

## 차입금 이용이 회계의 질에 미치는 영향

임 샘 이\* · 양 규 혁\*\* · 조 은 정\*\*\*

### < 국문초록 >

본 연구는 외부 이해관계자들의 감시활동이 대리인문제를 감소시킨다는 선행연구들에 근거하여, 채권자의 감시를 받고 있는 차입금 이용기업들의 회계의 질이 채권자의 감시가 없는 무차입기업의 회계의 질에 비하여 상대적으로 우수한가를 재량적 발생액과 함께 Dechow and Dichev (2002)가 제시한 발생액의 질을 이용하여 실증적으로 검증하였다.

본 연구의 가설검증 결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 차입금 이용여부를 순부채를 기준으로 구분한 LevDND를 설명변수로 사용한 경우에는 종속변수로 사용한 회계의 질에 관한 세 가지 측정치 모두에서 회귀계수가 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여 차입금을 이용하는 기업의 회계의 질이 차입금을 이용하지 않는 기업의 회계의 질보다 높다는 가설을 지지하였다.

둘째, 차입금 이용여부를 은행장기차입금을 기준으로 구분한 LevDBL을 설명변수로 사용한 경우에는 회계의 질의 측정방법에 따라 유의성이 없거나 5% 또는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다.

통제변수로서 도입된 지배구조, 성장성, 수익성을 나타내는 변수들은 종속변수인 회계의 질을 어떤 방법으로 측정했는가에 따라서 차이는 있지만 대체로 예상과 일치하는 결과를 나타냈다. 또한 현금보유비율(CASH)과 기업규모(SIZE), 부채비율(DE), 영업순환주기(OPCYCLE) 등의 통제변수들은 회계의 질에 대한 세 가지 측정치 모두와 예상한 방향의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

주제어 : 대리인문제, 회계의 질, 차입금 이용여부

\* 전북대학교 경영학부 강의전담교수 (제1저자).

\*\* 전북대학교 경영학부 교수 (공동저자).

\*\*\* 전북대학교 경영학부 시간강사 (공동저자).

## The Study on the Accounting Quality of Levered Firms

\* . \*\* . \*\*\*

### < Abstract >

The purpose of this study is to examine the accounting quality over levered firms is more effectively than the case of unlevered firms using discretionary accruals and accrual quality is estimated by Dechow and Dichev(2002)' s method.

Summarizing the results of analysis as following;

First, empirical result represented that accounting quality of levered firms is higher than unlevered firms' accounting quality on three of accounting quality research model using LevDND classified by net liabilities.

Second, LevDBL classified by long-term bank loans' s regression results relatively showed that significantly negative 5% or 10% level, and no significant results in the case of accounting quality.

As expected, growth, profitability as control variables showed significant results with accounting quality depends on measurement. In addition, This study provides the evidence that another control variables, for example, cash reserve ratio, firm size, debt, operation cycle have significant effects on three methods of accounting quality.

Key word : Agency problem, Accounting Quality, Levered Firms

\*

\*\*

\*\*\*

## I. 서론

기업의 계약모형에서 기업 내에는 다양한 이해관계자가 존재하고, 기업은 이러한 이해관계자들 사이의 계약의 집합체 또는 계약의 관계망(a nexus of contracts)이라고 본다. 계약모형에서의 회계는 기업을 구성하고 있는 계약들이 성사되고 이행될 수 있도록 지원하는 역할을 한다(Sunder, 1997). 투자자는 미래의 배당가능액을 예측하기 위하여, 채권자는 이자와 채권원금의 상환능력을 전망하기 위하여, 과세당국은 납부한 법인세액이 적절한 금액인가를 심사하기 위하여 회계정보를 필요로 한다.

소유와 경영이 분리된 현대 기업에서 경영자는 투자자나 채권자 등의 외부 이해관계자에 비하여 더 많은 정보를 가지고 있는 것으로 인식되고 있다. 이러한 정보비대칭 상황을 경영자가 자신에게 유리하도록 이용하는 경우 대리인비용이 발생하여 효율적 계약의 성사가 어려워지기 때문에 시장에서는 정보비대칭을 감소시키기 위한 다양한 장치를 마련하고 있다.

대표적인 예로 회계감사는 재무제표에 신뢰성을 부여함으로써 경영자와 투자자 사이에 존재할 수 있는 정보비대칭을 해소하고, 대리인비용을 낮추어서 자본시장이 효율적으로 작동할 수 있도록 돕는 기능을 한다. 이와 관련하여 DeFond(1992)는 대리인비용이 큰 기업일수록 더 높은 품질의 감사인으로 교체하는 경향이 있음을 발견하였다. 이 연구는 대리인비용이 큰 기업은 감사품질을 개선함으로써 재무제표의 신뢰성을 제고시키려고 하는 동기가 강하게 작용하고 있음을 확인하는 것이다. 그 후 많은 연구들이 감사품질이 높은 감사인이 감사한 회계정보의 질<sup>1)</sup>이 더 우수한가를 확인하기 위하여 재량적 발생액이나 발생액의 질 등이 Big4 회계법인 여부나 산업전문감사인, 감사시간, 감사비용 등의 감사품질과 관련성을 가지는 가를 검토하고 있다.

세무분야의 연구에서는 소유와 경영의 분리에 의해 기업의 세무의사결정이 경영자의 사적이익을 반영하도록 유도될 수 있다고 보고, 과세당국의 감시가 경영자와 외부 주주들 사이의 정보비대칭을 감소시킬 것으로 예상한다. Desai et al. (2007)은 자기이익을 추구하는 경영자가 법인세를 감소시키는 것은 기업자원을 사적인 용도로 전용하기 위한 것으로 가정한다. 이러한 시나리오 하에서 Desai et al. (2007)은 과세당국이 법인세 회피를 방지하기 위한 감시를 강화하게 되면 법인세의 회피뿐만 아니라 경영자에 의한 자원의 전용도 감소되어 외부 주주도 이익을 얻게 된다고 주장한다.

1) 본 연구에서 재무보고의 질, 회계정보의 질, 회계이익의 질, 회계의 질 등의 용어는 동일한 의미로 사용한다.

한편 기업이 자금을 차입하는 경우에도 경영자와 채권자 사이에서의 정보비대칭은 차입 조건의 결정에 중요한 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. Francis et al. (2005)은 정보 비대칭을 나타내는 회계의 질이 부채의 이자비용에 영향을 미치는데, 회계의 질이 낮은 기업은 높은 기업에 비하여 이자비용이 의미 있게 높다는 증거를 발견하였다. Bharath et al. (2008)은 차입기업의 회계의 질이 은행차입과 회사채 발행 사이에서의 선택에 어떤 영향을 미치는 가를 검토하였다. 은행은 회사채의 수요자인 일반 대중에 비하여 차입기업에 대한 정보 접근성이 우월하고 재계약의 유연성도 높기 때문에 정보비대칭에 의한 역선택의 비용을 감소시킬 수 있는 제도적 기반을 갖추고 있다. 따라서 회계의 질이 열악한 기업일수록 은행차입을 선택하여 역선택의 비용을 줄이고, 회계의 질이 좋은 기업은 역선택의 비용이 적기 때문에 회사채를 발행하는 것으로 보고하고 있다.

본 연구는 감사인과 과세당국 등 외부 이해관계자들의 감시활동이 대리인문제를 감소시킨다는 선행연구들에 의하여 동기부여 되었다. 따라서 본 연구는 채권자의 감시가 이루어지는 차입금 사용 기업(이하 ‘차입기업’)의 회계의 질이 차입금을 사용하지 않는 기업(이하 ‘무차입기업’) 보다 높게 나타나 채권자의 감시가 대리인비용을 감소시키는가를 확인하는 것을 목적으로 한다. 채권자로부터 차입을 원하는 기업들이 이자율을 비롯한 차입조건을 유리하게 하기 위하여 회계의 질을 개선할 동기를 가지는 경우에 차입기업과 무차입기업 간에는 이익의 질에 차이가 날 것으로 예상된다. 또 채권자는 이자와 채권원금의 확보를 위하여 채무자인 기업의 경영활동을 지속적으로 감시할 것이다. 이러한 채권자의 감시로 인하여 부채사용 기업의 회계의 질이 개선된다면 해당 기업의 외부 주주에게도 이익이 될 것이다.

본 연구는 은행차입과 회사채발행을 구분하여 연구하는 부채계약 관련 선행연구들과는 달리 차입기업과 무차입기업의 회계의 질의 차이에 초점을 맞춘다. 최근 반복되는 세계경제위기로 인하여 많은 기업들이 투자를 꺼려하고 벌어들인 현금을 그대로 쌓아놓는 추세가 계속되고 있다. 한국거래소 상장기업들의 무차입경영 비율은 보면 2002년부터 2012년 사이에 순이자비용 기준으로는 29.1%에서 34.6%사이(평균 31.4%)이고, 순부채 기준으로는 28.6%에서 35.7%사이(평균 31.5%)로 추정되었다(양규혁, 2014). 이러한 무차입기업들은 채권자의 감시를 받지 않기 때문에 차입기업들에 비하여 회계의 질이 낮을 것으로 예상된다. 그러나 무차입기업에 대해서는 지급불능위험이 없기 때문에 경제위기에도 기업 가치를 유지할 것이라는 관점에서 긍정적으로 보는 시각이 많은 것이 현실이다. 본 연구의 결과는 무차입기업에 있어서 정보비대칭이 클 수 있기 때문에 너무 긍정적인 시각으로만 보는 것을 경계해야 한다는 메시지를 담고 있다.

본 연구에서 경영자와 외부 이해관계자 사이의 정보비대칭에 대한 대응치로 회계정보의 질에 초점을 맞추는 이유는 외부 주주와 채권자 모두에게 재무제표가 중요한 정보 원천이

기 때문이다. 투자자들이 회계이익을 다른 어떤 성과지표보다 중요한 기업정보로 파악하고 있는 증거는 여러 연구에서 밝혀지고 있다(Liu et al., 2002; Francis et al., 2004). 또 채권자가 부채상환에 필요한 미래 현금흐름을 추정할 때도 회계이익이 이용된다.

회계이익에는 경영자의 재량적 판단에 의해서 결정되는 발생항목이 포함된다. 이 재량적 발생액에 대해서는 경영자가 이익을 조정하는 수단으로 이용된다는 부정적인 시각이 대부분이지만 미래 현금흐름에 관한 경영자의 사적 정보를 전달함으로써 기업 가치에 대한 신호로서의 역할을 수행한다는 긍정적인 시각(Peasnell et. al., 2005)도 존재한다. 이와 같이 재량적 발생액이 이익조정의 대용치로서의 타당성을 상실하였다고 보는 시각이 있기 때문에 본 연구에서는 회계의 질에 대한 측정치로 재량적 발생액과 함께 Dechow and Dichev (2002)가 제시한 발생액의 질을 이용한다.

국내외를 막론하고 차입기업과 무차입기업의 회계의 질을 비교한 연구는 아직 이루어지지 않은 것으로 파악된다. 그럼에도 불구하고 본 연구가 중요한 이유는 채권자에 의한 감시가 자본시장에 어떤 의미가 있는 가를 검토할 필요가 있다는 점 때문이다. Hanlon et al. (2010)이 지적하는 바와 같이 자본시장이 과세당국이나 채권자를 자격 있는 감시자로 인정하는 상황은 믿기 어렵지만 자본시장제도에 관한 정책적 시사점을 얻기 위해서는 더 많은 연구가 필요하다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서 이론적 배경을 검토하여 그에 따른 가설을 설정하고, III장에서 연구모형과 변수의 측정방법, 자료 수집방법에 대하여 설명한다. IV장에서는 가설 검증을 위한 기술통계량과 다변량 분석결과를 제시하였다. 그리고 마지막 V장에서는 본 연구의 결론과 의미, 미래의 연구방향을 제시하였다.

