



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

제약기업의 대리비용과 이익조정이 신용평가에 미치는 영향

조선대학교 대학원

회 계 학 과

이 광 석

제약기업의 대리비용과 이익조정이
신용평가에 미치는 영향

The Effects of Agency Costs and Earnings
Management on Credit Evaluation in Medical
Firms

2015년 2월 25일

조선대학교 대학원

회 계 학 과

이 광 석

제약기업의 대리비용과 이익조정이 신용평가에 미치는 영향

지도교수 김 문 태

이 논문을 경영학박사 학위신청 논문으로 제출함

2014년 10월

조선대학교 대학원

회 계 학 과

이 광 석

이광석의 경영학 박사학위 논문을 인준함.

심사위원장	전남대학교	교수	<u>위준복</u>	인
심사위원	부경대학교	교수	<u>김확열</u>	인
심사위원	군산대학교	부교수	<u>고대영</u>	인
심사위원	조선대학교	교수	<u>김승용</u>	인
심사위원	조선대학교	부교수	<u>김문태</u>	인

2014년 12월

조선대학교 대학원

목 차

목 차	i
표 목 차	iii
ABSTRACT	iv
제1장 서론	1
제1절 연구의 목적	1
제2절 연구방법과 범위 및 논문의 구성	4
제2장 제약산업의 개요	5
제1절 제약산업의 정의 및 범위	5
제2절 제약산업의 현황	8
제3절 제약산업의 특성과 문제점	17
제4절 제약산업의 변화와 전망	20
제3장 이론적 배경 및 선행연구의 검토	23
제1절 신용평가의 의의 및 선행연구	23
1. 신용평가의 의의	23
2. 신용평가에 관한 선행연구	26

제2절 대리비용에 관한 선행연구	30
제3절 이익관리의 고찰	35
제4장 연구방법론	39
제1절 가설의 설정	39
제2절 가설검증 모형의 설계	42
1. 변수의 설정	42
2. 연구모형의 설계	45
3. 표본의 구성	48
제5장 실증분석 결과	50
제1절 기술통계량	50
제2절 상관분석	52
제3절 평균차이분석	54
제4절 다중회귀분석	56
제6장 요약 및 결론	70
<참고문헌>	73

표 목 차

<표 1> 의약품 생산액 및 국내산업에서의 제약산업 비중	8
<표 2> 연도별 의약품 등 생산실적	9
<표 3> 의약품 생산규모별 업체 현황	10
<표 4> 매출액별 국내 제약기업 점유율	11
<표 5-1> 국내 제약기업의 연구개발비 현황	12
<표 5-2> 국내 혁신형 제약기업의 연구개발비 현황	13
<표 6-1> 국내 제약기업의 판매비 및 관리비 비율	14
<표 6-2> 제약기업 매출대비 R&D·광고선전비·접대비 비율	15
<표 7> 국내 상하위 제약기업 및 외국계 제약기업의 경영분석	16
<표 8> 2008년 이후 한국 제약시장의 거시적 변화추이	17
<표 9> 기업의 내적·외적 위험요소	24
<표 10> 신용평가등급 분류표	25
<표 11> 표본의 업종-연도별 분포	48
<표 12> 주요변수의 기술통계량	50
<표 13> 상관분석표	52
<표 14> 평균차이 분석	54
<표 15> 자산효율성이 신용평점에 미치는 영향	56
<표 16> 특권적 사적 소비가 신용평점에 미치는 영향	60
<표 17> 이익조정이 신용평점에 미치는 영향	63
<표 18> 신용등급에 대한 다중회귀분석 결과	65

ABSTRACT

The Effects of Agency Costs and Earnings Management on Credit Evaluation in Medical Firms

Lee, Kwang Seok

Advisor : Prof. Kim, Moon-Tae, Ph. D

Dept. of Accounting

Graduate School, Chosun University

Abstract

The study examines the influence of agency costs and earnings management on credit evaluation.

The industry of making drugs and equipments has been growing quickly compared with the other sectors. During the past 10 to 20 years, there has been a growing intrusion of pharmaceutical companies and medical device makers into the day-to-day practice of medicine.

In spite of the progress of industrial development, medical industry is revealed about the moral taint. Industry gifts—pads, pens, logo bags, and the like—have grown commonplace. In many doctors' offices, hospitals, and medical centers, the free lunch, courtesy of industry sponsors, has turned into an accepted way of life. And these gifts can also include dinners at expensive restaurants or free travel to meetings at fancy resorts (to participate in a medical education event sponsored by industry).

It is more seriously and fully aware of the importance of the matter to commit moral hazard in this industry. For example, excessive entertainment and illegal commission in medical industry make a great outlay to an unjust disbursement for their business.

Considering from an agency theory, it lead to clearly inefficiency or perk consumption. The practice may result in raising a slush fund an unfair bargain.

Wasting the asset uselessly instead of investing to the best advantage such as research and development(R&D) does not raise the efficiency of production. Moreover, firms devise a proper measure to make up the deficit, to compensate for the loss. The company stands face to face with bankruptcy, and then the managers may command earnings management for a solution to that problem with a temporary expedient.

