

세무회계저널

제17권 제6호 2016년 12월 pp.111~142

한국세무학회

회계정보의 비교가능성이 타인자본비용에 미치는 영향*

- 회사채 수익률 스프레드를 중심으로 -

최현정** · 조정은*** · 문두철****

<요 약>

본 연구는 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 대해 검증하였다. 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공할 경우 정보비대칭이 해소되어 채권 투자자들의 부채를 발행하는 기업에 대한 정보탐색 비용 및 재무상태와 경영성과에 대한 모니터링 비용이 절감된다. 또한 회계정보의 비교가능성이 높아질수록 기업들이 공시하는 재무제표의 유사성과 차이점을 파악하기 용이하고, 양질의 회계정보를 제공하게 됨에 따라 채권 투자자들은 기업의 미래 경영성과 및 미래 현금 흐름에 대한 예측이 수월해지게 된다. 따라서 부채 발행 기업의 위험프리미엄이 낮아지게 되어 회사채 수익률 스프레드가 감소할 것으로 예상된다.

2006년부터 2012년까지 한국의 유가증권시장 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 회계정보의 비교가능성이 증가할수록 회사채 수익률 스프레드가 감소하는 결과가 나타났다. 이러한 결과는 회계정보의 비교가능성이 채권 투자자들로 하여금 정보를 획득하고 분석하는데 드는 비용을 절감시키고, 회계정보를 양적 및 질적으로 향상시키게 되어 회사채 수익률 스프레드가 감소하는 것으로 해석된다. 또한 재무적 곤경 수준이 높은 기업일수록 비교가능성이 높은 회계정보를 제공할 경우 회사채 수익률 스프레드가 더 큰 폭으로 감소하여 재무적 곤경 수준에 따라 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 존재하는 것으로 나타났다.

본 연구는 회계정보의 비교가능성이 채권자들의 의사 결정이 직접적으로 반영되는 회사채 수익률 스프레드를 감소시키는데 중요한 역할을 담당한다는 결과를 제공함으로써 재무제표의 질적 특성인 비교가능성이 회계정보의 유용성을 제고시켜 효율적인 자원분배에 기여한다는 선행연구의 주장을 지지하는 실증 결과를 제시하였다. 특히, 국제회계기준 도입 이후 회계정보의 비교가능성에 대한 관심이 높아지고 있는 현 상황에서 본 연구의 결과는 경영자, 회계정보 이용자 및 정책당국 등에 의미 있는 시사점을 제공할 것으로 기대된다.

<주제어> 회계정보의 비교가능성, 회사채 수익률 스프레드, 재무적 곤경 수준

* 본 논문은 부경대학교 경영대학 간접연구경비 2016년도 우수논문 지원사업으로 수행된 연구임.

** 성결대학교 경영학부 조교수, hjchoi@sungkyul.ac.kr, 주저자

*** 부경대학교 경영대학 조교수, jecho@pknu.ac.kr, 교신저자

**** 연세대학교 경영대학 교수, dmoon@yonsei.ac.kr, 공동저자

논문접수일 2016년 3월 7일 1차수정일 2016년 7월 30일 2차수정일 2016년 11월 4일

게재확정일 2016년 12월 16일

I. 서 론

최근 세계 여러 나라에서 국제회계기준(International Financial Reporting Standards : IFRS)을 도입함에 따라 회계정보의 질적 특성 중 하나인 비교가능성의 중요성이 대두되고 있다. 국가 간에 서로 다른 회계처리 기준으로 인해 회계정보의 비교가능성이 저하되자 각국에서 국가별 회계정보의 비교가능성을 제고시키기 위해 IFRS를 도입하게 되었다. 이에 따라 IFRS 도입 이후 국가별 및 기업별 회계정보의 비교가능성의 변화에 관한 많은 연구가 진행되었다. Yip and Young(2012)은 유럽 국가들을 대상으로 IFRS의 의무 도입 이후 회계정보의 비교가능성이 증가하였다고 주장하였다. Brochet et al.(2013)은 IFRS를 도입한 영국기업들의 회계정보가 내부자들이 사적정보를 이용하여 얻게 되는 이득을 감소시킨다고 시사하였다. DeFond et al.(2011)은 IFRS를 의무적으로 도입한 EU(European Union) 회원국의 연구에서 IFRS 도입으로 인해 향상된 회계정보의 비교가능성이 국가 간 투자를 증대시키고 있음을 제시하였다. 이와 같이 IFRS 적용 이후 제고된 비교가능성은 회계정보를 양적 및 질적으로 향상시키고 정보의 유용성을 향상시키는데 기여하고 있음을 알 수 있다.

기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하게 될 경우 투자자들은 기업들 간의 유사성과 차이점을 파악하기 쉽기 때문에 기업의 현재 재무상태 및 미래 경영성과를 예측하는데 용이하게 되어 더 효율적인 투자 의사 결정이 가능하게 된다(FASB 2010). 미국의 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission)도 비교가능성이 자원을 효과적으로 분배시키고, 회계정보에 대한 신뢰성을 높인다고 언급하였다. 최근 활발히 진행되고 있는 회계정보의 비교가능성에 대한 선행연구에서도 비교가능성이 투자자들의 기업에 관한 정보를 획득하고 분석하는데 드는 비용을 줄이고, 회계정보의 양적 및 질적 향상에 기여한다는 실증적 증거를 제시하고 있다. De Franco et al.(2011)은 회계정보의 비교가능성이 재무분석가의 수와 이익예측 정확성을 높이고 이익 예측 분산을 감소시켜 정보비대칭을 해소한다고 보고하였다. 강민정 외(2013)은 국내 기업을 대상으로 비교가능성이 높은 정보가 재무분석가의 이익예측 정확성을 증가시키고, 투자자의 입장에서 회계정보의 가치관련성을 증가시켜 정보의 유용성을 향상시킨다고 주장하였다.

선행연구에 의하면 기업의 회계정보 질이 높을수록 투자자들이 기업가치 및 미래현금흐름에 대해 예측하기가 용이하기 때문에 채권 가격 또는 신용평가등급에 내재된 타인자본비용이 감소하게 된다(Sengupta 1998 ; Ahmed et al. 2002 ; Francis et al. 2005 ; Graham et al. 2008 ; Dhaliwal et al. 2011 ; Kim et al. 2013 ; 이아영 외 2008 ; 박연희 외 2011 ; 손성규와 정기위 2010). 즉 회계정보의 질이 양호할수록 경영자와 투자자들 간의 정보비대칭이 해소되어 해당 기업의 부채에 대해 낮은 위험 프리미엄이 적용되기 때문에 타인자본비용이 낮아지게 되는 것이다.

따라서 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하게 되면 채권 투자자들이 부채를 발행하

는 기업에 대한 추가적인 정보 탐색 비용 및 재무상태에 대한 모니터링 비용이 절감되어 자본 비용이 감소하게 될 것으로 예상된다. 또한 회계정보의 비교가능성이 높아질수록 기업은 양질의 회계정보를 제공하게 되어 채권투자자들은 기업의 미래 경영성과 및 미래 현금흐름에 대한 예측이 더 용이하게 된다. 결국 해당 기업의 위험 프리미엄이 감소하여 부채 비용은 감소할 것으로 예측된다. 특히 회사채 수익률 스프레드는 시장의 수급 상황과 채권자들의 의사 결정 과정이 즉시 반영되어 산출되고, 채권의 발행 및 유통 과정에서 항상 얻을 수 있는 자료로서 회사채 수익률 스프레드의 증감은 직접적인 부채 비용을 의미한다(박연희 외 2011). 이에 본 연구는 회계정보의 비교가능성이 자본 시장에 미치는 영향을 회사채 수익률 스프레드를 중심으로 살펴보고자 한다. 더 나아가 본 연구는 기업의 재무적 곤경 수준에 따라 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 있는지를 검증하였다. 일반적으로 재무적 곤경 수준이 높을수록 채권 투자자들은 원금 및 이자를 상환 받지 못할 위험에 대한 보상을 요구하여 타인자본비용은 증가한다(Mazumdar and Sengupta 2005 ; Bharath et al. 2008). 한편, 정보비대칭의 정도가 타인자본비용에 미치는 영향은 재무적 곤경 수준에 따라 다르다. 재무적 곤경 수준이 높은 그룹에서 정보비대칭이 완화되면 그렇지 않은 그룹에서 정보비대칭이 완화되는 경우보다 타인자본비용의 감소 효과가 더욱 큰 것으로 보고되고 있다(고영우와 이세철 2012). 따라서 재무적 곤경 수준이 높은 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하면 정보비대칭의 문제가 완화되므로 기업에 대한 현재 재무상태 및 미래 현금흐름과 경영성과를 예측하기 용이하기 때문에 채권자들이 요구하는 위험 프리미엄이 감소하게 되어 회사채 수익률 스프레드는 더 크게 감소할 것으로 예상된다.

본 연구는 2006년부터 2012년까지 유가증권 상장 기업이 발행한 회사채를 대상으로 이러한 예측에 대한 실증분석을 실시하였다. 회계정보의 비교가능성은 De Franco et al.(2011)이 개발한 측정치를 이용하였다. 타인자본비용으로 회사채 수익률 스프레드를 이용하였고, 추가적으로 연구 결과의 강건성을 확보하기 위해 신용등급 및 이자비용을 사용하여 본 연구의 가설은 재검증하였다. 실증분석 결과, 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하는 기업의 회사채 수익률 스프레드가 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 회계정보의 비교가능성이 채권 투자자들로 하여금 정보를 획득하고 분석하는데 드는 비용을 줄이고, 회계정보를 양적 및 질적으로 향상시키게 되어 회사채 수익률 스프레드가 감소하는 것으로 해석된다. 또한 기업의 재무적 곤경 수준에 따라 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 존재하는 것을 확인하였다. 즉 재무적 곤경 수준이 높을수록 비교가능성이 높은 회계정보는 회사채 수익률 스프레드를 더 크게 감소시키는 것으로 나타났다.

