\lambda_{1,t} + \lambda_{2,t}Size_{i,t} + \lambda_{3,t}MB_{i,t} + \lambda_{4,t}Lev_{i,t}) * DR_{i,t} * R_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad (5)$$

R_{i,t} : 추가수익률. 재무정보가 이용 가능한 시점인 t기 말 이후 4월부터 다음 해 3월까지 1년간의 수익률.

DR_{i,t} : R이 0보다 작으면 1, 아니면 0

Size : 자산총계에 자연로그를 취한 값

MB : 자기자본의 시장가치/자기자본의 장부가치

Lev : 자산부채 비율 (= 기말부채총액/기말자산총액)

ε_{i,t} : 잔차항

Khan and Watts(2009) 모형에서는 보수주의 회계에 영향을 미치는 개

별 기업의 특성 변수인 기업 규모(SIZE), 성장성을 나타내는 시장가치 대 장부가치(M/B), 부채비율(LEV)을 활용하여 기업-연도 보수주의 측정치인 C-Score를 산출한다. 구체적으로 식(3)와 식(4)를 식(2)에 대입한 식(5)을 연도별로 회귀분석을 수행하여 기업-연도 보수주의 측정치인 C-Score를 구한다. C-Score는 이익에 비한 손실의 증분적 적시성을 의미하여 보수주의 회계가 증가할수록 C-Score값이 높게 나타난다. 이와 같은 방법으로 측정된 C-Score는 특정 시점에서 개별 기업 간 보수주의 회계의 차이뿐만 아니라 시계열적 차이도 반영할 수 있다(신원준, 2017).

3.3.3 연구모형

본 연구의 가설을 검증하기 위해 Richardson(2006), Khan and Watts(2009) 및 XinQingQuan(2007)의 연구에 따라 모형을 설정하였다.

$$EXINV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * C-Score_{i,t} + \beta_2 Pay_{i,t} + \beta_3 LGcsR_{i,t} + \beta_4 Lev_{i,t} + \beta_5 Fcf_{i,t} + \sum \in industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (6)$$

또한, 가설2를 검증하기 위한 아래 모형을 설정하였다.

$$EXINV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * C-Score_{i,t} + \beta_2 State_{i,t} + \beta_3 * C-Score_{i,t} * State_{i,t} + \beta_4 Pay_{i,t} + \beta_5 LGcsR_{i,t} + \beta_6 Fcf_{i,t} + \beta_7 Lev_{i,t} + \sum \in industry + \sum Year + \varepsilon_{i,t} \quad (7)$$

EXINV_{it} : 식 (1)의 투자 결정모형을 통해 산출된 초과투자의 측정치

C-Score : 회계보수성지수

State : 기업의 소유권이 공기업이라면 1을 부여한 더미변수

Pay : 고위관리자의 급여

LGcsR : 대주주 보유 주식수(보통주)/보통주 총발행주식수

Fcf : 세후순영업이익+감가상각비-운전자본의 증가-설비투자

Lev : 자산부채 비율

Industry : 산업더미

Year : 연도더미

ε : 잔차항

회계 보수성 및 기업 투자의사결정 간의 관계를 검증하려면 식(6)을 이용한다. 예상과 같이 β_1 이 음수가 나온다면 회계보수성이 과도한 투자를 억제한다는 것을 밝혀낼 수 있고, β_1 이 양수가 된다면 과도한 투자 행위가 심해진다는 것을 뜻하게 된다. 기업 소유권이 회계보수성 및 비효율적인 투자에 대한 관계에 미치는 영향을 검증하려면 식(7)을 이용한다. 예상대로 β_1 이 음수가 나오고 β_3 는 양수가 나온다면, 기업 소유권은 회계보수성이 과도한 투자에 대한 억제력을 약하게 한다는 것을 나타내게 된다.

<표3-1> 변수의 정의

변수	이름	변수설명
Size	기업 규모	자산총계에 자연로그를 취한 값
MB	시장가치/장부가치	시가총액/자기자본 장부가액
Age	기업 상장 연수	상장일로부터 현재까지의 기업 연수
Cash	현금 및 현금성자산	현금 및 현금성자산/기말 자산총액
LGcsR	대주주 지분율	대주주 보유 보통주/보통주 총 발행주식수
Pay	고위관리자 임금	상위 3인 고위관리자의 임금 총계
Lev	자산/부채 비율	기말부채총액/기말자산총액
Fcf	잉여현금흐름	세후 순영업이익 + 감가상각비 - 운전자본의 증가 - 설비투자
C-Score	회계보수성지수	Khan and Watts(2009) 모형
State	공기업더미	기업의 소유권은 공기업이라면 1을 부여한 더미변수
Invi,t	기업투자	(t기말 고정자산 - t-1기말 고정자산)/ t기초자산총액
Growth	영업수익증가율	(당기매출액-전기매출액)/전기매출액
Ret	주가수익률	
Industry	산업더미	보유기간 연수익률
Year	년도더미	중국증권감사위원회 설정한 분류규칙 연도별 거시경제 요인의 미치는 영향을 통제하기 위하여 5개 연도더미를 설정한다.