This study verified the hypotheses as follows;

- 1) the higher asset utilization(EF), the better credit evaluation
- 2) the higher perk consumption(ENT), the worse credit evaluation
- 3) the higher earnings management (DA), the worse credit evaluation.

The above capital letters are the main independent variables.

To test the hypotheses, the models include credit evaluation(SCORE) for the proxies of financial healthiness as the main dependant variables. EF is turnover ratios as the performance of efficiency, the extent of asset utilization. Perk consumption is measured by the sum of entertainment expenditures of managers and employee benefits(ENT). Earnings management is the discretionary accruals(DA) estimated by modified Jones model(Dechow et al., 1995). Also the test models contains 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) 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 3,289 firm-year data, selected from the KRX listed companies of the fiscal year during 2005-2013.

The results of this study are summarized

Firstly, when managers may shirk their responsibilities and not exert much effort toward the goals, credit evaluation is not good. That is, managers

shirking in pharmaceutical and medical industry may come out an insolvent enterprise potentially.

Secondly, too much expenditure of entertainment and employee benefits may cause the firms not to take a good credit degree. This means that market users prevent medical companies from directly paying for meals in connection with educational programs—once a fairly common practice. It requires that those involved in the decision to buy formulary drugs or clinical equipment disclose any related financial interests.

Lastly, there is no significant explanatory power between the credit score and earnings management in medical firms.

제1장 서론

제1절 연구의 목적

제약산업(pharmaceutical industry)은 인류의 건강과 생명, 보건향상에 필수적인 산업으로 세계적 추세인 고령화 가속, 만성 질환 및 신중질병의 증가, 웰빙(well-being)과 웰에이징(well-aging)에 대한 욕구 증대와 새로운 의료기술의 출현 등 복합적인 요인으로 지속적으로 성장할 수밖에 없는 산업이다. 2012년 기준 세계 제약시장 규모는 9,590억 달러(1,081조원)로 의약품 자체가 지니는 사회적 가치와 더불어 경제적 효과가 막대한 산업이다. 또한 파머징(pharmerging)¹⁾ 국가들의 수요 확대에 힘입어 미래 제약산업의 성장을 가속화하여 2016년에는 1,400조 원대 수준까지 성장할 것으로 예상된다(신유원, 2013).

하지만 국내 제약산업은 정부의 건강보험재정 안정화 정책의 일환으로 제약산업에 대한 약가 규제가 2012년 4월에 본격 시행되면서, 제약기업의 거시적 경영환경은 보다 치열한 시장경쟁 상황으로 전개될 것으로 예상된다.

이러한 시의적인 맥락에서, 본 연구는 제약산업의 대리비용과 이익조정이 신용평가에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 구체적으로, 1)경영자의 사적 소비(perk)와 2)자산 효율성으로 측정된 대리비용과 3)재량적발생액으로 추정된 기회주의적 이익관리 행태가 4)전문신용평가기관의 신용평점에 반영되는 방향과 정도를 규명하고자 한다. 즉, 제약회사에 한정하여 위 1), 2), 3)이 4)에 미치는 설명관계를 실증분석한 결과를 제시하고자 한다.

본 연구에서 연구대상을 제약회사로 한정 한 이유는, 제약회사의 사업전략과 수익창출 구조와 이에 대한 사회적 인식이 타 산업에 비하여 독특한 특성이 있다고 전제되기

1) 의약전문 일간지인 메디팜스투데이 기사(2014년 05월 22일)에 의하면, 파머징(pharmerging)은 제약을 뜻하는 'Pharma'와 신흥을 뜻하는 'Emerging'을 합친 신조어로, 중국을 비롯한 인도, 러시아, 브라질 등의 BRICs 국가와 태국, 이집트, 남아프리카공화국 등 총 17개의 제약 산업 신흥시장을 뜻한다. 최근 글로벌 제약시장에서 가장 주목받는 키워드는 중국과 인도 등의 신흥시장을 의미하는 '파머징(pharmerging)'이라는 분석이 나왔다. 실제 사례를 살펴보면, 과거 전 세계 제약시장의 85%를 차지했던 미국, 유럽, 일본이 저성장의 늪에 빠져있는 반면, 중국은 2016년 세계시장의 30% 규모성장이 예측되며, 인도는 의약품 소비량에서 이미 미국을 추월하고 확인할 수 있다. 유럽 제약기업들 중 지난해 매출액증가를 상위기업(Bayer(2위), Roche(3위)) 모두 파머징 국가에서의 매출액이 크게 증가한 바 있다.

때문이다. 대표적으로, 제약회사는 연구개발(R&D)과 마케팅의 상호작용이 타 산업에 비하여 중요한 비중을 차지한다. 막대한 R&D 투자를 통해 신약을 개발한 기업은 특허를 받은 약의 기한을 연장하고 특허 만기 후에도 수익을 창출하기 위해 시장포지셔닝과 공격적인 광고를 통해 계속된 고객 충성도를 확보하기 위해 노력한다. 즉, 제약산업의 경우 높은 수준의 R&D 집약도와 광고 집약도를 요구한다. 과거에는 광고 및 홍보 활동이 단순히 개별 재화 및 서비스의 판매촉진을 위해서였으나, 최근에 들어와서는 장기적인 기업의 이미지 향상을 위해서도 이루어지고 있다²⁾. 이러한 광고 및 홍보 활동을 통해 기업은 매출 증대 또는 시장점유율 확대를 가져올 수 있다. 주력업종에서의 시장점유율과 매출 확대는 이익 증대를 가져오고, 이것은 기업가치의 증가로 이어질 수 있게 된다(권기정, 2009; 권기정, 2012; 김문태·이광석, 2013 재기술).

