

자발적으로 감사위원회를 설치한 기업의 특성에 관한 연구*

이 창 우**

조 형 득***

.....

본 연구에서는 자발적으로 감사위원회를 설치하도록 유인하는 기업의 특성에 대해 파악하였다. 기존의 연구에서는 대리인비용 이론만을 가지고 분석하였으나, 본 논문에서는 재무보고의 질이라는 개념을 추가하여 자발적으로 감사위원회를 구성하도록 하는 유인을 파악하였다. “재무보고의 질” framework는 재무상황이나 경영성파가 부진하여 자본시장에서 부당한 평가를 받을 수 있는 기업들이 경영투명성을 강조함으로써 공정한 평가를 받기 위해 감사위원회를 설치한다는 것이고, “대리인비용” framework는 자기 자본이나 부채를 사용함으로써 발생하는 경제적 비효율을 막기 위해 감사위원회를 설치한다는 것이다.

본 연구의 실증분석결과는 다음과 같다. 첫째, 유동비율이 낮고 기관투자가 지분율이 낮으며 소규모 감사인을 선임하고 있지만 감사인을 교체하지 않는 기업들은 감사위원회를 도입하였다. 둘째, 자기자본 이익률이 낮지만 매출액증가율이 높고, 외국인 지분율이 높은 기업은 감사위원회를 설치하였다. 셋째, 총 부채 중에서 사채의 비율이 높은 기업들도 감사위원회를 자발적으로 도입하고 있는 경향이 있는 것으로 보인다. 넷째, 총자산회전율과 부채비율 및 지배주주 지분율은 감사위원회의 자발적 설치 여부와는 유의적인 관계가 없는 것으로 분석되었다.

이러한 연구결과를 바탕으로 어떠한 경영환경에 처한 기업이 자발적으로 감사위원회를 설치하는지 파악할 수 있게 되어, 이러한 기업들의 회계정보를 평가하는 데 도움을 줄 수 있고, 감사위원회에 관한 정부의 정책을 수립하는 데에도 기여할 수 있으리라 생각된다.

.....

*본 연구는 서울대 경영연구소 연구비 지원에 의하여 이루어졌음

**서울대학교 경영대학 교수

***공군사관학교 경제경영학과 교관

I. 서 론

1. 연구의 동기

기업지배구조(Corporate Governance)를 주식투자 지표로 제시하는 ‘기업지배구조 주가지수(KOGI: Korea Corporate Governance Stock Price Index)’가 12월 1일부터 발표된다. 증권거래소는 한국기업지배구조개선 지원센터와 공동으로 기업의 자율적 지배구조 개선을 유도하고, 지배구조 위험이 낮은 기업에 대한 투자를 장려하기 위해 KOGI를 산출, 공표할 계획이라고 24일 밝혔다. KOGI는 거래대금 순위가 상위 40% 이내에 해당하는 종목 중 기업지배구조개선 지원센터가 평가한 지배구조 우수기업 50개사를 선정해 종합주가지수처럼 매일 산출된다.¹⁾

기업지배구조란 기업의 소유지분구조 및 권력구조를 말하는 것으로서 경영투명성, 경영자나 대주주의 사적이익 추구, 그에 대한 감시나 통제 등과 관련된 개념이다. 한국 기업들이 발생한 증권가격이 다른 나라 기업들의 증권가격보다 낮은 가격에 거래되는 소위 ‘Korea Discount’ 현상은 여러 원인으로부터 발생하지만, 우리나라 기업지배구조의 불투명성도 큰 원인 중의 하나가 될 것이다. 기업지배구조의 문제점으로 인해 경영투명성이 보장되지 못하자 투자자들이 우리나라 기업들을 신뢰하지 못하는 것이다.

국제통화기금(IMF)이나 국제부흥개발은행(IBRD)은 1997년 말의 외환위기로부터 초래된 경제위기의 원인이 우리나라 기업의 경영투명성 결여 때문이라 지적하고, 자금을 지원해주는 조건으로 경영투명성과 회계정보의 신뢰성을 높이기 위한 여러 제도를 마련할 것을 요구하였다. 이에 따라 우리나라는 기업회계기준의 국제적 정합성을 높이기 위해 기업회계기준을 전면 개정하였으며 현재는 회계기준위원회에서 기업회계기준서를 발간하고 있다. 그리고 1998년에는 사외이사제도를 마련하여 이사회의 경영감독 수준을 높였고, 1999년 말에는 상법개정을 통해 기존 감사제도의 한계점을 보완한 감사위원회제도를 도입하기에 이르렀다.

1) 동아일보, “기업지배구조 주가지수 내달 첫선”, 2003년 11월 25일.

감사위원회(audit committee)는 이사회 하부위원회로서 각 이해관계자의 이익을 보호하고 이들 간에 발생할 수 있는 이해충돌을 예방하는 중대한 역할을 수행한다. 구체적으로 감사위원회는 업무감사와 회계감사를 통하여 경영투명성(corporate transparency)을 감독하는 데, 특히 미국에서는 회계정보의 신뢰성과 품질을 확보하도록 강력히 요구하고 있다(서정우와 김용민, 2002). 즉 감사위원회는 경영자의 재무보고과정 전반에 대한 감시기능 및 업무에 대한 감사권을 이사회로부터 위임받은 기구이지만 일반적으로는 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위한 업무를 수행하는 것이다.

감사위원회가 도입되기 이전에는 감사가 이러한 역할을 맡고 있었으나, 감사는 전문성이 부족하고 소유경영자나 지배주주의 영향력 아래에 있어서 실질적으로 기업경영의 투명성을 제고하지 못한다는 지적을 받아왔다. 따라서 이러한 감사제도의 한계점을 보완하는 감사위원회는 소유경영자나 지배주주로부터 독립된 사외이사를 위주로 구성되어 경영자에 대한 업무감시 및 경영투명성을 제고할 수 있을 것으로 기대되고 있다.

2. 연구의 목적 및 의의

1999년 말 상법개정으로 이사회 내에 하부위원회를 둘 수 있게 되었고, 이에 따라 회사의 정관에 의해 이사회 내에 감사위원회를 둘 수 있게 되었다. 그리고 2000년과 2001년의 증권거래법 개정에서는 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조원 이상인 주권상장법인과 협회등록법인 및 증권회사는 감사위원회를 의무적으로 설치해야 하며, 감사위원회는 사외이사의 수를 2/3 이상으로 하도록 규정하였다.

이러한 법 개정으로 2000년부터 많은 회사들이 감사위원회를 설치하였는데, 상당수의 회사들은 자산총액이 2조원이 되지 않아 법적으로 감사위원회의 설치가 강요되지 않음에도 불구하고 여러 가지 목적을 달성하기 위해 감사위원회를 설치하였다. 따라서 본 연구에서는 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업들의 특성에 대해 알아보하고자 하는 것이다. 기업의 특성이란 재무제표에 나타나는 여러 재무적 수치와 비율뿐만 아니라 재무제표에 나타나지는 않지만 기업의 고유한 경영상황을 나타낸다고 볼 수 있는 외부감사인의 유형이나 외부감사인 변경사항 및 주식의 분포와 같은 여러 질적 항목들도 포함된다.

물론 감사위원회를 설치하지 않은 기업을 통제기업으로 도입하여 감사위원회를 자발적으로 설치한 기업과 그렇지 않은 기업간의 차이를 알아봄으로써 감사위원회의 자발적 설치에 영향을 미치는 기업특성을 파악하고자 하는 것이다. 이러한 연구로부터 어떠한 경영환경에 처한 기업이 자발적으로 감사위원회를 도입하는지 파악할 수 있게 되어, 자발적으로 감사위원회를 도입한 기업들의 회계정보를 평가하는 데 도움을 줄 수 있고, 감사위원회에 관한 정부의 정책을 수립하는 데에도 기여할 수 있으리라 생각된다.

3. 논문의 구성

본 논문은 서론 이외에 다음과 같은 4개의 장으로 구성되어 있다. 먼저 제2장에서는 감사위원회제도에 대해 서술하고, 선행연구에 대한 검토를 함으로써 연구의 기초를 마련한다. 제3장에서는 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업의 특성에 대한 연구가설을 제시하고, 이를 바탕으로 연구모형을 설정하며, 실증분석을 위한 표본선정의 기준을 알아본다. 제4장에서는 연구모형에 대한 다양한 실증분석결과를 제시하여 가설에 대한 검증과 연구결과의 타당성을 확보하기 위한 검증을 실시한다. 마지막으로 제5장은 본 연구의 결론 부분으로서 연구의 결과를 요약하고 연구의 결론과 한계점 및 발전방향을 제시한다.

Ⅱ. 제도적 배경 및 선행연구의 검토

1. 감사위원회

1) 감사와 감사위원회

1963년 상법에서 도입된 감사는 주주총회, 이사회와 대등한 관계를 가지고 업무감사권과 회계감사권을 갖는 경영감독기관이다. 상법은 감사의 감사권을 높이기 위해 여러 권한²⁾을 부여하고, 감사가 소유경영자 혹은 지배주주로부터 독립성을 갖추게 하기 위한 권한³⁾도 부여하였다. 하지만 감사의 실제적인 권한이 미약하고 경영자나

지배주주로부터 독립적인 역할을 수행하기가 어렵다는 비판을 받게 되었고, 국제통화기금이나 세계은행과 같은 국제적인 자본들이 차관지원을 조건으로 기업지배구조를 국제적 수준(global standard)에 정합하도록 개선할 것을 요구하여 상법과 증권거래법에서 감사위원회제도를 신설하였다.

상법과 증권거래법의 개정으로 자산총액 2조원 이상인 상장회사, 등록회사 및 증권회사는 감사위원회를 의무적으로 설치해야 하고, 기타의 회사는 감사위원회와 감사제도 중에서 하나를 선택할 수 있다. 감사위원회는 감사를 갈음하는 제도이므로 감사위원회의 권한은 감사와 동일하다.

감사위원회는 이사회 내의 하부위원회이지만, 기존의 감사를 대체한 것이므로 이사회로부터 독립적이라 할 수 있다. 미국이나 영국은 이사회 중심의 기업지배구조를 사용하고 있지만, 우리나라는 주주총회가 최상위의 기관으로서 일부 권한을 이사회에 위임하고 감사가 이사회와 경영진의 활동을 감독하는 기업지배구조를 사용하여 왔다. 따라서 한국의 감사위원회는 이사회 내의 하부위원회이지만 이사회로부터 상당한 독립성을 확보하고 있는 것이다. 특히 감사위원회 위원의 선임과 해임을 이사회에 결의사항이 아닌 주주총회의 권한으로 두는 법률규정을 볼 때 이사회로부터 감사위원회가 독립적이라 할 수 있다.

2) 감사위원회에 관한 법률규정

감사위원회에 대해서는 상법과 증권거래법 및 주식회사의외부감사에관한법률(외감법)에서 규정하고 있다.