IV. 실증분석

4.1 기술통계량 및 상관관계분석

본 연구에서 사용한 각 변수들에 대한 기술통계량은 <표4-1>에 제시하였다.

<표4-1> 기술통계량

구분	N	최소값	최대값	평균	표준편차	중앙값
$Inv_{i,t}$	5914	- 0.7850	3.5032	0.0404	0.1660	0.0089
C-Score	5914	- 0.0898	0.1850	0.0252	0.0250	0.0263
EPS/P	5914	- 1.3713	1.3535	0.0247	0.0658	0.0215
Size	5914	16.5195	27.7533	21.7724	1.2674	21.6819
MB	5914	- 114.4628	128.0672	4.0277	6.5409	3.1946
Lev	5914	0.0071	9.2897	0.5430	0.3787	0.5254
Ret	5914	- 0.9364	8.4985	0.4425	1.1509	0.0085
Cash	5914	0.0001	0.9309	0.1626	0.1173	0.1343
Growth	5914	- 0.9997	9.4959	0.1816	0.5209	0.1304
$Inv_{i,t-1}$	5914	- 0.7850	1.7825	0.0357	0.1465	0.0072
LGcsR	5914	0.0050	0.8523	0.3543	0.1526	0.3334
Pay	5914	0.0015	1.6930	0.1262	0.1208	0.0938
Fcf	5914	- 29.6299	63.6997	- 0.0018	2.0258	0.0170
Valid N (list wise)	5914					

단위: 천만원

주1) 변수의 정의

$Inv_{i,t}$: 기업투자 = $\{(\text{당기 자산 총계} - \text{당기 유동자산}) - (\text{전기 자산 총계} - \text{전기 유동자산})\} / \text{전기 자산 총계}$

C-Score : Khan and Watts(2009) 모형으로 산출한 조건부 보수주의 측정치 ,

EPS/P : 영업이익/기초 총자산 , Size : 시가총액의 자연로그 값 ,

MB : 시가총액/장부가치 ,

Lev : 당기 부채 총계 / 당기 자산 총계 , Ret : 주가수익률 ,

Cash : 현금 및 현금성자산 / 기말 자산총액 ,

Growth : 매출액 증가율 ,

LGcsR : 대주주 지분율 ,

Pay : 상위 3인 고위관리자의 임금 총계 ,

Fcf : 잉여현금흐름 = 세후순영업이익 + 감가상각비 - 운전자본의 증가 - 설비 투자.

<표4-1>는 실증분석에 사용된 표본의 기술적 통계를 보여준다. 표본의 극단치가 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모든 변수의 상 하 위 1%를 winsorizing 조정하였다.

기업 투자($Inv_{i,t}$) 에 관련된 표본기간은 2007년부터 2011년까지에 포함되었다. 기술통계량에서 기업투자($Inv_{i,t}$)의 평균값은 0.0404로서 표본에 포함된 기업에서 평균값보다 큰 기업은 1571개 있으며 26.56% 차지하고 있다. 또한 평균값보다 작은 기업은 4343개 있으며 73.44% 차지하고 있다. 이외에는 428개 기업의 당기투자는 음(-)의 값을 나타내고 있다. 기업투자($Inv_{i,t}$)의 중앙값은 0.0089 과 평균값 0.0404보다 작다.

이상 통계수치를 보면 중국 상장기업 중에서 대부분 기업의 투자수준과 시장 평균 수준보다 적다. 회계보수성지수(C-Score)의 평균값이 0.0252, 중앙값이 0.0263로서 다 양(+)의 값을 나타내고 있다. 따라서 전체적인 평균수준에서 중국 상장기업은 회계보수성의 특징을 나타내고 있다.

4.1.1 투자결정모형 상관관계 분석

<표4-2>에 따라 $Inv_{i,t}$ 과 각 독립변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다.

<표4-2> 상관관계

	$Inv_{i,t}$	Size	Lev	Ret	Cash	Growth	$Inv_{i,t-1}$	Age
$Inv_{i,t}$	1							
Size	.187 **	1						
Lev	.000 -.031 *	-.037 **	1					
Ret	.017 -.014	.004 -.101 **	.024	1				
Cash	.269 -.049 **	.000 -.063 **	.070 -.196 **	-.015	1			
Growth	.000 .077 **	.000 .080 **	.000 .040 **	.256 .030 *	.014	1		
$Inv_{i,t-1}$	.000 .161 **	.000 .226 **	.002 -.023	.023 -.015	.277 -.081 **	.116 **	1	
Age	.000 -.074 **	.000 .078 **	.071 .095 **	.248 -.105 **	.000 -.068 **	.000 -.025	-.103 **	1
	.000	.000	.000	.000	.000	.053	.000	
	5914	5914	5914	5914	5914	5914	5914	5914

**, Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*, Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

주1) 변수의 정의

$Inv_{i,t}$: 기업투자 = {(당기 자산 총계 - 당기 유동자산) - (전기 자산 총계 - 전기 유동자산)} / 전기 자산 총계 ,

Size : 시가총액의 자연로그 값 ,

Lev : 당기 부채 총계 / 당기 자산 총계 ,
 Ret : 추가수익률 ,
 Cash : 현금 및 현금성자산 / 기말 자산총액 ,
 Growth : 매출액 증가율 ,
 Age : 상장일로부터 현재까지의 기업 연수.

