

사외이사의 전문성 및 감사위원회가 부채선택에 미치는 영향

풍반반(전남대) · 전성일(전남대)

I. 서론

기업의 원활한 자금 조달을 위해서는 외부에서의 자금조달이 필수적이며 이러한 외부 자금 조달 방법으로는 은행차입금, 사채 등이 있다. 그러나 외부로부터 자금 조달시 무엇보다 만기구조의 문제가 매우 중요하다. 이는 부채의 만기구조는 기업의 자본비용과 채무위험에 직접 영향을 미칠 수 있기 때문이다.

따라서 적절한 부채 만기구조는 기업의 자본구조를 우수하게 만들 수 있고 기업 내부의 경영자와 외부의 투자자간의 정보비대칭을 완화시킬 수 있다. 즉, 경영자는 부채 조달시 자금의 조달 내용 및 만기구조에 대해 내용을 투자자 및 소액주주들에게 적절하게 알려주어야 기업 내·외부 관계자 사이의 이해 상충을 완화시킬 수 있다.

그러나 한국의 대기업들은 선진국과 달리 기업의 소유권이 집중되어 있어 상대적으로 소유와 경영이 분리되지 않은 형태의 소유구조를 이루고 있다. 이로 인해 소액주주들과 최대주주이자 경영자인 소유 경영자간의 정보비대칭 문제는 더욱 심각하며 이런 정보비대칭 문제를 감소시키고 자본시장의 효율성을 제고시키기 위해서는 무엇보다 기업지배구조 개선이 요구되고 있는 실정이다(최정호 외 2인, 2013).

이에 따라 최근 들어 이러한 지배구조개선을 일환으로 이사회와 감사위원회의 운영에 대한 연구가 활발히 이루어지고 있다. 이는 이사회는 경영진을 감독하는 가장 중요한 감시 장치이며 또한 기업의 최고 의사결정기구로 이사회와 독립성과 효율성이 기업의 지배구조의 질을 직접적으로 높일 수 있기 때문이다(Fama, 1980). 또한 소유구조이론에 의하면, 양호한 기업의 지배구조가 부채계약의 이행비용을 감소시킬 수 있으므로 기업의 부채 만기구조에 영향을 미칠 수 있다고 보고되고 있다.

이에 본 연구는 이런 차원에서 이사회와 독립성과 효율성이 기업지배구조의 질을 개선시켜 경영자의 부채선택에 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다. 이를 검증하기 위해 본 연구는 2009년부터 2013년까지 유가증권 상장기업 2,759개의 기업-년도 표본을 대상으로 이사회와 특성과 부채구조에 관련성을 검증하였다.

먼저, 이사회 독립성의 변수로는 이사회 중 전문성을 가진 사외이사의 수 그리고 감사위원회 설치 여부를 이용하였고, 부채의 만기구조 변수로는 부채 중에서 장기부채가 차지하는 비중을 사용하였다.

분석결과로는 첫째, 사외이사의 전문성이 높을수록 장기부채를 선호하는 것으로 나타났다. 이는 이사회 내 전문성을 가진 사외이사가 많을수록 이사회와 효율성이 제고되어 경영자가 자금조달시 장기부채를 더 선호함을 의미한다.

둘째, 이사회 내 감사위원회의 설치되어 있는 기업이 그렇지 않은 기업 보다 장기부채를

더 많이 선호하는 것으로 나타났다. 이러한 결과 역시 감사위원회의 설치로 인해 내부통제 기능이 강화되어 경영자는 장기부채를 선호함을 알 수 있다.

이러한 결과를 통해 경영자의 자금 조달시 만기구조 선택과 이사회와 특성과는 연관성이 높으며, 이사회와 독립성이 높을수록 경영자는 단기부채 보다 장기부채를 선호하는 것으로 나타났다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 부채선택과 이사회와 관련 선행연구를 검토하고 가설 설정한다. 제3장에서는 연구방법을 기술하고 자료 수집과 표본에 대해 설명한다. 제4장에서 실증분석결과를 제시하고, 제5장은 연구결과를 요약하고 결론을 제시한다.

II. 선행연구 검토 및 가설 설정

2.1 부채에 관한 선행연구

부채 만기구조의 결정요인에 관한 연구로는 크게 기업의 특성과 부채선택의 관계, 경영자 소유구조와 부채선택의 관계를 검토한 연구 등이 주로 이루어져 있다.

Barclay and Smith(1995)의 연구에서는 투자기회옵션을 많이 보유하는 기업일수록 단기부채를 많이 사용하고 또한 규모가 큰 기업일수록 장기부채를 많이 사용할 것을 증명하였다.

