

# 비상장 중소기업의 관계금융이 이익조정과 타인자본비용의 관계에 미치는 영향

박 원(위덕대) · 박상규(경상대)

## I. 서 론

비상장 중소기업은 상장기업 혹은 대기업과 달리 은행 등 사적금융에 대한 자금의존도가 높으며 필요한 자금의 상당부분을 금융기관을 통한 간접자본시장에서 지원받고 있는 실정이다(박종일과 김명인 2013). 이러한 비상장 중소기업은 기업 외부 채권자에게 현금 유출이 수반되는 타인자본비용의 부담을 감소시키려는 노력을 해야 할 뿐 아니라(곽수근과 박종일 2011) 부채 재계약 혹은 부채계약을 유지하기 위한 기업의 자구책이 필요할 수 있다.

회계분야 연구주제에서 자금조달과 관련한 이익조정 유인에 대한 대부분의 연구들은 부채계약 가설 입장에서 설명하고 있다(Beneish 1999, DeFond and Park 1997, Sweeney 1994 등). 선행연구들에서는 부채계약과 관련하여 채무이행조항을 지키기 위하여 이익조정으로 부채비용을 감소시키고 목표이익을 달성하고자 하는 유인이 있을 것으로 보았다. 기업이 부채계약 조항을 위반하게 되면 부채를 조기상환하거나 차입이자율이 높아지게 되어 높은 계약비용을 치르게 된다. 따라서 부채계약서상 회계수치인 부채비용, 이자보상률, 순자산비용 등 대부분 이익을 상향조정할 경우 계약 위반을 면할 가능성이 높아진다. 하지만 미국 등 선진국의 연구결과와 달리 국내 연구에서는 감사 위협과 현금유출 등의 이유로 자금조달과 이익조정 가능성이 상대적으로 낮을 수 있다고 보았다(나종길과 최정호 2000). 또한 일부 연구에서는 이러한 이익조정 행위가 자금조달 비용을 감소시키는 것이 아니라 회계이익의 질을 감소시키고 회계정보의 불투명성을 증대시켜 정보위험, 대리인비용 등으로 자본비용 증가로 자금조달 비용에 중요한 영향을 미치는 것으로 보았다(Leuz and Verrecchia 2004, Francis et al. 2004, Francis et al. 2005, 최정호 2008). 박종일 외(2011) 연구에서는 비상장 기업을 중심으로 회계정보 질의 대체적 측정치인 이익조정이 자금차입으로 인한 비용인 타인자본비용에 양(+)의 영향을 미친다고 보았다. 이는 비상장기업의 경우 이익조정은 타인자본비용을 증가시키는 주요한 원인으로 보았다. 즉, 기업이 유리한 입장에서 자금을 지원받고자 이익조정을 감행한다면 외부이해관계자인 채권자에게 제공되는 정보의 비대칭으로 오히려 자금조달 비용을 상승시키는 원인으로 작용될 수 있다고 보았다. 하지만 이러한 논의는 기본적으로 채권투자자들이 효과적으로 이익조정을 탐지하고 관찰할 수 있다는 가정이 전제되어야 한다. 만약 경영자는 채권투자자가 이익조정에 대한 패널티를 두어 타인자본비용을 증가시킨다면 이익조정에 대한 경제적인 유인이 있다고 보기 어렵다(윤소라와 박종일 2014).

본 연구에서 비상장 중소기업의 대표적인 채권투자자인 주거래은행과 기업의 관계를 통하여 이익조정과 타인자본비용의 관계를 재검증하고자 한다. 관계금융의 대표적인 형태로서 주거래은행을 들 수 있는데 주거래은행은 기업의 중요한 이해관계자로서 기업의 차입금액 중 가장 높은 비중을 차지하고 있는 은행으로 볼 수 있다. 비상장 중소기업은 다양한 경로

로 자금을 지원받거나 거래은행 수가 상대적으로 많은 상장 혹은 대규모기업보다 주거래은행과 관계가 더 밀접하다고 볼 수 있다. 이러한 주거래은행은 기업과의 친밀도가 높을 경우 기업과의 상시적이고 지속적인 거래관계를 통해 기업내부정보를 습득하고 효과적인 감시기능을 수행할 수 있는 능력을 지니고 있으며(박래수와 윤석현 2001) 이러한 능력은 기업의 경영자의 재량적인 이익조정 행위도 감지할 수 있다고 볼 수 있다. 독점적인 위치에서 기업이 정보를 보유하고 사전 혹은 사후적인 감독체제를 강화한다면 기업들에 대한 은행의 기업 감시 기능은 강화 되어 기업의 이익조정이 상대적으로 감소될 수 있을 뿐 아니라(Choi 2007) 이자비용 등 부채와 관련된 비용 혹은 부채계약에서 이익조정을 반영하여 타인자본비용에 반영할 수 있으리라 본다. 반면 주거래은행이 기업에 대한 지속적이고 반복적인 관계로 인하여 감독이나 감시가 소홀해 질 여지도 있다. 기업과 주거래은행의 친밀한 관계로 인하여 전문성이 결여되고 비합리적으로 기업을 평가할 수 있어서(이상욱 2009) 이익조정 유인이 증가될 가능성도 존재한다. 이러한 주거래은행과 기업의 관계는 이익조정과 타인자본비용에 영향을 미칠 수 있는 중요한 요인으로 분석이 필요할 것으로 보인다. 따라서 이러한 주거래은행과 기업의 관계가 기회주의적인 이익조정 행위에 대하여 효과적인 감시가 이루어지는지 검증할 필요성이 있으며 또한 이익조정이 타인자본비용에 미치는 영향을 검증해야 할 것으로 보인다.