<표4-2>는 식1 투자결정 모형에서 사용한 주요 변수들 간의 피어슨(Pearson) 상관분석 결과이다. 기업투자($Inv_{i,t}$)와 각 독립변수 간의 관계는 예상대로 된다. 추가수익률(Ret)만을 제외하고 다른 6개 변수와 유의한 관계가 있는 결과를 보면 선택한 독립변수로 종속 변수에 대한 해석인 합리적이다. 또한, 각 독립변수간의 상관계수는 모두 수용할 수 있는 범위 내에 있어 모형 중에 다중공선성인 문제가 존재하지 않는다.

4.1.2 투자결정모형 회귀분석

<표4-3> 회귀분석

	계수값	t-값	P	VIF
(Constant)	- 0.380 ***	- 9.564	0.000	
Size	0.022 ***	12.376	0.000	1.121
Lev	- 0.110 *	- 1.868	0.062	1.056
Ret	- 0.001	- 0.349	0.727	1.230
Cash	- 0.062 ***	- 3.369	0.001	1.072
Growth	0.017 ***	4.135	0.000	1.025
$Inv_{i,t-1}$	0.120 ***	8.049	0.000	1.089
Age	- 0.024 ***	- 5.448	0.000	1.170
Industry	통제			
Year	통제			
Adjusted R Square	0.159			
F	18.337			
N	5914			

- ***. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).
- **. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).
- *. Correlation is significant at the 0.10 level (2-tailed).

주1) 변수의 정의

Size : 시가총액의 자연로그 값 ,
 Lev : 당기 부채 총계 / 당기 자산 총계 ,
 Ret : 추가수익률 ,
 Cash : 현금 및 현금성자산 / 기말 자산총액 ,
 Growth : 매출액 증가율 ,
 Age : 상장일로부터 현재까지의 기업 연수 ,
 Industry : 산업더미 ,
 Year : 연도더미.

<표4-3>투자결정모형의 회귀분석 결과에서 추가수익률만을 제외하고 다른 독립변수의 관계는 예상대로 되고 또 유의한 관계가 있다는 것을 보였다. 그 중에, 기업투자와 전년도 투자지출은 1% 수준에서 유의한 양의 값을 나타내고 있다. 기업투자 보통 연속성을 갖고 있으므로 기업 당기 신규투자는 전년도 투자지출과 유의한 양의 값을 나타냈다. 기업 당기 신규투자와 전년도 영업수익증가율 및 기업규모는 1% 수준에서 유의한 양의 값을 나타내고 있다. 이것은 기업 소요된 자산 규모가 크면 클수록 영업수익은 더 높아지기로 인하여 기업 다음 년도 투자지출도 더 커지게 되므로 비효율적인 투자 현상이 더욱 쉽게 나타낸다. 또한, 자산부채 비율과 기업투자는 10% 수준에서 유의한 음의 값을 나타내고 있다. 자산부채 비율이 높아질수록 기업의 재무위험이 더 커질 수 있으므로 채권자들이 기업에 대한 투자 규제도 많아지기 때문에 기업의 투자 지출을 제약하게 된다.

4.1.3 잔차 기술통계량

<표4-4> 잔차 기술통계량

	최대값	최소값	평균	중위값	N
잔차	25.9553	- .9106	.000000	- .027780	5914
잔차 > 0	25.9553	.0000	.136857	.043951	1869 (31.60%)
잔차 < 0	.0000	- .9106	- .063223	- .050530	4045 (68.4%)

<표4-4>에서 나타난 것이 잔차 샘플은 총 5914개, 그 중에 잔차 > 0의 샘플 개수는 1869, 비중이 31.6%를 차지하고, 잔차 < 0의 샘플 개수는 4045, 68.4%된다. 과도한 투자의 비율은 과소투자보다 적다. 그러므로 표 4-6에서 결과를 밝히며 중국의 상장 회사 중에 과도한 투자 현상은 과소투자현상보다 작다.

4.2 회계보수주의와 초과투자

4.2.1 상관관계분석

<표4-5>은 연구 모형에 사용된 변수들 간의 상관관계를 분석한 것으로 그 방법으로는 피어슨 상관계수를 이용하였다. 가설 검증 결과, 종속변수인 투자의사결정 측정치(EXINV)와 보수주의 회계(C-Score)는 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이를 통하여 회귀분석에서 보수주의 회계가 투자효율성에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 추측하였다. 이상 결과를 본다면 기업의 회계보수성의 정도가 클수록 기업의 비효율적인 투자가 발생하는 가능성이 더욱 작아진다. 또한, 초과투자(EXINV)는 잉여현금흐름(Fcf), 대주주지분율(LGcsR) 이란 두개 변수와 1%

수준에서 유의한 양의 값을 나타냈다. 그것은 기업의 잉여현금흐름이 많을수록 대주주지분율은 더 높아지며 기업의 비효율적인 투자가 발생하는 가능성이 더욱 높아진다.

