

글로벌 금융위기 이후 기업의 부채비율이 이익조정에 미치는 영향 - 한·일 비교연구 -

노길관
부산대학교 경영연구원 연구원

Impact of Debt ratio on Earnings Management after Global Financial Crisis - Comparative Study of Korea and Japan -

Gil-Kwan Noh
Researcher, Management Research Institute, Pusan National University

요약 본 연구의 목적은 글로벌 금융위기 이후 한국, 일본 제조기업의 부채비율이 발생액 및 실제 이익조정과 어떠한 관계인지 분석하는 것이다. 이를 위하여 2008년부터 2015년까지의 기간의 한국과 일본 제조기업을 대상으로 회귀분석을 수행하였다. 연구결과 한국기업은 부채비율이 높을(낮을)수록 재량적 발생액과 영업현금흐름을 이용한 상향(하향)의 이익조정을 수행한 것으로 나타났다. 이와 대조적으로 일본기업에서는 부채비율이 높을(낮을)수록 발생액이 아닌 실제 활동(영업현금흐름, 제조원가, 재량적 비용)을 통하여 상향(하향)의 이익조정을 수행하는 것으로 나타났다. 본 연구는 수출규제 등의 문제로 한일관계가 경색된 현시점에서 각국의 기업표본을 사용하여 경영자가 어떠한 의사결정을 수행하여 이익조정을 수행하는지를 확인함으로써 한일 기업의 의사결정에 대한 학술적 근거를 마련하였다는 점에 있어서 그 의의가 있다.

주제어 : 글로벌 금융위기, 한일비교연구, 발생액 이익조정, 실제 이익조정, 부채비율

Abstract This study analyzed the relationship between the debt ratios of Korean and Japanese manufacturing firms with accruals and actual earnings managements after the global financial crisis. This study was conducted on Korean and Japanese firms from 2008 to 2015. As a result, the Korean firms, the higher (lower) debt ratio is, more up(down)side earnings management using discretionary accruals and operating cash flow. In contrast, the Japanese firms found that the higher(lower) the debt ratio is, more up(down)side through its actual activities (operating cash flows, manufacturing costs, discretionary costs) rather than accruals. This study establishes the academic basis for the decision-making of Korean-Japanese firmss by using the sample of each country to check what kind of decision-makers are making earnings managements at the present time when the relationship between Korea and Japan has suffered due to export restrictions. It is meaningful in that it was.

Key Words : Global Financial Crisis, Comparative Study of Korea-Japan, Accrued Earnings Management, Actual Earnings Management, Debt Ratio

*Corresponding Author : Gil-Kwan Noh(ngk@pusan.ac.kr)

Received November 5, 2019

Accepted December 20, 2019

Revised December 2, 2019

Published December 28, 2019

1. 서론

2008년 발생한 글로벌 금융위기는 미국의 부동산 버블이 붕괴되고 대형 투자은행이 파산하면서 전 세계로 확산되었다. 이에 미국, 일본, 독일 및 프랑스 등의 정부는 제조업의 경쟁력 강화를 위한 산업정책을 적극적으로 추진하였다. 한국의 경우 경제성장률의 지속적인 하락, 저출산·고령화와 같은 사회경제적 변동을 겪고 있다. 실제로 글로벌 금융위기 이후 수출물량의 축소가 급작스럽게 진행되었다. 일본 경제에서도 특히 2002년 경기확대기를 이끌었던 수출부문에서 글로벌 금융위기에 따른 세계적 불황과 엔고의 영향으로 큰 타격을 입었다. 이로 인하여 설비투자의 억제, 일본 국내 소비의 감소로 이어졌다. 이처럼 글로벌 금융위기는 자본시장의 글로벌화에 의하여 국가 간 자본시장의 상호의존성이 높아짐에 따라 다른 나라의 외부적 충격으로 인한 자국의 자본시장이 약화되었음을 보여주었다[1].

이익조정 = “경영자가 특정목적 달성을 위해 재량권을 이용하여 이익을 상향, 하향 조정시키는 것”으로 정의할 수 있다[2-4]. 경영자는 글로벌 금융위기와 같은 자본시장의 변화에 대한 기대를 충족시키기 위해 이익조정을 수행할 유인을 가지고 있다[5]. 회계정보는 투자 의사결정을 하는 주주들과 재무분석가들에게 이용되어 주식가치에 영향을 미치기 때문에, 이해관계자들과 자본시장 반응 간의 상호작용은 경영자가 이익조정을 하게 만드는 유인 중 하나이다[6].