선행연구에 대한 본 연구의 공헌도는 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 회계정보의 비교가능성에 대한 효과를 타인자본비용의 관점에서 분석하여 비교가능성이 채권 투자자들로부터 조달받는 자본비용을 감소시킨다는 증거를 제시하였다는 점에서 의의가 있다. 즉 비교가능성이 높은 회계정보가 타인자본비용에 영향을 미치는 중요한 요인이 될 수 있음을 시사하고 있다. 최근 선행연구

구로서 Kim et al.(2013)은 미국 기업을 대상으로 비교가능성이 기업의 신용위험(credit risk)에 미치는 영향에 살펴보았으며, 이세철과 고영우(2014)는 우리나라 기업을 대상으로 비교가능성과 신용등급 및 이자비용 간의 관련성을 검증하였다. 신용등급은 연 1회 얻을 수 있는 자료로서 신용평가회사의 판단에 의하여 측정되며, 채권자들의 의사 결정 과정이 반영된 정보가 아니기 때문에 신용 등급이 직접적으로 부채 비용을 의미한다고 보기는 어렵다(박연희 외 2011). 이자비용은 재무제표에 공시된 자료로서 항상 얻을 수 있는 자료가 아니며, 과거에 발생한 비용이라는 측면에서 채권자의 의사결정 과정을 적시에 담아내기에는 한계가 있다. 그러나, 회사채 수익률 스프레드는 자본 시장의 수급 상황과 채권자들의 의사 결정 과정이 즉시 반영되어 산출되고, 채권의 발행 및 유통 과정에서 항상 얻을 수 있는 자료로서 회사채 수익률 스프레드의 증감은 직접적으로 부채 비용을 의미한다(박연희 외 2011). 본 연구는 비교가능성에 대한 채권 시장에서의 채권자들의 반응을 알아보기 위한 것으로 타인자본비용의 측정치로서 회사채수익률 스프레드를 이용하였으며, 유가증권시장이 발행한 회사채를 표본으로 사용하여 검증하였다는데 의의가 있다. 또한, 재무적 곤경 수준에 따라 비교가능한 회계정보가 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 나타나는지를 분석함으로써 선행연구들에 더해 추가적인 공헌점을 가진다. 선행연구(이상철 2011 ; 고영우와 이세철 2012)는 정보비대칭의 정도가 타인자본비용에 미치는 영향은 재무적 곤경 수준에 따라 다를 것을 보고하고 있다. 선행연구를 확장하여 본 연구는 비교가능성이 정보비대칭을 완화시킬 뿐만 아니라, 이는 재무적 곤경 수준에 따라 다를 것을 제시하였다. 즉, 재무적 곤경 수준이 높을수록 타인자본비용을 감소시키기 위해서는 정보비대칭성을 완화시키는 것이 중요하며, 이를 위해 비교가능성이 높은 정보를 제공할 필요가 있음을 보여주고 있다. 마지막으로, 본 연구의 결과는 비교가능성이 정보비대칭을 해소하여 채권 투자자들의 효과적인 투자 의사 결정에 영향을 미치고, 효율적인 자원분배를 가져온다는 시사점을 제공한다는 측면에서 의미가 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장은 회계정보의 비교가능성 및 타인자본비용에 관한 선행연구를 검토하고 가설을 설정한다. 제Ⅲ장은 변수의 측정과 표본의 선정, 연구모형에 대해 설명한다. 제Ⅳ장은 실증분석 결과를 제시하며, 마지막 제Ⅴ장에서는 결론 및 시사점을 설명한다.

Ⅱ. 선행 연구와 가설 설정

1. 회계정보의 비교가능성

회계정보의 비교가능성이란 두 기업에서 발생한 동일한 경제적 사건(economic events)에 대해 기업의 회계시스템을 통하여 재무제표에 반영되는 정도를 의미한다. 두 기업 간에 비교가능성이

높은 회계시스템을 가지고 있다면, 동일한 경제적 사건에 대해서 유사한 재무제표 성과를 보고 할 것이다(FASB 1980 ; De Franco et al. 2011). 즉, 비교가능성은 정보이용자가 두 기업 간 회계 정보의 유사성과 차이점을 식별할 수 있게 하는 회계 정보의 질적 특성이다. 투자자가 의사 결정시 주로 사용하는 회계 정보가 다른 기업과 유사하거나, 혹은 기업간 유사성과 차이점을 인식하기 쉽다면 시장참여자들은 더욱 쉽게 회계정보를 이용할 수 있어 그 유용성이 증대된다(윤선주와 고재민 2014).

기업이 재무제표를 공시하는 목적은 회계정보이용자의 의사결정에 유용한 정보를 제공하는 데 있다. FASB(2010)는 재무보고를 위한 개념체계에서 목적적합성, 충실한 표현, 비교가능성, 적시성 및 이해가능성을 유용한 정보를 제공하는데 필요한 질적 특성으로 제시하였다. 특히 정보이용자들이 효율적인 투자 의사 결정을 내리기 위해서는 비교가능한 회계정보의 중요성을 언급하여 비교가능성이 정보의 유용성을 향상시킴을 강조하였다.

비교가능성과 관련된 회계학 분야의 연구들을 살펴보면 다음과 같다. 우선, IFRS 도입과 비교가능성과의 관련성을 살펴본 연구들이다. 특히, 최근 우리나라를 비롯한 여러 나라에서 IFRS의 도입과 함께 회계정보의 비교가능성에 대한 관심이 증대되고 있고, IFRS 도입 이후 국가 및 기업간의 비교가능성이 향상되었는지에 관한 연구가 활발하게 이루어지고 있다. DeFond et al. (2011)은 EU(European Union) 회원국들이 IFRS를 의무적으로 도입한 이후 뮤추얼 펀드(Mutual Fund)에 대한 외국인투자자 지분율이 증가했다고 보고하여 IFRS 이후 제고된 회계정보의 비교가능성이 국가간 투자를 증대시켰음을 시사하였다. Yip and Young(2012)도 17개의 EU 회원국을 대상으로 IFRS의 의무도입 이후 회계정보의 비교가능성이 증가하였다고 검증하였다. 그러나 이와는 반대로 Cascino and Gassen(2014)은 독일과 이탈리아를 대상으로 IFRS 도입 효과를 살펴해보았으나, IFRS의 도입이 비교가능성에 유의한 영향을 미치지 못했다고 보고하였다. 또한, Brochet et al.(2013)은 IFRS 도입 이후 기간에 영국기업들의 내부자 매수거래로부터 발생하는 초과수익률이 감소한다는 증거를 제시하였다. 이러한 결과는 IFRS를 적용한 회계정보를 공시할 경우 내부자들이 사적정보로부터 이득을 얻을 가능성을 감소시킨다는 것을 의미한다.

둘째, 비교가능성과 자본시장에서의 효과와 관련된 연구들이다. De Franco et al.(2011)은 동일한 경제적 사건이 두 기업에 동시에 발생하였다고 가정하고, 두 기업의 기대이익을 각각 추정 한 후 두 기업간의 기대이익의 차이가 작을수록 회계정보의 비교가능성이 높다는 정의에 기초하여 비교가능성의 측정방법을 개발하였다. 이 측정방법을 이용하여 실증분석을 한 결과, De Franco et al.(2011)은 회계정보의 비교가능성이 재무분석가의 수와 이익예측 정확성과 양(+)의 상관관계를 보이며, 이익예측 분산과 음(-)의 상관관계를 나타낸다고 보고하였다. 이는 비교가능성이 높은 회계정보가 재무분석가들로 하여금 정보를 획득하고 분석하는데 드는 비용을 감소시켜 전반적으로 양질의 재무정보를 제공한다는 것을 의미한다. 강민정 외(2013)은 국내 기업을 대상으로 회계정보의 비교가능성이 정보비대칭을 해소하고, 정보유용성을 제고시키는 효과를

검증하였다. 실증분석 결과, 비교가능성이 높은 정보는 재무분석가의 이익예측 정확성을 증가시키고, 재무정보에 대한 의존정도를 높이는 것으로 나타났다. 또한 투자자의 입장에서 비교가능성은 회계정보의 가치관련성을 증가시킨다고 보고하였다. 이 밖에도 조은혜 외(2015)은 비교가능성이 높을수록 미래 주가 폭락 가능성이 낮아지며, 이 효과는 외국인 지분율이 높을수록 강해진다고 주장하였다.

셋째, 비교가능성과 감사와 관련된 연구들이다. Francis et al.(2014)은 동일한 대형 회계법인으로부터 감사를 받은 기업들 간의 회계정보의 비교가능성이 다른 대형 회계법인으로부터 감사를 받은 기업들 간의 비교가능성보다 높다는 사실을 발견하였다. 이는 대형 감사인이 피감사기업에 대한 회계감사기준의 적용 및 회계원칙의 준수 여부에 대한 평가방식이 같은 경우 회계정보의 비교가능성이 높아진다는 점을 시사하고 있다. 기은선과 권수영(2013)은 피감사 기업의 비교가능성이 높을수록 감사투입시간은 감소하고, 감사품질은 향상된다고 보고하여, 감사인이 회계정보의 비교가능성이 높은 기업에 대해 더 효율적인 회계감사 서비스를 제공한다는 증거를 제시하였다. 이와 유사하게 Kang et al.(2015) 역시 비교가능성과 감사 시간이 유의한 (-)의 관련성을 가진다는 결과를 발표하였으며, 비교가능성이 높을수록 회계 감사의 효율성이 높아진다고 주장하였다.

마지막으로 비교가능성과 신용등급 및 이자비용과 관련된 연구로서 Kim et al.(2013)은 회계정보의 비교가능성이 신용등급을 감소시킨다는 사실을 검증하여 비교가능한 회계정보가 신용등급에 대한 불확실성을 해소시킨다고 주장하였다. 신호영과 박희진(2014)는 비교가능한 회계정보가 기업의 미래 이익예측에 대한 불확실성을 감소시켜 투자자들간의 의견차이가 줄어든다고 보고하였다. 또한 이세철과 고영우(2014)는 비교가능성과 신용등급 및 이자비용 간에는 유의한 음(-)의 관련성이 있음을 보고했다. 최근까지의 선행연구들은 비교가능성과 신용평가등급 및 이자비용과의 관련성은 살펴보았으나, 아직 회사채 수익률 스프레드와의 관련성을 살펴보지는 않았다. 타인자본비용으로서 회사채 수익률 스프레드는 신용위험 및 이자비용과 다음과 같은 차이점을 갖는다. 신용 위험은 연 1회 얻을 수 있는 자료로서 신용평가회사의 판단에 의하여 측정되며, 채권자들의 의사 결정 과정이 반영된 정보가 아니기 때문에 신용 위험이 직접적으로 부채비용을 의미한다고 보기는 어렵다(박연희 외 2011). 또한 이자 비용의 경우에도 채무제표에 공시된 자료로서 항상 얻을 수 있는 자료가 아니며, 과거에 발생한 비용이라는 측면에서 채권자의 의사결정 과정을 적시에 담아내기에는 한계가 있다. 반면, 채권 수익률 스프레드는 시장의 수급상황과 채권자들의 의사 결정 과정이 즉시 반영되어 산출되고, 채권의 발행 및 유통 과정에서 항상 얻을 수 있는 자료로서 회사채 수익률 스프레드의 증감은 직접적으로 타인자본비용을 의미한다(박연희 외 2011 ; 최현정 외 2014). 이에 본 연구는 직접적인 타인자본비용의 측정치인 회사채 수익률 스프레드를 이용해서 채무제표 비교가능성과의 관련성을 알아보고자 한다.

2. 회계정보가 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향

기업과 외부투자자들 사이에 정보비대칭이 존재할 경우 투자자들은 해당 기업에 대한 정보획득비용 및 추가적인 정보탐색비용이 높아지고, 기업의 미래 경영성과를 예측하기 힘들기 때문에 기업의 자본비용은 증가할 것이다. 경영자는 기업의 현재 재무상태 및 미래전망에 대해 외부투자자들보다 더 많은 정보를 가지고 있기 때문에 정보비대칭을 완화시켜 자본조달비용을 낮추기 위해 투자자들에게 제공하는 회계정보의 질을 높이려는 유인이 존재한다. 타인자본비용과 관련한 선행연구에서는 기업의 회계정보를 비롯한 공시의 질이 높을수록 투자자들은 기업가치 및 미래현금흐름에 대한 예측능력이 높아지기 때문에 채권가격 또는 신용평가등급에 내재된 타인자본비용이 감소한다고 보고하고 있다. Sengupta(1998)는 재무분석가로부터 공시의 질이 양호하다는 평가를 받은 기업일수록 부채의 유효이자율이 낮아진다는 결과를 보고하였다. 또한 시장의 불확실성이 큰 상황에서 공시의 질이 타인자본비용에 미치는 영향이 더 크다고 주장하였다. 국내 선행연구도 공시의 질이 높을수록 타인자본비용을 감소시키는 효과가 크다는 동일한 결과를 제시했다. 이아영 외(2008)는 불성실공시법인으로 지정된 표본을 대상으로 공시품질의 저하가 타인자본비용을 증가시킨다고 주장하였다. 이는 낮은 공시품질이 자본시장에 부정적 신호로 작용하여 타인자본비용이 높아지는 것으로 해석하였다. 또한 불성실공시법인으로 지정되는 횟수가 많을수록 신용등급이 하락하고 차입이자율이 상승한다고 보고하였다. 양동훈 외(2011)는 기업의 정보위험을 나타내는 회계정보의 질이 높은 기업에게 채권투자자들이 상대적으로 낮은 위험프리미엄을 요구하게 되어 타인자본비용이 감소한다는 결과를 제시하였다.