## II. 이론적 배경과 가설 설정

### 2.1 회계의 질

Holthausen and Leftwich(1983)는 대리문제를 해결하기 위한 계약은 보통 일반적으로 인정된 회계원칙(GAAP)에 기초한 수치를 이용하여 작성되는데, 그 이유는 그것이 계약과 감시의 비용을 감소시키기 때문이라고 주장한다. 또 투자자들은 회계이익을 다른 어떤 성과지표보다 중요한 기업정보로 파악하고 있는 것으로 밝혀지고 있다(Liu et al., 2002; Francis et al., 2004). 이러한 이유에서 기업이 보고하는 회계의 질은 자본시장에서의 효율적 자원배분에 중요한 의미를 갖는다.

회계이익에는 경영자의 재량적 판단에 의해서 결정되는 발생항목이 포함되기 때문에 그

동안의 많은 선행연구들이 회계의 질에 대한 측정치로 재량적 발생액을 사용하여 왔다. GAAP에서는 기업의 성과를 파악하기 위하여 발생주의 회계이익을 사용하여 왔는데 이 발생주의 회계이익의 측정에는 필연적으로 추정이 개입되고, 경영자들은 자신과 기업의 성과를 부풀리기 위하여 발생액을 과대계상하려는 유인이 존재하게 된다. 재량적 발생액의 크기로 회계의 질을 측정하는 논리적 근거는 경영자가 재량적으로 계상한 발생액이 클수록 회계이익의 질이 떨어진다는 관점에 기반을 둔다.

그러나 재량적 발생액이 경영자의 이익조정을 나타내는 외에 기업에 유용한 측면이 있다는 주장도 제기되고 있다. Subramanyam(1996)은 재량적 발생액이 경영자가 미래성과에 대한 사적 정보를 제공하는 수단이 되고 있음을 보여줌으로써 재량적 발생액이 정보 유용성을 가지고 있다고 주장하였으며, Peasnell et al. (2005)는 당기의 재량적 발생액이 차기의 조정전 이익에 유의한 영향을 미치는 것은 재량적 발생액이 이익조정보다는 경영자의 사적 정보를 더 크게 반영하기 때문이므로 이익조정의 대용치로서 적절하지 않다고 주장하였다.

이와 같이 재량적 발생액은 긍정적 요소와 부정적 요소를 같이 가지고 있기 때문에 회계의 질을 평가하는데 있어서 측정오차를 가지게 된다. 따라서 본 연구에서는 회계의 질에 대한 대용치로 재량적 발생액 외에 Dechow and Dichev(2002)가 제시한 발생액의 질을 추가로 사용하였다. Dechow and Dichev(2002)는 유동발생액이 전기와 당기, 그리고 차기의 현금흐름으로 잘 전환될수록 발생액의 질도 높은 것으로 파악하였다. 이들은 유동발생액 중에서 3기간 동안의 현금흐름으로 설명되지 않은 추정오차의 절대값이나 표준편차를 발생액의 질로 정의하였다.

발생액의 질이 재량적 발생액과 차이나는 점은 발생액이 현금흐름으로 실현되는가 여부에 초점을 맞춘다는 것이다. 재량적 발생액이 경영자의 사적 정보를 반영한 것일 경우에는 미래에 현금흐름으로 실현될 것이고, 이익조정만을 반영한 것일 경우에는 미래에 현금흐름으로 전환되지 않을 것이다. 따라서 전자는 발생액의 질이 높게 측정되고 후자는 발생액의 질이 낮게 측정될 것이기 때문에 발생액의 질은 비교적 측정오차 없이 회계의 질을 평가하는 대안으로 인정받고 있다.

본 연구에서는 재량적 발생액의 추정을 위해 Dechow et al. (1995)가 제시한 수정된 Jones(1991)모형을 사용한다. 수정 Jones모형에서는 총발생액을 사용하여 재량적 발생액을 추정하지만 Dechow and Dichev(2002)의 발생액의 질 추정모형에서는 유동발생액을 사용하는 차이가 있다. 본 연구에서는 Bharath et al. (2008)에서 회계의 질을 측정하기 위하여 사용한 Dechow and Dichev(2002)와 Teoh et al. (1998), Dechow et al. (1995)의 수정 Jones모형의 세 가지 모형을 통하여 회계의 질을 추정한다. Teoh et al. (1998)의 추정치는 회계의 질을 재량적 발생액으로 추정한다는 점에서 Dechow and Dichev(2002)의 추정치와 다르

고, 추정모형에 유동발생액을 사용한다는 점에서 총발생액을 사용하는 수정 Jones모형과 달리서 이들 추정치의 절충형이라고 볼 수 있다.

## 2.2 차입금 이용 여부에 따른 회계의 질 차이

Jensen and Meckling(1976)은 소유와 경영이 분리된 기업에서는 경영의사결정이 경영자의 사적 이익을 반영하도록 유도될 수 있기 때문에, 기업 이사회가 직면하는 도전은 이러한 대리인비용을 최소화할 수 있는 통제 메커니즘과 유인의 조합을 발견하는 것이 된다고 지적한 바 있다. 동일한 맥락에서, 기회주의적 동기를 가지고 의사결정을 행할 수 있는 경영자와 기업 외부의 이해관계자 사이에서의 대리인비용을 최소화하여 자본시장에서의 자원배분이 효율적으로 이루어지도록 하기 위해서 세계 각국은 제3의 외부 감사인에 의한 회계감사제도를 운영하고 있다.

우리나라의 경우 ‘주식회사 등의 외부감사에 대한 법률’에 의하여 이루어지고 있는 회계감사제도는 기업이 작성한 재무제표에 신뢰성을 부여함으로써 경영자와 투자자 사이에 존재할 수 있는 정보비대칭을 해소하고, 대리인비용을 낮추어 자본시장이 효율적으로 작동할 수 있도록 지원한다. 이러한 외부감사의 기능과 관련하여 DeFond(1992)는 부채수준이 높거나 경영자의 지분율이 낮거나 발생액이 큰 기업일수록 더 높은 품질의 감사인으로 교체하는 경향이 있음을 발견하였다. 즉 대리인비용이 큰 기업은 감사품질을 개선함으로써 재무제표의 신뢰성을 제고시키려고 하는 동기가 상대적으로 강하게 작용한다는 것이다. 감사품질이란 감사인이 재무제표상의 부정이나 오류를 발견할 가능성과 발견된 오류를 보고할 가능성의 결합확률로 정의되는데, 이는 감사인의 전문적인 능력과 감사노력, 감사인의 독립성 등에 의하여 결정된다(DeAngelo, 1981; 고재민 등, 2009). 선행 연구들은 감사품질에 대한 대응치로 Big4 회계법인 여부나 산업전문감사인, 감사시간, 감사비용 등을 이용하여 감사품질이 높은 감사인이 감사한 회계정보의 질이 더 우수한가를 확인하기 위하여 이들 변수와 제량적 발생액이나 발생액의 질 등 회계의 질을 나타내는 속성들과의 관련성을 검토하고 있다(Francis et al. 1999; 박종성·최기호, 2001; 고재민 등, 2009).

회계감사가 자본시장에서의 정보비대칭을 완화하기 위한 최소한의 제도적 장치라면 기업의 외부 이해관계자들이 기업과 계약을 체결하고 이행하는 과정에서 계약적 필요에 의하여 개별적으로 이루어지는 감시활동은 경영자와 외부 이해관계자 사이의 정보비대칭을 완화하는 부수적 활동이다. 예를 들어 세무분야의 연구에서는 소유와 경영의 분리에 의해 기업의 세무의사결정이 경영자의 사적이익을 반영하도록 유도될 수 있기 때문에 이를 방지하기 위해 이루어지는 과세당국의 감시가 경영자와 외부 주주들 사이의 정보비대칭을 감소시킬 것으로 본다. Desai et al. (2007)은 자기이익을 추구하는 경영자가 법인세를 감

소시키는 것은 기업자원을 사적인 용도로 전용하기 위한 것으로 가정한다. 이러한 시나리오 하에서 Desai et al. (2007)은 과세당국이 법인세 회피를 방지하기 위한 감시를 강화하게 되면 법인세의 회피뿐만 아니라 경영자에 의한 자원의 전용도 감소되어 외부 주주도 이익을 얻게 된다고 주장한다. 이 이론의 검증은 Guedhami and Pittman(2008)에서 이루어졌는데, 그들은 미국 국세청 감시의 척도로서 대면 세무조사가능성을 이용하여 미국에서 발행된 사적 기업의 채권의 차입비용을 검토하여 Desai et al. (2007)의 주장과 일치하는 증거를 발견하였다. 세무조사 가능성이 높은 기업일수록 차입비용은 낮게 나타났는데, 연구자들은 미국 국세청은 제3의 적극적 감시자이고 경영자와 외부 채권자 사이의 정보비대칭을 완화하여 기업의 이자율 하락을 초래했다고 결론 내렸다.

부채계약에서 회계정보의 역할에 관한 선행연구들은 부채를 제공하는 채권자들은 이자율 등의 계약조항을 결정하기 위하여 회계의 질을 고려하고 있으며, 기업들은 자신들의 회계의 질에 따라 차입금 조달방법을 선택하고 있다는 많은 증거를 제시하고 있다. Francis et al. (2005)은 부채의 이자비용에 대한 회계의 질의 영향에 관한 증거를 제시한다. 그들은 발행한 부채에 대한 기업 수준의 총이자비용에 초점을 맞추고, 회계의 질이 최저인 기업은 최고인 기업에 비하여 이자비용이 126 베이스스 포인트 높다는 것을 발견함으로써 부채시장에서 회계의 질의 역할에 대한 흥미 있는 견해를 처음으로 제시하였다.

기업이 차입금 조달을 위하여 선택할 수 있는 전형적인 방법은 은행차입과 회사채발행이다. 그 중에서 은행은 개별적인 회사채 수요자에 비하여 우월한 정보처리 능력을 보유하고 있으며, 계약조항을 설계하고 사후적으로 대여 기업을 감시하는데 필요한 사적정보에 대한 접근성도 좋다. Bharath et al. (2008)은 은행의 이러한 우월적인 정보접근성은 회계의 질이 열악한 차입기업들이 직면하는 역선택 비용을 감소시킬 수 있기 때문에 결과적으로 차입기업의 차입시장 선택에 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 연구결과 회계의 질이 열악한 차입기업은 은행을 통한 차입을 선호하는 것으로 나타났다. 또 그들은 회계의 질이 두 시장에서의 계약설계에는 다른 영향을 미친다는 사실을 발견했다. 그것은 두 시장에서 재계약의 유연성이 차이나는 것과 관련되는 것으로, 은행 차입의 경우에 재계약의 유연성이 더 크기 때문에 회계의 질이 열악한 차입기업에 대해서는 가격(예; 이자)과 비가격(예; 만기와 담보) 항목이 모두 유의하게 더 엄격한 것으로 나타나 가격항목만이 더욱 엄격한 회사채에 의한 차입과 달랐다. 회사채 발행의 이자스프레드에 대한 회계의 질의 영향은 은행 차입의 2.5배에 달했는데, 그 이유는 회사채의 경우에는 오직 가격 항목만이 회계의 질의 변화를 반영하기 때문이라고 주장한다.