최근 일본의 수출 규제에 인하여 국내 관련 기업들은 기술상의 어려움 및 경영상의 예상치 못한 문제점들이 발생하고 있음에도 불구하고, 이에 대한 대응책과 현황 파악이 전혀 이루어지지 않은 상태이다. 본 연구는 글로벌 금융위기 이후 한일 양국 제조기업의 부채비율의 변동과 이에 따른 이익조정행태를 실증분석 하고자 한다. 기존 연구에서는 이익조정에 대한 여러분석이 수행되었으나, 한일 양국을 비교하는 연구는 거의 전무한 상태이다. 이에 본 연구에서는 한국과 일본 기업 간의 이익조정 의사결정에 대한 비교분석을 통하여 양국 간의 실질적인 간극현황을 파악함으로써 차별성을 가진다.

본 논문은 제1장 서론, 제2장 이론적 배경, 제3장 연구설계, 제4장 실증분석 결과를 제시하고 제5장에서는 결론을 도출한다.

2. 이론적 배경

2.1 글로벌 금융위기

미국의 부동산 버블 붕괴와 이에 따른 모기지론의 부실화에 의하여 글로벌 금융위기가 발생하였다. 이후 2008년 9월15일에는 세계 4위 투자은행인 리먼브라더스가 파산하였다. 이 충격에 의하여 미국의 다우지수는 500포인트가 넘게 하락하였다. 우리나라의 KOSPI지수 또한 2008년 10월에 1,000포인트가 붕괴되었다[7]. 금융위기 이후 10년간 세계경제의 뚜렷한 변화 중 하나는 세계 각국의 부채가 증가하였다는 점이다. 이와 같은 부채증가로 인하여 세계경제의 취약성이 커졌다는 지적 또한 나오고 있다. 글로벌 금융위기와 관련하여 부채비율, 외국인 지분율 등과 같이 특정 재무항목이 기업의 퇴출 확률 및 여러 변수에 미치는 영향을 살펴본 연구들이 진행되어 왔다. 김성후(2019)는 부채비율의 증가가 국내기업의 퇴출확률에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 연구결과 외부자금 조달이 더 어려운 국내 비 수출 기업이 수출 기업보다 퇴출확률이 더 높은 것으로 나타났다[8]. 이종철(2018)의 연구에서는 글로벌 금융위기 이후 국내기업의 차입구조의 변동을 구체적으로 분석하였다. 연구결과 금융위기 이후 기업의 은행 외 예금기관으로부터의 차입금이 늘어났으며, 대기업의 차입금은 감소하나 중소기업의 차입금은 계속 증가하는 것으로 나타났다[9]. 이우창·임석우(2011)는 글로벌 금융위기 전후 외국인 지분과 재무특성이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 연구결과 금융위기 이후 기업가치 및 외국인 지분율의 평균치가 낮아졌으나 연구개발비 지출은 유의하게 높아진 것으로 나타났다. 그리고 외국인 지분율이 높을수록 기업가치가 높아진다는 유의한 결과를 제시하였다[7]. 김병호(2018)는 글로벌 금융위기가 한국 기업의 투자지출에 미치는 영향을 보수주의 관점에서 살펴보았다. 연구결과 기업들은 금융위기 기간 중에 투자의 감소를 경험하였다. 그리고 더 보수적 재무보고를 실시한 기업들이 덜 보수적 재무보고를 실시한 기업들에 비하여 금융위기 이후 투자의 감소폭이 더 작게 나타났다[10].

2.2 글로벌 금융위기와 이익조정

글로벌 금융위기와 같은 자본시장의 급격한 충격은 경영자가 정보이용자들의 기대치를 충족시키기 위해 이익조정을 수행할 유인이 될 수 있다.

이와 관련하여 이복숙·안상봉(2015)은 글로벌 금융위기 전·후 기업의 대주주 지분과 외국인 지분의 변화가 기업의 발생액 이익조정에 미치는 영향에 대하여 분석하였