<표4-5> 상관관계분석

		EXINV	C-Score	Pay	Fcf	LGcsR
EXINV	Pearson 상관계수 유의수준 (양쪽) N	1 5914				
C-Score	Pearson 상관계수 유의수준 (양쪽) N	- .185 ** .000 5914	1 5914			
Pay	Pearson 상관계수 유의수준 (양쪽) N	.031 * .016 5914	- .410 ** .000 5914	1 5914		
Fcf	Pearson 상관계수 유의수준 (양쪽) N	.057 ** .000 5914	- .051 ** .000 5914	- .054 ** .000 5914	1 5914	
LGcsR	Pearson 상관계수 유의수준 (양쪽) N	.116 ** .000 5914	- .305 ** .000 5914	.024 .065 5914	.081 ** .000 5914	1 5914

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

주1) 변수의 정의

EXINV : 식 (1)의 투자 결정모형을 통해 산출된 초과투자의 측정치 ,

C-Score : Khan and Watts(2009) 모형으로 산출한 조건부 보수주의 측정치 ,

Pay : 상위 3인 고위관리자의 임금 총계 ,

Fcf : 잉여현금흐름 = 세후순영업이익 + 감가상각비- 운전자본의 증가 - 설비투자 ,

LGcsR : 대주주 지분율.

4.2.2 회계보수주의와 초과투자 회귀분석

<표4-6> 회계보수성과 초과투자

	계수값	t-값	P	VIF
(Constant)	0.049 ***	4.773	.000	
β_1 C-Score	- 1.262 ***	- 12.711	.000	1.377
β_2 Pay	- 0.055 ***	- 2.831	.005	1.254
β_3 Fcf	0.003 ***	3.033	.002	1.015
β_4 LGcsR	0.066 ***	4.469	.000	1.134
Industry	통제			
Year	통제			
Adjusted R Square	0.142			
F	44.573			
N	5914			

***. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

*, Correlation is significant at the 0.10 level (2-tailed).

주1) 변수의 정의

C-Score = Khan and Watts(2009) 모형으로 산출한 조건부 보수주의 측정치 ,

Pay = 전3위 고층관리자의 봉급총계 ,

Fcf = 잉여현금흐름 = 세후순영업이익 + 감가상각비- 운전자본의 증가 - 설비투자 ,

LGcsR = 대주주 지분율 ,

INdustry = 산업더미 , Year = 연도더미.

<표4-6>은 가설1을 검증하기 위해 보수주의 회계(C-Score)가 기업 투자의사결정 측정치(EXINV)에 미치는 영향에 대한 회귀분석을 실시하였다. 결과적으로, 보수주의 정도가 증가할수록 기업의 투자효율성이 감소

한다는 가설 1이 채택되었다. 분석결과에 따르면 보수주의 회계(C-Score)와 기업의 투자의사결정 측정치(EXINV) 간에 1%수준에서 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 보수주의 회계가 증가할수록 기업의 투자효율성이 감소한다는 가설 1을 지지하는 결과이다. 통제변수의 경우 초과투자(EXINV)와 고위관리자의 급여(Pay)는 유의한 음의 값을 나타내고 있다는 것을 보면, 임금의 효과가 줄어든다는 것이 비효율적인 투자를 초래한 원인이 하나이며 고위층 경영자들이 현재 임금 수준에 대한 만족하지 않아 자신의 이익을 얻기 위하여 기회주의적 행위를 취할 수 있다고도 볼 수 있어 비효율적인 투자 행위가 발생한다고 말할 수 있다. 기업 투자의사결정 측정치(EXINV)는 잉여현금흐름(Fcf), 대주주지분율(LGcsR) 변수에 대해서는 1% 수준에서 유의한 양의 값을 나타냈다. 이는 기업의 잉여현금흐름이 많을수록 대주주지분율은 더 높아지며 기업의 비효율적인 투자 현상이 발생하는 가능성이 더욱 높아진다는 것을 나타낸다.

4.2.3 공기업에서의 회계보수주의와 초과투자

<표4-7> 공기업에서의 회계보수주의와 초과투자

EXINV	공기업	사기업	전체
(Constant)	.074 *** (5.829)	- 0.002 (- 0.129)	0.053 *** (4.624)
β_1 C-score	- 1.306 *** (-10.096)	- 1.173 *** (- 7.075)	- 1.334 *** (-8.498)
State			- 0.006 (-0.884)
β_3 C-Score*State			0.387 ** (1.969)
β_4 Pay	- 0.071 *** (- 2.973)	- 0.022 (- .636)	- 0.056 *** (- 2.850)
β_6 Fcf	0.003 *** (3.097)	0.002 (0.496)	0.003 *** (3.049)
β_5 LGcsR	0.033 * (1.797)	0.139 *** (5.411)	0.068 *** (4.556)
Industry	통제	통제	통제
Year	통제	통제	통제
Adjusted R Square	0.046	0.054	0.142
F	24.863 ***	21.133 ***	44.573 ***
N	3813	2101	5914

***. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

*. Correlation is significant at the 0.10 level (2-tailed).