본 연구에서는 비상장기업의 이익조정에 영향을 미치는 요소로서 관계금융의 역할을 고려하여 선행연구에서 비상장기업의 이익조정에 관한 연구를 보다 확대하고자 한다. 또한 재무적인 건전성, 성과 수준, 현금 보유 수준, 규모 등 여러 원인에 의하여 상장기업보다 상대적으로 관계금융의 역할이 중요한 비상장기업을 중심으로 이익조정과 타인자본비용의 연구를 진행한 것에 의미가 있을 것으로 보인다. 선행연구들은 비상장기업의 이익조정에 영향을 미치는 기업특성으로 적자보고 회피, 이익감소, 자금조달 측면에서 관심을 가졌지만 본 연구에서는 기업의 잠재적인 특성으로서 부채계약에 영향을 미칠 수 있는 주요 당사자간의 관계, 즉 은행과 기업의 관계에 관심을 가짐으로 이 분야 선행연구의 범위를 확대하여 분석하고자 한 것에 의미가 있을 것으로 보인다. 또한 이러한 특성들이 타인자본비용에 미치는 영향을 분석함으로써 이익조정과 타인자본비용의 관계에 대하여 선행연구에서 고려하지 못한 실측 변수가 존재할 가능성을 제안한 것에 의미가 있다고 볼 수 있다. 마지막으로 부채계약가설에 대한 이익조정 유인에 대하여 부채비용을 바탕으로 이익조정 관계를 검증할 경우 불일치한 원인 중 일부로서 국내 기업의 경우 채무이행 조항이 일반적이지 않을 수 있기 때문에 부채비용에 대한 접근보다 부채계약의 주된 거래 상대방과의 관계에 대한 특성을 바탕으로 이익조정의 영향을 검증한 것에 의미가 있을 수 있다.

## II. 선행연구 검토 및 가설 설정

기업의 부채계약은 이익조정에 영향을 미치는 중요한 요인 중 일부로 볼 수 있다. DeAngelo et al.(1994)는 재무적으로 어려운 기업들이 부채계약을 위반하지 않기 위해 이익조정을 할 것으로 보았으며 장휘용(1997)이 재무적으로 어려운 기업들이 회계조정행위를 하는 것으로 보았다. 최효순(2008)은 부채비용 수준이 높을 경우 부채조달비용의 증가와 채협상에서 불리하거나 재계약의 결여, 부채계약을 유지하기 위하여 이익조정을 할 가능성을 제안하였다. 비상장기업의 경우 은행 등 사적금융을 통하여 대부분의 자금을 지원받기 때문에

유동성 확보 및 부채계약은 기업의 활동에 민감하게 반응할 수 있다. 이러한 부채계약에 영향을 미치는 요인으로서 당사자인 은행과 기업의 관계, 즉 관계금융의 역할을 고려할 필요성이 있다.

기업과 은행의 관계는 비상장 기업의 중요한 비용인 이자비용을 결정하는 중요한 요소일 뿐 아니라 자금조달이 상대적으로 어려운 비상장 기업의 유동성 확보에 영향을 미칠 수 있다. 재무 분야에서는 이러한 기업과 은행의 관계를 관계금융이라 칭하며 특히 기업에 가장 많은 자금을 지원해 주는 은행인 주거래은행과의 관계를 중요하다고 보았다(Diamond 1984, Petersen and Rajan 1995, Cole et al. 1998, 박래수와 윤석현 2002, 김석진과 김지영 2007, 이상욱 2009). 주거래은행은 기업이 자금조달에서 가장 중요한 역할을 하는 은행으로 기업의 사적 정보를 독점적으로 소유할 수 있으며 이와 관련하여 부채계약에서 우위를 점할 수 있다(Diamond 1984, 1991, Weinstein and Yafeh 1992). 또한 주거래은행의 관계가 긴밀할수록 경영자의 사적 이윤을 목적으로 재량적인 이익조정을 쉽게 감지하기 어려울 수 있다(Choi 2007). 반면 주거래은행과 기업의 관계가 긴밀할수록 기업의 내부정보를 보유할 경우 사전 혹은 사후적인 감시가 강화되어(Houston and James 1996) 이익조정을 통제할 수 있는 요인이 될 수 있다. 반면 우리나라 은행의 경우 과거 관치금융과 은행자체의 비효율성으로 인하여 채권자로서의 자원배분기능과 기업감시기능을 제대로 수행하지 못 할 수 있다. 이러한 현상은 최대 채권자인 주거래은행과 기업의 유착관계가 심화될수록 더욱 기업을 정확하게 진단해야 하는 은행이 모니터링 기능을 상실함으로써 이익조정 행위를 쉽게 감지하지 못하거나 제재를 취하지 않을 경우 이익조정을 경영자의 재량적으로 할 가능성을 배제하기 어렵다. 따라서 주거래은행과 기업의 관계가 이익조정에 영향을 미칠 것으로 보고 다음의 가설을 설정하였다.

연구가설 1: 주거래은행과 기업의 관계는 이익조정에 영향을 미칠 것이다.