Guedes and Opler(1996)의 연구에서는 성장기회가 많은 기업이 더 많은 단기부채를 갖고 그에 소속기업은 더 많은 장기부채를 갖는 것을 발견하였고, Stohs and Mauer(1996)의 연구에서는 기업의 부채 만기와 성장기회간에는 유의한 관계가 존재하지 않으며 규모가 큰 기업이 더 많은 장기부채를 선택하는 것으로 보고하였다.

정보비대칭의 관점에서 부채 만기구조에 대해 분석한 연구에서는 부채 만기는 기업의 질(firm quality)의 신호임을 주장하고 있다.

대표적으로 Flannery (1986)와 Kale and Noe(1990)의 연구에서는 기업의 정보비대칭의 정도가 높고 거래비용이 상당히 높을 때, 고품질의 기업이 더 많은 단기부채를 사용하고 낮은 품질의 기업이 더 많은 장기부채를 사용한 것을 보고하였다. 그러나 Diamond(1991)의 연구에서는 기업의 질이 높은 기업과 낮은 기업이 단기부채를 많이 사용하며, 중간 단계의 기업은 장기부채를 더 많이 발행함을 주장하였다.

다음으로 소유구조이론에 의하면, 지배구조가 양호한 기업일수록 부채계약의 이행비용을 감소시킬 수 있으므로 기업의 부채 만기구조에 영향을 미칠 수 있게 됨을 주장하였다.

이와 관련된 연구로는 Datta et al. (2005)에서는 경영자 소유구조가 기업의 부채 만기의 선택의 한 중요한 요인이라고 주장하면서 경영자 지분율이 상대적으로 높을 때 경영자와 주주간의 이익추구가 일치해지고 채권자와 기타 외부투자자의 감독을 받기 위해 경영자가 단기부채를 증대시킬 동기가 높음을 보고하였다. 반면에, 경영자 지분율이 상대적으로 낮거나 없는 경우에는 단기부채를 증대시키면 채권자로부터 감독을 받을 압력이 높기 때문에 이를 예방하기 위하여 장기부채를 선택하는 것으로 나타났다.

Marchica(2005)의 연구에서는 내부 주주소유권이 부채 만기에 미치는 효과를 분석하였다. 분석결과에 따르면, 경영자 지분율이 상대적으로 낮을 때, 경영자가 유동성 위험의 기대비용을 피

하기 위하여 장기부채를 더 선택할 경향이 있는 것으로 나타났다. 또한, 경영자의 지분율이 상대적으로 높을 때 단기부채를 더 많이 발행함을 보고하였다.

국내 최정미(2013)의 연구에서는 경영자 소유구조와 부채선택간의 관계를 분석한 결과, 경영자 지분율(주식보유분, 미행사된 주식매수선택권)이 사적 부채의 차입과는 유의한 양(+의) 관계가 있는 것을 보고하였으며 또한, 신규 차입 부채와 경영자 지분율간의 관계를 분석한 결과는 기업이 추가 부채를 조달할 때, 경영자 지분율이 증가할수록 사적 부채에 대한 의존도가 증가하는 것으로 나타났다.

2.2 이사회관한 선행연구

이사회에 관한 선행연구들에서는 다양한 변수를 이용하여 이사회 효율성을 검증한 연구들이 주로 이루고 있다.

주요 선행연구 결과를 정리하면 Klein(2002)은 이사회 및 감사위원회의 독립성이 기업의 이익조정과의 유의한 음(-)의 관계를 가진다고 주장하였고 Xie et al.(2003)의 연구에서도 이사회 및 감사위원회의 전문성, 활동성이 모두 이익조정을 하락시킴을 주장하였다.

국내연구로는 이효익과 문상혁(2004)의 연구에서는 이사회 내의 사외이사 구성 및 운영특성과 감사위원회의 특성이 보고이익의 질에 유의한 양(+의) 영향을 미친 것으로 나타났으며, 이사회 내 사외이사의 특성, 즉 독립성, 전문성, 활동성이 높은 기업은 그렇지 않는 기업에 비해 보고이익에 대한 가치 관련성이 유의하게 높은 것으로 보고하였다.

김명서과 홍수희(2012)의 연구에서는 지배구조 구성 중 이사회와 감사위원회의 수준이 높을수록 회계정보의 투명성 및 신뢰성을 제고시킬 뿐만 아니라 경영성과를 개선시키는 효과가 있음을 주장하였다.

임혜경 외 2인(2014)연구에서는 전문성을 가진 사외이사의 수가 기업가치 및 경영성과에 미치는 영향을 검증한 결과, 사외이사 중 전문성을 지닌 사외이사의 수가 많을수록 기업가치에 유의하지 않은 양(+의) 영향을, 경영성과에 유의한 음(-)의 영향을 미친 것으로 보고하였다.