주1) 변수의 정의

C-Score = Khan and Watts(2009) 모형으로 산출한 조건부 보수주의 측정치

State = 공기업더미 = 기업의 소유권은 공기업이라면 1을 부여한 더미변수 ,

C-Score*State = 기업 소유권 성격과 회계보수성의 교차변수,

Pay = 전3위 고층관리자의 봉급총계 ,

$Fcf = \text{잉여현금흐름} = \text{세후순영업이익} + \text{감가상각비} - \text{운전자본의 증가} - \text{설비 투자}$,

$LGcsR = \text{대주주 지분율}$,

$Industry = \text{산업더미}$,

$Year = \text{연도더미}$.

<표4-7>는 가설 2를 검증하기 위해 국유 재산권 여부가 보수주의 회계(C-Score)와 투자의사결정 측정치(EXINV)간의 관계에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과를 제시하였다. 가설 2를 채택하려면 국유 재산권이 있는 경우에는 보수주의 회계가 기업의 투자효율성에 미치는 음(-)의 영향이 줄어들어야한다. 즉, 보수주의 회계와 국유 재산권 기업의 상호작용항(C-Score*State)이 양(+)의 값을 가질 것이라고 예상한다. 분석결과에 따르면 보수주의 회계와 국유 재산권의 상호작용항인(C-Score*State)가 5%수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 기업 소유권은 공기업이라면 보수주의 회계가 기업의 투자의사결정에 미치는 음(-)의 영향이 미친다는 것을 의미하므로 가설 2를 지지하는 결과이다. 추가적으로 보수주의 회계와 상호작용항의 결합 유의성을 분석한 결과 전체표본에서 유의한 F값이 나타나는 것을 확인하였다. 이상의 결과로 보수주회계가 기업의 투자효율성을 부(-)적 영향력을 미치나, 공기업일 경우에는 그 효과가 완화된다고 볼 수 있다.

V. 결론

5.1 연구결과의 요약

보수주의는 의도적으로 기업의 성과와 상태를 실제보다 축소하여 적용하는 회계원칙이다. 중국의 시장환경 또한 보수주의와 투자의사결정간의 관련성이 존재함에도 불구하고, 이들 사이의 관계를 구체적으로 검증한 연구는 부족한 실정이다. 이에 본 논문은 2008-2011년 중국의 상하이와 선전의 주식거래소에 있는 1223개 상장기업은 총 5914개 샘플 대상으로 검증을 진행하였다. 회계 보수성 및 기업 투자 간의 관계를 검증해주며 동시에 소유권은 회계 보수성 및 기업 투자 간의 관계에 대한 영향도 논의하였다.

본 논문의 주요한 결론은 다음과 같다.

첫째, 국외의 선행연구 Garcia Lara et al.(2016)과는 반대로 보수주의 회계가 기업의 투자효율성을 감소시키는 음(-)의 관계를 보였다. 이는 김경혜와 최경수(2014)의 연구결과와는 유사한 결과이다. 이를 통해 보수주의 회계의 정도는 각 국마다 상이하여 국외의 선행연구 결과를 국내에 적용하는 것에 신중해야 할 필요가 있음을 시사하였다. 회계 보수성은 비효율적인 투자의 발생을 억제할 수 있다고 한다. 전체 샘플이든 공기업 샘플 및 민영기업의 샘플에서 검증하든 회계 보수성 및 비효율적인 투자에 유의한 음(-)의 관계를 나타냈다.

둘째, 국유 재산권은 회계 보수성이 기업 투자에 대한 억제 작용을 약화시켰다. 구체적으로, 실증결과를 살펴보면 상장된 공기업 및 민영 상장기업 중 회계보수성 및 투자효율성은 유의한 음(-)의 관계를 나타냈다. 그러나 기업 소유권의 성격 및 회계 보수성의 교차변수가 투자효율성은 유의한 양(+)의 관계를 나타냈다. 따라서 국유 재산권은 회계 보수성이 기업 투자에 대한 억제 작용을 약화시킨다고 말할 수 있다.

보수주의 회계가 기업의 투자효율성에 미치는 영향에 대한 예측은 일관

성이 없고 혼재되어 있다. 본 연구는 중국 상장된 기업을 대상으로 조건부 보수주의 측정치를 사용하여 보수주의 회계가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 대한 직접적인 결과를 제시하고 있다. 이러한 결과는 기존 선행연구에서 보고된 보수주의 회계의 적용의 긍정적 기능에도 불구하고 중국 기업의 경우 보수주의 회계가 기업의 투자의사결정에 대해서는 부정적인 영향을 미친다는 사실을 보여준다는 점을 실증한 데 의의가 있다. 그리고 기업 소유권이 보수주의 회계와 기업의 투자의사결정간의 관계에 미치는 영향을 검증함으로서 국유 재산권 표본을 실증분석에 따라 보수주의 회계가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향이 달라질 수 있음을 시사한다.