박종일 외(2011)는 비상장기업의 이익조정이 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하였다. 많은 선행연구에서 이익조정은 회계정보의 투명성 대용치로 이익조정을 할 경우 회계정보의 신뢰성과 투명성이 저하될 것으로 보았다. 회계정보 투명성이 낮을수록 대리인 비용과 정보위험으로 자본비용을 증가시킬 것으로 보았다. 이 연구에서는 비상장기업의 이익조정은 회계투명성이 문제될 소지가 있으며 이는 회계정보의 질을 감소시켜 대리인비용과 정보위험이 커짐으로 기업의 외부에 있는 이해관계자인 채권자의 자금조달과 관련하여 타인자본비용을 증가시킬 것으로 보았다(O'Hara 2003, Leuz and Verrecchia 2004 등).

여기서 비상장 중소기업의 대표적인 타인자본비용은 금융기관 등 사적 금융을 통하여 자금조달과 관련된 이자비용을 들 수 있다. 비상장 중소기업은 상장기업 혹은 대규모 기업과 달리 주식, 채권 등 직접 금융인 자본시장에서 자금을 조달받기 어렵기 때문에 대부분의 자금은 차입을 통하여 지원받게 된다. 이와 관련된 비용으로서 이자비용은 타인자본비용으로 현금지출이 수반되어 비상장기업의 유동성에 영향을 미친다. 비상장기업의 유동성은 기업의 다양한 활동 즉, 재무, 영업, 투자활동과도 연계되어 기업의 유지 존속, 혹은 발전에 중요한 역할을 할 것으로 보인다. 따라서 이러한 타인자본비용의 증가는 유동성 감소로 기업의 부담을 증가시키며 특히 다양한 경로로 자금을 지원받기 어려운 비상장기업의 경우 이러한 비용을 감소시키기 위한 노력을 기울일 것으로 보인다. 하지만 채권투자자들이 이익조정에 대

하여 효과적으로 탐지하지 못 할 경우에는 이익조정과 타인자본비용의 관계를 검증하기 어렵다. 또한 회계정보의 불투명성이 이러한 비용 증가를 초래한다면, 경영자는 이익조정과 같은 회계정보의 질을 저해하는 재량적인 행위에 대하여 부정적인 입장을 취할 것으로 보인다. 그러한 점에도 불구하고 경영자가 이익을 상향조정하려는 성향은 채권투자자들이 이익조정에 대하여 제대로 감지하여 타인자본비용에 직접적인 반영으로 나타나지 않을 가능성을 제기할 수 있다.

이러한 상황은 주거래은행이 기업의 이익조정을 제대로 탐지하고 이를 차입이자에 직접적으로 반영한다면 이익조정은 타인자본비용의 증가를 가져올 수 있다. 만약 주거래은행과 기업의 관계가 긴밀할수록 기업의 재량적 행위인 이익조정을 감지할 가능성이 높다면 이익조정을 타인자본비용에 반영할 여지가 있을 수 있다. 따라서 주거래은행과 기업의 관계가 이익조정과 타인자본비용에 미치는 영향을 고려할 필요성이 있다.

반면 주거래은행과 기업의 유착관계가 밀접하여 감독체계가 부실해지고 지속적인 모니터링에 소홀해 질 수 있다. 즉, 주거래은행과 기업의 관계가 밀접할수록 오히려 이익조정을 탐지하지 못 하여 이익조정과 타인자본비용의 관계가 감소할 수 있다. 따라서 관계금융으로 주거래은행과 기업의 관계는 이익조정과 타인자본비용의 관계에 대하여 다음의 가설을 설정하였다.

연구가설 2: 기업과 주거래은행의 관계는 이익조정과 타인자본비용의 관계에 영향을 미칠 것이다.

### III. 연구 방법

#### 3.1 연구모형

본 연구에서는 관계금융이 이익조정 혹은 자본비용에 미치는 영향을 검증하기 위하여 다음의 모형을 설정하였다.

$$EM_{j,t} = b_0 + b_1 FC_{k,t} + b_2 SIZE_t + b_3 LEV_t + a_4 CFO_{t-1} + a_5 Tax_t + a_6 \Delta Sales_t + ID_t + YR_t + e_t \quad (1a)$$

$$BY_t = b_0 + b_1 FC_{k,t} + b_2 FC_{k,t} * EM_{j,t} + b_3 EM_{j,t} + b_4 SIZE_t + b_5 LEV_t + a_6 \Delta Sales_t + ID_t + YR_t + e_t \quad (1b)$$

여기서,  $EM_{j,t}$ : t기 이익조정치

[j=1: 수정 Jones(1991) 모형 추정 재량적 발생액,

j=2: Kothari et al.(2005) 모형 추정 재량적 발생액]

$BY_t$ : t기 타인자본비용

$FC_{k,t}$ : 주거래은행과 기업의 관계(k=1: 총은행차입금 중 주거래은행 차입금 비율,  
k=2: 차입거래은행수)

$SIZE_t$ : t기 기업의 규모(총자산의 자연로그값)

$LEV_t$ : t기 부채비율(t기 총부채/t기 총자산)

$CFO_t$ : t기 영업현금흐름 수준(t기 영업현금흐름/t기 총자산)

$Tax_t$ : t기 법인세 규모(t기 법인세/t기 법인세차감전순이익)

$\Delta Sales_t$ : t기 매출액증가율[(t기 매출액-t-1기 매출액)/t-1기 매출액]

위의 식 (1a)에서 회귀계수  $a_1$ 가 유의적인 것으로 나타난다면 기업과 주거래은행의 관계가 이익조정에 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 또한 관계금융이 이익조정과 타인자본비용의 관계에 영향을 미친다면 식(1b)의 회귀계수  $a_2$ 이 유의적인 값으로 나타날 것으로 보인다.