2.3 가설 설정

부채 만기구조에 대한 대리인이론에 따르면, 자금 조달을 할 때 단기부채의 사용으로 인해 이자비용 정가지급의 압력 및 기업의 파산위험이 높기 때문에 주주들은 경영자가 자기 이익을 추구하기 위한 과도투자 행위를 감소시킬 수 있음을 주장하였다.(Jensen and Meckling, 1976; Barnea et al., 1980; Jensen, 1986).

이러한 내용을 구체적으로 살펴보면 Hart and Moore(1995)는 단기부채는 경영자의 과도 투자행위를 억제할 수 있다고 주장하였다. 즉, 단기부채의 사용이 기업 내부 경영자의 기회주의 행위를 억제할 수 있고 대리인 이해 상충을 완화할 수 있음 주장하였다. 그러나 이 연구에서는 지배구조가 양호한 기업들이 이런 이해상충이 해소됨을 보고하고 있다. 즉, 지배구조의 질이 높은 기업에서는 단기부채의 사용으로 인해 경영자의 기회주의적 행동을 통제하는

내부건제가 강해지기 때문에 이를 회피하기 위해 경영자는 단기부채 보다는 장기부채를 더 많이 선호하게 된다.

이러한 이론적 배경을 바탕으로 하여 본 연구에서는 기업의 지배구조의 질이 높을수록 경영자는 실제로 단기부채 보다는 장기부채를 더 선호하는지를 실증 분석하고자 한다.

먼저, 기업 지배구조의 질로 기업의 이사회 특징을 선정하였다. 이는 이지환(2006)의 연구에서 좋은 이사회란 주주를 비롯한 광범위한 이해관계자를 보호하는 동시에 이해 상충을 조정하고 나아가 전반적인 기업가치를 제고하는데 효과적으로 기여할 수 있음을 보고하면서 이사회 구성에서 경영자 및 대주주를 견제할 수 있는 사외이사 및 회계 및 재무에 능통한 전문가가 존재해야 함을 주장하고 있다. 즉, 사외이사의 구성원은 경영자의 경영업무와 재무제표 작성에 대한 통제역할을 수행하기 위해서는 무엇보다 경영 및 회계와 관련된 전문성이 요구됨을 주장하였다. 이는 이러한 전문성을 가진 사외이사만이 경영자에 대한 효율적인 견제와 주주들과 경영자간 의견이 일치하지 않을 때 이를 조정할 수 있기 때문이다(임혜경 외 2인, 2014).

이에 본 연구는 손성규 외 2인 (2010)의 연구에서 사용한 이사회 전문성 정의를 확장하여 회계사, 세무사, 경영전공 교수, 사외이사 겸직이나 역임, 그리고 기업과 관련 전공 교수 등을 갖춘 사외이사를 전문성을 보유한 사외이사로 확정하였으며, 이런 전문성을 갖춘 사외이사는 경영자에 대한 감시·견제하는 효율성이 더 높아 경영자는 내부통제의 압박을 피하기 위해 단기부채보다 장기부채를 더 많이 사용할 것으로 기대된다.

다음으로 이사회 감사위원회 설치와 부채 만기구조간의 관련성을 분석하고자 한다. 선행연구 McMullen(1996)의 연구에 따르면 신뢰성이 낮은 재무보고를 한 기업 내 감사위원회를 설치하는 가능성이 더 낮으며, 감사위원회가 재무제표와 공시품질을 개선한 것으로 나타났다.

또한 Anderson et al.(2004)의 연구에서도 감사위원회가 기업의 자본비용을 낮추는 데 중요한 역할을 한다는 것을 발견하였다.

이러한 이유는 감사위원회는 이사회와 내·외부 감사인과의 소통 중개라고 볼 수 있고 재무제표에 대한 인증, 내부통제 검토와 관련된 확인 등의 업무를 담당함으로써 기업의 회계투명성 제고시키기 때문이다. 따라서 기업의 감사위원회를 설치하는 내부통제 기능을 강화시켜 경영자는 자금조달에 있어 단기부채 보다는 장기부채를 더 선호할 것으로 예상된다.

이를 종합해보면, 이사회 내 전문성을 갖춘 사외이사가 많을수록 또는 이사회 내 감사위원회가 설치한 기업일수록 해당 기업의 이사회는 경영자에 대한 내부통제 기능이 높다고 할 수 있다. 즉 이사회 구성원이 전문성이 높을수록 경영자의 의사결정에 대한 내부통제 기능이 강화될 것이며, 경영자는 이러한 내부통제의 압박을 피하기 위해 부채의 만기구조를 선택할 때 단기부채에 보다는 장기부채를 더 많이 사용할 것으로 예상된다. 다음과 같은 가설을 설정하여 이를 검증하고자 한다.

