



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

2015년 2월  
박사학위 논문

# 건설산업의 대리인비용과 이익조정이 기업부실 예측에 미치는 영향

조선대학교 대학원

회 계 학 과

윤 기 호

건설산업의 대리인비용과 이익조정이  
기업부실 예측에 미치는 영향

The Effects of Agency Costs and Earnings  
Management on the Forecasts of Firm Failures in  
Construction Industry

2015년 2월 25일

조선대학교 대학원

회 계 학 과

윤 기 호

# 건설산업의 대리인비용과 이익조정이 기업부실 예측에 미치는 영향

지도교수 김 승 용

이 논문을 경영학박사 학위신청 논문으로 제출함

2014년 10월

조선대학교 대학원

회 계 학 과

윤 기 호

## 윤기호의 경영학 박사학위 논문을 인준함.

심사위원장	조선대학교	교수	<u>조승제</u>	인
심사위원	경상대학교	교수	<u>김달곤</u>	인
심사위원	군산대학교	부교수	<u>고대영</u>	인
심사위원	조선대학교	부교수	<u>김문태</u>	인
심사위원	조선대학교	교수	<u>김승용</u>	인

2014년 12월

조선대학교 대학원

## 목 차

목 차 .....	i
표 목 차 .....	iv
ABSTRACT .....	v
제1장 서론 .....	1
제1절 연구의 목적 .....	1
제2절 연구방법과 범위 및 논문의 구성 .....	5
제2장 건설산업의 개요 .....	6
제1절 건설산업의 현황 .....	6
1. 건설산업의 범위 .....	6
2. 건설기업의 등록 .....	7
3. 건설기업의 시공능력평가 .....	8
4. 건설기업의 공공발주 .....	10
5. 건설기업의 특성 .....	12
제2절 건설문화에 대한 부정적 인식 .....	13

제3장 선행연구의 검토 .....	16
제1절 대리비용에 관한 선행연구 .....	16
제2절 이익관리에 관한 선행연구 .....	19
제3절 기업부실예측에 관한 선행연구 .....	23
제4절 본 연구와 관련된 선행연구의 검토 .....	26
1. 건설산업의 투명성 .....	26
2. 건설산업의 성과 .....	28
3. 건설산업의 기업부실예측 .....	31
제4장 연구방법론 .....	34
제1절 연구가설의 설정 .....	34
제2절 연구모형의 설계 .....	38
1. 변수의 설정 .....	38
가. 기업부실예측의 측정 .....	38
나. 대리인비용의 정의 .....	40
다. 재량적발생액의 추정 .....	42
2. 연구모형의 설계 .....	43
3. 표본의 구성 .....	46

제5장 실증분석 결과 .....	48
제1절 기술통계량 .....	48
제2절 상관분석 .....	51
제3절 평균차이분석 .....	54
제4절 다중회귀분석 .....	57
1. 자산효율성과 기업부실예측지수 .....	57
2. 사적소비와 기업부실예측지수 .....	62
3. 이익조정과 기업부실예측지수 .....	66
제6장 요약 및 결론 .....	70
<참고문헌> .....	74



## 표 목 차

<표 1> 건설업체 등록현황 .....	7
<표 2> 표본의 업종-연도별 분포 .....	46
<표 3> 주요변수의 기술통계량 .....	48
<표 4> 상관분석표 .....	51
<표 5> 평균차이 분석 .....	54
<표 6> 자산효율성이 기업부실 지수에 미치는 영향 .....	57
<표 7> 경영자의 특권적 사적 소비가 기업부실 지수에 미치는 영향 .....	62
<표 8> 이익조정이 기업부실 지수에 미치는 영향 .....	67

## ABSTRACT

### The Effects of Agency Costs and Earnings Management on the Forecasts of Firm Failures in Construction Industry

Yoon, Ki Ho

Advisor : Prof. Kim, Seung-Yong, Ph. D

Dept. of Accounting

Graduate School, Chosun University

#### Abstract

The study aims to examine the influence of agency costs and earnings management on the index of construction firms' failure.

For the past years, the domestic construction sector has been shown the clear signs of declining because of eliminating the effects of governmental supporting for 4 river project. To resolve a swamp of stagnation of construction industry, the government decided to lay out a scheme a package of policies designed to revive this industry.

In spite of stimulating the economy, construction industry is still dull and poor showing because of its business characteristics. Especially, construction industry produces on orders that affect the very existence of the company. From a practical point of view, construction firms may be in danger of financial crisis unless they would not receive the orders wanted.

In this difficult situation, the managers of construction should be forced to create a new and big project for the continuance of their position. This means that stockholders place responsibility on the manager causing agency problems. The one of agency problem is shirking and the other is perk.

Agents may shirk their responsibilities and not exert much effort toward the goals of the owners. Managers shirking has the potential to be extremely costly to firms. Ang et. al(2000) measures these shirking behavior using the proxy for the loss in revenues attributable to inefficient asset utilization, which can result from poor investment decisions(e.g., investing in negative net-present-value assets) or from management's shirking(e.g., exerting too little effort to help generate revenue).

The other agency problem is the perks that may be offered even if their direct consumption benefits are offset by their costs. Ang et. al(2000) calculated as the difference in dollar expenses between a firm with a certain ownership and management structure and the no-agency-cost base case firm. This measure captures excessive expenses including perk consumption.

Recently, Korea government has formulated new standards for construction firms that are ruled the application of percentage-of-completion method in the construction contracts(K-IFRS NO. 1011). This current standards, however, does not assess the percentage of completion more accurately and construction firms are willing to misuse these rules toward their own intention and discretion. In this case, the managers of construction company can abuse financial reporting using earnings management. As a result, the reliability and transparency of financial reporting in construction industry could be impaired.

This study analyzes three hypotheses; 1) the higher asset utilization(TURN), the lower construction firms failure 2) the higher perk consumption(PERK), the higher construction firms failure 3) the higher earnings management(DA), the higher construction firms failure. The above capital letters are the main independent variables.

To test the hypotheses, the models include default index(DFLT) for the proxies of firms failure as the main dependant variables. Turnover is asset utilization ratios(TURN), and perk consumption of managers is measured by the sum of entertainment expenditures and welfare costs(PERK). Earnings management is the discretionary accruals(DA) estimated by modified Jones

model(Dechow et al., 1995). Also the test models contain other control variables such as firm size(SIZE), debt ratio(DEBT), block-holders(BLOK), the ownership of foreign investors(FOR), history of engaging career(LONG), the adoption of IFRS(IFRS) and big auditors(BIG).

This study shows the empirical results through statistical descriptive statistics, coefficient of correlation, mean difference analysis and the multiple regression tables. The test sample consists of 3,576 firm-year data, selected from the KRX listed companies of the fiscal year during 2005-2013.

The majority of hypotheses is accepted. These results imply that 1) construction firms with good turn ratios have the safety financial healthiness 2) Too much expenditure of entertainment and welfare costs may cause the firms to reach to default 3) Boosting earnings to get orders is not fit to maintain the construction firms.

# 제1장 서론

## 제1절 연구의 목적

본 연구는 건설기업의 본질적인 특성에 주된 관심을 갖고, 건설기업의 대리인비용과 이익조정이 기업부실과의 어떠한 설명관계를 가지는지 규명하고자 한다.

대리인 문제는 대리인(agency, 경영자)과 소유주(principal, 주주 혹은 채권자)의 이해관계(선호 혹은 이익)가 일치하지 않을 때 발생한다. 전형적으로 대리인 문제는 경영자 또는 대주주가 소액주주의 이익을 고려하지 않고 자신들의 목적을 위하여 기업자원을 사용하는데서 야기된다(Djankov et al., 2008; 공경태·최종서, 2013).

대리인 문제는 두 가지의 형태로 나타나는데 첫째, 사적 이익의 추구를 위하여 자원을 배분하게 되는 역선택(inefficient investment choices)과 둘째, 경영자가 사적 효용의 극대화를 위해 업무를 태만하게 하는 도덕적 해이(inefficient or insufficient effort)가 있다. 경영자의 부적절한 투자결정과 같은 비효율적인 기업자원 활용, 과도한 생산원가 발생, 경영자가 회사 경비로 고급차를 구입하고 기사를 고용하거나 업무 출장시 특급호텔을 이용하는 등 특권(perks)을 행사하는 데 따른 과도한 비용 발생, 경영자가 사적인 생활에 집중하여 업무를 태만하게 한 결과로 나타나는 낮은 성과 등이 대리인비용에 해당된다(공경태·최종서, 2013).

많은 선행연구들에서는 소유 및 지배구조, 경영자 보상 등을 통하여 주주와 경영자간의 이해관계를 일치시키기 위한 메커니즘을 개발하기 위하여 노력하였으며, 경영자와 주주사이의 이해관계 불일치에서 야기되는 대리인문제를 상당부분 경감시킬 수 있음을 제시하고 있다<sup>1)</sup>.

그러나 기업은 다양한 계약의 집합체(nexus of contracts)로 인식되며, 기업에 존재하는 계약 당사자간의 상충된 이해관계로 인해 다양한 형태의 대리인문제가 발생하게

---

1) 대리인비용은 주주와 경영자, 채권자와 경영자 사이의 이해상충 문제이다. 본 연구에서는 주주와 경영자 사이의 대리인문제에 한정한다.

된다(Jensen and Meckling, 1976). 이는 경영자가 기업 혹은 주주의 부(富)를 극대화하기 위하여 행동하지 않을 것이라는 최초의 가정으로 회귀하는 결과를 가져온다. 특히, 소유와 경영이 분리된 현대 기업형태의 본질적 구조와 대다수 주주의 무관심으로 인하여, 대리인비용을 완전히 차단하는 것은 현실적으로 불가능하다고 볼 수밖에 없다.

우선, 본 연구는 건설기업의 업종 특성상 대리인문제가 강할 것이라는 시장의 인식을 반영하여, 대리인문제로 인한 대리인비용이 기업부실을 초래할 수 있는지를 검증할 것이다. 대리인비용이 발생될 수 있는 전형적인 유형은 경영자의 불성실(insufficient effort)과 무능(incompetence), 업무회피(shirking) 등이다. 이러한 유형의 대리인문제는 경영자가 자산을 얼마나 효율적으로 활용하였는지를 측정하여 파악할 수 있다. 자산의 효율적인 이용 기회가 포기되는 경우, 기업의 장기적인 잉여가치 창출은 기대하기 어렵고, 재무위험이나 기업부실을 가져오는 원인이 될 것이다.

건설기업은 발주자의 개별적 주문 또는 입찰제도를 통해 수익활동의 전반을 전개하는 특성이 있다. 대형 건설 프로젝트는 대부분 국책사업으로 수행되며, 입찰을 통하여 매출을 수주받는 것은 매우 제한적이고 경쟁적이다. 그러므로 건설기업의 경영자는 기업가 정신을 함양하고 합리적인 전략을 수립할 능력과 자질이 구비되어야 하며, 적극적이고 공격적인 경영의사결정을 단행할 필요가 있다. 즉, 경영자가 주주 혹은 기업가치 극대화를 위하여 적극적인 경영활동을 전개하여 수익창출에 기여해야 한다. 그럼에도 불구하고, 이를 성실히 수행하지 않으면 궁극적으로 기업부실로 이어질 수 있다.

또한 미래 현금흐름에 대한 명확한 확신이 가치판단이 없거나 기업가치가 저해될 것이 예상됨에도 불구하고, 경영자가 보상·명성·권력욕구 등 사적 만족을 추구하여 과잉투자 하는 것은 기업가치를 훼손할 것이다. 특히, 성장기회가 제한되는 상황에도 불구하고 경영자가 사적 이익을 추구하기 위해 과도한 투자안을 실행할 수도 있는데, 이는 기업가치를 훼손하게 되는 과대투자 문제를 야기시키고 보유자산의 최적배분을 저해한다(Shleifer and Vishny, 1989; 국찬표·강윤식, 2010). 이러한 비효율적 투자가 기업부실을 야기할 수 있다.

윤영선(2008)과 윤영희(2009)의 보고서에 의하면, 건설기업 전반에 만연된 연고주의 문화, 기본과 원칙보다는 학연·지연·혈연 등을 통한 편법과 권모술수를 비판적으로 기술하고 있다. 이러한 부정적인 인습이 부패의 현장문화로 형성되고, 불필요한 각종 규제와 까다로운 절차가 뇌물을 제공하는 원인으로 작용하고 있다<sup>2)</sup>. 이의섭·김민형

2) 김현동·선대인, 대한민국은 부동산 공화국이다, 궁리출판, 2005 참조.

(2006)도 건설업 투명성을 저해하는 근본적인 요인은 수주산업이라는 건설사업의 특성과 프로젝트 진행상 다양한 인허가와 승인 등을 요하여 부정과 부패가 개입될 여지가 크고, 이에 필요한 재원마련 등을 위하여 투명하지 않은 거래(transaction) 자체가 발생할 여지가 높다고 보고하였다.

건설업의 이와 같은 부정·비리의 저변에는 비정상적인 접대가 관례적으로 개입되어 있다 해도 과언이 아니다. 이는 개별 건설기업이 사업상 중대한 정보입수나 입찰에서 유리한 위치를 점하기 위하여, 각종 담합·로비·향응제공 등 이른바 광범위한 접대행위를 전략적으로 전개하는 양상이다(윤영선, 2008; 윤영희, 2009)<sup>3)</sup>. 김문태·윤기호(2013)는 국내 건설기업들이 건설업계의 경영자가 다양한 정치적 활동(로비)을 통하여 소기의 목적을 달성하려는 의도를 갖는다고 기술하면서, 이를 반영한 접대비 계정이 신용평가에 부정적인 영향을 미친다고 보고한 바 있다.

본 연구는 건설기업의 접대비를 경영자의 정상적인 영업활동의 범위를 이탈한 특권적 사적 소비(perk)라고 전제한다. 왜냐하면, 회계처리로 계상된 접대비는 손금산입에 해당될 수 있는 세무보고 전략이 이미 내재되어 있을 것이지만, 실질적으로 비자금과 기밀성 경비로 지출한 접대비는 노출되지 않기 때문이다. 즉, 재무제표에 보고된 접대비는 최소금액으로 계상되었을 것을 전제한다. 본 연구는 이러한 접대비 계정의 금액을 통하여 경영자의 특권적 사적 소비 수준을 가늠하고 이를 또 하나의 대리인비용으로 판단하며, 이를 통하여 기업부실과의 설명관계를 규명하고자 한다. 이는 곧 건설기업의 윤리수준이 기업의 지속적인 경쟁력과 관련성이 있다는 것을 간접적으로 증명하는 것과 같다.

경영자는 비효율적 경영활동이나 특권적 소비로 인하여 하락된 기업성과를 감추기 위하여(mask) 이익관리를 취할 유인이 충분히 있다. 가령, 음성적 리베이트 자금을 확보하기 위하여 유출된 자금을 감추기 위하여 매출을 과대계상하고, 재고자산을 과대하여 보고할 수 있다(윤순석·김효진, 2008; 김지령·권선국, 2009). 또한 건설기업의 존

3) 이에 관한 언론에 보도된 내용의 일부를 소개하면 다음과 같다.

(YTN 2013년 10월 17일 방영) "건설근로자공제회 간부가 국회에 출석해 업무추진비를 국회 전·현직 보좌관을 접대하는 데 사용했다고 밝혀 논란이 예상된다. (중략). 건설근로자공제회는 일용직 건설노동자의 생계보장을 위해 하루 근로시 4천원을 적립했다가 퇴직 후 지급하는 기관으로 2007년 이후 현재까지 '묻지마 투자'로 천억원 이상의 손실을 본 것으로 드러나면서 방만한 운영이라는 지적을 받고 있습니다."

(한겨레신문, 2014년 9월 25일) "최근 건설업자로부터 고액의 술대접을 받고, 기업의 법인카드를 갖고 있다... (후략).

(기호일보 2014년 9월 25일) "건설업체로부터 금품 수수와 성접대 의혹을 받고 있는 XX시 공무원들이 무더기 중징계 처분을 받았다. (중략) 이들은 건설업자들과 유착돼 각종 향응 접대 및 뇌물을 수수하고 있다는 의혹이 제기돼... (후략).

속과 가장 직결되는 입찰과 수주의 시공능력평가에 재무비율이 필수적으로 요청되는 바, 이익관리는 전략적으로 구사될 수 있다. 특히, 한국채택국제회계기준(이하, K-IFRS) 1011호에서는 건설계약의 수익을 진행기준(percentage-of completion method)으로 인식하도록 규정하고 있다. 공사진행률에 따라 공사수익을 인식하는 것이 건설기업의 성과를 측정하는 핵심적 사항이지만, 경영자가 공사수익을 인식하는 과정에서 이익조정을 수행할 여지는 크다. 그러나 실질적인 기업성과가 하락하고 있음에도 불구하고, 일시적으로 양호하게 보고된 기업성과는 궁극적으로 기업부실을 가져올 것이다(최관·백원선, 1998). 본 연구는 이러한 이익관리로 인한 기업부실이 건설기업에서 상대적으로 뚜렷하게 나타나는지 분석한 결과를 제시할 것이다.

본 연구는 기업부실의 원인으로 대리인문제와 이익조정이 '건설기업'에서 상대적으로 더 강도 높게 표출되는지를 살펴보고자 한다. 건설기업에 국한하여, 대리인문제와 이익조정, 그리고 기업부실을 연계하여 수행한 연구는 거의 없었다. 본 연구는 건설기업의 자산효율성과 특권적 소비행태로 측정된 대리인비용, 그리고 경영자의 기회주의적 이익조정으로 인하여 건설기업이 본연의 자생력 및 경쟁력을 상실하고 기업부실이 초래될 수 있는지를 분석한 결과를 제시하는데 공헌할 것이다.



## 제2절 연구방법과 범위 및 논문의 구성

본 연구는 귀납적 접근방법으로써 거래소 시장에 상장된 건설기업의 대리인비용과 이익조정이 기업부실예측에 미치는 영향을 실증분석하고자 한다.

대리인비용은 Ang et al.(2000)의 연구를 준용하여, 경영자의 업무태만(shirking)은 자산효율성으로 정의하고 특권적 사적 소비(perquisite)는 접대비 및 복리후생비로 측정하였다. 이익관리는 수정 Jones모형(Dechow et al., 1995)으로 추정된 재량적발생액이다. 기업부실예측은 Altman et al.(1995)의 K-SCORE로 측정하였다.

본 연구의 수행에 필요한 표본은 NICE평가정보(구, 한국신용평가정보(주))에서 제공하는 KIS-VALUE와 FnGuide Data Base를 통하여 입수하였다. 연구대상 기간은 최근 자료를 활용하여 결과해석의 오류를 최소화하고 기업특성을 반영할 수 있는 2005년부터 2013년까지 9년으로 한정하였다(2004년은 t-1년으로 포함). 또한 비교대상 전체표본은 1) 금융업을 제외한 제조업 2) 2004년~2013년 계속 상장된 기업 3) 결산일이 12월 31일인 기업 등의 조건을 모두 만족하는 기업으로 대상을 국한하였다. 1)은 회계원칙의 적용이나 재무제표의 보고형태, 계정과목 등에서 일관성을 도모하고자 금융업을 배제하였으며, 2)와 3)은 기업의 존속기간과 비례하는 회계관습이나 회계기준의 적용 등의 동질성을 유지하기 위해서이다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 연구주제 및 대상선정에 대하여 건설기업의 제반 현황과 환경을 개괄하고 3장에서는 선행연구를 고찰하였다. 4장에서 가설설정 및 가설검증 모형의 설계 등 연구방법론을 제시하였으며, 5장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 6장에서 연구결과의 요약 및 한계점을 기술하였다.

## 제2장 건설산업의 개요

### 제1절 건설산업의 현황

#### 1. 건설산업의 범위

건설기업기본법에서 건설기업을 건설업과 건설용역업으로 구분하고 있으며, 건설업은 종합공사를 시공하는 업종과 전문공사를 시공하는 업종으로 세분된다. 이를 보다 자세하게 다음과 같이 구분한다.

- 건설업 : 토목, 건축, 산업설비, 조경 및 환경시설 공사 등 시설물을 설치, 유지, 보수하는 공사, 기계설비, 기타 구조물의 설치 및 해체공사(단, 전기공사사업법에 의한 전기공사 등의 공사는 제외)
- 건설용역업 : 건설공사에 관한 조사, 설계, 감리, 사업관리, 유지관리 등 건설공사와 관련된 용역
- 종합공사를 시공하는 업종 : 종합적인 계획, 관리 및 조정하에 시설물을 시공하는 건설업
- 전문공사를 시공하는 업종 : 시설물의 일부 또는 전문분야에 관한 공사를 시공하는 건설업(실내건축공사업, 미장·방수공사업, 창호공사업 등)

건설기업기본법 개정으로 1975년 단종공사업(전문건설업)이 도입된 이래 30년 이상 유지되었던 종합공사를 시공하는 업종과 전문공사를 시공하는 업종 간의 겸업 제한이 2008년부터 폐지되었다. 그러나 건설기업기본법 29조에 따라 여전히 일반건설자간 하도급은 원칙적으로 제한되어 있다(한국신용평가㈜, 2014).

또한, 건설기업기본법은 건설공사에 관한 도급계약(하도급계약을 포함)의 내용을 담고 있다. 대표적으로 도급계약의 당사자는 대등한 입장에서 합의에 따라 공정하게 계약을 체결하고 신의를 지켜 성실하게 계약을 이행하여야 한하며, 공사에 관한 도급계약의 당사자는 계약을 체결할 때 도급금액, 공사기간, 그 밖에 대통령령으로 정하는 사

항을 계약서에 분명하게 적어야 하고, 서명 또는 기명날인한 계약서를 서로 주고받아 보관하여야 하는 등의 신의적 내용을 규정하고 있다.

## 2. 건설기업의 등록

건설업면허제도가 허가제에서 신고제로 전환(1999년 4월)된 이후, 업체수가 크게 증가하여 중소형업체간 수주경쟁이 심화되는 원인이 되고 있다. 건설업의 등록요건은 다음과 같다.

- ① 규정에 의한 기술능력·자본금·시설 및 장비 등을 갖추어야 한다. 가령, 토목공사업은 기술능력으로 토목분야의 토목기사 또는 토목분야의 중급기술자 이상인 자 중 2인을 포함한 토목분야 건설기술자 6인 이상이 구성되어야 하며, 자본금으로는 법인의 경우 7억원 이상(개인은 14억원 이상)이 되어야 한다.
- ② 국토교통부장관이 지정하는 금융기관 등이 기준에 따라 발급하는 보증가능금액확인서를 제출해야 한다.
- ③ 부정당업자 입찰참가자격 제한 기간이 경과되어야 한다.
- ④ 건설업 등록 말소 후 1년 6개월 경과되어야 한다.

<표 1> 건설업체 등록현황

(단위: 업체 수)

구분	2008	2009	2010	2011	2012	2013
종합	12,590	12,321	11,956	11,545	11,304	10,921
전문	37,120	37,914	68,426	38,100	37,605	37,057
설비건설	5,768	5,994	6,151	6,330	6,463	6,599
시설물 유지	3,094	3,590	4,055	4,324	4,505	4,688
합계	58,562	59,819	60,588	60,299	59,877	59,265

자료의 출처: 대한건설협회

우리나라의 건설업 등록 수는 <표 1>에서 보는 바와 같이 2011년까지 꾸준히 증가하는 추세를 보인 바, 이는 건설업 면허제도 변경에서 비롯된 낙찰제도의 변별력 부족이 그 원인으로 볼 수 있다(한국신용평가정보(주), 2014).

### 3. 건설기업의 시공능력평가

우리나라는 1996년부터 개별 건설업체의 공사실적, 경영평가, 기술능력 및 신인도를 종합적으로 고려하는 시공능력평가제도를 운영하여 발주자가 건설업체를 선정하도록 규정하고 있다(건설기업기본법 제23조 제2항, 시행규칙 제22조~제25조). 이에 의하면, 종합공사를 시공하는 업종을 등록한 건설업자의 시공능력평가는 그 건설업자가 시공할 수 있는 1건 공사의 공사 예정금액을 다음의 산식에 의하여 산정한다.

$$\text{시공능력평가액} = \text{공사실적평가액} + \text{경영평가액} + \text{기술능력평가액} \pm \text{신인도평가액}$$

위의 산식중 공사실적평가액은 최근 3년간의 해당 업종의 건설공사실적의 연평균액의 100분의 75로 하고, 기술능력평가액은 대부분 보유 기술자 수에 의하여 결정되며, 신인도평가액은 신기술·우수업자 지정과 업체간 협력사항 등으로 거의 과거실적에 의하여 고정화되는 성격을 지니므로, 건설업체의 실질적 평가는 경영평가액에 의하여 결정된다고 해도 과언이 아니다. 더구나 정부는 2000년부터 건설업체들의 재무구조개선을 유도하기 위해 시공능력평가방법을 개정하였다. 그 내용은 개별 업체의 재무비율을 업종평균으로 나눈 배수의 최대치를 상향조정하여 경영평점의 차이가 확대되어 반영되도록 유도하였다. 또한, 공사실적평가액에 대한 가중치를 70%에서 60%로 낮추는 대신, 경영평가액에 대한 가중치는 50%에서 100%로 상향조정하였다.

본 연구는 이에 재무비율 산정에 주요 지표가 되는 경영평가액에 대하여 보다 상세히 기술하고자 한다. 위의 산식 중 경영평가액은 다음의 산식에 따라 산정한다.

$$\text{경영평가액} = \text{실질자본금} \times \text{경영평점} \times 75/100$$

- (1) 위의 산식중 실질자본금은 총자산에서 총부채를 뺀 금액으로 하며, 실질자본금이 0이하인 때에는 0으로 한다. 다만, 건설업외의 다른 사업을 겸업하는 자인 경우에는 실질자본금에서 겸업비율에 해당하는 금액을 공제하되, 산업·환경설비공사업자가 산업·환경설비제조업을 겸업하는 경우에는 그러하지 아니하다.
- (2) 위의 산식 중 경영평점은 다음의 산식에 의하여 산정한다.

$\text{경영평점} = \frac{\text{유동비율평점} + \text{자기자본비율평점} + \text{매출액순이익률평점} + \text{총자본회전율평점}}{4}$
--

가) 위의 산식 중 유동비율평점·자기자본비율평점·매출액순이익률평점 및 총자본회전율평점은 제22조제2항 제2호의 규정에 의한 재무제표를 기초로 하여 유동비율(유동자산/유동부채)·자기자본비율(자기자본/총자본)·매출액순이익률(법인세 또는 소득세차감전순이익/매출액) 및 총자본회전율(매출액/총자본)을 각각 일반건설업계 전체의 가중평균비율(분자에 해당하는 업계 전체의 값을 분모에 해당하는 업계 전체의 값으로 나눈 비율로 하되, 자기자본비율 및 매출액순이익률 중 0 이하인 비율을 제외한다)로 나눈 것으로 한다. 이 경우 각각의 평점이 3을 초과하는 때에는 3으로 하고, "-3" 이하인 때에는 그 평점을 각각 "-3"으로 한다.

나) 경영평점이 3을 초과하는 때에는 3으로 하고, 0 이하인 때에는 0으로 한다.

- (3) 공사실적평가액이 건설업등록기준상 법인의 최저자본금보다 적은 경우의 경영평가액은 건설업등록기준상 법인의 최저자본금의 3배(산업·환경설비공사업 및 조경공사업의 경우에는 6배로 한다)를 초과하지 아니하도록 하며, 공사실적평가액이 영 별표 2의 규정에 의한 건설업등록기준상 법인의 최저자본금 이상인 경우의 경영평가액은 공사실적평가액의 3배(산업·환경설비공사업 및 조경공사업의 경우에는 6배로 한다)를 초과하지 아니하도록 한다.

## 4. 건설기업의 공공발주<sup>4)</sup>

### 가. 낙찰자 선정기준

국내에서 공공사업으로 발주하는 건설은 크게 300억원 미만은 적격심사제도를, 300억원 이상은 최저가낙찰제를 그리고 대형공사는 일괄·대안입찰(턴키계약) 방식을 취하고 있다.