5.2 한계점 및 미래연구방향

기업투자행위가 합리적인지를 판단하는 경우, 투자수익성의 영향을 고려하지 않는다. 본 논문에서 사용한 Richardson (2006) 모델은 투자 및 지출의 차원에서만 기업 투자행위의 합리성을 계량화한 것으로, 투자항목의 수익성을 고려하지 않는다. 엄밀히 말하면, 한 투자 항목의 투자수익성은 지출보다 많으면 기업 가치를 높이는 것에 대한 도움이 되며 그 항목이 실제투자지출과 정상적으로 투자지출 차이가 많이 나더라도 이는 효율이 있다고 여긴다. 그러나 투자지출 및 수익성의 분배율의 차원에서 기업투자행위에 연구하려면 좀 더 세밀한 계량적 모델이 필요하다.

본 논문은 연구 중에 나타난 부족한 점을 종합하여 앞으로 아래와 같은 방향으로 연구가 지속되기를 제안한다.

첫째, 향후 기업투자행위의 합리성을 판단하는 경우, 투자지출 및 수익성의 배분 차원에서 시도해 볼 수 있으며 중국의 특수한 제도 배경으로 기업투자행위가 합리적인지를 확실하게 판단할 수 있는 모델을 설립하여 적용, 연구해야 할 것이다. 둘째, 연구 샘플의 선택에서 샘플 수치의 기간을 설정함에 있어, 새롭게 적용된 국제기준회계의 적용 전과 후를 구분하여 적용해 볼 수 있을 것이다. 새로운 회계기준을 적용하기 이전과 이후에 회계 보수성 수준이 기업 투자행위에 대한 영향의 변화가 있는지를 확인

하는 연구는 향후에 심도 깊게 연구할 필요성이 제기된다.

참고문헌

1. 국내문헌

고대영, 전성일, 김문태. (2005). 스톡옵션행사가 이익조정에 미치는 영향.

『한국회계학회 학술대회발표논문집』, 1-19.

김건영, 이현주, 박종국. (2006). 증권관련 집단소송제도의 도입이 기업의 재무보고에 미친 영향에 관한 연구 - 회계정보의 투명성 및 보수주의 회계처리를 중심으로. 한국회계학회 『학술대회발표논문집』, 875-900.

김경혜, 최경수. (2014). 보수주의가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향. 『국제회계연구』. 제55집: 20-41.

김권중, 김문철, 전중열. (2004). 신규 상장기업의 이익조정동기. 『회계학연구』 29(4):87-116.

김문태, 전성일, 고대영. (2006). 연구개발비의 자본화를 통한 이익조정의 고찰. 『회계정보연구』 24(3): 77-96.

김보영, 박형진. (2014). 보수주의와 외국인 지분율이 대리인 비용에 미치는 영향. 회계저널.제23권 제5호: 145-175.

김새로나, 양동훈, 조광희. (2011). 대리인비용과 보수주의 관련성. 『회계학연구』. 제36권 제3호: 65-102.

김새로나, 양동훈, 조광희. (2011). 대리인비용과 보수주의 관련성. 『회계학연구』 36(3):65-102.

김영철, 고종권, 이윤경. (2015). 외환위기 전후의 부채조달의사결정에 재무 유연성과 세금효과가 미치는 영향. 회계학연구 40(6): 241-281.

김정옥, 배길수. (2007). 보수주의와 발생액. 회계저널. 제18권 제2호: 1-31.

김정옥, 배길수. (2006). 기업의 특성이 회계보수성에 미치는 영향. 『회계학연구』 31(1):69-96.

- 김정옥, 배길수. (2009). 보수주의와 발생액. 회계저널 18(2): 1-31.
- 문상혁, 박종국, 신세나. (2006). 정보비대칭성에 따른 보수주의의 차별적 인식. 『회계학연구』. 제31권 제3호: 215-242.
- 문상혁, 박종국, 신세나. (2006). 정보비대칭성에 따른 보수주의의 차별적 인식. 『회계학연구』 31(3):215-242.
- 문종열, 김문철. (2009). 회계정보의 질과 지배구조가 자기자본비용에 미치는 영향. 세무와 회계저널 10(3): 41-80.
- 박선영, 배한수. (2011). 재무보고의 질과 기업지배구조가 기업의 투자효율성에 미치는 『영향.회계정보연구』. 제29권 제4호: 363-391.
- 박종성, 이은철. (2003). 회계제도의 개선과 회계정보의 유용성. 『회계학연구』 28(2):105-134.
- 박종찬. (2005). 1997년 금융위기이후 회계제도개혁에 따른 이익의 적시성과 보수성변화. 『회계학연구』 30(4): 1-26.
- 박진하, 권대현. (2012). 외국인주주의 지분율이 기업의 투자효율성에 미치는 영향. 『회계학연구』. 제37권 제3호: 277-307
- 백원선, 이수로. (2004). 보수주의, 이익지속성 및 가치평가. 『회계학연구』. 제29권 제1호: 1-27
- 백원선, 신세나. (2005). 스톡옵션의 부여 및 행사와 보수주의. 한국회계학회 학술대회논문집: 237-261.
- 백원선, 유재권. (2010). 회계제도 개혁과 보수주의간의 관계. 『회계·세무와 감사연구』 41: 197-223.
- 백원선, 이수로. (2004). 보수주의, 이익지속성 및 가치평가. 『회계학연구』 29(1): 1-27.
- 설원식, 김수정. (2003). 스톡옵션 부여기업의 장기성과에 관한 연구. 한국증권학회지32(1): 173-217.
- 신현걸. (2009). 내부회계 관리제도 적용대상 기업축소의 외감법 개정에 대