가설1. 사외이사의 전문성이 장기부채에 유의한 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설2. 감사위원회의 설치가 장기부채에 유의한 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

2.4 선행연구와의 차이점

선행연구에서는 주로 이사회 독립성, 전문성, 활동성 등이 기업가치, 이익의 질, 공시 등에 미치는 영향을 살펴보았다(김동률, 2009; 남현정과 유승훈, 2011; 신종현과 이상휘, 2011; 이문영 외 2인, 2012; 이장희와 유호영, 2010; 임혜경 외 2인, 2014; 홍광현 외 2인, 2010). 이처럼 많은 실증연구에서는 기업의 성장성, 현금흐름상태, 소속 산업종류, 기업규모 등 특성과 기업의 부채 만기구조간의 관계를 검토하였다.

그러나 본 연구는 이사회 독립성을 사외이사의 전문성과 이사회 내 감사위원회의 설치유무를 선정하였으며 이러한 이사회 특성과 기업의 부채 만기구조와의 관련성을 살펴보았다. 이러한 이유는 부채 만기구조에 대한 대리인 이론에 의하면 기업지배구조의 질이 높을수록 단기부채를 사용한 유인이 감소하는 것을 보고하고 있다.

본 연구에서는 이러한 이론을 실증분석하기 위해 기업지배구조의 질로 사외이사의 전문성과 감사위원회 설치 유무를 선정하여 이런 이사회 특징이 실제 부채 만기구조에도 영향을 주는지를 살펴보았다.

본 연구를 통해 이사회 독립성과 효율성은 기업지배구조의 질을 높이고 이는 경영자에 대한 내부통제 강화로 이어져 투자자 사이의 정보비대칭성 완화시키고 결국 경영자의 자금 조달시 만기구조에도 영향을 미침을 알 수 있다.

Ⅲ. 연구방법 및 표본선정

3.1 연구방법

본 연구에서는 기존연구와 같이 Barclay and Smath(1995)와 Scherr and Hulburt(2001)의 부채 만기를 총부채에 대한 고정부채의 비율을 부채 만기의 대용치로 사용하였다. 다음과 같은 식(1)을 이용하여 사외이사의 전문성 및 감사위원회가 부채선택에 미치는 영향을 실증할 것이다.

$$LD_t = \alpha_0 + \alpha_1 EXP_t (AUDC_t) + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 AI_t + \alpha_4 CFO_t + \alpha_5 GROW_t + \alpha_6 OPER_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 \sum YR_{k,t} + \epsilon_t \quad \text{식(1)}$$

변수의 정의:

LD = 비유동부채/총부채

EXP = 사외이사 중 전문성을 가진 수

(회계사, 세무사, 세무공무원, 경영전공교수, 사외이사 겸직이나 역임)

AUDC = 이사회 내 감사위원회 설치 기업이라면 1, 아니면 0

SIZE = 규모변수(자산에 자연 로그)

AI = 고정자산비율(비유동자산/총자산)

CFO = 영업현금흐름/총자산

GROW = 매출액증가율((당기매출총액-전기매출총액)/전기매출총액)

OPER = 총자산영업이익률(영업이익/총자산)

LEV = 부채총액 / 총자산

YR = 연도더미(k 년에 속하면 1, 그렇지 않으면 0. $k = 2009, 2010 \dots 2013$)

식(1)에서 중요변수인 EXP 의 경우 사외이사의 전문성이 장기부채에 미치는 영향을 검증하기 위한 것이다. 만약, 사외이사의 전문성이 높을수록 경영자가 단기부채 보다는 장기부채를 통해 자금을 조달할 가능성이 높다면 사외이사 전문성 EXP 은 유의한 양(+)¹의 회귀계수가 보일 것이다.

다음으로 중요변수인 $AUDC$ 의 경우는 감사위원회의 설치가 장기부채에 미치는 영향을 검증한 것이다. 만약, 감사위원회를 설치한 기업에서는 단기부채 보다 장기부채를 더 많이 사용되면, $AUDC$ 의 회귀계수는 유의한 양 (+)²의 값을 보일 것이다.

이외 통제변수로는 기업규모($SIZE$), 고정자산비율(AI), 영업현금흐름(CFO), 성장성 지표인 매출액증가율($GROW$), 수익성 지표인 총자산영업이익률($OPER$), 그리고 부채비율(LEV)을 사용하였다.