제약회사의 공격적이고 위험선호적인 활동들이 사업전략에 부합되어 전개될 때, 매출수익의 성장을 기대할 수 있을 것이다. 즉 기존 자산의 효율적 활용이 비용으로 소멸되면서 수익과 대응되는 것이다. 역으로 만일 경영자가 위험회피적인 성향으로 보신 주의에 안주하여 자산의 활용에 대한 의지가 박약하다면, 자산의 활용과 수익이 연계되지 않는 것이다. Ang et al.(2000)은 이러한 상황을 경영자의 업무태만(shirking)으로 규정하였다.

한편, 제약회사의 생존은 영업현장에 달려있다고 해도 과언이 아니며, 영업과 관련된 접대비는 제약산업의 주된 마케팅 비용이라고 할 수 있다³⁾. 최근의 접대비 규제에 대하여, 제약업계에 따르면, 의약품의 특수성으로 인해 영업차원에서 접대가 필요함에

2) 상장제약사의 2008년 연구개발비는 총 4천134억원에 불과하고 판촉·광고비의 80%에도 미치지 못하는 것으로 나타났다. 한국보건산업진흥원이 국회에 제출한 「상장 제약기업의 광고선전비 및 R&D 투자 규모」 자료에 따르면 지난해 34개 상장 제약회사의 연구개발비(R&D) 총액은 매출액 6조7천444억원의 6.1%인 4천134억원으로 집계됐다. 이는 매출액의 7.9%(5천344억원)인 판매촉진·광고선전비의 77%에 불과한 것이다. 34개 기업 중 26개 기업이 R&D투자보다 판촉·광고비가 더 많았으며 매출액 상위 10개 기업 가운데서도 7개 기업이 R&D보다 판촉·광고에 더 많은 비용을 쏟아 부었다.

3) 한국조세연구원 연구보고서(손원익, 2013) 「접대비 현황과 정책과제」에 의하면, 매출액 대비 접대비 사용이 가장 많은 업종은 제약업체인 것으로 나타났다. 현행 세법은 접대비 사용액 가운데 세법상 지출 개념인 손금으로 산입할 수 있는 매출액 비율 한도를 규정하고 있는데, 이 한도를 넘어서 접대비를 사용하는 기업은 제약업체가 대부분이었다. 이에 대하여 보고서는 의료계의 고질적인 리베이트 관행이 접대비 현황을 통해서도 드러난 셈이라고 언급하였다. 보고서에 따르면, 2006년 이후 6년간 접대비 한도 초과 상위 10개 기업 60곳 가운데, 49곳이 제약업체로 나타났다. 특히 2007년에는 접대비 한도 초과 기업 10곳이 모두 제약업체인 것으로 나타났다. 제약업체를 제외하면, 주류 제조업체와 농약제조업체 등이 명단에 이름을 올렸다. 매출액 대비 접대비 비율에서도 음료제조업(0.95%), 의료용품 및 의약품제조업(0.75%) 등이 수위를 차지했다. 보고서는 이같은 접대비 사용액이 가격에 반영돼 소비자에 전가될 우려가 뿐만 아니라, 접대비 지출 비율이 크게 높은 제약업과 주류 제조업의 과도한 접대 행위는 기업 자체의 경쟁력을 떨어뜨리고 공정한 경쟁 질서를 훼손할 우려가 있다고 지적하였다.

도 불구하고, 절대 한도를 50만원 미만으로 규제하여 영업에 큰 지장을 초래하고 있다고 토로하고 있다. 이는 제약산업의 매출이 절대비에 크게 의존하고 있는지를 단적으로 보여주는 사례이다.

우리나라에서는 역사적으로 혈연 지연을 중심으로 한 인간관계가 중요한 부분으로 인식되어 왔다. 기업의 경영 활동도 이러한 배경 하에 이루어지는 경우가 많은 것도 사실이다. 이러한 연유로 현재기업 경쟁력을 결정하는 요인으로 제품의 품질향상이나 기술혁신보다도 거래 당사자 간의 인간관계가 중요하게 간주되기도 한다. 이러한 인간관계 등은 소위 접대문화로써 오랜 시간에 걸쳐서 관행화되었고 이러한 관행 하에서 접대행위는 실력이나 경쟁력보다는 기업경영에 있어서 중요한 역할을 담당하고 있는 것이 현실적 상황이다. 인간관계 등을 중시하는 접대문화는 한국적 상거래 관행으로 국가경쟁력이나 기업의 경쟁력 약화의 한 원인이 되고 있는 실정이다. 계속되는 접대행위는 접대 행위자들 사이에 불공정 경쟁을 야기하는 것은 물론 접대수준이 점차로 호화·사치화·향락화 되어가는 추세에 있기 때문에 기업경영에 있어서도 큰 부담이 되고 있다. 기업의 접대행위자들도 접대행위와 관련된 부담이 비용처리가 되기 때문에 사업상 접대를 빙자해 회사자금으로 개인적인 향락을 즐기는 도덕적 해이(moral hazard)현상까지 보이게 되어 사회 전반적으로 나쁜 영향을 미치고 있다. 또한 접대행위자들은 접대비용을 회계처리에서 누락하거나 손금처리를 하고자 의도할 것이며 이러한 의도는 실무에 있어서 절대비와 유사한 다른 계정으로 처리하거나 가공 또는 위장세금계산서를 통한 비자금 등 분식회계로 악용되는 경우도 적지 않는 실정이다(이태호·홍정화, 2005; 김문태·이광석, 2013 재기술).