회사채 구매자에 비하여 은행이 차입기업에 대한 감시측면에서 우월한 것은 대부분의 연구자들이 인정하는 사실이지만 회사채를 발행하는 경우에도 일정 수준의 감시는 제도화되어 있다. 즉 회사는 사채를 발행하는 경우에 사채관리회사를 정하여 변제의 수령, 채권

의 보전, 그 밖의 사채의 관리를 위탁하게 되어 있고(상법 제480조의2), 사채관리회사는 필요한 경우에 법원의 허가를 받아 사채를 발행한 회사의 업무와 재산상태를 조사할 수 있다(상법 제484조 제7항). 이러한 사채관리회사제도는 회사채 투자자를 보호하기 위하여 마련된 것이다. 사채관리회사는 주기적으로 발행회사의 사채관리계약 이행여부를 점검하고, 재무 및 신용상황의 변동여부 분석과 업무현황 및 재산상태를 조사함으로써 발행회사가 상환의무를 잘 이행하는지를 감시하는 기능을 수행한다.<sup>2)</sup>

이와 같이 기업이 부채를 이용하는 경우에는 그 부채의 조달방법이 은행 차입이든 회사채 발행이든 기업은 이자비용을 줄이기 위하여 회계의 질을 개선할 유인을 가지게 되고, 부채조달 이후에도 계속 채권자의 감시를 받게 된다. 결국 기업의 채권자는 제3의 감시자 역할을 함으로써 내부 경영자와 외부 이해관계자 사이에서의 정보비대칭을 감소시켜 대리인문제를 완화하는데 공헌할 것으로 기대된다.<sup>3)</sup> 본 연구에서는 채권자의 감시가 정보비대칭을 감소시키는 가를 확인하기 위하여 차입금을 이용하는 기업과 차입금을 이용하지 않는 기업 사이에 회계의 질에 차이가 있는 가를 검증하고자 한다.

가설 : 차입금을 이용하는 기업은 차입금을 이용하지 않는 기업보다 회계의 질이 높다.

### III. 연구 방법

#### 3.1 회계의 질 추정

본 연구에서는 회계의 질을 측정하기 위하여 발생액에 기초한 추정치를 사용한다. 또 각 기업의 정상 발생액을 추정하기 위하여 산업차원의 횡단면모형에서 도출된 계수를 이용한다. 따라서 비정상 발생액의 추정치는 해당 연도의 해당 산업과 비교한 결과이다. 비정상 발생액에 대한 횡단면 추정치는 개별 기업의 시계열을 이용한 추정치에 비하여 표본의 생존편의 때문에 발생하는 자료 제한의 문제가 없고, 비즈니스 사이클의 영향으로 인한 발생액의 변동을 횡단면적인 추정과정에서 통제한다는 장점이 있다.

회계의 질에 대한 첫 번째 추정치는 Dechow and Dichev(2002)의 방식으로 추정된 발생액의 질을 이용한다. 이 모형에서는 총유동발생액 중에서 해당 연도 전후 3년간의 현금흐름으로 나타나지 않는 부분이 크면 발생액의 질이 좋지 않거나 추정오차가 큰 것으로

2) ibond.ksd.or.kr

3) Desai et al. (2007)의 논리와 유사하게, 채권자가 부채상환에 필요한 미래 현금흐름을 확보하기 위하여 회계에 대한 감시를 강화하게 되면 경영자에 의한 자원의 전용이나 이익조정도 감소하여 외부 주주에게도 이익이 될 것이다.

평가한다. Dechow and Dichev(2002)의 모형에서는 해당 기업의 산업과 연도에 대하여 다음의 회귀식을 추정한다.

$$\frac{TCA_{i,t}}{Assets_{i,t}} = \phi_{0,t} + \phi_{1,t} \frac{CFO_{i,t-1}}{Assets_{i,t}} + \phi_{2,t} \frac{CFO_{i,t}}{Assets_{i,t}} + \phi_{3,t} \frac{CFO_{i,t+1}}{Assets_{i,t}} + \nu_{i,t} \quad (1)$$

$$TCA_{it} = -(\Delta AR_{it} + \Delta INV_{it} + \Delta AP_{it} + \Delta TAX_{it} + \Delta OCA_{it}) \quad (2)$$

여기에서,  $\Delta AR$  = 매출채권의 증감  
 $\Delta INV$  = 재고자산의 증감  
 $\Delta AP$  = 매입채무의 증감  
 $\Delta TAX$  = 미지급법인세의 증감  
 $\Delta OCA$  = 기타 당좌자산의 순변동

Dechow and Dichev(2002)모형에 의한 회계의 질  $AQ_{DDit}$ 는 식 (1)에서 추정된 발생액의 질을 나타내는 잔차의 절대값  $|\nu_{i,t}|$ 로 측정한다.<sup>4)</sup>

회계의 질의 두 번째 측정치는 Teoh et al. (1998)의 모형에 의한 비정상유동발생액으로 한다. Teoh et al. (1998) 모형에서는 총유동발생액에 대하여 각 산업-연도로 다음의 식(3)과 같은 회귀식을 추정한다.

$$\frac{TCA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = \gamma_{1,t} \frac{I}{Assets_{i,t-1}} + \gamma_{2,t} \frac{\Delta Rev_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} + \eta_{i,t} \quad (3)$$

식(2)에서 추정된 회귀계수를 각 표본기업에 적용하여 식(4)의 정상유동발생액( $NCA_{i,t}$ )를 계산한다.

$$NCA_{i,t} = \hat{\gamma}_{1,t} \frac{I}{Assets_{i,t-1}} + \hat{\gamma}_{2,t} \frac{(\Delta Rev_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{Assets_{i,t-1}} \quad (4)$$

총유동발생액에서 정상유동발생액을 차감하여 비정상유동발생액  $ACA_{TWWit}$ 를 구한다.

$$ACA_{TWWit} = (TCA_{i,t}/Assets_{i,t}) - NCA_{i,t} \quad (5)$$

4) 모든 측정치는 상위 1%와 하위 1%에서 윈저라이즈하였다.

회계의 질의 두 번째 측정치  $AQ_{TWWit}$ 는 비정상유동발생액의 절대값  $|ACA_{TWWit}|$ 로 측정한다. 회계의 질에 대한 세 번째 추정치는 Dechow et al. (1995)에서 제안한 수정된 Jones(1991)모형에 의한 비정상발생액으로 측정한다. 수정 Jones모형에서는 총발생액에 대하여 각 산업-연도별로 다음의 식(6)과 같은 회귀식을 추정한다.

$$\frac{TA_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} = k_{1t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \frac{\Delta Rev_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} k_{2,t} + \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} k_{3t} + \omega_{i,t} \quad (6)$$

식(6)에서 총발생액( $TA_{it}$ )은 다음 식(7)과 같이 특별항목과 중단된 영업이익 차감전 당기 순이익에서 영업현금흐름을 차감하여 산출한다.

$$TA_{it} = EBXI_{it} - CFO_{it} \quad (7)$$

여기에서,  $EBXI$  = 특별항목과 중단된영업부문 전 이익

$CFO$  = 영업현금흐름

식(6)에서 추정된 회귀계수를 각 표본기업에 적용하여 식(8)의 정상발생액( $NA_{it}$ )를 계산하고, 총발생액에서 정상발생액을 차감하여 흔히 재량적 발생액이라고 하는 비정상발생액( $AA_{Mit}$ )을 계산한다.

$$NA_{i,t} = k_{1t} \frac{1}{Assets_{i,t-1}} + \frac{(\Delta Rev_{i,t} - \Delta AR_{i,t})}{Assets_{i,t-1}} k_{2,t} + \frac{PPE_{i,t}}{Assets_{i,t-1}} k_{3t} \quad (8)$$

$$AA_{Mit} = (TA_{j,t}/Asset_{j,t-1}) - NA_{j,t} \quad (9)$$

회계의 질에 대한 세 번째 추정치  $AQ_{Mit}$ 는 비정상발생액의 절대값  $|AA_{Mit}|$ 로 측정한다.

### 3.2 차입기업과 무차입기업의 구분

본 연구에서는 기업에 대한 채권자의 감시가 회계의 질에 영향을 미치는 가를 검토하는 것이 목적이므로 차입기업(Levered Firm)과 무차입기업(Unlevered Firm)은 채권자의 감시라는 관점에서 구분하였다. 무차입기업을 다룬 양규혁(2012)에서는 무차입 기업을 순부채

와 순이자비용이라는 두 가지 기준에 의하여 구분하고 있지만<sup>5)</sup>, 차입금이 있는 경우에는 순이자비용이 음수인 경우에도 채권자의 감시 대상이 될 수 있으므로 여기에서는 순부채만을 기준으로 차입기업과 무차입기업을 구분하였다. 순부채( $ND_{it}$ )는 다음과 같이 계산하였다.

$$ND_{it} = DEBT_{it} - CA_{it}$$

여기에서, DEBT : 단기차입금, 유동성장기차입금, 사채, 장기차입금, 장기외화차입금의 합으로 계산한 차입금,

CA : 현금과 현금등가물, 단기금융상품, 단기투자증권의 합으로 계산한 현금성 자산

순부채가 영보다 큰 기업은 차입기업으로 분류하고 영이거나 음수인 경우에는 무차입기업으로 분류하였다. 즉 차입기업 여부를 나타내는 더미변수( $LevD_{ND_{it}}$ )는 다음과 같이 정의한다. 그런데 순부채의 계산은 연도 말의 계정과목을 기준으로 이루어지기 때문에 연도 중에 차입금을 상환한 기업은 무차입기업으로 분류되는 문제점을 안고 있다. 따라서 직전 연도까지 포함해서 2년 중에 1년이라도 순부채가 양수인 기업은 차입기업으로 분류하고, 2년 모두 순부채가 영이거나 음수인 기업만을 무차입기업으로 분류하였다.

$$LevD_{ND_{it}} = \text{차입기업은 } 1, \text{ 무차입기업은 } 0 \text{ (2년 동안의 순부채기준)}$$

한편 은행이 채권자인 경우에는 채무자인 차입기업에 대한 감시가 더 강화될 것으로 예상된다. Bharath et al. (2008)에 의하면, 회사채 발행과 은행 대출을 비교할 때 채권자들은 정보 접근성, 차입기업에 대한 감시능력, 계약조항의 재설정에서의 유연성, 계약의 재협상에 소요되는 비용 등의 관점에서 서로 다르다. 은행은 큰 금액을 집중해서 대출하는데 비하여 회사채의 구매자들은 개별적으로 행동하는 개인들이다. 은행은 우월한 정보처리 능력을 보유하고 있으며, 계약조항을 설계하고 사후적으로 채무자를 감시하는데 이용할 수 있는 사적정보에 접근성을 갖는다. 이와 같이 은행이 부채시장에서 갖는 제도적 이점으로 인하여 은행차입금이 회계의 질에 미치는 영향이 다르게 나타날 수 있다.

이상의 이유로 차입기업과 무차입기업을 구분하는 두 번째 더미변수  $LevD_{BL_{it}}$ 는 은행장기차입금을 기준으로 도출하였다. 즉 다음과 같이 회사채를 제외한 장기차입금과 외화장기

5) 양규혁(2012)에서는 순부채(= 차입금 - 현금 및 현금성 자산) 또는 순이자비용(= 지급이자 - 수입이자)이 영(零)보다 적은 기업을 무차입기업으로 정의하고 있다.