본 연구에서는 관계금융이 이익조정에 영향을 미치는지를 검증하기 위하여 통제변수로 규모, 부채비율, 전기 영업현금흐름 수준, 법인세 규모, 매출액증가율을 포함시켰다. 이 중에서 규모는 정치비용 가설로서 규모가 클수록 높은 정치적 비용을 지불할 가능성으로 현재의 이익을 미래 기간에 이연시켜 조정할 가능성이 있다. 또한 부채비율은 부채계약 가설로서 부채비율이 높을 경우 채무불이행 조항으로 인한 부채비용의 증가, 재협상 결여, 부채조기상환 문제가 존재할 수 있다. 그리고 본 연구에서는 이익조정과 회계변수 간의 관계를 검증한 여러 연구에서 이용한 영업현금흐름 수준을 전기 데이터를 이용하였다. 그 이유는 당기영업현금흐름과 총자산이익률이 재량적 발생액을 계산하는 산식에 들어가는 변수로서 종속변수인 이익조정 측정치의 일부가 되는 문제점이 있으므로 당기 영업현금흐름 대신 전기 영업현금흐름 수준을 대용치로 이용하였으며 전기의 영업현금흐름 수준이 우수하다면 당해연도 자금조달 유동성에 도움을 줄 수 있으리라 본다. 그리고 기업의 법인세 수준이 높을 경우 현금유출의 부담으로 이익조정 가능성이 있을 수 있다. 따라서 법인세 비율을 모형에 포함시켰으며 마지막으로 성장성 수준의 대체적 측정치인 매출액증가율은 기업의 성장수준이 높을 경우 이익변동성이 크며 투자활동이 활발히 진행되는 시점으로 현금보유 수준이 낮을 수 있다. 따라서 이익조정에 영향을 미칠 가능성이 있으므로 통제변수에 포함하였다.

그리고 본 연구에서는 타인자본비용에 관계금융과 이익조정의 역할을 규명하기 위하여 박종일 외(2011) 연구에서 이용한 통제변수인 규모, 부채비율, 매출액증가율을 포함시켰다. 규모가 클수록 위험이 상대적으로 낮을 수 있으며 정보비대칭이 감소하여 타인자본비용이 낮을 수 있다. 또한 부채비율이 높을 경우 재무적인 건전성이 위협됨으로 인하여 타인자본비용은 높을 수 있다. 마지막으로 성장수준은 기업의 투자활동을 활발히 수행하는 기업으로 유동성이 부족할 가능성이 우려되어 타인자본비용이 증가할 것으로 보인다. 따라서 다양한 통제변수를 포함하여 관계금융이 이익조정, 혹은 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하고자 하며 또한 관계금융이 이익조정과 타인자본비용에 미치는 영향도 추가로 검증하고자 한다.

### 3.2 변수측정

#### 3.2.1 이익조정 측정치

재량적 발생액은 회계분야 선행연구에서 이익조정 대용치로 널리 이용되고 있으며 대표적으로 수정 Jones(1991) 모형을 들 수 있다. 수정 Jones(1991) 모형은 산업별 연도별로 구분하여 다음의 식(2a)로 추정된 계수값을 식(2b)에 적용하여 계산한 방법으로 다음과 같다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{t-1}} + b_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + b_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \epsilon_t \quad (2a)$$

$$EM_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - [\hat{b}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{b}_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + \hat{b}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}}] \quad (2b)$$

여기서,  $TA_t$ : t기 총발생액(t기 순이익 - t기 영업현금흐름)

$A_{t-1}$ : t-1기 총자산

$\Delta REV_t$ : t기 매출액 증감분(t기 매출액 - t-1기 매출액)

$\Delta REC_t$ : t기 매출채권 변동분(t기 매출채권 - t-1기 매출채권)

$PPE_t$ : t기 토지를 제외한 유형자산

$EM_{t_i}$ : t기 수정 Jones(1995) 모형을 이용한 재량적발생액 측정치

두 번째, 재량적 발생액 측정방법은 일반적으로 이용되고 있는 수정 Jones(1991) 모형에 전기 성과 측정을 추가한 모형으로 Kothari et al.(2005) 모형이며 계산식은 다음과 같다.

$$\frac{TA_t}{A_{t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{A_{t-1}} + b_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + b_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + b_4 ROA_{t-1} + \epsilon_t \quad (3a)$$

$$EM_{2t} = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - [\hat{b}_0 + \hat{b}_1 \frac{1}{A_{t-1}} + \hat{b}_2 \frac{(\Delta REV_t - \Delta REC_t)}{A_{t-1}} + \hat{b}_3 \frac{PPE_t}{A_{t-1}} + \hat{b}_4 ROA_{t-1}] \quad (3b)$$

여기서,  $ROA_{t-1}$ : t-1기 순이익/ t-2기 총자산

$EM_{2t}$ : Kothari et al.(2005) 모형을 이용한 재량적 발생액

수정 Jones(1991) 모형과 함께 Kothari et al.(2005)에서 제안한 모형을 바탕으로 연도별, 산업별로 구분하여 이익조정의 대체적 측정치인 재량적 발생액을 측정하고자 하였다.