회계시스템이 생산하는 궁극적인 성과는 이익이다. 주주와 투자자는 이를 근거로 기업의 지속성장을 가늠하고 미래의 현금흐름을 유입할 수 있는 가치투자의 정보로 인식한다. 이익이 유보되어 사내에 누적되면 향후 사업의 확장이나 신규 사업진출을 위한 유동성을 확보할 수 있을 것이다.

그러므로 경영자는 다양한 전략을 구사하며 이해관계자가 인식하는 이익을 호의적으로 보고하는데 다양한 전략을 강구하고자 할 것이다. 이익은 기업의 최종 성과이며, 이는 이른바 발생주의 회계원칙에서 산출된다. 발생주의에 근간을 둔 회계정보는 시차(timing)와 대응(matching)문제를 완화시켜 경영성과를 보다 잘 측정하는 순이익을 산출한다는 장점을 지니지만, 추정이나 원가배분에 임의적이고 주관적인 회계처리방법에 따른 영향을 받아 실질적 이익을 왜곡할 여지가 있다. 이러한 발생주의 회계시스템에서 경영자는 의도적으로 보고이익을 조정할 개연성이 충분히 개입될 수 있다.

이러한 시의적인 맥락에서, 본 연구는 제약회사의 고유한 영업관행에 대하여 자산효율성 측면과 사적 소비, 그리고 이익조정에 대하여 전문 신용평가기관의 평가에 어떻게 반영되는지를 분석하고자 한다. 본 연구는 제약회사가 장기적인 기업가치 향상을 위하여 경쟁력을 모색해야 하는 당위성을 제공하는데 의의가 있을 것이다.

제2절 연구방법과 범위 및 논문의 구성

본 연구는 연구기간 동안 상장된 전체기업과 제약산업, 제약산업과 업종기준이 유사한 일반 화학제품 제조기업을 각각 대응하여 대리비용 및 이익조정 변수가 신용평가에 어떠한 설명관계를 가지는지를 실증분석할 것이다.

Ang et al.(2000)의 연구를 준용하여, 대리비용은 경영자의 태만수준(shirking)을 측정하는 자산효율성과 대표적인 특권적 사적소비(perquisite)인 접대비 및 복리후생비로 정의하였다. 신용평가는 대표적인 신용평가 전문기관이 NICE평가정보(주)에서 제공하는 신용평점을 활용하였으며, 추가분석으로 한국신용평가(주)의 회사채를 발행한 신용등급을 활용하였다.

본 연구의 수행에 필요한 표본은 KIS-VALUE와 FnGuide Data Base를 통하여 입수하였다. 연구대상 기간은 최근 자료를 활용하여 결과해석의 오류를 최소화할 수 있는 2004년부터 2012년까지 9년으로 한정하였다(2013년은 t+1기 신용평가 지수에 포함됨). 또한 1) 금융업을 제외하고 2) 2003년~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 질성을 유지하기 위해서이다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 제약산업의 현황 및 특징, 문제점에 대하여 개괄하고 3장에서는 이론적 배경 및 선행연구를 고찰하였다. 4장에서는 가설설정 및 가설검증 모형의 설계 등 연구방법론을 제시하였으며, 5장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 6장에서 연구결과 및 한계점을 기술하였다.

제2장 제약산업의 개요

제1절 제약산업의 정의 및 범위

제약산업은 일반적으로 각종 질병의 진단·치료·경감·처치·예방 또는 건강증진을 목적으로 하는 한약을 포함하는 의약품을 연구하고 제조하는 산업을 말하며, 의약품은 사람 또는 동물의 질병을 진단·치료·처치 또는 예방의 목적으로 사용되는 것으로서 기구, 기계가 아닌 것, 사람 또는 동물의 구조 기능에 약리학적 영향을 주기 위한 목적으로 사용되는 것으로 기계, 기구가 아닌 것을 말한다고 할 수 있다.

의약품은 크게 원료의약품과 완제의약품으로 나누어진다. 완제의약품은 다시 전문의약품과 일반의약품으로 나뉜다. 전문의약품이란 제형, 약리작용의 특성상 의사의 감독 하에 사용되어야 하는 의약품으로서 의사의 감독 하에 사용되지 않을 경우 의료상 장해를 일으킬 수 있는 적응증을 갖는 의약품을 일컫는다. 마약, 향정신성 의약품, 독극약 등도 전문의약품의 범주에 포함된다. 이러한 전문의약품의 분류에 포함되지 않는 의약품을 일반의약품이라고 한다. 여기에는 부작용의 범위가 적고 유효성과 안전성이 확보되어 있는 의약품, 환자가 직접 적응증 선택, 용법·용량의 준수, 부작용의 예방 및 처치가 가능한 의약품, 경미한 질병의 치료 및 예방 또는 건강의 유지에 사용되는 의약품 등이 포함된다. 의약외품도 일반적으로 의약품과 같이 취급되기도 하나 약사법에서는 의약품과 구분하여 별도로 정의하고 있어 의약품의 범주에는 포함되지 않는다.