규모가 작은 기업이라면 미래 투자 기회가 상대적으로 타 기업보다 많이 있기 때문에 대리인 비용이 증가하며, 이를 감소시키기 위하여 단기부채를 사용할 유인을 갖게 되므로 규모($SIZE$)와 장기부채사이에 양(+)³의 관계를 가질 것이다.

또한 자산만기가 기업의 지불불능리스크를 줄여 대리인비용을 감소시킬 수 있기 때문에, 유형고정자산이 많이 있는 기업이 장기부채를 더 많이 사용할 것으로 기대된다. 따라서 고정자산비율(AI)과 장기부채사이에 양(+)⁴의 관계를 보일 것이다(Stohs and Mauer, 1996; 권경택, 2003).

현금을 많이 보유한 기업이 유동성 위험이 상대적으로 낮기 때문에 단기부채를 더 많이 사용할 것이다. 따라서 CFO 는 장기부채와의 음(-)⁵의 관계를 보일 것이다.

성장성이 큰 기업일수록 과소투자로 인한 부채의 대리인비용을 줄이기 위해 부채를 적게 사용하거나 단기부채를 이용하게 된다(Barclay and Smith, 1995; Guedes and Opler, 1996; Stohs and Mauer, 1996). 따라서 $GROW$ 의 회귀계수가 음(-)⁶의 값을 보일 것이다.

또한 안병선 외 2인 (2011)의 연구에서는 수익률이 높은 기업은 이로 인한 잉여현금이 증가함에 따라 단기부채를 통제수단으로 작용하여 경영자가 효율적인 경영활동을 위하도록 유인한 것을 제시한 바가 있다. 이에 따라 총자산영업이익률이 높을수록 기업의 단기부채를 더 많이 사용한다면 $OPER$ 는 유의한 음(-)⁷의 값을 보일 것이다.

마지막으로, 부채비율(LEV)이 높은 기업에서는 상대적으로 유동성 위험이 크기 때문에 장기부채를 많이 선택할 가능성이 높으므로 장기부채와의 양(+)⁸의 관계를 가질 것으로 예측된다(Diamond, 1991; 권경택, 2003).

3.2 표본선정

본 연구는 2009년도부터 2013년도까지 유가증권 상장 기업을 대상으로 한다. 이사회에 관한 정보는 DART에 제공된 기업의 사업보고서에 추출되었으며, 기업의 재무정보는 Kis-Value를 통하여 수집하였다. 다음 조건에 만족한 기업으로 한정하여 총 2,759개 기업을 선정하였다.

- (1) 12월 말 결산 법인으로서 금융업에 속하지 않은 기업.
- (2) 감사의견이 적정한 기업.
- (3) 이사회에 관한 정보 및 재무정보가 있는 기업.

다음 <표1>은 본 연구에서 사용되는 표본 기업의 연도별 분포이다.

<표 1> 표본 기업

구분	2009	2010	2011	2012	2013	총계
기업수	537	556	553	561	552	2,759

IV. 실증 분석

4.1 기술 통계

<표 2> 기술 통계

변수(N=2759)	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
<i>LD</i>	0.278	0.175	0.001	0.247	0.780
<i>EXP</i>	1.330	1.174	0.000	1.000	8.000
<i>AUDC</i>	0.290	0.456	0.000	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	26.782	1.468	23.024	26.511	31.346
<i>AI</i>	0.574	0.179	0.022	0.573	0.999
<i>CFO</i>	0.046	0.071	-0.250	0.044	0.320
<i>GROW</i>	0.011	0.060	-0.099	0.001	0.519
<i>OPER</i>	0.045	0.049	-0.124	0.340	0.218
<i>LEV</i>	0.435	0.191	0.001	0.440	0.985

LD = 비유동부채/총부채

EXP = 사외이사 중 전문성을 가진 수

AUDC = 이사회 내 감사위원회 설치 기업이라면 1, 아니면 0

SIZE = 규모변수(자산에 자연 로그)

AI = 고정자산비율(비유동자산/총자산)

CFO = 영업현금흐름/총자산

GROW = 매출액증가율((당기매출총액-전기매출총액)/전기매출총액)

OPER = 총자산영업이익률(영업이익/총자산)

LEV = 부채총액/ 총자산

<표 2>에서는 변수들에 대한 기술 통계량을 보여주고 있다. 주요 변수를 살펴보면, *LD*의 평균(중위수)은 0.278(0.247)을 보이고 있다. 즉, 상장기업에서 장기부채의 비율의 평균이

27.8%임을 알 수 있다.

주요 관심 변수 EXP의 평균(중위수)은 1.330(1.000)을 보이고 있다. 즉, 이사회 내 전문성을 가진 사외이사의 평균치는 1명보다 크다는 것을 알 수 있다. 또한 AUDC의 평균(중위수)은 0.290(0.000)을 보이고 있다.