### 3.2.2 타인자본비용

타인자본비용은 박종일 외(2011)에서 이용한 방법으로 타인자본비용의 대용치로 부채차입 이자율 스프레드(borrowing yield spread)를 이용하였다(Ge and Kim 2010, Jiang 2008, Fortin and Pittman 2007). 이는  $COD1=$ 총금융비용/평균이자발생부채,  $COD2=$ 이자비용/평균이자발생부채,  $COD3=$ 차입금평균이자율을 계산하여 이 세가지 값을 국고채 평균이자율을 차감하여 평균한 값을 이용하였다.

### 3.2.3 관계금융 변수

관계금융 관련변수는 기업의 자금차입과 가장 관련이 높은 주거래은행과의 관계를 보는 지표로서 주거래은행 집중도와 거래은행수로 측정할 수 있으며(박래수와 윤석현 2002) 주거래은행 집중도는 다음과 같이 측정하였다.

$$\text{주거래은행집중도} = \text{t기 주거래은행 차입금} / \text{t기 은행 장·단기 차입금}$$

## 3.3 표본선정

본 연구의 표본은 2004년부터 2010년까지 한국신용평가(주)의 KIS-Value 데이터베이스에 수록된 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인의 비상장 중소기업<sup>1)</sup>을 대상으로 다음의 요건을 충족하는 표본으로 제한한다.

1) 중소기업기본법 시행령에서 기업의 자본금, 매출액, 종업원수를 기준으로 그 기업이 속한 업종별로 중소기업/대기업 여부를 구분하여 명시하였는데 KIS-Value Plus 자료에 제시되어 있다.

- (1) 표본기간 중 필요한 재무정보 및 감사보고서에 개별 은행의 차입금 내역을 제공할 것<sup>2)</sup>
- (2) 자본잠식 기업이 아닌 것
- (3) 연도별 해당산업내 기업수가 20개 이상인 산업에 속하는 것<sup>3)</sup>
- (4) 실증분석에 사용되는 변수값이 상하위 ±1%에 해당하지 않는 것

<표 1> 표본 추출 과정

항 목	기업-연도 수
비금융업 비상장 중소기업(2004-2010)	98,560(14,080×7)
(-) 자료미비 표본	(95,463)
(-) 자본잠식 기업	(411)
(-) 해당산업내 기업수가 20개 이상이 아닌 표본	(551)
(-) 변수값이 상하위 1%에 해당하는 표본	(138)
최종 표본으로 선택된 기업-연도 수	1,997

본 연구에서 파산위험이 높은 자본잠식 기업은 제외하였으며 극단치에 의한 결과의 편의를 해소하고자 변수값이 상하위 1%를 제외한 1,997개(기업-년)를 분석대상으로 선정하였다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계

주요 변수들의 평균, 표준편차, 중간 값 등의 기술통계를 분석하였으며 그 결과는 다음과 같다.

<표 2> 주요변수들의 기술통계

변 수	평 균	표준편차	중위수	최소값	최대값
BY <sub>1,t+1</sub>	0.023	0.022	0019	0.000	0.196
EM <sub>1,t</sub>	0.001	0.062	-0.001	-0.216	0.270
EM <sub>2,t</sub>	0.001	0.069	-0.001	-0.292	0.298
FC <sub>t</sub>	0.721	0.247	0.739	0.035	1.000
FC <sub>t</sub>	2.619	1.664	2.000	1.000	10.000
SIZE <sub>t</sub>	23.893	0.615	23.824	22.245	26.114
LEV <sub>t</sub>	0.602	0.179	0.628	0.038	0.999
CFO <sub>t-1</sub>	0.050	0.092	0.046	-0.411	0.544
△Sales <sub>t</sub>	0.095	0.268	0.071	-0.786	2.614

a) 변수정의:

BY<sub>t</sub>: t기 타인자본비용

EM<sub>j,t</sub>: t기 이익조정 측정치[(j=1: 수정 Jones(1991) 모형으로 추정된 재량적 발생액, j=2: Kothari et al.(2005) 모형으로 추정된 재량적 발생액)]

- 2) 본 연구에서는 개별 은행의 차입금 내역에 대한 정보를 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템 (<http://dart.fss.or.kr>) 사업보고서(감사보고서)상 주석에서 추출하였다.
- 3) 연도별로 해당산업의 기업수가 20개 이상인 산업을 대상으로 분석한 이유는 이익조정 측정치를 계산하기 위하여 연도별 산업별로 구분하여 횡단면 분석을 실시하기 위한 충분한 자료를 확보하기 위함이다(최종서와 곽영민 2010).

FC<sub>k,t</sub>: t기 자금조달 관련 변수[k=1: t기 추가차입 더미 변수  
(차기 총차입금이 당기 총차입금보다 크면 1, 그렇지 않으면 0),  
k=2: t기 총차입금 비율(t기 장·단기 차입금/t기 총자산)]  
SIZE<sub>t</sub>: t기 총자산의 자연로그값  
LEV<sub>t</sub>: t기 부채비율(t기 총부채/t기 총자산)  
CFO<sub>t</sub>: t기 영업현금흐름 수준(t기 영업현금흐름/t-1기 총자산)  
ΔSales<sub>t</sub>: t기 매출액 증가율[(t기 매출액-t-1기 매출액)/t-1기 매출액]

<표 2>를 보면, 이익조정의 대체적 측정치인 수정 Jones(1991) 모형과 Kothari et al.(2005) 모형으로 추정된 재량적 발생액의 평균이 0.001, 중위수가 -0.001로 큰 차이를 보이지 않았다. 그리고 기업과 은행의 관계를 검증한 주거래은행 집중도의 최소값, 최대값이 각각 0.035에서 1.000으로 0.965 정도 차이 나는 수치를 보여주고 있다. 그리고 또다른 기업과 은행과의 관계를 검증한 거래은행수는 1개인 기업부터 10개까지로 분포되어 있는 것을 확인할 수 있었으며 평균은 2.619개 정도 거래은행이 있는 것으로 분석되었다. 그리고 비상장 중소기업의 평균 부채비율은 0.602에 해당하며 상장기업보다 다수 높은 수준으로 볼 수 있다. 본 연구에서는 주요 변수들의 상관관계를 분석하였으며 그 결과는 <표 3>에서 제시하였다.