이를 보다 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

“제약산업”이란 의약품을 연구개발·제조·가공·보관·유통하는 것과 관련된 산업을 말한다(제약산업 육성 및 지원에 관한 특별법 제2조).

<약사법 제2조 제4호>

의약품이란, 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 물품을 말한다.

- ① 대한약전(大韓藥典)에 실린 물품 중 의약외품이 아닌 것
- ② 사람이나 동물의 질병을 진단·치료·경감·처치 또는 예방할 목적으로 사용하는 물품 중 기구·기계 또는 장치가 아닌 것

- ③ 사람이나 동물의 구조와 기능에 약리학적(藥理學的) 영향을 줄 목적으로 사용하는 물품 중 기구·기계 또는 장치가 아닌 것

“제약기업”이란 국내에서 제약산업과 관련된 경제활동을 하는 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 기업을 말한다(제약산업 육성 및 지원에 관한 특별법 제2조).

<육성법 제2조 제2호>

- ① 「약사법」 제31조에 따라 의약품 제조업 허가 또는 제조판매품목허가를 받거나 제조판매품목 신고를 한 기업
- ② 외국계 제약기업으로서 「약사법」 제42조에 따라 의약품 수입품목허가를 받거나 수입품목 신고를 한 기업
- ③ 「벤처기업육성에 관한 특별조치법」 제2조의2에 따른 벤처기업 중 신약 연구개발을 전문으로 하는 기업

보건당국에서는 연구개발 비중이 높은 제약기업을 ‘혁신형 제약기업’으로 인증하고 집중 지원함으로써 제약산업 구조의 선진화를 도모하기 위하여 각종 지원을 하고 있다. 근거법령은 「제약산업 육성 및 지원에 관한 특별법」 제7조 및 동법 시행규칙 제3조, 「혁신형 제약기업 인증 등에 관한 규정」이며, 신약 연구개발 등에 일정규모 이상의 투자를 하는 기업을 대상으로 제약산업육성·지원 심의위원회 심의를 거쳐 인증하고 지원하는 것을 골자로 하고 있다. 지원사항은 제약산업 육성·지원에 대한 특별법상 정책적 우선권을 부여하고, 국가 R&D 사업 우선 참여, 세제 지원 혜택, 연구시설에 대한 부담금 면제, 연구시설 입지 규제 완화한다. 또한 약가 결정시 우대, 정책자금 융자 우선권, 공공펀드 투자 우대, 해외 제약전문인력 채용 지원 등 정책적 우대를 기하고 있다.

“혁신형 제약기업”이란 제약산업 육성법에 의해 다음 두 가지 목으로 규정되어 있으며, 이를 동법 시행령에서 구체적으로 정하고 있다(제약산업 육성법 제2조).

<최소요건>

- 의약품 매출액 1,000억원 이상 : 의약품 연구개발 비율 5%이상
- 의약품 매출액 1,000억원 미만 : 의약품 연구개발 비율 7%이상 또는 연구개발비 50억 이상
- 미국 또는 EU GMP 시설 보유 : 의약품 연구개발 비율 3%이상

<인증과정>

- 최소요건을 갖춘 제약기업 중 신약개발, 글로벌 진출 역량 등을 종합 심사하여 인증

<육성법 제2조의3>

“혁신형 제약기업”이란 다음 각 목의 어느 하나에 해당하는 기업으로서 제7조에 따라 보건복지부장관으로부터 인증을 받은 제약기업을 말한다.

- 가. 신약 연구개발 등에 대통령령으로 정하는 규모 이상의 투자를 하는 제약기업
- 나. 국내에서 대통령령으로 정하는 규모 이상의 신약 연구개발 투자실적이 있거나 신약연구개발을 수행하고 있는 외국계 제약기업

<동법 시행령 2조>

제2조(혁신형 제약기업의 요건)

① 「제약산업 육성 및 지원에 관한 특별법」(이하 “법”이라 한다) 제2조제3호가목 및 나목에서 “대통령령으로 정하는 규모”란 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우를 말한다.

1. 연간 총매출액 1,000억원 미만으로써 총매출액 대비 연구개발비 합계액이 100분의 7이상 또는 연구개발비 50억이상
2. 연간 총매출액 1,000억원 이상으로써 총매출액 대비 연구개발비 합계액이 100분의 5이상
3. 미국 GMP, EU GMP 승인 시설을 보유하고 있으면서 총매출액 대비 연구개발비 합계금액이 100분의 3이상

② 제1항에 따른 연간 연구개발비와 매출액의 적용기준은 다음 각 호와 같다.