기타 통제 변수를 살펴보면 기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 26.782(26.511)를, 고정자산비율(AI)의 평균(중위수)은 0.574(0.573)를, 영업현금흐름(CFO)의 평균(중위수)은 0.046(0.044)을 보이고 있다.

매출액증가율(GROW)의 평균(중위수)은 0.011(0.001)을, 총자산영업이익률(OPER)의 평균(중위수)은 0.045(0.340)를, 부채비율(LEV)의 평균(중위수)은 0.435 (0.440)를 보여 기업 부채비율의 평균이 43.5%임을 알 수 있다.

4.2 상관관계

<표 3> 상관관계

구분	LD	EXP	AUDC	SIZE	AI	CFO	GROW	OPER
EXP	0.210***							
AUDC	0.242***	0.589***						
SIZE	0.361***	0.492***	0.571***					
AI	0.497***	0.138***	0.178***	0.252***				
CFO	-0.061***	0.068***	0.045**	0.061***	-0.013			
GROW	-0.063***	-0.026	-0.027	-0.093***	-0.01	0.080***		
OPER	-0.108***	0.058***	0.036*	0.083***	-0.153***	0.509***	0.110***	
LEV	0.042**	0.067***	0.117***	0.244***	-0.104***	-0.208***	0.052***	-0.219***

변수의 정의: <표2>를 참조

*, **, *** : 1%, 5%, 10%에서 유의함(양측검증시)

<표 3>에서는 사용되는 변수들의 상관관계를 나타내고 있다. 먼저 종속변수 LD와 다른 변수들의 상관관계를 살펴보면, EXP와 AUDC가 LD와의 모두 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 즉, 전문성을 가진 사외이사가 많은 기업, 감사위원회가 설치된 기업은 장기부채의 사용이 많음을 알 수 있다.

그리고 기업규모(SIZE)와 고정자산비율(AI)은 LD와의 모두 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 영업현금흐름(CFO), 매출증가율(GROW), 그리고 총자산영업이익률(OPER)은 LD와의 상관관계가 각각 유의한 음(-)인 것으로 나타났다. 그리고 부채비율(LEV)과 LD간의 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다.

다음 EXP와 AUDC는 각각 다른 변수들과의 상관관계를 살펴보면, 매출증가율(GROW)

을 제외한 모든 변수들과 유익한 양(+)의 상관관계를 보인다. 즉, 전문성을 가진 사외이사가 많은 기업, 또는 감사위원회가 설치된 기업은 규모가 크며, 고정자산비율이 높고 영업현금흐름이 많고 총자산영업이익률, 부채비율도 높음을 알 수 있다.

4.3 회귀분석 결과

<표 4> 사외이사의 전문성 및 감사위원회가 부채선택에 미치는 영향에 관한 검증 결과

모형 1:

$$LD_t = \alpha_0 + \alpha_1 EXP_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 AI_t + \alpha_4 CFO_t + \alpha_5 GROW_t + \alpha_6 OPER_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 \sum YR_{k,t} + \epsilon_t$$

모형 2:

$$LD_t = \alpha_0 + \alpha_1 AUDC_t + \alpha_2 SIZE_t + \alpha_3 AI_t + \alpha_4 CFO_t + \alpha_5 GROW_t + \alpha_6 OPER_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 \sum YR_{k,t} + \epsilon_t$$

변수	구분	(종속변수: LD)			
		모형1		모형2	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
절편		-0.705	-12.10***	-0.703	-11.35***
EXP		0.006	2.09**	-	-
AUDC		-	-	0.012	1.67*
SIZE		0.028	11.79***	0.028	11.31***
AI		0.418	25.04***	0.418	24.97***
CFO		-0.140	-3.00***	-0.138	-2.96***
GROW		-0.086	-1.80*	-0.087	-1.82*
OPER		-0.096	-1.36	-0.095	-1.35
LEV		0.010	0.64	0.009	0.57
연도더미		포함		포함	
설명력		0.313		0.313	

*, **, *** : 1%, 5%, 10%에서 유의함(양측검증시)

변수의 정의:

LD = 비유동부채/부채총액

EXP = 사외이사 중 전문성을 가진 수

AUDC = 이사회 내 감사위원회 설치 기업이라면 1, 아니면 0

SIZE = 규모변수(자산에 자연 로그)

AI = 고정자산비율(비유동자산/총자산)

CFO = 영업현금흐름/총자산

GROW = 매출액증가율((당기매출총액-전기매출총액)/전기매출총액)

OPER = 총자산영업이익률(영업이익/총자산)

LEV = 부채총액/ 총자산

YR = 연도더미

<표 4>사외이사의 전문성 및 감사위원회는 부채선택과의 관련성을 검증한 결과를 살펴보면, 모형 1에서 EXP의 회귀계수(0.006, $t=2.09$)가 유의한 양(+)의 값으로 나타났다¹⁾.