상법은 모든 회사에 적용되는 일반적인 법률로서, 1999년 말에 개정된 상법에 의하면 2000년도부터 회사는 정관이 정하는 바에 따라 이사회의 하부위원회로서 감사위원회를 설치할 수 있으며, 감사위원회를 설치하는 경우에는 감사를 둘 수 없다. 그리고 감사위원회는 3인 이상의 이사로 구성하고 특수 이해관계자가 위원의 1/3을 넘을

-
- 2) 상법은 감사에게 이사에 대한 영업보고요구권, 회사의 업무 및 재산상태조사권, 이사의 출석·의견진술권, 주주총회소집요구권, 자회사의 조사권, 감사해임시의 진술권 등과 같은 권한을 부여하여 업무에 대한 감사와 회계에 대한 감사권을 강화하였다.
 - 3) 상법은 감사의 임기를 3년으로 하고 감사의 겸직범위를 확대하는 등 감사의 독립성을 강화하기 위한 권한을 부여하였다.

수 없다.

증권거래법은 유가증권을 상장 또는 등록한 주권상장법인이나 협회등록법인에 적용되는 법률인데, 상장·등록법인은 이해관계자의 폭이 훨씬 넓고 이해충돌의 가능성이 높기 때문에 자본시장의 발전을 위해 증권거래법은 상법보다 더 엄격한 규정을 두고 있다.

2000년과 2001년의 증권거래법 개정에서 자산규모 2조원 이상의 주권상장법인과 협회등록법인 및 증권회사는 감사위원회를 설치하도록 하였다.⁴⁾ 증권거래법은 이러한 증권회사, 주권상장법인 또는 협회등록법인의 사외이사는 3인 이상으로 하되, 이사 총수의 1/2 이상이 되도록 해야 한다고 규정하고 있다.

외감법에 의하면 회사가 감사인을 선임함에 있어서는 감사 또는 전문성과 독립성이 확보된 감사인선임위원회(또는 감사위원회)의 승인을 얻어야 하고, 감사인을 선임한 후 최초로 소집되는 정기총회에 그 사실을 보고해야 한다. 그리고 감사인을 해임하고자 하는 경우에는 전기 감사인에게 10일 이상의 기간을 정하여 감사 또는 감사인선임위원회에 의견을 진술할 수 있는 기회를 주어야 하는데, 이는 자유수임방식의 단점으로 지적되는 감사인의 독립성 위배를 방지하기 위해서이다(이창우, 2003). 감사인의 선임과 해임에 있어서 감사위원회는 감사 또는 감사인선임위원회와 동일한 역할을 수행하도록 규정되어 있는 것이다.

3) 감사위원회의 도입현황

우리나라는 감사위원회제도가 도입된 지 3년 정도밖에 되지 않아 아직 많은 회사들이 감사위원회를 도입하지는 않은 실정이다. 그리고 감사위원회를 설치한 회사 중에서 약 70%는 자산총액 기준으로 증권거래법의 규정을 지키기 위해 의무적으로 설치한 회사들이고, 나머지 30% 정도의 회사들만이 회사 자체의 목적을 달성하기 위해 자발적으로 감사위원회를 설치한 회사들이다.

금융감독원 전자공시사이트에 공시되어 있는 사업보고서를 통해 파악한 바에 따르면 2002년 12월 31일 현재 상장회사 중에서 112개사가 감사위원회를 설치하였으며,

4) 은행법이나 보험업법, 상호저축은행법도 감사위원회에 대한 규정을 신설하여 모든 은행과 자산 2조원 이상인 보험사업자 및 자산 3천억원 이상인 상호저축은행에 대해서 감사위원회를 의무적으로 설치하도록 규정하고 있다.

〈표 2-1〉 2002년 12월 31일 현재 감사위원회 설치 현황(상장회사)

비 금융업		금융업	
의무설치	자율설치	의무설치	자율설치
44개사	31개사	30개사	7개사
감사위원회 설치 회사: 75개사		감사위원회 설치 회사: 37개사	

이 중에서 비금융업은 75개사이고 금융업은 37개사이다. 그리고 자율설치기업은 비금융업이 31개사이고, 금융업이 7개사이다. 이를 정리하면 다음 〈표 2-1〉과 같다.

또한 한국상장사협의회가 2003년 경영인명록을 조사한 바에 따르면 감사위원회를 설치한 상장회사는 총 122개사(18.1%)이며, 이들 설치회사들은 평균 3.2명의 감사위원(사외이사 2.7명, 사내이사 0.5명)을 두고 있는 것으로 나타났다.⁵⁾ 2002년 12월 31일 현재에 비해 감사위원회 설치기업수가 증가한 것은 2002년 결산 주주총회에서 감사위원회의 필요를 느껴 자발적으로 설치한 기업이 상당수 있기 때문으로 판단된다.

2. 선행연구의 검토

우리나라는 2000년부터 감사위원회제도가 도입되었기 때문에 감사위원회에 대한 국내연구는 그리 많지 않지만, 미국 등에서는 감사위원회가 도입된 지 30년이 넘었기 때문에 관련 연구가 상당히 많다. 따라서 여기에서는 감사위원회와 관련된 외국의 연구들을 먼저 소개하고, 말미에 국내의 연구결과를 소개하기로 한다.

Pincus et al.(1989)은 agency theory framework을 사용하여 NASDAQ 기업 중에서 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업들의 특성에 관해 연구하였다. 연구에 의하면 agency costs of equity에 의해 경영자의 소유지분율이 낮고, agency costs of debt에 의해 부채비율이 높을수록 감사위원회를 설치하는 것으로 나타났다. 그리고 기업의 규모가 크고 이사회에서 사외이사의 비율이 높으며, BIG8이라 불리는 대규모 감사법인으로부터 감사를 받을 경우 감사위원회를 자발적으로 설치하는 것으로 나타났다.

Bradbury(1990)도 역시 agency theory framework을 사용하여 뉴질랜드 증권거래소에서 거래되는 기업 중에서 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업들의 특성을 연구하

5) 한국상장사협의회, “2003년 상장회사 임원 현황”, 2003년 8월 14일 보도자료.

였다. 본 연구에서는 계열기업간에 소유한 지분이 많고 이사의 수가 많을 때에만 감사위원회를 설치하고, 다른 변수들 즉 외부주주의 수나 재무레버리지, 투자된 자산, 이사의 소유지분율, BIG8 감사인, 기업의 규모 등은 감사위원회 설치와 큰 관련이 없다는 결과를 얻었다. 비슷한 주제임에도 두 논문의 결과가 다른 것은 미국과 뉴질랜드라는 국가간의 경영환경이 다르기 때문으로 Bradbury는 파악하고 있다.

McMullen(1996)은 주주의 소송, 경영자의 불법행위, 이익의 수정, 감사인 교체 등과 같이 재무보고과정에서 문제가 발생한 기업들과 그렇지 않은 기업을 통제기업으로 선정하여 이들과 감사위원회 간의 관계에 대해 연구하였다. 연구결과 감사위원회를 도입한 기업이 소송에 직면하거나 불법행위, 이익수정, 감사인 교체와 같은 일이 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 감사위원회가 본래의 기능, 즉 경영자의 감독 및 회계투명성의 제고에 기여한다는 증거를 제시하고 있다.

Beasley et al.(1999)은 1987년부터 1997년까지 분식회계를 한 기업의 재무적 특성 및 기업지배구조 상의 특성을 분석하였다. 연구결과 최고경영자가 분식회계에 관여하고 감사위원회가 자기 역할을 충실히 수행하지 못하였으며, 이사회에서 사외이사의 비중이 낮을 경우 분식회계를 하는 것으로 나타났다.

Abbot and Parker(2000)는 감사위원회의 특성과 외부감사인의 선임에 관해 연구하였는데, 연구결과 독립적이고 활동적인 감사위원회는 감사품질이 높은 외부감사인을 선임하는 것으로 나타났다. 우리나라의 외감법에서 감사위원회가 외부감사인의 선임과 해임에 관한 기능을 하도록 하고 있는 점에서 볼 때, 이러한 연구결과는 외감법 규정의 타당성을 보여준다고 할 수 있다.

Klein(2002)은 감사위원회와 이사회와 이익조정과의 관계에 대해 연구하였다. 연구결과 감사위원회와 이사회가 독립적일수록 이익조정이 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 감사위원회와 이사회가 구성원이 경영자나 지배주주와 독립적일 때 재무보고과정의 투명성에 대한 감독을 효과적으로 수행할 수 있다는 점을 보여주고 있다.

감사위원회에 관한 국내연구로는 이상철(2002)과 전규안 등(2003) 및 박종일 등(2003)의 연구가 있고, 사외감사의 자발적 선임에 관한 연구로 최정호 등(2001)의 연구가 있다.

이상철(2002)은 Jones 모형(1991)과 수정된 Jones 모형(1995)을 사용하여 감사위원

회의 구성과 감사위원회의 독립성이 이익조정에 미치는 영향에 대해 연구하였다. 연구결과 감사위원회의 도입은 이익조정을 감소시키지 않으나 감사위원회의 독립성이 높아질수록 이익조정이 감소하는 것으로 나타났다. 그리고 이사회와 사외이사의 독립성은 감사위원회의 독립성에 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 하지만 본 연구는 감사위원회를 도입하기 시작한 2000년 한 해만을 표본으로 하였다는 단점이 있다.

전규안 등(2003)의 연구에서는 이상철(2002)의 연구를 확장하여 2000년과 2001년의 자료를 바탕으로 수정된 Jones 모형(1995)을 사용하여 감사위원회의 도입과 이익조정의 관계를 살펴보았다. 연구결과 감사위원회를 설치한 기업은 도입 전과 도입 후의 재량적 발생액이 감소하지 않았고, 감사위원회를 설치한 기업과 그렇지 않은 기업 간에도 재량적 발생액에 유의적인 차이가 나타나지 않았다. 또한 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업도 역시 그렇지 않은 기업들과 이익조정 정도가 감소하지 않았다. 이러한 연구결과에 대해 연구자들은 우리나라에 감사위원회가 도입된 지 얼마 되지 않았기 때문에 감사위원회제도가 효과적으로 정착되지 않았거나 감사위원회 운영상의 문제점이 있기 때문으로 해석하였다.

박종일 등(2003)의 연구에서는 감사위원회를 설치한 기업에 대해 운영의 효과성을 알아보기 위해 감사위원회 관련 특성과 이사회 관련 특성을 파악하여 기업의 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과 사외이사의 독립성은 이익조정과 관련이 없으나 사외이사의 전문성, 감사위원의 독립성과 전문성은 이익조정 정도를 유의적으로 감소시키는 것으로 나타났다. 본 논문은 회계투명성을 달성하기 위해 이사회와 감사위원회의 구성을 어떻게 해야 하는지를 보여준다는 점에서 의의가 있다고 볼 수 있다.

만약 기업지배구조와 같은 특성이 부당한 이익조정을 제한할 수 있음이 밝혀지면 기업지배구조를 합리적으로 개선해 나갈 수도 있을 것이다. 예를 들면, 요즘 사회적인 관심이 되고 있는 사외이사제도나 감사위원회의 구성이 분식회계를 예방할 수 있다면 이익조정연구는 이러한 제도의 도입과 관련된 의사결정에 큰 도움이 될 수 있을 것이다(권수영 등, 2003). 하지만 아직까지는 기업지배구조가 이익조정의 감소에 유의적으로 영향을 끼친다는 연구보고는 없는 실정이다.