1. 연간 연구개발비와 매출액은 「약사법」 제2조제4호에 따른 의약품 연구개발비와 매출액으로 한다.
2. 연간 연구개발비와 매출액은 법 제7조제1항에 따라 제약기업이 인증을 신청하는 날이 속하는 사업연도의 직전 3개 사업연도의 평균 연구개발비와 매출액을 말한다. 다만, 직전 사업연도가 1년 이상 3년 미만인 경우에는 그 사업개시 후 인증 신청 직전 사업연도말까지의 총 연구개발비와 매출액을 연평균으로 환산한 금액으로 한다.

③ 제1항 및 제2항에서 연구개발비와 매출액의 범위를 산정함에 있어서는 「주식회사의 외부감사에 관한 법률」 제13조에 따른 「기업회계기준서」를 준용하되, 연구개발비는 「기업회계기준서」 제3호 무형자산상의 연구 및 개발단계에 속하는 활동에

소요되는 비용과 이에 준하는 비용으로서 보건복지부 장관이 필요하다고 인정하여 고시하는 비용으로 한다.

제약산업은 인간의 건강관리 및 질병의 예방, 치료, 처치, 진단 등을 위한 의약품을 생산하는 산업으로 정의할 수 있다. 단순히 산업적인 관점에서만 본다면 제약산업은 전통적으로 화학적 합성 의약품 중심의 생산구조였다가 최근 들어 생명공학을 바탕으로 생물체의 기능 및 정보를 활용하여 만들어진 고분자(바이오) 의약품이 빠르게 성장하여 비중을 높여가고 있는 구조이다. 이들 의약품은 연구개발을 통해 질병 혹은 생명현상의 특정 단계를 타겟으로 하는 후보물질 발굴로부터 출발하여 엄격한 임상시험 과정을 거쳐 시장 유통에 이르기까지 진행된다(문혜선, 2011).

제2절 제약산업의 현황⁴⁾

<표 1> 의약품 생산액 및 국내산업에서의 제약산업 비중

(단위: 십억원, %)

연도	의약품 등 총생산액 ¹⁾	제조업 GDP	GDP	제조업 GDP 대비	총 GDP 대비
2003	95,324	1,759,235	7,671,137	5.42	1.24
2004	104,526	2,058,259	8,268,927	5.08	1.26
2005	114,216	2,136,462	8,652,409	5.35	1.32
2006	122,645	2,209,401	9,087,438	5.55	1.35
2007	134,332	2,386,109	9,750,130	5.63	1.38
2008	147,504	2,562,094	10,246,518	5.76	1.44
2009	158,196	2,665,782	10,650,368	5.93	1.49
2010	167,254	3,230,499	11,728,034	5.18	1.43

주1): 완제/원료의약품, 의약외품을 포함한 금액임.

자료: 한국제약협회 자료실(2011), 한국보건사회연구원 연구보고서(2012) 재인용

4) 한국보건산업진흥원 연구보고서(2010), 한국보건사회연구원(2012), 한국보건산업진흥원 연구보고서(2012) 참조

제약산업은 평균수명 연장에 따른 인구고령화와 만성질환으로의 질병구조 변동, 건강과 삶의 질에 대한 관심 증가, 고부가가치산업으로써의 정부 및 민간 분야의 적극적인 육성과 투자 의지 등으로 지속적인 성장이 예상되는 산업이다. 완제의약품과 원료의약품, 의약외품 등을 모두 포함한 우리나라의 의약품 시장 규모(총생산액)는 2010년 현재 16조 7,254억원으로 전체 GDP의 1.43%를 차지한다. 이는 2010년 제조업 GDP의 5.18%에 해당하는 규모이기도 하다. 1993년 의약품 시장 규모가 4조 9천억원이었던 것을 고려한다면, 약 20여년 만에 약 3.4배 증가한 것으로서, 2003년 이후로도 지속적으로 총생산액이 확대되었음을 알 수 있다.

<표 2> 연도별 의약품 등 생산실적

(단위: 십억원, %)

의약품	원료의약품	의약외품	합계	증감률	증감율
2001	7,143	547	778	8,468	7.3
2002	7,825	602	769	9,196	8.6
2003	8,127	615	791	9,532	3.7
2004	8,886	751	815	10,453	9.7
2005	9,798	801	823	11,422	9.3
2006	10,573	899	792	12,265	7.4
2007	11,566	1,033	835	13,433	9.5
2008	12,675	1,218	857	14,750	9.8
2009	13,367	1,422	1,031	15,820	7.3
2010	14,235	1,335	1,156	16,725	5.7

자료: 한국제약협회 자료실(2011), 한국보건사회연구원 연구보고서(2012) 재인용

의약품 생산은 글로벌 경제위기로 인한 경기 침체로 전반적인 성장이 둔화되었던 시기였던 2008~2009년에도 전년대비 증가한 것으로 나타났으며, 2010년의 경우에는 신종 인플루엔자 유행에 따른 백신 생산량 증가라는 요인이 일부 영향을 미친 것으로 보인다⁵⁾, 전반적으로 다른 산업에 비해 경기 변동에 비탄력적인 소비 경향을 가진다는

5) 식품의약품안전청에 따르면 2011년 의약품 생산실적은 전년 대비 -0.72%로서 2000년 이후 최초로 마이너스 성장률을 기록하였다. 그 이유로는 의약외품 전환 및 인플루엔자 백신 생산량 감소 때문으로 분석하고 있다.