- 한 평가. 회계저널 18(4): 1-31.
- 신현한, 장진호, 조영준. (2004). 1997년 금융위기를 전후로 한 한국기업의 경영투명성변화 : 재무분석가 이익예측자료를 이용한 분석. 회계저널 13(2): 1-26.
- 유청을. (1997). 회계와 보수주의. 산업연구 9: 363-375.
- 유현수, 김새로나, 최규담. (2016). 기업의 경영전략에 따른 보수적 회계처리의 차이에 관한 실증연구. 『회계학연구』, 제41권 제4호: 113-164.
- 윤순석, 이건열. (2001). 유상증자기업의 이익조정. 『회계학연구』 26(4): 1-25.
- 이광재, 손현미. (2007). 보수주의와 회계이익의 질. 숙명여자대학교 경제경영논집 제36집: 21-39.
- 이재성. (2008). 최적자본투자에 관한 실증연구. 부산대학교 대학원 박사학위논문.
- 임상균, 이문영, 황인이. (2014). 대규모기업집단 소속기업의 투자효율성. 『회계학연구』, 제39권 제3호: 91-134.
- 전성일, 이기세. (2010). 보수주의 회계처리가 KIS신용평점에 미치는 영향. 『국제회계연구』 30: 245-263.
- 전홍준. (2016). 보수주의, 이익지속성 및 자본비용: Prospect이론의 관점에서. 동국대학교 대학원 박사학위논문.
- 정성환, 유승원. (2012). 자율공시와 보수주의가 자기자본비용에 미치는 영향. 『회계학연구』 37(1): 267-308.
- 조정은, 최아름. (2016). 산업내 기업간 경쟁이 투자효율성에 미치는 영향. 세무와회계저널.제17권 제3호: 189-230.
- 조현우, 문상혁, 박종국. (2005). 사외이사의 특성과 재무건전성이 보수주의 성향에 미치는 영향. 대한경영학회지 18(6): 2753-2783.

- 최승욱, 이우재. (2015). 재무분석가 수와 기업의 투자효율성. 산업경제연구. 제28권 제1호:317-336
- 최승욱. (2011). 자본조달과 보수주의의 관계. 고려대학교 대학원 석사학위 논문.
- 최종서, 이승태. (2005). 이익의 구성요소별 보수주의회계 효과의 측정에 관한 연구. 『회계정보연구』 23(1): 95-115.
- 최종원, 이경태. (2008). 잠재적 소송비용이 보수주의적 회계선택에 미치는 영향. 『회계학연구』 33(3): 229-260.
- 최현돌, 윤재원. (2006). 기업지배구조가 회계정보의 보수성에 미치는 영향. 『회계학연구』.제31권 제4호: 145-174.

2. 국외문헌

- Ahmed, A. S., & B. K., Billings, R. M., Morton, & M. Stanford-Harris. (2002). The role of accounting conservatism in mitigating bondholder-shareholder conflicts over dividend policy and in reducing debt costs. The Accounting Review.77(4): 867-890
- Ahmed, A. S., & S. Duellman. (2007). Accounting conservatism and board of director characteristics: an empirical analysis. Journal of Accounting and Economics. 43(2-3): 411-437.
- Ball, R., S.P. Kothari, & A. Robin. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. Journal of Accounting and Economics. 29(1): 1-51.
- Ball, R., & L. Shivakumar. (2005). Earnings quality in U.K private firms: Comparative loss recognition timeliness. Journal of Accounting

- and Economics. 39(1): 83-128
- Basu, S. (1997). The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings. *Journal of Accounting and Economics*. 24: 3-37.
- Beatty. A., J. Weber, & J. J. Yu. (2008). Conservatism and debt. *Journal of Accounting and Economics*. 45(2-3): 154-174.
- Beeks, W., P. Pope, & S. Young. (2004). The Link between earnings timeliness, earnings, conservatism and board composition: evidence from the UK corporate governance. *An International Review*. 12: 47-59.
- Biddle, G. & G. Hilary. (2006). Accounting Quality and Firm-level Capital Investment. *The Accounting Review*. 81 (5): 963-982.
- Biddle, G. C., G. Hilary, & R. S. Verdi. (2009). How Does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics* 48 (2-3): 112-131.
- Bushman, R., Smith A. & Piotroski J. (2011). Capital Allocation and timely accounting recognition of economic losses. *Journal of Business, Finance and Accounting*. 38(1-2): 1-33.
- Cutillas Gomariz, M. F., & Sanchez Ballesta, J. P. (2013). Financial reporting quality, debt maturity and investment efficiency. *Journal of Banking and Finance*. 40: 494-506.
- Dechow, P., & I. Dichev. (2002). The quality of accruals and earnings: the role of accrual estimation errors. *The Accounting Review*. 77(s1): 35-59.
- Francis, J., & X. Martin. (2010). Acquisition profitability and timely loss recognition. *Journal of Accounting and Economics*. 49: 161-178.