최정호 등(2001)은 대리인이론을 바탕으로 사외감사를 자발적으로 선임한 기업의 특성에 대해 분석하였다. 연구결과 경영자의 주식소유비율이 낮고 기업규모가 크며

기관투자자의 소유비율이 높으며, 대형 회계법인을 선임한 기업일수록 사외감사를 자발적으로 선임하여 소유와 경영의 분리에 따른 대리인비용을 감소시키고 있다. 이러한 연구결과를 바탕으로 연구자들은 감사위원회제도의 도입에 대해 간접적으로 타당성을 부여하고 있다.

본 논문에서는 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업을 예측할 수 있는 모형을 제시하고 이를 실증적으로 검증하기로 한다.

III. 가설의 설정 및 연구모형의 설계

1. 연구가설의 설정

1) 재무보고의 질과 감사위원회

감사위원회를 설치하는 기본적인 목적은 투자자들에게 전달하는 재무보고의 질을 높여서 투자자들이 신뢰성 있는 재무보고서를 바탕으로 가치평가를 수행하여, 그 기업이 발행한 증권의 가격이 정당하게 평가되도록 하기 위해서이다. 이 중에서 특히 현재의 재무상황이 좋지 못한 회사들은 신뢰성 있는 재무보고의 필요성이 높는데, 이러한 기업은 이익을 과대하게 조정하려는 성향을 보여줄 수 있으므로 자본시장의 평가가 좋지 않을 수 있기 때문이다.

부실기업⁶⁾의 이익조정에 대해서는 많은 연구가 있다. DeAngelo et al.(1994)은 손실을 본 기업들의 회계선택에 대해 연구하였는데, 이익을 증가시킬 것이라는 예상과는 달리 순이익을 감소시키는 회계정책을 택함으로써 채권자 등의 이해관계자들에게 기업의 어려운 상황을 오도하지 않도록 있는 그대로를 보이고 있다고 파악하였다. 반대로 Sweeney(1994)는 기업이 부채계약조건을 위반하지 않기 위해 이익과 현금흐름을 증가시키는 방향으로 회계정책을 선택한다는 연구결과를 보고하였다.

이와 같이 재무적 상황이 좋지 않은 기업의 회계정책에 대해서는 연구결과가 상반

6) 분석에 포함되는 기업들이 부실기업은 아니지만, 건전한 기업에 비해 재무상황 및 경영성과가 좋지 못한 상황을 통칭하고 논의를 단순화하기 위해 부실기업이라 하였다.

되는데, Sweeney(1994)의 연구가 외적으로 타당하다면 재무적으로 어려운 기업의 재무보고과정에 대해 시장이 신뢰하지 않을 것이다. 따라서 현재의 재무상황이 긍정적이지는 않지만 매출성장이 기대되는 기업들은 자발적으로 감사위원회를 설치함으로써 재무보고과정의 투명함을 위해 노력한다는 이미지를 자본시장에 심어줄 수 있다. 이러한 기업의 행위는 증권의 가격이 부당하게 하락하지 않고 정당하게 평가받을 수 있게 하려는 노력이라고 할 수 있다. 기업의 경영성과가 부진하였을 때 자본시장에서 저평가를 받지 않기 위해 경영자가 기업의 정보를 자발적으로 공시한다는 DeAngelo(1988)의 주장도 이러한 과정을 보여주고 있다.

Akerlof(1970)는 중고차 판매시장에서 'Lemon' 모형을 제시하여 시장에서의 정보의 질과 불확실성에 대해 연구하였다. 중고차 시장에서 중고차 판매자들은 자신이 판매하려는 차량의 성능에 대한 정보를 가지고 있지만, 중고차를 구매하려는 사람들은 시장에서 거래되는 차량의 성능에 대한 정보가 부족하므로 시장에 나와 있는 모든 중고차 품질의 평균수준으로 가격을 산정하여 동일한 가격으로 구매하려고 한다. 따라서 평균가격보다 높은 가격을 받을 수 있는, 즉 양질의 중고차를 판매하려는 사람들은 중고차 가격이 적절한 가격수준보다 낮다는데 실망하여 자신의 중고차를 판매하지 않게 될 것이다. 그러면 시장에서 양질의 차량은 줄어들게 되고, 이러한 과정을 반복함에 따라 양질의 중고차는 시장에서 거래되지 않고 시장에서는 불량한 중고차, 즉 'Lemon' 만이 거래되거나 모든 중고차에 대한 거래가 끊길 수도 있다.

Akerlof(1970)는 이러한 문제점을 해결하기 위한 방안으로 보증제도(guarantees)와 좋은 명성(brand-name good)을 갖출 것을 제시하였다. 즉 판매자가 소비자에게 상품의 품질이 적절한 수준임을 보장하거나, 판매자가 좋은 명성을 쌓음으로써 시장에서 합당한 가격으로 상품을 판매할 수 있다는 것이다.

자본시장에서 거래되는 증권의 가격도 마찬가지이다. 현재 재무적 상황이 좋지 않은 기업(중고차)이 발행한 증권의 가치에 대해 적절한 평가를 할 수 있는 정보가 존재하지 않는다면 시장에서는 이러한 증권이 거래되지 않거나, 매우 낮은 가격으로 거래될 것이다. 따라서 현재는 재무적으로 어려움에 처해 있으나 미래에 성장이 예상되는 기업은 감사위원회를 설치(품질보증)함으로써 자신들이 발행하는 증권이 적절한 가격에 거래되도록 노력할 것이다. 또한 감사위원회를 설치함으로써 기업지배구조가 우수하다는 평가를 받게 되면 경영투명성을 위해 노력하는 기업이라는 시장에서의

명성 (brand-name good) 을 쌓을 수도 있다.

자본시장의 유동성은 시장에 제공되는 정보의 질에 달려있다. 양질의 정보는 거래 당사자들 간의 정보불균형을 감소시켜서 합리적인 가격에 거래가 이루어질 수 있게 한다. 따라서 자본시장에 양질의 정보가 제공된다면 시장의 유동성을 증가시키고 (Heflin et al., 2003) 결국 'Lemon problem' 이 발생하지 않아 해당 기업의 내재가치를 반영하는 수준의 적절한 가격에 증권이 매매될 수 있을 것이다.

Milgrom(1981)은 하나 또는 여러 이해관계자들이 의사결정자의 의사결정에 영향을 미치기 위해 정보를 제공하는 과정을 'the persuasion game' 이라 명명하고, 이를 바탕으로 상품 판매자가 소비자에게 정보를 완전공시 해야 함을 강조하였다. 상품에 대한 모든 정보를 가지고 있는 판매자가 일부의 정보만 알려준다면, 소비자는 자신들이 얻은 정보의 신뢰성을 낮게 평가하고 판매자가 숨기고 있는 정보를 과대하게 부정적으로 평가할 수 있다. 즉 판매자가 알고는 있지만 소비자에게 전달하지 않은 정보는 그 상품의 단점에 대한 것이라고 믿는 것이다. 따라서 판매자는 상품을 적절한 가격에 판매하기 위해 상품에 관한 모든 정보를 알려주었음을 외부적으로 명시해야 한다는 것이다.

자본시장에서도 마찬가지이다. 감사위원회를 설치한다는 것은 경영투명성을 강조하여, 기업 내에서 발생하는 모든 정보를 객관적으로 투자자들에게 공시한다는 기업의 의지라고 말할 수 있다. 만약 경영성과가 나쁘고 재무상황이 좋지 못한 회사가 무언가를 숨기고 있다는 것을 투자자들이 알게 된다면 해당 기업이 발행한 증권의 가격은 폭락할 것이다. 따라서 이러한 기업들은 자발적으로 감사위원회를 설치함으로써 회계투명성을 달성하기 위해 노력한다는 기업의 의지를 시장에 표현한다고 볼 수 있다.

이와 같은 재무보고의 질 framework, 즉 정보의 질과 신뢰성에 관한 이론을 바탕으로 현재의 재무상황이 긍정적이지는 않지만 성장가능성이 높은 회사에 관한 재무비율을 선택하여 다음과 같은 가설 1을 설정하였다. 선택된 재무비율은 활동성비율 중에서 총자산회전율, 유동성비율 중에서 유동비율, 안전성비율 중에서 부채비율, 수익성비율 중에서 자기자본이익률, 성장성비율 중에서 매출액증가율이다.

가설 1 - 현재의 재무상황이 좋지 않지만 앞으로 성장가능성이 있는 기업들은 자본

시장에서 좋은 평가를 얻기 위해 감사위원회를 자발적으로 설치한다.

- ① 가설 1-1: 총자산회전율이 낮아 활동성이 낮은 기업은 감사위원회를 설치한다.
- ② 가설 1-2: 유동비율이 낮아 유동성이 낮은 기업은 감사위원회를 설치한다.
- ③ 가설 1-3: 부채비율이 높아 안정성이 낮은 기업은 감사위원회를 설치한다.
- ④ 가설 1-4: 자기자본이익률이 낮아 수익성이 낮은 기업은 감사위원회를 설치한다.
- ⑤ 가설 1-5: 매출액증가율이 높은 회사는 매출증가가 적정하게 이루어졌음을 보여주기 위해 감사위원회를 설치한다.

2) 대리인비용과 감사위원회

대리인 이론은 주인(principal)과 대리인(agent)간에 이해관계가 상충하여 경영의사 결정에 비효율이 발생함에 따라 여러 가지 대리인비용이 발생한다는 이론이다. 대리인비용(agency cost)은 자기자본의 대리인비용과 부채의 대리인비용으로 나눌 수 있다. 자기자본의 대리인비용(agency cost of equity)이란 특권적 소비 등을 통해 대리인인 경영자가 주인인 주주를 위한 최적의 의사결정을 내리지 않음에 따라 발생하는 비효율이고, 부채의 대리인비용(agency cost of debt)은 과대투자나 과소투자 등을 통해 위험한 투자안을 선호하거나 수익성이 있는 투자안도 포기함으로써 발생하는 경제적 이익의 희생이다.

대리인비용이 발생할 가능성이 높은 기업은 경영자를 감시하는 제도를 실시함으로써 비효율이 발생하지 않도록 노력할 것이다. 대부분이 사외이사로 구성되는 감사위원회는 경영자의 행동을 감시할 수 있는 최적의 방안이라고 할 수 있으므로, 대리인비용이 높게 발생하는 기업들은 감사위원회를 자발적으로 설치함으로써 이러한 비효율을 줄이려고 할 것이다.

가) 지배주주 지분율과 대리인비용

소유와 경영의 분리가 일반화 된 미국과는 달리 우리나라는 소유와 경영이 일치하는 경우가 대부분이다. 따라서 자기자본의 대리인비용을 나타낼 때 주의해야 하는데, 왜냐하면 미국의 경우에는 자기자본의 대리인비용을 전문경영자와 외부 소액주주와

의 관계에 따르는 것으로 해석하고 있기 때문이다. 하지만 우리나라의 경우에는 소유와 경영이 분리되어 있지 않기 때문에 지배주주와 소액주주와의 관계에 주목해야 한다. 자본시장은 지배주주가 사적 효익을 추구하기 위해 회계정보를 왜곡할 것으로 예상한다(안홍복 등, 2002).