회계정보의 질과 타인자본비용과 관련된 연구로서 Francis et al.(2005)은 발생액의 질이 높아질수록 타인자본비용이 감소한다고 보고하였다. 즉 발생액의 질이 높아지면 기업의 정보위험이 감소하게 되어 채권가격이 상승하게 된다고 해석하였다. 또한 발생액의 질을 본질적 발생액의 질(*innate accruals quality*)과 재량적 발생액의 질(*discretionary accruals quality*)로 구분하여 분석한 결과, 본질적 발생액의 질이 타인자본비용에 미치는 영향이 더 큰 것으로 나타났다. 이는 경영자의 재량적인 선택에 의해 결정되는 재량적 발생액의 질에 비해 기업이 처해 있는 산업여건, 영업특성 및 재무건전성과 관련된 본질적 발생액의 질의 효과가 더 큰 것을 의미한다. Ahmed et al.(2002)은 보수적 회계처리를 하는 기업의 경우 채권자들이 더 낮은 이자율을 요구한다고 보고하여 보수주의가 기업의 타인자본비용을 감소시키는 데 중요한 역할을 담당한다고 주장하였다. 박연희 외(2011)는 타인자본비용을 회사채 수익률 스프레드로 측정하여 재량적 발생액이 타인자본비용에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석결과 재량적 발생액이 증가할수록 기업의 정보 불확실성이 증폭되기 때문에 타인자본비용이 높아진다고 주장하였다. 특히 신용등급이 낮은 기업의 경우 이러한 현상은 더 뚜렷하게 나타난다고 보고하였다. 그밖에 Graham et al.(2008)은 재무제표 재작성이 은행과의 부채계약에 미치는 영향을 분석한 결과, 기업이 재무제표를 재작성한 후에 부채에 대한 이자율이 증가하고, 부채 상환기간이 짧아지며 더 많은 담보를 제공할 가능성

이 높다고 보고하였다. 이러한 결과는 재무제표 재작성으로 인해 증폭된 기업의 정보위험을 보상받기 위해 은행이 더 엄격한 부채계약을 요구하는 것으로 해석된다.

Kim et al.(2011)과 Dhaliwal et al.(2011)은 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업의 타인 자본비용이 더 높다는 결과를 제시하였다. 특히 Dhaliwal et al.(2011)은 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업 중 은행으로부터 부채를 조달받지 않는 기업은 은행의 감시기능의 부재로 인해 타인비용이 증가하는 정도가 더 크다고 주장하였다. Kim et al.(2011)은 내부 통제의 취약점을 보고한 기업이 이후에 취약점을 개선한 경우 은행이 요구하는 부채에 대한 이자율이 감소한다고 보고하였다. 또한 손성규와 정기위(2010)도 내부회계관리제도를 도입한 기업이 도입하지 않은 기업보다 타인자본비용이 유의하게 낮다는 실증결과를 제시하였다. 또한 내부회계관리제도의 검토결과 중대한 취약점을 보고하거나 검토범위 제한을 받은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 타인자본비용이 더 높게 나타났다. 한편, 선행연구(Doyle et al. 2007 ; Ge and McVay 2005 ; 이명곤과 이세철 2009)에 따르면 내부회계관리제도의 품질은 회계정보의 품질을 결정하는 하나의 요소로써 내부회계관리제도가 우수할수록 높은 품질의 회계정보를 제공한다.

이상의 선행연구를 종합해 보면 회계정보의 질이 높아질수록 정보비대칭이 해소되어 채권투자자들은 부채를 조달하려는 기업에 낮은 위험프리미엄을 적용하기 때문에 회사채 수익률 스프레드는 낮아질 것이다. 따라서 회계정보의 비교가능성이 높은 경우 경영자와 외부투자자들 간의 정보비대칭이 감소함에 따라 채권 투자자들이 부채 발행 기업에 대한 정보를 획득하고 분석하는데 드는 비용 및 기업의 재무상태를 감시하는데 드는 비용이 절감된다(De Franco et al. 2011 ; 강민정 외 2013). 이에 따라 기업이 양질의 회계정보를 제공하게 되어 회사채 수익률 스프레드는 감소할 것으로 예상된다. 또한 비교가능성이 높은 회계정보는 정보이용자로 하여금 기업들 간의 유사성과 차이점을 파악할 수 있게 하여 정보의 유용성을 제고시켜 투자자들이 효율적인 투자 의사 결정을 내릴 수 있게 된다(SEC 2000 ; FASB 2010). 이와 같이 양질의 정보를 제공받은 투자자들은 기업의 미래 경영성과 및 미래 현금흐름에 대한 예측이 용이해지기 때문에 기업에 대한 위험 프리미엄이 감소하여 회사채 수익률 스프레드는 낮아질 것으로 예측된다. 이에 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 : 회계정보의 비교가능성이 높을수록 회사채 수익률 스프레드는 감소한다.

기업의 부채에 대한 위험 프리미엄이 반영된 타인자본비용은 해당 기업의 재무적 곤경 수준이 높을수록 더 증가하게 된다(Driessen 2004). 재무적 곤경 수준이 높은 기업의 경우 채권자들이 원금 및 이자를 상환 받지 못할 위험에 대한 보상으로 타인자본비용이 더 높아지게 되는 것이다(Mazumdar and Sengupta 2005 ; Bharath et al. 2008). 이에 채권자들은 기업의 재무적 곤경 수준이 높아질수록 그들의 경제적 혜택과 직접적으로 연관되는 수익성이나 부채 비율 등 기업의 성과 및 재무 상태를 중요하게 고려한다(Easton et al. 2009).

정보비대칭이 타인자본비용에 미치는 영향은 재무적 곤경 수준에 따라 다르다. 재무적 곤경 수준이 높은 그룹의 정보비대칭 문제는 그렇지 않은 그룹의 정보비대칭 문제에 비해 타인자본 비용을 상승시키는 효과가 더 큰 것으로 보고되고 있다(고영우와 이세철 2012 ; 최현정 외 2014). 또한, 기업과 채권자 사이의 정보비대칭 문제로 인해 채권자가 해당 기업에 대한 정보가 부족할 경우 미래 기대 현금 흐름에 대한 예측이 어려워지므로 재무적 곤경 수준에 대한 추정 확률은 높아질 수밖에 없다. 반대로 해당 기업에 대한 정보가 충분하다면 채권자들은 기업의 미래 현금 흐름을 비교적 쉽게 예측할 수 있을 것이며, 부도 위험에 대해 불필요하게 높은 확률을 부여하지는 않을 것이다(Mansi et al. 2007). 만약 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하게 될 경우 투자자들은 기업들 간의 유사성과 차이점을 파악하기 쉽기 때문에 기업의 현재 재무상태 및 미래 경영성과를 예측하는데 용이하게 된다(FASB 2010). 즉, 재무적 곤경 수준이 높은 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하면 경영자와 투자자들 간의 정보비대칭이 해소되므로(De Franco et al. 2011), 채권의 가격을 결정하기 위해 투자자들이 부담할 수 있는 추가적인 정보탐색비용과 채무자의 정보 상태에 대한 감시비용이 절감될 것이다.

이에 따라 재무적 곤경 수준이 높은 기업 중에서 비교가능성이 높은 회계정보를 제공할 경우 채권 투자자들은 해당 기업에 대한 현재 재무상태 및 성과를 평가하고, 미래의 현금흐름과 경영성과를 예측하기가 용이하기 때문에 위험 프리미엄이 감소하게 되어 회사채 수익률 스프레드가 줄어들 것으로 판단된다. 한편, 재무적 곤경 수준이 낮은 기업은 채권 투자자들이 원금 및 이자 상환에 대한 위험을 크게 인식하지 않기 때문에 비교가능성이 높은 회계정보에 대한 정보의 유용성은 재무적 곤경 수준이 높은 기업에 비해 크지 않을 수 있다. 이러한 논의를 바탕으로 재무적 곤경 수준에 따라 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 있을 것으로 예측되어 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2 : 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향은 재무적 곤경 수준에 따라 차이가 있다.

III. 연구방법론

1. 회계정보의 비교가능성 측정

본 연구에서는 De Franco et al.(2011)이 개발한 회계정보의 비교가능성 측정방법을 이용하였다. De Franco et al.(2011)은 동일한 경제적 사건이 두 기업에 동시에 발생하였다고 가정하였을 때 유사한 재무제표성격을 보고할 경우 두 기업은 비교가능성이 높은 회계시스템을 가지고 있다고 정의하였다. 본 연구는 효율적 시장가설에 의해 경제적 사건의 종합적인 대응치로 주식수

익률을 사용하였고, 기업의 재무제표성과를 반영하기 위해 당기순이익을 사용하였다(Kothari 2001).¹⁾ 그 다음 과거 16분기 자료를 바탕으로 기업-연도 별로 다음의 식 (1)을 이용하여 회귀 계수 값을 추정하였다.

$$Earnings_{it} = \alpha_i + \beta_i Return_{it} + \epsilon \quad (1)$$

Earnings = 분기별 당기순이익/기초시가

Return = 분기별 주식수익률

식 (1)에서 $\hat{\alpha}_i$ 와 $\hat{\beta}_i$ 는 기업 i 의 회계시스템을 나타내고, 회계정보의 비교가능성을 측정하기 위해 다른 j 기업의 회계시스템은 $\hat{\alpha}_j$ 와 $\hat{\beta}_j$ 로 나타낼 수 있다. 회계정보의 비교가능성은 주어진 경제적 사건 하에서 두 기업의 회계시스템이 어느 정도 유사하게 재무제표 성과를 반영하는지를 의미한다. 여기서 동일한 경제적 사건을 보고하는 경우 두 기업간의 회계시스템의 차이를 측정하기 위해 다음의 식 (2)를 사용한다.

$$E(Earnings)_{iit} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{it} \quad (2)$$

$$E(Earnings)_{ijt} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i Return_{it} \quad (3)$$

두 기업간에 동일한 경제적 사건이 발생한다고 가정하기 때문에 식 (2)와 (3)에서 i 기업의 주식수익률을 경제적 사건의 대응치로 사용한다. 식 (2)에서 $E(Earnings)_{iit}$ 는 i 기업의 주식수익률(경제적 사건)이 반영된 i 기업의 기대이익을 나타내며, 식 (3)에서 $E(Earnings)_{ijt}$ 는 i 기업의 주식수익률(경제적 사건)이 반영된 j 기업의 기대이익을 의미한다. 그리고 i 기업의 기대이익과 j 기업의 기대이익 차이의 절대값이 두 기업 간 회계시스템의 차이를 나타내며 이는 비교가능성 정도를 보여준다. 즉 i 기업의 주식수익률(경제적 사건)로 측정한 동일한 경제적 사건이 발생했을 때 i 기업과 j 기업간의 기대이익 차이가 두 기업간의 비교가능성으로 정의된다. 한 분기만을 가지고 이러한 차이를 측정할 경우 비교가능성을 적절하게 나타내기 어려울 수 있으므로 식 (4)와 같이 과거 16개 분기의 값을 평균하였다. 또한 기대이익의 차이가 작을수록 비교가능성이 높은 것으로 해석되기 때문에 절대값에 음수를 곱하여 비교가능성을 측정하였다. 따라서 식 (4)의 $CompAcct_{ijt}$ 이 큰 값을 가질수록 비교가능성이 높은 것을 의미한다.