- Garcia Lara, J.M., Garcia Osma, B., & Penalva, F. (2011). Conditional conservatism and cost of capital. *Review of Accounting Studies*. 16: 247-271.
- Garcia Lara, J.M. Garcia Osma, B., & Penalva, F. (2016). Accounting conservatism and firm investment efficiency. *Journal of Accounting and Economics*. 61: 221-238.
- Guay, W., & R. Verrecchia. (2006). Discussion of an economic framework for conservative accounting and bushman and piotroski. *Journal of Accounting and Economics*. 42: 149-165.
- Khan, M., & R. Watts. (2009). Estimation and empirical properties of a firm-year measure of accounting conservatism. *Journal of Accounting and Economics* 48: 132-150.
- Kim, Y., S. Li, C. Pan, & L. Zou. (2013). The role of accounting conservatism in the equity market: evidence from seasoned equity offerings. *The Accounting Review*. 88(4): 1327-1365.
- LaFond, R., & S. Roychowdhury. (2008). Managerial Ownership and accounting conservatism. *Journal of Accounting Research*. 46(1): 101-135.
- LaFond, R., & R. Watts. (2008). The information role of conservative financial statements. *The Accounting Review*. 83(2): 447-478.
- Lara, J. M. G., B. G. Osma. & F. Penalva. (2009). Accounting conservatism and corporate governance. *Review of Accounting Studies*. 14(1): 161-201.
- Leuz, C. (2001). Comment on infrastructure requirements for an economically efficient system of public financial reporting and disclosure, Washington DC.Brookings Institution Press.: 170-177
- Leuz, C., & Verrecchia, R. (2000). The economic consequences of increased disclosure. *Journal of Accounting Research*. 38: 91-124.

- Ma, T. (2010). Accounting conservatism and corporate investment. Working paper, Washington University.
- Penman, S., & X. Zhang. (2002). Accounting conservatism, the quality of earnings, and stock returns. *The Accounting Review*. 77(2): 237-264.
- Pope, P., & M. Walker. (1999). International differences in the timeliness, conservatism, and classification of earnings. *Journal of Accounting Research*. 37: 53-87.
- Roychowdhury, S., & R. Watts. (2007). Asymmetric timeliness of earnings, market-to-book and conservatism and financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*. 44(1-2): 2-31.
- Verdi, R. S. (2006). Financial reporting quality and investment Efficiency. working paper.
- Watts, R. (2003a). Conservatism in accounting. Part I: Explanations and implications. *Accounting Horizons*. 17: 207-221.
- Zhang, J. (2008). The contracting benefit of accounting conservatism to lenders and borrowers. *Journal of Accounting and Economics*. 45(1): 27-54.
- 戴宇峰, 何薇靜. 我國上市公司過度投資的成因和治理[J]. 中國商界, (2008), 8:57-58
- 李青原.會計信息質量、審計監督與公司投資效率——來自我國上市公司的經驗証据[J]. 審計研究, (2009), 4: 65-73
- 孫剛.控股權性質、會計穩健性與不對稱投資效率——基於我國上市公司的再檢驗[J]. 山西財經大學學報, (2010), 5: 74-84

- 魏明海, 柳建華. 國企分紅、治理因素与過度投資[J]. 管理世界, (2007), 4: 88-95
- 溫章林. 管理層持股影響會計穩健性的實証研究——來自 (2008) 年中國上市公司的經驗証据[J]. 經濟論壇, (2010), 2: 163-166
- 辛清泉, 林彬, 王彥超. 政府控制、經理薪酬与資本投資[J]. 經濟研究, (2007), 8: 110-122
- 朱茶芬, 李志文. 國家控股對會計穩健性的影響研究[J]. 會計研究, (2008), 5: 38-45

ABSTRACT

The Effects of Accounting Conservatism on Investment Decision: Focused on listed companies in China

MA, HAIXIN

Major in Accounting

Dept. of Business Administration

The Graduate School

Hansung University

This study investigates the effect of accounting conservatism on corporate investment decisions. Specifically, we analyze how accounting conservativeness affects a company's investment decision making.

In order to accomplish this research objective, we verify the validity of the listed companies in China from 2008 to 2011. The analysis results are as follows. First, accounting conservatism can suppress the occurrence of inefficient investments. Whether the sample is a full sample or a public enterprise sample and a sample of a private firm, it shows a negative relationship between accounting conservatism and excessive investment.

Second, state-owned property rights mean that accounting conservativeness weakens the deterrent effect on corporate inefficient investment. The results of the empirical results show that the negative

conservativeness and excessive investment among the listed public and private listed companies have a negative relationship. Further research has shown that the cross – over variables of the nature of corporate ownership and accounting conservatism have a significant positive relationship with excessive investment. Thus, state-owned property rights can be said to imply that accounting conservatism weakens the deterrent effect on corporate investment.

This study has contributed to the results of a change in the relationship between accounting conservatism and corporate investment decision – making in the case of publicly traded companies in China.