이는 이사회 내 전문성을 가진 사외이사의 수가 많을수록 그 기업의 이사회 감시·견제기능은 더 효율적으로 수행하기 때문에 경영자에 대한 통제가 더 높을 수 있다. 이에 경영자는 이러한 통제 압박을 회피하기 위해 단기부채보다는 장기부채를 더 많이 사용한다는 것으로 해석할 수 있다.

모형 2의 결과에서는 $AUDC$ 의 회귀계수(0.012, $t=1.67$)가 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 이는 역시 감사위원회가 설치한 기업일수록 그 기업의 이사회 효율성이 더 높아 경영자에 대한 감시 기능이 강화되어 경영자의 단기부채에 대한 사용이 감소됨을 알 수 있다.

모형 1과 모형 2에서 나머지 통제변수들 중의 $SIZE$ 와 AI 의 회귀계수가 모두 유의한 양(+)의 값으로, 또한 두 모형에서 CFO 와 $GROW$ 는 유의한 음(-)의 회귀계수를 보였다.

그러나 두 모형에서는 수익성 변수인 총자산영업이익률 $OPER$ 는 유의하지 않은 음(-)의 회귀계수를, 부채비율을 나타내는 LEV 는 유의하지 않은 양(+)의 값을 보였다. 즉, 규모가 클수록, 고정자산비율이 높을수록, 영업현금흐름이 낮을수록, 매출증가율이 낮을수록 장기부채를 더 많이 사용한 것으로 나타났다.

총자산영업이익률과 부채비율의 회귀계수는 예측한 부호는 방향성이 같지만 통계적으로 유의하지 않은 값을 보여 수익성이 또는 부채비율에 따라서는 장기부채와 단기부채의 조달 차이를 발견하지 못하였다.

1) 회귀식의 다중공선성(Multicollinearity) 여부를 점검하기 위해 VIF(Variance Inflation Factor)의 수치를 확인한 결과 모형1에서는 1.584를, 모형2에서는 1.732가 가장 큰 값을 보여 다중공선성 문제가 그리 높지 않은 것으로 판단된다.

V. 결론

부채 만기구조는 기업의 자본비용과 재무위험에 직접적으로 영향을 미칠 수 있기 때문에 기업의 자금조달 의사결정에 중요한 구성 요소라고 본다. 이러한 부채 만기구조에 대한 대리인이론에 의하면, 기업들의 지배구조의 질이 높을수록 단기부채에 대한 사용 유인이 감소하는 것으로 보고하였다. 즉, 이사회가 경영자를 감시하는 기능이 강화수록 경영자를 이를 회피하기 위해 단기부채보다는 장기부채를 더 선호한다는 것이다.

본 연구는 이를 실증분석하기 위해 기업의 이사회 효율성과 부채구조 선택의 관련성을 검토하였다. 이는 이사회는 경영진을 감시하는 장치이고 기업 내 최고의 의사결정 기구이다. 따라서 이사회 효율성이 높은 기업들은 기업지배구조의 질이 높을 것이며 이는 결국 자금을 조달하는 부채의 만기구조에도 영향을 미칠 것이다.

분석결과로 첫째, 이사회 내 사외이사의 전문성이 장기부채에 양(+)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 즉, 사외이사 내 전문성을 가진 이사가 많을수록 경영자는 장기부채를 더 많이 선호함을 알 수 있었다.

둘째, 감사위원회의 설치가 장기부채에 양(+)의 영향을 미친 것으로 나타났다. 즉, 그 기업의 이사회 감시·견제 기능이 강할수록 경영자와 주주간의 이해 상충을 완화시키고 단기부채에 대한 사용이 줄어들어 장기부채를 더 많이 사용한다는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 부채조달에 대한 선행연구들과 달리 기업지배구조의 차원에서 이사회 효율성에 초점을 두고 기업의 부채선택에 미치는 영향을 살펴보았다는 점에서 의의가 있으나 이사회 다른 특성들과 산업특성을 고려하지 않았다는 한계점이 존재한다. 그러나 기업지배구조의 다른 변수를 고려하여 부채선택과의 관련성을 살펴보거나 부채 만기구조의 특정 방법을 고려한다면 향후 다양한 연구들이 가능할 것이다.