차입금이 2년 동안 없는 기업을 무차입기업으로 하고, 1년 이상 보유한 기업을 차입기업으로 분류하였다.

$LevD_{BLit}$  = 차입기업은 1, 무차입기업은 0 (2년 동안의 은행장기차입금기준)

### 3.3 가설검증 모형

본 연구에서는 ‘차입금을 이용하는 기업은 차입금을 이용하지 않는 기업보다 회계의 질이 높다’는 가설을 검증하기 위하여 발생액으로부터 측정된 회계의 질에 대한 세 가지 측정치, 즉 Dechow and Dichev(2002)와 Teoh et al. (1998), Dechow et al. (1995)의 수정 Jones(1991)모형에 의한 측정치  $AQ_{DDit}$ 과  $AQ_{TWWit}$ ,  $AQ_{MJit}$ 를 종속변수로 하고, 차입금 이용 여부를 나타내는  $LevD_{NDit}$ (2년 동안의 순부채기준)과  $LevD_{BLit}$ (2년 동안의 은행장기차입금기준)을 설명변수로 하는 식(10)과 같은 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} AQ_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 LevD_{it} + \alpha_2 CASH_{it} + \alpha_3 GRPD_{it} + \alpha_4 FORE_{it} + \alpha_5 OWN_{it} + \alpha_6 BM_{it} \\ & + \alpha_7 SIZE_{it} + \alpha_8 SGROWTH_{it} + \alpha_9 ROA_{it} + \alpha_{10} CFO_{it} + \alpha_{11} DE_{it} + \alpha_{12} OPCYCLE_{it} \\ & + \varepsilon_{IDit} + \varepsilon_{YDit} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (10)$$

여기에서,

$AQ_{it}$  : i기업의 t연도의 회계의 질(Dechow and Dichev(2002)에 의해 측정된  $AQ_{DDit}$ 과 Teoh et al. (1998)에 의해 측정된  $AQ_{TWWit}$ , Dechow et al. (1995)의 수정 Jones(1991)모형에 의해 측정된  $AQ_{MJit}$ 의 세 가지로 측정)

$LevD_{it}$  : i기업의 t연도의 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0을 부여)(2년 동안의 순부채기준으로 측정된  $LevD_{NDit}$ 과 2년 동안의 은행장기차입금기준으로 측정된  $LevD_{BLit}$ 의 두 가지로 측정)

$CASH_{it}$  : i기업의 t연도의 현금보유비율(현금과 시장성 유가증권/총자산)

$GRPD_{it}$  : i기업의 t연도의 총수가 있는 기업집단 여부를 나타내는 더미변수

$FORE_{it}$  : i기업의 t연도의 외국인 지분율

$OWN_{it}$  : i기업의 t연도의 대부부지분율

$BM_{it}$  : i기업의 t연도의 지분의 장부가치 대비 시장가치 비율

$SIZE_{it}$  : i기업의 t연도의 기업규모(자산총액의 자연대수로 계산)

$SGROWTH_{it}$  : i기업의 t연도의 매출액성장률

$ROA_{it}$  : i기업의 t연도의 총자산이익율(세전당기순이익/평균총자산)

$CFO_{it}$  : i기업의 t연도의 영업현금흐름(영업현금흐름/전연도 총자산)

$DE_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 연도의 부채비율(총부채/총자본)

$OPCYCLE_{it}$  :  $i$ 기업의  $t$ 연도의 영업순환주기[ $\ln(\text{재고자산 판매일 수} + \text{매출채권 회수일 수})$ ]로 계산한 영업순환주기의 자연대수

$ID_{it}$  : 산업을 나타내는 더미변수

$YD_{it}$  : 연도를 나타내는 더미변수

식(10)에서 종속변수인 AQ는 큰 값을 가질수록 회계의 질이 낮은 것을 나타내는 역측정치(inverse measures)이기 때문에<sup>6)</sup>, 차입금을 이용하는 기업은 차입금을 이용하지 않는 기업보다 회계의 질이 높을 것이라는 예상에 의하여 차입금 이용여부를 나타내는 관심변수인 LevD(차입기업에 1, 무차입기업에 0을 부여한 더미변수)의 회귀계수는 음수(-)로 예상된다.

Pedro et al. (2009)는 현금보유가 정보의 비대칭 정도와 양의 관계에 있음을 발견하였다. 정보비대칭과 대리문제는 기업의 자금조달비용을 증대시키기 때문에 정보비대칭이 큰 기업일수록 현금성 자산을 축적하려는 유인을 갖기 때문이다. Pedro et al. (2009)은 회계의 질이 정보비대칭을 줄여주기 때문에 회계의 질이 높은 기업은 낮은 수준의 현금보유를 허용하여 재무제표에서 현금수준을 감소시키고, 결과적으로 투자효율성이 증대된다고 주장한다. 이들은 발생액의 질을 회계의 질에 대한 대용치로 사용하여 회계의 질과 현금보유 사이의 대체관계를 검증하고 있다. Pedro et al. (2009)의 주장에 따라 회계의 질에 영향을 미치는 통제변수로 기업의 현금보유 비율(CASH)을 모형에 도입하였다. 회계의 질이 역측정치이기 때문에 현금보유 비율(CASH)의 회귀계수는 양수(+)로 예상된다.

기업의 지배구조는 정보비대칭을 감소시키고 회계의 질을 개선하는데 중요한 역할을 하는 것으로 알려지고 있다. 본 연구에서는 지배구조를 대리하는 변수로 총수 있는 기업집단 여부(GRPD)와 외국인 지분율(FORE), 그리고 대주주 지분율(OWN)의 세 가지를 통제변수에 포함하였다. 공정거래위원회가 매년 발표하는 상호출자제한 기업집단 중에서 총수 있는 기업집단을 전통적인 의미에서의 재벌이라고 할 수 있다<sup>7)</sup>. 총수 있는 기업집단 여부를 모형에 도입한 것은 재벌구조가 한국기업에 특유한 소유구조 형태로서 독특한 의사결정 행태를 가지는 것을 통제하기 위해서이다<sup>8)</sup>. 선행연구에서 GRPD의 부호는 뚜렷한 방향성을 보

6)  $AQ_{DDit}$ 는 발생액의 질을 나타내는 잔차의 절대값  $|\nu_{it}|$ 로 측정하였고,  $AQ_{TWWit}$ 는 비정상유동발생액의 절대값인  $|ACA_{TWWit}|$ 로 측정하였으며,  $AQ_{Mlit}$ 는 비정상발생액의 절대값  $|AA_{Mlit}|$ 로 측정하여 세 가지 측정치 모두 큰 값을 가질수록 회계의 질이 낮은 것으로 평가하는 역측정치(inverse measures)이다.

7) 2014년도 상호출자제한 기업집단 63개 중에서 총수 있는 집단은 40개 이다(공정거래위원회, 2014. 4. 1일자 보도자료).

8) 예를 들어 재벌은 각 소속기업들의 경영의사결정이 개별기업의 가치를 희생해서라도 그룹 전체의 가치를 증가시키기 위하여 그룹차원에서 조정되는 특징이 있다(신동령, 1993).

이지 않고 혼재되어 나타나고 있다(임형주와 최중서, 2013). 전영순(2003)은 우리나라에서 외국인 투자자의 감시역할이 기업지배구조에 미치는 영향이 중요함을 강조하였다. 기업 투명성의 훼손과 대리인비용의 증가를 기피하는 외국인 투자자의 성향으로 볼 때 외국인 투자자 지분이 많은 기업은 기업지배구조가 좋은 기업으로 간주할 수 있고, 기업지배구조가 좋은 기업은 정보비대칭을 기피하기 때문에 회계의 질이 높을 것이다. 따라서 외국인 지분율(FORE)의 회귀계수는 음수(-)로 예상된다. 대주주 지분율은 최대대주주 1인의 지분율을 사용한다. Klassen(1997)은 지배주주는 자신의 부를 극대화하고자 외부의 소액주주에 대한 배당지급을 감소시키거나 자신들의 통제 하에 있는 타법인으로 이익을 이전시킨다는 이익 침해가설을 주장하였다. 총수 중심의 지배구조를 가진 우리나라 상황에서도 이익침해가설을 지지하는 증거들이 제시되고 있으므로 OWN의 회귀계수는 양수(+)로 예상된다(박종일, 2003; 임형주와 최중서, 2013).

선행연구에 의하면 규모가 큰 기업의 경영자일수록 더욱 예측가능한 이익을 보고해야 한다는 압력을 받기 때문에, 경영자는 이익을 증가시키거나 감소시키는 비정상발생액을 사용하게 된다(Pincus and Rajgopal, 2002). 또 Dechow and Dichev(2002)는 대규모 기업의 영업이 더욱 안정되고 예측가능하기 때문에 추정오차가 적어 대규모 기업일수록 발생액의 질이 높다고 보고하고 있으므로, SIZE의 회귀계수는 음수(-)로 예상된다.

선행연구들에 의하면 기업의 성장성도 회계의 질과 관련이 있다. 본 연구에서는 성장성에 대한 대응치로 선행연구에서 사용한 두 가지 측정치를 모형에 포함하였다. 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율을 나타내는 BM은 기업이 이용할 수 있는 성장기회를 나타내고, 매출액 성장율을 나타내는 SGROWTH는 과거의 성장실적을 나타낸다. Menon and Williams(2004)는 비정상발생액의 절대값이 매출액 성장율과는 양(+)의 관계를, 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율과는 음(-)의 관계를 갖는다고 보고하고 있다. 본 연구에서도 BM의 회귀계수는 음수(-)로, SGROWTH의 회귀계수는 양수(+)로 예상한다.

선행연구에 의하면 Jones모형에서 측정한 비정상발생액은 기업의 성과에 민감하게 반응한다(Dechow et al., 1995; Kasznik, 1999). Dechow and Dichev(2002)는 성과가 좋지 않은 기업은 이익의 질이 낮다고 보고하고 있으므로, 총자산이익율(ROA)의 회귀계수는 음수(-)일 것으로 예상된다. 그러나 한국 기업에 관한 실증연구에서 정재욱(2011)은 재량발생액의 절대 값과 ROA 사이에 양(+)의 관계를 보고하고 있다. 기업의 성과에 대한 또 다른 측정치는 영업현금흐름(CFO)인데, Subramanyam(1996)은 영업현금흐름과 비정상발생액 사이에서 음(-)의 의미 있는 관계를 발견하였다.

기업들의 부채계약을 통제하기 위하여 부채비율(DE)을 모형에 포함하였다. 부채를 보유한 기업들은 부채계약을 충족하기 위하여 이익을 상향조정하려는 유인을 갖기 때문에 DE의 회귀계수는 양수(+)로 예상된다. Dechow and Dichev(2002)는 기업의 영업순환주기가 길

수록 불확실성이 커지고, 추정과 추정에 다른 오차가 커지기 때문에 발생액의 질은 낮아질 것으로 예상했다. 더불어 발생액의 질이 영업순환주기(OPCYCL)의 길이와 음(-)의 관계를 갖는다는 증거를 제시하고 있다. 본 연구모형에서 종속변수인 회계의 질이 역측정치이기 때문에 OPCYCL의 회귀계수는 양수(+)로 예상된다. 마지막으로 산업별 더미변수(ID)와 연도별 더미변수(YD)는 회계기준과 경제환경의 산업별, 연도별 차이를 통제하기 위하여 모형에 포함하였다.