점(공정거래 위원회, 2009; 한국보건산업진흥원, 2011)을 보여주고 있다.

<표 3> 의약품 생산규모별 업체 현황

(단위: 십억원, 개수, %)

구분	2009년			2010년		
	업체수	생산금액	점유율	업체수	생산금액	점유율
5천억 이상	3	1,983	14.8	5	3,088	21.7
5천억 미만~3천억	8	3,164	23.7	6	2,374	16.7
3천억 미만~1천억	24	3,864	28.9	27	4,468	31.4
1천억 미만~5백억	34	2,450	18.3	29	2,140	15.0
5백억 미만~3백억	16	628	4.7	26	1,038	7.3
3백억 미만~1백억	49	935	7.0	43	773	5.4
1백억 미만~5십억	26	188	1.4	28	210	1.5
5십억 미만~3십억	20	77	0.6	14	54	0.4
3십억 미만~1십억	34	60	0.5	35	69	0.5
10억미만	51	19	0.1	57	21	0.2
계	265	13,367		270	14,235	

자료: 한국제약협회 자료실(2011), 한국보건사회연구원 연구보고서(2012) 재인용

의약품 등 생산실적에서 절대적인 비중을 차지하고 있는 완제의약품의 경우 2001년부터 2010년까지 큰 변화 없이 그 비중을 유지하고 있는데 반해(2001년 전체의 84.4% → 2010년 전체의 85.1%), 원료의약품과 의약품외품의 생산실적 및 비중이 역전된 것이 눈에 띄는 변화이다. 2001년 55백억원으로 전체 생산실적의 6.5%였던 원료의약품은 2010년 134백억원의 생산실적에 8.0%의 비중으로 증가하였다. 반면, 의약품외품이 차지하고 있던 비중은 같은 기간 9.2%에서 6.9%로 감소하였다. 전 세계 원료의약품 시장은 2010년 이후 연평균 8%이상 성장할 것으로 예상되고 있는데, 특히 특허 만료 이후 제네릭과 가격 경쟁을 해야 하는 오리지널의 경우 기존 자체 생산 또는 자회사를 통해 생산하던 원료의약품의 외주가 증가하는 등 시장이 확대될 것으로 전망되고 있어7) 선진국 수준의 원료의약품 생산 시설과 기술을 보유한 국내 원료의약품 전문 제약사들에게는 원료의약품신고제도(DMF: Drug Master File) 강화 등의 진입장벽을 극복할 경우 성장의 기회가 될 수 있을 것으로 여겨진다(최종경, 2010).

우리나라 제약산업의 발전을 저해하고 있는 요인으로 지목되어 왔던 것은 영세적인

시장구조와 과당경쟁으로 인한 가격경쟁 구도, 영업 및 마케팅에서의 후진성에서 기인하는 판매관리비의 과다한 지출 및 불법적인 리베이트 등 이었다(이의경 외, 1994; 신영석 외, 2011). 그 동안의 지속적인 개선에도 불구하고 여전히 이러한 문제점들은 상존하고 있는 것으로 보여진다.

2011년 현재 우리나라의 전체 의약품시장 규모(생산+수입-수출)는 19조 1,646억원으로 추정되는데(식품의약품안전청, 2012), 의약품을 생산하는 업체 중에서 연간 1,000억원 이상의 생산금액을 기록한 회사는 38개 업체에 불과한 반면, 이들이 차지하고 있는 시장점유율은 69.8%에 이른다(2009년 점유율: 67.4%).

〈표 4〉 매출액별 국내 제약기업 점유율

(단위: 십억원, 개수, %)

구분	2009년			2010년		
	업체수	생산금액	점유율	업체수	생산금액	점유율
20억원 미만	3	37	0.0	2	21	0.0
20~30억원	2	49	0.0	3	73	0.1
30~50억원	1	33	0.0	1	43	0.0
50~100억원	3	260	0.3	2	167	0.2
100~200억	9	1,423	1.4	4	581	0.5
200~300억원	4	1,070	1.0	4	963	0.9
300~400억원	8	2,785	2.7	6	1,971	1.8
400~500억원	4	1,725	1.7	8	3,458	3.1
500~800억원	8	5,454	5.3	8	5,261	4.8
800~1,000억원	4	3,608	3.5	3	2,724	2.5
1,000억원~1,300억원	11	12,637	12.3	8	9,275	8.4
1,300억원~1,500억원	1	1,327	1.3	4	5,605	5.1
1,500억원~2,000억원	1	1,771	1.7	2	3,440	3.1
2,000억원 이상	16	70,290	68.6	16	76,389	69.5
계	75	102,469	100.0	71	109,972	100.0

자료: 의약품성실신고회원조합(2011), 한국보건사회연구원 연구보고서(2012) 재인용

이러한 쏠림 현상은 매출액을 기준으로 한 국내 제약시장의 점유율 현황에서도 확인할 수 있다. 즉, 일부 업체 수에 국한된 자료이긴 하나, <표 2-5>에서 볼 수 있는 바와 같이 2010년 현재 전체 매출금액 약 11조 가운데 연간 2,000억원 이상의 매출액을

가지고 있는 16개 기업이 69.5%를 차지하고 있는 것이다. 또한 이와 같은 점유율은 소폭이지만, 전년도에 비해 보다 확대된 결과이기도 하다(2009년 68.6%).