다. 연구결과 글로벌 금융위기가 회계투명성을 약화시키는 결과를 가지고 왔으며, 기업 내에서의 외국인 지분율은 감소한 반면, 대주주의 영향력이 높아진 것으로 나타났다. 회귀분석 결과 외국인 지분율이 높을수록 재량적 발생액이 감소되었으며, 대주주 지분율이 높을수록 이익조정행위가 높아질 수도 있는 것으로 나타났다. 마지막으로 글로벌 금융위기 이후 재량적 발생액이 높아짐으로써 회계환경의 투명성이 악화된 것으로 나타났다[11]. 안성윤(2016)은 글로벌 금융위기 시점의 유가증권 기업의 실제이익조정 행태를 2007년 시점과 2008년 시점으로 구분하여 분석을 실시하였다. 연구결과 2007년 시점 성장주 기업은 재량적 비용을 감소시키는 상향의 실제 이익조정을 수행하였다. 이는 경제위기 상황에서 경영성과를 높게 보고하고자하는 경영자의 기회주의적 유인의 증가를 의미한다. 2008년에는 정부의 적극적인 경제위기 극복 지원 등으로 인하여 성장주 기업은 하향의 실제 이익조정을 수행하였다. 이는 미래의 불확실성으로 인한 보수적 이익보고로 해석할 수 있다.

2.3 글로벌 금융위기와 일본 연구

일본의 수출 규제로 인하여 국내 관련 기업들은 경영상의 예상치 못한 문제점들이 발생하고 있지만 이에 대한 대응책과 현황 파악이 전혀 이루어지지 않은 상태이다. 본 연구는 글로벌 금융위기 이후 한일 양국 제조기업의 이익조정행태를 실증분석 함으로써 일본 수출 규제에 대한 구체적 대응책 마련에 대한 선행적 연구의 토대가 될 것으로 기대한다. 글로벌 금융위기와 관련하여 한국, 일본 기업의 비교분석을 수행한 선행연구는 다음과 같다.

신동령(2010)의 연구에서는 한일 전기, 전자산업의 주요기업을 대상으로 글로벌 금융위기 전후의 경영성과를 분석하였다. 연구결과 총자산순이익률, 매출액순이익률, 매출액증가율은 2005~2009년에 걸쳐서 한국기업이 일본기업에 비하여 높게 나타났고, 금융위기 이후 그 격차가 크게 확대되었다. Tobin Q의 경우 일본기업이 더 높은 수준에 있었으나 그 차이가 줄어들고 있는 것으로 나타났다[12]. 홍승린·손정수(2017)은 ASEAN 시장에서 금융위기 전후의 수출경쟁력에 대하여 분석을 실시하였다. 연구결과 한국이 일본보다 비교우위에 있는 상품부문에서는 격차가 점점 줄어들고 있는 것으로 나타났다. 반면에 일본이 더 비교우위에 있는 상품부문에서는 격차가 점점 확대됨으로써 금융위기 전후에 한국의 수출경쟁력이 감소한 것으로 분석되었다[13]. 정문종·육근효(2012)는 금융위기 이후 한일 양국 기업의 원가관리를 분석하

였다. 연구결과 금융위기 이후 한국은 상대적으로 빠른 경기회복을 경험하였고 높은 수요에 상응하는 원가관리를 수행한 것으로 나타났다. 일본의 경우는 금융위기 이후 수요가 상당히 위축되었으며 이러한 시장에서 적절히 적응하는 원가관리를 수행한 것으로 나타났다[14].

본 연구는 상술된 바와 같이 글로벌 금융위기 이후 한일 양국 제조기업의 부채비율의 변동과 이에 따른 이익조정 행태를 분석함으로써, 각 국의 보고 이익과 관련된 의사결정을 분석하고자 한다. 더 나아가 수출 규제 등과 같은 경색된 한일 관계 개선에 대한 학술적 토대를 마련하고자 한다. 이러한 목적에 따라 본 연구에서는 가설검증분석이 아닌 연도별 추세분석 및 이익조정 현황분석에 초점을 맞추어 연구를 진행하고자 한다.

3. 연구설계

3.1 변수 및 연구모형

선행연구에서는 글로벌 금융위기 이후 이익조정의 행태를 분석하기 위하여 재량적 발생액 이익조정 혹은 실제 이익조정 측정치 중 한 가지 측정치만을 이용하여 분석을 실시하였다. 본 연구에서는 상술된 선행연구와는 차별적으로 한일 제조기업의 부채비율에 따른 이익조정 행태를 분석하기 위하여 재량적 발생액 이익조정 및 실제 이익조정 모두에 대한 분석을 실시하였다. 먼저 재량적 발생액 이익조정 측정치는 총 발생액에서 비 재량적 발생액을 차감하는 형식으로 산출한다. 발생액 이익조정에 대한 측정을 위하여 선행연구들을 참조하여 다음과 같은 성과조정 재량적 발생액 모형을 사용하였다[15,16]. 해당 모형을 이용하여 산업·연도별로 회귀계수를 추정한 후 개별 기업의 발생액 이익조정 측정치를 산출하였다.