## IV. 실증 분석

### 4.1 자료 수집과 무차입기업의 현황

연구에 필요한 자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-Value 데이터베이스에서 추출하여 사용하였으며, 분석 대상 기간은 2008년부터 2012년까지 5년간으로 하였다. 표본기업은 다음의 조건을 만족하는 기업으로 선정하였다. 첫째, 한국거래소 상장법인으로서 연구기간 동안의 재무제표를 구할 수 있는 기업을 표본으로 선정하였다. 둘째, 금융 및 보험업과 부동산업 및 임대업에 속하는 기업은 재무제표의 계정과목이 달라 필요한 통일된 변수를 산출하기가 곤란하기 때문에 표본에서 제외하였다. 셋째, 분석기간 중 재무자료의 누락이 없는 기업을 표본으로 하였다.

자료 처리에서 극단치 제거를 위해서는 변수별 표본분포에서 양쪽 끝 1%에 해당하는 값을 벗어나는 표본에 대해서는 그 1%에 해당하는 값을 부여하는 윈저화기법(winsorization)을 사용하였다.

〈표 1〉 연도별 표본기업과 무차입기업 현황

| 연도        | 2년 연속 순부채기준 |       | 2년 연속<br>은행장기차입금기준 |       | 표본수   | 상장<br>기업수* |
|-----------|-------------|-------|--------------------|-------|-------|------------|
|           | 기업수         | 비율(%) | 기업수                | 비율(%) |       |            |
| 2008년     | 137         | 27.9  | 127                | 25.9  | 491   | 639        |
| 2009년     | 124         | 24.6  | 143                | 28.3  | 504   | 647        |
| 2010년     | 124         | 24.0  | 151                | 29.2  | 517   | 655        |
| 2011년     | 124         | 23.4  | 144                | 27.2  | 530   | 659        |
| 2012년     | 122         | 22.8  | 146                | 27.2  | 536   | 662        |
| 합계(비율 평균) | 631         | 24.5  | 711                | 27.6  | 2,578 | 3,262      |

\* 금융 및 보험업과 부동산업 및 임대업을 제외한 상장기업 수를 나타냄.

〈표 1〉은 금융 및 보험업과 부동산업 및 임대업을 제외한 연도별 상장기업 수와 표본

수, 그리고 무차입기업의 현황을 나타내고 있다. 차입기업과 무차입기업 중에서 어떤 수치를 제시해도 같은 마찬가지이지만 기업 실태를 파악하는데 좀 더 의미 있는 무차입기업의 수를 제시하였다. 연구기간 전체의 표본기업 수는 연구대상 상장기업의 79%로 표본의 대표성을 갖추었다고 볼 수 있다.

본 연구에서는 순부채과 은행장기차입금의 두 가지기준으로 2년 연속 차입금이 없는 기업만 무차입기업으로 분류하고 나머지는 모두 차입기업으로 분류하였다. 순부채가 2년 연속 영보다 적어 무차입기업으로 분류되는 기업은 2008년에 27.9%로 가장 많았지만 그 비율이 점점 감소하여 2012년에는 22.8%로 나타났다. 5년 동안의 평균값은 24.5%이다. 또 은행장기차입금이 2년 연속 영으로 나타나 무차입기업으로 분류되는 기업은 2010년에 표본기업의 29.2%로 가장 높은 비율을 보였고 2008년에는 25.9%로 가장 낮았으며 2011년과 2012년에는 27.2%로 나타났다. 은행장기차입금을 기준으로 한 무차입기업은 5년 평균이 27.6%로 순부채기준의 무차입기업 수보다 약 3% 많게 나타났다.

<표 2>는 무차입기업의 현황을 산업별로 구분하여 표시하고 있다. 먼저 순부채기준으로 분류한 무차입기업은 전기가스공급(49.0%)과 정보서비스(46.9%), 전기장비(42.0%)의 순서로 높았고, 섬유(6.7%)와 종합건설(7.8%), 육상운송(8.1%) 등이 가장 낮게 나타났다. 전체 평균이 24.5%임을 감안하면 산업별로 무차입기업의 편차가 매우 큼을 알 수 있다. 은행장기차입금을 기준으로 분류한 무차입기업은 정보서비스(53.1%)와 의복모피(48.1%), 소매업(42.3%)이 가장 높게 나타났고, 종합건설(3.1%)과 전기가스공급(3.9%), 고무플라스틱(12.1%)가 가장 낮게 나타났다. 은행장기차입금을 기준으로 분류한 경우에 순차입금으로 분류한 것보다 산업별 편차가 더 크게 나타나고 있음을 알 수 있다.

<표 2>에서 기업의 차입금 사용 행태와 관련하여 몇 가지 특징을 발견할 수 있다. 의복모피의 경우에 무차입기업의 비율이 은행장기차입금 기준으로는 48.1%에 달하지만 순부채 기준으로는 15.6%에 불과하게 나타난 것은 의복모피산업에 속하는 기업들 중에서 은행장기차입금을 사용하지 않는 기업들이 많고, 그 기업들은 차입금을 사용하지 않는 것이 아니라 회사채나 단기차입금 위주로 차입금을 사용하고 있음을 의미한다. 또 전기가스공급 기업들은 순부채 기준으로는 49.0%가 무차입기업이지만 은행장기차입금 기준으로는 3.9%만이 무차입기업으로 분류된다. 이는 전기가스공급 기업들이 대부분 은행장기차입금을 사용하고 있지만 차입금보다 더 많은 현금성자산을 보유한 기업들이 상당히 많다는 것을 의미하는 것이다. 무차입기업 비율이 가장 낮은 산업은 종합건설로 순부채기준으로 7.8%가 무차입기업이고 은행장기차입금기준으로는 3.1%만이 무차입기업으로 분류되었다. 이와 달리 무차입기업의 비율이 가장 높은 산업은 정보서비스로 각각 46.9%와 53.6%로 나타났다.

〈표 2〉 산업별 표본수 및 무차입기업 현황

| 번호        | 산업분류    | 2년 연속<br>순부채기준 |       | 2년 연속<br>은행장기차입금기준 |       | 표본수   |
|-----------|---------|----------------|-------|--------------------|-------|-------|
|           |         | 기업수            | 비율(%) | 기업수                | 비율(%) |       |
| 1         | 식음료     | 50             | 29.1  | 51                 | 29.7  | 172   |
| 2         | 섬유      | 3              | 6.7   | 7                  | 15.6  | 45    |
| 3         | 의복모피    | 12             | 15.6  | 37                 | 48.1  | 77    |
| 4         | 펄프종이    | 13             | 14.0  | 17                 | 18.3  | 93    |
| 5         | 화학      | 77             | 24.5  | 114                | 36.3  | 314   |
| 6         | 의료의약품   | 39             | 23.8  | 40                 | 24.4  | 164   |
| 7         | 고무플라스틱  | 15             | 22.7  | 8                  | 12.1  | 66    |
| 8         | 비금속     | 14             | 14.3  | 14                 | 14.3  | 98    |
| 9         | 1차금속    | 26             | 12.8  | 43                 | 21.2  | 203   |
| 10        | 금속가공    | 11             | 26.8  | 14                 | 34.2  | 41    |
| 11        | 전자통신    | 41             | 23.2  | 50                 | 28.3  | 177   |
| 12        | 전기장비    | 29             | 42.0  | 19                 | 27.5  | 69    |
| 13        | 기타기계장비  | 56             | 32.6  | 46                 | 26.7  | 172   |
| 14        | 자동차트레일러 | 59             | 37.3  | 56                 | 35.4  | 158   |
| 15        | 전기가스공급  | 25             | 49.0  | 2                  | 3.9   | 51    |
| 16        | 종합건설    | 10             | 7.8   | 4                  | 3.1   | 129   |
| 17        | 도매업     | 45             | 27.3  | 60                 | 36.4  | 165   |
| 18        | 소매업     | 17             | 32.7  | 22                 | 42.3  | 52    |
| 19        | 육상운송    | 8              | 8.1   | 19                 | 19.2  | 99    |
| 20        | 출판방송통신  | 27             | 39.7  | 20                 | 29.4  | 68    |
| 21        | 정보서비스   | 15             | 46.9  | 17                 | 53.1  | 32    |
| 22        | 전문서비스   | 39             | 29.3  | 51                 | 38.4  | 133   |
| 합계(비율 평균) |         | 631            | 24.5  | 711                | 27.6  | 2,578 |

## 4.2 기술통계 및 상관분석

〈표 3〉은 본 연구의 가설검증을 위한 회귀분석에서 사용된 변수들의 평균과 중앙값, 표준편차, 최대값, 최소값 등의 기술통계량을 나타내고 있다. 연구모형에서 종속변수인 회계의 질의 측정치는 그 평균(중앙값)이  $AQ_{DD}$ 가 0.089(0.063)이고  $AQ_{TWW}$ 는 0.087(0.060),  $AQ_{MJ}$ 는 0.084(0.058)로 나와  $AQ_{DD}$ 의 값이 제일 크고  $AQ_{MJ}$ 의 값이 제일 적은 것을 알 수 있다. 또 이들 세 가지 측정치의 최대값과 최소값, 그리고 표준편차는 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

분석대상 기업들의 현금보유비율은 평균이 10.4%, 중앙값이 7.2%로 나타났으며, 최대값은 50.1%나 되는 것으로 나타났다. 외국인 지분율은 평균이 9.4%지만 최대값 87%에 최소값이 0으로 나타나 외국인 투자가 소수기업에 편중되고 있음을 의미한다. 대주주 지분율도 평균 28.4%에 최대값이 90%로 나타나 소유분산이 잘 이루어지지 않고 있는 것으로 나

타났다. 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율은 평균이 1.567로 대체로 기업가치가 제대로 평가받지 못하고 있다고 할 수 있다. 총자산이익율과 영업현금흐름의 평균은 각 4.6%와 4.8%로 다른 연구들에서 측정된 값과 유사하였다. 부채비율은 평균 113.2%, 중앙값 82.1%으로 기업들이 부채사용을 극도로 기피하는 최근 경향을 잘 나타내고 있다.

<표 4>는 회귀분석에 사용된 각 독립변수간의 상관관계 분석결과를 나타내고 있다. 분석결과를 보면 LevD<sub>ND</sub>와 CASH는 59.7%의 양의 상관관계를 보여 차입금을 사용하는 기업의 현금보유가 많다는 예상과 일치한다. 또 SIZE가 GRPD와 FORE와 각각 57.35와 44.9%의 양의 상관관계를 보이는데, 이는 재벌기업이나 외국인 투자기업의 규모가 상대적으로 크다는 것을 의미한다. 또 CFO와 ROA가 41.6%의 양의 상관관계를 보이는 것도 성과가 좋은 기업의 현금흐름이 좋기 때문인 것으로 이해할 수 있다.