<표 3> 주요 변수들 간의 상관관계

변 수	BY <sub>t</sub>	EM <sub>1,t</sub>	EM <sub>2,t</sub>	FC <sub>1,t</sub>	FC <sub>2,t</sub>	SIZE <sub>t</sub>	LEV <sub>t</sub>	CFO <sub>t-1</sub>
EM <sub>1,t</sub>	0.091 (0.000)							
EM <sub>2,t</sub>	0.108 (0.000)	0.968 (0.000)						
FC <sub>1,t</sub>	-0.048 (0.051)	-0.235 (0.000)	-0.220 (0.000)					
FC <sub>2,t</sub>	0.019 (0.438)	0.163 (0.000)	0.155 (0.000)	-0.662 (0.000)				
SIZE <sub>t</sub>	0.000 (0.992)	0.068 (0.006)	0.056 (0.022)	0.007 (0.775)	0.056 (0.022)			
LEV <sub>t</sub>	0.130 (0.000)	-0.050 (0.040)	-0.025 (0.318)	0.025 (0.310)	0.025 (0.310)	-0.058 (0.018)		
CFO <sub>t-1</sub>	-0.096 (0.000)	-0.520 (0.000)	0.576 (0.000)	0.114 (0.000)	-0.098 (0.000)	0.050 (0.042)	-0.203 (0.000)	
ΔSales <sub>t</sub>	-0.005 (0.853)	0.052 (0.033)	0.037 (0.132)	-0.052 (0.032)	0.039 (0.114)	0.037 (0.132)	0.101 (0.000)	0.215 (0.000)

a) Pearson상관계수에 대해 양측검증 실시, ( )는 p 값임

b) 변수정의: <표 2> 참조

<표 3>을 보면, 수정 Jones(1991) 모형, Kothari et al.(2005) 모형에서 측정한 이익조정치 모두 타인자본비용과 유의적인 양(+)의 관계에 있는 것으로 이익조정이 타인자본비용 증가를 초래한다는 박종일 외(2011) 연구 결과와 유사한 것으로 나타났다. 또한 주거래은행 차입금 비중으로 측정한 주거래은행 집중도와 이익조정은 유의한 음(-)의 관계로 나타나 주거래은행 집중도 수준이 높을수록 이익조정 수준은 감소할 수 있음을 보여주었다. 또한 거래은행수와 이익조정 측정치 간의 상관관계수가 유의한 양(+)으로 나타나 거래은행수가 많을수록 이익조정 수준이 커진다는 증거를 보여주었다.

## 4.2 연구가설 검증결과

### 4.2.1 연구가설 1 검증결과

비상장 중소기업의 주거래은행과 기업의 관계가 이익조정에 미치는 영향을 분석하였으며 그 결과는 <표 4>에 제시하였다.

<표 4> 연구가설 1 검증결과

모형:  $EM_{j,t} = b_0 + b_1 FC_{k,t} + b_2 SIZE_t + b_3 LEV_t + a_4 CFO_{t-1} + a_5 Tax_t + a_6 \Delta Sales_t + ID_t + YR_t + e_t$  (1a)

변 수	$FC_{kt}(k=1일\ 경우)$		$FC_{kt}(k=2일\ 경우)$	
	$EM_{j,t}(j=1일\ 경우)$	$EM_{j,t}(j=2일\ 경우)$	$EM_{j,t}(j=1일\ 경우)$	$EM_{j,t}(j=2일\ 경우)$
	$b(t값)$	$b(t값)$	$b(t값)$	$b(t값)$
$FC_{k,t}$	-0.057(-9.374)***	-0.059(-8.871)***	0.006(6.250)***	0.006(6.039)***
$SIZE_t$	0.006(2.555)**	0.006(2.256)**	0.006(2.467)**	0.006(2.184)**
$LEV_t$	-0.016(-1.743)*	-0.008(-0.822)	-0.017(-1.828)*	-0.009(-0.910)
$CFO_{t-1}$	-0.007(-0.447)	-0.008(-0.466)	-0.007(-0.450)	-0.008(-0.456)
$Tax_t$	0.002(0.459)	0.002(0.414)	0.001(0.171)	0.001(0.138)
$\Delta Sales_t$	0.011(1.870)*	0.007(1.130)	0.013(2.178)**	0.009(1.425)
VIF 최대값	1.164	1.164	1.164	1.164
Adj. R <sup>2</sup> (N)	0.058(1,997)	0.030(1,997)	0.057(1,997)	0.029(1,997)

a) 변수정의: <표 2>와 <표 3>을 참고

YR<sub>t</sub>: t기 연도더미 변수(해당연도이면 1, 아닐 경우 0)

ID<sub>i,t</sub>: t기 산업더미 변수(해당산업이면 1, 아닐 경우 0)

b) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준임.