1) 재무제표의 비교가능성을 측정하기 위해 당기순이익만을 이용한 것은 De Franco et al.(2011) 측정치의 한계점이라고 할 수 있다. 그러나 당기순이익은 재무제표를 대표하는 가장 중요한 지표이고, 최근 개발된 비교가능성 측정치 중에서 가장 간결하면서 설명력이 있고, 다루기 쉬운 장점이 있다(De Franco et al. 2011).

$$CompAcct_{ijt} = -1/16 \times \sum_{t=15}^t |E(Earnings_{iit}) - E(Earnings_{ijt})| \quad (4)$$

본 연구는 산업별 특성을 반영하여 i 기업의 비교 대상 기업을 동일 산업에 속하는 기업들로 한정하였다. 예를 들어, i 기업이 속한 산업에 n 개의 기업이 있다면 i 기업은 자신을 제외한 $(n-1)$ 개의 비교대상 기업을 가지게 되어 $(n-1)$ 개의 비교가능성 측정치를 산출할 수 있다. 기업-연도별 비교가능성을 측정하기 위해 먼저 개별 기업에 대해 동일 산업 내 다른 기업들과의 비교가능성 측정값을 구한 후 그 값들의 평균(COMP1) 및 중위수(COMP2)를 구하여 비교가능성의 대응치로 사용하였다(De Franco et al. 2011 ; 강민정 외 2013 ; 기은선과 권수영 2013 ; 기은선 2014).

2. 재무적 곤경 수준의 측정

본 연구는 기업의 재무적 곤경 수준을 측정하기 위해 선행연구의 방법에 따라 Altman의 Z-score를 이용한다. Altman의 Z-score는 다음의 식 (5)를 이용하여 추정하며, Z-score가 낮을수록 재무적 곤경 수준이 높은 것으로 판단한다(Elliott et al. 2010). 본 연구는 선행연구를 바탕으로 Altman의 Z-score를 기준으로 중위수 미만인 경우에는 채무불이행위험이 높은 기업군으로, 중위수 이상인 경우에는 채무불이행위험이 낮은 기업군으로 분류한다.

$$Z-score = 1.2 \times (WC/TA) + 1.4 \times (RE/TA) + 3.3 \times (EBIT/TA) + 0.6 \times (MV/TL) + (SALES/TA) \quad (5)$$

Z-score = Altman의 Z-score

WC = 운전자본 (= 유동자산 - 유동부채)

TA = 총자산

RE = 이익잉여금

EBIT = 이자비용 및 법인세 차감 전 이익

MV = 시장가치 (= 주식수 * 주가)

TL = 총부채

SALES = 매출액

3. 연구모형

본 연구의 가설 1을 검증하기 위해 사용된 모형은 식 (6)과 같다.

$$\begin{aligned}
SPREAD_t = & \alpha_0 + \beta_1 COMP_{t-1} + \beta_2 SIZE_{t-1} + \beta_3 LEV_{t-1} + \beta_4 ROA_{t-1} + \beta_5 CFO_{t-1} \\
& + \beta_6 BETA_{t-1} + \beta_7 MB_{t-1} + \beta_8 INTCOV_{t-1} + \beta_9 FSH_{t-1} + \beta_{10} LSH_{t-1} \\
& + \beta_{11} RATE_{t-1} + \beta_{12} MATURITY_t + \beta_{13} ISSUE_t + \beta_{14} CALL_t \\
& + \sum IND + \sum YR + \epsilon_t
\end{aligned} \tag{6}$$

<i>SPREAD</i>	= 회사채 발행 시 발행금리 - 동일 만기 국고채 수익률
<i>COMP</i>	= 회계정보의 비교가능성(<i>COMP1</i> , <i>COMP2</i>)
<i>COMP1</i>	= i 기업과 동일 산업에 속하는 모든 기업들과의 비교가능성 측정치의 평균
<i>COMP2</i>	= i 기업과 동일 산업에 속하는 모든 기업들과의 비교가능성 측정치의 중위수
<i>SIZE</i>	= 총자산의 자연로그 값
<i>LEV</i>	= 총부채/총자산
<i>ROA</i>	= 당기순이익/총자산
<i>CFO</i>	= 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
<i>BETA</i>	= t년도 결산월 이전 60개월간 개별기업의 체계적 위험
<i>MB</i>	= 시장가치 대비 장부가치 비율(=(발행보통주식수*연말 종가)/기말 자본)
<i>INTCOV</i>	= 이자보상비율(=EBIT/이자비용)
<i>FSH</i>	= 외국인주주의 지분율(=외국인주주의 주식 총수/주식 발행 총수)
<i>LSH</i>	= 최대주주의 지분율(=대주주1인(특수관계자 포함)의 주식 총수/주식 발행 총수)
<i>RATE</i>	= 기업의 신용 등급. 최우량(상환불능) 채권등급의 경우 20(1)을 부여함
<i>MATURITY</i>	= 채권의 만기(년)
<i>ISSUE</i>	= 기업의 채권 발행 규모(억원)
<i>CALL</i>	= 수의 상환권 내재 여부로서 채권에 수의 상환권이 내재된 경우 1, 그렇지 않은 경우 0
<i>IND</i>	= 산업 더미
<i>YR</i>	= 연도 더미

본 연구는 부채비용의 대용치로서 회사채 수익률 스프레드(*SPREAD*)를 사용한다. 타인자본 비용의 대용치로서 신용등급이나 이자비용이 아닌 회사채 수익률 스프레드를 사용한 이유는 다음과 같다(최현정 외 2014). 회사채 수익률 스프레드는 회사채의 발행 및 유통 시 언제든지 얻을 수 있는 자료로 시장의 수급 상황에 따라서 채권자들의 의사 결정 과정이 즉시 반영되므로 회사채 수익률 스프레드의 증감 자체가 타인자본비용에 직접적인 영향을 미친다. 반면, 신용등급은 채권자들의 의사 결정 과정을 바탕으로 하는 정보가 아니며 신용평가회사의 판단에 의하여 산출되는 정보로서 연 1회 산출되므로 채권자들의 의사결정이 즉시 반영될 수 없다. 비록 신용등급 평가 과정에서 회계이익의 질적 특성이 반영될 수는 있지만, 신용등급이 직접적으로 부채비용의 증감에 영향을 미친다고 보기에는 어려운 점이 있다. 즉, 회사채의 경우에는 높은 이자율은 낮은 회사채 가격을 의미하지만 신용등급의 경우에는 낮은 신용등급을 받았을 때 사후적으로 회사채의 가격에 영향을 미칠 수는 있으나 낮은 신용등급 그 자체가 부채비용에 직접적으로 영향을 미친다고 볼 수는 없다(박연희 외 2011). 한편, 이자비용의 경우에는 이미 재무제표에 공시

된 과거 자료라는 점에서, 시장의 상황이나 채권자들의 의사 결정 과정에 대한 정보를 적시에 담아내기에는 한계가 있다. 이러한 점을 고려하여 본 연구는 타인자본비용의 대용치로서 회사채 수익률 스프레드를 이용한다.

식 (6)에서 종속변수인 SPREAD는 회사채 발행 시 발행금리에서 동일 만기를 가진 국고채 수익률을 차감하여 측정한다. 우리나라의 경우 대부분의 채권 발행이 액면가로 발행되기 때문에 채권의 만기 수익률을 발행 당시 금리로 사용한다(김철교와 정성훈 2009). 이 식의 관심변수는 회계정보의 비교가능성(COMP)으로 COMP1과 COMP2의 두 가지 측정치를 사용한다. COMP1 (COMP2)은 i 기업과 동일 산업에 속하는 모든 기업들 간의 비교가능성을 구한 후 평균(중위수)를 계산한 값을 이용한다. 본 연구의 가설 1에서 회계정보의 비교가능성이 높아질수록 회사채 수익률 스프레드가 감소할 것이라고 예상하였기 때문에 β_1 은 유의한 음(-)의 값을 보일 것으로 예상된다.

본 연구는 식 (6)에서 채권 발행 기업의 특성을 통제하기 위해 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 수익성(ROA), 현금흐름(CFO), 베타(BETA), 시장가치 대비 장부가치 비율(MB), 이자보상비율(INTCOV), 외국인 주주의 지분율(FSH), 최대주주 지분율(LSH), 신용등급(RATE) 등을 사용한다. 기업규모가 클수록 정보비대칭의 가능성이 낮고 파산할 경우 청산가치가 크므로(Kaplan and Urwitz 1979 ; Sengupta 1998), 회사채 수익률 스프레드는 상대적으로 낮을 것으로 예상된다. 부채비율이 높을수록 기업의 채무 불이행 가능성이 높아지고, 이자비용이 증가하므로(Kaplan and Urwitz 1979 ; 김명애와 김영진 2012), 회사채 수익률 스프레드는 커질 것으로 예측된다. 또한 수익성과 현금흐름이 높은 기업은 채권발행 금리가 낮아지므로(Kaplan and Urwitz 1979 ; Sengupta 1998 ; 최보람 외 2010), 회사채 수익률 스프레드는 감소할 것이다. 또한, 기업의 성장기회 및 위험이 타인자본비용에 미치는 영향을 통제하기 위해 시장가치 대비 장부가치의 비율과 베타를 통제변수로 사용한다(이만용과 장진호 2006 ; Elliott et al. 2010 ; 나영 외 2013). 이자보상비율이 높을수록 타인자본비용은 낮아질 것으로 기대되므로(Ziebart and Reiter 1992), 이를 통제변수로 추가한다. 지배구조변수 또한 타인자본비용에 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다. 최대주주 지분율의 경우 최대주주의 경영 참여가 부채비용을 감소시키는 것으로 나타났지만, 타인자본에 대한 의존도가 높거나 성장성이 낮은 기업, 주주의 권한이 약한 기업에서는 대주주 지분율의 부채비용에 대한 영향력이 약화되거나 부채비용이 상승하는 것으로 나타났다(김명애와 김영진 2012). 이에 최대주주 지분율이 회사채수익률 스프레드에 영향을 미칠 수 있으므로 최대주주 지분율을 통제변수로 사용한다. 외국인주주의 지분율이 증가할수록 정보비대칭 위험과 대리인 위험을 감소시켜 회사채수익률 스프레드가 유의하게 낮아지므로(최현정 외 2014) 이를 통제한다. 신용등급은 한국신용평가(주)에서 발표한 회사채 신용등급에 의해 결정되는데 최우량 채권등급(AAA)일 경우 20이 부여되고, 상환불능 채권등급(D)은 1이 부여된다.²⁾ 신

2) 한국신용평가(주)의 회사채의 평가등급은 채권의 원금과 이자금액의 합인 원리금의 상환능력에 따라

용등급이 낮을수록 회사채 수익률 스프레드는 증가할 것으로 예상되므로(박연희 외 2011) 통제 변수로 추가한다.