이들 공사는 공통적으로 입찰참가자격 사전심사((PQ, Pre-Qualification)를 실시하고 있다. 사전심사는 경영상태부문과 기술적 공사이행능력부문을 구분하여 심사하며, 경영상태부문의 적격요건을 충족한 자를 대상으로 기술적 공사이행능력부문을 심사한다. 경영상태부문은 신용등급으로 평가하고, 기술적 공사이행능력부문은 시공경험 분야, 기술능력 분야, 시공평가결과 분야, 지역업체 참여도 분야, 중소기업 참여도 분야, 신인도 분야를 종합적으로 심사한다. 최저가낙찰제와 일괄·대안공사에 있어서는 입찰참가를 허용하거나 적격심사에서의 수행능력 평가는 PQ항목이 이용된다.

턴키(대안)공사는 한 업체가 설계부터 시공까지 모든 공정을 맡는 공사로, 주로 300억원 이상 공사에서 발주한다. 이는 고난도, 고기술이 요구되는 신규 복합공종 공사 중 민간이 보유한 기술력과 창의력의 활용이 필요한 공사로 300억원 이상 신규 복합공종 공사, 300억원 미만 신규 복합공종 공사로써 일괄·대안이 유리한 공사이므로, 공사 수행능력과 입찰가격 점수는 대체로 비슷하여 설계평가 점수가 낙찰여부를 좌우한다. 이에 사실상 상위 대형사가 전체시장의 약 70%를 장악하여 평균경쟁률은 3:1 내외이며, 평균낙찰률도 88% 수준에 이르고 있다(한국신용평가(주), 2014).

### 나. 공공발주의 변화와 비판<sup>5)</sup>

한국신용평가(주)는 조달청 기준 PQ 심사통과가 평균 40개~50개사에 달하여 변별력에 한계가 있다고 지적하였으며, 나아가 적격심사제도의 도입취지 또한 비판하고 있다. 적격심사제도는 공사 수행실적, 기술능력, 경영상태 등을 종합적으로 심사하여 적

4) 안전행정부 예규 제73호(2014.2.5, 일부개정) 「지방자치단체 입찰시 낙찰자 결정기준」 과 한국신용평가(주)의 보고서 참조

5) 한국신용평가(주)의 보고서(2014) 참조

격한 낙찰자를 결정하는 방식이다. 그러나 이 제도는 최저가격 입찰자 순으로 적격심사를 하되, 일정한 점수 이상이면 낙찰자가 되도록 규정하고 있기 때문에 공사입찰자는 일정 점수를 받을 수 있는 최저가격에 입찰해야 한다. 따라서 수주 가능한 최저가격이 사실상 제도적으로 보장되는 결과를 초래하여, 경쟁력이 차별화되지 않아 사실상 운(運)에 의하여 낙찰을 받을 수 있다는 비판이 제기된다.

한편, 최저가낙찰제 공사는 충분한 계약이행능력이 있는 업체 중 최저가격 입찰자를 낙찰자로 선정하여 공공발주의 예산절감 효과는 기대할 수 있으나, 텀핑수주로 인한 부실공사 위험이 존재한다. 또한 주로 중견업체(시공능력평가액 50위 이내)가 참여, 평균경쟁률 40:1 내외의 출혈경쟁으로 수익성 저하가 우려된다.

건설기업의 경쟁력 강화 및 구조개편 방안의 일환으로 2001년 1월부터 1천억원 이상 PQ대상 공사에 적용되던 최저가 낙찰제도가 업체간 과다 경쟁의 문제점을 개선하고자 2003년 12월 저가 심의제도를 도입함과 동시에 500억원 이상 PQ공사로 확대 시행되었다. 정부는 이에 그치지 않고 2006년 5월을 기준으로 300억원 이상 모든 공사에 최저가 낙찰제도를 적용하였으며 2008년에는 100억원 이상 모든 공사에 확대하겠다고 입법 예고하였다. 다만, 정부는 건설경기 보완방안으로 100억원 이상까지 확대 예정이던 최저가 낙찰제도를 2016년으로 연기하였다. 최저가 입찰제도는 예정가격 대비 예산절감 효과와 계약의 투명성과 객관성 제고 등의 장점이 있으나 우리나라의 경우, PQ심사가 실제 시공능력을 변별하지 못하여 과다한 업체의 입찰참여가 저가 투찰로 이어져 시공의 질적 수준 저하와 더불어 건설사 수익성에 부정적 영향을 미치고 있다.

최저가 낙찰제 개선이 국정과제에 포함됨에 따라 가격과 공사력을 종합적으로 고려한 입·낙찰제도 도입을 검토하게 되었으며, 정부는 2014년 중 한국토지주택공사, 한국철도시설공단, 한국수자원공사 등 산하 공공기관이 발주 예정인 21개 공사를 통해 종합심사낙찰제 사업을 진행할 계획이다. 종합심사낙찰제는 입찰하는 건설사의 공사수행 능력과 입찰가격, 사회적 책임 등을 반영한 점수가 가장 높을 경우 낙찰자로 선정하는 방식이며, 점수가 같을 경우에는 입찰가격이 낮은 자를 선정하는 방식이다.

2008년~2009년에 턴키(turn key)방식 평균 낙찰률 90%를 상회하고 턴키 입찰방식의 평균 입찰자수가 소수에 불과한 것으로 나타나면서 입찰담합 등 비리 문제가 부각되었다. 턴키공사에 대한 부정적인 인식이 확산됨에 따라서 서울시, 광주시, 환경공단 등이 턴키공사 비중을 축소하겠다고 발표하는 등 공공 공사에서 턴키공사가 차지하는 비중이 예년에 비해 위축되었다.

마지막으로, 민자 SOC사업에 대한 정부 손실보증으로 인한 과도한 제한경쟁과 손실

보전을 위한 재정집행 증가로 정부 고시가 아닌 민자SOC 사업에 대한 손실보증제가 2006년 폐지되어 민자SOC사업 리스크가 크게 증가하였다.

## 5. 건설기업의 특성<sup>6)</sup>

첫째, 건설기업은 발주자의 개별적 주문 또는 입찰제도를 통해 생산활동을 전개하는 주문생산형태의 산업으로, 발주자의 다양한 수요에 따른 탄력적 운용이 필요하기 때문에 표준화가 어렵다. 또한 개별프로젝트 단위로 사업이 전개되기 때문에 제조업에 비해 상대적으로 사업의 연속성 및 안정성이 열위하고 지역, 경제여건에 따른 업황의 격차가 매우 크다.

둘째, 일반적으로 대규모 시설이나 고도의 기술이 필요치 않아 적은 자본과 낮은 기술도 시장진입이 용이하기 때문에 시장경쟁 강도가 매우 높다. 수주협상 및 입찰경쟁에 발주자에 비해 시장지위가 열위한 것이 일반적이어서 덤핑 및 담합에 대한 유혹이 매우 크다. 상위수준의 수주경쟁력을 확보한 기업(시공능력순위 상위업체들)은 시공력 및 시장인지도를 기반으로 상당한 수준의 고유영역을 확보함으로써 일종의 기득권층을 형성하고 있다. 경쟁이 치열해지면서 기업간 차별화가 커지고 있다.

셋째, 건설기업은 기간산업 및 공공재로서의 성격이 강하기 때문에 정부의 규제 및 정책 간섭이 많아 정책변화에 따른 업황의 변동가능성도 크다. 재정지출에 의해 영향을 받는 공공토목공사보다 부동산 정책에 의해 좌우되는 민간건축 부문이 정부정책에 더욱 민감하다.

마지막으로, 건설업에 대한 회계처리는 진행률에 의한 수익을 인식하여 자의적인 회계처리 가능성과 운전자금의 높은 변동성으로 인해 손익계산서 상의 수익성과 실제 자금수지 간의 괴리가 크다.

---

6) 한국신용평가(주)(2014) 참조



## 제2절 건설문화에 대한 부정적 인식<sup>7)</sup>

우리나라 건설기업은 불건전한 관행과 가치관으로 인하여 총체적 위기에 처하고 있다고 진단하고 있다. 이러한 위기를 낳은 건설문화로는 정부정책이나 제도에 지나치게 의존하는 타율적 문화, 프로젝트 수행체계나 계약적인 측면에서 수직적이고 폐쇄적인 문화, 자기가 속한 영역의 이익만을 추구하는 이기적이고 배타적인 문화 등을 들고 있다. 또한 고도성장의 과정에서 양적 성장만을 추구한 건설기업은 결과만을 중시하는 목표지상주의 문화를 낳았다. 결과 위주의 목표지상주의 문화는 건설물량이 폭발적으로 증가하는 성숙기(1993년 이후)를 거치면서 ‘빨리빨리’, ‘대충대충’의 날림공사 분위기로 이어져 삼풍백화점 붕괴와 같은 결과를 만들었다<sup>8)</sup>. 동시에 이 시기 주택 200만호 건설 같은 초대형 프로젝트들이 건설시장의 급팽창과 거품 경제를 촉발하는 과정에서 입찰비리, 금품수수, 정경유착, 부실공사 등 건설업체의 부정적인 행태를 심화시키면서 건설기업의 이미지와 문화를 심각하게 훼손하고 말았다. 한편 정부·업체·민간발주자 세 부문의 악순환의 고리를 만들면서 총체적으로 건설기업의 경쟁력을 저하시키는 요인으로 작용하고 있다. 정부는 현안중심의 졸속처방에 급급하여 지나친 규제와 투명성 위주의 발주방식을 고집한 나머지 글로벌 스탠다드화된 시스템과 법체계를 만들지 못했다. 그리고 건설업계는 기득권을 유지하려는 이기주의에 빠져 폐쇄적인 건설문화를 만들었으며, 소비자인 발주자는 건축행위를 축재의 수단으로만 인식하여 성냥갑같은 아파트를 낳게 하는 건설문화를 만들었다고 지적하였다.

김명수(2010)는 건설기업의 부패풍조에 대하여 다음의 사실을 보고·발표하였다. 경실련·대검찰청·감사연보·부패방지위원회(2002) 등에 따르면, 시기와 조사방법, 주체에 관계없이 우리 사회 부패사건의 25~54%는 건설 부문에서 발생하고 있음을 지적하였다. 부패방지위원회에서 실시한 행정기능 분야별 부패인식도 조사를 보면 일반 국민들의 66.5%, 전문가 78.0%가 가장 심각한 부패 발생 부문으로 건축/설계 부문을 지적한 사례를 들고 있다. 또한 경실련의 분석에 의하면, 1993년 3월~2006년 7월 기간 중

7) 권삼윤 외 「건설문화가 경쟁력이다」(한국건설문화원, 2007), 윤영선(2008), 윤영희(2009)를 발췌 후 재정리

8) 전계서에 윤만근(2007)도 우리 건설현장에 남아 있는 문화로 첫째, 빨리빨리 문화를 들었다. 건설현장에서 공기단축을 최우선으로 하는 것으로 긍정적인 측면과 더불어 부실공사와 같은 사회적 부작용도 낳았다고 지적했다. 또한 빨리빨리 문화의 부작용으로 대충대충 문화가 형성되었으며, 이는 성과제일 주의에 집착하는 것으로 안전 불감증과 부실시공을 낳는 요인이 되었다고 주장하였다. 이지송(2007)은 이를 ‘속도전’과 같은 군사용어를 인용하여 건설현장에서의 상명하달식 군대문화를 언급하였다.

언론에 보도된 부패사건 765건 가운데 53.9%인 412건이 건설 관련 사건으로 나타났다. 건설 부패요인은 제도적·산업 구조적·문화적·인적 측면에서 복합적으로 유발되며, 제도적 및 산업 구조적 요인이 전체의 90% 이상을 차지한다. 제도적 측면에서 보자면, 법 규제 및 제도가 과다하거나 과소한 시행에서 비롯되며, 산업구조적 측면에서는 수주산업, 하도급 구조, 복합 공정, 복잡한 인허가 과정 등 산업구조의 특수성으로 인한 것으로 보고되었다. 문화적 측면에서는 상납, 떡값 등 범죄의식이 없는 상거래 관행에서 비롯되며, 인적 측면에서는 개인적 여건과 이해관계에 의한 요인이 작용된다고 보고 있다.

건설과 관련된 부패행태는 계획단계, 설계단계, 입·낙찰 단계, 시공단계, 준공단계 등 건설 전 과정에서 발생되며, 부패통계에 대한 신뢰성이 낮아 정확한 판단은 어렵지만 경실련 자료에 의하면 건설관련 부패건수가 시간에 지남에 따라 줄어들고 있지 않고 있는 실정이다. 국제투명성기구의 국가 청렴도 지수는 최근 조금씩 나아지고 있지만 건설관련 부패에 대해 별도로 조사된 통계가 아직 없기 때문에 이 또한 분명한 수치는 아니다.

김명수(2010)는 건설기업의 높은 고용 유발효과와 국가경제 기여도에도 불구하고 우리나라의 선진화를 가로막는 부패 문제의 가장 큰 비중을 차지한다는 점을 고려하면, 국가발전 차원에서 건설기업의 투명성 문제를 인식하고 해결책을 모색해야 한다고 주장하였다.

윤영선(2008)은 건설현장에서 연고주의 문화, 온정주의적 편법과 권모술수, 접대문화가 형성되었다고 진단하면서, 장인정신의 부존감(不存感)에 대한 우려를 표출하였다. 그는 1990년 변별력 강화를 위하여 새롭게 도입된 발주 및 입낙찰 제도에 대응하여 은밀한 형태의 연고주의가 점점 더 강화되었으며, 발주자의 주관적 사업능력 평가를 요구하는 턴키 및 민자사업제도 등이 활성화되면서 사적 연고를 활용하려는 의식 및 행태가 심화되고 있다고 보고하였다. 한편, 건설기업의 복잡하고 많은 규제들은 연고주의 문화의 관행화를 초래하고 있는 바, 건설기업의 연고주의 문화는 부정과 부패를 낳고, 불평등 구조를 심화시키며 협력과 신뢰의 분위기를 형성하지 못하는 주된 요인이 되고 있다고 주장하였다. 또한 전형적인 건설기업의 배타적 평등주의는 소위 ‘칸막이’식 구조를 형성하는 면허 및 업역제도를 중심으로 전개되어, 면허를 근간으로 하는 다양한 규제를 통하여 이해 관계자들의 시장을 적절하게 분할하고 상호 침범하지 못하도록 하는 문화가 정착되는 현상을 지적하였다. 지나친 물량 배분 중심의 중소 건설업체 보호 제도 역시 배타적 평등주의 문화를 반영하는 사례로 들고 있다. 사전 업체 선별 기능

이 무력화되어 지나치게 많은 업체의 입찰 참여를 유도하는 현행 공공공사 입·낙찰제도 역시 배타적 평등주의를 반영하고 있다고 비판하였다.

이의섭·김민형(2006)은 회계투명성의 관점에서 건설업종의 부정부패를 조명하였다. 이들은 진행기준에 의한 수익인식, 공동도급 회계 처리 지침의 결여, 각 현장별 및 개별공사의 합산에 의한 회계처리, 다양한 인허가 및 승인, 입·낙찰제도의 부정과 비리·담합, 회계왜곡에 따른 부정적인 파급효과에 대한 경영자의 의식 결여 등이 건설업종의 회계 투명성을 저해하는 요인으로 지적하였다.

김명수(2010)는 건설기업의 부정·부패의 개입요인은 다음과 같이 요약하고 있다. 우선, 업종 특성상 설계 및 입·낙찰 단계에서부터 부패요인이 많이 개입되어 있다. 사업수행능력 평가의 배점을 특정업체에게 유리하게 적용, 발주기간이나 물량을 조정하여 분할 발주 등 선정과정이 불투명한 요인도 작용된다. 수주 경쟁과정에서의 유착 및 뇌물공여가 자행되고, 경쟁입찰할 수 있음에도 수의계약으로 발주하는 등 재량권을 남용하는 것도 부정적 인식의 요인이다. 둘째, 시공·감리 단계에서의 부패이다. 저가수주로 인한 낮은 이윤을 보상받으려고 유착관계를 이용하거나, 감리·감독을 매수하여 설계변경을 유도하고 있다. 발주자의 우월적 지위를 이용하여 하도급자 선정에 영향력을 미치는 행태가 빈번히 보도된다. 감독에 있어서 부실벌점이나 부적격업자 제제 등의 권한을 남용 혹은 묵인하여 부당한 거래가 형성되기도 한다. 마지막으로, 턴키공사 관련 부패를 들고 있다. 턴키입찰에 참가하는 대형업체간에 기술력의 큰 차이가 없어 가격경쟁으로 본질이 변질된 상황에서 업체들은 가격의 지나친 저하를 막기 위하여 담합의 유인을 갖게 된다는 점이다. 업체간의 뚜렷한 기술력 차이가 없어 평가위원들의 평가가 수주 여부에 결정적인 영향을 미치는 구조로 건설업체들은 다양한 방식의 로비 심지어 금품수수가 수행되기도 한다. 턴키공사의 공사 규모가 클 뿐만 아니라 낙찰률도 높아 일단 수주를 하게 되면 입찰비용은 물론 로비비용도 만회할 수 있어 그 만큼 부패에 따른 이득이 크기 때문에 유혹이 개입될 수밖에 없다.

## 제3장 선행연구의 검토

### 제1절 대리인비용에 관한 선행연구

대리인 문제는 대리인(agency, 경영자)과 소유주(principal, 주주 혹은 채권자)의 이해관계(선호 혹은 이익)가 일치하지 않을 때 발생하며, 대리인비용은 대리인의 행위를 소유주에게 일치시키도록 유도하거나 대리인 문제를 충분히 통제하지 못하여 부담하는 비용이다. 가령, 이사회(board of directors) 같은 조직을 통하여 경영자가 주주의 이해관계에 반하는 의사결정을 하지 못하도록 통제하는데 드는 감시비용(monitoring cost), 재무보고서를 작성하여 외부감사의 보증을 통하여 경영자가 자신이 행하고 있는 경영 및 투자 의사결정이 주주의 이해관계와 일치한다는 것을 주주에게 보여주기 위해 소요되는 확증비용(bonding cost), 그리고 이러한 장치가 최적화되었다고 하더라도 의사결정의 불일치로 인하여 발생하는 비용인 잔여손실(residual cost)으로써 경영자의 행위에 대한 통제가 불완전하기 때문에 발생하는 대리인 문제에 따른 기업가치 손실을 말한다(Jensen and Meckling, 1976).

소유와 경영이 분리된 현대의 기업형태에서 경영자의 업무회피와 사적 이익추구에 의하여 대리인비용이 발생할 수 있다. 대리인비용이 발생할 수 있는 전형적인 유형은 경영자의 불성실(insufficient effort), 무능(incompetence), 업무회피 등으로 인하여 자산의 효율적인 이용 기회가 포기되는 경우와 기업이 창출한 잉여가치가 사적으로 소비되는 행태에 의한 부당한 탈취(misappropriate)로 요약할 수 있다(Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983; 조성빈, 2006). 대리인비용이 지속되면 소수 주주나 채권자의 이익이 침해될 수 있으며(Jensen and Meckling, 1976), 경영자가 단기 이익만을 추구하여 장기적으로 기업가치가 하락될 수 있다(DeAngelo and Rice, 1983; Dechow and Sloan, 1991; Murphy and Zimmerman, 1993)<sup>9)</sup>.

다수의 선행연구는 이러한 대리인비용을 통제할 수 있는 수단으로 다양한 메커니즘에 관하여 논의되어 왔다. 대표적으로 경영자 지분과 대리인비용의 관계(Jensen and

9) 이에 관한 전반적인 개괄은 Ang et al(2000), 조성빈(2006)에 잘 기술되어 있다. 김문태·권현주(2009) 재기술.

Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983; 강동관, 2005; 지성권 외, 2009), 외부 대주주 혹은 기관투자자(외국인투자자 포함)의 효율적인 감시기능(Shleifer and Vishny, 1986; 전영순, 2003; 박헌준 외, 2004; 조성빈, 2006; 김문태, 2006), 지배구조의 대리인비용 통제기능(Bhojraj and Sengupta, 2003; 박영석·김남곤, 2005; 김문태·박길영, 2009), 잉여현금흐름의 활용을 통한 대리인비용의 완화(Myers, 1977; Flannery, 1986; 박경서·이은정, 2006) 등을 들 수 있다<sup>10)</sup>.

Jensen and Meckling(1976)은 경영자의 지분을 증가시킴으로써 경영자의 이익추구 행동이 외부주주의 이익추구 방향과 일치되도록 유도하여, 그 결과 대리인비용이 감소하고 기업의 가치가 늘어난다고 설명하고 있다.

그러나 La Porta et al.(1999)은 소액주주 보호장치가 잘 발달되어 있는 국가를 제외하고는 지분이 잘 분산되어 있는 경우가 많지 않음을 제시하였다. 또한 기업의 소유구조가 집중될수록 외부 소액주주들에 대한 법적인 보호가 약한 특징이 있고, 이 경우 경영자나 지배주주는 자기 자신의 효용을 증대하기 위하여 기회주의적인 행동에 따라 외부 소액주주에 대한 이익 침해가 더욱 심화된다고 보고하였다. 이들은 또한 신흥국가의 기업지배권이 소수에 의해 집중되어 전문경영자와 소유주 사이의 대리인 문제보다 지배주주와 외부 소액주주간의 대리인 문제가 유발된다고 주장하였다.

Johnson et al.(2000)은 1997년과 1998년에 동아시아 국가에 있었던 경제위기의 원인이 기업지배구조에 기인되었다고 주장하고, 미래에 대한 경제적 전망이 비관적일수록 경영자의 이익침해 현상이 가중되며, 이 경우 시장에서 주가폭락의 결과가 초래된다고 보고하였다. 특히 동아시아의 신흥시장(emerging market)에서는 경영자의 기업활동이 사실상 지배주주의 영향력을 받게 된다고 보고하였다(박종일 2003, 재인용). Claessens et al.(2000)에서도 우리나라를 포함한 동아시아 국가의 기업들이 소유와 경영의 분리 정도가 낮으며, 지배주주의 영향력에 의해서 기업의 경영과 통제가 분리되지 못한 특징이 있다고 보고하였다. 이에 앞서 Claessens et al.(1999)은 지배주주가 자신의 부(富)를 극대화하기 위하여 외부 소액주주에 대한 이익침해가 발생한다고 보았다(김문태, 2014 재인용).

김문태·박길영(2009)은 감사위원회의 설치와 사외이사를 통한 이사회 독립성, 사외

10) 우리나라에서 기업이 현금을 보유하는 동기는 투자를 회피하여 과생되는 과잉현금보다는 거래비용의 절감, 예비적 수요 이론, 과세기준 및 세율 차이 등에서 기인한다(조성빈, 2006). 따라서 이하 본 연구에서는 대리인비용의 관점에서의 기업 현금보유를 분석하지 않았다. 김문태·권현주(2009) 재기술.

이사의 활동성이 경영자의 사적 비용을 통제하고 자산효율성을 제고시키는 역할을 수행하는지 분석하였다. 2000년부터 2005년까지 분석한 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 감사위원회 의무설치 또는 자발설치가 접대비, 기부금, 복리후생비로 정의한 경영자의 사적 비용을 억제시키고, 자산효율성을 증대시키는 것으로 나타났다. 이는 감사위원회 설치규정을 준수한 표본에서 더욱 명확한 결과로 검증되었다. 둘째, 사외이사 비율이 높고 사외이사의 활동성이 높을수록 경영자의 사적 비용을 억제시키고, 자산효율성을 증대시키는 것으로 나타났다. 사외이사 선임비율을 준수한 표본에서도 일관된 결과를 보였다.

배현정 외(2010)는 종업원지주제(employee stock ownership plans: ESOP)를 통하여 종업원이 자기회사의 주식을 취득·보유하여 주주로서의 역할을 담당할 때, 경영자의 대리인비용을 감소시킬 수 있는지를 실증분석하였다. 연구대상기간인 2002년부터 2005년까지 우리사주제도를 도입한 연도별-기업별 횡단표본 376개에 대한 주된 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 우리사주 예탁지분율이 접대비와 복리후생비의 합계로 정의된 사적 소비에 대하여 유의한 음(-)의 반응을 보였다. 둘째, 우리사주 예탁지분율과 총자산회전율은 유의한 양(+)의 관계를 나타내었다. 셋째, 우리사주를 채택한 기업이 그렇지 않는 기업에 비하여 상대적으로 대리인비용에 대한 통제효과가 더 양호하다는 것을 유추할 수 있었다. 이 같은 본 연구의 결과는 우리사주제도가 경영자의 기회주의적이고 과도한 사적 소비를 억제시키고, 경영자로 하여금 기업의 자산을 효율적으로 활용하도록 유도한다는 것을 시사한다.

## 제2절 이익관리에 관한 선행연구<sup>11)</sup>

다수의 선행연구는 경영자가 자신의 이해관계 및 사적 목적에 부합하려는 다양하고 자의적인 의도로 회계이익을 조정 또는 수정하였음을 밝히고 있다. 본 고에서는 이익관리의 동기와 이익관리의 방법 및 수단 그리고 이익관리의 통제 메카니즘을 고찰하기로 한다.

먼저 이익관리의 동기를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 이익유연화 가설(혹은 이익평준화 가설, income smoothing hypothesis)로, 이는 경영자가 극심하게 높거나 낮은 이익의 변동성을 완화하여 안정된(또는 평준화된) 이익흐름으로 유도한다는 주장이다. DeFond and Park(1997)은 경영자가 미래의 성과를 기대하는 정도에 따라 현재의 발생액을 활용한다는 것을 보고하였다. Hunt et al.(1995)은 이익평준화 현상이 클수록 주식시장에서 우호적인 반응을 받음을 나타내었다. 이와 유사하게 송인만·이용호(1997)도 이익평준화 현상의 정보효과를 분석하면서 채량적발생액, 특별이익 및 전기손익수정손실 등이 이익평준화의 주요 도구로 사용된다는 것과 평준화된 이익에 대하여 주식시장 참여자들이 우호적인 반응을 보인다는 것을 보고하였다. 또한 송인만·최관(1992)은 회계변경과 이익평준화 현상 간의 관계를 분석하였는데, 기업들은 회계변경 후의 보고이익이 정상이익 또는 기대이익에 가까워지도록 하는 방향으로 회계변경을 하는 경향이 있음을 보고하였다.

둘째, 경영자보상 가설(management compensation hypothesis)이다. Healy(1985)에 의하면, 경영자는 자신의 보상을 극대화하려는 유인으로 성과가 나쁜 경우에는 보상기준의 하한을 초과하기 위해 이익증가정책을 추구하려는 발생액의 조정이 일어나며, 반대로 성과가 너무 좋아서 보상기준의 상한을 초과하는 경우에는 오히려 이익감소정책을 선택한다고 주장하였다. 비슷한 맥락에서 McNichols and Wilson(1988)은 경영자보상체계의 상·하한선과 관련하지 않고 이익이 극심하게 높거나 낮을 때 이익을 감소시키는 방향으로 발생의 조정이 나타남을 보고하였다.

셋째, 자본시장과 관련된 동기를 들 수 있다. 회계정보는 투자자와 재무분석가에 이용되어 기업의 주가와 자본비용에 영향을 줄 수 있기 때문에 경영자는 이익을 조정하여 자신의 부를 극대화하거나 주주의 부에 영향을 줄 수 있다. 이와 관련하여, 경영자매수(management buyout)에 대응한 이익조정(DeAngelo, 1986; Perry and Williams,

11) 이에 관하여 권수영 외(2010), 김문태(2004), 박성각(2014)의 연구를 참조·발췌하였다.

1994), 피합병회사와 이익조정(Erickson and Wang, 2000), 유상증자와 이익관리(Teoh et al., 1998; 최관·백원선, 1999)의 연구를 들 수 있다.