<표 4>를 보면, 은행과 기업의 관계를 측정한 주거래은행 집중도와 거래은행수 변수가 모두 이익조정의 대체적 측정치인 수정 Jones(1991) 모형으로 추정된 재량적 발생액 뿐 만 아니라 Kothari(2005)의 성과 조정 재량적 발생액과도 유의적인 관계에 있는 것으로 나타났다. 이러한 관계는 주거래은행과 기업의 관계가 밀접할수록 이익조정 가능성이 감소되는 것으로 주거래은행과 기업의 관계가 기업의 기회주의적 이익조정에 대한 감시 혹은 감독에도 영향을 미칠 수 있음을 확인할 수 있었다. 또한 본문에는 제시하지 않았지만 주거래은행집중도와 거래은행수를 연도별 중위수 기준으로 구분하여 더미변수를 설정하여 추가분석을 실시하였는데 그 결과도 <표 4>와 유사한 것으로 나타났다.

### 4.2.2 연구가설 2 검증결과

본 연구에서는 주거래은행과 기업의 관계에 따른 이익조정과 타인자본비용의 관계를 검증하였으며 그 결과는 <표 5>에 제시하였다.

<표 5> 연구가설 2 검증결과

모형:  $BY_t = b_0 + b_1 FC_{k,t} + b_2 FC_{k,t} * EM_{j,t} + b_3 EM_{j,t} + b_4 SIZE_t + b_5 LEV_t + a_6 \Delta Sales_t + ID_t + YR_t + e_t$  (1b)

변 수	$FC_{kt}(k=1일\ 경우)$		$FC_{kt}(k=2일\ 경우)$	
	$EM_{j,t}(j=1일\ 경우)$	$EM_{j,t}(j=2일\ 경우)$	$EM_{j,t}(j=1일\ 경우)$	$EM_{j,t}(j=2일\ 경우)$
	$b(t값)$	$b(t값)$	$b(t값)$	$b(t값)$
$FC_{k,t}$	-0.003(-1.305)	-0.003(-1.230)	0.000(0.412)	0.000(0.258)
$FC_{k,t} * EM_{j,t}$	0.112(3.044)***	0.094(2.896)***	-0.027(-4.950)***	-0.023(-4.905)***
$EM_{j,t}$	0.048(3.707)***	0.035(3.396)***	0.107(6.339)***	0.098(6.548)***
$SIZE_t$	0.000(0.294)	0.000(0.294)	0.000(0.311)	0.000(0.266)
$LEV_t$	0.017(5.534)***	0.017(5.440)***	0.017(5.426)***	0.017(5.369)***
$\Delta Sales_t$	-0.002(-1.231)	-0.002(-1.183)	-0.002(-1.207)	-0.002(-1.188)
VIF 최대값	4.876	4.561	4.000	3.880
Adj. $R^2(N)$	0.052(1,997)	0.053(1,997)	0.060(1,997)	0.798(1,997)

a) 변수정의: <표 2>, <표 3>과 <표 4> 참고,  
 b) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1% 수준임.

비상장 중소기업의 이익조정과 타인자본비용의 관계는 유의적인 양(+의 관계)에 있는 것으로 나타나 박종일 외(2011) 연구결과와 유사한 것으로 나타났다. 본 연구에서는 추가적으로 주거래은행 집중도가 이익조정과 타인자본비용의 관계에 미치는 영향을 검증한 결과 주거래은행집중도가 높을수록 이익조정과 타인자본비용의 관계는 양(+의 관계)에 있는 것으로 나타났다. 즉, 주거래은행의 관계가 밀접할 경우 기업의 감시 혹은 감독 체제가 강화할 가능성이 있으며 이는 이익조정에 대한 감지 능력이 더 우수하여 기업의 타인자본비용에 반영될 수 있음을 간접적으로 설명될 수 있다. 또한 은행거래수를 기준으로 이익조정과 타인자본비용의 관계를 검증한 결과 은행거래수가 많을수록 이익조정과 타인자본비용의 관계는 음(-)의 결과로 은행과의 거래가 다각화될 경우 주거래은행이 기업의 이익조정을 쉽게 모니터링할 능력이 감소될 가능성을 제안할 수 있다. 즉, 주거래은행이 기업에 자금을 독점적으로 제공할 경우 주거래은행이 기업 감시 역할이 확대되며 이익조정에 대하여 더 민감하게 반응할 수 있음을 보여준다.

## V. 결론 및 한계점

본 연구는 기업과 은행의 관계를 나타내는 대용치로 볼 수 있는 주거래은행 집중도가 이익조정 혹은 이익조정과 타인자본비용에 미치는 영향을 확인하고자 하였다. 주거래은행 집중도는 기업과 은행의 관계 밀접성을 측정할 수 있는 간접적 지표로 볼 수 있다. 그 관계가 밀접할 경우 은행의 기업에 대한 스크리닝과 모니터링이 증가된다는 점을 감안하면, 주거래은행 집중도가 높을 경우 기업 입장에서는 이익조정이 감소될 가능성이 있다. 그러한 관계에도 불구하고 기업의 다양한 유인에 의하여 이익조정을 한다면, 주거래은행 집중도가 높을 경우 기업의 기회주의적인 행위를 관찰하여 이를 타인자본비용에 반영할 가능성이 존재한다.