또한 발행 채권의 특성을 통제하기 위해 채권의 만기(MATURITY), 채권 발행 규모(ISSUE) 및 수의 상환권 내재 여부(CALL)를 통제변수로 포함시킨다(Bhojraj and Sengupta 2003). 발행 채권의 만기가 길수록 채권 이자율의 변동위험이 높아지고 채무 불이행 가능성이 높아지게 되어 회사채 수익률 스프레드는 증가할 것이다. 채권의 발행규모가 클수록 채권 인수 시 규모의 경제가 발생하기 때문에 회사채 수익률 스프레드는 낮아질 것으로 예측된다. 또한 수의 상환권이 있는 채권의 수익률이 수의 상환권이 없는 채권의 수익률보다 높으므로 회사채 수익률 스프레드는 감소할 것이다.

본 연구에서 가설 2인 재무적 곤경 정도에 따라 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 나타나는지를 검증하기 위해 다음의 식 (7)을 사용한다. 가설 2를 검증하기 위해 본 연구에서는 채무불이행위험을 나타내는 변수로서 HRISK를 이용한다. Altman의 Z-score를 기준으로 중위수 미만인 경우에는 채무불이행위험이 높은 기업군으로 분류되어 HRISK가 1의 값을 가지며, 중위수 이상인 경우에는 채무불이행위험이 낮은 기업군으로 분류되어 HRISK가 0의 값을 갖는다. 식 (6)에 HRISK, $COMP \times HRISK$ 의 상호작용항을 추가하여 검증한다. 만약 $COMP \times HRISK$ 의 계수 값이 유의한 음(-)의 값을 가지면 채무불이행위험이 높은 경우 COMP이 회사채수익률 스프레드를 더욱 감소시킴을 의미하므로 본 논문의 가설 2를 지지하는 것이다.

$$\begin{aligned} SPREAD_t = & \alpha_0 + \beta_1 COMP_{t-1} + \beta_2 COMP_{t-1} \times HRISK_{t-1} + \beta_3 HRISK_{t-1} + \beta_4 SIZE_{t-1} \\ & + \beta_5 LEV_{t-1} + \beta_6 ROA_{t-1} + \beta_7 CFO_{t-1} + \beta_8 BETA_{t-1} + \beta_9 MB_{t-1} \\ & + \beta_{10} INTCOV_{t-1} + \beta_{11} FSH_{t-1} + \beta_{12} LSH_{t-1} + \beta_{13} RATE_{t-1} \\ & + \beta_{14} MATURITY_t + \beta_{15} ISSUE_t + \beta_{16} CALL_t + \sum IND + \sum YR + \epsilon_t \end{aligned} \quad (7)$$

HRISK=채무불이행위험이 높으면 1, 그렇지 않으면 0
다른 변수의 정의는 식 (6)을 참고

4. 표본

본 연구는 유가증권시장에 상장되어 있는 기업이 발행한 회사채로서 다음과 같은 조건을 만족하는 회사채를 표본으로 선정하였다.

AAA부터 D까지 20개 등급으로 분류하고 있다. AAA부터 BBB까지는 원리금 상환능력이 인정되는 투자등급이며, BB에서 D까지는 투기등급으로 분류된다.

- (1) 2006년부터 2012년 동안 유가증권시장에 상장된 기업이 발행한 채권
- (2) Fn-Guide의 Data-Guide Pro에서 채권 발행 자료 및 신용 등급 자료를 이용할 수 있는 기업이 발행한 채권
- (3) 금융업에 속하지 않은 기업이 발행한 채권
- (4) 12월 결산 상장 법인이 발행한 채권
- (5) 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 재무자료를 추출할 수 있는 기업이 발행한 채권

금융업에 속하는 기업은 다른 산업의 기업과 비교하여 회계 처리 절차나 자본 구조 등이 상이하기 때문에 금융업에 속하는 기업이 발행한 채권은 표본에서 제외하였으며, 표본의 동질성을 확보하기 위해 12월 결산 기업이 발행한 채권을 대상으로 분석하였다. 또한 각 변수에 포함된 극단치가 분석 결과에 미치는 영향을 배제하기 위해 모든 변수의 상위 1%와 하위 1%에 해당하는 표본의 값은 Winsorization 방식으로 처리하였다. <표 1>에서 나타난 바와 같이 위와 같은 선정 기준을 통하여 분석에 이용된 기업-연도 관측치는 총 213개이며, 채권 발행 관측치는 총 457개이다. 본 연구의 가설 검증을 위해 총 457개의 회사채 발행 관측치를 사용하였다.

〈표 1〉 표본

구 분	표본 수
2006-2012년까지 유가증권 상장기업 중 전체 채권 발행 수	549
금융업에 속하는 기업이 발행한 채권 수	(16)
12월 결산이 아닌 기업이 발행한 채권 수	(7)
재무자료를 추출할 수 없는 기업이 발행한 채권 수	(69)
Total	457

IV. 결 과

1. 변수의 기술통계 및 상관관계 분석

<표 2>는 본 연구에 사용된 변수들의 각종 기술통계량을 보여준다. 기술통계량으로 각 변수들의 평균과 상위 25%값, 중위수, 상위 75%값, 최소값과 최대값, 그리고 표준편차를 제시하였다. 본 연구의 종속변수인 SPREAD는 평균이 3.9%이고 중위수가 4.0%로 국고채 수익률과 비교하였을 때 발행 기업은 평균적으로 약 4% 정도의 수익률을 추가적으로 지불하고 있음을 알 수

있다. 독립변수인 회계정보의 비교가능성 측정치 COMP1과 COMP2의 평균(중위수)은 각각 $-0.028(-0.044)$ 및 $-0.019(-0.028)$ 로 나타났다. 채권 발행 기업의 신용등급(RATE)은 평균이 8.747이고 중위수가 9.000로 보고되었다. 채권의 만기(MATURITY)는 평균 약 1.7년이고, 채권 발행 규모(ISSUE)는 평균적으로 약 55억원이다. 또한 전체 표본 중 약 4.6%만이 수의 상환권(CALL)이 내재된 채권으로 나타났다.

〈표 2〉 기술통계량

변수	최소값	평균	제1 사분위수	중위수	제3 사분위수	표준편차	최대값
SPREAD	0.001	0.039	0.026	0.040	0.053	0.088	0.019
COMP1	-0.375	-0.028	-0.093	-0.044	-0.027	0.737	0.123
COMP2	-0.340	-0.019	-0.052	-0.028	-0.015	0.508	0.093
Z-SCORE	-0.936	1.076	0.456	1.079	1.547	4.223	1.000
SIZE	24.871	28.008	27.455	28.164	28.853	30.484	1.275
LEV	0.180	0.650	0.589	0.660	0.732	1.060	0.141
ROA	-0.364	-0.006	-0.023	0.010	0.036	0.146	0.088
CFO	-0.237	0.006	-0.033	0.009	0.049	0.226	0.074
BETA	0.377	1.311	0.968	1.299	1.681	2.452	0.471
MB	-2.091	1.045	0.462	0.761	1.337	4.530	0.927
INTCOV	-17.577	1.512	-0.835	0.472	1.960	32.255	6.863
FSH	0.000	0.097	0.016	0.056	0.134	0.464	0.109
LSH	0.122	0.379	0.256	0.380	0.465	0.867	0.169
RATE	1.000	8.588	7.000	8.000	10.000	20.000	3.268
MATURITY	0.250	1.720	1.000	2.000	2.000	2.500	0.577
ISSUE	0.020	55.398	20.000	40.000	70.000	546.000	59.560
CALL	0.000	0.046	0.000	0.000	0.000	1.000	0.210

SPREAD = 회사채 발행 시 발행금리 - 동일 만기 국고채 수익률

COMP1 = i 기업과 동일 산업에 속하는 모든 기업들과의 비교가능성 측정치의 평균

COMP2 = i 기업과 동일 산업에 속하는 모든 기업들과의 비교가능성 측정치의 중위수

Z-SCORE = Altman's Z-score

SIZE = 총자산의 자연로그 값

LEV = 총부채/총자산

ROA = 당기순이익/총자산

CFO = 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산

BETA = t년도 결산일 이전 60개월간 개별기업의 체계적 위험

<i>MB</i>	=시장가치 대비 장부가치 비율(=(발행보통주식수*연말 종가)/기말 자본)
<i>INTCOV</i>	=이자보상비율(=EBIT/이자비용)
<i>FSH</i>	=외국인주주의 지분율(=외국인주주의 주식 총수/주식 발행 총수)
<i>LSH</i>	=최대주주의 지분율(=대주주1인(특수관계자 포함)의 주식 총수/주식 발행 총수)
<i>RATE</i>	=기업의 신용 등급. 최우량(상환불능) 채권등급의 경우 20(1)을 부여함
<i>MATURITY</i>	=채권의 만기(년)
<i>ISSUE</i>	=채권 발행 규모(억원)
<i>CALL</i>	=수의 상환권 내재 여부로서 채권에 수의 상환권이 내재된 경우 1, 그렇지 않은 경우 0

<표 3>은 주요 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과이다. 종속변수인 SPREAD는 회계정보의 비교가능성 측정치인 COMP1 및 COMP2와 각각 10% 및 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내어 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하는 기업일수록 회사채 수익률 스프레드가 감소한다는 본 연구의 가설 1을 지지하고 있음을 알 수 있다. 또한 SPREAD는 부채비율(LEV)과 유의한 양(+)의 상관관계를 가지며 수익성(ROA)과 현금흐름(CFO)과 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 신용등급(RATE)과 채권 만기(MATURITY)는 회사채 수익률 스프레드(SPREAD)와 각각 유의한 음(-)의 상관관계를 나타냈다. 그러한 이러한 상관관계 분석결과는 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 통제변수들을 포함하지 않은 결과이므로 일반화하기 어렵기 때문에 다변량 분석을 통해 가설을 검증하고자 한다.

〈표 3〉 상관관계 분석

	SPREAD	COMP1	COMP2	Z-SCORE	SIZE	LEV	ROA	CFO	BETA	MB	INTCOV	FSH	LSH	RATE	MATURITY	ISSUE
COMP1	-0.083 [*]	1.000														
COMP2	-0.120 ^{**}	0.923 ^{***}	1.000													
Z-SCORE	-0.240 ^{***}	-0.157 ^{***}	-0.103 ^{**}	1.000												
SIZE	0.027	-0.049	-0.081	0.113	1.000											
LEV	0.202 ^{***}	0.138 ^{***}	0.071	-0.593 ^{***}	-0.087 [*]	1.000										
ROA	-0.168 ^{***}	-0.252 ^{***}	-0.221 ^{***}	0.697 ^{***}	0.199 ^{***}	-0.456 ^{***}	1.000									
CFO	-0.136 ^{***}	0.205 ^{***}	0.115 ^{**}	0.297 ^{***}	0.143 ^{***}	-0.228 ^{***}	0.238 ^{***}	1.000								
BETA	0.333 ^{***}	-0.043	-0.055	-0.301 ^{***}	0.215 ^{***}	0.325 ^{***}	-0.133 ^{***}	-0.180 ^{***}	1.000							
MB	-0.139 ^{***}	-0.085 [*]	-0.110 ^{**}	0.174 ^{***}	-0.060	-0.002	0.004	0.069	-0.073	1.000						
INTCOV	-0.063	-0.137 ^{***}	-0.143 ^{***}	0.508 ^{***}	0.141 ^{***}	-0.429 ^{***}	0.451 ^{***}	0.173 ^{***}	-0.202 ^{***}	0.145 ^{***}	1.000					
FSH	-0.247 ^{***}	-0.055	-0.067	0.270 ^{***}	0.318 ^{***}	-0.403 ^{***}	0.265 ^{***}	0.252 ^{***}	-0.179 ^{***}	0.083 ^{***}	0.259 ^{***}	1.000				
LSH	0.096 ^{**}	0.177 ^{***}	0.201 ^{***}	-0.200 ^{***}	0.020	0.081 [*]	-0.036	-0.096 ^{**}	0.018	-0.178 ^{***}	-0.099 ^{**}	-0.287 ^{***}	1.000			
RATE	-0.173 ^{***}	0.180 ^{***}	0.127 ^{***}	-0.527 ^{***}	-0.533 ^{***}	0.457 ^{***}	-0.392 ^{***}	-0.147 ^{***}	0.120 ^{**}	-0.033	-0.412 ^{***}	-0.407 ^{***}	0.040	1.000		
MATURITY	-0.354 ^{***}	-0.079 [*]	-0.011	0.178 ^{***}	-0.100 ^{**}	-0.069	0.081 [*]	-0.040	-0.043	0.046	0.046	0.025	-0.081 [*]	-0.173 ^{***}	1.000	
ISSUE	0.075	-0.042	-0.055	0.090 [*]	0.399 ^{***}	0.010	0.094 ^{**}	0.022	0.068	0.127 ^{***}	0.174 ^{***}	0.131 ^{***}	-0.084 [*]	-0.242 ^{***}	-0.036	1.000
CALL	-0.050	0.021	0.020	-0.121 ^{***}	-0.098 ^{**}	0.117 ^{**}	-0.163 ^{***}	-0.040	-0.085 [*]	-0.028	-0.052	-0.050	-0.041	0.178 ^{***}	-0.011	-0.103 ^{**}