따라서 특수관계자를 포함하여 계산되는 지배주주의 지분율이 높은 경우 감사위원회를 설치하여 자기자본의 대리인비용을 줄이려는 노력을 함으로써 자본시장의 반응을 좋게 할 수 있을 것이다. 지배주주 지분율은 특수관계자를 포함하여 계산되므로, 계열기업간에 소유한 지분이 많을수록 감사위원회를 자발적으로 설치한다는 Bradbury(1990)의 연구결과와 일치한다고 할 수 있다.

나) 외국인 지분율과 대리인비용

자본시장의 완전개방에 따라 외국인의 국내투자비율이 급격히 높아지고 있다. 2003년 10월 현재 10대 그룹의 시가총액에서 외국인 지분율이 44.3%를 차지하고 있을 정도이다.⁷⁾ 요스트 케네만스 ING생명 사장은 “국내외 투자자들이 가장 중요하게 고려하는 요인은 기업투명성과 시장탄력성”이라면서 기업경영 본연의 자세에 충실하여 건전한 기업경영을 최우선 투자조건으로 하고 있다.⁸⁾

따라서 외국인 지분율이 높은 기업은 경영투명성을 높이라는 외국인 투자자의 압력 혹은 투명경영을 통해 외국인 투자자들을 더 유치하여 기업가치를 높이기 위해 자발적으로 감사위원회를 설치할 것이다.

다) 기관투자가 지분율과 대리인비용

기관투자가는 은행이나 투자신탁회사, 보험회사 등과 같이 주식을 대량으로 보유하는 투자자들이다. 기관투자자들이 외부대주주로서 기업감시기능을 수행할 수 있을 것인가에 대해서는 대립되는 견해가 있는데, 기관투자자들은 경영감시자로서의 역할을 하지 않거나 기업들의 압력을 받아 현 경영진을 지지할 수 있다는 것이다. 하지만 기관투자자들이 경영진을 감시할 유인과 힘을 가지고 있다는 주장도 있는데, 외국의

7) 한국증권거래소, “10대그룹 시가총액 및 외국인 비중 현황”, 2003년 10월 9일 보도자료.

8) 동아일보, “홍콩보다 자유롭게 규제 더 풀어야”, 2003년 11월 24일.

연구결과는 기관투자자들이 효과적인 감시자 역할을 하고 있다는 것이 대부분이다 (정광선, 2000).

Watts(1988)는 대규모 기관투자자는 기업을 감시하여 얻을 수 있는 효익이 크므로 적극적으로 경영자를 감시할 유인이 있음을 지적하였고, Diamond and Verrecchia (1991)의 연구에서는 공시의 수준을 확대할수록 주식의 유동성이 커지고 기관투자자의 지분율이 높아진다고 주장하였다. 또한 최정호 등(2001)의 연구에서도 기관투자자의 지분율이 높을수록 사외감사를 선임할 유인이 높다고 보고하고 있다. 따라서 기관투자가 지분율이 높을 경우 경영감시를 위해 자발적으로 감사위원회를 설치할 것이다.

라) 총 부채 중 사채의 비율과 대리인비용

부채의 대리인비용을 계산할 때의 부채는 총 부채를 가리키는 경우가 많다(Pincus et al., 1989, Bradbury, 1990, 최정호 등, 2001). 그러나 부채는 매입채무 등과 같은 영업부채와 은행에서 차입하는 은행차입금, 그리고 일반 투자자들에게 판매하는 사채로 구성된다. 이 중에서 영업부채는 대리인비용이 발생하지 않고, 우리나라는 신용이나 담보를 제공하는 등의 조건으로 은행차입금을 빌리는 경우가 대부분이므로 부채의 대리인비용이 크게 나타나지는 않는다.

하지만 일반 투자자들에게 사채를 발행할 때에는 'bond protective covenant'를 통해 기업경영에 여러 가지 제약을 받게 되므로 사채의 투자자들은 기업이 이러한 계약조건들을 지켰는지 감시할 유인이 생긴다. 따라서 총 부채 중에서 사채의 비중이 높을 경우 부채의 대리인비용을 감소시키기 위해 자발적으로 감사위원회를 설치할 가능성이 높다.

이상의 내용을 정리하면 다음과 같은 가설 2를 설정할 수 있다.

가설 2 - 자기자본의 대리인비용과 부채의 대리인비용을 줄이기 위해 자발적으로 감사위원회를 설치한다.

- ① 가설 2-1: 지배주주의 지분율이 높을 경우 감사위원회를 설치한다.
- ② 가설 2-2: 외국인 지분율이 높을 경우 감사위원회를 설치한다.

- ③ 가설 2-3: 기관투자가 지분율이 높을 경우 감사위원회를 설치한다.
- ④ 가설 2-4: 총 부채에서 사채가 차지하는 비율이 높을수록 감사위원회를 설치한다.

3) 감사인 유형과 감사위원회

감사품질이란 감사인이 감사대상 기업의 회계시스템에서 산출된 오류사항을 발견하고, 발견사항을 사실대로 보고할 결합확률에 의해 결정된다(DeAngelo, 1981). 감사인 유형은 외국의 대형회계법인과 제휴한 BIG5 감사인과, 그렇지 않은 Non-BIG5 감사인으로 나눌 수 있다.⁹⁾ 국내외의 연구에서는 대형회계법인인 BIG5 감사인이 Non-BIG5 감사인에 비해 감사품질이 높다는 연구결과가 보고되고 있는 것이 일반적이다.

그러나 Non-BIG5 감사인에서 BIG5 감사인으로 변경하여 감사품질을 높일 수는 있겠지만, 감사인을 교체한다는 것 자체가 좋지 못한 정보가 될 수 있기 때문에 감사인을 변경하는 것보다는 감사위원회를 설치하는 방향으로 의사결정을 내릴 수 있을 것이다. 손성규(2000)는 감사인이 교체되었을 때 독립성을 어느 정도 상실하게 되어 의견구매가 발생하며 감사인이 교체된 이후에는 부적절한 감사의견이 발표됨을 보이고 있다. 또한 박종성과 최기호(2001)의 연구나 이효익(1990)의 연구와 같이 감사인을 교체하면 이익조정의 가능성이 증가하므로 자본시장이 좋지 않게 반응할 것이다.

따라서 BIG5의 감사품질에 대한 연구결과와 감사인 교체에 대한 연구결과를 종합해볼 때, 대형회계법인을 선임하는 회사가 이들의 요구에 의해 감사위원회를 설치한다는 Pincus et al.(1989)의 연구결과와는 달리 Non-BIG5 감사인을 선임한 회사가 감사인을 BIG5로 교체하지 않고 감사위원회를 설치할 것이라는 가설 3은 검증해볼만한 가치가 있다. 즉 기존에 Non-BIG5 감사인을 선임하고 있는 기업들은 감사품질이 높다고 생각되는 BIG5 감사인을 활용하지 않더라도 감사위원회를 설치함으로써 회계

9) 미국의 회계법인 중 규모가 큰 5개의 회계법인을 BIG5라 하는데, 우리나라의 경우에는 일반적으로 미국의 BIG5와 업무제휴관계를 맺은 회계법인을 BIG5로 구분하고 있다. 그런데 2001년의 엔론사태와 관련하여 미국의 Arthur Andersen & Co.이 파산함에 따라 최근에는 BIG4로 재편되는 추세이다. 연구에서 활용한 우리나라의 BIG5 회계법인은 삼일회계법인, 안진회계법인, 안건회계법인, 삼정회계법인, 영화회계법인이다.

투명성을 확보할 수 있다는 것이다.

가설 3 - Non-BIG5 외부감사인을 활용하는 경우에 BIG5 외부감사인으로 교체하지 않고 자발적으로 감사위원회를 설치한다.

2. 연구모형과 변수의 정의

본 연구는 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업의 재무적·비재무적인 특성을 파악하는 것이 목적이다. 따라서 앞에서 선정된 변수들이 실험기업과 통제기업간에 차이가 있는지를 파악하기 위한 단일변량 분석과 여러 변수들을 동시에 고려하는 다변량 분석을 모두 실시하였다. 단일변량 분석에서는 t-test를 통하여 각 변수들이 실험기업과 통제기업 사이에 차이가 있는지를 파악하고, 다변량 분석에서는 종속변수가 연속함수가 아니고 양분된(dichotomous) 것이므로 다음과 같은 Logit 모형을 사용하기로 한다. 감사위원회를 설치한 경우(실험기업)에는 종속변수에 1을 사용하고, 감사위원회를 설치하지 않은 경우(통제기업)에는 종속변수에 0을 사용하여 분석한다. 독립변수는 가설설정시 사용한 다음의 변수들을 채택한다.

$$\begin{aligned} \text{Logit}(p) = & a + b_1\text{ASSTURN} + b_2\text{CURRATIO} + b_3\text{DEBTRATIO} + b_4\text{ROE} \\ & + b_5\text{SALESGR} + b_6\text{CONOWN} + b_7\text{FOROWN} + b_8\text{INSOWN} \\ & + b_9\text{BONDDEBT} + b_{10}\text{BIG5} + b_{11}\text{AUDCH} \end{aligned}$$

변수의 설명:

Logit(p): 감사위원회를 설치하였으면 1, 아니면 0

ASSTURN: 총자산회전율, CURRATIO: 유동비율

DEBTRATIO: 부채비율, ROE: 자기자본이익률

SALESGR: 매출액증가율, CONOWN: 지배주주 지분율(특수관계자 포함)

FOROWN: 외국인 지분율, INSOWN: 기관투자가 지분율

BONDDEBT: 총 부채 중 사채의 비율 \Rightarrow 사채 / 총 부채

BIG5: BIG5 감사인이면 1, 아니면 0

AUDCH: 감사인을 변경하지 않았으면 1, 변경하였으면 0

독립변수인 ASSTURN은 기업의 활동성을 나타내는 총자산회전율로서 매출액을 평균 총자산으로 나눈 것이다. CURRATIO는 유동성을 나타내는 유동비율로서 유동자산을 유동부채로 나눈 것이다. DEBTRATIO는 안정성을 나타내는 부채비율로서 부채를 자기자본으로 나눈 것이다. ROE는 수익성을 나타내는 자기자본이익률로서 당기순이익을 자기자본으로 나누어서 구한다. 가설 1-1에서 1-4에 의하면 재무상황이 좋지 않은 기업이 감사위원회를 설치하므로 b_1 과 b_2 및 b_4 의 부호는 모두 음수로 예상되고, b_3 은 양수로 예상된다(부채비율은 높을 때 재무상황이 좋지 않은 것이라 할 수 있기 때문). 그리고 SALESGR은 매출액증가율로서 가설 1-5에 의하면 매출증가율이 높은 회사가 감사위원회를 설치하므로 b_5 의 부호는 양수로 예상된다.

CONOWN은 특수관계자를 포함한 지배주주의 지분율이다. 안홍복 등(2002)의 연구에서는 지배주주의 지분율을 기업에 실질적인 통제권을 행사하는 실질지분율, 즉 계열사 상호출자와 특수관계자 등을 통한 간접통제를 반영한 지분율로 측정하였다. 본 논문에서도 특수관계자 지분율을 포함하여 지배주주의 지분율을 산정하였다.