<표 3> 주요 변수의 기술통계량

| 변수          | 평균     | 중앙값    | 표준편차   | 최대값    | 최소값    |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| $AQ_{DD}$   | 0.089  | 0.063  | 0.089  | 0.498  | 0.001  |
| $AQ_{TWW}$  | 0.087  | 0.060  | 0.088  | 0.477  | 0.001  |
| $AQ_{MJ}$   | 0.084  | 0.058  | 0.083  | 0.414  | 0.001  |
| $LevD_{ND}$ | 0.245  | 0.000  | 0.430  | 1.000  | 0.000  |
| $LevD_{BL}$ | 0.276  | 0.000  | 0.447  | 1.000  | 0.000  |
| CASH        | 0.104  | 0.072  | 0.103  | 0.501  | 0.001  |
| GRPD        | 0.208  | 0.000  | 0.406  | 1.000  | 0.000  |
| FORE        | 9.411  | 3.365  | 13.643 | 87.060 | 0.000  |
| OWN         | 28.357 | 25.050 | 15.237 | 90.000 | 0.000  |
| BM          | 1.567  | 1.321  | 1.042  | 5.462  | 0.138  |
| SIZE        | 26.752 | 26.454 | 1.561  | 32.523 | 22.712 |
| SGROWTH     | 0.116  | 0.080  | 0.296  | 1.704  | -0.626 |
| ROA         | 0.046  | 0.044  | 0.086  | 0.305  | -0.305 |
| CFO         | 0.048  | 0.045  | 0.088  | 0.308  | -0.218 |
| DE          | 1.132  | 0.821  | 1.138  | 7.221  | 0.075  |
| OPCYCLE     | 4.645  | 4.686  | 0.748  | 11.162 | -1.712 |

주) 변수의 정의: AQDD: Dechow and Dichev(2002)에 의해 측정된 회계의 질, AQTWW: Teoh et al. (1998)에 의해 측정된 회계의 질, AQMJ: Dechow et al. (1995)의 수정 Jones(1991)모형에 의해 측정된 회계의 질, LevDND: 2년 연속 순부채기준으로 측정된 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0), LevDBL: 2년 연속 은행장기차입금기준으로 측정된 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0), CASH: 현금보유비율(현금과 시장성 유가증권/총자산), GRPD: 총수가 있는 기업집단소속 여부를 나타내는 더미변수(총수 있는 기업집단소속 기업은 1, 나머지는 0), FORE: 외국인지분율, OWN: 대주주 지분율, BM: 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율, SIZE: 기업규모(자산총액의 자연대수로 계산), SGROWTH: 매출액성장율, ROA: 총자산이익율(세전당기순이익/평균총자산), CFO: 영업현금흐름(영업현금흐름/전년도 총자산), DE: 부채비율(부채의 장부가치/지분의 장부가치), OPCYCLE: 영업순환주기[ln(재고자산 판매일 수+매출채권 회수일 수)], ID: 산업 더미, YD: 연도 더미.

〈표 4〉 주요 변수의 상관관계분석

| 변수          | $LevD_{ND}$ | $LevD_{BL}$ | $CASH$   | $GRPD$   | $FORE$   | $OWN$   | $BM$     | $SIZE$   | $SGROWTH$ | $ROA$    | $CFO$    | $DE$     |
|-------------|-------------|-------------|----------|----------|----------|---------|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|
| $LevD_{ND}$ | 1           |             |          |          |          |         |          |          |           |          |          |          |
| $LevD_{BL}$ | 0.410**     | 1           |          |          |          |         |          |          |           |          |          |          |
| $CASH$      | 0.597**     | 0.281**     | 1        |          |          |         |          |          |           |          |          |          |
| $GRPD$      | -0.090**    | -0.126**    | -0.050*  | 1        |          |         |          |          |           |          |          |          |
| $FORE$      | 0.183**     | 0.086**     | 0.154**  | 0.233**  | 1        |         |          |          |           |          |          |          |
| $OWN$       | 0.007       | 0.069**     | -0.019   | 0.032    | 0.038    | 1       |          |          |           |          |          |          |
| $BM$        | -0.076**    | -0.051**    | -0.115** | -0.187** | -0.202** | -0.029  | 1        |          |           |          |          |          |
| $SIZE$      | -0.083**    | -0.253**    | -0.112** | 0.573**  | 0.449**  | -0.049* | -0.133** | 1        |           |          |          |          |
| $SGROWTH$   | -0.020      | -0.029      | -0.021   | 0.022    | 0.002    | 0.034   | -0.067** | 0.037    | 1         |          |          |          |
| $ROA$       | 0.270**     | 0.109**     | 0.238**  | 0.052**  | 0.195**  | 0.020   | -0.257** | 0.064**  | 0.138**   | 1        |          |          |
| $CFO$       | 0.226**     | 0.032       | 0.270**  | 0.074**  | 0.192**  | 0.010   | -0.199** | 0.089**  | 0.011     | 0.416**  | 1        |          |
| $DE$        | -0.324**    | -0.256**    | -0.254** | 0.096**  | -0.119** | 0.030   | -0.022   | 0.188**  | -0.019    | -0.307** | -0.231** | 1        |
| $OPCYCLE$   | -0.047*     | 0.027       | -0.119** | -0.216** | -0.100** | -0.031  | 0.053**  | -0.266** | -0.120**  | -0.086** | -0.108** | -0.091** |

\*\*와 \*는 각각 1%와 5% 수준에서 통계적으로 유의적임(양측검증)을 의미함.

주) 변수의 정의:  $LevD_{ND}$ : 2년 연속 순부채기준으로 측정된 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0),  $LevD_{BL}$ : 2년 연속 은행장기차입금기준으로 측정된 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0),  $CASH$ : 현금보유비율(현금과 시장성 유가증권/총자산),  $GRPD$ : 총수가 있는 기업집단소속 여부를 나타내는 더미변수(총수 있는 기업집단소속 기업은 1, 나머지는 0),  $FORE$ : 외국인 지분율,  $OWN$ : 대주주 지분율,  $BM$ : 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율,  $SIZE$ : 기업규모(자산총액의 자연대수로 계산),  $SGROWTH$ : 매출액성장율,  $ROA$ : 총자산이익율(세전당기순이익/평균총자산),  $CFO$ : 영업현금흐름(영업현금흐름/전연도 총자산),  $DE$ : 부채비율(부채의 장부가치/지분의 장부가치),  $OPCYCLE$ : 영업순환주기[ $\ln(\text{재고자산 판매일 수} + \text{매출채권 회수일 수})$ ].

각 독립변수들 간의 상관관계는 앞에서 언급한 것 외에 특별히 높은 경우는 발견되지 않았다. 그러나 50% 이상의 상관관계를 보이는 변수들이 존재하기 때문에 다변량분석에서 다중공선성의 문제를 고려하기 위하여 분산팽창계수를 확인하였으나 본 연구에서 사용한 회귀모형에는 문제가 없는 것으로 나타났다<sup>9)</sup>.

### 4.3 가설검증 결과

다음의 <표 5-1>은 Dechow and Dichev(2002)가 제시한 발생액의 질에 의하여 측정된 회계의 질(AQ<sub>DD</sub>)을 종속변수로 하고 기업의 차입금 이용여부를 나타내는 더미변수(LevD)를 설명변수로 한 다중회귀분석을 통해 가설을 검증한 결과를 나타내고 있다. 이 표에서 모형 1은 순부채가 2년 연속 영(0)보다 적은 경우에만 차입금을 이용하지 않은 기업으로 분류한 더미변수 LevD<sub>ND</sub>를 설명변수로 사용하여 분석한 것이고, 모형 2는 은행장기차입금이 2년 연속 영(0)보다 적은 경우에만 차입금을 이용하지 않은 기업으로 분류한 더미변수 LevD<sub>BL</sub>를 설명변수로 하여 분석한 결과이다. 두 모형에서 F값은 10.456과 10.189로 1% 수준에서 유의한 적합도를 보였고, 설명력은 수정 R<sup>2</sup>가 12%와 11.7%임을 알 수 있다.

모형 1에서는  $\alpha_1$ 의 값이 -0.015로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 나타나 차입금을 이용하는 기업의 회계의 질이 차입금을 이용하지 않는 기업의 회계의 질보다 높다는 가설을 지지하는 결과를 보였다. 모형 2에서는  $\alpha_1$ 의 값이 0.002로 양(+)의 값이고 유의성도 없는 것으로 나타났다. 이는 기업의 차입금 이용여부를 어떻게 정의하는가에 따라 회계의 질과 차입금 이용여부의 관계가 다르게 나타날 수 있음을 의미하는 결과이고 동시에 은행차입금을 이용하는 기업의 회계의 질이 그 밖의 기업의 회계의 질 보다 특별히 높거나 낮지 않다는 것을 의미한다. 이는 은행의 우월적인 정보접근성으로 회계의 질이 열악한 차입기업은 역선택 비용을 감소시키기 위하여 은행을 통한 차입을 선호한다는 Bharath et al. (2008)의 주장과 부합하는 것이다.

통제변수 중 현금보유비율(CASH)은 1% 수준에서 예상과 일치하는 양(+)의 회귀계수를 보여주고 있다. 이는 Pedro et al. (2009)이 주장하는 바와 같이 회계의 질이 정보비대칭을 줄여주기 때문에 회계의 질이 높은 기업은 낮은 수준의 현금보유를 허용하여 재무제표에

9) 다중공선성 문제를 검토하기 위하여 산출한 각 독립변수들에 대한 분산팽창계수(VIF)는 다음과 같이 나타났다. 일반적으로 특정 회귀계수의 VIF가 10보다 크면 회귀모형을 수정하도록 권고하고 있으므로 이 회귀모형의 독립변수들은 적절하게 선택되었음을 알 수 있다.

| 구분  | LevD <sub>ND</sub> | LevD <sub>BL</sub> | CASH  | GRPD  | FORE  | OWN     | BM    |
|-----|--------------------|--------------------|-------|-------|-------|---------|-------|
| VIF | 1.749              | 1.280              | 1.750 | 1.731 | 1.512 | 1.063   | 1.457 |
| 구분  | SIZE               | SGROWTH            | ROA   | CFO   | DE    | OPCYCLE |       |
| VIF | 2.256              | 1.123              | 1.510 | 1.411 | 1.451 | 1.460   |       |

서 현금수준을 감소시킨 결과라고 해석된다. 그리고 기업 지배구조를 나타내는 변수인 총수 있는 기업집단 소속 여부(GRPD)와 외국인 지분율(FORE), 대주주 지분율(OWN)은 모두 의미 있는 결과를 보여주지 못하고 있다. 이러한 결과는, 후술하는 결과들과 비교해 볼 때, 발생액의 질에 의하여 측정된 회계의 질이 기업 지배구조와는 관련성이 적기 때문인 것으로 파악된다. 또 기업규모(SIZE)도 1% 수준에서 음(-)의 값으로 나와 예상과 일치하는 결과를 보였다.