넷째, 정치적비용가설(political cost hypothesis)은 정부의 규제대상이나 다수 이해관계자로부터 표적이 될 수 있는 기업이 추가적으로 부담해야 할 비용(예: 세무조사, 방송매체를 통한 공개)을 회피하거나 이해관계에서 유리한 입장을 점유하려는 유인이 작용되어 이익조정을 행한다는 관점이다. 대표적으로, Jones(1991)의 연구 결과에 의하면, 수입제한 조사기간 중에 보고이익을 감소시키기 위하여 발생 항목을 이용한다고 주장하였다. Cahan(1992)은 독점관련 규정 위반으로 조사받은 48개 기업들이 독점관정을 피하기 위하여 이익을 하향조정할 것이라고 보고하였다.

다섯째, 법인세 감소유인으로 이익관리를 행하는 것을 들 수 있으며, 이는 법인세 인하정책과도 관련이 있다. Scholes et al.(1992)은 미국의 TRA(Tax Reform Act)에서 1986년의 세율이 46%에서 1988년 34%로 대폭 인하된 시점에 초점을 맞추어 기업들이 매출인식을 이연하고 비용을 조기 인식함으로써 이익을 이연한다는 점을 보고하였다. 이와 유사한 연구로, Guenther(1994), Maydew(1997), 박춘래·김성민(1996), 백원선·최관(1999), 고종권(2001)의 연구를 들 수 있다.

이러한 이익조정은 목표이익의 달성이나 적자회피를 위하여 수행된다는 연구도 다수 수행되었다. 송인만 외(2004)는 Burstahler and Dichev(1997)의 연구방법을 이용하여 우리나라 기업이 이익조정을 얼마나 널리 수행하고 있는지를 검증한 결과, 영(0)에 약간 미달하는 기업의 50% 이상이 이익을 상향조정하여 흑자로 보고하고 있음을 제시하였다. 이에 대하여 이은철·손성규(2007), 박종일·전규안(2010), 심호석(2011), 유순미(2012) 등은 재무분석가 이익예측치와의 부합성, 목표이익과 시장반응, 자본비용의 경감 등의 이유로 목표이익과 적자회피를 위한 이익조정이 구사된다고 주장하였다.

한편, 자산처분, 연구개발에 대한 지출의 회계처리, 대손충당금의 재량적 설정 등 이익조정의 수단 및 방법에 관한 연구도 수행되었다.

자산처분은 대부분 금융자산의 미실현보유손익을 처분하여 이익관리 수단으로 활용된다고 보고한다. 가령, Hand(1989)는 채무증권의 지분증권 전환(debt-equity swap)거래에서 발생하는 이익을 수단으로 전년 대비 이익의 감소를 보전하는 유연화를 제시하였다. 이와 유사한 연구로 관심 국가별·산업별·금융상품별 그리고 이익관리 동기별로 금융자산처분과 관련된 연구가 수행되었다(Bartov, 1993; Moyer, 1990; Beatty et al., 1995; Collins et al., 1995; Jordan et al., 1998; 박한순, 2001; Herrmann et al., 2003; Hunton et al., 2006; 김길훈·강내철, 2006; 지현미·송인만, 2009; 김문태·김현



아, 2011).

목표이익에 도달하지 못한 경영자는 연구개발 지출수준을 줄이거나 연구개발 지출 자체를 이연함으로써 당기의 기대이익을 실현할 수 있다. Baber et al.(1991), Perry and Grinaker(1994)은 당기에 순이익을 기대하거나 전기의 이익수준을 유지하려는 경영자는 연구개발비 지출을 억제(cutting)함으로써 이익을 유지하려는 현상이 있음을 밝혔다. Oswald(2000)는 연구개발 지출에 대한 회계선택의 여지가 존재하는 영국(UK)에서 연구개발비에 대한 회계처리(자본화 또는 비용화)가 경영자의 재량에 의하여 선택된다고 보고하였다. 나아가 Oswald and Zarowin(2005)은 연구개발비 지출이 당기 이익이나 기대이익의 달성여부에 따라 재량적으로 자본화 또는 비용화된다는 논거를 제시하고 있다. Mande et al.(2000)은 일본의 기업들이 계열사 지배시장과 기관투자자로부터 이익의 상향조정 압박을 받고 있기 때문에 연구개발비를 자산처리함으로써 이익을 상향조정하는 것으로 나타났다. 이에 대하여 국내의 최광현(1997), 김문태 외(2006)도 대체로 국외의 선행연구와 일관된 결과를 제시하였다.

McNicols and Wilson(1988)은 부실채권에 대한 비재량적 대손설정액을 통하여 개별 발생항목의 재량성 여부를 이익관리 변수로 파악하였다. 국내의 연구로, 문현주(2005)는 국내 일반은행을 대상으로 연구한 실증분석 결과를 통하여, 경영자가 전기대비 당해 연도 이익이 높다면 재량적 부분인 대손충당금의 기말 추가설정액을 높게 보고하여 이익의 변동을 감소시키는 이익조정을 구사한다고 주장하였다.

이익관리가 회계정보의 신뢰성을 저하시킨다는 전제하에 다양한 이익관리 통제 메카니즘이 논의되었다.

전영순(2003)과 김문태(2004)는 외국인투자자가 투자대상 기업분석에서 질적으로 우수한 회계이익을 선호한다는 결과를 통하여, 외국인의 경우 투자기업에 대해 기업경영의 감시자로서의 역할을 담당하여 회계이익의 질적 향상을 유도한다고 보고하였다.

Ederington and Goh(1998)는 신용평가기관이 기업의 영업성과에서 파생되는 직접적 이해당사자가 아니기 때문에, 자본시장의 다른 재무분석가에 비하여 한층 더 객관적인 기업분석을 담당할 수 있을 것이라고 주장하였다. 이를 확장하여, 김문태 외(2006)는 신용평가기관이 경영자의 이익조정을 기회주의적 동기로 인식하는지를 분석한 결과, 신용등급이 양호하게 부여된 기업일수록 이익조정 정도가 낮은 사실을 제시하였다. 이는 이익조정에 대한 신용평가기관의 감독기능과 객관적 평가기능을 강화하는 합리적 근거를 제시하는데 공헌하였다. 반면, 최국현·신안나(2006)는 경영자가 신용등급의 상향평가 및 등급유지를 위하여 신용등급 평가의 주요 요인인 회계이익을 상향조정하고

있다고 주장하였다.

감독기관에 의한 이익관리 통제에 관한 국내의 연구는 대부분 금융감독원(금감원)의 감리를 대상으로 수행되었다. 정태범(2008)은 회사에 대한 과징금 부과 수준이 낮고, 감사인 지정 조치가 감리조치와 관련성이 결여되어 있으며, 대표이사 해임권고 조치 또한 효과성이 퇴색되고 있다고 보고하였다. 반면, 이재은(2008)은 금감원이 2001년 감리양정기준을 발표하여 이 규정에서 정한 징계조치 중요성 기준을 감리징계조치에 엄격하게 적용한 이후, 국내 기업 및 감사인들이 감리양정 기준을 사용하여 회계감사 중요성 기준을 정하게 되었고, 따라서 감리양정기준은 중요성 기준에 대한 사실상의 권위 있는 지침(authoritative guidance)이 되었다고 언급하였다. 김문태(2011)는 동일기업에 감리조치가 부과된 연도와 동종산업에 속하는 기업 중 감리에 적발되어 그 시정과 규제를 부과받은 기업은 당국의 집중적이고 일시적인 감독과 감시를 회피하기 위하여 이익의 상향조정이 억제되었다고 주장하였다.

마지막으로, 기업지배구조와 외부감사인에 의한 이익조정 통제효과를 들 수 있는 바, 이에 대한 선행연구의 결과는 일관된 결론을 제시하지 못한다. 기업지배구조와 관련하여 대부분 이사회·사외이사·감사위원회 등 대표적인 위원회의 존치여부, 구성비율, 독립성과 활동성 등과 이익조정의 설명관계를 규명하고자 하였다. 또한 외부 감사인에 대하여는 대형 감사법인(소위 외국계와 연계된 Big Firms), 감사보수 및 시간, 지정감사 등과 이익조정의 설명관계를 규명하고자 하였다(DeFond and Jiambalvo, 1991; Wild, 1996; McMullen, 1996; Dechow et al., 1996; 이상철·이경태, 2003; 전규안 외, 2004; 신호영, 2006; 고대영 외, 2007; 강선민·황인태, 2007; 황인태 외, 2009).

### 제3절 기업부실예측에 관한 선행연구

기업부실에 관한 연구는 기업부실, 도산, 기업실패, 기업위험 등의 주제로 전반적으로 이를 예측하는 연구로 이루어져 왔다.

Boritz and Kennedy(1995)는 도산예측모형의 예측력이 변수선정, 표본추출방식, 신경망 유형 등의 변화에 따라 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보았다. 연구결과, Ohlson(1980) 및 Altman(1968)의 연구에서 사용된 변수를 결합하여 개발한 모형이 각각 개별적으로 개발한 모형보다 예측력이 우수한 것으로 나타났다.

이건창 외(1996)는 보다 효과적인 기업신용평가를 위하여 통계적 방법과 인공지능 방법을 결합한 결합모형을 제시하였다. 이를 위하여 본 연구에서는 통계적인 모형 중에서 가장 널리 활용되고 있는 MDA(Multivariate Discriminant Analysis)와 인공지능적인 방법으로서 최근에 널리 사용되고 있는 인공신경망(neural network)모형을 휴리스틱한 방법으로 결합하였다. 이러한 결합모형의 성과를 증명하기 위하여 우리나라의 대표적인 3대 기업신용평가 기관에서 수집한 1,043개의 기업신용평가 자료를 기초로 실험을 하고, 그 결과를 기존의 MDA 및 인공신경망 방법에 의한 결과와 비교하였다. 실험결과, 통계적으로도 유의하고, 실무적인 관점에서도 의미가 있는 기업신용평가 결과를 유도할 수 있었다.

Suh and Kim(1996)은 신경망모형을 이용하여 모형의 네트워크 크기, 아키텍처(architecture), 표본구성, 입력변수 등을 기준으로 도산예측력을 검증하였다. 이들은 도산-실패기업 간의 도산예측이 도산-정상기업간의 도산예측보다 어렵다는 것을 제시하였으며, 도산예측모형 개발시 우선적으로 고려되어야 할 사항으로 연구표본을 동질집단(homogeneous data)으로 구성해야 된다는 점을 강조하였다.

국내의 재무비율을 통하여 기업부실을 예측하는 연구로, 권경택·기석도(2002)는 1991년부터 1996년까지 부실 상장기업 41개사와 대응 건전기업 118개를 선정하여 주요 재무정책변수로 기업부실예측모형을 구축하였다. 분석결과, 투자정책·자본조달정책·그리고 배당정책을 대표하는 변수로 자기자본순이익률, 총자본부채비율 및 배당율이 각각 채택되었다. 그리고 현금흐름변수를 추가하였다. 이 네 변수를 이용하여 로짓분석을 실행하였다. 먼저 부실 1년 전부터 부실 5년 전까지 각 연도별로 부실예측모형을 추정하였다. 부실 1년 전의 추정모형에 의하면 총자본부채비율을 제외한 모든 계수의 부호는 (-)로 모두 기대했던 대로 나타났다. 전체적으로 볼 때 부실 4-5년 전에는 자

기자본순이익률과 총자본부채비율이 기업부실에 유의한 영향을 주나 부실전 3년간은 현금흐름과 배당률의 크기가 부실에 영향을 주는 것으로 나타났다.

오희장(2005)은 기업의 도산예측에서 신용등급정보가 유용성을 가지는가를 분석하고자 하였다. 이를 위해 비금융 상장기업으로서 1998년부터 2001년까지 도산한 52개 기업과 비도산 기업 2,237건 및 기업어음의 신용등급이 공표된 800건을 표본으로 사용하였다. 분석결과를 요약하면, 먼저 신용등급별 재무비율에 대한 차별적 서열성에 대한 검증결과와 도산 및 비도산집단간의 차이분석에서 29개 고려대상 변수 중에서 20개가 일치하였다. 둘째, 로짓분석을 통해 도출된 도산예측모형의 8개 설명변수 중에서 7개가 단일변량분석에서 차별성을 가지는 것으로 나타나는 재무비율이었다. 또한 도출된 모형의 8개 설명변수 중에서 3개 변수가 기업어음의 신용평가와 관련성이 높은 변수였다. 셋째, 도출된 도산예측모형의 분류정확도는 자체판별력이 94.07%, 검증표본이 97.54%로 높은 예측력을 보여주었다. 마지막으로 이러한 모형에 신용등급변수를 추가한 경우 신용등급변수가 가장 높은 설명력을 가지는 것으로 나타났으며, 이익 조정의 규모가 작을수록 도산가능성이 높은 것으로 예측되었다.

정유석 외(2005)는 IMF후에 도산한 기업을 대상으로 다변량판별분석모형, 확률모형(로짓분석모형) 그리고 인공신경망모형을 개발하여 각 모형의 도산예측력을 비교하였다. 실증분석 결과, 주요 재무비율로는 유동비율, 부채비율, 총자산매출액비율, 총자산이익잉여금비율, 총자산현금흐름비율, 총부채현금흐름비율임이 밝혀졌으며 이들은 안정성, 수익성, 현금흐름 비율과 관련된 것이다. 이러한 결과를 통해 볼 때, IMF후에 도산한 기업은 재무구조가 불안정하고 기업내부의 유동성 부족 등으로 단기지급능력이 약화되어 도산하였음을 미루어 짐작할 수 있다. 위와 같은 연구결과가 시사하는 바는 첫째, 검증용 표본을 학습용 표본기간 이후로 하여 분석한 결과를 보면 신경망모형의 예측력이 가장 우수하다는 점이며, 신경망 기법을 활용한 도산예측모형은 미래 환경변화에 적응력이 높다고 할 수 있으므로 실무활용 등의 일반화 가능성을 내포하고 있다. 또한 금융회사 입장에서는 신경망모형을 기업 신용위험 상시평가시스템 및 조기경보시스템의 근간이 되는 기업신용등급 평가모형으로 활용할 수 있을 것이다. 또한 기업 입장에서는 자사의 신용도 및 거래처 신용도 파악 등을 통해 경영활동 의사결정에 활용할 수 있을 것이다.

김상봉·조경준(2011)은 최근 글로벌 금융위기 자료를 포함하는 2006년~2008년말의 재무변수 자료를 이용해 어떠한 재무변수가 기업부도확률에 영향을 미치는가를 분석하였다. 통합된 자료(pooled data)를 바탕으로 t-검정과 분산분석을 통하여 변수를 선정

하였다. 또한 로짓모형을 이용하여 부도예측모형을 구축하였다. 모형의 부도예측력 판단은 AUROC(Area Under Receiver Operator Characteristic)를 사용하였다. 분석결과, 정상기업과 부도기업 간에 일반적으로 유의미한 차이가 있다고 알려진 부채비율이 본 연구의 부도예측모형에 포함되지 않았고 자기자본비율, 당좌비율, 총자본경상이익을 등 9개의 재무변수가 부도기업과 정상기업간의 중요한 설명변수가 되었다. AUROC는 0.776으로 나타나 모형의 변별력이 높은 것으로 나타나고 있었다.

한편, 최영문(2011)은 최근 이연법인세 정보를 이용하여 부실기업과 건전기업간의 이익조정행태에 차별성을 검증하였다. 이연법인세 척도가 기업 그룹간 이익조정의 행태에 차이가 있는지를 검증한 결과, 부실기업은 부실화의 영향을 회피하기 위하여 이익을 상향조정하여 보고이익을 증가시키기 위한 조정을 행하고 있고, 건전기업의 경우, 손실이 보고되거나, 이익이 감소하는 경우 그 이후연도의 보고이익을 증대시키기 위하여 당기의 보고이익을 하향 조정하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 또한, 이연법인세 척도가 기존의 다른 척도에 비해 이익조정여부를 탐지하는 더 유용한 지표인 것으로 분석된다. 본 연구의 이런 결과는 부실기업의 예측 및 부실기업의 이익조정탐지 변수로 이연법인세 정보가 중요한 척도로 사용가능하다는 것을 의미한다.

## 제4절 본 연구와 관련된 선행연구의 검토

### 1. 건설산업의 투명성

이의섭·김민형(2006)은 회계정보의 신뢰성이 경제 전반의 효율성을 제고할 수 있는 중요한 인프라(infra)라고 전제하고, 특히 수주산업인 건설업의 경우 건설기업의 정확한 회계정보는 투자자·금융기관 뿐만 아니라 발주자에게도 올바른 의사결정을 유도하는 중요한 기능을 한다고 강조하였다. 공공공사 수주의 경우 경영상태가 공사수행능력에서 차지하는 비중이 크기 때문에 신인도나 시공경험이 유사한 중소 건설업체들이 경영지표 조정을 통한 회계 왜곡의 유인을 갖게 된다고 지적하였다. 무엇보다, 건설회계의 투명성을 저해하는 주된 요인으로 공사진행기준에 의한 자의적인 진행률의 산정과 진행률 기준의 적용함으로써 단기적인 이익조정이 빈번하다고 보고하였다. 또한, 건설공사 계약과 관련된 다양한 인허가 사항, 계약 및 제한경쟁 발주, 심사기준 제한으로 특정업체에 대한 특혜, 입찰 정보 차단, 허위서류 묵인 등이 회계부정과 접대 및 향응수수료 부정·부패가 초래될 수 있음을 지적하였다.

윤영선(2008)과 윤영희(2009)는 거시적 문화의 관점에서 건설문화의 특성과 혁신방향을 제시하는데 공헌하였다. 그는 건설업종과 관련된 문화적 위기를 중요하게 인식하면서, 사회 구성원 전체에게 건설문화의 신뢰회복을 주문하고 있다. 발주자적 관점에서 정부는 공공부문의 혁신을 유도하고, 건설기업 혁신의 진정한 주체로써 건설업계 종사자에게 용기와 상상력의 덕목을 요구하고 있다.

건설업의 다양한 분식회계 사례에 대하여, 윤순석·김효진(2008)의 연구의 일부를 인용하면 다음과 같다. “정치력 및 로비력을 이용한 특권적 부정 행위”, 1986년 당시 D그룹은 K그룹의 부실계열사인 K기업과 K금속을 인수하면서 각종 특혜를 받았다고 기술하였다. K기업(1965년 국내 건설업계 최초로 해외건설업 면허를 취득하고 국내 최초로 해외에 진출한 유명 건설회사)이 끌어안고 있던 금융기관 차입금 4,600억원은 15년 거치 15년 분할 상환조건으로 바뀌었다. 16년째 되는 해부터 15년 동안 나누어 갚아도 좋다는 것이었다. 그 상환 기간에 일부 무이자 조건이 추가된 것은 물론이었다. 이 밖에 정부는 D그룹이 부실기업을 인수하면서 끌어안은 은행 차입금 1,400억원을 손비로 인정해 주는 등의 방법으로 1,900억원의 세금도 깎아주었다. 뿐만 아니라, 부실기업 인

수보상금이라는 명목과 산업합리화라는 이름을 앞세워 K기업에 2,000억원의 종자돈이 지원되었다. 그 당시 시중금리의 절반수준에 가까운 연리 10%, 12년 거치 5년 상환 조건이었다. 그러나 이 종자돈 2,000억 원이 K기업의 정상화 자금으로 투입되기보다는 지원받는 당일부터 D전자와 D자동차의 운영자금으로 전용되었다. 주거대출은행의 협조와 정부의 암묵적인 지원 아래 D그룹 계열사의 버티기에 낮은 금리의 손실보상대출이 극약으로 사용된 것이다.

김지령·권선국(2009)도 건설기업의 분식회계를 사례연구한 연구를 수행하였다. 우리나라에서 빈번히 발생하는 분식회계 중 대표적인 사례로 동아건설기업주식회사(동아건설)의 사례를 정리하여 회계윤리 교육에 활용하고자 하였다. 이러한 사례 교육을 통하여 분식회계에 대처하고 예방하는 능력을 향상시키고 회계의 투명성도 제고할 수 있을 것이다. 동아건설은 중동특수가 한창이던 1980년대에 당시로서는 세계최대 규모인 리비아대수로 2단계 공사를 65억 달러에 수주하였고 1990년대 중반에는 도급순위가 국내 2위까지 뛰어오르는 등 상당한 성과를 달성하였다. 그러나 IMF 당시 기업부실로 기업개선작업(워크아웃) 1호로 선정된 후에도 자구 노력이 부족하였으며, 청산가치가 존속가치보다 높다는 조사보고에 따라 파산결정에 이르렀다. 파산결정 후 회사는 1988년부터 1997년까지 공사수주액을 부풀리는 등의 분식회계로 매출을 7,000억원 과대계상했다고 자진신고를 하였다. 이는 분식회계로 인한 가공매출을 줄이면 회사의 존속가치가 청산가치보다 커질 수 있기 때문에 청산을 피하려는 회사의 자구책이었다. 금융감독원 및 예금보험공사의 조사에서 1조 2,000억원 규모의 분식회계와 2조이상의 자본 과대계상이 발견되었다. 분식회계에 대한 책임으로 최원석 전 회장 등 경영진이 법원의 유죄판결을 받았다. 그 후 청산가치보다 계속기업가치가 높아져서 2007년에 회생계획인가결정을 받았고 2008년 3월에 프라임그룹에 인수되어 회생절차가 종결되어 새로운 기업으로 탄생하였다.

김명수(2010)는 경실련(2007)의 분석자료를 인용하여, 1993년 3월~2006년 7월 기간 중 언론에 보도된 부패사건 765건 가운데 53.9%인 412건이 건설 관련 사건으로 나타났다고 기술하였다. 건설업종의 부패는 기획-인허가-설계-입찰-계약-시공-준공-유지관리 단계 등 전 과정에서 발생하며, 이 가운데 특히 입찰 단계와 시공 단계에 집중되어 있다고 보고하였다. 또한, 건설부패 관련 법원 판례 131건의 조사결과를 인용하여(법무법인 세창, 2009), 시공단계 27.5%, 입찰계약 단계가 24.4%로 나타나 공사 입찰, 계약 및 시행 과정에 대한 부패구조를 차단할 수 있는 제도적, 경제적 조절장치가 필요하다고 인용하였다. 그는 건설기업이 높은 고용유발효과와 국가경제 기여도에도

불구하고 우리나라의 선진화를 가로막는 부패 문제의 가장 큰 비중을 차지한다는 점을 고려하면, 국가발전 차원에서 건설기업의 투명성 문제를 인식하고 해결책을 모색해야 한다고 주장하였다.

김문태·윤기호(2013)는 건설기업을 대상으로 무형자산성 지출로 논의되는 연구개발비와 경영자의 사적 소비로 인식된 접대비가 신용평가에 미치는 영향을 분석하였다. 2004년부터 2010년까지 결산월이 12월인 건설기업 371개를 대상으로 분석한 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 연구개발비는 신용평점과 유의한 양(+)의 설명관계를 보였다. 이러한 결과는 건설업계의 지속적인 연구개발투자가 시장의 호의적인 반응을 유도할 수 있으며 기업가치와 성장에 긍정적으로 반영된다는 것을 시사한다. 둘째, 매출액 대비 접대비 비중이 높을수록 신용평점에 음(-)의 설명관계를 갖는 것으로 나타났다. 즉, 신용평가기관은 건설업계의 접대비 비중이 높은 기업에 대하여 경영성과나 기업가치가 낮다고 인식하는 것을 시사한다.

손원익·김상헌(2014)은 법인세법에 의한 접대비는 업무와 관련된 접대비, 교제비, 사례금 등을 의미한다고 언급하며, 따라서 접대비는 업무와 관련된 비용 중 접대비, 교제비, 사례금 등이 주를 이루고 있으므로 생산에 부적합할 수 있다고 비판하였다. 기업의 접대비가 생산에 필수적으로 요구되는 지출이 아니라면, 필연적으로 불필요한 생산비용의 증가를 초래하게 된다고 주장하였다. 또한 접대비가 내포하는 불공정성을 주장하였다. 접대비 지출을 하는 기업과 그렇지 않는 기업은 생산활동과는 무관하게 불공정한 상황에 처해질 수 있다는 것이다. 생산활동과 직접적인 관련이 없는 접대, 다례, 교제 등을 통하여 특정기업이 다른 경쟁기업에 비해 유리한 위치를 차지하게 되면 불공정한 거래를 초래하게 된다는 것이다. 이들의 세 번째 비판점은 접대비에 대한 손금산입이 접대비 지출가격을 낮게하여, 자원배분의 왜곡과 관련산업의 불필요한 팽창을 야기한다는 것이다.

## 2. 건설산업의 성과

김한수·이현기(2008)는 국내 건설기업의 이윤 현황을 다양한 이익률 관점에서 조명하고, 이를 타 산업과 비교·분석하여 국내 건설기업의 이익률 실태와 특징을 도출하고자 하였다. 2006년도 손익계산서를 중심으로 분석한 결과, 건설기업의 이윤수준이 적



정한가에 대한 가치판단은 어렵지만 타 산업과 비교할 때 건설기업이 폭리를 취한다는 객관적 증거를 발견할 수는 없었다. 또한 건설기업의 이윤이 적정한지에 대한 논쟁의 시점을 주택사업을 기준점으로 해석하고 있다. 즉, 주택건설업의 이윤이 폭리를 취하고 있다면 이는 다른 건설 사업부문의 이익률이 높지 않다는 것을 의미한다고 하였다. 따라서 이들은 건설기업의 이윤수준을 정교하게 파악하기 위하여는 건축·토목·플랜트, 민간·공동, 주택·비주택, 최저가·적격심사·턴키사업 등 다양한 관점에서 구분된 이익률을 분석하는 것이 필요하다고 주장하였다. 이들은 건설업 이윤의 적정성에 대한 논쟁의 핵심이 적정한 수치적 수준에 관한 것이 아니라 건설기업 또는 건설기업의 투명성·공정성 이슈와 주택시장과 관련된 국민적 정서로 귀결된다고 보고하였다.

김종기·강다연(2008)은 DEA의 다양한 모형을 아파트 건설기업에 적용하여 효율성을 분석하였다. 기본적인 CCR모형과 BCC모형과 순위검정을 위한 Super-Efficiency모형을 도입하였으며, 분석한 주요 결과를 요약하면 다음과 같다. 25개의 아파트 건설기업(상장기업)의 CCR효율성이 1인 업체는 4개이고 BCC효율성이 1인 업체는 10개이다. 규모수익성은 IRS가 21개, CRS가 4개로 나왔다. IRS가 나온 아파트 건설기업은 규모의 증가를 통한 효율성의 극대화를 기대할 수 있을 것이다. 참조빈도가 높은 효율적인 아파트건설 기업은 대표적으로 (주)지에스건설, (주)대우건설이 있었다. 이러한 DEA 분석결과를 통해 아파트 건설기업의 측면에서는 비효율적인 아파트 건설기업이 효율적인 아파트 건설기업을 벤치마킹함으로써 건설기업의 효율성을 높이고 운영환경을 개선시켜 줄 것으로 해석하였다. 이를 확인하기 위해 국내 아파트건설기업 중에서 비효율적인 기업들 중에서 개선시켜야 하는 값을 제공해 주기 위해서 CCR-I의 비효율적인 기업들에 대해서 투자값에 따라 분석결과에서 제시하였다. 효율성을 위한 투자값들은 다른 아파트건설기업에 비해 상대적인 값을 보여주기에 효율성 뿐만 아니라 기업의 성과에도 많은 기여를 할 수 있다. 본 연구 결과의 기업들 중 (주)삼호는 효율성 값이 0.962로 상대적으로 높게 나타났으며, 보다 더 효율적이기 되기 위해서는 자본금, 직원수를 각각 3.75% 만큼 줄이고, 당기순이익을 16.59%만큼 늘이면 효율적이게 될 것이라는 것을 알 수 있었다. (주)성원건설은 효율성 값이 0.729로 자본금을 44.85%, 직원수를 27.15% 만큼 줄이고 당기순이익을 70.89%만큼 증가시켜야 효율적이게 될 수 있는 것으로 분석되었다. (주)신한은 효율성 값이 0.466으로 자본금, 직원수를 각각 57.96%, 53.40% 줄이고 당기순이익을 88.20%만큼 늘여야 효율적인 기업이 되는 것이라고 볼 수 있다. 기업의 효율성의 값을 통해 아파트를 매매하려는 매매자의 입장에서 아파트건설기업의 효율성을 비교할 수 있는 아파트 건설업체에 대한 신뢰성에 기여

할 수 있는 정보를 제공해 줄 것이다.