FOROWN은 외국인 지분율이고 INSOWN은 기관투자가 지분율로서 외국인 투자자와 기관투자자들은 일반적으로 기업경영이 투명한 회사에 투자하려는 경향이 높다. 가설 2-1부터 2-3에 의하면 지배주주 지분율과 외국인 지분율 및 기관투자가 지분율이 높은 경우에 감사위원회를 설치한다고 하였으므로 b_6 과 b_7 , b_8 의 부호는 양수로 예상된다.

BONDDEBT은 총 부채 중에서 사채가 차지하는 비율이다. 기존의 많은 연구(Pincus et al., 1989, Bradbury, 1990, 최정호 등, 2001)에서는 총 부채를 부채의 대리인비용의 대용치(proxy)로 사용하였지만, 매입채무 등의 영업부채나 은행차입금 등은 일반 투자자에게 판매하는 사채와는 성격이 다르다고 생각되므로 다른 부채와 사채를 구분하여 나타냈다. 가설 2-4에 의하면 총 부채 중에서 사채의 비중이 높은 회사가 감사위원회를 설치할 것으로 생각되므로 b_9 의 예상부호는 양수이다.

BIG5는 대형회계법인을 나타내는 것으로서 외국의 대규모 회계법인과 제휴관계에 있는 국내회계법인이면 1이고, 그렇지 않으면 0을 사용하였다. AUDCH는 감사인을 변경하지 않았으면 1이고, 변경하였으면 0을 사용한다. 감사인의 교체는 의견구매 등

의 이유 때문에 자본시장에서 좋지 못한 정보로 받아들여지고 있다(이효익, 1990, 손성규, 2000, 박종성과 최기호, 2001). 가설 3에 의하면 감사위원회를 설치한 회사는 Non-BIG5 감사인을 선임하였더라도 감사인을 교체하지 않으므로 b_{10} 의 부호는 음수, b_{11} 의 부호는 양수로 예상된다(감사인을 교체하지 않을 때 AUDCH를 1로 하였으므로 양수로 예상되는 것임).

실증분석은 2000년부터 2002년까지와 2001년에서 2002년까지에 대해 각각 수행하였다. 2000년부터 실증분석을 수행하는 이유는 상법의 개정으로 감사위원회제도가 2000년부터 도입되었기 때문이다. 하지만 2000년은 감사위원회제도가 처음 시행된 해여서 감사위원회를 도입한 기업들도 그 시행이 원만하게 이루어지지 못한 경우가 많았다. 따라서 시간이 지남에 따라 감사위원회가 제도적, 실무적으로 정착되었을 시기인 2001년부터 2002년까지의 기간 동안에 대해서도 실증분석을 실시하였다. 하지만 두 기간에 걸친 실증분석의 결과는 거의 유사하므로 본 논문에서는 2000년부터 2002년까지의 실증분석결과에 대해서만 다루고, 후자의 기간에 대해서는 차이점만을 언급하기로 한다.

3. 표본의 선정

본 연구에서는 2002년 12월 31일 현재 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업 중에서 다음의 조건을 모두 만족시키는 기업을 표본으로 선정하여 분석하였다.

(1) 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업¹⁰⁾과 그에 대한 통제기업¹¹⁾

10) 2002년 12월 31일 현재 제조업을 영위하는 기업 중에서 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업은 경동도시가스, 광주신세계백화점, 금호석유화학, 남양유업, 대구도시가스, 대우인터내셔널, 대우자동차판매, 대원화성, 동양메이저, 미래산업, 미래와사람, 사조산업, 삼성테크윈, 서울도시가스, SKC, SK케미칼, LG산전, LG생명과학, LG생활건강, LG석유화학, 태양금속공업, 태평양, 한국타이어, 한국철강, 한국특수형강, 한독약품, 한솔제지, 현대미포조선, 현대엘리베이터, 현대하이스코, 화성산업의 31개사이다. 이 중에서 LG생명과학은 2002년 8월에 분사하여 사용가능한 재무자료가 부족하므로 표본에서 제외하였고, 아남반도체는 2002년 11월 15일에 감사위원회를 폐지하였으나 2000년부터 감사위원회를 설치하고 있었으므로 표본에 포함시켰다.

(2) 금융업을 영위하지 않는 기업

(3) 한국신용평가(주)의 KIS-FAS에서 각종 재무자료를 얻을 수 있고, 한국상장회사협의회(주)의 TS-2000에서 결산일 현재의 주가를 입수할 수 있는 기업

(4) 금융감독원의 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 사업보고서를 통해 감사위원회의 도입여부, 주식 소유자별 분포, 외부감사인 등의 자료를 얻을 수 있는 기업

조건 (1)은 본 논문의 연구대상으로서 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업을 실험기업으로 하고, 그렇지 않은 기업을 통제기업으로 하여 비교하기 위한 것이다. 조건 (2)에서 금융업을 영위하는 기업을 제외한 이유는 금융업의 특성상 재무제표의 양식이나 계정과목의 성격 등이 비금융업과 상이하기 때문에 동일한 조건 하에서 다른 기업들과의 비교·분석이 어렵기 때문이다. 조건 (3)은 본 연구에서 사용하는 각종 재무자료를 한국신용평가(주)의 KIS-FAS database에서 추출하였고, 결산일 현재의 주가를 한국상장회사협의회(주)의 TS-2000에서 확인하였기 때문이다. 조건 (4)는 감사위원회의 설치여부와 주식의 분포 및 외부감사인 유형 등을 금융감독원의 전자공시시스템으로부터 확인할 수 있기 때문이다.

2002년 12월 31일 현재 감사위원회를 설치한 기업은 모두 113개사이고, 자발적으로 설치한 기업은 모두 38개이지만, 이 중에 7개사는 금융업을 영위하므로 표본에서 제외하였고, 제조업을 영위하는 기업 중에서 한 기업은 2002년 8월 중에 분사하였기 때문에 사용가능한 재무자료가 부족하여 분석에서 제외하였으며, 한 회사는 2002년 11월에 감사위원회를 폐지하였으나 2000년부터 감사위원회를 설치하고 있었으므로 표본에 포함시켰다. 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업을 실험기업으로 하고, 통제기업으로서 31개사를 추가하였으므로 본 연구에서 사용하는 기업은 모두 62개 기업이다.

11) 통제기업은 2001년 12월 31일 기준으로 감사위원회를 도입하지 않은 기업 중에서 실험기업과 동일한 산업을 영위하고, 자산규모가 비슷한 기업 31개사이다.

IV. 실증분석결과

1999년 말의 상법개정에 의해 우리나라는 2000년부터 감사위원회제도를 도입하기 시작하였으므로, 본 연구에서는 2000년부터 2002년까지의 자료를 바탕으로 실증분석을 하였다. 실증분석결과는 <표 4-1>부터 <표 4-4>까지 요약하였다.

<표 4-1> 변수의 기술적 통계¹²⁾

변 수	평 균	중 위 수	최 소 값	최 대 값	표준편차
ASSTURN	0.701	0.599	0.010	2.068	0.520
CURRATIO	1.158	0.995	0.420	2.756	0.597
DEBTRATIO	1.711	1.207	0.305	7.339	1.670
ROE	0.056	0.065	-0.431	0.930	0.261
SALESGR	0.046	0.050	-0.394	0.395	0.178
CONOWN	0.373	0.365	0.091	0.697	0.177
FOROWN	0.094	0.025	0.000	0.429	0.130
INSOWN	0.107	0.050	0.000	0.522	0.140
BONDDEBT	0.121	0.106	0.000	0.379	0.120
BIG5	0.820	1.000	0.000	1.000	0.385
AUDCH	0.896	1.000	0.000	1.000	0.348

주) 변수의 설명:

ASSTURN: 총자산회전율, CURRATIO: 유동비율

DEBTRATIO: 부채비율, ROE: 자기자본이익률

SALESGR: 매출액증가율, CONOWN: 지배주주 지분율(특수관계자 포함)

FOROWN: 외국인 지분율, INSOWN: 기관투자가 지분율

BONDDEBT: 사채/총 부채, BIG5: BIG5 감사인이면 1, 아니면 0

AUDCH: 감사인을 변경하지 않았으면 1, 아니면 0

12) 한봉희(2001)는 극단치 처리방법을 비교하여 절단기법이나 서열기법에 비해 조정기법이 가장 효과적인 방법이라고 제시하고, 특히 5% 조정기법(winsorization)이 가장 바람직한 방법이라는 연구결과를 제시하였다. 이 연구결과를 활용하여 이하에 제시되는 모든 통계수치는 5% 조정기법(winsorization)에 의해 극단치 조정을 수행하였다.

1. 기술통계량

〈표 4-1〉에는 각 독립변수들의 기술통계량을 제시하였다. 이 표에 의하면 총자산회전율(ASSTURN)은 평균이 0.701이고 중위수가 0.599로서 대부분의 기업들이 자산총액에도 미치지 못하는 매출액을 올리는 것으로 나타났다. 그리고 유동비율은 평균이 1.158이고 중위수가 0.995로서 유동부채도 상환하지 못할 정도의 유동자산을 가지는 기업들이 많다. 일반적으로 유동비율이 1 이상이 되어야 기업이 안전하다고 볼 수 있는데, 상장기업 중의 상당수가 이러한 조건을 갖추지 못하고 있다. 부채비율(DEBTRATIO), 자기자본이익률(ROE)과 매출액증가율(SALESGR)은 기업마다 편차가 매우 크다. 이는 외환위기 이후의 구조조정 등의 성과가 나타난 기업과 그렇지 않은 기업간에 차이가 발생하였기 때문으로 판단된다.

주식의 분포에서는 기관투자자의 지분율(INSOWN)이 외국인 지분율(FOROWN)보다 평균이나 중위수에서 모두 높은 수준을 보이고 있다. 그런데 자본시장의 완전개방에 따라 외국인의 국내투자비율이 급격히 높아지고, 2003년 10월 현재 10대 그룹의 시가총액에서 외국인은 44.3%를 차지하고 있을 정도이다.¹³⁾ 이러한 경향을 볼 때 기관투자자의 지분율이 외국인 지분율보다 높다는 것은 표본에 선정된 기업들이 외국인 투자자들이 좋아하는 우량기업이 아니거나, 표본에 선정된 기업들의 다른 특이성 때문으로 생각된다.

총 부채 중 사채의 비율(BONDDEBT)은 기업마다 편차가 매우 큰데, 사채를 발행하지 않은 기업들도 상당수 있는 것으로 보인다. 그리고 표본기업의 82% 정도가 BIG5에서 감사를 받고 있고, 10% 정도가 감사인을 교체한 것으로 나타났다.

2. 단일변량 분석

연구가설에 포함된 각 변수가 실험기업(감사위원회를 자발적으로 선임한 기업)과 통제기업간에 차이가 있는지를 검증한 단일변량 분석은 〈표 4-2〉에 제시하였다.

13) 한국증권거래소, “10대그룹 시가총액 및 외국인 비중 현황”, 2003년 10월 9일 보도자료.