$$DA_{it} = \frac{TA_{it}}{Assets_{it-1}} - \left\{ \hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{(\Delta Sales_{it} - \Delta AR_{it})}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{PPE_{it}}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_4 ROA_{it} \right\}$$

여기서,

TA_{it} : i기업 t기 총 발생액 = 당기순이익

- 영업현금흐름

$Assets_{it-1}$: i기업 t-1기말의 총 자산

$\Delta Sales_{it}$: i기업 t기 매출변화

ΔAR_{it} : i기업 t기 매출채권 변화

PPE_{it} : i기업 t기말 설비자산(유형자산-토지-건설중인자산)

ROA_{it} : i기업 t기 총자산이익률
 DA_{it} : i기업 t기 재량적 발생액

실제 이익조정은 기업의 자원배분을 왜곡한다는 관점에서 주목할 필요가 있다. 선행연구에서는 실제 이익조정을 추정하기 위하여 Roychowdhury(2006)가 제시한 모형을 주로 사용하였다[17]. 본 연구에서도 해당 모형을 사용하여 상술된 발생액 이익조정뿐만 아니라 실제 이익조정에서는 어떠한 이익조정 행태가 나타나는지 살펴보고자 한다. 해당 모형에 따르면 실제 이익조정은 경영활동을 기준으로 비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가 및 비정상 재량적비용으로 구분 가능하다. 각 모형들 모두 산업·연도별로 추정한 회귀계수를 개별 기업의 실제 이익조정 측정치를 산출하는데 사용한다.

$$abCFO_{it} = \frac{CFO_{it}}{Assets_{it-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{Sales_{it}}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{it-1}} \right)$$

여기서,

$abCFO_{it}$ = i기업 t기 비정상 영업현금흐름
 CFO_{it} = i기업 t기 영업현금흐름
 $Assets_{it-1}$: i기업 t-1기말의 총 자산
 $Sales_{it}$: i기업 t기 매출
 $\Delta Sales_{it}$: i기업 t기 매출변화

$$abPC_{it} = \frac{PC_{it}}{Assets_{it-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{Sales_{it}}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_3 \frac{\Delta Sales_{it}}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_4 \frac{\Delta Sales_{it-1}}{Assets_{it-1}} \right)$$

여기서,

$abPC_{it}$ = i기업 t기 비정상 제조원가
 PC_{it} = i기업 t기 제조원가($COGS_{it} + \Delta INV_{it}$)
 $COGS_{it}$ = i기업 t기 매출원가
 ΔINV_{it} = i기업 t기 재고자산 변동액
 $Assets_{it-1}$: i기업 t-1기말의 총 자산
 $Sales_{it}$: i기업 t기 매출
 $\Delta Sales_{it}$: i기업 t기 매출변화
 $\Delta Sales_{it-1}$: i기업 t-1기 매출변화

$$abDE_{it} = \frac{DE_{it}}{Assets_{it-1}} - \left(\hat{\alpha}_0 + \hat{\alpha}_1 \frac{1}{Assets_{it-1}} + \hat{\alpha}_2 \frac{Sales_{it}}{Assets_{it-1}} \right)$$

여기서,

$abDE_{it}$ = i기업 t기 비정상 재량적 비용

DE_{it} = i기업 t기 재량적 비용(판매비+일반관리비-세금과공과-감가상각비-임차료-보험료)

$Assets_{it-1}$: i기업 t-1기말의 총 자산

$Sales_{it}$: i기업 t기 매출

상술된 모형들을 이용하여 발생액 이익조정 및 실제 이익조정(비정상 영업현금흐름, 비정상 제조원가 및 비정상 재량적비용)을 측정가능하다. 추가적으로 실제 이익조정 측정치 중에서 $abCFO_{it}$, $abDE_{it}$ 에는 -1을 곱하여 연구를 진행한다. $abCFO_{it}$ 의 경우 보고이익을 상향조정했을 경우 정상 영업현금흐름보다 낮게 되어 음(-)으로 나타나게 된다. $abDE_{it}$ 의 경우도 마찬가지로 상향의 이익조정을 위해서 $abDE_{it}$ 가 음(-)로 나타나게 된다. 이러한 특성에 맞추어서 분석용이성을 위하여 부호를 조정하였다.