권오현 외(2012)는 중소 건설업체들은 업체 수의 과잉, 수주경쟁의 과열, 사업규모의 감소, 수익성의 부진 등으로 한계 상황에 봉착해 있다고 보고, 설문조사를 통하여 중소건설업체의 경영실태를 분석하였다. 사업수행 과정에서 중소 건설업체들이 최우선으로 보강해야 할 기능으로 금융조달 능력 강화 및 리스크 관리 능력 배양이라고 응답하였다. 또한, 수주를 기본으로 하는 건설업 특성상 견적능력이 취약하다는 것은 치명적 결과를 가져 올 수 있음에도 불구하고, 다수의 업체들이 이에 소홀한 상황에서 견적능력을 제고시키는 것이 중요하다는 의견을 제시하여 주목된다고 보고하였다. 경쟁력 강화 선결 과제로, 대부분의 건설업체들은 시공과정에서 효율성을 향상시킬 여지가 많은 것으로 인식하였다. 효율성 개선의 잠재력이 가장 큰 것은 시공 경험을 설계에 반영하는 것과 우수 협력업체 선정과 합리적인 외주관리 등이 중요하다는 견해 순이었다.

김동욱·전인오(2008)는 우리나라 기업들도 기업윤리의 중요성을 인식하고 바람직한 방향의 윤리적 발전을 모색하기 위해 대기업인 건설사의 윤리적 특성요인에 관한 이론적 접근과 이들의 특성에 관한 논의를 바탕으로 하여 윤리적 특성요인들과 기업의 경쟁력 간에 미치는 영향을 탐색 하고자 하였다. 연구모형을 설정하고 조사와 분석을 통해 대기업(도급순위 50위권 이내)인 건설사의 윤리적 특성요인이 기업경쟁력에 미치는 영향을 파악하고 직무의 만족도와 직무의 몰입도를 규명하였다. 국내외 선행연구에서 기업윤리가 영향을 미치는 요소들을 찾아보고 종속변수인 기업경쟁력도 국내외 선행연구에서 품질경쟁력, 가격경쟁력, 발주자와 고객과 사회에 대한 책임, 공정경쟁력으로 각각 나누고 직무의 만족도와 몰입도의 관계를 연구의 개념적 틀에 의하여 설정된 연구가설을 검증하였다. 윤리적 특성요인인 도덕적 역량, 윤리경영 실천의지, 공정투명성, 고객과 사회책임이 강하면 품질 경쟁력에 대한 경쟁력도 높아지는 것을 알 수 있었다. 또한, 윤리적 특성요인인 윤리경영 실천의지, 공정투명성, 고객과 사회 책임이 높아지면 가격 경쟁력도 높아지는 것을 나타냈으며, CEO 윤리경영 실천의지, 공정투명성이 높을수록 품질 경쟁력도 높아지고 CEO 윤리경영 실천의지, 고객과 사회책임이 강할수록 품질 경쟁력도 높아지고, 순이익증가율, 경쟁력 강화, 공정경쟁력이 높아지면 직무 만족도도 높아지는 것을 알 수 있고 촉진 경쟁력, 공정경쟁력이 직무몰입을 하는 데에도 많은 영향을 미치는 것으로 나타났다.

한진택(2013)은 설문조사와 전문가 면담을 통해 건설기업의 재무적·비재무적 요인이 경영성과에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 건설기업의 경영성과에 가장 많은 영향을 미치는 것으로 분석된 비재무적 요인들은 복리후생비, 교육훈련비, 인건비, 자

사주 지분율, 재무적 요인들은 부채비율, 유동비율, 총자산증가율, 총자본회전율로 도출되었다. 업종간 경영성과 영향요인의 차이점은 재화 생산을 위하여 설비투자가 필요한 제조업과 달리 보유한 자금의 효율적인 운용이 건설업의 경영성과에 상당히 유의한 것을 확인하였다. 또한 설문조사에서 경영성과에 가장 많은 영향을 미치는 것으로 도출된 영업비 요인은 실증분석결과 경영성과에 영향을 미치지 않는 정반대의 결과가 확인되었다. 실증분석을 통해 재무적 요인의 유동비율과 총자본회전율은 경영성과에 긍정적인 영향을 끼쳤고, 비재무적 요인의 영업비 증가는 경영성과에 통계적 유의성을 가지지 못하는 것으로 나타났다.

### 3. 건설산업의 기업부실예측

이성호(2002)는 여타 업종과는 다른 재무적 특성을 지니고 있는 건설업종을 대상으로, 특화된 신용평가모형을 개발하여 건설업종에 대한 부도 예측력을 제고하고자 하였다. 그는 건설업종이 재무적 안정성이 취약하고 자산의 대부분이 매출채권, 재고자산으로 구성되어 유동성이 극히 낮은 실정으로 전제하고, 이러한 건설업종의 특성을 충분히 감안한 신용평가모형을 개발하고자 한 것이다. 신용평가모형 중 그 현실적 유용성이 높아 많이 이용되어 오던 신용평점모형을 개발하였다. 총 2,485개 건설업체를 대상으로 모형구조 및 각종 계량지표 및 비계량지표에 대한 분석을 주로 평균차이 검증과 로짓분석에 의거하여 선정하였다. 그 결과 새로운 신용평점모형은 매출액 경상이익률, 총 현금흐름 대 차입금 비율 등 9개의 재무지표와 5분류의 비재무지표로 구성되었다. 이 모형을 기존의 신용평점모형과 비교한 결과 신규모형의 변별력이 높은 것으로 나타났다.

이종광(2007)은 전문건설업체를 8개의 업종으로 분류하여 2003년부터 2005년까지 380개의 건전기업과 205개의 부도기업을 비교하여 로지스틱회귀분석, 판별분석 그리고 생존분석을 통하여 부도예측모형을 개발하고자 하였다. 분석결과, 대체로 부채비율 등 안전성에 해당하는 재무지표가 전문건설업체의 부도에 주요한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 전체 전문건설업체 부도예측모형에서는 생존모형의 부도예측율이 가장 높게 나타났다. 업종별 부도예측모형의 부도예측율은 토공·금속구조물창호·미장방수조적·상하수도·포장 업종에서는 생존모형, 철근콘크리트 업종에서는 로지스틱회귀모형,

실내건축·도장업종에서는 판별모형의 부도예측율이 가장 높게 나타났다. 주목할 점은 일반건설업체를 대상으로 한 연구에서는 로지스틱회귀모형의 부도예측율이 높게 나타났으나, 전문건설업체를 대상으로 한 본 연구에서는 대체로 생존모형의 부도예측율이 높게 나타났다는 점이다. 일반건설업체를 대상으로 한 기존 연구에서 로지스틱회귀모형은 부도예측에서, 생존모형은 건전예측에 우수함을 보인 것과 다르게 나타났다.

최재규(2012)는 IMF 외환위기와 서브프라임 금융위기에 즈음하여, 개별 건설기업의 경영환경과 부실화의 변천과정을 확인하였다. 거시경제변동 전후에 건설기업의 부실화 정도를 분석하기 위해 KMV모형을 사용하여 예상부도확률(Expected Default Frequency)을 추출하였으며, 분석에 사용된 건설기업의 표본은 부실기업 20개, 정상기업 20개로 구성하였다. 분석결과, 서브프라임 금융위기가 상대적으로 외환위기보다 건설기업에 더 큰 충격을 준 것으로 판단되며, 이는 거시경제 충격 이전의 건설시장의 상황과 관계가 있을 것으로 예상된다. 또한 부실기업과 정상기업을 비교해 보았을 때, 정상기업의 회복속도가 더 빠른 것으로 분석되었다. 이는 정상기업과 부실기업의 내부사업 역량차이에 의해 작용한 것으로 판단된다. 결과적으로 KMV모형을 활용하여 건설기업의 부실화 정도를 시간흐름에 따라 측정하는 것이 가능함에 따라 각 시기별 부실화의 속성을 유추할 수 있을 것으로 판단된다. 이는 개별 기업의 재무구조 개선효과 및 투자자의 투자지표로 활용할 수 있음은 물론이며, 리스크 매니지먼트 관점에서 의사결정지표로 활용이 가능할 것으로 판단된다.

김용덕·이근철(2014)는 전문건설기업을 조합원으로 운영하고 있는 전문건설공제조합의 신용리스크 측정을 위한 부도예측모형을 제안하고자 하였다. 기존의 부도예측모형은 일반적으로 횡단면자료(Cross-sectional Data)를 분석하는 모형을 적용해 왔으나, 이러한 모형들이 시간의 변화를 적절하게 반영하고 있지 못하는 단점을 보완하기 위하여, 전문건설기업에 대하여 6년간 관측된 균형패널자료로 설정하고 GEE모형을 적용하였다. 부도예측모형으로서 Pooled Logit모형, GEE모형(연결함수: Logit) 및 GEE모형(연결함수: Probit)을 비교·분석하였다. 분석결과, 모형의 전체적인 부도예측력은 세 모형사이에 큰 차이가 없는 것으로 나타났다. 그러나 부도기업에의 예측은 GEE모형(연결함수: Logit)이 84.33%로 예측되어 다른 두 모형인 GEE모형(연결함수: Probit)의 예측력 83.71%과 Pooled Logit모형의 예측력 83.51%보다 높게 나타났다.

장호면(2014)은 블랙-숄츠 옵션가격결정이론을 토대로 개발된 KMV모형을 활용하여 건설업체 예상부도확률(Expected Default Frequency; EDF)을 측정하여 건설업체 경영상태 변동 특성을 건설업체 규모별로 비교분석하였다. 시공능력평가순위 50위권 내에

서 국내에 상장된 건설업체 중 28개 업체를 선정하여 상위 14개 업체, 하위 14개 업체로 구분하여 분석에 활용하였다. KMV모형을 통해 예상부도확률을 측정하기 위해서는 자산가치와 자산가치변동성, 채무불이행점(Default Point)을 먼저 산출하고 이를 기초로 부도거리(Distance to Default)를 측정하여 최종적으로 예상부도확률을 측정하였다. 분석결과, 선형적으로 인지하고 있듯이, 대규모 회사가 중소규모 회사보다 재무적으로 건전함을 확인할 수 있었다. 중소규모 회사의 경우 경영상태 변화 추이가 경기변동과는 매우 둔감하게 나타났다. 즉, 상대적으로 규모가 작은 회사는 열악한 재무환경이 지속적으로 유지됨을 확인할 수 있었다. 또한 대규모 회사의 경우 전반적으로 중소규모 회사보다 재무적으로 안정적이었지만 경기에 매우 민감하게 반응하는 것으로 나타났다. 이에 따라 급격한 경기변동이 발생했을 때 중소규모 회사보다 체감적으로 재무상황이 급격히 나빠지는 것을 확인할 수 있었다.

## 제4장 연구방법론

### 제1절 연구가설의 설정

전술한 선행연구의 결과와 같은 논거로써, 본 연구는 타 산업과 특징적으로 구분되는 ‘건설기업’에서 이들 대리인비용이 상대적으로 기업부실예측지수에 유의한 영향을 미칠 것으로 보고 다음 가설을 설정한다.

<연구가설> 건설기업의 대리인비용과 이익조정은 기업부실예측지수와 유의한 설명 관계를 가진다.

윤영선(2008)은 건설기업의 결과지향적 도전주의는 긍정적인 측면과 부정적인 측면을 동시에 내포하고 있으나 시장환경이 급변하고 있는 최근 시점으로 이를수록 부정적인 성격이 더 많이 부각되고 있다고 보고하였다. 건설기업의 결과지향적 도전주의 문화는 수시로 변하는 발주시장 및 제도 환경에 대응하는 건설기업들의 사업전략에서 전형적으로 나타나고 있다. 건설기업이 경기변동에 심하게 영향을 받고 경영안정성이 떨어지는 이유는 이러한 결과지향적 도전주의 문화와 관련이 높다고 보고 있다. 한편, 건설업체들의 해외시장 개척 사례는 한국 건설기업의 결과지향적 도전주의 문화를 보여주는 대표적인 사례로 꼽고 있다. 단기적 이익 내지 성과 획득에 치중하는 주택 등 개발사업 분야에서도 한국 건설기업들의 결과지향적 도전주의 특성은 잘 표출되고 있다고 긍정적으로 평가하고 있다. 건설업체들의 이러한 성향에도 불구하고 최근 건설시장은 점점 장기적인 관점에서 사업성을 평가하고 이윤을 획득하도록 요구하는 방향으로 변해가고 있다.

그러나 건설기업의 결과지향적 도전주의는 고도 성장 기간 동안 공기 단축으로 대변되는 건설시공 현장의 전형적인 문화로 자리잡아 왔으나, 시공 현장의 이러한 결과지향적 도전주의 문화는 1980년대 후반부터 건설기업 환경이 급격하게 변화되면서 품질 및 생산성 저하와 부실시공을 유발하는 요인으로 작용하게 되었다. 선도적인 건설기업들을 중심으로 과정지향적 합리성을 추구하는 노력이 전개되고 있으나 전체 건설업계 차원에서 보면 여전히 결과지향적 도전주의 문화는 뿌리 깊게 박혀 있다.

이러한 현실에서, 건설기업의 존속여부는 능동적 의사결정과 그 성과에 달려있다고 해도 과언이 아니다. 본 연구는 총자산회전율로 측정된 건설기업의 효율성이 기업부실을 차단할 수 있다고 보고, 가설1을 설정하여 이를 검증하고자 한다. 일반적으로 자산 효율성을 총자산회전율로 정의한다면, 총자산회전율이 높을수록 총자산에 비하여 상대적으로 높은 매출을 실현하고 있음을 뜻하므로 총자산이 효율적으로 이용됨을 의미한다. 반면에 총자산회전율이 낮을수록 자산규모에 비하여 매출액이 상대적으로 낮다는 것을 의미하기 때문에 자산이 비효율적으로 이용되고 있음을 의미한다. 분모인 총자산의 규모를 줄이는 것과 분자인 매출액을 늘리는 방법이 효율성을 제고하는 방법이 될 것이다. 전형적으로 이때 요구되는 의사결정은 비효율적인 자산의 매각이다. 대리인인 경영자가 주주로부터 위임받은 경영활동에는 능동적이고 적극적이며 전략적인 의사결정이 반영되어 있다.

가설1. 건설기업의 자산효율성은 기업부실을 저하시킨다.

최수미(2003)에 의하면, 접대비 비중이 큰 기업은 매출액영업이익률과 순이익률 모두 음수(-)를 나타내고 있으며 접대비 비중이 가장 낮은 10집단의 매출액영업이익률과 순이익률이 가장 높은 것으로 나타났다. 접대비 비중이 클수록 경영성과가 낮게 나타난 것은 과도하게 접대비만 지출한다고 해서 경영성과가 개선될 수 없다는 점을 보여준다. 또한 과도한 접대비 지출 기업의 특징에 대해 알아보기 위해 접대비 비중이 최상위인 집단에 대해서 보다 자세히 살펴보았다. 접대비 비중이 큰 1집단을 대상으로 접대비 비중과 수익성 지표간의 상관관계를 분석한 결과 접대비 비중은 매출액영업이익률(-0.71), 매출액순이익률(-0.86)과 강한 음(-)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 접대비를 과도하게 지출하면 할수록 수익성이 나쁘다는 것을 의미한다. 반면 접대비 비중이 가장 작은 10집단을 대상으로 접대비 비중과 상관관계를 분석한 결과 매출액영업이익률과 양의 상관관계수 0.12로 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 2집단부터 9집단에서는 뚜렷한 특징을 보이지 않은 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 접대비 비중이 높은 기업은 경영성과가 낮아 기업가치를 파괴하였다는 것을 알 수 있다. 또한, 과도한 접대비 지출은 소비성 서비스업과 유흥산업의 팽창을 가져와 경제전체의 왜곡을 초래할 수 있다. 하지만 업무상 필요한 일정 수준의 접대비에 대한 과도한 규제는 오히려 회계장부 조작을 가져올 수도 있다. 예를 들어 접대비로 지출한 금액을 복리후생비나 광고선전비와 같은 항목으로 회계처리하거나 증빙서류를 조작할 수 있다. 접대

비 비중이 작은 기업들에서 접대비 비중과 기업의 수익성 지표가 양의 관계로 나타났다는 것은 적절한 접대비 지출은 필요하다는 것을 의미한다. 적절한 접대비 지출은 업무에서 윤택유와 같은 역할을 할 수 있지만 과도한 접대비 지출은 기업과 사회적 비용으로 작용할 수 있다.

본 연구는 건설기업의 과도한 접대비 지출을 대리인비용의 관점에서 경영자의 특권적 소비로 보고 있다. 경영자의 특권적 사적 소비는 경영자가 주주로부터 위임받은 관심사항에 대하여 기회주의적인 소비행태를 보이는 것이다. 이는 기업의 잉여가치를 사적으로 전횡하는 결과이며 장기적으로 기업가치의 하락을 야기한다. 이를 검증하기 위하여 다음의 가설을 설정한다.

#### 가설2. 건설기업의 사적 소비는 기업부실을 강화시킨다.

동아건설이 과거 분식회계를 통해 최소 4,700억원의 매출액을 과대 계상했다는 것은 건설기업의 전형적인 분식회계 사례로 꼽을 수 있으며, 건설업계에 대한 신뢰를 더욱 떨어뜨리는 결과를 가져왔다. 건설업의 경우, 업종의 특성, 혹은 회계처리의 특성상 분식회계가 여타 제조업에 비해 상대적으로 쉽다고 할 수 있다. 분식의 방법은 가공매출이나 가공의 매출채권 계상, 재고자산을 과대계상, 부외금융을 통한 부채의 은닉, 당기에 발생한 비용이나 손실을 차기 이후로 이연하는 방법 등이 주로 구사된다. 매출의 조기 인식은 장기건설공사의 경우 공사기간이 1년을 초과하기 때문에 특정 회계연도의 손익상황을 파악하기 위해서는 수년간에 걸쳐 발생하는 공사수입을 연도별로 배분할 필요가 생기며, 이를 위해 공사진행기준을 채택하고 있다. 공사진행기준 하에서는 공사진행률을 기준으로 총공사계약금액을 연도별로 배분하는데 일반적으로 공사진행률은 공사에정원가 대비 공사투입비의 비율로 계산하고 있다. 대체로 공사에정원가는 시간이 흐름에 따라 비례적으로 증가하는 경향이 있는데, 공사에정원가의 증가분을 제때 반영해주지 않으면 공사진행률은 실제보다 높게 나타나 매출이 조기인식되는 결과를 가져온다. 그러나 상당수의 건설업체에서 장기건설공사의 원가율이 해가 갈수록 상승하는 경향을 볼 수 있다. 이 경우 공사초기의 낮은 원가율은 매출을 조기인식했다는 것을 반증하며, 대개의 경우는 당해 연도에 완공되는 다른 공사의 적자를 보전하기 위해서 이러한 분식이 이루어진다. 공사초기에 매출을 조기인식하면 할수록 공사가 완료되는 회계연도에는 원가율이 올라갈 수밖에 없다. 매년 신규 수주공사가 늘어남으로써 새로 수주한 공사를 통해 과거 공사의 적자를 보전할 수 있겠지만 그렇지 못할 경우



과거의 적자요인이 고스란히 누적되어 나타나게 된다. 이러한 상황에서는 이익조정이 개입될 유인이 충분히 있으며, 이는 곧 실질적인 기업가치의 왜곡으로 부실의 시초가 될 수 있다.

궁극적으로, 건설기업의 이익관리는 실질적인 기업가치를 반영하지 못하고 기업부실을 가져올 것이다(최관·백원선, 1998). 본 연구는 이러한 이익관리로 인한 기업부실이 건설기업에서 상대적으로 뚜렷하게 나타나는지 분석하기 위하여 다음 가설을 설계한다.

가설3. 건설기업의 이익관리는 기업부실을 강화시킨다.

## 제2절 연구모형의 설계

### 1. 변수의 설정

#### 가. 기업부실예측의 측정

(1) K-Score: Altman et al.(1995)

$$K\text{-Score} = -17.862 + 1.472X_1 + 3.041X_2 + 14.839X_3 + 1.516X_4 \quad (\text{식 } 3)$$

- $X_1$  : log(총자산),
- $X_2$  : log(총자산/매출액),
- $X_3$  : 유보이익/총자산,
- $X_4$  : 자기자본의 시장가치/총부채,
- $X_4$  : 자기자본의 장부가치/총부채

전통적으로 기업부실예측은 기업의 재정적 위험을 기준으로 지수를 산정한 Altman의 Z-Score(1968)를 가장 많이 사용되어 왔다. Altman et al.(1995)은 Altman(1968)의 Z-Score모형을 도출해 낸 것과 유사한 방법으로, 1989년부터 1992년까지 도산한 34개 상장기업과 61개의 건전기업을 표본으로 선정하여 한국 기업의 부실예측모형을 제시하였다. 이 부실예측모형에는 최종적으로 4개의 재무변수가 포함되어 있다.

<Altman의 K-Score모형의 판정기준>

건전	K-Score > 0.75
판정유보	-2.0 ≤ K-Score ≤ 0.75
부실	K-Score < -2.0

이 모형은 자기자본의 장부가치와 시장가치를 사용하고 있다는 점에서 기존 Z-Score와 차이가 있다. 건전기업에 해당하는 기업을 재정적으로 안정된 기업으로, 판정유보와 부실에 해당하는 기업을 재정적으로 어려운 기업으로 분류하였다. 본 연구에서는 국내 상장 건설기업의 기업부실예측이 중요한 연구주제이므로, 기업부실예측지수는 K-SCORE로 측정하였다<sup>12)</sup>.

(2) Z-Score: 한국은행 지수(1982)<sup>13)</sup>

한국은행 은행감독원에서는 1982년에 효율적인 여신관리 및 기업평가를 위하여 판별모형을 개발하였다. 도산기업의 표본으로 1981년 중 부도·적색 또는 관리업체로 지정된 21개 기업을 선정하고, 이에 업종 및 규모가 유사한 22개의 건전기업을 대응표본으로 선정하였다. 우선 86개의 재무비율을 검토 후 20개의 재무비율을 재선정하고 이를 다시 중요하다고 생각되는 7개의 재무비율을 단계적 방법에 의하여 선정한 후 다음과 같이 판별함수를 도출하였다.

$$Z = 5.323234 - 0.03257633X_1 - 0.02576745X_2 - 0.07613035X_3 + 0.0595586X_4 - 0.004459718X_5 + 2.270530X_6 - 2.782513X_7$$

- X<sub>1</sub> = 자기자본/총자본 × 100
- X<sub>2</sub> = 유동자산/유동부채 × 100
- X<sub>3</sub> = (자기자본+고정부채)/고정자산 × 100
- X<sub>4</sub> = 순운전자본/총자본×100
- X<sub>5</sub> = 경상이익/자본금 × 100
- X<sub>6</sub> = 매출액/총자본
- X<sub>7</sub> = 매출액/경영자본

이 판별모형에 의한 판정기준점은 0.03801이고, 다음과 같이 판정법을 사용하였으며, 모형의 판별예측능력은 97.7%라고 하였다.

<한국은행 Z-Score모형의 판정기준>

건전기업군	A	-1.59668 미만
	B	-1.59668이상 ~ 0.038015미만
부실기업군	C	0.038015이상 ~ 1.67271미만
	D	1.67271이상

12) Altman et al.(1995)은 상장기업만을 대상으로 한 K1 score와 비상장 기업까지 포함한 K2 score를 개발하였다. 이를 활용한 국내의 연구로 고종권·윤성수(2010), 이준서·김정열(2013)을 들 수 있다.

13) 김한균(2000)에서 발췌 정리.

## 나. 대리인비용의 정의

본 연구는 건설기업의 대리인비용이 기업부실예측에 미치는 영향을 실증분석하기 위하여, 우선 대리인비용을 Ang et al.(2000) 이후 선행연구에서 활용하고 있는 측정치를 대용한다(Ang et al., 2000; 강동관, 2005; 조성빈, 2006; 김문태·권현주, 2009). 이들은 경영자가 재량적으로 조정 가능할 것으로 가정되는 총자산회전율과 특권적 사적 소비 등 두 가지 재무변수로 대리인비용을 측정하였다.

### (1) 총자본(총자산)회전율<sup>14)</sup>

우선, 총자산회전율(asset turnover ratio)을 통하여 경영자가 기업의 자산을 얼마나 효율적으로 활용하였는지를 파악하였다. 총자산회전율은 매출액을 총자산(자산총계)으로 나누어 구하는 비율로 기업이 보유하고 있는 전체 자산의 효율적 이용도를 측정하는 지표이다.

$$\text{총자산회전율(TURN)} = \frac{\text{매출액}}{\text{총자산}} \quad (\text{식 1})$$

즉, 경영자가 그릇된 투자의사결정으로 자산의 운용이 심각하게 손상되었거나 수익 창출을 위하여 적극적인 노력을 기울이지 않는 업무태만 등으로 인하여 발생하는 자산의 비효율성을 역으로 반영하는 지수로 볼 수 있다. 신준용·변동헌(2002)은 이를 저조한 수익성, 비생산적인 자산의 구입과 같은 경영진의 특권적 의사결정 등으로 인해 발생하는 기업의 비효율을 측정할 수 있는 척도로 해석하였다. 이 비율이 높을수록 수익 창출을 위해서 자산이 효율적으로 사용되고 있다는 것을 의미한다.

선영귀(2014)는 건설기업에 대하여, 유형자산 투자소요가 미미하여 자산의 대부분이 재고자산, 공사/분양미수금, 대여금, 선급금 등 영업관련 유동자산으로 구성되어 있어 총자산에서 영업관련 자산의 비중이 제조업에 비해서 상대적으로 높은 수준이라고 언급하였다. 또한 이들 영업자산이 공사진행에 따라 3~4년을 주기로 선(先)투입과 회수

14) 「시설공사 입찰담당자를 위한 재무비율분석 이론과 실무」, 조달청 기술심사팀(2006), 발췌.

가 반복됨에 따라 영업관련 자산의 변동성이 타 업종에 비하여 매우 크게 나타나고 있어 건설업에서 영업관련 자산의 변동 및 관리가 중요한 요인으로 작용하고 있다고 언급하여, 건설업계의 효율성이 최근 둔화된 것을 시사하였다.