〈표 4-2〉 실험기업과 통제기업의 단일변량 분석

가설	예측부호	변 수	실험 기업		통제 기업		t-test
			평균	중위수	평균	중위수	
1-1	(-)	ASSTURN	0.673	0.592	0.726	0.604	-0.68
1-2	(-)	CURRATIO	0.993	0.855	1.309	1.169	-3.65***
1-3	(+)	DEBTRATIO	1.850	1.596	1.584	0.935	1.07
1-4	(-)	ROE	0.001	0.045	0.107	0.074	-2.84***
1-5	(+)	SALESGR	0.071	0.060	0.023	0.030	1.80*
2-1	(+)	CONOWN	0.398	0.384	0.350	0.309	1.80*
2-2	(+)	FOROWN	0.111	0.023	0.079	0.027	1.63
2-3	(+)	INSOWN	0.062	0.035	0.148	0.070	-4.46***
2-4	(+)	BONDDEBT	0.145	0.134	0.099	0.066	2.54**
3	(-)	BIG5	0.765	1.000	0.871	1.000	-1.83*
	(+)	AUDCH	0.917	1.000	0.806	1.000	2.18**

주 1) 실험기업은 자발적으로 감사위원회를 설치한 회사이고 통제기업은 2001년 말 현재 동일한 산업을 영위하고 자산총액이 유사한 회사를 선정한 것임.

주 2) 각 변수의 정의는 〈표 4-1〉과 동일함.

주 3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

두 집단간의 평균값에 차이가 있는지를 검증하는 t-test 결과 기관투자가 지분율(INSOWN)은 가설과는 정반대의 방향으로 유의한 차이가 났고, 총자산회전율(ASSTURN)과 부채비율(DEBTRATIO) 및 외국인 지분율(FOROWN)은 부호는 가설과 동일하지만 통계적으로 유의한 차이를 보여주지는 못하고 있다.

여기에서 보면 유동비율이 낮을수록, 자기자본이익률이 낮을수록, 매출액증가율이 높을수록, 지배주주 지분율이 높을수록, 기관투자자의 지분율이 낮을수록, 총 부채 중 사채의 비중이 높을수록, Non-BIG5 감사인을 선임하지만 감사인을 교체하지 않는 기업일수록 감사위원회를 설치하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재무상황이 좋지 않아 시장의 가치평가를 정당하게 받지 못한 기업이 자기자본과 부채의 대리인비용을 감소시키고, 소규모 외부감사인을 선임하였다 하더라도 감사인을 교체하지 않고 감사위원회를 설치함으로써 자본시장에 회계투명성을 달성하려는 노력을 보여준다는 것을 의미한다.

단일변량분석은 각 변수간의 상관관계를 고려하지 않은 것이므로, 상관관계가 존

재할 경우에는 결과가 다르게 나올 수도 있다. 따라서 이하에서는 독립변수간의 상관관계를 분석하고, 여러 변수를 동시에 고려하는 다변량 Logit 분석을 수행한다.

3. 상관관계 분석

독립변수간의 상관관계는 <표 4-3>에 제시하였다. 부채비율과 기관투자가 지분을

<표 4-3> 독립변수간의 상관관계 분석

변 수	ASS TURN	CUR RATIO	DEBT RATIO	ROE	SALES GR	CON OWN	FOR OWN	INS OWN	BOND DEBT	BIG5	AUD CH
ASS TURN	1.000	-0.191 **	0.164 **	0.124	-0.086	-0.006	0.042	0.123	-0.074	0.114	-0.039
CUR RATIO		1.000	-0.283 ***	0.047	-0.117	-0.043	0.100	0.114	-0.255 ***	-0.111	-0.012
DEBT RATIO			1.000	-0.146 *	-0.209 ***	-0.132 *	-0.235 **	0.150 **	0.135 *	-0.026	0.029
ROE				1.000	0.003	-0.014	-0.024	0.211 ***	-0.106	0.035	-0.281 ***
SALES GR					1.000	0.197 ***	0.129 *	-0.096	0.088	-0.007	0.000
CON OWN						1.000	0.090	-0.159 **	0.058	0.106	0.063
FOR OWN							1.000	-0.074	-0.008	0.083	0.087
INS OWN								1.000	-0.050	0.068	-0.126 *
BOND DEBT									1.000	-0.039	0.046
BIG5										1.000	0.106
AUD CH											1.000

주 1) 각 변수의 정의는 <표 4-1>과 동일함.

주 2) 위의 상관계수는 피어슨 상관계수임.

주 3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

을 제외하면 변수들간의 상관관계는 그리 많지 않다.

부채비율(DEBTRATIO)은 자기자본이익률(ROE), 매출액증가율(SALESGR), 지배주주 지분율(CONOWN), 유동비율(CURRATIO) 및 외국인 지분율(FOROWN)과 음의 상관관계를 가지지만 기관투자가 지분율(INSOWN) 및 총자산회전율(ASSTURN)과는 양의 상관관계를 갖는다. 부채비율이 높다는 것은 재무상황에 대한 부정적인 신호이므로 유동비율과 자기자본이익률이 낮고, 외국인이 선호하지 않는 기업일 가능성이 높으며, 매출액증가율이 낮게 나타날 수 있다. 하지만 부채비율이 높은 경우에는 기관투자자들이 채권회수능력을 높이기 위해 해당 기업의 주식을 취득하거나, 채권채무재조정 등의 방법으로 지분율을 높일 수 있으므로 부채비율과 기관투자가 지분율은 양의 상관관계를 가질 수 있다. 부채비율과 총자산회전율간의 양의 상관관계는 매출액회전율이 높을수록 부채비율이 낮다는 이원흠 등(2001)의 연구와는 상반되는 결과이다. 하지만 이 연구에서도 외자기업은 현금흐름이 좋을수록 부채비율을 높이고 있다는 결론을 내렸으므로, 반드시 상반되는 결과라고는 볼 수 없다.

기관투자가 지분율(INSOWN)과 자기자본이익률(ROE)이 1% 수준에서 유의하게 양의 관계를 가지는데, 기관투자가 지분율이 높은 경우 회사에 대한 직접적인 경영관리로 강한 구조조정을 시행할 수 있으므로 ROE에 긍정적인 영향을 미치므로 양의 상관관계를 갖는다고 해석할 수 있다.

매출액증가율(SALESGR)이 지배주주 지분율(CONOWN)과 1% 수준에서 유의한 양의 관계가 있다는 점도 특이하다. 지배주주 지분율이 높은 경우 더 높은 매출액증가율이 나타나고 있는데, 이는 전문경영자가 소유경영자보다 더 우월하다는 일반적인 관념과 상반되는 결과라고 볼 수 있다. 최성규와 김경민(2001)의 연구에서는 전문경영자가 경영하는 회사의 이익반응계수가 소유경영자가 경영하는 회사의 이익반응계수보다 낮다는 이유를 들어 전문경영자가 소유경영자보다 우월하다는 사회적 통념을 비판하고 있다. 소유경영자는 회사를 매우 소중히 여기기 때문에 전문경영자보다 회사에 애정을 쏟아 매출액증가와 같은 회사의 발전에 기여할 수 있다는 주장이다.

자기자본이익률(ROE)과 감사인 교체(AUDCH)는 1% 수준에서 유의하게 음의 상관관계를 가진다. 이는 부진한 경영성과를 숨기기 위해, 즉 의견구매를 하기 위해 감사인을 교체할 수 있다는 이효익(1990)의 연구결과와 일치한다고 볼 수 있다.

또한 유동비율(CURRATIO)과 총 부채 중 사채의 비율(BONDDEBT)이 음의 상

〈표 4-4〉 다변량 Logit 분석

가설	변수	예측부호	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5
	INTERCEPT		0.849	1.589	-0.667	0.582	
1-1	ASSTURN	(-)	-0.095	-0.206		-0.209	-0.021
1-2	CURRATIO	(-)	-1.080***	-1.177***		-1.172***	-0.886***
1-3	DEBTRATIO	(+)	0.038	-0.047			0.088
1-4	ROE	(-)	-1.598	-1.831**		-1.998**	-1.481
1-5	SALESGR	(+)	1.131	1.486		1.191	1.300
2-1	CONOWN	(+)	0.988		0.868	1.577	1.280
2-2	FOROWN	(+)	2.757**		1.887	2.768**	2.774**
2-3	INSOWN	(+)	-5.115***		-5.499***		-4.969***
2-4	BONDDEBT	(+)	1.677		3.097**	1.650	1.941
3	BIG5	(-)	-1.023**	-1.090**	-0.861*	-1.230***	-0.922**
	AUDCH	(+)	0.877	0.901*	1.050*	0.879	1.119**
	모형의 x^2		51.481	32.913	35.220	41.720	51.156
	예측정확도		79.3%	74.8%	72.9%	77.3%	79.0%

주 1) 분석에 사용된 모형 1의 식은 다음과 같다.

$$\text{Logit}(p) = a + b_1\text{ASSTURN} + b_2\text{CURRATIO} + b_3\text{DEBTRATIO} + b_4\text{ROE} + b_5\text{SALESGR} \\ + b_6\text{CONOWN} + b_7\text{FOROWN} + b_8\text{INSOWN} + b_9\text{BONDDEBT} + b_{10}\text{BIG5} \\ + b_{11}\text{AUDCH}$$

⇒ 감사위원회를 설치한 경우에는 종속변수를 1로 하고, 그렇지 않은 경우에는 0으로 함.

주 2) 각 변수의 정의는 〈표 4-1〉과 동일함.

주 3) 모형 2는 가설 2의 변수들(대리인비용)을 제외하고 분석한 것임.

주 4) 모형 3은 가설 1의 변수들(재무보고의 질)을 제외하고 분석한 것임.

주 5) 모형 4는 다른 독립변수와 상관관계가 높은 DEBTRATIO와 INSOWN을 제외하고 분석한 것임.

주 6) 모형 5는 INTERCEPT를 제외하고 분석한 것임.

주 7) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

관관계를 보이고 있는데, 이는 사채를 발행하면 사채 투자자로부터 'bond protective covenant' 등을 통해 경영간섭을 받기 때문에 이를 피하기 위해 유동자산이 많은 경우에는 사채를 발행하지 않는다고 해석할 수 있다.

4. 다변량 Logit 분석

연구모형을 검증하기 위한 다변량 Logit 모형의 분석결과는 〈표 4-4〉에 나타냈다.

〈표 4-4〉는 모든 독립변수가 포함되는 모형 1과 대리인비용과 관련된 가설 2의 변수를 제외하고 분석한 모형 2, 재무보고의 질과 관련된 가설 1의 변수를 제외하고 분석한 모형 3, 다른 독립변수와 상관관계가 높은 부채비율(DEBTRATIO)과 기관투자가 지분율(INSOWN) 변수를 제외하고 분석한 모형 4, 그리고 절편(INTERCEPT)을 제외하고 분석한 모형 5로 구성되어 있다.

〈표 4-4〉를 보면 기관투자가 지분율(INSOWN)이 가설과는 정반대의 방향으로 유의하게 나타나고 있다. 이를 제외하면, 모형 2에서의 부채비율(DEBTRATIO)을 제외한 모든 변수는 가설에서 예측한 부호와 동일하게 나타나고 있으며, 특히 유동비율(CURRATIO)은 모든 상황에서 1% 수준에서 유의하고, BIG5 변수도 모든 모형에서 유의한 결과를 보여주고 있다.