변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

***, **, *는 각각 양측검정으로 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함

2. 가설 검증 결과

<표 4>는 식 (6)을 이용하여 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드를 감소시키는지를 검증한 회귀분석 결과이다. 본 연구에서는 회계정보의 비교가능성을 두 가지 방법으로 측정하였다. 첫 번째 방법은 동일 산업 내 기업들 간의 비교가능성을 측정한 후 그 값들의 평균 (COMP1)을 산출하였고, 두 번째 방법은 동일 산업 내 기업들 간의 비교가능성을 계산한 값들의 중위수 (COMP2)를 구하였다. <표 4>에서 모형 (1)은 COMP1을 사용하였고, 모형 (2)는 COMP2를 사용하여 분석하였다.

모형 (1)의 분석 결과, COMP1은 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여 회계정보의 비교가능성이 높아질수록 회사채 수익률 스프레드는 감소하는 것으로 나타났다. 이는 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공할 경우 회사채 수익률 스프레드가 감소한다는 결과를 의미하며, 본 연구의 가설 1을 지지하는 결과이다. 모형 (2)를 이용하여 분석한 결과도 COMP2가 5% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 나타내어 모형 (1)의 분석 결과와 일관된 결과를 보였다. <표 4>의 분석결과에 따르면 기업이 동일 산업내 기업들과 비교가능성이 높은 회계정보를 제공할 경우 채권 투자자들은 해당 기업에 관한 정보를 획득하고 분석하는데 드는 비용이 절감되기 때문에 기업의 현재 재무상태 및 미래 전망에 대해 파악하기가 용이하게 된다. 따라서 투자자들이 낮은 위험 프리미엄을 요구하게 됨에 따라 회사채 수익률 스프레드가 감소하는 것으로 해석된다.

통제변수 중 베타(BETA)와 이자보상비율(INTCOV)은 유의한 양(+)의 값을 보였고, 외국인 주주의 지분율(FSH) 및 신용등급(RATE)은 유의한 음(-)의 계수값을 나타내어 본 연구의 예상과 일치하는 결과를 보고하였다. 한편, 채권의 만기(MATURITY)는 예상과는 다르게 유의한 음(-)의 값을 나타냈다. 이는 만기가 긴 채권을 발행하는 국내 기업의 경우 상환능력이 우수하고 부도 위험이 낮기 때문에 시장에서 위험 프리미엄을 적게 요구하기 때문인 것으로 해석된다. 모형의 설명력(Adjusted R^2)은 50% 이상으로 우수한 것으로 나타났다.

〈표 4〉 회계정보의 비교가능성이 타인자본비용에 미치는 영향

변 수	종속변수(SPREAD)	
	모형(1)	모형(2)
<i>Intercept</i>	0.043(1.26)	0.026(0.76)
<i>COMP1</i>	-0.028(-2.41)**	
<i>COMP2</i>		-0.033(-2.07)**
<i>SIZE</i>	-0.001(-0.33)	-0.003(-0.26)
<i>LEV</i>	0.010(1.27)	0.009(1.19)
<i>ROA</i>	0.006(0.55)	0.007(0.60)
<i>CFO</i>	-0.013(-1.25)	-0.014(-1.32)
<i>BETA</i>	0.007(3.42)***	0.007(3.39)***
<i>MB</i>	-0.001(-0.59)	-0.001(-0.56)
<i>INTCOV</i>	0.003(2.42)**	0.003(2.33)**
<i>FSH</i>	-0.020(-2.13)**	-0.020(-2.05)**
<i>LSH</i>	0.005(1.14)	0.005(1.21)
<i>RATE</i>	-0.001(-2.70)***	-0.001(-2.71)***
<i>MATURITY</i>	-0.007(-5.73)***	-0.007(-5.75)***
<i>ISSUE</i>	-0.001(-0.94)	-0.001(-1.01)
<i>CALL</i>	-0.004(-1.17)	-0.004(-1.17)
<i>IND Dummy</i>	Included	Included
<i>YR Dummy</i>	Included	Included
Adj. R ²	0.538	0.537
F-value	14.95**	14.85***
N	457	457

변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

***, **, *는 각각 양측검정으로 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함

<표 5>는 식 (7)을 사용하여 기업의 재무적 곤경 수준에 따라 회계정보의 비교가능성이 회사 채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 나타나는지를 분석한 결과이다. 본 연구에서는 Altman의 Z-Score를 기준으로 중위수 미만인 경우에는 채무불이행위험이 높은 기업군으로, 중위수 이상인 경우에는 채무불이행위험이 낮은 기업군으로 분류하였다. 채무불이행위험을 나타내는 더미변수인 HRISK는 채무불이행위험이 높은 기업이면 1, 그렇지 않은 기업이면 0의 값을 부여한다. <표 5>의 경우도 <표 4>와 같이 모형 (1)은 비교가능성의 대용치로 COMP1을 이용하여 분석하였고, 모형 (2)는 COMP2를 사용하여 검증하였다.

〈표 5〉 재무적 곤경 수준에 따라 회계정보의 비교가능성이 타인자본비용에 미치는 영향
: Altman의 Z-Score를 이용한 분석

변 수	종속변수(SPREAD)	
	모형(1)	모형(2)
<i>Intercept</i>	0.045(1.46)	0.061(2.01)**
<i>COMP1</i>	-0.057(-2.84)***	
<i>COMP1</i> × <i>HRISK</i>	-0.060(-2.32)**	
<i>COMP2</i>		-0.034(-1.67)*
<i>COMP2</i> × <i>HRISK</i>		-0.121(-3.18)***
<i>HRISK</i>	0.005(2.23)***	0.006(2.67)***
<i>SIZE</i>	-0.001(-0.59)	-0.001(-1.16)
<i>LEV</i>	0.010(1.42)	0.015(2.11)**
<i>ROA</i>	-0.019(-1.74)*	0.014(1.33)
<i>CFO</i>	-0.020(-2.23)**	-0.018(-1.92)*
<i>BETA</i>	0.007(3.97)***	0.008(4.47)***
<i>MB</i>	-0.001(-1.62)	-0.001(-1.26)
<i>INTCOV</i>	0.003(2.77)***	0.004(3.09)***
<i>FSH</i>	-0.011(-1.34)	-0.008(-0.91)
<i>LSH</i>	0.004(1.13)	0.005(1.43)
<i>RATE</i>	-0.002(-2.33)**	-0.001(-2.07)**
<i>MATURITY</i>	-0.006(-5.60)***	-0.007(-5.60)***
<i>ISSUE</i>	-0.001(-0.86)	-0.001(-0.93)
<i>CALL</i>	-0.005(-1.68)*	-0.005(-1.65)
<i>IND Dummy</i>	Included	Included
<i>YR Dummy</i>	Included	Included
Adj. R ²	0.558	0.545
F-value	17.33***	18.34***
N	457	457

HRISK=채무불이행위험이 높으면 1, 그렇지 않으면 0

기타 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

***, **, *는 각각 양측검정으로 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함

모형 (1)의 분석 결과, COMP1은 유의한 음(-)의 값을 보였으며, 가설 2의 관심변수인 비교가능성과 재무적 곤경 수준의 상호작용 변수인 COMP1*HRISK는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보고하여 재무적 곤경 수준이 높은 기업의 경우 재무적 곤경 수준이 낮은 기업에 비해 비교가능성이 높은 정보를 제공할수록 회사채 수익률 스프레드가 더 크게 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 재무적 곤경 수준이 높은 기업에 대해 채권 투자자들이 기업의 성과에 대해 더 민감하게 반응하기 때문에 회계정보의 비교가능성이 더 높을수록 해당기업의 현재 재무상태 및 미래 전망에 대해 더 파악하기가 용이하게 된다. 따라서 이러한 기업의 위험 프리미엄이 감소하게 되어 회사채 수익률 스프레드가 감소하는 것으로 해석할 수 있다.

모형 (2)의 분석 결과, COMP2는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값을 나타냈다. COMP2*HRISK도 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여 재무적 곤경 수준이 높은 기업일수록 비교가능성이 높은 회계정보가 회사채 수익률 스프레드를 더 크게 감소시키는 것으로 나타났다. <표 5>의 분석 결과를 종합하면 기업의 재무적 곤경 수준에 따라 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 존재하며, 재무적 곤경 수준이 높은 기업일수록 비교가능성이 높은 회계정보를 제공할 경우 회사채 수익률 스프레드가 더 유의하게 감소한다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 본 연구의 가설 2를 지지하는 결과이다.

3. 다른 타인자본비용 측정치를 이용한 분석

앞서 분석에서 타인자본비용은 회사채 수익률 스프레드를 사용하여 측정하였다. <표 6>과 <표 7>은 연구 결과의 강건성을 확보하기 위하여 타인자본비용을 신용등급 및 이자비용을 이용하여 추가적으로 분석한 결과이다(Francis et al. 2005 ; 양동훈 외 2011 ; 이상철 2011 ; 김선화 2015 ; 박종성 외 2015). <표 6>에서 신용등급은 한국신용평가(주)의 채권평가등급을 사용하였다. 한국신용평가(주)에서는 매년 기업의 원리금에 대한 상환능력의 차이에 따라 채권의 평가를 실시하여 AAA부터 D까지 20개의 등급으로 분류하고 있다. AAA부터 BBB까지의 채권등급은 원리금 상환능력이 인정되는 투자등급이며, BB에서 D까지는 환경변화에 따라 크게 영향을 받는 투기등급으로 구분된다.

신용등급을 종속변수로 사용하여 분석한 결과, 모형 (1)의 COMP1과 모형 (2)의 COMP2는 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 보고하여 회계정보의 비교가능성이 증가할수록 신용등급이 높아지는 것으로 나타났다. 즉 비교가능성이 높은 회계정보는 기업의 신용등급을 상승시켜 타인자본비용을 감소시키는 효과를 보여 본 연구의 가설이 일관되게 지지되는 것을 알 수 있다.