(2) 경영자의 특권적 사적 소비

경영자의 사적 소비정도는 박헌준 외(2004)의 접대비에 복리후생비를 추가한 변수로, 이는 경영자의 재량에 의하여 가장 직접적으로 소비가능한 지출이다.<sup>15)</sup>

15) 복리후생비를 추가한 이유는 접대비 손금산입 한도규정 강화에 따라 경영자의 사적 지출이 접대비에서 복리후생비로 이전되는 것을 반영하기 위해서이다(오기수, 2002). 경영자의 사적 소비에 기밀비를 추가해야 할 논리는 충분하지만, 본 연구의 표본선정 기간에 기밀비는 재무제표의 계정과목에서 삭제되었기 때문에 이를 활용할 수 없었다. 한편, 기부금과 접대비, 광고선전비 지출항목은 사용의도에 따라 다르다. 접대비는 법인의 업무와 관련하여 특정인에게 접대, 위안, 향응, 교제 등을 위하여 무상으로 지출하는 금품이며, 그 해당여부는 거래의 실질내용에 따라 판단한다(법인세법 제25조 제5항).이에 관한 기사를 소개하면 다음과 같다(국토매일, 2012. 12. 10). “법인세법 상 기부금과 접대비 및 광고선전비는 구분이 쉽지 않을 때가 있다. 가장 쉬운 구분 방법은 접대비와 광고선전비는 업무와 관련하여 지출된 금액이고 기부금은 업무와 관련 없이 무상으로 지출한 금액이며, 특정인에게 지출하면 접대비로 보고 불특정 다수인에게 지출한 것은 광고선전비로 본다. 예를 들어 달력을 제작하여 특정하지 않은 다수인에게 배포하면 광고선전비에 해당하지만 특정 거래처를 위하여 제작하여 특정 거래처에만 배포하는 경우에는 접대비에 해당하며, 업무와 관련 없는 특정 단체의 달력을 제작하여 특정단체에 지급하게 되면 기부금에 해당하게 된다. 접대비는 접대비 및 교제비 및 사례금 등 어떤 명목으로 지출하였다 하더라도 이와 유사한 성질의 비용으로서 법인이 업무와 관련하여 지출한 금액을 말한다. 사업상 필요에 의하여 업무와 관련이 있는 자에게 접대, 향응, 위안, 선물기증 등 접대행위로 지출된 모든 금품의 가액이나 정보제공·거래의 알선중개 등 법인의 사업상 효익을 유발시킨 자에게 지출한 금품의 가액으로서 통상적인 것으로 인정할 수 없는 금액 등은 접대, 교제 등을 위한 비용 또는 사례금에 해당된다. 사용인이 조직한 단체에 지출한 복리시설비, 금융회사 등이 적금 및 보험 등의 계약이나 수급에 필요하여 지출하는 경비, 약정에 의한 채권포기 금액, 특정 고객에게만 선별적으로 제공된 광고선전비로 특정인에 대한 기증금품으로서 연간 3만원을 초과하는 비용, 고정자산, 재고자산 등의 취득과 관련하여 지출한 비용으로서 자산의 취득가액으로 계상한 경우에도 접대, 교제 등을 위하여 지출한 금액이 포함되어 있는 경우에는 접대비에 해당한다. 주주, 사원 또는 출자자나 임원 또는 사용인이 부담하여야 할 성질의 접대비를 법인이 지출하였을 경우에는 그 금액을 접대비로 보지 않으며, 특수관계 외의 자에게 지급되는 판매장려금, 수당, 금액 등으로서 건전한 사회통념과 상관행에 비추어 정상적인 거래라고 인정될 수 있는 범위의 금액은 판매부대비비용으로 인정하여 접대비로 보지 않는다. 관련 예규를 보면, 법인이 모든 고객을 대상으로 카드회원을 모집한 후 사전약정에 의하여 거래금액에 따라 지급하는 금액은 판매부대비비용으로 보는 것이나, 가입조건이 제한된 특정고객을 구성원으로 하는 모임의 회원에 한하여 지급하는 금액 및 동 모임의 기금으로 지출되는 금액은 접대비에 해당한다고 하고 있다. 거래처에 무상 제공하는 물품 등을 접대비로 보는 관련 예규를 보면, 광고선전을 목적으로 골프대회를 개최하면서 사전약정에 의해 법인의 불특정거래처를 참가 대상으로 한 경우에 부담한 골프대회 개최비용은 접대비로 보지 않는 것이나, 특정거래처에 대한 사례 및 원활한 거래관계 유지 등을 목적으로 지출한 경우에는 접대비로 보고 있으며, 의약품을 도매하는 법인이 계속적인 납품거래관계를 유지하기 위하여 대학부속병원에 지출하는 금전의 가액은 접대비로 보고 있다.

$$\text{사적 소비(PERK)} = \frac{\text{접대비+ 복리후생비}}{\text{총매출}}$$

(식 2)

경영자에게 부여된 일정 수준의 접대비 혹은 복리후생비는 업무상 필요한 경비이고 네트워크 형성에 필요한 것으로 볼 수 있으나, 과도한 접대비 및 소비성 지출은 기업의 투명성을 저해하는 경영자의 사적 소비로 여겨질 수 있다(Yafeh and Yosha, 2003; 박헌준 등, 2004; 조성빈, 2006; 김문태·권현주, 2009).

#### 다. 재량적발생액의 추정

본 연구는 건설업의 재무비율에 이익의 상향조정이 반영되는 방향과 정도를 살펴보고자 한 것이므로 먼저 이익관리의 대응변수를 명확히 정의할 필요가 있다. 본 연구에서는 수정 Jones모형(1995)을 이용하여 다음 (식 3)과 같이 재량적발생액을 추정하였다. 이 모형은 다른 모형에 비하여 개념상으로 뿐만 아니라 실증적으로도 그 우수성이 검증되어 많이 인용되고 있다(Dechow et al., 1995; Subramanyam, 1996)<sup>16)</sup>.

$$DA_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - [\beta_0 + \beta_1 \left(\frac{1}{A_{t-1}}\right) + \beta_2 \left(\frac{\Delta REV_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}}\right) + \beta_3 \left(\frac{PPE_t}{A_{t-1}}\right)] \quad (\text{식 3})$$

<변수의 정의>

TA(total accrual): 총발생액=당기순이익(net income, NI)-현금흐름(cash flow, CFO)

DA(discretionary accrual): 재량적발생액

ΔREV(change of revenue): 매출액의 변동=당기매출액-전기매출액

ΔAR(change of accounting receivable): 매출채권의 변동=당기매출채권-전기매출채권

PPE(plant, property and equipment): 감가상각이 가능한 설비자산

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산

A<sub>t-1</sub> : 전년도 총자산,

\* 모든 변수에 임의의 기업을 나타내는 아래첨자는 기술편의상 생략함.

16) 그러나 이 모형은 매출액 변동과 관련 없는 항목을 재량적발생액으로 분류하는 구조적 문제를 안고 있으며 매입채무나 판매비와 관리비 등을 반영하지 않는 등 누락변수(omitted variables)에 의한 오차를 극복하지 못한다는 지적도 있다(백원선, 2000).

## 2. 연구모형의 설계

$$DFLT_{d(d=1,2)} = \alpha_0 + \alpha_1 TURN + \alpha_2 SCORE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 DEBT + \alpha_5 BLOK + \alpha_6 FOR + \alpha_7 LONG + \alpha_8 IFRS + \alpha_9 BIG + \epsilon \quad (\text{식 4-1})$$

$$DFLT_{d(d=1,2)} = \alpha_0 + \alpha_1 PERK + \alpha_2 SCORE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 DEBT + \alpha_5 BLOK + \alpha_6 FOR + \alpha_7 LONG + \alpha_8 IFRS + \alpha_9 BIG + \epsilon \quad (\text{식 4-2})$$

$$DFLT_{d(d=1,2)} = \alpha_0 + \alpha_1 DA + \alpha_2 SCORE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 DEBT + \alpha_5 BLOK + \alpha_6 FOR + \alpha_7 LONG + \alpha_8 IFRS + \alpha_9 BIG + \epsilon \quad (\text{식 4-3})$$

<변수의 정의> \*임의의 기업 i에 대한 t시점을 가정, 편의상 아래첨자는 생략함.

### 1) 종속변수

DFLT: 재무위험의 측정변수

d=1: KS, Altman et al.(1995)에 의하여 측정된 기업부실예측지수, K1 Score,

d=2: KBZ, 한국은행(1982)에서 측정된 기업부실예측지수에 역수를 취한 값,

### 2) 주설명변수

TURN: 효율성 비율(efficiency ratios)=총매출/총자산,

PERK: 경영자의 특권적 사적 소비=(접대비+복리후생비)/매출액,

DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995)모형으로 추정된 재량적발생액,

### 3) 통제변수

SCORE: NICE신용평가정보(주)의 신용평점,

SIZE: 기업규모=총자산의 자연대수,

DEBT: 부채비율=총부채/당기총자산,

BLOK: 1대주주지분율,

FOR: 외국인지분율,

LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,

IFRS: 한국채택회계기준 도입 이후면 1, 그렇지 않으면 0,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0,

가설을 검증하기 위한 기본모형은 기업부실예측지수를 종속변수, 대리인비용 변수를 주 설명변수로 하며, 여기에 몇 개의 통제변수를 추가한 다중회귀분석모형으로 설계한다.

종속변수 DFLT는 재무위험을 측정하는 변수로 기업부실예측지수이다. d=1은 KS로 칭하며, 이는 K1 Score로써 Altman et al.(1995)에서 측정한 기업부실예측지수이다. d=2는 KBZ로 칭하며, 한국은행에서 측정한 기업부실예측지수 Z Score에 역수를 취하였다. 이는 Z Score 산출과정상 음수(-)의 영향이 크기 때문에, 가설검증의 결과를 해석할 때 KS와 방향의 동일성을 갖기 위하여 인위적으로 설정하였다. 이 지수가 높을수록 재무건전성이 양호한 기업으로 판별된다. 이들 두 지수가 본 연구에서는 개별 건설기업의 기업부실예측지수를 반영한다.

주 설명변수인 대리인비용 중 TURN은 경영자의 왜곡된 투자의사결정, 비생산적인 자산의 구입, 적극적인 노력을 기울이지 않는 업무태만 등을 측정할 수 있는 척도로서, 이 비율이 높을수록 수익창출을 위하여 자산이 효율적으로 사용되었다는 것을 의미하는 변수이다(Ang et al., 2000; 신준용·변동현, 2002). 만일 경영자가 적극적이고 공격적인 사업활동으로 자산효율성이 높게 산출된다면, 이는 사업의 지속가능성을 담보하여 기업부실을 차단하는 결과를 가져올 수 있다. 또한 투자기회가 담보되지 않는 사업에의 과잉투자를 자제함으로써 자산이 비효율적으로 지출되는 것이 억제되었다면 자산효율성이 향상될 수 있을 것이다. 이와 같은 기대로, TURN은 종속변수 DFLT에 양(+ )의 설명관계를 가질 것으로 예상된다.

PERK는 경영자의 사적 소비를 나타낸다. PERK는 경영자의 재량에 의하여 가장 직접적으로 활용가능한 비용으로 박헌준 외(2004)의 접대비와 기부금 변수에 복리후생비를 추가한 변수이다. 복리후생비를 추가한 이유는 접대비 손금산입 한도규정 강화에 따라 경영자의 사적 지출이 접대비에서 복리후생비로 이전되는 것을 반영하기 위해서이다(오기수, 2002). 일정 수준의 접대비는 업무상 필요한 경비이고 네트워크 형성에 필요한 것으로 볼 수 있으나, 과도한 접대비 및 소비성 지출은 경영자가 특권적 지위를 이용하여 재량적으로 지출하는 사적 소비 행태로 자행된다고 판단된다(Yafeh and Yosha, 2003; 박헌준 외, 2004; 조성빈, 2006). 이런 행위는 경영자가 주주 또는 기업의 부(富) 보다는 개인적이고 기회주의적인 이해관계에만 치중하여 기업부실을 초래할 수 있다고 여겨지므로, PERK는 종속변수 DFLT에 음(-)의 설명관계로 나타날 것이다.

DA는 재량적발생액으로 이익관리의 대응변수이다. 이 변수는 기업의 장기가치를 반영하지 못하고 경영자에 의한 기회주의적이고 일시적인 보고이익 행태를 취한다고 여겨지므로, DFLT에 음(-)의 설명관계를 예상한다.

본 연구는 건설기업(BUILD)의 고유한 특성상 대리인비용이 기업부실에 미치는 영향을 '상대적'인 관점에서 분석하기 위하여, 나머지 전체기업(OTHERS)과 유사규모 기업



(SAME)과 비교된 결과를 제시할 것이다.

대리인비용이 기업부실에 미치는 영향을 엄밀하게 해석하기 위하여, 종속변수인 재무위험과 직·간접으로 관련된 변수를 통제변수로 포함하여 누락변수로 인한 오차를 줄이고 통계적 추론에 정확성을 기하고자 한다. 우선, 기업의 전반적인 성과에 대한 효과를 미리 통제해야 할 것이다. SCORE는 신용평점으로 이는 기업도산예측에 중요한 변수로써 신용평가를 양호하게 부여받을수록 재무건전성이 우수한 기업으로 평가되므로, 종속변수에 양(+)<sup>17)</sup>의 부호가 예상된다(오희장, 2005). 기업부실 및 신용평가에 있어서, 성과측정치와 더불어 중요한 재무변수는 기업규모와 부채비율이라고 할 수 있다. 기업규모(SIZE)는 계속기업의 잠재적 역량을 나타내며, 또 대규모 기업의 경우 상호지급 보증효과를 통하여 더 안정적인 등급을 얻을 수 있으므로, DFLT에 양(+)<sup>18)</sup>의 설명력을 가지는 통제변수라 할 수 있다(Mansi et al., 2004; 김문태 외, 2006). 부채비율(DEBT)은 총부채를 총자산으로 나눈 값이다<sup>17)</sup>. 이는 기업이 조달한 총자본 중에서 타인자본에 의존하는 정도와 장기채무에 대한 원금과 이자를 상환할 수 있는 능력의 측정치이다. 부채비율이 높다는 것은 재무위험(기업부실 및 신용평점 지수)이 높다는 것을 의미하므로 종속변수 DFLT에 음(-)<sup>18)</sup>의 부호가 예상된다. BLOK는 1대주주지분율이다. 김문태(2014)에 의하면, 대주주지분율의 급격한 감소가 상장폐지에 이를 수 있다고 보고한 바, 역으로 대주주지분율이 높을수록 재무건전성이 양호하다고 볼 수 있으므로, DFLT에 양(+)<sup>19)</sup>의 반응을 보일 것으로 예상된다. 외국인지분율이 높다는 것은 회계투명성이 양호하고 미래 기업가치에 대한 긍정적 신호를 제공하므로(김문태, 2004), DFLT에 양(+)<sup>20)</sup>의 반응을 보일 것으로 예상된다. 감사인 규모(BIG)가 클 때 보다 회계정보의 신뢰성이 양호하다고 예상되므로 양(+)<sup>21)</sup>의 부호가 기대된다(위준복·김문태, 2006)<sup>18)</sup>.

모형의 도출과정에서 필요한 경우 몇몇 변수는 총자산으로 표준화(deflate)하여 등분산성을 기하고 규모효과를 제거하였다.

17) 총부채를 자기자본으로 나누어 부채비율을 측정하면, 자본이 잠식된 기업의 경우 부채비율이 음(-)의 값을 가지는 문제점이 있다(윤순석, 2001).

18) 본 연구는 미국의 Big5와 제휴한 국내의 대형 회계법인으로 정의한 바, 삼일, 삼정, 안건, 영화, 안진, 등이다(자세한 사항은 최정호(2005) 참조).

### 3. 표본의 구성

< 표 2 > 표본의 업종-연도별 분포

산업/연도	05	06	07	08	09	10	11	12	13	합계
<b>건설업(전문직별 공사업 포함)</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>14</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>9</b>	<b>104</b>
화학물질 및 화학제품	41	40	42	46	44	44	49	57	56	419
1차 금속 제조업	34	37	34	39	37	36	37	41	44	339
자동차 및 트레일러	21	26	26	30	25	25	25	27	28	233
식료품 제조업	17	20	22	23	25	31	28	30	31	227
기타 기계 및 장비 제조업	14	19	21	27	27	24	27	32	32	223
전자부품·컴퓨터 등 통신	19	22	22	19	23	24	29	31	28	217
의료용 물질 및 의약품	14	16	19	22	23	23	25	26	32	200
펄프, 종이 및 종이제품	10	15	19	17	20	16	21	22	22	162
도매 및 상품중개업	10	14	16	17	20	21	20	16	15	149
비금속 광물제품 제조업	14	16	13	18	16	17	19	18	18	149
고무제품 및 플라스틱제품	12	14	15	14	14	11	16	15	12	123
전문서비스업	23	19	17	13	14	11	8	7	7	119
전기장비 제조업	12	11	10	14	10	10	10	11	13	101
전기·가스·증기 등	7	7	7	7	7	8	11	9	11	74
섬유제품 제조업; 의복제의	7	6	8	9	8	6	8	9	8	69
소매업; 자동차 제외	4	8	7	8	6	6	6	6	9	60
의복·모피·의복액세서리	3	4	5	8	7	9	5	9	10	60
금속가공제품 제조업	4	4	4	6	7	9	6	6	6	52
육상운송	4	4	3	5	4	4	4	7	7	42
음료 제조업	3	4	4	4	5	6	5	6	4	41
기타 표본 40개 미만 업종	30	41	51	49	51	44	53	45	49	413
<b>총합계</b>	<b>317</b>	<b>360</b>	<b>377</b>	<b>409</b>	<b>404</b>	<b>396</b>	<b>423</b>	<b>439</b>	<b>451</b>	<b>3,576</b>

\* FnGuide의 중분류기준에 따라 산업을 분류하였음.

본 연구의 수행에 필요한 표본은 NICE평가정보(구, 한국신용평가정보(주))에서 제공하는 KIS-VALUE와 FnGuide의 Data Base를 통하여 입수하였으며, 연구대상 기간은

최근 기업특성을 반영할 수 있는 2005년부터 2013년까지 9년으로 한정하였다. 또한 1) 금융업은 제외하였으며 2) 2004년~2013년 계속 상장된 기업 3) 결산일이 12월 31일인 기업 등의 조건을 모두 만족하는 기업으로 대상을 국한하였다. 1)은 회계원칙의 적용이나 재무제표의 보고형태, 계정과목 등에서 일관성을 도모하고자 금융업을 배제하였으며, 2)와 3)은 기업의 존속기간에 규정된 회계처리의 일관성을 반영하고자 적용하였다.

각 변수의 극단치(outliers)가 해석에 미치는 영향을 완화하기 위하여 평균 $\pm 3 \times$ 표준편차의 범위에서 winsorizing 하였다. 또한 총부채를 자기자본으로 나눈 부채비율이 2를 초과한 기업은 자본잠식 및 재무적 불안정성으로 인해 다른 변수에까지 편익적(biased) 영향을 미칠 수 있으므로 표본에서 제거하였다<sup>19)</sup>.

<표 2>는 표본의 연도별 및 산업별 구성을 보여준다. 횡단면 자료(cross-sectional data)에 의한 전체 표본은 3,576개이며, 이 중 종합건설업(전문건설업 포함)은 104개이며, 이를 BUILD로 칭한다. 건설기업과 규모가 유사한 기업은 287개이며, 이를 SAME로 칭한다. 전체 표본 3,576개 중 BUILD와 SAME를 차감한 3,185개 표본은 OTHERS로 칭한다.

19) 외환위기 이후 정부(금융감독원, 공정거래위원회 등)는 자기자본 대비 부채비율을 200% 이내로 낮추도록 권고하였으며, 이러한 구조조정 규제조치에 의하여 부채비율은 지속적으로 하향하였다. 한국은행의 자료에 의하면, 주권상장법인 1,386개에 대한 자기자본 대비 부채비율(제조업)이 2008년에 108.9%(104.8%), 2009년에 100.8%(89.6%)이다(자료, <http://www.bok.or.kr>). 따라서 본 연구에서 정부권고 부채비율 200% 초과 기업은 재무건전성이 다소 취약한 경우로 전제하고 이에 대한 법인세 부담사항을 통제하고자 하였다.

## 제5장 실증분석 결과

### 제1절 기술통계량

<표 3> 주요변수의 기술통계량

패널 A. OTHERS (n=3,185)

구분	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
KS	18.056	17.658	5.785	-12.075	56.895
KBZ	-0.032	-0.071	0.549	-2.708	2.534
TURN	1.021	0.938	0.523	0.001	5.101
PERK	0.008	0.005	0.012	0.000	0.191
DA	0.003	0.003	0.082	-0.773	0.523
SCORE	69.977	70.000	10.589	26.000	97.000
SIZE	19.800	19.594	1.258	16.874	23.553
DEBT	0.443	0.452	0.180	0.031	1.060
BLOK	43.832	43.310	16.426	4.970	100.000
FOR	10.812	4.328	14.653	0.000	92.970
LONG	5.461	5.673	0.706	1.946	6.541
IFRS	0.250	0.000	0.433	0.000	1.000
BIG	0.717	1.000	0.451	0.000	1.000

패널 B. SAME (n=287)

구분	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
KS	19.588	18.985	5.938	-2.520	56.895
KBZ	-0.035	-0.038	0.623	-1.752	1.704
TURN	0.985	0.887	0.547	0.001	3.092
PERK	0.006	0.004	0.007	0.000	0.079
DA	0.003	0.006	0.074	-0.332	0.325
SCORE	71.117	71.000	10.670	41.500	96.500
SIZE	20.862	20.948	1.279	17.946	23.067
DEBT	0.457	0.491	0.185	0.045	0.937
BLOK	42.363	41.000	17.732	5.780	100.000
FOR	15.417	10.377	15.502	0.000	77.602
LONG	5.464	5.684	0.786	3.178	6.541
IFRS	0.268	0.000	0.444	0.000	1.000
BIG	0.815	1.000	0.389	0.000	1.000

패널 C. BUILD (n=104)

구분	평균	중앙값	표준편차	최소값	최대값
KS	15.513	15.999	4.964	-2.500	23.021
KBZ	0.017	0.020	0.037	-1.301	1.820
TURN	0.910	0.900	0.278	0.419	1.798
PERK	0.004	0.003	0.002	0.000	0.007
DA	0.005	0.012	0.127	-0.300	0.687
SCORE	66.631	67.500	9.949	36.000	85.500
SIZE	20.908	21.008	1.268	17.949	23.042
DEBT	0.589	0.615	0.151	0.214	1.016
BLOK	39.148	38.190	16.331	11.130	80.000
FOR	15.888	9.932	16.699	0.000	68.839
LONG	5.543	5.714	0.572	3.989	6.118
IFRS	0.175	0.000	0.382	0.000	1.000
BIG	0.748	1.000	0.437	0.000	1.000

<변수의 정의>

BUILD: 건설기업, SAME: 건설기업과 유사규모 기업, OTHERS: 표본 전체기업-BUILD-SAME,  
 KS: K1 Score, Altman et al.(1995)에 의하여 측정된 기업부실예측지수,  
 KBZ: Z Score, 한국은행(1982)에서 측정된 기업부실예측지수에 역수를 취한 값,  
 BUILD 건설기업이면 1, 그렇지 않으면 0,  
 TURN: 효율성 비율(efficiency ratios)=총매출/총자산,  
 PERK: 접대비와 복리후생비=(접대비+복리후생비)/매출액,  
 DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995)모형으로 추정된 재량적발생액,  
 SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수, DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,  
 SCORE: NICE신용평가정보(주)의 신용평점,  
 BLOK: 대주주지분율, FOR: 외국인지분율, LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,  
 IFRS: 한국채택회계기준 도입 이후면 1, 그렇지 않으면 0,  
 BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0,

표본의 기술통계량은 <표 3>과 같다.

패널 A, 패널 B, 패널 C에서 KS의 평균은 각각 18.056, 19.546, 15.513으로 나타났으며, KBZ는 -0.032, -0.045, 0.017로 나타나 전반적으로 KS 기업부실 판단기준 0.75보다 높고 KBZ 0.038에 근접하여 부실판단에는 못 미치는 수준이었다. 다만, KS에서는 건설기업의 건전성 정도가 전체표본과 대응표본에 비하여 상대적으로 낮았으며, KBZ에서는 오히려 건설기업의 부실예측지수가 높게 나타나 다소 엇갈린 결과로 나타났다.

자산효율성을 대리하는 총자산회전율(TURN)의 평균은 각각 1.021, 0.985, 0.910으로

건설기업의 자산효율성이 상대적으로 더 낮은 것을 알 수 있다. 이는 건설업 자체의 경기침체와 IFRS의 도입 여파로 인한 수익의 감소 영향이 반영된 결과로 풀이된다.

경영자의 특권적 사적 소비 수준인 PERK의 평균은 각각 0.008, 0.006, 0.004로 나타나 건설기업의 매출액 대비 접대비 및 복리후생비가 타 산업에 비하여 높게 지출된 것은 아니었다. 그러나 이는 백분율의 절대값의 크기일 뿐, 금액의 크기를 의미하지는 않는다(최수미, 2004).

이익관리를 대리하는 재량적발생액 DA의 평균은 각각 0.003, 0.003, 0.005로 양(+)의 값으로 나타나 표본기업들이 전반적으로 적자회피 등을 이유로 우선 이익을 증가시키는 재무보고 전략을 취한 것으로 해석된다. 특히 건설기업은 타 산업보다 더 공격적인 이익관리를 수행한다는 것을 짐작하게 한다.

기업부실예측지수산정에 비중 있는 영향을 주는 변수인 신용평점(SCORE)의 평균은 전체적으로 비교적 높은 ‘양호’ 혹은 ‘보통’ 등급 수준으로 나타났으나, 패널 C의 건설기업만 대상으로 한 평점이 가장 낮을 것을 알 수 있다.

기업규모를 나타내는 SIZE의 평균은 건설기업에서 다소 높은 것으로 보이며, 부채비율(DEBT)은 건설기업이 가장 높아 건설기업의 부채수준이 높다는 것을 직관적으로 알 수 있다. 대주주지분율(BLOK)의 평균은 비교적 높게 나타나 우리나라 상장기업들의 소유지분이 전반적으로 분산되지 않음을 짐작할 수 있고, 또 표준편차의 수치가 높은 점으로 미루어 기업 간 소유구조의 편중이 심하다고 할 수 있다. 외국인지분율(FOR)의 평균이 거의 10%를 상회하여 1998년 자본시장 완전개방 이후 외국인의 국내 투자가 활발히 수행되었음을 시사한다(김문태, 2004). LONG는 상장일수를 자연로그로 변환 값으로 그 평균이 5.464로 이는 평균 상장 월수가 약 286개월(23.8년)에 해당된다. BIG의 기술통계량으로 보면, 표본 기업의 70% 이상이 외국계 대형회계법인과 제휴된 국내 감사법인에서 외부감사를 받는 것을 알 수 있다.