외국인 지분율(FOROWN)과 감사인 교체(AUDCH) 및 자기자본이익률(ROE) 변수도 일반적으로 유의한 결과가 도출되었다. 총 부채 중 사채의 비율(BONDDEBT) 변수는 일반적으로는 유의하지 않으나, 일부분의 모형에서는 통계적으로 유의한 결과가 나오고 있다. 하지만 총자산회전율(ASSTURN), 부채비율(DEBTRATIO), 매출액증가율(SALESGR),¹⁴⁾ 지배주주 지분율(CONOWN)은 모든 모형에서 유의한 결과가 나오지 않았다.

모형의 예측정확도는 모형 2와 모형 3을 제외하고는 77~79% 정도 수준으로 비교적 높게 나타나고 있다. 모형 2와 모형 3의 예측정확도가 낮은 이유는 각각 가설 2와 가설 1에 관련된 변수들을 모두 생략하고 분석하였기 때문이다. 기존의 논문들, 즉 Pincus et al.(1989), Bradbury(1990), 최정호 등(2001)의 연구에서는 대리인비용 이론만을 바탕으로 자발적으로 감사위원회를 설치하거나, 사외감사를 선임하는 유인을 살펴보았는데, 이것만으로는 기업특성을 설명하기가 부족하다는 것을 모형 2와 모형 3의 낮은 예측정확도에서 파악할 수 있다. 따라서 재무보고의 질 혹은 대리인비용 하나만 가지고 감사위원회를 도입하는 유인을 찾아서는 현상에 대한 완전한 설명을 할 수 없으므로 본 분석과 같이 재무보고의 질과 대리인비용에 관한 변수를 모두 사용해

14) 2001년부터 2002년까지의 실증분석에서는 매출액증가율(SALESGR)이 높을수록 감사위원회를 설치한다는 결과가 나오고 있으므로, 2000년부터 2002년까지의 실증분석결과와 다른 모습을 보이고 있다. 하지만 매출액증가율을 제외한 다른 변수들에 대해서는 두 기간의 결과가 거의 유사하다.

서 분석해야 할 것이다.

유동비율과 자기자본이익률이 낮은 경우에 감사위원회를 설치하고 있는데, 이는 DeAngelo et al.(1994)의 연구결과처럼 재무상황이 좋지 못한 기업의 경우 기업의 어려운 상황을 솔직하게 자본시장에 알리려는 노력으로 보인다. 즉 유동비율이 낮아 기업의 재무상태가 좋지 않은 상황이지만 감사위원회를 설치함으로써 이익조정이나 회계부정과 같은 좋지 않은 활동을 하지 않고 회계투명성을 위해 노력하는 모습을 자본시장에 알림으로써 주식이나 채권의 가격이 부당하게 하락하는 것을 방지하기 위한 태도로 해석할 수 있다.

기관투자가의 지분율이 낮은 경우에 감사위원회를 설치하고 있는데, 이는 조심스럽게 해석해야 할 것으로 보인다. 기관투자자들이 외부대주주로서 기업감시기능을 수행할 수 있을 것인가에 대해서는 대립되는 견해가 있는데, 기관투자자들은 포트폴리오를 구성하기 위해 주식을 매입하므로 경영감시자로서의 역할을 하지 않거나 또는 기업들의 압력을 받아 현 경영진을 지지할 수 있다는 것이다. 하지만 기관투자자들이 경영진을 감시할 유인과 힘을 가지고 있다는 주장도 있다. 외국의 연구에서는 기관투자자들이 효과적인 감시자역할을 하고 있다는 결과가 대부분(정광선, 2000)이고, 최정호 등(2001)의 연구에서도 기관투자가의 비율이 높을수록 사외감사를 선임한다는 결과를 보이고 있다.

이와 같이 기관투자자들이 경영감시역할을 할 수 있는가에 대해서는 이론이 많으므로, 이 모형의 결과를 기관투자자들이 기업에 지분투자를 하지 않을수록 감사위원회를 설치한다고 해석하는 것은 바람직하지 않아 보인다. 기관투자자들이 지분을 많이 투자한 회사에 대해서는 감사위원회와 같은 간접적인 방법을 사용하지 않고, 직접적인 경영을 통해 경영감시가 가능할 것이다. 따라서 기관투자가 지분율이 높은 회사에는 감사위원회를 설치하지 않아도 경영감독이 가능할 것이므로, 비교적 기관투자가 지분율이 낮은 기업들이 감사위원회를 설치하는 것으로 조심스럽게 해석해야 할 것이다. 우리나라는 기업개선작업이나 법정관리 등을 수행할 때 채권채무재조정 등의 방법을 사용하여 은행 등의 기관투자자들이 직접 경영활동을 수행하기 때문에 감사위원회와 같은 제3의 감시자를 둘 필요는 없다. 따라서 이 결과는 가설에서 예측한 것과는 다르지만, 한국적 상황에서는 나올 수 있는 결과라고 볼 수 있겠다.

BIG5 감사인을 선임한 비율이 낮은 기업들이 오히려 감사위원회를 설치하고 있는

데, 이는 Pincus et al.(1989)이나 최정호 등(2001)의 연구와는 반대의 결과이지만, Bradbury(1990)의 연구에서는 대형 감사인과 감사위원회 설치와는 관계가 없다는 결과를 얻었다. 따라서 여기에서는 BIG5와 AUDCH 변수를 동시에 살펴봐야 할 것이다.

이효익(1990) 등의 연구에 의하면 감사인을 교체하는 것은 의견구매 등의 목적으로 인식되어 자본시장에 좋지 못한 영향을 줄 것이다. 따라서 Non-BIG5에서 BIG5로 감사인을 교체하는 것보다는 Non-BIG5 감사인으로부터 외부감사를 계속 받고, 감사위원회를 설치하는 것이 회계투명성을 위해 노력한다는 기업의 의지를 자본시장에 알리는 것이라 판단한 기업들이 자발적으로 감사위원회를 도입한 것으로 판단된다.

외국인 지분율이 높은 경우에 감사위원회를 설치하고 있는데, 이는 외국인 투자자들이 투명한 회계제도를 요구한다는 일반적인 견해와 일관되는 결과라 할 수 있다.

일반적이지는 않지만 총 부채 중에 사채의 비율이 높은 경우에도 감사위원회를 설치하는 결과가 나오고 있다. 이는 일반채무, 은행차입금과 사채의 차이를 반영하는 것으로서 사채에 투자하는 투자자들은 차입금을 빌려주는 은행 등에 비해 회사의 경영투명성에 더욱 관심을 보이는 것으로 보인다. 일반 투자자에게 사채를 발행할 때에는 'bond protective covenant'를 통해 기업경영에 여러 가지 제약을 가하게 되므로 사채의 투자자들은 사채를 발행한 기업이 계약조건을 잘 지켰는지 감시할 유인이 생기는 것이다.

그러나 지배주주 지분율은 Bradbury(1990)의 연구결과와는 달리 감사위원회의 도입과 통계적으로 유의한 관계를 가지지 않고 총자산회전율도 감사위원회의 자발적 설치와 유의한 관련이 없다. 또한 부채비율 역시 감사위원회 도입과 유의한 관계를 보이지 않는데, 이는 부채비율과 감사위원회 설치와는 관계가 없다는 Bradbury(1990)의 연구와 사외감사의 선임이 부채비율과 유의적인 관계를 가지지 않는다는 최정호 등(2001)의 연구와 동일한 결과라 할 수 있다.

V. 결 론

1. 연구결과의 요약

1997년 외환위기 이후로 우리나라에 진출한 외국자본들은 우리나라 기업들의 경영투명성을 꾸준히 요구하였다. 그리고 각 국가들도 자국의 기업들이 경영투명성을 달성하도록 많은 제도들을 갖추어 나가고 있다. 이에 발맞추어 우리나라는 1998년 2월에 기업의 경영투명성을 제고하기 위한 목적으로 상장법인에 대해 이사의 1/4 이상을 반드시 사외이사로 선임하도록 의무화 하였다. 그리고 1999년 말 상법개정을 통해 감사위원회제도를 도입하여 기존의 감사제도를 보완하였으며, 2000년과 2001년 증권거래법 개정을 통해 자산총액 2조원 이상의 대규모 상장·등록법인들은 감사위원회 설치를 의무화 하였다.

그런데 어떤 회사들은 자산총액이 2조원에 미달하여 감사위원회의 설치가 법적으로 강제되지 않는데도 자발적으로 감사위원회를 설치하여 경영투명성을 제고하도록 노력하고 있다. 본 연구에서는 어떤 기업들이 자발적으로 감사위원회를 설치하는가에 대해 의문을 가지는 데에서 시작하여 자발적으로 감사위원회를 도입하는 기업들의 특성이 무엇인지에 대해 실증적으로 분석하고자 하였다.

본 연구는 감사위원회제도가 도입되기 시작한 2000년부터 2002년까지의 자료를 바탕으로 감사위원회를 자발적으로 설치한 기업 31개사와, 그들과 동일한 산업을 영위하면서 자산총액이 유사한 기업 31개사를 통제기업으로 선정하여 이들 두 집단간의 비교를 통해 연구를 진행하였다. 본 연구에서 살펴본 기업특성 변수들은 재무제표상의 숫자나 재무비율로 나타나는 재무적 특성뿐만 아니라 외부감사인 유형이나 감사인의 교체 여부, 주식의 분포 등과 같은 비재무적인 특성도 포함된다. 연구의 주요 결과는 다음과 같다.

유동비율(CURRATIO)과 기관투자가 지분율(INSOWN), 그리고 감사인 교체(AUDCH) 및 외부감사인(BIG5) 변수는 자발적인 감사위원회 도입과 관련이 있는 것으로 나타났다. 즉 유동비율이 낮고 기관투자가 지분율이 낮으며 소규모 감사인을 선임하고 있지만 감사인을 교체하지 않는 기업들은 감사위원회를 도입하였다.

일관된 결과가 나오지는 않았지만 매출액증가율(SALESGR)과 외국인 지분율(FOROWN) 및 자기자본이익률(ROE)은 감사위원회의 자발적 설치와 유의적으로 관련되어 있는 것으로 분석되었다. 즉 자기자본이익률이 낮지만 매출액증가율이 높고, 외국인 지분율이 높은 기업은 감사위원회를 구성함으로써 경영투명성을 강조하는 것이다.

그리고 총 부채 중에서 사채의 비율(BONDDEBT)이 높은 기업들도 감사위원회를 자발적으로 도입하고 있는 경향이 있는 것으로 보인다. 하지만 이 변수는 일부의 모형에 대해서만 유의한 결과가 나오므로 성급하게 일반화해서는 안 될 것이다.

하지만 총자산회전율(ASSTURN)과 부채비율(DEBTRATIO), 지배주주 지분율(CONOWN)은 감사위원회의 자발적 설치와는 유의적인 관계가 없는 것으로 분석되었다.

이와 같은 연구결과를 통하여 다음과 같은 추론을 할 수 있다.