글로벌 금융위기 이후 한일 양국의 부채비율이 각 기업의 이익조정에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$EM_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LEV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 ROA_{it} + \beta_4 CF_{it} + \beta_5 TAN_{it} + YD + ID + \epsilon_{it}$$

여기서,

EM_{it} = 이익조정 측정치

(DA_{it} , $abCFO_{it}$, $abPC_{it}$, $abDE_{it}$)

LEV_{it} = i기업 t기 부채비율(기말총부채/기말총자산)

$SIZE_{it}$ = i기업 t기 기말총자산의 자연로그 값

ROA_{it} = i기업 t기 총자산이익률

CF_{it} = i기업 t기 영업현금흐름/총자산

TAN_{it} = i기업 t기 유형자산비율
 (기말유형자산/기말총자산)

해당 모형에서 LEV_{it} (부채비율)은 본 연구의 관심변수로서 이익조정 측정치에 어떠한 영향을 미치는지 살펴본다. 그리고 이익조정에 영향을 미칠 수 있는 통제변수들은 다음과 같이 설정하였다. 해당변수로는 기업의 규모를 의미하는 $SIZE_{it}$, 기업의 총자산 대비 이익을 나타내는 ROA_{it} , 실제 현금흐름을 기업의 규모로 통제한 CF_{it} 및 총자산 대비 유형자산의 정도를 의미하는 TAN_{it} 을 사용하였다. 유형자산의 크기는 외부자금에 대한 접근성에 영향을 미칠 수 있으며 담보가능자산의 증가를 의미하므로 채무불이행에 따른 채권자의 위험을 줄일 수 있기 때문에 이 또한 경영자의 이익조정 유인이 될 수 있다[18].

3.2 표본선정

본 연구에서는 한일 제조기업을 대상으로 글로벌 금융위기 이후의 부채비율의 변동 및 이익조정에 미치는 영향에 대하여 분석하였다. 이를 분석하기 위하여 한국기업의 경우 한국 상장회사협회의 TS2000에서 표본을 추출하였다. 일본기업의 경우 QUICK Astra Manager에서 표본을 추출하였다. 표본기간은 글로벌 금융위기에 해당하는 2008년을 포함하여 2008년부터 2015년까지의 기간으로 하였다. 표본의 결산일은 한국기업의 경우 12월말, 일본기업의 경우 일반적으로 3월말이기 때문에 3월말로 한정하였다. 본 연구에서 사용된 이익조정 측정치를 산출하는 과정에서는 산업·연도별 표본수가 20개 미만인 산업은 제외하였다. 마지막으로 각 변수들의 상위 0.5%를 극단치로 간주하여 제외하였다.

최종표본은 한국기업의 경우 2,897개 기업-연도, 일본기업의 경우 9,527개 기업-연도이다. 산업별 구성은 국가별 비교가능성을 높이기 위하여 제조기업 중 식료·음료품, 섬유·의복, 목재·펄프·종이, 화학·의약, 석유·요업·고무, 철강·비철 금속, 전기·전자·통신, 기계, 수송용기계, 및 건설업으로 통제하였다.

4. 실증분석

4.1 기술통계량 및 상관분석

Table 1과 Table 2는 본 연구에서 사용된 변수들의 기술통계량 및 상관관계를 나타내고 있다.

Table 1. Descriptive Statistics

〈Panel 1. Korean Firms〉 (n=2,897)					
	Mean	Std	25%	Med	75%
DA	-.00001	.06070	-.03196	-.00018	.03065
abCFO	-.00002	.06063	-.03160	.00069	.03078
abPC	.00005	.11199	-.04408	.00626	.05434
abDE	.00004	.10738	-.03110	.01124	.04946
LEV	.43323	.18532	.28495	.43643	.56768
SIZE	12.8245	1.3357	11.9045	12.5650	13.4570
ROA	.03682	.06669	.00709	.03527	.07072
CFO	.04983	.07342	.00898	.04803	.08922
TAN	.18206	.11968	.09046	.16270	.24968
〈Panel 2. Japanese Firms〉 (n=9,527)					
	Mean	Std	25%	Med	75%
DA	2.2043E-8	.04289	-.02235	.00001	.02159
abCFO	4.1986E-9	.04456	-.02376	-.00020	.02299
abPC	-5.2482E-9	.29542	-.18922	-.02562	.15038

abDE	2.0993E-8	.10317	-.04144	.01479	.05908
LEV	.47439	.19457	.32771	.47556	.61753
SIZE	10.9113	.4849	9.8346	10.7392	11.8527
ROA	.02276	.03975	.00761	.02410	0.04395
CFO	.05827	.05327	.03112	.05870	0.08740
TAN	.17780	.09634	.10434	.16469	0.23741