〈표 6〉 신용등급을 이용한 타인자본비용 분석

변 수	종속변수(RATE)	
	모형(1)	모형(2)
<i>Intercept</i>	45.336(15.11) ^{***}	45.145(15.15) ^{***}
<i>COMP1</i>	3.568(4.11) ^{***}	
<i>COMP2</i>		5.435(4.46) ^{***}
<i>SIZE</i>	-1.475(-13.95) ^{***}	-1.473(-14.00) ^{***}
<i>LEV</i>	7.670(8.99) ^{***}	7.849(9.27) ^{***}
<i>ROA</i>	-0.310(-0.24)	-0.306(-0.24)
<i>CFO</i>	-0.343(-0.25)	-0.16793(-0.12)
<i>IND Dummy</i>	Included	Included
<i>YR Dummy</i>	Included	Included
Adj. R ²	0.574	0.577
F-value	26.46 ^{***}	26.77 ^{***}
N	457	457

변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

***, **, *는 각각 양측검정으로 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함

<표 7>에서는 재무제표상 계정과목을 사용하여 산출한 부채의 이자비용을 타인자본비용의 측정치로 검증한 결과를 나타낸다. 이자비용은 총 금융비용을 이자발생 부채로 나눈 값으로 측정하였다(Pittman and Fortin 2004).³⁾ 분석 결과, 모형 (1)의 COMP1과 모형 (2)의 COMP2는 유의한 음(-)의 계수값을 보여 회계정보의 비교가능성이 높아질수록 이자비용이 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 선행연구(이세철과 고영우 2014)의 결과와 동일한 것으로서 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공할 경우 부채에 대한 이자비용이 감소하여 타인자본비용이 감소함을 의미한다.

3) 총 금융비용은 이자비용, 사채상환손익 및 사채이자를 합한 금액이며, 이자발생부채는 단기차입금, 유동성 장기부채, 단기사채, 장기차입금, 금융리스부채, 단기유동화채무, 유동성 장기차입금과 사채를 합한 금액으로 계산하였다(이상철 2011).

〈표 7〉 이자비용을 이용한 타인자본비용 분석

변 수	종속변수(INTEREST)	
	모형(1)	모형(2)
<i>Intercept</i>	0.044(1.47)	0.052(1.69)*
<i>COMP1</i>	-0.066(-7.53)***	
<i>COMP2</i>		-0.090(-7.20)***
<i>SIZE</i>	-0.001(-0.69)	-0.001(-0.82)
<i>LEV</i>	0.053(6.08)***	0.049(5.64)***
<i>ROA</i>	0.01327(1.03)	0.015(1.18)
<i>IND Dummy</i>	Included	Included
<i>YR Dummy</i>	Included	Included
Adj. R ²	0.390	0.384
F-value	12.63***	12.31***
N	457	457

INTEREST : 부채이자비용(=총 금융비용/이자발생부채)

다른 변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

***, **, *는 각각 양측검정으로 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함

4. 가설2의 강건성 분석

앞서 분석에서는 기업의 재무적 곤경 수준에 따라 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 나타나는지를 분석한 결과에서 Altman's Z-score의 중위수를 기준으로 채무불이행위험이 높고 낮음을 판단하였다. 그러나 Altman's Z-score의 중위수만을 기준으로 채무불이행 위험을 판단하기에는 어려움이 있을 수 있다. 이에 본 연구는 이러한 문제점을 해결하기 위해 Altman's Z-score를 기준으로 4분위, 5분위 혹은 10분위로 기업 표본을 나누어서 가장 높은 값 기업 표본집단과 가장 낮은 값을 보이는 기업 표본집단 간의 비교분석을 해 보았다. 비교 분석한 결과는 다음의 <표 8>과 같다.

첫 번째와 두 번째 칼럼은 4분위 표본을 대상으로 Altman's Z-score가 가장 높은 표본과 가장 낮은 표본만을 가지고 검증한 결과이다. 즉, Altman's Z-score가 1분위에 속하는 집단이면 HRISK가 1의 값을, 4분위에 속하는 집단이면 HRISK가 0의 값을 갖는 더미변수를 이용하여 본 연구의 가설을 검증한다. 모형(1)에서 COMP1의 계수값은 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이며, COMP1×HRISK의 계수값은 10% 수준에서 유의하였다. 모형(2)에서도 동일한 결과가 나타나 COMP2와 COMP2×HRISK의 계수값은 모두 5% 수준에서 유의하였다.

〈표 8〉 가설2의 강건성 분석

변 수	종속변수(SPREAD)					
	4분위 표본		5분위 표본		10분위 표본	
	모형(1)	모형(2)	모형(1)	모형(2)	모형(1)	모형(2)
Intercept	0.115 (2.13)**	0.094 (1.70)*	0.052 (0.82)	0.066 (1.04)	0.048 (1.04)	0.051 (1.12)
COMP1	-0.055 (-2.41)**		-0.072 (-2.85)***		-0.068 (-4.16)***	
COMP1×HRISK	-0.089 (-1.68)*		-0.063 (-1.95)*		-0.097 (-3.01)***	
COMP2		-0.079 (-2.43)**		-0.106 (-3.02)***		-0.100 (-4.48)***
COMP2×HRISK		-0.072 (-2.26)*		-0.077 (-2.29)**		-0.107 (-3.31)***
HRISK	0.011 (2.02)**	0.017 (3.05)***	0.008 (1.22)	0.009 (1.34)	0.006 (1.04)	0.006 (0.96)
SIZE	-0.002 (-0.99)	-0.001 (-0.72)	-0.001 (-0.50)	-0.001 (-0.55)	-0.000 (-0.11)	-0.000 (-0.05)
LEV	0.011 (0.95)	0.012 (1.06)	0.006 (0.49)	0.004 (0.33)	0.008 (0.83)	0.007 (0.68)
ROA	-0.005 (-0.24)	0.005 (0.27)	-0.000 (-0.01)	-0.003 (-0.12)	-0.019 (-1.19)	-0.020 (-1.25)
CFO	-0.017 (-0.95)	-0.028 (-1.51)	-0.006 (-0.28)	-0.007 (-0.35)	-0.011 (-0.78)	-0.017 (-1.14)
BETA	0.012 (3.92)***	0.013 (4.00)***	0.12 (3.02)***	0.012 (2.99)***	0.009 (3.25)***	0.009 (3.36)***
MB	-0.001 (-1.26)	-0.001 (-1.34)	-0.001 (-0.66)	-0.001 (-0.71)	-0.001 (-0.59)	-0.001 (-0.63)
INTCOV	0.004 (2.11)**	0.004 (2.41)***	0.003 (2.01)**	0.003 (2.00)**	0.004 (2.46)**	0.003 (2.44)**
FSH	-0.008 (-0.58)	-0.009 (-0.58)	-0.005 (-0.31)	-0.003 (-0.17)	-0.009 (-0.71)	-0.006 (-0.50)
LSH	0.013 (1.50)	0.010 (1.13)	0.012 (1.20)	0.009 (0.98)	0.010 (1.49)	0.008 (1.12)
RATE	-0.001 (-0.75)	-0.001 (-0.47)	0.000 (0.16)	0.000 (0.06)	0.001 (1.49)	0.001 (1.45)
MATURITY	-0.006 (-0.75)	-0.005 (-2.36)**	-0.009 (-3.62)***	-0.009 (-3.68)***	-0.007 (-4.04)***	-0.007 (-4.01)***
ISSUE	-0.002 (-1.79)*	-0.002 (-1.44)	-0.001 (-0.34)	-0.001 (-0.52)	-0.001 (-1.29)	-0.002 (-1.43)
CALL	-0.003 (-0.75)	-0.005 (-0.99)	0.001 (0.16)	0.001 (0.14)	-0.002 (-0.45)	-0.002 (-0.53)
IND Dummy	Included	Included	Included	Included	Included	Included
YR Dummy	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Adj. R ²	0.511	0.479	0.584	0.590	0.561	0.565
F-value	6.40***	5.83***	6.39***	6.54***	9.01***	9.18***
N	228	228	184	184	275	275

변수에 대한 설명은 <표 2> 참조

***, **, *는 각각 양측검정으로 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 의미함

5분위 표본과 10분위의 표본을 이용하여 검증한 결과에서도 동일한 결과가 관찰되었다. 다만, 10분위 표본을 이용할 경우 Altman's Z-score가 1, 2, 3 분위에 속하는 집단을 대상으로 알트만 Z-score가 높은 표본을 구성하였으며, Altman's Z-score가 8, 9, 10 분위에 속하는 집단을 Altman's Z-score가 낮은 표본으로 구성하여 검증하였다.

V. 결 론

본 연구는 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 관해 살펴보았다. 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공할 경우 정보비대칭이 해소됨에 따라 채권투자자들은 기업관련 정보 획득 비용 및 정보 탐색 비용을 절감할 수 있게 된다(De Franco et al. 2011 ; Kang et al. 2013). 또한 회계정보의 비교가능성이 높을수록 채권투자자들은 비교대상이 되는 다른 기업들의 재무상태와 경영성과의 유사성과 차이점을 파악하기가 용이하고, 정보의 양적 및 질적 향상으로 인해 더 효율적인 투자 의사 결정이 가능해진다(FASB 2010). 이에 본 연구는 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하는 기업의 경우 위험 프리미엄이 낮아지게 되어 회사채 수익률 스프레드가 감소할 것이라는 기본 가설을 설정하였다. 본 연구에서는 De Franco et al. (2011)이 개발한 회계정보의 비교가능성의 측정치와 회사채 수익률 스프레드와의 관계를 통하여 이를 검증하였다. 또한 재무적 곤경 수준이 높을수록 타인자본비용이 더 높다는 선행연구를 바탕으로 기업의 재무적 곤경 수준에 따라 회계정보의 비교가능성이 회사채 수익률 스프레드에 미치는 영향에 차이가 존재하는지를 알아보았다.

실증분석 결과, 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공함에 따라 회사채 수익률 스프레드는 감소하여 타인자본비용이 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 기업의 재무적 곤경 수준이 높은 경우 회계정보의 비교가능성이 높을수록 회사채 수익률 스프레드는 더 큰 폭으로 감소하였다. 이러한 결과는 재무적 곤경 수준이 높은 기업이 비교가능성이 높은 회계정보를 제공하게 되면 채권 투자자들이 해당기업의 미래 경영성과 및 현금 흐름에 대한 예측이 수월하기 때문에 위험프리미엄이 낮아짐에 따라 회사채 수익률 스프레드가 감소하는 것으로 해석된다. 본 연구는 분석 결과의 강건성을 확보하기 위해 타인자본비용의 측정치로 신용등급 및 이자비용을 이용하여 추가적인 재검증을 실시하였으며(Francis et al. 2005 ; 양동훈 외 2011 ; 이상철 2011), 분석 결과 회사채 수익률 스프레드를 사용하였을 경우와 동일한 결과를 관찰할 수 있었다.