<표 5-1> 회계의 질(AQDD)과 차입금 이용여부의 관계에 대한 회귀분석 결과

$$AQDD_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LevD_{i,t} + \alpha_2 CASH_{i,t} + \alpha_3 GRPD_{i,t} + \alpha_4 FORE_{i,t} + \alpha_5 OWN_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 SGROWTH_{i,t} + \alpha_9 ROA_{i,t} + \alpha_{10} CFO_{i,t} + \alpha_{11} DE_{i,t} + \alpha_{12} OPCYCLE_{i,t} + \sum ID_{i,t} + \sum YD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

| 변수                  | 예상 부호 | 모 형 1(LevD <sub>ND</sub> ) |        |       | 모 형 2(LevD <sub>BL</sub> ) |        |       |
|---------------------|-------|----------------------------|--------|-------|----------------------------|--------|-------|
|                     |       | 계수                         | t값     | 유의수준  | 계수                         | t값     | 유의수준  |
| Intercept           |       | 0.311                      | 6.591  | 0.000 | 0.302                      | 6.277  | 0.000 |
| LevD <sub>ND</sub>  | -     | -0.015                     | -2.895 | 0.004 |                            |        |       |
| LevD <sub>BL</sub>  | -     |                            |        |       | 0.002                      | 0.517  | 0.605 |
| CASH                | +     | 0.127                      | 5.875  | 0.000 | 0.093                      | 4.876  | 0.000 |
| GRPD                | +/-   | 0.005                      | 0.852  | 0.394 | 0.005                      | 1.023  | 0.307 |
| FORE                | -     | 0.000                      | 0.693  | 0.488 | 0.000                      | 0.347  | 0.729 |
| OWN                 | +     | 0.000                      | 0.965  | 0.335 | 0.000                      | 0.880  | 0.379 |
| BM                  | -     | -0.005                     | -2.659 | 0.008 | -0.005                     | -2.688 | 0.007 |
| SIZE                | -     | -0.009                     | -5.696 | 0.000 | -0.009                     | -5.435 | 0.000 |
| SGROWTH             | +     | 0.027                      | 4.522  | 0.000 | 0.028                      | 4.638  | 0.000 |
| ROA                 | +/-   | 0.012                      | 0.518  | 0.605 | 0.004                      | 0.184  | 0.854 |
| CFO                 | -     | -0.051                     | -2.234 | 0.026 | -0.050                     | -2.185 | 0.029 |
| DE                  | +     | 0.009                      | 5.186  | 0.000 | 0.010                      | 5.688  | 0.000 |
| OPCYCLE             | +     | 0.007                      | 2.619  | 0.009 | 0.007                      | 2.608  | 0.009 |
| $\sum ID$           |       | 포 함                        |        |       | 포 함                        |        |       |
| $\sum YD$           |       | 포 함                        |        |       | 포 함                        |        |       |
| Adj. R <sup>2</sup> |       | 0.120                      |        |       | 0.117                      |        |       |
| F-Value             |       | 10.456(0.000)              |        |       | 10.189(0.000)              |        |       |

주) 변수의 정의: AQDD: Dechow and Dichev(2002)에 의해 측정된 회계의 질, LevDND: 2년 연속 순부채기준으로 측정한 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0), LevDBL: 2년 연속 은행장기차입금기준으로 측정한 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0), CASH: 현금보유비율(현금과 시장성 유가증권/총자산), GRPD: 총수가 있는 기업집단소속 여부를 나타내는 더미변수(총수 있는 기업집단소속 기업은 1, 나머지는 0), FORE: 외국인 지분율, OWN: 대주주 지분율, BM: 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율, SIZE: 기업규모(자산총액의 자연대수로 계산), SGROWTH: 매출액 성장율, ROA: 총자산이익율(세전당기순이익/평균총자산), CFO: 영업현금흐름(영업현금흐름/전년도 총자산), DE: 부채비율(부채의 장부가치/지분의 장부가치), OPCYCLE: 영업순환주기[ln(재고자산 판매일 수+매출채권 회수일 수)], ID: 산업 더미, YD: 연도 더미.

기업의 성장성을 나타내는 변수인 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율(BM)과 매출액 성장율(SGROWTH)은 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값과 양(+)의 값을 각각 보여 예상과 일치하는 결과로 나타났다. 기업의 성과를 나타내는 총자산이익율(ROA)은 의미 있는 수치를 보여주지 않고 있지만, 영업현금흐름(CFO)은 예상과 일치하는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 계수를 보여주고 있다. 마지막으로 부채비율(DE)과 영업순환주기(OPCYCLE)도 1% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수를 보여 예상과 일치하는 결과로 나타났다.

<표 5-2>는 Teoh et al. (1998)의 모형에 의한 비정상유동발생액으로 측정한 회계의 질(AQTWW)을 종속변수로 하고 기업의 차입금 이용여부를 나타내는 더미변수(LevD)를 설명변수로 한 분석 결과를 나타내고 있다. 두 모형에서 F값은 11.388과 10.965로 1% 수준에서 유의한 적합도를 보였고, 설명력은 수정  $R^2$ 가 13%와 12.6%임을 알 수 있다.

<표 5-2> 회계의 질(AQTWW)과 차입금 이용여부의 관계에 대한 회귀분석 결과

$$AQTWW_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 LevD_{i,t} + \alpha_2 CASH_{i,t} + \alpha_3 GRPD_{i,t} + \alpha_4 FORE_{i,t} + \alpha_5 OWN_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} \\ + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 SGROWTH_{i,t} + \alpha_9 ROA_{i,t} + \alpha_{10} CFO_{i,t} + \alpha_{11} DE_{i,t} + \alpha_{12} OPCYCLE_{i,t} \\ + \sum ID_{i,t} + \sum YD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

| 변수          | 예상 부호 | 모 형 1( $LevD_{ND}$ ) |        |       | 모 형 2( $LevD_{BL}$ ) |        |       |
|-------------|-------|----------------------|--------|-------|----------------------|--------|-------|
|             |       | 계수                   | t값     | 유의수준  | 계수                   | t값     | 유의수준  |
| Intercept   |       | 0.172                | 3.722  | 0.000 | 0.187                | 3.948  | 0.000 |
| $LevD_{ND}$ | -     | -0.021               | -4.210 | 0.000 |                      |        |       |
| $LevD_{BL}$ | -     |                      |        |       | -0.009               | -2.225 | 0.026 |
| CASH        | +     | 0.157                | 7.385  | 0.000 | 0.120                | 6.408  | 0.000 |
| GRPD        | +/-   | -0.010               | -1.894 | 0.058 | -0.009               | -1.696 | 0.090 |
| FORE        | -     | -0.000               | -2.002 | 0.045 | -0.000               | -2.094 | 0.036 |
| OWN         | +     | 0.000                | 2.542  | 0.011 | 0.000                | 2.633  | 0.009 |
| BM          | -     | -0.004               | -2.217 | 0.027 | -0.004               | -2.297 | 0.022 |
| SIZE        | -     | -0.004               | -2.782 | 0.005 | -0.005               | -3.024 | 0.003 |
| SGROWTH     | +     | 0.028                | 4.712  | 0.000 | 0.028                | 4.807  | 0.000 |
| ROA         | +/-   | 0.068                | 2.909  | 0.004 | 0.058                | 2.454  | 0.014 |
| CFO         | -     | -0.074               | -3.332 | 0.001 | -0.078               | -3.487 | 0.000 |
| DE          | +     | 0.004                | 2.553  | 0.011 | 0.005                | 2.887  | 0.004 |
| OPCYCLE     | +     | 0.008                | 3.074  | 0.002 | 0.008                | 2.993  | 0.003 |
| $\sum ID$   |       | 포 함                  |        |       | 포 함                  |        |       |
| $\sum YD$   |       | 포 함                  |        |       | 포 함                  |        |       |
| Adj. $R^2$  |       | 0.130                |        |       | 0.126                |        |       |
| F-Value     |       | 11.388(0.000)        |        |       | 10.965(0.000)        |        |       |

주) 변수의 정의: AQTWW: Teoh et al. (1998)에 의해 측정한 회계의 질, LevDND: 2년 연속 순부채 기준으로 측정한 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0), LevDBL: 2년 연속 은행장기차입금기준으로 측정한 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입

기업은 1, 무차입기업은 0), CASH: 현금보유비율(현금과 시장성 유가증권/총자산), GRPD: 총수가 있는 기업집단소속 여부를 나타내는 더미변수(총수 있는 기업집단소속 기업은 1, 나머지는 0), FORE: 외국인 지분율, OWN: 대주주 지분율, BM: 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율, SIZE: 기업규모(자산총액의 자연대수로 계산), SGROWTH: 매출액성장율, ROA: 총자산이익율(세전당기순이익/평균총자산), CFO: 영업현금흐름(영업현금흐름/전연도 총자산), DE: 부채비율(부채의 장부가치/지분의 장부가치), OPCYCLE: 영업순환주기[ $\ln(\text{재고자산 판매일 수} + \text{매출채권 회수일 수})$ ], ID: 산업 더미, YD: 연도 더미.

모형 1에서는  $\alpha_1$ 의 값이 -0.021로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났고, 모형 2에서는  $\alpha_1$ 의 값이 -0.009로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 회계의 질을 비정상유동발생액으로 측정한 경우에는 은행장기차입금을 기준으로 차입금 이용여부를 분류한 경우에도 가설이 검증됨을 의미하는 결과이다.

또  $AQ_{TWW}$ 를 종속변수로 하는 모형에서는 기업 지배구조를 나타내는 기업집단 소속 여부(GRPD)와 외국인 지분율(FORE), 대주주 지분율(OWN)이 모두 5% 내지 10% 수준에서 유의한 값을 보였으며, 특히 GRPD는 음(-)의 값을 보여 총수 있는 기업집단소속 기업이 이익의 질이 더 높은 것으로 나타났다. 여기에서는 기업의 성과를 나타내는 총자산이익율(ROA)도 1% 또는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여 Dechow and Dichev(2002)의 결과와는 달리 한국 기업을 대상으로 분석한 정재욱(2011)과 일치하는 결과를 보였다.

<표 5-3>은 Dechow et al. (1995)에서 제안한 수정된 Jones(1991)모형에 의한 비정상발생액으로 측정한 회계의 질( $AQ_{MJ}$ )을 종속변수로 하고 기업의 차입금 이용여부를 나타내는 더미변수(LevD)를 설명변수로 한 회귀분석 결과를 나타내고 있다. 두 모형에서 F값은 10.726과 10.549로 1% 수준에서 유의한 적합도를 보였고, 설명력은 수정  $R^2$ 가 12.3%와 12.1%로 나타났다.

<표 5-3>의 검증 결과도 <표 5-2>의 결과와 대동소이한 것으로 2년 연속 순차입금이 영(0)보다 적은 무차입기업의 경우에는 차입기업 보다 회계의 질이 낮다는 것을 강하게 지지하고 있다. 그러나 은행장기차입금을 기준으로 무차입기업을 구분하였을 때에는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여 회계의 질이 낮은 기업들이 은행을 이용할 가능성이 있음을 암시하고 있다. 이에 대해서는 추가적인 연구가 필요할 것으로 보인다. 또 회계의 질에 대한 대용치로  $AQ_{MJ}$ 를 이용한 경우에는 기업의 성장성을 나타내는 지분의 시장가치 대비 장부가치비율(BM)이 유의미한 값을 보이지 않고 있음을 알 수 있다. 그리고 <표 5-2>에서와 마찬가지로 GRPD는 음(-)의 회귀계수를 ROA는 양(+)의 회귀계수를 일관되게 보이고 있음을 알 수 있다.