## 제2절 상관분석

<표 4> 상관분석표

패널 A. OTHERS (n=3,185)

변수	KS	KBZ	TURN	PERK	DA	SCORE	SIZE	DEBT	BLOK	FOR	LONG	IFRS
KBZ	0.90	1.00										
	0.00											
TURN	0.10	0.09	1.00									
	0.00	0.00										
PERK	-0.04	-0.06	-0.19	1.00								
	0.01	0.00	0.00									
DA	0.08	0.04	-0.03	-0.03	1.00							
	0.00	0.02	0.06	0.13								
SCORE	0.67	0.63	0.43	-0.13	0.10	1.00						
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00							
SIZE	0.23	0.21	-0.07	-0.13	0.01	0.10	1.00					
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.55	0.00						
DEBT	-0.71	-0.69	0.19	-0.08	-0.08	-0.52	0.16	1.00				
	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
BLOK	0.08	0.06	0.00	-0.09	0.07	0.08	-0.07	-0.07	1.00			
	0.00	0.00	0.85	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
FOR	0.35	0.35	0.00	0.04	-0.05	0.27	0.42	-0.18	-0.16	1.00		
	0.00	0.00	0.81	0.04	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00			
LONG	-0.03	-0.03	-0.12	-0.01	0.00	-0.10	0.04	-0.04	-0.24	0.06	1.00	
	0.06	0.14	0.00	0.75	0.97	0.00	0.02	0.04	0.00	0.00		
IFRS	0.10	0.10	-0.04	-0.02	-0.04	-0.07	0.07	0.02	0.04	-0.05	-0.12	1.00
	0.00	0.00	0.04	0.17	0.02	0.00	0.00	0.26	0.02	0.00	0.00	
BIG	0.11	0.11	0.02	0.01	-0.03	0.11	0.33	0.03	0.02	0.20	-0.11	0.06
	0.00	0.00	0.22	0.46	0.16	0.00	0.00	0.13	0.20	0.00	0.00	0.00

패널 B. SAME (n=287)

변수	KS	KBZ	TURN	PERK	DA	SCORE	SIZE	DEBT	BLOK	FOR	LONG	IFRS
KBZ	0.36	1.00										
	0.00											
TURN	0.13	0.17	1.00									
	0.03	0.00										
PERK	-0.08	0.00	-0.21	1.00								
	0.19	0.79	0.00									
DA	0.04	-0.05	-0.07	-0.10	1.00							
	0.49	0.43	0.26	0.08								
SCORE	0.68	0.36	0.47	-0.13	0.05	1.00						
	0.00	0.00	0.00	0.03	0.39							
SIZE	0.20	0.04	0.02	-0.20	0.05	0.06	1.00					
	0.00	0.47	0.74	0.00	0.36	0.34						
DEBT	-0.70	-0.26	0.23	-0.10	-0.02	-0.49	0.20	1.00				
	0.00	0.00	0.00	0.10	0.69	0.00	0.00					

BLOK	-0.13	-0.10	0.04	-0.06	-0.01	-0.03	-0.23	0.05	1.00			
	0.02	0.08	0.50	0.29	0.85	0.66	0.00	0.38				
FOR	0.36	0.17	-0.10	0.11	0.01	0.26	0.46	-0.22	-0.45	1.00		
	0.00	0.00	0.11	0.07	0.81	0.00	0.00	0.00	0.00			
LONG	0.04	0.01	-0.19	0.04	0.03	-0.11	0.11	-0.09	-0.29	0.11	1.00	
	0.50	0.93	0.00	0.49	0.64	0.06	0.06	0.13	0.00	0.06		
IFRS	0.04	-0.01	-0.07	0.02	-0.09	-0.14	-0.02	0.01	0.01	-0.12	-0.06	1.00
	0.45	0.91	0.23	0.79	0.12	0.02	0.79	0.85	0.83	0.05	0.32	
BIG	0.11	0.05	0.06	0.04	-0.07	0.04	0.31	0.05	-0.04	0.20	-0.11	0.07
	0.06	0.37	0.30	0.48	0.23	0.53	0.00	0.39	0.51	0.00	0.06	0.27

패널 C. BUILD (n=104)

변수	KS	KBZ	TURN	PERK	DA	SCORE	SIZE	DEBT	BLOK	FOR	LONG	IFRS
KBZ	0.29	1.00										
	0.00											
TURN	0.18	0.11	1.00									
	0.00	0.01										
PERK	-0.25	-0.12	0.03	1.00								
	0.00	0.00	0.76									
DA	-0.16	-0.05	-0.05	0.29	1.00							
	0.00	0.35	0.65	0.00								
SCORE	0.11	0.07	0.63	-0.12	-0.09	1.00						
	0.27	0.48	0.00	0.21	0.36							
SIZE	0.14	-0.22	-0.26	-0.11	0.13	-0.20	1.00					
	0.15	0.03	0.01	0.26	0.19	0.04						
DEBT	0.03	0.07	-0.23	0.06	-0.06	-0.66	0.37	1.00				
	0.80	0.49	0.02	0.58	0.55	0.00	0.00					
BLOK	-0.49	0.11	0.06	0.09	-0.07	0.09	-0.24	-0.10	1.00			
	0.00	0.28	0.56	0.37	0.46	0.35	0.01	0.33				
FOR	0.35	-0.17	0.04	-0.21	0.09	0.20	0.45	-0.14	-0.43	1.00		
	0.00	0.08	0.67	0.04	0.35	0.04	0.00	0.15	0.00			
LONG	0.14	-0.10	-0.39	-0.09	0.07	-0.53	0.54	0.55	-0.35	0.31	1.00	
	0.15	0.32	0.00	0.38	0.51	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
IFRS	-0.19	-0.25	0.00	-0.16	0.08	-0.12	0.02	0.05	0.13	-0.08	-0.19	1.00
	0.06	0.01	0.99	0.10	0.39	0.22	0.87	0.62	0.18	0.40	0.05	
BIG	0.14	0.07	-0.12	-0.08	0.14	-0.02	0.64	0.18	0.06	0.32	0.16	0.09
	0.15	0.47	0.21	0.40	0.15	0.82	0.00	0.06	0.53	0.00	0.12	0.36

<변수의 정의>

BUILD: 건설기업, SAME: 건설기업과 유사규모 기업, OTHERS: 표본 전체기업-BUILD-SAME,

KS: K1 Score, Altman et al.(1995)에 의하여 측정된 기업부실예측지수,

KBZ: Z Score, 한국은행(1982)에서 측정된 기업부실예측지수에 역수를 취한 값,

TURN: 효율성 비율(efficiency ratios)=총매출/총자산, PERK: (집대비+복리후생비)/매출액,

DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995)모형으로 추정된 재량적발생액,

ROA: 당기순이익/기초총자산, SIZE: 총자산의 자연대수, DEBT: 총부채/당기총자산,

SCORE: NICE신용평가정보(주)의 신용평점,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0



\*각 셀의 위는 상관계수, 아래는 유의수준을 나타냄(양측검증)

<표 4>는 주요 변수간의 피어슨 상관관계를 제시한 것인데 전반적으로 변수 간에 유의한 결과를 보여 주고 있다.

건설기업을 제외한 패널 A의 상관분석 결과는 다음과 같다. 우선 KS와 KBZ에 대한 TURN의 상관계수는 각각 0.10과 0.09로 1% 유의수준에서 자산효율성이 양호할수록 기업부실에 대한 재무건전성이 안정적임을 알 수 있다. 그러나 PERK에 대하여 KS와 KBZ의 상관계수는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관성을 보임으로써 경영자의 사적 소비가 기업부실예측지수를 강화한다고 풀이된다. 또한 이익의 상향조정이 강할수록 오히려 기업부실예측지수에는 긍정적인 상관성을 갖는 것으로 나타났다.

패널 B는 건설기업과 규모가 유사한 타 산업을 대응한 표본에 대하여 상관분석을 실행한 결과이다. TURN의 상관계수는 각각 0.13과 0.17로 1% 유의수준에서 양(+)의 상관성을 지니는 것으로 나타나 자산효율성이 양호한 기업의 기업부실예측지수가 건전하다고 여겨진다. 그러나 PERK, DA와 KS, KBZ의 상관계수는 유의한 상관성을 보이지 않았다.

패널 C에서는 건설기업만을 대상으로 상관분석한 결과이다. 우선 KS와 KBZ에 대한 TURN의 상관계수는 각각 0.18과 0.11로 유의수준 1%에서 건설기업의 자산효율성이 양호할수록 기업부실에 대한 재무건전성이 안정적임을 알 수 있다. 그러나 PERK에 대하여 KS와 KBZ의 상관계수는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관성을 보임으로써 건설기업의 사적 소비와 기업부실예측지수가 강한 설명관계가 있다고 추론할 수 있다. 또한 DA와 KZ, KBZ의 상관계수는 각각 -0.16, -0.05로 유의하지는 않지만 음(-)의 설명관계를 가지는 것으로 나타나, 전체기업을 대상으로 검증한 상관분석과는 달리 건설기업의 이익의 상향조정이 강할수록 기업부실예측지수에 부정적인 상관성을 갖는 것으로 나타났다.

기업부실예측지수에 대한 SCORE, SIZE, DEBT, BLOK, FOR, BIG 등의 상관분석은 선행연구와 일관적인 결과로 나타났다. 즉, 신용평점이 양호할수록, 기업규모가 클수록, 대주주에 의한 소유집중도가 낮을수록, 외국인의 지분참여가 강할수록, 대형 회계법인의 감사를 받을수록 기업부실예측에 긍정적으로 부여된다고 볼 수 있다. 다만, 이들 통제변수에 대한 상관계수는 건설기업의 경우 다소 달리 나타났다. 즉, 건설기업의 경우, 신용평점, 기업규모, 부채수준, 감사인 규모, 상장기간 등의 변수는 기업부실예측지수에 유의한 상관성을 보이지 못하였다.

### 제3절 평균차이분석

<표 5>는 건설기업(BUILD)과 건설기업을 제외한 전체기업(OTHERS), 유사 규모기업(SAME)을 대응하여 집단간 주요변수의 평균 차이를 분석한 결과를 보여준다.

<표 5> 평균차이 분석

패널 A. 건설기업 vs. 전체기업

구분	BUILD (n=104)		OTHERS (n=3,185)		평균차이	t통계량	p값(양쪽)
	평균	표준편차	평균	표준편차			
KS	15.513	4.964	18.056	5.785	-2.544	-5.090	0.000
KBZ	0.017	0.037	-0.032	0.549	-0.497	-13.180	0.000
TURN	0.910	0.278	1.021	0.523	-0.111	-3.827	0.000
PERK	0.004	0.002	0.008	0.012	-0.005	-17.764	0.000
DA	0.005	0.127	0.003	0.082	0.001	0.116	0.908
SCORE	66.631	9.949	69.977	10.589	-3.346	-3.352	0.001
SIZE	20.908	1.268	19.800	1.258	1.108	8.728	0.000
DEBT	0.589	0.151	0.443	0.180	0.146	9.578	0.000
BLOK	39.148	16.331	43.832	16.426	-4.684	-2.864	0.005
FOR	15.888	16.699	10.812	14.653	5.077	3.048	0.003
LONG	5.543	0.572	5.461	0.706	0.082	1.415	0.160
IFRS	0.175	0.382	0.250	0.433	-0.075	-1.948	0.054
BIG	0.748	0.437	0.717	0.451	0.031	0.709	0.480

패널 B. 건설기업 vs. 유사규모 대응기업

구분	BUILD (n=104)		SAME (n=287)		평균차이	t통계량	p값(양쪽)
	평균	표준편차	평균	표준편차			
KS	15.513	4.964	19.588	5.938	-4.075	-6.773	0.000
KBZ	0.017	0.037	-0.035	0.623	-0.531	-10.263	0.000
TURN	0.910	0.278	0.985	0.547	-0.075	-1.772	0.077
PERK	0.004	0.002	0.006	0.007	-0.003	-5.758	0.000
DA	0.005	0.127	0.003	0.074	0.001	0.102	0.919
SCORE	66.631	9.949	71.117	10.670	-4.486	-3.850	0.000
SIZE	20.908	1.268	20.862	1.279	0.046	0.312	0.755

DEBT	0.589	0.151	0.457	0.185	0.131	7.102	0.000
BLOK	39.148	16.331	42.363	17.732	-3.215	-1.675	0.096
FOR	15.888	16.699	15.417	15.502	0.471	0.250	0.803
LONG	5.543	0.572	5.464	0.786	0.078	1.075	0.284
IFRS	0.175	0.382	0.268	0.444	-0.094	-2.041	0.043
BIG	0.748	0.437	0.815	0.389	-0.068	-1.390	0.166

<변수의 정의>

BUILD: 건설기업, SAME: 건설기업과 유사규모 기업, OTHERS: 표본 전체기업-BUILD-SAME,

KS: K1 Score, Altman et al. (1995)에 의하여 측정된 기업부실예측지수,

KBZ: Z Score, 한국은행(1982)에서 측정된 기업부실예측지수에 역수를 취한 값,

TURN: 효율성 비율(efficiency ratios)=총매출/총자산,

PERK: 접대비(entertainment costs)와 복리후생비=(접대비 + 복리후생비)/매출액,

DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995)모형으로 추정된 재량적발생액,

ROA: 당기순이익/기초총자산,

SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수,

DEBT: 부채비율 = 총부채 / 당기총자산,

SCORE: NICE신용평가정보(주)의 신용평점,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

패널 A와 패널 B에서 BUILD집단의 KS와 KBZ의 평균은 각각 15.513, 0.177로 OTHERS와 SAME 집단에 비하여 1% 수준에서 매우 유의적으로 더 낮은 지수인 것을 알 수 있다. 이는 건설기업의 재무건전성이 여타 산업에 비하여 훨씬 취약하다는 것을 의미하며, 거시경제변동에 민감한 대표적인 업종인 건설기업이 개별적으로 함축하고 있는 기업부실 요인이 다양하게 존재한다는 것을 시사한다. 가령, 일반 제조업의 경우 매출발생에 따라 매출채권 회수가 비교적 안정적으로 이루어지는 반면, 주택건설업의 경우에는 사업장의 분양성과에 따라서 매출채권 회수의 변동성이 달리 나타날 수 있으며, 이로 인한 불확실성이 재무안정성을 해칠 수 있음을 시사한다.

자산효율성을 나타내는 TURN 또한 전체기업 혹은 유사규모를 대응하여 평균차이를 분석한 결과에서도 건설기업에서 보다 취약하게 나타나고 있다. 이는 건설기업의 총매출 수익이 총자산의 투입성과를 견인하지 못한 결과로 풀이된다. 건설기업은 기본적으로 대규모의 초기 설비자산이 투자되고 이로 인한 자금의 회수가 공기(工期)에 따라 계상되기 때문에 재무성과가 매우 불안정하게 보고될 개연성이 높다.

PERK의 평균은 건설기업이 0.004로 OTHERS와 SAME의 평균 0.012와 0.007보다 오히려 낮게 나타났으며, 이에 대한 t통계량도 유의한 차이를 보인다. 최수미(2003)의 연구보고서에 의하면, 산업별로 매출액 대비 접대비 비중을 살펴보면 화학제품 제조업

의 경우 0.55%로 가장 높게 나타났으며, 전자산업이 0.46%로 두 번째 높게 나타났다. 이에 비해 건설업이 0.15%, 전기가스업이 0.10%, 통신업이 0.07%로 접대비 비중이 상대적으로 낮게 나타났다고 보고하였다. 그러나 이는 백분율의 절대값의 크기일 뿐, 금액의 크기를 의미하지는 않는다. 한편, 최수미(2004)는 접대비 실명제 이후 건설업의 접대비가 가장 큰 폭으로 하락하였음을 보고한 바, 이해관계자의 비판의 대상이 되므로 이에 대한 규제가 상대적으로 강하게 시행되었다는 것을 반증한다(김문태·윤기호, 2013).

건설기업의 DA의 평균은 0.005로 OTHERS와 SAME에 비하여 상대적으로 높게 나타났으나, 통계적으로 타 산업과 유의한 차이를 보이지는 않았다. 그러나 이는 건설업의 접대비가 시장과 사회적 인식에 부합된다는 것은 아니며, 건설기업의 수주관련 입찰비리나 부정적인 담합 관행이 회계투명성과 직결된다고 보면 보다 신중한 해석이 요구된다.

통제변수에서 건설기업의 신용평점은 유의하게 낮게 나타난 바, 신용평가기관이 건설업의 위험을 “높은 수준”으로 판단하고 있다는 점과 일관된 결과이다. 이는 건설기업이 상대적으로 큰 시장규모와 향후 안정적인 성장성에도 불구하고, 낮은 진입장벽과 수많은 시장참여자 간의 경쟁구조, 정부의 발주제도 및 부동산정책을 통한 제도적인 규제 등 위험요인이 상존하고 있기 때문이다(이삼영·곽노경, 2006; 김문태·윤기호, 2013 재기술). 건설기업의 부채수준(DEBT)은 여타 산업에 비하여 통계적 유의수준에서 더 높은 것을 알 수 있었다.

이하 다중회귀분석에서는 선행연구에서 기업부실예측지수에 설명관계를 가지는 것으로 논의된 신용평가, 기업규모, 부채비율, 대주주지분율, 외국인지분율, 감사인 규모, 업종 종사이력 등 여러 통제변수들을 고려한 상태에서 자산효율성(TURN), 경영자의 특권적 소비수준인 접대비(PERK) 그리고 이익의 상향조정 정도(DA)가 기업부실예측지수(KS, KBZ)에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 각 컬럼별로 건설기업을 제외한 전체 기업 표본, 건설기업과 규모가 유사한 표본, 그리고 건설기업만을 대상으로 다중회귀분석한 결과를 제시한다.

## 제4절 다중회귀분석

회귀분석 전반에 걸쳐 모형적합성을 나타내는 수정  $R^2$ , F값은 비교적 높고 유의하였 으며, 분산팽창계수(VIF)로 측정된 설명변수 간 다중공선성 문제는 우려할 수준이 아 니었다.<sup>20)21)</sup>

### 1. 자산효율성과 기업부실예측지수

<표 6> 자산효율성이 기업부실예측지수에 미치는 영향

패널 A. K Score(KS)에 대한 회귀분석 결과

	OTHERS(n=3,185)			SAME(n=287)			BUILD(n=104)		
	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값
<b>TURN</b>	<b>0.168</b>	<b>13.391</b>	<b>0.000</b>	<b>0.138</b>	<b>3.067</b>	<b>0.002</b>	<b>0.204</b>	<b>1.659</b>	<b>0.100</b>
SCORE	0.209	14.104	0.000	0.299	5.753	0.000	-0.008	-0.048	0.962
SIZE	0.302	26.517	0.000	0.279	7.167	0.000	-0.171	-1.197	0.234
DEBT	-0.670	-48.819	0.000	-0.635	-13.425	0.000	0.061	0.436	0.664
BLOK	0.035	3.701	0.000	-0.023	-0.624	0.533	-0.473	-4.715	0.000
FOR	0.066	6.122	0.000	0.021	0.512	0.609	0.133	1.109	0.270
LONG	-0.014	-1.495	0.135	0.013	0.380	0.704	0.000	0.000	1.000
IFRS	0.108	11.633	0.000	0.109	3.452	0.001	-0.139	-1.533	0.129
BIG	-0.017	-1.778	0.075	0.028	0.840	0.402	0.268	2.230	0.028
수정 $R^2$ (F값,p값)	0.737 (993.6, 0.000)			0.731 (87.2, 0.000)			0.291 (5.7, 0.000)		

20) 설명변수간의 선형관계를 나타내는 다중공선성(multicollinearity)은 분산확대지수(VIF: variance inflation factor)로 검토하였다. 일반적으로 p개의 VIF 중 가장 큰 값이 10을 넘거나 개별 설명변수의 계수가 VIF보 다 클 경우 다중공선성에 심각한 문제가 있다고 판정한다. 본 연구에서 VIF가 가장 높은 값은 2.726으로 다중공선성 문제는 없다고 본다.

21) 본 연구의 선형회귀계수는 표준화된 값이다. 이는 종속변수의 표준편차에 대한 독립변수의 표준편차 비율 을 의미하므로, 각 독립변수 추정계수의 상대적 설명력을 비교할 수 있다. 해석 편의상 상수값은 제시하지 않았다.

패널 B. 한국은행 Z Score(KBZ)에 대한 회귀분석 결과

	OTHERS(n=3,185)			SAME(n=287)			BUILD(n=104)		
	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값
<b>TURN</b>	<b>0.171</b>	<b>12.341</b>	<b>0.000</b>	<b>0.113</b>	<b>1.392</b>	<b>0.165</b>	<b>-0.002</b>	<b>-0.014</b>	<b>0.989</b>
SCORE	0.169	10.280	0.000	0.215	2.296	0.022	0.157	0.891	0.375
SIZE	0.280	22.307	0.000	0.013	0.184	0.854	-0.517	-3.362	0.001
DEBT	-0.666	-43.91	0.000	-0.165	-1.933	0.054	0.277	1.838	0.069
BLOK	0.023	2.172	0.030	-0.062	-0.960	0.338	-0.034	-0.317	0.752
FOR	0.079	6.678	0.000	0.050	0.658	0.511	-0.104	-0.804	0.423
LONG	-0.012	-1.160	0.246	0.017	0.280	0.780	0.010	0.067	0.947
IFRS	0.113	11.021	0.000	0.038	0.673	0.501	-0.280	-2.878	0.005
BIG	-0.016	-1.472	0.141	0.029	0.488	0.626	0.417	3.233	0.002
수정R <sup>2</sup> (F값,p값)	0.679 (749.3, 0.000)			0.127 (5.6, 0.000)			0.183 (3.5, 0.001)		

$$\text{검증모형 } DFLT = \alpha_0 + \alpha_1 \text{TURN} + \alpha_2 \text{SCORE} + \alpha_3 \text{SIZE} + \alpha_4 \text{DEBT} + \alpha_5 \text{BLOK} + \alpha_6 \text{FOR} + \alpha_7 \text{LONG} + \alpha_8 \text{IFRS} + \alpha_9 \text{BIG} + \epsilon$$

<변수의 정의>

- BUILD: 건설기업, SAME: 건설기업과 유사규모 기업, OTHERS: 표본 전체기업-BUILD-SAME,
- TURN: 효율성 비율(efficiency ratios)=총매출/총자산,
- DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995)모형으로 추정된 재량적발생액,
- ROA: 당기순이익/기초총자산,
- SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수,
- DEBT: 부채비율 = 총부채 / 당기총자산,
- SCORE: NICE신용평가정보(주)의 신용평점,
- BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

<표 6>은 총자산회전율로 측정된 자산효율성이 기업부실예측지수에 반영되는 설명력을 보여준다.

패널 A에서 TURN이 KS에 반영되는 추정계수는 각각 0.168, 0.138, 0.204로 나타나고 있다. 주목할 사항은, 이들 계수의 표준화된 기울기가 건설기업에서 가장 강함에도 불구하고, 통계적 유의성을 나타내는 t통계량은 가장 낮다는 점이다. 패널 B의 KBZ에 대한 TURN의 반영정도도 패널 A와 유사한 결과를 보이고 있다.

이는 여타 산업의 경우 총자산에 대한 매출액이 많을수록 이에 대한 보유자산의 최적 투자라고 인식되고 그에 따른 재무건전성이 지수로 평가되는데 반하여, 건설기업의 자산효율성은 상대적으로 낮게 인식된다는 점이다. 실제로 1997년 말에 발생한 IMF

외환위기와 복합불황으로 인하여 대기업들의 시설투자 감소와 부동산 경기가 급격히 침체됨으로써 수주물량이 급격히 줄어들게 되었고 1998년 한 해에만 사상 유례가 없는 522개사의 건설기업들이 도산되었다(허우영 외, 2004). 또한 IMF 외환위기 이후 2008년에 또 다시 우리나라는 미국발 서브프라임 모기지 사태로 인하여 경기침체를 겪게 되었으며 건설업계에서도 주택 미분양사태로 인한 프로젝트파이낸싱(PF) 부실화 등의 대내외 리스크 요인들로 혼란을 겪게 되었다. 특히 주택시장이 위축되면서 건설업계는 심각한 자금난에 봉착하게 되었다. 이에 따라 건설업체들의 경영환경은 점차 악화되어 부실화가 가속화되고 있는 실정이다(강미, 2009).

결국 거시경제변동 전후 건설기업의 부실화는 급격한 변화과정을 가질 것으로 판단된다. 또한 거시경제변동 전후의 변화과정 속에서 개별 기업별로 거시경제변동의 충격에 대한 회복이 각각 다르게 이루어질 것으로 판단된다. 즉, 거시경제변동 이후 건전한 재무구조로의 개선속도가 어느 정도인지를 파악할 수 있다면 투자자들에게는 효과적인 투자지표를 제공할 수 있으며, 개별 기업들은 성과측정의 지표로도 활용할 수 있을 것으로 판단된다(최재규 외, 2012). 선영귀(2014)도 국내 건설수주가 2008년 이후 지속적인 감소세를 보이고 있다고 보고하였다. 2013년에도 공공부문이 2010년 이후 3년 연속 감소에서 벗어나 소폭 증가하였으나, 민간부문이 전년대비 18%의 감소를 기록하며 극심한 침체 양상을 보였다. 계속사업 위주의 예산집행 등에도 불구하고, SOC예산 증가로 공공부문이 소폭 증가를 기록한데 반하여 민간부문은 지방권의 주택 경기 회복세 둔화와 수도권 침체 지속으로 신규수주가 크게 감소한 것으로 분석하였다.

한편, 건설업은 유형자산 투자소요가 미미하여 자산의 대부분이 재고자산, 공사/분양미수금, 대여금, 선급금 등 영업관련 유동자산으로 구성되어 있어 총자산에서 영업관련자산의 비중이 제조업에 비해서 상대적으로 높은 수준이다. 또한 이들 영업자산이 공사진행에 따라 3~4년을 주기로 선투입과 회수가 반복됨에 따라 영업 관련자산의 변동성이 타 업종에 비하여 매우 크게 나타나고 있어 건설업에서 영업 관련자산의 변동 및 관리가 중요한 요인으로 작용하고 있다(선영귀, 2014). 이러한 요인으로 건설기업의 자산효율성이 낮게 산출되었다고 본다.

한국기업평가(주)에 의하면, 2009년 건설업체들의 현금흐름은 개선되었으나 영업 및 투자활동이 아닌 자금차입이나 회사채 발행 등 재무활동에서 기인된 지표개선으로, 내용적 측면에서는 근본 문제가 해결된 것은 아니었다. 즉, 미분양 해소나 신규사업이라는 영업활동이나 투자활동에 의한 현금확보가 아니라 단순히 재무적 활동에 의해 현금을 확보한 것에 불과하다. 따라서 건설업이 근본적으로 영업상황을 호전하지 못한다면,

금융비용 부담이 가중되어 보다 크고 연쇄적인 부실이 우려된다고 보고 있다. 한국신용정보(주)도 건설업의 위험을 “높은 수준”으로 판단하고 있다. 이는 상대적으로 큰 시장규모와 향후 안정적인 성장성에도 불구하고, 낮은 진입장벽과 수많은 시장참여자 간의 경쟁구조, 정부의 발주제도 및 부동산 정책을 통한 제도적인 규제 등 위험요인이 상존하고 있기 때문이다(이삼영·곽노경, 2006; 김문태·윤기호, 2013 재기술).

Ang et al.(2000)의 대리인비용 산출모형의 관점에서 보자면, 건설기업의 자산효율성을 제고시키기 위해서는 분자요소인 매출수익을 늘리고, 분모요소인 불필요한 자산을 줄이는 전략을 모색해야 할 것으로 보인다. 특히, 건설기업은 건설자재가 공사 현장마다 분산되어 있고 그 물량의 흐름을 파악하는 것이 용이하지 않기 때문에 자산의 효율적인 관리가 절대적으로 요구된다. 한진택(2013)은 경영성과에 영향을 미치는 요인의 실증분석 종합결과 재무적인 요인 중에서 건설업과 제조업의 가장 큰 차이점은 재화를 생산하는 설비투자가 필요한 제조업과 달리 보유하고 있는 자금을 얼마나 효율적으로 운용하는가가 건설업 경영성과에 상당한 영향을 미치는 것으로 분석되었다. 또한 일반적으로 인식하고 있는 건설업의 영업비 요인이 경영성과에 영향을 미치지 않는 것으로 도출되었다. 그러나 이러한 결과는 사업보고서 상에 수치화 할 수 없는 건설기업 경영환경에 따른 것이라고도 해석할 수 있으며 건설업과 제조업 모두 생산된 물품을 팔기 위한 광고선전비 요인 역시 경영성과에 영향을 미치지 않는 것으로 분석되었다. 나아가 R&D투자는 경영성과에 부정적일 수는 있으나 장기적으로는 이익률 개선에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 하였다. 이와 같은 결과로 비추어 볼 때 비용효율성을 제고하고 건설업의 경쟁력 강화 및 영업비용 내역의 투명성을 위해 영업에 의존하는 형태에서 벗어나야 한다. 또한 다양한 마케팅 수단과 기술경쟁력 강화로 인한 품질향상에 주력하여 시대의 변화에 능동적으로 대처하고 시장에서 경쟁우위를 확보하여야 한다고 주장한 바 있으며, 이는 본 연구가설을 지지하는 결과이다.

한국건설기업연구원(2013)의 브리핑 자료에서는 해외 건설투자를 통한 건설기업의 활성화 방안을 제시하면서, 경영자의 공격적이고 능동적인 의사결정을 촉구하고 있다. 이에 따르면, 최근 해외 건설시장에서 단순 도급사업보다 고도의 기술력과 관리능력을 요구하는 대규모 사업의 수요가 급증하고 있는 시점에서 종합사업관리 뿐만 아니라 리스크 관리역량의 향상이 요구된다. ‘일회성’ 성격이 강한 국내 건설 업체들의 리스크 관리 모델을 특정 사업 및 수주 단계에 국한하지 않고, 글로벌 기업들과의 경쟁이 가능한 수준까지 도달할 수 있는 프로세스의 표준화가 불가피하게 요구된다. 리스크 관리의 실질적인 운영을 위해서는 ‘조직+절차+프로그램’의 시스템화와 함께 의사결정을



지원하는 결과물의 ‘요약’기능을 강화시킬 필요가 있다. 리스크 감수라는 과거의 해외 사업 진출전략에서 벗어나 사업관리 역량을 향상시킬 수 있는 표준화된 리스크 관리 프로세스 구축과 리스크의 정량화 방안 모색은 발주요건을 만족시키고 글로벌 기업과의 경쟁에서 우위를 선점할 수 있는 준비 단계이다. 리스크 관리의 역량이 글로벌 수준까지 도달하기 위해서는 경영진의 의지뿐만 아니라 훈련된 전문 인력의 확보를 위한 교육 프로그램의 구축이 글로벌 경쟁이 심화되는 해외 건설시장에 사전 대비할 수 있어야 한다고 주장하고 있다.