우선, 재무상태가 좋지 못한 회사들이 자발적으로 감사위원회를 구성함으로써 기업경영의 투명성을 제고하기 위한 노력을 자본시장에 전달하고 있다. 즉 재무상태가 좋지 못하면 이익조정이나 분식회계 등의 유인으로 인해 자본시장이 과민하게 반응할 수 있어 그 기업의 증권가격이 부당하게 하락할 수도 있는데, 이러한 면을 방지하여 기업가치에 합당한 가격으로 평가받으려는 것이다.

둘째, 외국의 연구에서 많이 활용되는 자기자본의 대리인비용이나 부채의 대리인비용이 우리나라의 현실에서는 다르게 적용될 수도 있다. 즉 기존 연구에서는 자기자본의 대리인비용을 전문경영자와 외부주주의 이해관계의 충돌에 따른 것으로 해석하는 경향이 많은데, 국내의 연구에서는 소유경영자가 대부분이라는 우리나라의 경영현실을 반영해야 할 것이다. 또한 기관투자자의 경영감시 역할도 우리나라에서는 수정하여 인식되어야 할 것이다.

셋째, BIG5 감사인의 감사품질과 감사인 교체에 따른 이미지 상실비용을 동시에 고려해야 한다. 일반적으로 BIG5 감사인의 감사품질이 높다고 인식되고 있지만, 외부감사의 품질을 높이기 위해 Non-BIG5에서 BIG5 감사인으로 전환하면 의견구매나 이익조정 등과 같은 부정적인 이미지가 생길 수 있다. 따라서 이의 대안으로 감사위원회를 설치하여 내부감사의 품질을 높이고, 감사위원과 외부감사인과의 정기적인

의견교환 등을 통해 외부감사의 품질도 높일 수 있을 것이다.

넷째, 현행 증권거래법에서는 자산총액 기준으로 감사위원회의 설치를 의무화 하고 있다. 일반적으로 자산총액이 클수록 그 기업과 관계된 이해관계자의 수가 많기 때문에 이러한 조항은 타당해 보인다. 하지만 모든 상장 또는 등록기업에 대해서도 감사위원회를 의무화 하려는 태도는 바람직하지 않을 수도 있다. 정부가 일일이 감사위원회 구성에 대해 강제하는 것 보다는 본 연구의 결과와 같이 감사위원회를 도입할 필요가 있는 기업들은 스스로의 목적을 달성하기 위해 법적 의무가 있지 않더라도 감사위원회를 설치하는 것이다. Healy and Palepu(2001)에 의하면 규제에 의해 도출된 회계수치는 기업의 특성이나 시간 및 국가적 제도에 따라 가치가 결정된다. 그러므로 정부는 기업지배구조에 대해 가이드라인만 제시하는 등의 최소한의 규제만 하고, 기업이 전략적으로 기업지배구조를 선택하도록 하는 것이 바람직한 방향이라고 생각된다.

2. 연구의 한계 및 발전방향

우리나라에 감사위원회제도가 도입된 지 3년 정도밖에 흐르지 않았으므로 아직 제대로 정착되었다고 보기에는 무리가 있다. 또한 외국과 경영환경이 다르고 기업지배구조의 기본적 틀도 다른 상황에서 감사위원회제도가 경영투명성을 높이는데 기여할 수 있는지도 아직은 정확히 알 수 없다.

따라서 감사위원회를 설치한 기업들의 특성에 관한 본 연구도 미진할 수밖에 없다. 특히 실험기업과 통제기업의 비교를 바탕으로 감사위원회를 설치하는데 영향을 끼치는 요인들을 찾아내서 분석하였는데, 통제기업의 선정이 정확하게 이루어지지 않았을 수도 있다. 즉 자산총액 기준으로 통제기업을 선정하였는데, 자산기준이 아닌 다른 기준으로 통제기업을 선정하였다면 더 나은 결과를 도출할 수도 있었을 것이다. 또한 변수가 적절하게 선정되지 않았을 수도 있는데, 본 연구에서 살펴본 재무적·비재무적 변수 이외에 회사의 특성을 반영하는 다른 변수들도 있을 수 있으므로 연구의 외적타당성이 부족할 수도 있다.

본 연구는 자산총액을 기준으로 통제기업을 선정하여 자발적으로 감사위원회를 설치한 기업의 특성에 대하여 살펴보았다. 본 연구를 발전시키면 감사위원회를 자발적으로 설치한 회사들이 이익조정 정도가 감소하였는지에 대해서도 연구해볼 수 있

으며, 감사위원회를 도입한 기업들의 감사의견 및 감리지적 여부를 비교해볼 수도 있다. 또한 감사위원회를 도입한 기업들이 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 질이 높다고 인식되어 시장에서 더 높은 수익률을 얻고 있는지에 대해서도 분석해볼 수 있을 것이다.

결국 감사위원회나 사외이사제도를 도입하는 목적은 경영투명성을 제고하여 회계정보의 유용성을 높임으로써 이해관계자들이 회계정보를 믿고 활용할 수 있도록 하는 것이다. 따라서 감사위원회나 사외이사제도의 활용으로 회계정보의 신뢰성이 정말로 높아졌는지, 그리고 우리나라의 기업환경에 적합한 기업지배구조의 모습은 어떠한 것인지에 대해서도 앞으로 연구할 가치가 있다고 생각된다.

참고문헌

- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최관 · 한봉희, 2003. “자본시장에서의 회계정보유용성”. 「신영사」
 동아일보 신문기사. 2003년 11월 24일, 2003년 11월 25일.
- 박종성 · 최기호, 2001. “차별적 감사수요와 자발적 감사인 교체”. 「회계학연구」, Vol. 26, No. 3 (September).
- 박종일 · 최종학 · 전규안, 2003. “기업지배구조와 이익조정: 감사위원회와 이사회 특성을 중심으로”. working paper.
- 서정우 · 김용민, 2002. “한국 기업의 감사위원회의 역할과 책임”. 「한국공인회계사회 연구용역보고서」, 7월.
- 손성규, 2000. “감사인교체가 감사인의 독립성에 미치는 영향”. 「회계와 감사연구」 제 36호.
- 안홍복 · 최강득 · 송준협, 2002. “소유구조와 이익정보의 관련성 분석”. 「회계학연구」, Vol. 27, No. 4 (December).
- 이상철, 2002. “감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향”. 연세대학교 박사학위 논문.
- 이원흠 · 이한득 · 박상수, 2001. “외국인 투자기업의 재무행태 차이점에 관한 연구:

- 현금흐름, 투자, 부채조달 상 대기업집단과의 비교를 중심으로”. 「증권학회 정기 학술발표회」 2월 24일.
- 이창우, 2003. 「회계감사」 개정판. 경문사.
- 이효익, 1990. “감사인의 교체가 감사의견에 미치는 영향”. 「회계학연구」, No. 11.
- 전규안 · 최종학 · 박종일, 2003. “감사위원회의 설치와 이익조정사이의 관계”. working paper.
- 정광선, 2000. “기업지배구조와 증권투자기관의 역할”. 「중앙대학교 경영연구소 경영학논집」, 26권 2호.
- 최성규 · 김경민, 2001. “소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절”. 「회계학연구」, Vol. 26, No.1 (March).
- 최정호 · 임창우 · 김성중, 2001. “사외감사의 자발적 선임과 기업특성”. 「회계학연구」, Vol. 26, No. 1 (March).
- 한국상장사협의회 보도자료. 2003년 8월 14일.
- 한국증권거래소 보도자료. 2003년 10월 9일.
- 한봉희, 2001. “회계이익변수에 대한 극단치 처리방법의 비교분석”. 「경영학연구」, 제30권 제1호.
- Abbott, L., and S. Parker, 2000. “Auditor Selection and Audit Committee Characteristics”. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 19.
- Beasley, M., J. Carcello, and D. Hermanson., 1999. “Fraudulent Financial Reporting: 1987-1997”. An Analysis of U.S. Public Companies, Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission.
- DeAngelo, L., 1981. “Auditor Size and Audit Quality”. *Journal of Accounting and Economics* 3 (December).
- DeAngelo, L., 1988. “Managerial Competition, Information costs, and Corporate Governance: The Use of Accounting Performance Measures in Proxy contests”. *Journal of Accounting and Economics* 10.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner., 1994. “Accounting Choice in Troubled Companies”. *Journal of Accounting and Economics* 17 (January).
- Diamond, D. and R. Verrecchia, 1991. “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”. *The*

- Journal of Finance* 66.
- Frank Heflin, Kenneth W. Shaw, John J. Wild, 2003. "Disclosure Quality and Market Liquidity". working paper.
- George A. Akerlof, 1970. "The Market for "Lemon": Quality Uncertainty and the Market Mechanism". *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, No. 3 (August).
- Karen Pincus, Mark Rusbarsky, and Jilnaught Wong, 1989. "Voluntary Formation of Corporate Audit Committees Among NASDAQ Firms". *Journal of Accounting and Public Policy*, 8.
- Klein, A., 2002. "Audit Committee, Board of Director Characteristics, and Earnings Management". *Journal of Accounting and Economics* 33 (August).
- McMullen, D., 1996. "Audit Committee Performance: An investigation of the Consequences Associated with Audit Committee". *Auditing: A Journal of Practice & Theory* (Spring).
- Michael E. Bradbury, 1990. "The Incentives for Voluntary Audit Committee Formation". *Journal of Accounting and Public Policy*, 9.
- Paul M. Healy and Krishna G. Palepu, 2001. "Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A Review of the empirical disclosure literature". *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31, No. 1-3.
- Paul R. Milgrom, 1981. "Good News and Bad News: Representation Theorems and Applications". *The Bell Journal of Economics*, Vol. 12, No. 2 (Autumn).
- Sweeney, A., 1994. "Debt-Covenant Violations and Manager's Accounting Responses". *Journal of Accounting and Economics* 17 (May).
- Watts, R., 1988. "Discussion of Financial Reporting Standards, Agency costs, and Shareholder intervention". *Journal of Accounting Literature*.

A Study on the Characteristics of Company Voluntarily Forming an Audit Committee

Changwoo Lee*
Hyung Deuk Cho**

ABSTRACT

This research has gone through the characteristics of non-financial companies listed on the Korean Stock Exchange as of December 31st 2002, which have formed audit committee voluntarily. Previous empirical studies have been conducted in the framework of the agency cost theory, but this report has used an additional factor, and analyzed the enticement of voluntary forming of audit committee within the framework of the quality of financial reporting and agency cost theory.

The empirical results of this study are as follows. First, companies with low current ratio, low percentage of shares held by institutional investors, hiring non-BIG5 auditors which are not changed frequently have a tendency to form audit committees. Second, companies with low return on equity, high sales growth rate and high percentage of shares held by foreign investors emphasize corporate transparency by forming an audit committee. Third, companies with high bond/debt ratios tend to form audit committee spontaneously. However, this variable does not constantly give notable results, so we should be careful in generalizing the results. On the other hand, asset turnover, debt ratio, shares held by

*Professor of Accounting, Seoul National University.

**Instructor of Business Administration, Air Force Academy.

dominant stockholders do not have notable relationship according to this research. On the basis of these results of the research, it is argued that managerial circumstances affect firms to form the audit committee.

Key Words: audit committee, corporate transparency, characteristics of company, quality of financial reporting, agency cost