〈표 5-3〉 회계의 질(AQMJ)과 차입금 이용여부의 관계에 대한 회귀분석 결과

$$\begin{aligned}
 AQMJ_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 LevD_{i,t} + \alpha_2 CASH_{i,t} + \alpha_3 GRPD_{i,t} + \alpha_4 FORE_{i,t} + \alpha_5 OWN_{i,t} + \alpha_6 BM_{i,t} \\
 & + \alpha_7 SIZE_{i,t} + \alpha_8 SGROWTH_{i,t} + \alpha_9 ROA_{i,t} + \alpha_{10} CFO_{i,t} + \alpha_{11} DE_{i,t} + \alpha_{12} OPCYCLE_{i,t} \\
 & + \Sigma ID_{i,t} + \Sigma YD_{i,t} + \varepsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

| 변수          | 예상<br>부호 | 모 형 1( $LevD_{ND}$ ) |        |       | 모 형 2( $LevD_{BL}$ ) |        |       |
|-------------|----------|----------------------|--------|-------|----------------------|--------|-------|
|             |          | 계수                   | t값     | 유의수준  | 계수                   | t값     | 유의수준  |
| Intercept   |          | 0.127                | 2.885  | 0.004 | 0.139                | 3.080  | 0.002 |
| $LevD_{ND}$ | -        | -0.014               | -2.898 | 0.004 |                      |        |       |
| $LevD_{BL}$ | -        |                      |        |       | -0.007               | -1.748 | 0.081 |
| CASH        | +        | 0.146                | 7.229  | 0.000 | 0.123                | 6.900  | 0.000 |
| GRPD        | +/-      | -0.009               | -1.796 | 0.073 | -0.008               | -1.666 | 0.096 |
| FORE        | -        | -0.000               | -1.999 | 0.046 | -0.000               | -2.034 | 0.042 |
| OWN         | +        | 0.000                | 1.886  | 0.059 | 0.000                | 1.967  | 0.049 |
| BM          | -        | -0.003               | -1.625 | 0.104 | -0.003               | -1.685 | 0.092 |
| SIZE        | -        | -0.003               | -1.865 | 0.062 | -0.003               | -2.074 | 0.038 |
| SGROWTH     | +        | 0.024                | 4.307  | 0.000 | 0.024                | 4.371  | 0.000 |
| ROA         | +/-      | 0.043                | 1.905  | 0.057 | 0.036                | 1.596  | 0.111 |
| CFO         | -        | -0.069               | -3.280 | 0.001 | -0.072               | -3.403 | 0.001 |
| DE          | +        | 0.004                | 2.596  | 0.009 | 0.005                | 2.803  | 0.005 |
| OPCYCLE     | +        | 0.008                | 2.930  | 0.003 | 0.007                | 2.872  | 0.004 |
| $\Sigma ID$ |          | 포 함                  |        |       | 포 함                  |        |       |
| $\Sigma YD$ |          | 포 함                  |        |       | 포 함                  |        |       |
| Adj. $R^2$  |          | 0.123                |        |       | 0.121                |        |       |
| F-Value     |          | 10.726(0.000)        |        |       | 10.549(0.000)        |        |       |

주) 변수의 정의: AQMJ: Dechow et al. (1995)의 수정 Jones(1991)모형에 의해 측정된 회계의 질, LevDND: 2년 연속 순부채기준으로 측정된 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0), LevDBL: 2년 연속 은행장기차입금기준으로 측정된 차입금 이용 여부를 나타내는 더미변수(차입기업은 1, 무차입기업은 0), CASH: 현금보유비율(현금과 시장성 유가증권/총자산), GRPD: 총수가 있는 기업집단소속 여부를 나타내는 더미변수(총수 있는 기업집단 소속 기업은 1, 나머지는 0), FORE: 외국인 지분율, OWN: 대주주 지분율, BM: 지분의 시장가치 대비 장부가치 비율, SIZE: 기업규모(자산총액의 자연대수로 계산), SGROWTH: 매출액성장율, ROA: 총자산이익율(세전당기순이익/평균총자산), CFO: 영업현금흐름(영업현금흐름/전년도 총자산), DE: 부채비율(부채의 장부가치/지분의 장부가치), OPCYCLE: 영업순환주기[ln(재고자산 판매일 수+매출채권 회수일 수)], ID: 산업 더미, YD: 연도 더미.

## V. 결 론

기업과 관련을 맺고 있는 다양한 이해관계자들은 경영자가 공시하는 재무보고를 기초로 기업에 관한 의사결정을 하고 있다. 그러나 경영자와 사이에서 정보비대칭을 인식하고 있는 외부 이해관계자들은 이 정보비대칭을 완화하기 위하여 기업의 회계를 다각도로 확인

하고 감시한다. 기업이 작성한 재무제표에 신뢰성을 부여하는 것이 본래의 역할인 외부감사인은 논외로 한다고 해도, 과세당국은 기업의 조세회피를 감시하기 위하여 그리고 채권자는 채권의 회수가능성과 적절한 대부조건을 결정하기 위하여 기업의 회계를 지속적으로 감시하고 있다. 이와 같이 외부 이해관계자들이 기업에 대한 감시를 강화하게 되면 경영자의 기회주의적 행위가 감소하여 외부 주주도 이익을 얻게 될 것이다(Desai et al., 2007).

외부 이해관계자들의 기업에 대한 감시 강화는 경영자와 외부 이해관계자 사이의 정보 비대칭의 완화로 나타날 것이다. 선행연구들은 정보비대칭을 나타내는 대용치로 회계의 질을 사용하고 있으므로, 결국 외부 이해관계자들의 감시는 기업의 회계의 질을 개선하는 효과를 가져 올 것으로 기대된다(Francis et al., 2005; Bharath et al., 2008). 이상의 논리에 근거하여, 본 연구에서는 채권자의 감시를 받고 있는 차입금 이용기업들의 회계의 질이 채권자의 감시가 없는 무차입기업의 회계의 질에 비하여 상대적으로 우수한가를 실증적으로 검증하였다.

본 연구의 가설검증 결과를 정리하면 첫째, 차입금 이용여부를 순부채를 기준으로 구분한  $LevD_{ND}$ 를 설명변수로 사용한 경우에는 종속변수로 사용한 회계의 질에 관한 세 가지 측정치 모두에서 회귀계수가 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여 차입금을 이용하는 기업의 회계의 질이 차입금을 이용하지 않는 기업의 회계의 질보다 높다는 가설을 지지하였다. 둘째, 차입금 이용여부를 은행장기차입금을 기준으로 구분한  $LevD_{BL}$ 을 설명변수로 사용한 경우에는 회계의 질의 측정방법에 따라 유의성이 없거나 5% 또는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이러한 결과는 회계의 질이 열악한 차입기업일수록 역선택비용을 감소시키기 위하여 은행을 통한 차입을 선호한다는 Bharath et al. (2008)의 주장과 일맥상통하는 점이 있지만, 이에 대해서는 추가적인 연구가 필요하다.

통제변수로서 도입된 지배구조, 성장성, 수익성을 나타내는 변수들은 종속변수인 회계의 질을 어떤 방법으로 측정했는가에 따라서 차이는 있지만 대체로 예상과 일치하는 결과를 나타냈다. 특히 지배구조 중에서 총수 있는 기업집단 소속의 기업일수록(GRPD) 회계의 질이 높은 것으로 나타났으며, 총자산이익율(ROA)이 높을수록 회계의 질이 낮게 나타난 것은 주목할 만한 결과이다. 그리고 현금보유비율(CASH)과 기업규모(SIZE), 부채비율(DE), 영업순환주기(OPCYCLE) 등의 통제변수들은 회계의 질에 대한 세 가지 측정치 모두와 예상한 방향의 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

## 참고문헌

- 고재민, 김상일, 이호영. 2009. 감사품질의 대응치와 발생액의 질의 상관관계. 회계학연구 (제34권 제2호): 1-43.
- 공정거래위원회. [www.ftc.go.kr](http://www.ftc.go.kr)
- 박종성, 최기호. 2001. 차별적 감사수요와 자발적 감사인 교체. 회계학연구 (제26권 제3호): 1-25.
- 박종일. 2003. 기업지배구조와 이익조정: 최대주주지분율을 중심으로. 회계학연구 (제28권 제2호): 135-172.
- 신동령. 1993. 재벌기업과 비재벌기업의 재무구조 결정요인. 금융연구 (제7권 제1호): 113-145.
- 양규혁. 2012. 무차입 경영 기업의 조세관련 특성에 관한 연구. 국제회계연구 (제42권): 1-32.
- 양규혁. 2014. 무차입경영 기업의 조세회피에 관한 연구. 산업경제연구 (제27권 제4호): 1723-1748.
- 임형주, 최종서. 2013. 내생성을 고려한 소유집중도가 이익조정에 미치는 영향: 패널데이터를 이용한 정적 및 동적 분석. 회계학연구 (제38권 제3호): 231-277.
- 전영순. 2003. 경영자 예측정보의 신뢰성에 대한 외국인투자자 및 국내 기관투자자의 견제 기능. 대한경영학회지 (제16권 제4호): 891-913.
- 정재욱. 2011. 지배주주지분변화 전 이익조정과 주주간 이해상충. 회계학연구 (제36권 제4호): 139-168.
- 한국예탁결제원 사채관리회사. [ibond.ksd.or.kr](http://ibond.ksd.or.kr)
- Bharath, S. T., Sunder, J and Shyam V. S. 2008. Accounting Quality and Debt Contracting, *The Accounting Review*, 83 (1): 1-28.
- DeAngelo, L. E. 1981. Auditor Size and Audit Quality. *Journal of Accounting and Economics* 3 (3):183-199.
- Dechow, P. M., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 (2): 193-225.
- Dechow, P. M., and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors, *The Accounting Review* 77 (Supplement): 35-59.
- DeFond, M. L. 1992. The association between changes in client firm agency costs and auditor switching. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 11: 16-31.
- Desai, M. A., A. Dyck, and L. Zingales. 2007. Theft and Taxes. *Journal of Financial Economics* 84 (3): 591-623.
- Francis, J., E. Maydew, and H. Sparks. 1999. The Role of Big 6 Auditors in the Credible Reporting of Accruals. *Auditing: A Journal of Practice and Theory* 18: 17-34.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2004. Costs of Equity and Earnings

- Attributes. *The Accounting Review* 79 (4): 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.
- Guedhami, O. and Pittman, J. 2008. The Importance of IRS Monitoring to Debt Pricing in Private Firms, *Journal of Financial Economics* 90: 38-58.
- Hanlon, M., and Heitzman, S. 2010. A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics* 50: 127-178.
- Holthausen, R. W. and R. W. Leftwich .1983. The economic consequences of accounting choice: Implications of costly contracting and monitoring. *Journal of Accounting and Economics* (August) : 77-117.
- Jensen, M. C., and Meckling W. H. 1976. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3 (4): 305-360.
- Jones, J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- Kasznik, R. 1999. On the Association between Voluntary Disclosure and Earnings Management. *Journal of Accounting Research* 37: 57-81.
- Liu, J., D. Nissim, and J. Thomas. 2002. Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research* 40: 135-172.
- Menon, K., and D. D. Williams. 2004. Former audit partners and abnormal accruals. *The Accounting Review* 79 (4): 1095-1118.
- Pedro, J., M. S. Pedro, and Juan Pedro S. B. 2009. Accruals quality and corporate cash holdings. *Accounting and Finance* 49: 95-115.
- Peasnell, K. V., P. F. Pope, and S. Young. 2005. Board monitoring and earnings management: Do outside directors influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance & Accounting* 32: 1311-1346.
- Pincus, M., and S. Rajgopal. 2002. The interaction between accrual management and dredging: Evidence from oil and gas firms. *The Accounting Review* 77 (1): 127-160.
- Subramanyam, K. R. 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22(August): 249-281.
- Sunder, Shyam. 1997. Theory of Accounting and Control, *South-Western Publishing*.
- Teoh, S. H., I. Welch, and T. J. Wong. 1998. Earnings management and the under performance of seasoned equity offerings. *Journal of Financial Economics* 50: 63-99.