또한 한국건설기업연구원(2013)은 불확실한 경영환경에 대응하는 ‘유연한 경영’과 저성장의 장기화에 대응하는 ‘핵심 경쟁력 육성’을 강조하였다. ‘유연한 경영’은 사업에서 조직운영에 이르기까지 전반적인 유연성을 확보하는 경영체제이다. 불확실성이 높은 경영 환경하에서는 속도경영 및 의사결정의 민첩성도 중요하지만 사업 수행에 있어 발생하는 예기치 못한 상황 변화에 대응하는 다양한 옵션을 확보하는 사업전략이 더욱 요구된다. 다음으로 원가경쟁력 제고 등 경영 위기에 대응하는 동시에 저성장 시대의 장기화에 따른 ‘핵심 경쟁력 확보’를 중요한 경영 계획의 방향으로 설정할 필요가 있다. 저성장의 지속에 따른 기존 사업들의 경쟁 심화로 수익성 저하가 나타날 가능성이 높다. 따라서 새로운 사업에 대한 참여 기회의 포착도 중요한 경영계획 수립의 요소가 되어야 한다. 이를 위해서는 새로운 사업진출에 필요한 경쟁 요소의 파악과 함께 전략적 참여를 위해 그에 부합하는 인력·재무·전략·경영관행 등 경영자원들의 핵심역량을 파악, 적극적으로 육성할 필요가 있다.

통제변수에서도 건설기업과 여타 산업은 다소 다른 결과로 기업부실예측지수에 반영되는 결과를 보였다. 종속변수 KS를 중심으로 살펴보면, 우선 SCORE는 전체기업과 유사기업은 매우 유의한 양(+)의 값으로 기업부실예측지수에 반영되지만, 건설기업의 SCORE는 유의하지 않는 결과로 나타났다. 이는 건설기업의 신용평점이 기업부실과 밀접한 설명관계를 가지지 못한다고 해석할 수 있다. 또한 건설산업의 SIZE와 DEBT는 KS에 유의하게 반영되지 않았으며, 건설기업의 높은 소유집중도는 KS에 강한 양(+)의 설명력을 보였다.

## 2. 사적 소비와 기업부실예측지수

<표 7> 경영자의 특권적 사적 소비가 기업부실예측지수에 미치는 영향  
 패널 A. K Score(KS)에 대한 회귀분석 결과

	OTHERS(n=3,185)			SAME(n=287)			BUILD(n=104)		
	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값
<b>PERK</b>	<b>-0.007</b>	<b>-0.696</b>	<b>0.486</b>	<b>-0.037</b>	<b>-1.116</b>	<b>0.265</b>	<b>-0.216</b>	<b>-2.476</b>	<b>0.015</b>
SCORE	0.338	28.894	0.000	0.402	10.458	0.000	0.112	0.894	0.374
SIZE	0.259	22.842	0.000	0.252	6.188	0.000	-0.210	-1.524	0.131
DEBT	-0.565	-48.548	0.000	-0.555	-14.069	0.000	0.169	1.358	0.178
BLOK	0.029	2.907	0.004	-0.033	-0.907	0.365	-0.474	-4.804	0.000
FOR	0.066	5.975	0.000	0.009	0.218	0.828	0.133	1.129	0.262
LONG	-0.018	-1.803	0.072	0.009	0.255	0.799	-0.078	-0.555	0.580
IFRS	0.111	11.679	0.000	0.110	3.442	0.001	-0.177	-1.937	0.056
BIG	-0.017	-1.711	0.087	0.040	1.179	0.239	0.248	2.108	0.038
수정R <sup>2</sup> (F값,p값)	0.723(921.9, 0.000)			0.723(83.8, 0.000)			0.315(6.2, 0.000)		

패널 B. 한국은행 Z Score(KBZ)에 대한 회귀분석 결과

	OTHERS(n=3,185)			SAME(n=287)			BUILD(n=104)		
	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값
<b>PERK</b>	<b>-0.033</b>	<b>-3.088</b>	<b>0.002</b>	<b>0.025</b>	<b>0.420</b>	<b>0.675</b>	<b>-0.223</b>	<b>-2.417</b>	<b>0.018</b>
SCORE	0.294	22.824	0.000	0.311	4.547	0.000	0.098	0.740	0.461
SIZE	0.233	18.699	0.000	0.010	0.140	0.888	-0.508	-3.473	0.001
DEBT	-0.564	-44.05	0.000	-0.095	-1.349	0.178	0.282	2.146	0.035
BLOK	0.014	1.280	0.201	-0.071	-1.088	0.277	-0.027	-0.259	0.796
FOR	0.083	6.782	0.000	0.024	0.320	0.749	-0.122	-0.981	0.329
LONG	-0.017	-1.579	0.114	0.012	0.199	0.842	-0.049	-0.331	0.741
IFRS	0.116	11.046	0.000	0.039	0.682	0.496	-0.337	-3.486	0.001
BIG	-0.014	-1.257	0.209	0.033	0.550	0.583	0.410	3.287	0.001
수정R <sup>2</sup> (F값,p값)	0.665(702.0, 0.000)			0.121(5.4, 0.000)			0.232(4.4, 0.000)		

검증모형  $DFLT = \alpha_0 + \alpha_1 PERK + \alpha_2 SCORE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 DEBT + \alpha_5 BLOK + \alpha_6 FOR + \alpha_7 LONG + \alpha_8 IFRS + \alpha_9 BIG + \epsilon$

<변수의 정의>

- PERK: (접대비 + 복리후생비)/매출액,
- DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995)모형으로 추정된 재량적발생액,
- ROA: 당기순이익/기초총자산,
- SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수,
- DEBT: 부채비율 = 총부채 / 당기총자산,
- SCORE: NICE신용평가정보(주)의 신용평점,
- BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

<표 7>은 접대비와 이의 대체 지출변수인 복리후생비로 측정한 경영자의 특권적 사적 소비 수준이 기업부실예측지수에 반영되는 설명관계를 회귀분석한 결과이다.

패널 A에서 전체기업과 유사규모 대응표본의 PERK는 KS에 유의하지 않는 음(-)의 값으로 나타났고, 패널 B에서 전체기업의 PERK는 KBZ에 유의한 영향을 미쳤다. 중요한 것은 건설기업의 PERK로 패널 A에서 KS에 대하여 회귀계수는 -0.216, t통계량은 -2.476으로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 반응을 보였으며, 패널 B에서도 기대된 부호와 설명력을 보였다. 이는 건설기업의 사적 소비가 기업의 미래 현금흐름을 저해하여 기업부실을 초래할 가능성이 있음을 시사한다.

건설업은 근본적으로 프로젝트 진행상 다양한 인·허가와 승인 등을 요하는 수주산업이라는 점에서 부정과 부패가 개입될 여지가 크고, 공사입찰 및 하도급 거래(외주비) 등에서 불투명 거래와 비리연루 등이 빈번히 보도되어 왔다(이의섭·김민형, 2006). 이는 역으로, 건설업계의 경영자가 수주확보나 세무전략을 위하여 다양한 정치적 활동(로비)을 통하여 소기의 목적을 달성하려는 의도를 갖는다는 반증이며, 회계보고 항목에서는 접대비 계정이 이를 가장 근접하여 반영한다고 볼 수 있다. 경영자의 대표적인 사적 지출인 접대비는 대리인비용을 증가시키고 기업경영 투명성을 낮추는 요인이 된다(김문태·권현주, 2009). 이러한 관행은 건설원가를 가중시키고 장기적으로 기업의 본질가치를 해칠 수 있다(김문태·윤기호, 2013).

기업회계상 접대비란 사업상의 필요로 지출한 접대비용 또는 교체비용을 말하나, 세무상 접대비라 함은 접대비 및 교체비·사례금 기타 명목 여하에 불구하고 이에 유사한 성질의 비용으로서 법인의 업무와 관련하여 지출한 금액을 말한다(법인세법 제25조 제5항). 즉, 법인이 사업을 위하여 지출한 비용 가운데 상대방이 사업에 관련있는 자들이고 지출의 목적이 접대 등의 행위에 의하여 사업관계자들과의 사이에 친목을 두텁게

하여 거래관계의 원활한 진행을 도모하는데 있다면 접대비에 해당한다(대법 92누 16249, 1993. 9. 14.). 가령, 제약회사가 약품을 납품하기 위하여 대학병원에 지출한 장학금은 접대비에 해당한다(국세법령정보시스템, 법인 22601-1884, 1990. 9. 25.).

접대비는 업무와 관련된 접대·교제 등을 위한 비용으로, 업무와의 관련 정도는 수익의 획득을 위한 직접적인 영업활동뿐만 아니라 새로운 사업개발이나 현재의 사업상 거래를 보다 원활하게 하기 위한 활동을 포함한다. 이 경우 업무와 관련 있는지의 여부는 거래의 증빙서류와 내부통제의 근거 등 객관적인 자료에 의하여 입증하여야 한다. 또한 지출의 상대방이 업무와 관련있는 자로서 법인이 경영하는 사업과 직·간접적 이해관계에 있는 특정인을 상대로 지출하는 것이어야 한다. 따라서 당해 법인의 임직원은 접대비 지출의 상대방에 포함하지 아니하며, 부동산임대업을 영위하는 법인의 대표가 접대비로 계상한 호텔 및 골프장 출입비용 등은 업무와 관련 없는 사적 비용이므로 접대비로 보지 아니한다(국심 2001서 396, 2001. 11. 21.).

위와 같은 규정에도 불구하고, 실제로 음성적으로 거래하는 리베이트나 커미션을 포착할 수 없기 때문에 회계계정상 접대비로 기록된 것은 기업의 세무전략을 반영한 최소 수준이라고 유추할 수 있을 것이다. 이는 접대비가 복리후생비 뿐만 아니라 실무상 기부금, 판매부대비용, 광고선전비 또는 회의비 등 타비용에서 대체처리된 부분을 반영한 결과일 수도 있으며, 이와 같은 접대비의 타비용 대체처리 크기에 따라 조세회피를 획책하는 결과로 나타난다(고윤성·이진훤, 2011). 이러한 음성적·부정적 자금유출에 대한 정상적인 회계처리를 할 수 없을 것이며, 이로 인하여 회계투명성에 문제를 유발하게 될 것이다. 궁극적으로 기업의 자원을 잠식하여 계속기업의 존재를 위협하는 요인으로 작용하게 될 것이다. 나아가 기업의 접대행위가 과도할 경우, 유흥산업이 비정상적으로 팽창하게 되고, 그 결과 생산자원이 비효율적으로 배분되는 문제가 발생한다(손원익, 2013).

일정 수준의 접대비는 업무상 필요한 경비이고 네트워크 형성에 필요한 것으로 볼 수 있으나, 과도한 접대비 및 소비성 지출은 기업의 투명성을 저해하는 경영자의 사적 소비로 간주된다(조성빈, 2006). 대리이론의 관점에서, 기업의 잉여현금흐름이 재투자되거나 주주에게 배당으로 배분되기보다는 경영자의 특권적 사적 이익 추구에 기회주의적으로 이용되는 것은 타당하지 않다는 인식이다(Jensen, 1986).

소유와 경영이 분리되면서 나타나는 경영진의 대리인 문제는 수익성보다는 외형 확장을 추구하는 경영방식과 경영진의 과도한 소비 형태로 나타난다(Fama, 1980). 방만한 경영은 경영진의 제국건설을 위한 무분별한 다각화로 나타나며, 경영진의 과도한

소비는 직접적으로는 경영진의 금전적 보상을 통해, 간접적으로는 경영진 재량의 특권적 소비를 통해 나타난다. 경영진에게 직접 부여하는 금전적인 보상은 대중적인 주목을 받기 쉽고, 그 크기에 대해 사회적으로 묵시적인 규제가 존재하는 실정이다(Jensen and Murphy, 1990). 한편, 간접적 보상인 사적 소비는 경영진이 소비한 금액이 구체적으로 드러나기 힘들기 때문에 경영진은 직접적 보상보다는 간접적 보상을 이용해 과도한 사적인 이득을 추구하고자 하는 동기를 가질 것이라고 예상할 수 있다.

박수진(2005)은 한국 기업의 대리인문제가 경영자의 직접 보상보다는 간접보상형태에서 더 뚜렷한 행태를 보인다고 밝혔다. 구체적으로, 경영진의 현금보상과 같은 직접적 보상에는 소유분산에 의한 대리인 문제가 드러나지 않았다. 일반적으로 소유와 경영이 분리되면 주주와 경영진의 이해불일치로 인해 대리인 문제가 발생하게 되는데(Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983), 소유지분이 분산되어 주주의 통제력이 약해지면 경영진의 현금보상이 증가하게 된다는 기존의 연구들과는 다른 결과이다. 이것은 한국의 기업 상황에서는 기존의 최적 계약(optimal contracting)이론보다 Jensen and Murphy(1990)가 주장한 경영진 보상에 대한 묵시적 규제가설(implicit regulation hypothesis)이 현실적으로 강하게 적용되고 있음을 보여주는 결과라고 할 수 있다. 직접적 보상 형태로는 대주주의 지배력에 따른 경영진의 대리인 문제가 발견되지 않지만, 경영진의 사적 소비와 같은 간접적 보상에 대리인 문제가 드러나는 것을 발견하였다. 한국 기업의 경영진들은 노출이 용이한 직접적 보상을 통해 과도하게 사적인 이득을 추구하고자 하는 경영진에게 특권적으로 주어지는 판공비 성격의 지출과 자신의 위험회피를 위한 책임보험가입 등 간접적 보상을 통해 과도한 사적 이득을 추구하는 경향이 있다고 주장하였다.

본 연구는 건설기업의 경영자의 과도한 사적 소비가 기업부실을 초래할 수 있다는 실증적 증거를 제시하는데 의의가 있다고 본다<sup>22)</sup>.

22) 일반적으로, 기업실패 조사 및 관찰을 통하여 기업부실 징후를 발견하는 방법은 다음과 같다.

- ① 경영자의 행동
  - 행선지가 불분명하고 면접거부, 부재
  - 현장순회 줄고 외출급증
  - 현실을 무시한 계획과 허세
  - 타인과 전문가의 충고무시
  - 자포자기 및 경영의욕 상실
  - 약속위반, 언행불일치 현저
- ② 판매활동과 매입·재고
  - 납기지연, 크레임 증대, 반품 증가
  - 주요 거래처의 경영불만, 부도 발생

### 3. 이익조정과 기업부실예측지수

<표 7>은 이익조정이 기업부실예측지수에 미치는 설명관계를 분석한 결과이다.

패널 A에서 전체표본과 유사규모 표본의 DA가 KS에 미치는 통계량은 유의한 수준으로 나타나지 않았다. 그러나 건설기업 표본만을 대상으로 검증한 결과, DA의 회귀계수는 -0.196, t통계량은 -2.282로 5% 수준에서 유의한 음(-)의 설명관계를 보였다. 이는 건설기업의 이익조정이 기업부실을 초래할 수 있음을 암시한다.

- 
- 강력한 경쟁업자, 경쟁상품 출현에 대한 대처 부족
  - 자회사 등에의 판매 증가, 강제 판매
  - 덤핑, 채산성이 안맞는 수주개시
  - 과도한 바이어 접대와 뇌물수수
  - 조건이 나쁜 매입의 실행
  - 주요한 매입체의 이유없는 변경
  - 재고자산 과다, 재고관리의 혼란
  - ③ 주요설비와 생산활동
    - 유희인력 및 유희설비의 현저한 증가
    - 제품불량률, 불합격률 증가
    - 생산계획의 혼란, 생산효율성의 저하
    - 기계설비가동율이 정상시 보다 심각하게 저하
    - 공장, 운용자산, 사용자재의 매각
    - 본업이탈, 다각화, 자회사 설립에 과도한 정력 낭비
    - 무모한 공장신축
    - 보수활동정비 불량, 근무환경 불량
  - ④ 재무, 자금관리활동
    - 각종 대출금의 연체, 회수불능 매출채권 등 불량채권의 누적
    - 부채초과, 채무과다, 과소자본
    - 유가증권, 부동산, 골동품, 귀금속 등의 매각 및 매출처 확보에 급급
    - 선수금, 가수금의 이상적인 증가
    - 운전자본 감소, 고리사채의 이용
    - 융통어음의 급팽창
    - 양도담보 설정변화, 근저당권 취소신청
    - 금융비용 유출 과다
    - 3개년 이상의 연속적인 적자
    - 회계감사의견이 부적정 의견, 무의견
  - ⑤ 경영관리층과 종업원의 행동
    - 회의의 빈번화와 장시간화
    - 유능한 중심인물의 이동, 추방, 퇴사, 사임
    - 임직원간의 대립, 내분, 분열, 책임 전가
    - 비밀주의 만연, 소재불명, 외출빈번
    - 외부에 자사를 비방, 푸념
    - 유능하고 중요한 기술자, 종업원 등의 퇴사 속출
    - 경리담당자의 부재, 업무부담 과중
    - 종업원들의 사기저하, 직장규율 문란, 근무기강 해이

<표 8> 이익조정이 기업부실예측지수에 미치는 영향

패널 A. K Score(KS)에 대한 회귀분석 결과

	전체기업 (건설제외, n=3,185)			유사규모 대응 (n=287)			건설기업 표본 (n=104)		
	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값
<b>DA</b>	<b>0.005</b>	<b>0.514</b>	<b>0.607</b>	<b>0.004</b>	<b>0.132</b>	<b>0.895</b>	<b>-0.196</b>	<b>-2.282</b>	<b>0.025</b>
SCORE	0.340	29.523	0.000	0.410	10.836	0.000	0.123	0.978	0.331
SIZE	0.260	23.053	0.000	0.265	6.714	0.000	-0.207	-1.492	0.139
DEBT	-0.564	-48.85	0.000	-0.552	-13.99	0.000	0.104	0.813	0.419
BLOK	0.029	2.947	0.003	-0.033	-0.898	0.370	-0.496	-4.997	0.000
FOR	0.066	5.958	0.000	-0.001	-0.019	0.985	0.147	1.242	0.217
LONG	-0.018	-1.775	0.076	0.008	0.224	0.823	-0.011	-0.077	0.939
IFRS	0.112	11.714	0.000	0.110	3.424	0.001	-0.107	-1.201	0.233
BIG	-0.018	-1.746	0.081	0.036	1.073	0.284	0.285	2.392	0.019
수정R <sup>2</sup> (F값,p값)	0.723 (921.9, 0.000)			0.722 (83.3, 0.000)			0.309 (6.1, 0.000)		

패널 B. 한국은행 Z Score(KBZ)에 대한 회귀분석 결과

	전체기업 (건설제외, n=3185)			유사규모 대응 (n=287)			건설기업 표본 (n=104)		
	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값
<b>DA</b>	<b>-0.026</b>	<b>-2.489</b>	<b>0.013</b>	<b>-0.061</b>	<b>-1.096</b>	<b>0.274</b>	<b>0.024</b>	<b>0.254</b>	<b>0.800</b>
SCORE	0.304	24.029	0.000	0.308	4.587	0.000	0.161	1.179	0.241
SIZE	0.240	19.377	0.000	0.008	0.114	0.909	-0.518	-3.436	0.001
DEBT	-0.560	-44.10	0.000	-0.099	-1.410	0.160	0.283	2.045	0.044
BLOK	0.018	1.659	0.097	-0.071	-1.098	0.273	-0.032	-0.298	0.766
FOR	0.076	6.252	0.000	0.029	0.385	0.700	-0.103	-0.805	0.423
LONG	-0.015	-1.401	0.161	0.013	0.217	0.829	0.009	0.061	0.952
IFRS	0.115	11.009	0.000	0.034	0.593	0.553	-0.282	-2.911	0.005
BIG	-0.017	-1.547	0.122	0.030	0.507	0.613	0.413	3.194	0.002
수정R <sup>2</sup> (F값,p값)	0.664 (700.9, 0.000)			0.124 (5.5, 0.000)			0.184 (3.6, 0.001)		

$$\text{검증모형 } DFLT = \alpha_0 + \alpha_1 DA + \alpha_2 SCORE + \alpha_3 SIZE + \alpha_4 DEBT + \alpha_5 BLOK + \alpha_6 FOR + \alpha_7 LONG + \alpha_8 IFRS + \alpha_9 BIG + \epsilon$$

<변수의 정의>

TURN: 효율성 비율(efficiency ratios)=총매출/총자산, PERK: (집대비+복리후생비)/매출액,

DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995)모형으로 추정된 재량적발생액,  
 ROA: 당기순이익/기초총자산,  
 SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수,  
 DEBT: 부채비율 = 총부채 / 당기총자산,  
 SCORE: NICE신용평가정보(주)의 신용평점,  
 BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

나중길·최정호(2000)의 연구에서도 부실기업은 비부실기업과는 달리 음(-)의 재량적발생액을 계상한다는 사실을 보여 주며, 부실기업이 오히려 이익을 감소시키는 방향으로 이익조정 행위를 하고 있다고 주장하였다. 이와 같은 결과를 두고 부실기업은 발생액을 통한 이익조정보다는 현금 확보를 위하여 노력하거나, 부실기업에 대한 규제당국의 강화된 감시 때문으로 해석하고 있다.

Schipper(1989)는 이익조정을 “어떠한 사적인 이득을 얻을 의도를 가지고 외부에 재무보고를 하는 과정에 의도적으로 개입하는 것”(···purposeful intervention in the external financial reporting process, with the intent of obtaining some private gain(as opposed to, say, merely facilitating the neutral operation of the process...)이라고 정의하였다.

건설업 회계에 대한 일반적인 시각은 다소 회의적이다. 건설기업은 수주물량 확보에 기업의 사활이 달려있다고 본다. 이의섭·김민형(2006)은 공공공사 수주의 경우 경영상태가 공사수행능력에서 차지하는 비중이 크기 때문에, 신인도나 시공경험이 유사한 중소 건설업체들이 재무비율 평가를 호의적으로 유도하기 위하여 이익보고를 왜곡하는 유인을 갖게 된다고 지적하였다. 또한 건설회계의 투명성을 저해하는 주된 요인으로 공사진행기준에 의한 자의적인 진행률의 산정과 진행률 기준의 오·남용을 통한 단기적인 이익조정이 빈번하다고 보고하였다. 성용운(2009)은 우리나라 건설기업이 시공능력평가제도에 의한 재무규제가 존재하기 때문에 경영자의 이익조정 개입 가능성을 제기하였다. 즉, 주요 재무비율의 상대적 순위에 따라 산출되는 경영평점이 중요한 비율을 차지하는 바, 경영평점이 부분적으로 이익의 영향을 받기 때문에, 건설기업은 이익조정과정에서 시공능력평가와 관련된 동기를 추가적으로 갖게 된다고 언급하였다. 그러나 백원선·유재권(2012)은 건설업이 다른 산업에 비해 현금흐름 관련 이익지속성은 낮지만, 발생액 관련 이익지속성은 더 높은 것으로 보고하였다. 이러한 분석결과는 건설업에 속한 기업이 불규칙적인 현금흐름 때문에 이익품질에서 불리한 측면이 있지만, 진행기준을 적용한 수익인식 등 발생액을 활용한 회계처리를 통해서 이와 같은 문제점



을 극복하고 다른 산업에 비해 뒤떨어지지 않는 이익지속성을 유지하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

주지하다시피, 건설업의 이익조정은 단연 시공능력평가에서 우위를 점하려는 재무비율 산정과 관련이 있다고 본다. 그러나 본 연구의 결과는 건설기업의 이익조정이 기업의 지속적인 재무건전성을 담보하는데 부정적으로 작용할 수 있다는 것을 보여준다. 이는 이익조정이 당해에 그치지 않고, 연속적으로 반전(reverse)되는 회계시스템의 구조상 지속적인 이익조정이 궁극적으로 이익의 지속성을 유지하기가 어려울 수 있다는 것을 시사한다. 특히, 건설기업은 언급한 업종의 특성상 매출수익의 회수가 공기(工期)에 따라 가변적이고, 과도한 접대비용과 음성적 리베이트나 커미션 등으로 인한 현금 유출로 인하여, 단지 보고이익의 조정만으로 계속기업의 존속을 확보하기가 어렵다는 것을 암시한다.

## 제6장 요약 및 결론

본 연구는 국내 상장 건설기업의 대리인비용과 이익조정이 기업부실과의 설명관계를 규명하였다.

경영자의 사적 이익 추구로 인한 대리인 문제는 기업의 모든 활동에서 발생할 수 있는데, 본 연구에서는 기업의 투자활동에서 나타나는 경영자의 위험선호와 관련된 대리인 문제가 특히 건설기업에서 보다 특징적으로 발생한다는 데에 초점을 두었다. 또한 건설기업의 경영자는 기업의 존속과 가장 밀접한 관련이 있는 입찰과 수주의 시공능력 평가에 재무비율이 필수적으로 요청되는 바, 이익관리는 전략적으로 구사될 수 있다고 전제하였다.

일반적으로 기업은 지속가능한 성장과 가치창출을 도모하기 위해 지속적인 투자를 수행하게 되는데, 이때 기업의 투자는 기대수익뿐만 아니라 항상 그에 상응하는 위험을 수반하기 때문에 기업에서는 위험을 고려한 최적의 투자정책을 수립하는 것이 중요하다. 그러나 대리이론에 의하면, 경영자는 자신의 사적 이익 추구를 위해 보수적인 투자를 수행할 수 있다. 즉, 경영자는 그들의 재무적 및 비재무적 사적 이익을 보호하고 향유하기 위해 위험한 투자의 기대이익이 기업가치를 제고할 수 있음에도 불구하고 보수적인 투자를 선호하고자 할 것이다. 본 연구는 Ang et al.(2000)의 연구를 준용하여, 이를 자산효율성으로 측정하고, 이 지수가 건설기업의 부실예측에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다.

Ang et al.(2000)의 연구를 준용한 또 하나의 대리인비용으로, 본 연구는 경영자의 특권적 소비수준인 접대비와 복리후생비를 관심변수로 설정하고 이 변수가 기업부실예측에 미치는 영향을 검증한 결과를 제시하였다. 본 연구는 건설기업의 접대비를 경영자의 정상적인 영업활동의 범위를 이탈한 사적 소비라고 전제하였다. 선행연구는 건설기업 전반에 만연된 연고주의 문화, 기본과 원칙보다는 학연·지연·혈연 등을 통한 편법과 권모술수를 비판적으로 기술하고 있다. 이러한 부정적인 인습이 부패의 현장문화로 형성되고, 불필요한 각종 규제와 까다로운 절차가 뇌물을 제공하는 원인으로 작용하고 있다. 또한 건설업 투명성을 저해하는 근본적인 요인은 수주산업이라는 건설사업의 특성과 프로젝트 진행상 다양한 인허가와 승인 등을 요하여 부정과 부패가 개입

될 여지가 크고, 이에 필요한 재원마련 등을 위하여 투명하지 않은 거래 자체가 발생할 여지가 높다고 보고하였다. 건설업의 이와 같은 부정·비리의 저변에는 비정상적인 접대가 관례적으로 개입되어 있다는 인식이며, 이는 곧 경영자의 특권적 사적 소비라고 간주된다. 본 연구는 이러한 접대비 계정의 금액을 통하여 경영자의 특권적 사적 소비 수준을 가늠하고 이를 또 하나의 대리인비용으로 판단하며, 이를 통하여 기업부실과의 설명관계를 규명하고자 한다. 이는 곧 건설기업의 윤리수준이 기업의 지속적인 경쟁력과 관련성이 있음을 간접적으로 증명하는 것과 같다.