Table 2. Correlation Table

〈Panel 1. Korean Firms〉 (n=2,897)									
	DA (1)	abCFO (2)	abPC (3)	abDE (4)	LEV (5)	SIZE (6)	ROA (7)	CFO (8)	TAN (9)
(1)	1	.93 (*)	.18 (*)	.01	.07 (*)	.01	.00	-.02	-.01
(2)	.93 (*)	1	.18 (*)	.01	.04 (*)	-.02	.00	-.02	-.02
(3)	.18 (*)	.18 (*)	1	.81 (*)	.00	.02	.00	-.01	-.00
(4)	.01	.00	.81 (*)	1	-.02	.03	.00	-.02	-.02
(5)	.07 (*)	.04 (*)	.00	-.02	1	.13 (*)	-.36 (*)	.02	.01
(6)	.01	-.02	.02	.03	.13 (*)	1	.08 (*)	.00	.02
(7)	.00	.00	.00	.00	-.36 (*)	.08 (*)	1	-.01	-.02
(8)	-.02	-.02	-.01	-.02	.02	.00	-.01	1	.19 (*)
(9)	-.01	-.02	-.00	-.02	.01	.02	-.02	.19 (*)	1
〈Panel 2. Japanese Firms〉 (n=9,527)									
	DA (1)	abCFO (2)	abPC (3)	abDE (4)	LEV (5)	SIZE (6)	ROA (7)	CFO (8)	TAN (9)
(1)	1	.93 (*)	.02 (*)	-.04 (*)	.05 (*)	-.04 (*)	.00	-.79 (*)	-.01
(2)	.93 (*)	1	.03 (*)	-.09 (*)	.03 (*)	-.04 (*)	.00	-.81 (*)	-.23 (*)
(3)	.02 (*)	.03 (*)	1	.25 (*)	.39 (*)	-.04 (*)	.00	.02 (*)	.08 (*)
(4)	-.04 (*)	-.09 (*)	.25 (*)	1	.06 (*)	.01	.00	.09 (*)	.25 (*)
(5)	.05 (*)	.03 (*)	.39 (*)	.06 (*)	1	.06 (*)	-.25 (*)	-.12 (*)	.11 (*)
(6)	-.04 (*)	-.04 (*)	-.04 (*)	.01	.06 (*)	1	.14 (*)	.16 (*)	.09 (*)
(7)	.00	.00	.00	.00	-.25 (*)	.14 (*)	1	.39 (*)	-.10 (*)
(8)	-.79 (*)	-.81 (*)	.02 (*)	.09 (*)	-.12 (*)	.16 (*)	.39 (*)	1	.25 (*)
(9)	-.01	-.23 (*)	.08 (*)	.25 (*)	.11 (*)	.09 (*)	-.10 (*)	.25 (*)	1

note. (*) indicates p<0.05

본 연구의 관심변수인 한일 제조기업의 글로벌 금융위기 이후의 부채비율의 변화는 Table 3과 같다. 한일 제조기업에 대한 부채비율의 연간 평균비교 분석결과 한국기업의 경우, 2008년부터 2011년까지 부채비율의 평균이 감소하다가 2012년부터 2015년까지는 부채비율의 평균이 증가하는 것으로 나타났다. 일본기업의 경우, 2008년 글로벌 금융위기 이후 부채비율이 감소세를 유

지한 것으로 나타났다. 이는 이러한 내용을 통하여 한국은 부채조달을 통하여 보다 공격적으로 기업을 운영하고 있으며 일본기업의 경우 전체적으로 부채비율을 줄이는 안정주의적 기업운영을 수행하고 있는 것으로 해석가능하다.

Table 3. Change in Debt ratio by year

Panel 1. Korean Firms (n=2,897)					
Year	N	Mean	Std	Min	Max
08	344	.45328	.17054	.09428	.85985
09	341	.43682	.19464	.09051	.98035
10	360	.40740	.16144	.04494	.76625
11	364	.38688	.16643	.05436	.87289
12	371	.44109	.18603	.06540	1.05971
13	366	.42377	.18928	.07342	1.05354
14	376	.42387	.20063	.04634	.97213
15	375	.49221	.19110	.03307	1.04126
Sum	2,897	.43323	.18532	.03307	1.05971
F-value	10.895***				
Panel 2. Japanese Firms (n=9,527)					
Year	N	Mean	Std	Min	Max
08	1,146	.49172	.21020	.02947	1.18470
09	1,173	.48734	.20300	.02859	.98052
10	1,201	.48686	.19843	.02929	1.07431
11	1,192	.48651	.19525	.03648	.99511
12	1,193	.47153	.19138	.03182	.98792
13	1,206	.46653	.18848	.03419	.96963
14	1,206	.45469	.18154	.02640	.95562
15	1,210	.45141	.18377	.02469	1.11684
Sum	9,527	.47439	.19457	.02469	1.18470
F-value	7.940***				

note. *** represent significance at the 1% levels respectively.