본 연구에서는 이러한 관련성이 존재하는 지를 분석하기 위하여 2004년부터 2010년까지 12월 결산법인이며 비금융업에 해당하는 비상장 중소기업 중에서 몇 가지 조건을 만족하는 1,997개(기업-년)를 대상으로 분석하였다. 연구자료의 분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 주거래은행 차입금 비율, 혹은 거래은행수로 측정한 주거래은행 집중도는 이익조정과 유의적인 관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 주거래은행 차입금 비율이 높고 거래은행수가 적을수록 이익조정 수준이 낮은 것으로 주거래은행의 기업의 감시 혹은 감독 역할이 적절히 이루어질 수 있음을 제안할 수 있다. 둘째, 주거래은행집중도가 높을수록 이익조정과 타인자본비용의 관계가 증가되는 양상을 보이는 것으로 나타났다. 주거래은행 집중도가 높을 경우 기업의 사적 이익을 향유하기 위한 기회주의적인 동기인 이익조정에 대하여 감지할 가능성을 제안한 것으로 이 분야 선행연구에서 이익조정과 타인자본비용의 연구를 확대하여 분석한 것으로 볼 수 있다.

본 연구는 주거래은행이 이익조정 혹은 이익조정과 타인자본비용의 관계에 미치는 영향을 검증함으로써 비상장 중소기업의 이익조정과 관련된 기업의 특성으로 관계금융의 역할을 검증한 것에 의미가 있을 것으로 보인다. 또한 이익조정과 타인자본비용의 관계에 불일치한 결과의 원인 중 일부로서 주거래은행의 역할을 규명하여 기업과 은행의 관계가 이 분야 연구에서 중요할 수 있음을 제안하였다. 마지막으로 기업의 정보 제공에서 주거래은행의 역할을 재검증하고 주거래은행의 순기능적인 역할을 제안한 것에 의미가 있을 것으로 본다.

## 참고문헌

- 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)
- 곽수근·박종일(2011), “외부감사가 타인자본비용에 미치는 효과-비상장기업을 중심으로-”, *세무와 회계저널*12: 365-394.
- 김석진·김지영(2007), “관계금융이 자금가용성과 차입금리에 미치는 영향”, *증권학회지*36: 1-32.
- 나종길·최정호(2000), “부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응”, *회계학연구*25: 55-85.
- 박래수·윤석현(2001), “내부주주, 외부주주 및 은행의 기업감시효과에 관한 실증연구”, *금융학회지*6: 29-61.
- 박래수·윤석현(2002), “관계금융효과의 비대칭성에 관한 실증연구: 제일은행 사례를 중심으로”, *증권학회지*31: 425-463.
- 박종일·남혜정·전규안(2011), “비상장기업에서 실제 이익조정이 타인자본비용과 미래 경영성과에 미치는 영향”, *경영학연구*40: 1375-1413.
- 박종일·김명인(2013), “적자회피 및 이익감소회피 이익조정과 타인자본비용: 비상장기업의 실증적 증거”, *회계학연구*38: 283-325.
- 박종일·윤소라(2014), “재량적 발생액과 부채조달비용 간의 관계에 대한 실증적 증거”, *회계학연구*39: 359-410.
- 이상욱(2009), “기업 특성이 은행·기업관계에 미치는 영향”, *재무연구*22: 37-70.
- 장휘용(1997), “부실기업표본을 이용한 우리나라 상장기업의 회계조정행위 분석”, *회계학연구* 22: 61-92.
- 조성욱(2005), “부실기업에 대한 금융기관의 대출 결정 요인”, *증권학회지*34: 63-94.
- 최성규·김경민(2005), “부채비율과 경영자의 이익조절”, *회계학연구*30: 113-145.
- 최종서·곽영민 (2010), “비상장 중소기업의 발생액 및 실물활동을 통한 이익 조정실태”, *회계저널*19: 37-76.
- 최효순(2008), “기업의 이익조정 유인에 대한 부채계약가설 재검증”, *회계학연구*33: 69-96.
- Beneish, M. D.(1999), “Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements That Violates GAAP”, *The Accounting Review* 74: 425-457.
- Choi, W.(2007), “Bank Relationships and the Value Relevance of the Income Statement: Evidence from Income-Statement Conservatism”, *Journal of Business Finance and Accounting* 34: 1051-1072.
- Cole, R.(1998), “The Importance of Relationships to the Availability of Credit”, *Journal of Banking and Finance* 22: 959-977.
- DeAngelo, H., L. E. DeAngelo, and D. Skinner(1994), “Accounting Choice in Troubled Companies”, *Journal of Accounting and Economics* 17: 113-144.
- DeFond, M. L., and C. W. Park(1997), “Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings”, *Journal of Accounting and Economics* 23: 115-139.
- Diamond, D. W.(1984), “Financial Intermediation and Delegated Monitoring”, *Review of Economics Studies* 51: 393-415.

- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper(2004), "Cost of Equity and Earnings Attributes", *The Accounting Review* 79: 967-1010.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper(2005), "The Market Pricing of Accruals Quality", *Journal of Accounting and Economics* 39: 295-327.
- Houston, J., and C. James(1996), "Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims", *Journal of Finance* 51: 1863-1889.
- Jones, J. J.(1991), "Earnings management during Import Relief Investigation", *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley(2005), "Performance Matched Discretionary Accrual Measures", *Journal of Accounting and Economics* 39: 163-197.
- Pertersen, M. A., and R. G. Rajan(1995), "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships", *Quarterly Journal of Economics* 110: 407-443.
- Sweeny, A. P.(1994), "Debt-Convenant Violations and Managerial Ownership, Accounting Choice, and Informativeness of Earnings", *Journal of Accounting and Economics* :281-308.
- Weinstein, D., and Y. Yafeh(1998), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan", *Journal of Finance* 53: 635-672.