건설기업의 존속과 가장 직결되는 입찰과 수주의 시공능력평가에 재무비율이 필수적으로 요청되는 바, 이익관리가 전략적으로 구사될 수 있다. 또한 한국채택국제회계기준 1011호에서는 건설계약의 수익을 진행기준(percentage-of completion method)으로 인식하도록 규정하고 있는 바, 경영자가 공사수익을 인식하는 과정에서 이익조정을 수행할 여지는 크다. 그러나 실질적인 기업성과가 하락하고 있음에도 불구하고, 일시적으로 양호하게 보고된 기업성과는 궁극적으로 기업부실을 가져올 것이다. 본 연구는 이러한 이익관리로 인한 기업부실이 타 산업에 비하여 건설기업에서 상대적으로 뚜렷하게 나타나는지 분석하였다. 이익관리는 수정 Jones모형(Dechow et al, 1995)의 재량적발생액으로 추정하였다.

2005년부터 2013년까지 상장된 기업자료를 입수하여, 이를 건설기업과 건설기업을 제외한 전체산업, 그리고 건설기업과 자산규모가 유사한 기타 산업 기업을 대응하여 대리인비용과 이익조정이 기업부실예측지수에 미치는 영향을 분석하였다. 기업부실예측지수는 Altman et al(1995)에서 측정한 K Score와 한국은행에서 추정한 기업부실예측지수 Z Score에 역수를 취하였다.

분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 기술통계량과 평균차이 분석에서 건설기업의 자산효율성이 상대적으로 더 낮은 것을 알 수 있다. 이는 건설업 자체의 경기침체와 IFRS의 도입 여파로 인한 수익의 감소 영향이 반영된 결과로 풀이된다. 또한 건설기업의 매출액 대비 접대비의 비중이 상대적으로 더 낮은 것으로 나타났으며, 이익조정 변수는 유의한 차이를 보이지 않았다.

둘째, 상관분석에서 건설기업의 자산효율성이 양호할수록 기업부실에 대한 재무건정성이 안정적임을 알 수 있다. 그러나 건설기업의 사적 소비와 기업부실예측지수가 강한 음(-)의 상관성이 있는 것으로 나타났다.

셋째, 통제변수를 반영한 회귀분석 결과, 건설기업의 자산효율성이 양호할수록 재무

건전성을 유도하여 기업부실을 낮출 것이라는 통계적 유의성은 낮았다.

넷째, 통제변수를 반영한 회귀분석 결과, 건설기업의 접대비성 지출이 기업부실예측지수에 강한 음(-)의 설명관계로 나타나 경영자의 사적 소비가 기업의 미래 현금흐름을 저해하여 기업부실을 초래할 가능성이 있음을 시사한다.

다섯째, 통제변수를 반영한 회귀분석 결과, 여타 산업과는 달리 건설기업의 이익조정은 기업부실예측지수에 강한 음(-)의 설명관계를 보였다. 이는 건설기업의 이익조정이 기업부실을 초래할 수 있음을 암시한다.

본 연구결과는 건설기업에서 자산이 효율적으로 활용되었는지를 측정하여 대리인비용이 발생할 수 있는 전형적인 유형으로 경영자의 불성실(inefficient effort)과 무능(incompetence), 업무회피 등을 포착하고, 이러한 경영자의 관심이 사적 소비로 안주(entrenchment)되는 행태가 기업부실을 초래할 수 있는지를 분석한 결과를 제시한다는 점에 의의가 있다고 본다. 나아가 건설기업의 회계투명성을 저해하는 이익조정이 기업의 미래 재무건전성을 위협하여 기업의 존속을 저해할 수 있는 실증적 단서를 제시하는데 선행연구와 차별성이 있을 것이다. 본 연구의 결과는 건설기업의 자산효율성 측면에서, 건설기업의 경영자가 보수적인 만족에 안주하는 대신 미래에 성장기회가 높고 수익활동이 예상되는 사업전략을 수립하여 적극적인 투자사결정을 단행해야 한다는 것을 시사한다. 또한 투자자에게는 건설기업의 자원활용과 방만한 소비로 인한 투자의사결정의 불확실성을 줄일 수 있는 단서를 제공하는데 공헌할 것이다.

그러나 본 연구를 수행하면서 다음과 같은 한계점이 있었다. 향후 연구에서는 이를 극복하여 보다 심화된 연구로 전개되길 기대한다.

첫째, 건설기업을 세분하여 분석하지 못하였다. 건설기업기본법에서 구분한 건설기업을 분류하여 분석하거나 토목, 일반건설, 주택건설 등으로 세분한 분석도 요청된다. 나아가 해외 건설사업과 국내 수주위주 건설기업을 분류하여 동일한 검증을 하는 것도 의미가 있을 것이다.

둘째, 기업부실예측지수를 특정하여 분석한 한계점이 있다. 기업부실을 예측하는 일반적인 구분으로, 로짓분석이나 판별분석, 그리고 신용평가에 의한 예측모형 등을 결합하여 분석되기를 기대한다. 나아가 충분한 시계열자료와 상장폐지 기업 자료가 확보된다면, 기업부실을 예측하고 이에 대한 시장퇴출을 증명하는 것이 차별성을 가질 것이다.

셋째, 자산의 효율적 활용 및 경영자의 특권적 소비, 그리고 이익조정에 대한 변수의 확장이 필요하다. 건설회사의 특성상 미수수익이나 매출채권의 회수가 진행기준에 의

하여 산정되므로 매출채권회전율을 추가할 필요가 있으며, 리베이트나 커미션으로 인하여 당국의 조사를 받은 기업의 대리인비용을 추적하는 연구도 요청된다.

본 연구에서는 대리인비용을 대표하는 지표로서 경영진의 간접적 보상이라는 개념을 설명하기 위해 경영진의 사적 소비를 접대비와 복리후생비에 한정하였는데, 이것은 경영진이 대리인으로서 필요 이상으로 지출한 모든 비용을 포함해 주는 변수는 되지 못한다. 사실상 경영진의 특권적 소비로 지출되는 비용은 접대성 항목 이외에도 손익계산서에 보고된 판매 및 관리비 내 다른 항목에 배부하여 기록하는 경우가 있으며, 공시된 접대비가 모두 경영진에 의해 지출되는 경우가 아닐 수도 있다. 그러나 현실적으로 경영진의 도덕적 해이로 인해 발생하는 과도한 소비를 정확한 수치로 표현하기는 불가능하다. 따라서 향후 좀더 정교한 방식으로 대리인비용을 측정하기 위한 연구를 지속할 필요가 있다(박수진, 2005).

이익조정 변수 또한 성과를 반영한 추정치와 실질활동을 통한 이익조정에 대하여 심층적으로 분석하는 것도 의의를 지닐 것이다. Kothari et al.(2005)은 총자산을 사용함으로써 감소되지 않는 이분산성을 통제하고 누락된 규모로 인한 문제점을 완화하기 위해서 당기 또는 과거의 총자산이익률(ROA)를 추정모형에 반영할 것을 주장하고 있다. 실질활동을 통한 이익조정은 발생액 이익조정의 반전(reverse) 현상을 완화할 수 있기 때문에 보다 장기적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 최근 실질활동을 통한 이익조정은 Roychowdhury(2006)에 의하여 도출한 모형이 활용된다. 이는 기업의 비정상 영업현금흐름(ACFO: Abnormal cash flow from operation), 비정상 제조원가(APC: Abnormal production cost), 비정상 재량적비용(ADE : Abnormal discretionary expense)에 의하여 측정한다. 이러한 이익조정 추정치를 다양하게 검증하여 건설기업의 이익조정과 기업부실의 설명관계를 일반화할 필요가 있다.

## 참 고 문 헌

- 강 미. 2009. “Cox의 비례위험모형을 이용한 중소 건설기업의 생존요인분석”. 목원대학교 석사학위논문.
- 강동관. 2005. “기업의 소유집중률과 대리인비용.” 경제연구 23(1): 197-221.
- 강선민·황인태. 2007. “감사인 지정과 재량적발생액의 변화: 기업과 감사인의 역할”. 회계학연구 32(4): 115-150.
- 고대영·김문태·윤순석. 2007. “감사위원회의 도입과 감사위원회의 독립성이 이익조정 통제에 미치는 영향”. 회계와 감사연구 45: 69-90.
- 고종권. 2001. “세율인하 및 최저한세와 이익조정”. 세무학연구 18(2): 167-200.
- 고종권·윤성수. 2010. “부채의 세금효과와 외환위기 이후 부채조달의 보수성 분석.” 한국회계학회 학술발표논문집.
- 공경태·최종서. 2013. “기업지배구조, 대규모기업집단과 대리인 비용.” 국제회계연구 49: 251-272.
- 권경택·기석도. 2002. “ROE 비율을 이용한 기업부실 예측.” 산업경제연구 15(3): 13-31.
- 권수영·김문철·손성규·최관·한봉희. 2010. 「자본시장에서 회계정보의 유용성」. 신영사. 서울.
- 권오현·강운산·박철한·최은정. 2012. 「중소 건설업체 경영실태 분석 및 경쟁력 강화방안」. 한국건설산업연구원.
- 김길훈·강내철. 2006. “유가증권 회계처리와 이익조정”. 회계연구 11(3): 229-246.
- 김동욱·전인오. 2012. “기업내 직종별 윤리적 특성요인이 기업경쟁력에 미치는 영향 - 건설 직종을 중심으로.” 한국콘텐츠학회논문지 12(3): 335-351.
- 김명수. 2010. 「우리나라 건설투명성 실태와 제고방안」. 건설산업비전포럼 발표본.
- 김문태. 2004. “외국인의 지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향.” 회계정보연구 22(4): 85-112.
- 김문태. 2004. 「외국인 지분참여기업의 이익관리」. 전남대학교 박사학위논문.
- 김문태. 2014. “코스닥 신규상장 기업의 대주주지분을 감소와 상장폐지의 연관성에 관한 연구.” 증권학회지 43(4): 731-752.
- 김문태·권현주. 2009. “경영자의 노력과 사적 소비가 신용평가에 미치는 영향.” 대한

- 경영학회지 22(4): 1845-1866.
- 김문태 · 김현아. 2011. “매도가능증권의 이익거래와 이익관리의 관련성에 관한 연구”. 회계정보연구 29(2): 31-61.
- 김문태 · 박길영. 2009. “감사위원회와 사외이사가 경영자의 사적소비와 자산효율성에 미치는 영향.” 회계정보연구 27(2): 211-235.
- 김문태 · 위준복 · 전성일. 2006. “회사채신용등급의 이익조정 통제효과”. 증권학회지 35(5): 47-74.
- 김문태 · 윤기호. 2013. “건설업의 연구개발과 접대비 지출이 신용평가에 미치는 영향”. 국제회계연구 49: 125-144.
- 김문태 · 전성일 · 고대영. 2006. “연구개발비의 자본화를 통한 이익조정의 고찰”. 회계정보연구 24(3): 77-96.
- 김상봉 · 조정준. 2011. “부도예측모형을 이용한 기업부실화의 원인분석.” 서강경제론집, 40(1): 5-106.
- 김용덕 · 이근철. 2014. “부도예측모형을 이용한 전문건설공제의 리스크 측정에 관한 실증연구.” 리스크 관리연구 25(1): 111-137.
- 김종기 · 강다연. 2008. “DEA 모형을 이용한 국내 아파트 건설기업(상장기업)의 효율성 분석.” 한국콘텐츠학회논문지 8(7): 201-207.
- 김지령 · 권선국. 2009. “기업부정에서 매각까지 -동아건설산업주식회사”. 회계저널 18(3): 371-389.
- 김한균. 2000. 「기업부실예측모델의 산업에의 적용」. 한국산업은행 조사연구.
- 김한수 · 이현기. 2008. “건설기업의 이익률 실태 및 특징 분석에 관한 연구.” 한국건설관리학회논문집 9(1): 167-175.
- 김현동 · 선대인. 2005. 「대한민국은 부동산 공화국이다」. 궁리출판. 서울.
- 나종길 · 최정호. 2000. “부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응.” 회계학연구 25(4):55-88.
- 문현주. 2004. “개발발생액접근법을 통한 은행의 이익관리연구”. 회계학연구 29(2): 111-131.
- 박경서 · 이은정. 2006. “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향.” 금융연구 20(2): 73-113.
- 박성각. 2014. 「법인세부담 완화를 위한 전략적 회계선택에 관한 연구」. 조선대학교 박사학위논문.

- 박수진. 2005. “간접보상을 통한 경영자의 사익 추구.” 이화여자대학교 석사학위논문.
- 박영석·김남근. 2005. “기업지배구조와 기업가치: 투자효율성과 대리인비용을 중심으로.” 경영학연구 36(5): 1203-1233.
- 박종일. 2003. “기업지배구조와 이익조정: 최대주주지분율을 중심으로.” 회계학연구 28(2): 135-172.
- 박종일·전규안. 2010. “부정적인 어닝 서프라이즈를 회피하기 위한 이익조정”. 회계정보연구 28(1): 135-174.
- 박춘래·김성민. 1996. “법인세율 인하와 이익관리”. 회계학연구 21(4): 143-175.
- 박한순. 2001. “부동산처분이익을 이용한 이익조절”. 회계학연구 26(1): 87-104.
- 박헌준·신현한·최완수. 2004. “한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할.” 경영학연구 33(2): 655-682.
- 배현정·박길영·김문태. 2009. “우리사주 제도의 대리인 비용 통제효과.” 회계정보연구 28(1): 33-52.
- 백원선·최관. 1999. “이익조정과 법인세 최소화 동기”. 회계학연구 24(1): 115-139.
- 선영귀. 2014. 「한국기업평가 Methodology Report」.
- 손원익·김상헌. 2004. “접대비 지출과 유흥산업 규모.” 공공경제 11(2): 101-122.
- 송인만·이용호. 1997. “이익유연화현상과 정보효과. 투자자가 유용한 정보를 얻을 수 있는가?”. 회계학연구 22(4): 193-220.
- 송인만·최 관. 1992. “회계변경의 이익유연화 현상과 주가 반응”. 회계학연구 14: 232-233.
- 신준용·변동현. 2002. “기업소유구조와 대리인비용의 관계에 관한 연구.” 회계저널 11(3): 67-85.
- 신호영. 2006. “감사위원회 도입과 이익조정의 관련성에 관한 연구”. 회계정보연구 24(1): 43-66.
- 심호석. 2011. “임계이익 달성비율과 이익조정. 분기 대 연차”. 회계정보연구 29(3): 229-248.
- 오기수. 2002. “접대비 손금한도액 증감에 따른 복리후생비의 변화에 관한 연구.” 세무학연구 19(1): 157-184.
- 오희장. 2005. “이익조정이 신용평가에 미치는 영향.” 경영연구 20(1): 79-103.
- 위준복·김문태. 2006. “감사인 규모와 감사의견이 신용평가에 미치는 영향.” 회계와 감사연구 43: 93-118.



- 유순미. 2012. “발생액이익조정을 이용한 이익감소회피 및 손실회피가 내재자본비용에 미치는 영향”. 국제회계연구 45: 251-272.
- 윤순석·김효진. 2008. “건설업의 다양한 분식회계 사례에 대하여.” 2008 한국회계학회 하계학술발표대회집.
- 윤영선. 2008. 「한국 건설문화의 특성 및 혁신 방향」. 한국건설산업연구원.
- 윤영희. 2009. 「건설업 통계 해외사례연구 2009 하반기 통계청 연구보고서Ⅱ 제3장」: 93-330.
- 이건창·한인구·김명중. 1996. “통계적 모형과 인공지능모형을 결합한 기업신용평가모형에 관한 연구.” 한국경영과학회지 21(1): 81-100.
- 이삼영·곽노경. 2006. 「NICE 산업별 평가 방법론」. 서울: 304-331.
- 이상철·이경태. 2003. “감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향”. 회계학연구 28(3): 143-172.
- 이성효. 2002. “건설업종 신용평점 모형의 개발과 검증.” 재무관리연구 19(2): 111-134.
- 이은철·손성규. 2007. “재량적 발생액을 이용한 횡단면적 분포도상의 적자회피 이익조정에 대한 재조명”. 회계학연구 32(2): 61-87.
- 이의섭·김민형. 2006. 「건설업 회계의 투명성 확보 방안」. 한국건설산업연구원. 서울.
- 이재은. 2008. “감리양정기준 시행 및 중요성기준 변경과 이익조정과의 관련성”. 회계학연구 33(3): 189-227.
- 이종광. 2007. 「전문건설업체의 부도예측모형 개발」. 중앙대학교 박사학위논문.
- 이준서·김정열. 2013. “우회상장 기업의 생존결정 요인에 대한 연구.” 증권학회지 42(1): 163-192.
- 장호면. 2014. “건설업체 경영상태 변동에 대한 특성 분석.” 한국산학기술학회논문지. 15(2): 1118-1125.
- 전규안·최종학·박종일. 2004. “감사위원회의 설치와 이익조정사이의 관계”. 회계학연구 29(1): 143-177.
- 전영순. 2003. “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality).” 경영학연구 32(4): 1001-1032.
- 정유석·이현수·채영일·홍봉화. 2005. “기업도산 예측력 분석방법에 대한 연구: IMF 후 국내 상장회사를 중심으로.” 한국인터넷정보학회 7(1): 75-89.
- 정태범. 2008. “우리나라의 회사에 대한 감리조치방법의 실효성 검토”. 회계저널 17(

3): 323-352.

- 조성빈. 2006. “한국 기업의 대리인비용에 관한 연구.” 한국개발연구원 정책연구시리즈.
- 지성권 · 신성욱 · 변설원. 2009. “자본구조가 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향.”  
 관리회계연구 9(2): 1-30.
- 지현미 · 송인만. 2009. “매도가능증권의 선별적 처분을 통한 이익조정”. 회계학연구  
 34(1): 1-26.
- 최 관 · 백원선. 1999. “유상증자기업의 이익조정 에 관한 실증적 연구”. 회계학연구  
 24(4): 1-27.
- 최 관 · 백원선. 1998. “감리지적기업의 이익조작에 관한 실증적 연구.” 회계학연구  
 23(2): 133-161.
- 최광현. 1997. “연구개발비의 투자결정과 회계처리방법 선택을 통한 이익조정”. 세무회  
 계연구 23: 193-222.
- 최국현 · 신안나. 2006. “신용등급평가가 경영자의 이익조정 행위에 미치는 영향에 관한  
 실증연구”. 회계정보연구 24(1): 125-158.
- 최수미. 2003. “접대비 지출과 기업의 수익성.” LG주간경제 19(719): 4-8.
- 최영문. 2011. “부실기업의 이익조정 탐지변수에 관한 연구.” POSRI 경영경제연구  
 11(3): 36-63.
- 최재규. 2012. “거시경제변동 전후 건설기업의 부실화 비교분석 - IMF 외환위기 및 서  
 브프라임 금융위기 전후를 중심으로 -.” 한국건설관리학회논문집 13(4): 60-68.
- 최정호. 2005. “회계제도 개선과 감사품질이 재량적발생의 크기와 정보성에 미치는 영  
 향.” 회계학연구 30(2): 107-149.
- 한국건설문화원. 2007. 「건설문화가 경쟁력이다」. 서울.
- 한국건설산업연구원. 2013. 「CEO Info 건설산업동향 브리핑」. 서울.
- 한국신용평가(주). 2014. 「연구보고서, 종합사례분석 II 건설산업」.
- 한진택. 2013. “건설기업의 재무적/비재무적 요인이 경영성과에 미치는 영향분석.” 한국  
 건설관리학회논문집 14(4): 46-54.
- 허우영 · 석창목 · 김화중. 2004. “재무비율을 이용한 건설기업 의 도산 예측.” 한국건축  
 시공학회 논문집 4(2): 137-142.
- 황인태 · 정도진 · 강선민. 2009. “Big4 감사품질의 우수성은 모든 규모의 기업에 적용되  
 는가?” 경영학연구 38(1): 1-34.
- Altman, E. I. 1968. “Financial Ratios, Discriminant, Analysis and the Prediction of

- Corporate Bankruptcy.” *Journal of Finance* 23(4): 589-609.
- Altman, E. I., D. W. Kim. and Y. H. Eom. 1995. “Distress Classification of Korean Firms.” *Journal of International Financial Management and Accounting* 6(3): 230-249.
- Ang, J. S., R. A. Cole. and J. W. Lin. 2000. “Agency Costs and Ownership Structure.” *Journal of Finance* 55(1): 81-106.
- Baber, W., P. Fairfield. and J. Haggard. 1991. “The Effect of Concern About Reported Income on Discretionary Spending Decisions. the case of Research and Development.” *The Accounting Review* 66: 818-829.
- Bartov, E. 1993. “The Timing of Asset Sales and Earnings Manipulation. *The Accounting Review* 68(October): 840-855.
- Beatty, A., S. Chamberlain. and J. Magliolo. 1995. “Managing the Financial Reports of Commercial Banks. The Influence of Capital Earnings and Taxes.” *Journal of Accounting Research* 33(2): 231-262.
- 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.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. “Earnings Management to Avoid Earnings Decreases and Losses.” *Journal of Accounting and Economics* 24: 99-126.
- Cahan, S. 1992. “The Effect of Antitrust Investigations on Discretionary Accruals. A Refined Test of The Political Cost Hypothesis.” *The Accounting Review* 67: 77-95.
- Claessens, S., S. Djanjov. and L. Lang. 1999, “Expropriation of Minority Shareholders in East Asia.” Unpublished Working Paper, The World Bank, Washington, DC.
- Claessens, S., S. Djanjov. and L. Lang. 2000. “The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations.” *Journal of Financial Economics* 58: 81-112.
- Collins, J., D. Shackelford. and J. Wahlen. 1995. “Bank Differences in the Coordination of Regulatory Capital. Earnings and Taxes. *Journal of Accounting Research* 33(2): 263-292.

- DeAngelo, H. and E. Rice. 1983. "Anti-takeover charter amendments and Shareholder wealth." *Journal of Financial Economics* 11(Apr): 329-59.
- DeAngelo, L. 1986. "Accounting Number as Market Valuation Substitutes. A Study of Management Buy-outs of Public Shareholders." *The Accounting Review* 61(July): 400-420.
- Dechow, P. and R. Sloan. 1991. "Executive incentives and the horizon problem: An empirical investigation." *Journal of Accounting and Economics* 14(Mar): 51-89.
- Dechow, P., R. Sloan. and A. Sweeney. 1996. "Causes and consequences of earnings manipulation. An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC." *Contemporary Accounting Research* 13(1): 1-36.
- DeFond, M. and J. Jiambalvo. 1991. "Incidence and circumstances of accounting errors." *The Accounting Review* 17: 643-655.
- DeFond, M. L and C. W. Park. 1997. "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 23(July): 115-139.
- Djankov, S., La Porta, R., Lopez.de.Silanes, R. and A. Shleifer. 2008. "The Law and Economics of Self dealing." *Journal of Financial Economics* 88: 430-65.
- Ederington, L. H. and J. C. Goh. 1998. "Bond Rating Agencies and Stock Analysts: Who Knows What When?". *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 33(4): 569-585.
- Erickson, M. and S. Wang. 2000. "The Effect of Transaction Structure on Price. Evidence from Subsidiary Sales." *Journal of Accounting and Economics* 30(1): 59-97.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen. 1983. "Agency Problems and Residual Claims." *Journal of Law and Economics* 26(2): 327-349.
- Flannery, M. J. 1986. "Asymmetric information and risky debt maturity choice." *Journal of Finance* 41(1): 19-37.
- Guenther, D. A. 1994. "Earnings Management in Response to Corporate Tax Rate Changes. Evidence from the 1986 Tax Reform Act." *The Accounting Review* 69: 230-243.
- Hand, J. 1989. "Did Firms Undertake Debt-Equity Swaps for an Accounting Profit

- or True Financial Gain?" *The Accounting Review* 57(October): 587-623.
- Healy, P. 1985. "The Effect of Bonus Schemes on Accounting Decisions." *Journal of Accounting and Economics* 7: 85-107.
- Herrmann, T., D. F. Inoue. and W. B. Thomas. 2003. "The sale of assets to manage earnings in Japan." *Journal of Accounting Research* 41(1): 89-108.
- Hunt, A., S. E. Moyer. and T. Shevlin. 1995. "Earnings smoothing and equity value. Working Paper. University of Washington.
- Hunton, J. E., R. Libby. and L. M. Mazza. 2006. "Financial reporting transparency and earnings management." *The Accounting Review* 81(1): 135-157.
- Jensen, M. C. 1993. "The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems." *Journal of Finance* 48(3): 831-880.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling. 1976. "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure." *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-De-Silanes. and A. Shleifer. 2000. "Tunneling." *American Economics Review Papers and Proceedings* 90: 22-27.
- Jones, J. J. 1991. "Earnings Management during Import Relief Investigations." *Journal of Accounting Research* 29: 193-228.
- Jordan, C. E., S. J. Clark. and W. R. Smith. 1998. "Earnings management under SFAS No. 115. evidence from the insurance industry." *Journal of Applied Business Research*. 14(1): 49-56.
- Kothari, S. P., A. J. Leone. and C. E. Wasley. 2005. "Performance matched discretionary accrual measures." *Journal of Accounting and Economics* 39: 163-197.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes. and A. Shleifer. 1999. "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance* 54: 471-518.
- Mande, v., R. File. and W. Kwak. 2000. "Income Smoothing and Discretionary R&D Expenditures of Japanese Firms." *Contemporary Accounting Research* 17: 263-302.
- Mansi, S. A., W. F. Maxwell. and D. P. Miller. 2004. "Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the bond market." *Journal of*

*Accounting Research* 42(4): 755-793.

- Maydew, E. L. 1997. "Tax-Induced Earnings Management by Firms with Net Operating Losses." *Journal of Accounting Research* 35: 83-96.
- McMullen, D. 1996. "Audit Committee Performance. An Investigation of the Consequences Associated with Audit Committee. Auditing." *A Journal of Practice & Theory* 15(Spring): 87-103.
- McNichols, M. and P. Wilson. 1988. "Labor Union Contract Negotiations and Accounting Choices." *The Accounting Review* 61: 692-712.
- Moyer, S. 1990. "Capital Adequacy Ratio Regulations and Accounting Choices in Commercial Banks." *Journal of Accounting and Economics* 13(2): 123-154.
- Murphy, K. and J. Zimmerman. 1993. "Financial performance surrounding CEO turnover." *Journal of Accounting and Economics* 16(Jan-Jul): 273-315.
- Myers, S. 1977. "Determinants of corporate borrowing." *Journal of Financial Economics* 5(2): 147-275.
- Oswald, D. R. and P. Zarowin. 2005. "Capitalization vs Expensing of R&D and Earnings Management." New York University Working paper: 1-32.
- Oswald, D. R. 2000. "The Determinants and Value Relevance of the Choice of Accounting for Research and Development Expenditures in the United Kingdom." London Business School Working paper: 1-42.
- Perry, S. and T. Williams. 1994. "Earnings Management Preceding Management Buyout Offers." *Journal of Accounting and Economics* 18(2): 157-179.
- Perry, S. and R. Grinaker. 1994. "Earnings Expectations and Discretionary Research and Development Expenditures." *Accounting Horizons* 4: 43-51.
- Scholes, M. and M. Wolfson. 1992. "Taxes and Business Strategy. A Planning Approach." Prentice Hall.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy* 94(3): 461-488.
- Suh, Y. H. and J. B. Kim. 1996. "Current Artificial Neural Network Models For Bankruptcy Prediction." *Journal of Accounting & Business Research* 4: 81-101.

- Teoh, S., I. Welch. and T. Wong. 1998. "Earnings management and the under performance of seasoned equity offerings." *Journal of Financial Economics* 50: 63-99.
- Wild, J. J. 1996. "The audit committee and earnings quality." *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 11(2): 247-276.
- Yafeh, Y. and O. Yosha. 2003. "Large Shareholders and Banks: Who monitors and How?" *Economic Journal* 113(Jan): 128-146.