본 연구는 회계정보의 비교가능성이 채권자들의 의사결정이 직접적으로 반영되는 회사채 수익률 스프레드를 감소시키는데 중요한 역할을 담당한다는 결과를 제공하였다는 측면에서 의미가 있다. 또한 재무제표의 질적 특성인 비교가능성이 회계정보의 유용성을 제고시켜 효율적인 자원분배에 기여한다는 선행연구의 주장을 지지하는 실증결과를 제시하였다는 점에서 공헌도를

찾을 수 있다. IFRS 도입 이후 회계정보의 비교가능성에 대한 관심이 높아지고 있는 현 상황에서 본 연구의 결과는 경영자, 회계정보 이용자 및 정책당국 등에 의미 있는 시사점을 제공할 것으로 기대한다. 한편, 기존의 타인자본비용에 관한 대부분의 국내 선행연구들은 주로 타인자본비용의 대용치로서 신용등급 혹은 이자비용을 이용해 왔다. 그러나 본 연구에서는 타인자본비용을 회사채 발행금리인 회사채 수익률 스프레드를 통해서 측정하였다. 이는 회사채 발행 시 고려되는 시장 참여자들의 의사 결정 정보를 적시에 반영하였다는 점에서 선행연구와 차별화된다.

참고문헌

- 강민정 · 이명건 · 이호영. 2013. “회계정보의 비교가능성이 재무분석가 이익예측 및 회계정보 가치관련성에 미치는 영향에 대한 연구”. 회계학연구 제38권 제1호 : 281-320.
- 고영우 · 이세철. 2012. “정보비대칭과 타인자본비용의 관계 연구”. 국제회계연구 43 : 41-64.
- 기은선. 2014. “재무제표의 비교가능성이 특수관계자 거래와 조세회피의 관계에 미치는 영향”. 세무학연구 제31권 제3호 : 177-211.
- 기은선 · 권수영. 2013. “회계감사에서 이익동조성의 유용성과 감사인의 산업전문성”. 박사학위 논문 고려대학교.
- 김명애 · 김영진. 2012. “대주주 지분이 타인자본비용에 미치는 영향 : 대주주-채권자 갈등의 효과를 중심으로”. 재무관리연구 제29권 제2호 : 1-28.
- 김문태 · 김영환. 2007. “외국인 투자자의 소유와 사외이사 특성이 신용평가에 미치는 영향”. 회계학연구 제32권 제4호 : 29-58.
- 김선화. 2015. “기업규모와 자산효율성에 따른 CSR활동과 타인자본비용과의 관련성”. 세무와회계저널 제16권 제2호 : 9-43.
- 김철교 · 정성훈. 2009. 「채권투자분석」. 비즈프라이م.
- 나 영 · 임옥빈 · 김명서. 2013. “ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구”. 회계정보연구 제31권 제1호 : 453-487.
- 박연희 · 최효순 · 김한수. 2011. “재량적 발생액이 회사채수익률 스프레드에 미치는 영향”. 회계저널 제20권 제4호 : 35-56.
- 박종성 · 황선영 · 유상훈. 2015. “계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재가 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향” 제16권 제6호 : 9-41.
- 손성규 · 정기위. 2010. “내부회계관리제도의 효과성 검증-타인자본비용을 중심으로”. 회계·세무와감사연구 제52권 : 1-25.
- 신호영 · 박희진. 2014. “The Effect of Financial Statement Comparability on Divergence of Opinion among Investors”. 회계학연구 제39권 제2호 : 265-311.
- 양동훈 · 박연희 · 최신재 · 권수천. 2007. “이익유연화가 기업의 부채조달비용에 미치는 영향에 관한 연구”. 회계저널 제16권 제4호 : 57-77.
- 양동훈 · 이상철 · 윤종철. 2011. “공시의 질이 부채조달비용에 미치는 영향”. 경영학연구 제40권 제3호 : 803-830.
- 윤선주 · 고재민. 2014. “회계 정보의 비교가능성이 기업의 정보비대칭에 미치는 영향”. 회계연구 제9권 제3호 : 51-79.
- 이만용 · 장진호. 2006. “기업지배구조와 회사채 스프레드에 관한 연구”. 연세경영연구 제43권 제1호 : 31-58.
- 이명곤 · 이세철. 2009. “내부회계관리제도의 중요한 취약점과 이익의 질적 속성”. 대한경영학회

- 지 제22권 제2호 : 783-811.
- 이세철 · 고영우. 2014. “비교가능성과 타인자본비용 관계 연구”. 재무와회계정보저널 제14권 제2호 : 43-64.
- 이상철. 2011. “공시품질과 타인자본비용의 관련성에 대한 연구”. 회계저널 제20권 제4호 : 1-34.
- 이아영 · 전성빈 · 박상수. 2008. “불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향”. 회계학연구 제33권 제1호 : 127-158.
- 조은혜 · 문해원 · 최영수. 2015. “비교가능성이 기업 단위의 주가 폭락에 미치는 영향”. 회계학연구 제40권 제4호 : 179-211.
- 최보람 · 문예은 · 구자은. 2010. “보수주의 회계처리가 채권 발행금리와 스프레드에 미치는 영향”. 국제회계연구 제43권 : 213-240.
- 최현정 · 변정윤 · 문두철 · 최우담. 2014. “외국인주주의 지분율이 부채 비용에 미치는 영향 : 회사채 수익률 스프레드를 중심으로”. 회계저널 제23권 제5호 : 379-413.
- 한국회계기준원 회계기준위원회. 2010. 『재무제표의 작성과 표시를 위한 개념체계』.
- Ahmed, A., B. Billings, R. Morton and M. Stanford-Harris. 2002. The Role of Accounting Conservatism in Mitigating Bondholder-shareholder Conflicts over Dividend Policy and Reducing Debt Costs. *The Accounting Review* 77 (4) : 867-890.
- Bhojraj, S. and P. Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields : The Role of Institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business* 76 (3) : 455-475.
- Bharath, S., J. Sunder and S. Sunder. 2008. Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review* 83 (1) : 1-28.
- Brochet, F., A. D. Jagolinzer and E. J. Riedl. 2013. Mandatory IFRS adoption and financial statement comparability. *Contemporary Accounting Research* 30 (4) : 1373-1400.
- Cascino, S., and J. Gassen. 2014. What Drives the Comparability Effect of Mandatory IFRS Adoption?. *Review of Accounting Studies* 20(1) : 242-282.
- De Franco, G., S. P. Kothari and R. S. Verdi. 2011. The Benefits of Financial Statement Comparability. *Journal of Accounting Research* 49 : 895-931.
- Dhaliwal, D., C. Hogan, R. Trezevant and M. Wilkins. 2011. Internal control disclosures, monitoring, and the cost of debt. *The Accounting Review* 86 (4) : 1131-1156.
- DeFond, M., X. Hu, M. Hung and S. Li. 2011. The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Foreign Mutual Fund Ownership : The Role of Comparability. *Journal of Accounting and Economics* 51 : 240-258.
- Doyle, J., W. Ge, and S. McVay. 2007. Determinants of Weaknesses in the Internal Control over Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics* 44 : 193-223.

- Driessen, J. 2004. Is Default Risk Priced in Corporate Bonds?. *The Review of Financial Studies* 18 : 165–195.
- Easton, P. D., S. J. Monahan, and F. P. Vasvari. 2009. Initial Evidence on the Role of Accounting Earnings in the Bond Market. *Journal of Accounting Research* 47 (3) : 721–766.
- Elliott, J. A., A. Ghosh, and D. Moon. 2010. Asymmetric Valuation of Sustained Growth by Bond—and equity—Holders. *Review of Accounting Studies* 15 (4) : 833–878.
- Financial Accounting Standards Board. 1980. *Qualitative Characteristics of Accounting Information*. Statement of Financial Accounting Concepts No. 2.
- Financial Accounting Standards Board. 2010. *Conceptual Framework*. Statement of Financial Accounting Concepts No. 8.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 295–327.
- Francis, J. R., M. L. Pinnuck, and O. Watanabe. 2014. Auditor Style and Financial Statement Comparability. *The Accounting Review* 89(2) : 605–633.
- Ge, W., and S. McVay. 2005. The Disclosure of Material Weakness in Internal Control after Sarbanes—Oxley Act. *Accounting Horizons* 19 : 137–158.
- Graham, J. R., S. Li, and J. Qiu. 2008. Corporate Misreporting and Bank Loan Contracting. *Journal of Financial Economics* 89 (1) : 44–61.
- Kang, M. J., J. W. Kim, H. Y. Lee, and M. G. Lee. 2015. Financial Statement Comparability and Audit Efficiency : Evidence from South Korea. *Applied Economics* 47(4) : 358–373.
- Kaplan, R. S and G. Urwitz. 1979. Statistical Models of Bond Ratings : A Methodological Inquiry. *Journal of Business* 52 (2) : 231–261.
- Kim, J.—B., B. Y. Song, and L. Zhang. 2011. Internal control weakness and bank loan contracting : Evidence from sox section 404 disclosures. *The Accounting Review* 86 (July) : 1157–1188.
- Kim, S., P. Kraft and S. G. Ryan. 2013. Financial Statement Comparability and Credit Risk. *Review of Accounting Studies* 18 : 783–823.
- Kothari, S. P. 2001. Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 : 105–231.
- Mansi, S., W. Maxwell, and D. Miller. 2007. Analysts Forecasts Characteristics and the Cost of Debt. Working Paper. University of Arizona.
- Mazumdar, S. and P. Sengupta. 2005. Disclosure and the Loan Spread on Private Debt. *Financial Analysts Journal* 61 (3) : 83–95.

- Pittman, J. and S. Fortin. 2004. Auditor Choice and the Cost of Debt Capital for Newly Public Firms. *Journal of Accounting and Economics* 37 (1) : 113–136.
- Securities and Exchange Commission. 2000. *SEC Concept Release : International Accounting Standards*.
- Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review* 73 : 459–474.
- Yip, R. W. Y. and D. Young. 2012. Does mandatory IFRS adoption improve information comparability?. *The Accounting Review* 87 (5) : 1767–1789.
- Ziebart, D. A., and S. A Reiter. 1992. Bond Ratings, Bond Yields and Financial Information. *Contemporary Accounting Research* 9 : 252–282.

The Effect of Financial Statement Comparability on Bond Yield Spreads*

Hyunjung Choi** · Jungeun Cho*** · Doocheol Moon****

〈Abstract〉

This study examines the impact of financial statement comparability on the cost of debt. Financial statement comparability alleviates information asymmetry between managers and investors, thereby reducing the cost of acquiring and analyzing information for investors. Moreover, financial statement comparability allows investors to more readily understand similarities and differences across companies, and contributes to higher quantity and quality of information. Thus, investors are able to make more efficient investing decisions and require lower risk premium. Based on this reasoning, we predict that greater financial statement comparability decreases the cost of debt.

We test our predictions using a sample of firms listed on the Korean Stock Exchange over the period from 2006 to 2012. Our empirical results show that firms that exhibit greater financial statement comparability have lower cost of debt. Moreover, we find that for firms with high level of financial distress, financial statement comparability decreases the cost of debt more significantly.

This study contributes to our understanding of the critical role of financial statement comparability in reducing firms' financing costs from debt investors. In addition, our findings provide evidence that financial statement comparability improves the usefulness of accounting information, and allows investors to make more efficient investing decisions. As financial statement comparability is drawing more attention after the adoption of IFRS, we believe that the results of our study provide valuable insights to managers, outside investors, and regulators.

〈Key words〉 Financial Statement Comparability, Bond Yield Spreads, Financial Distress

* The work was supported by 2016 College of Business Administration Research Fund in Pukyong National University.

** Assistant Professor, Department of Business Administration, Sungkyul University, hjchoi@sungkyul.ac.kr, First Author

*** Assistant Professor, College of Business Administration, Pukyong National University, jecho@pknu.ac.kr, Corresponding Author

**** Professor, School of Business, Yonsei University, dmoon@yonsei.ac.kr, Co-author