글로벌 금융위기 이후 한일 제조기업의 부채비율이 이익조정에 미치는 영향을 실증 분석한 결과는 Table 4와 같다. 연구결과 한국기업의 경우, 부채비율이 높은(낮은) 기업일수록 발생액 및 영업현금흐름을 이용하여 상향(하향)의 이익조정을 행하는 것으로 나타났다. 일본기업의 경우, 부채비율이 높은(낮을)수록 실제 이익조정 활동 3가지(영업현금흐름, 제조원가, 재량적 비용) 모두를 이용하여 상향(하향)의 이익조정을 행하는 것으로 나타났다. 부채비율과 재량적 발생액을 이용한 이익조정 간에 유의한 결과가 도출되지 않은 점은 한국기업과 대조적이라 할 수 있다.

Table 4. Regression

Panel 1. Korean Firms (n=2,897)				
	DA_{it}	$abCFO_{it}$	$abPC_{it}$	$abDE_{it}$
LEV	.079*** (3.871)	.055*** (2.660)	-.003 (-.153)	-.026 (-1.292)
SIZE	-.003 (-.170)	-.026 (-1.386)	.019 (.998)	.036* (1.891)
ROA	.029 (1.445)	.022 (1.103)	-.002 (-.119)	-.013 (-.621)
CFO	-.021 (-1.088)	-.016 (-.816)	-.013 (-.690)	-.020 (-1.047)
TAN	-.005 (-.276)	-.012 (-.624)	-.001 (-.064)	-.014 (-.725)
YD	Included			
R^2	.006	.003	.001	.002
Panel 2. Japanese Firms (n=9,527)				
	DA_{it}	$abCFO_{it}$	$abPC_{it}$	$abDE_{it}$
LEV	.007 (1.500)	.008** (1.689)	.417*** (42.832)	.045*** (4.372)
SIZE	.044*** (10.277)	.064*** (14.225)	-.090*** (-9.412)	-.019* (-1.902)
ROA	.485*** (96.311)	.442*** (83.786)	.108*** (9.557)	.022* (1.836)
CFO	-1.069*** (-218.823)	-1.023*** (-199.689)	.031*** (2.861)	.029*** (2.495)
TAN	.281*** (63.305)	.042*** (8.996)	.048*** (4.852)	.245*** (23.186)
YD	Included			
R^2	.835	.819	.169	.066

note. *, **, *** indicate p<0.1, p<0.05, p<0.01

5. 결론

본 연구는 글로벌 금융위기 이후 한국, 일본 제조기업의 부채비율이 발생액 및 실제 이익조정과 어떠한 관계인지 살펴보았다. 연구결과 한국기업은 부채비율이 높은(낮을)수록 재량적 발생액과 영업현금흐름을 이용한 상향(하향)의 이익조정을 수행한 것으로 나타났다. 이와 대조적으로 일본기업에서는 부채비율이 높을(낮을)수록 발생액이 아닌 실제 활동(영업현금흐름, 제조원가, 재량적 비용)을 통하여 상향(하향)의 이익조정을 수행하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 글로벌 금융위기라는 이익충격이 있는 환경에서 한국, 일본 기업의 부채비율의 변화 및 이익조정에 미치는 영향에 대하여 살펴보았다는 학술적 시사점을 제시한다. 그리고 실무적으로 한국기업의 경우 부채비율의 변화에 대하여 경영자가 회계처리 방법을 변경하는 발생액을 이용하거나, 가격할인 및 신용조건을 완화하는 방식으로 이익조정을 수행하는 것으로 나타났다. 일본기업의 경우 부채비율의 변화에 대하여 가격할인, 과잉생산, 재량적 비용을 이용하여 이익조정을 수행

하는 것으로 나타났다.

본 연구는 수출규제 등의 문제로 한일관계가 경색된 현시점에 시기적절한 연구라 할 수 있다. 그리고 정부 및 민간차원에서의 관계개선을 위한 노력과 더불어 학계 차원에서 각 국의 기업표본을 사용하여 서로 간의 차별점을 확인함으로써 앞으로 어떻게 대처하는 것이 좋은지에 대한 단서로 작용할 수 있을 것이라고 기대한다.