참고문헌

- 권경택(2003), “부채만기구조의 결정요인에 관한 실증연구”, 영남대학교 사회과학연구 22(2): 223-252.
- 김동률(2009), “사외이사의 특성과 감사품질”, 국제회계연구 25집: 19-44.
- 김명서·홍수희(2012), “기업지배구조와 장부가치 그리고 시장가치간의 관계에 관한 실증연구”, 국제회계연구 41집: 375-398.
- 남현정·유승훈(2011), “이사회 활동성 결정요인과 이사회 활동성이 기업성과에 미치는 영향”, 산업경제연구 24(6): 4083-4105.
- 손성규·정기위·고재민(2010), “이사회의 독립성, 공시의 적정성, 그리고 시장 반응”, 회계저널 19(5): 33-65.
- 신종현·이상희(2011), “이사회 구조와 기업성과”, 금융공학연구 10(2): 153-187.
- 안병선·김영규·신용재(2011), “기업지배구조가 부채의 동태적 변동에 미치는 영향 분석: 부채의 통제효과를 중심으로”, 산업경제연구 24(5): 3119-3147.
- 이문영·심호식·최종학(2012), “대규모기업집단 소속기업의 이사회 특성과 공시 빈도 사이의 관계”, 회계학연구 37(2): 279-320.
- 이장희·유호영(2010), “사외이사 특성이 감사보수에 미치는 영향”, 국제회계연구 29집: 209-227.
- 이지환(2006), “‘Working BOD’를 향하여: SK(주)의 이사회 혁신”, 전략경영연구 9(1): 21-51.
- 이효익·문상혁(2004), “이사회 및 감사위원회의 특성이 이익의 질과 가치관련성에 미치는 영향”, 한국회계학회 2004년도 학술연구발표회 논문집: 279-322.
- 임혜경·조은영·고상연(2014), “사외이사의 전문성이 기업가치와 경영성과에 미치는 영향”, 세무회계연구 39(1): 83-102.
- 최정미(2013), “경영자 소유구조와 부채선택”, 디지털정책연구 11(4): 177-188.
- 최정호·김명서·홍수희(2013), “이사회 특성과 투자효율성”, 국제회계연구 50집: 369-398.
- 홍광현·이가연·서근석(2010), “기업의 이사회 위원회 구조와 기업가치”, 대한경영학회지 23(6): 3083-3100.
- Anderson, A. C., Mansi, S. A., Reeb, D. M.(2004), “Board Characteristics, Accounting Report Integrity and the Cost of Debt”, Journal of Accounting and Economics 37(3): 315-342.
- Barclay, M. J. and Smith, C. W.(1995), “The maturity structure of corporate debt”, Journal of Finance 50(2): 609-631.
- Barnea, A., Haugen, R. A., Senbet, L. W.(1980), “A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework”, Journal of Finance 35(5): 1223-1234.
- Datta, S., Iskandar-Datta, M., Raman, K.(2005), “Managerial stock ownership and the maturity structure of corporate debt”, SSRN Working paper.
- Diamond, D.W. (1991), “Debt maturity and liquidity risk”, Quarterly Journal of Economics 106(3): 709-737.

- Fama, E.(1980), “Agency problems and theory of the firm”, *Journal of Political Economy* 88(2): 288-307.
- Flannery, M.(1986), “Asymmetric information and risk debt maturity structure choice”, *Journal of Finance* 41(1): 19-37.
- Guedes, J. and Opler, T.(1996), “The determinants of the maturity of corporate debt issues”, *Journal of Finance* 51(5): 1809-1833.
- Hart, O. and Moore, J.(1995), “Debt and seniority: An analysis of hard claims in constraining management”, *American Economic Review* 85(3): 567-587.
- Jensen, M. C.(1986), “Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers”, *American Economic Review* 76(2): 323-339.
- Jensen, M. C. and Meckling, W.H.(1976), “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and capital structure”, *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Kale, J. R. and Noe, T. H.(1990), “Risky debt maturity choice in a sequential equilibrium”, *Journal of Financial Research* 13(2): 155-165.
- Klein A.(2002), “Audit committee, board of director characteristics, and earnings management”, *Journal of Accounting and Economics* 33(3): 375-400.
- Marchica, M. T.(2005), “Debt Maturity and the Characteristics of Ownership Structure: An Empirical Investigation of UK Firms”, *University of York Working Papers*.
- McMullen, D. A.(1996), “Audit committee performance: An investigation of the consequences associated with audit committee”, *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 15(3): 87-103.
- Stohs, M. H. and Mauer, D. C.(1996), “The determinants of corporate debt maturity structure”, *Journal of Business* 69(3): 279-312.
- Xie, B., W.N. Davidson III., P. J. Dadalt.(2003), “Earning Management and Corporate Governance : The Roles of the Board and the Audit Committee”, *Journal of Corporate Finance* 9(3): 295-316.