본 연구의 한계점으로는 표본기업에 대한 분석을 실시함에 있어 한일 양국의 제조업의 연도별 추세분석은 실시하였으나, 산업별 분석을 실시하지 못한 점이다. 이는 차후의 연구를 위하여 남겨둔다.

REFERENCES

[1] S. Y. An. (2016). Global Financial Crisis and Real Earnings Management Behavior. *The Korean Journal of Business Administration*, 29(2), 265-291. DOI : 10.18032/kaaba.2016.29.2.265

[2] K. Schipper. (1989). Commentary on Earnings Management. *Accounting Horizons*, 3(4), 91-102.

[3] P. Healy & J. Wahlen. (1999). A Review of the Earnings Management Literature and its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizon*, 13(4), 365-384. DOI : 10.2308/acch.1999.13.4.365

[4] K. Gunny. (2005). *What are the consequences of real earnings management?* Working paper. University of California at Berkeley.

[5] V. Acharya & B. Lambrecht. (2015). A Theory of Income Smoothing When Insiders Know More Than Outsiders. *The Review of Financial Studies*, 28(9), 2534-2574. DOI : 10.1093/rfs/hhv026

[6] S. Meisel. (2016). Literature Review of Earnings Management - 1985-2014. *Franklin Business & Law Journal*, (1), 91-144.

[7] W. C. Lee & S. W. Leem. (2011). A Study on the Influence of Foreign Share Holdings and the Quality of the Financial Structure on the Corporate Value around the Global Financial Crisis. *Korea International Accounting Review*, 40, 259-284. DOI : 10.21073/kiar.2011..40.013

[8] S. H. Kim. (2019). *The Effect of Leverage on Exits of Exporters and Non-Exporters : The Pre-Global Financial Crisis and The Crisis Comparison*. Master's thesis. Sogang University, Seoul.

[9] J. C. Lee. (2018). *Changes in Capital Structures of Korean Companies after the Global Financial Crisis*. Doctoral dissertation, Sungkyunkwan University, Seoul.

[10] B. H. Kim. (2018). The Association Between Accounting Conservatism and Corporate Investment Expenditure

in Korean Listed Firms During the Financial Crisis. *International Area Studies Review*, 22(3), 121-148. DOI : 10.21212/IASR.22.3.5

[11] B. S. Lee & S. B. An. (2015). A Study on Earnings Management of Firms before and after the Global Financial Crisis. *Korean Journal of Business Administration*, 28(5), 1367-1384. DOI : 10.18032/kaaba.2015.28.12.3403

[12] D. R. Shin. (2010). A Study on the Recent Change and Determinants of Performance about Korean and Japanese Major Firms in Electric and Electronic Industries. *The Review of Business History*, 25(4), 243-264. DOI : 10.22629/kabh.2010.25.4.010

[13] S. L. Hong & J. S. Son. (2017). A Study on Export Competitiveness between Korea and Japan in the ASEAN Market -Focusing on Comparison with before and Global Financial Crisis-. *The Korean-Japanese Journal of Economics and Management Studies*, 75, 75-97. DOI : 10.16959/jeachy..69.201705.13

[14] M. J. Chung & K. H. Yook. (2012). On Changes in Cost Management Practices in Response to Demand Changes Subsequent to Global Financial Crisis: A Comparative Study between Korea and Japan. *Korean Journal of Management Accounting Research*, 12(1), 109-128.

[15] J. Jones. (1991). Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting and Economics*, 7(1-3), 85-107. DOI : 10.2307/2491047

[16] S. P. Kothari. (2005). Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), 163-197. DOI : 10.1016/j.jacceco.2004.11.002

[17] S. Roychowdhury. (2006). Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370. DOI : 10.1016/j.jacceco.2006.01.002

[18] R. Carpenter & B. Petersen. (2002). Capital Market Imperfections, High-tech Investment, and New Equity Financing. *The Economic Journal*, 112(477), F54-F72. DOI : 10.1111/1468-0297.00683

노길관(Gil-Kwan Noh)

[정회원]



- 2011년 2월 : 동서대학교 회계학과(경영학사)
- 2013년 2월 : 동서대학교 MBA(경영학석사)
- 2018년 8월 : 부산대학교 경영학과(경영학박사)
- 관심분야 : 회계정보시스템, 원가행태,

이익조정, 한일비교연구

· E-Mail : ngk@pusan.ac.kr