결국 그리 크다고 하기 어려운 국내 제약시장은 표면적으로는 경쟁적 시장구조의 형태를 유지하고 있으나, 실제로는 기업간 ‘양극화’가 존재하는 과점적 경쟁시장에 보다 가까운 성격을 가진 것으로 파악된다. 이는 중소기업 이하 업체들간의 치열한 경쟁구도를 의미하는 것으로서, 기업의 생존과 취약한 수익구조 타개를 위해 과당경쟁이 발생할 가능성이 매우 높다. 또한 기업활동과 행태가 품질 경쟁보다는 가격 경쟁에 주력하는 양상으로 나타나면서 경영혁신이나 신약개발 중심의 행태보다는 단기간의 이윤창출을 기대할 수 있는 복제의약품 위주의 판촉활동에 치중하는 양상으로 나타난다(윤희숙, 2008; 공정거래위원회, 2009). 2011년 국내 허가된 의약품의 수는 44,895품목이었으나, 생산 및 수입 실적이 있는 품목은 39.7%인 17,838품목에 불과하다는 점 역시 시장 규모에 비해 복제의약품 중심으로 허가된 품목 수가 많아 과당경쟁이 이루어지고 있다는 사실을 뒷받침하고 있다.

<표 5-1> 국내 제약기업의 연구개발비 현황

(단위: 십억원, %)

구분		2006년	2007년	2008년	2009년	2010년
전체	매출액	6,864	7,766	8,764	9,734	9,828
	연구개발비	362	468	526	600	592
	연구개발비중	5.3	6.0	6.0	6.2	6.0
KOSPI	매출액	6,077	6,863	7,754	8,494	8,623
	연구개발비	331	423	482	549	551
	연구개발비중	5.4	6.2	6.2	6.5	6.4
KOSDAQ	매출액	787	903	1,010	1,240	1,205
	연구개발비	31	44	44	51	41
	연구개발비중	4.0	4.9	4.4	4.1	3.4

자료: 한국제약협회 자료실(2011), 한국보건사회연구원 연구보고서(2012) 재인용

전자공시시스템을 활용하여 분석한 <표 5-1>의 국내 제약기업의 연구개발비는 2010년 현재 약 592십억원으로 전체 매출 규모의 6.0%에 머물고 있는 실정이다. 상장 제약기업의 연구개발비 비중은 약 6.4%였으며, 코스닥 제약기업의 연구개발비 비중은

3.4% 수준에 불과한 실정이다. 그러나, 국내 제약회사의 전반적인 영세성에 비례한 연구개발은 비율의 문제보다 훨씬 더 낮은 투자규모에 있다고 본다⁶⁾.

<표 5-2> 국내 혁신형 제약기업의 연구개발비 현황

(단위: 억원, %)

구분	2010	2011	2012	2013
연구개발투자액	7,595	9,172	9,551	10,415
증감율		20.8	4.1	9.0
매출액 대비 연구개발 비중	10.07	11.58	11.77	12.3

자료: 한국보건산업진흥원(2013)

한편, 혁신형 제약기업의 연구개발비는 연도가 진행될수록 증가한 것으로 나타났다. 최근 4년 사이 연구개발비가 37% 증가한 것으로 조사되었다. 2013년 기준 41개 혁신형 제약기업의 연구개발 투자금액은 2010년 7,595억 원에서 2011년 9,172억 원, 2013년에는 1조 이상으로 증가추세를 보였다.

6) 세계 제약시장 규모는 1천조 원에 이른다. 반면 국내 제약시장은 19조 원 규모다. 세계시장의 1.9%에 불과하다. 매출액 기준 국내 제약업계 1,2위를 다투는 유한양행과 녹십자의 매출을 전부 합쳐도 세계 1위 제약회사 노바티스 매출의 3%에 불과하다. 세계 유수의 다국적 제약사들은 엄청난 돈을 벌고 매출의 20% 가량을 연구개발에 쏟아 붓는다. 반면 국내 제약사들은 매출도 작을뿐더러 매출 대비 연구개발비중도 낮다. 영업 이익률이 낮아 연구개발에 쏟아 부을 만큼의 수익을 거두지 못하기 때문이다. 제약업계는 그 원인으로 정부의 약가억제 정책을 꼽는다. 정부정책이 제약업계를 고사시킨다는 것이다. 정부가 제약회사의 수익을 떨어뜨리고 연구개발에 투자할 여력을 없애 결국 다국적 제약사에 대한 의존도를 높일 수밖에 없는 환경으로 몰아넣는다고 주장한다. 길고 지루한 시간을 거쳐야 하는 신약개발도 마찬가지다. 정부의 약가억제 정책은 그만큼의 시간과 비용을 투자할 가치가 없게 만들어 제약회사들의 신약개발 의욕을 떨어뜨린다는 지적이다. 제약업계의 한 관계자는 “제약산업을 산업이라는 관점에서 보고 정부도 그런 차원에서 관리해야 하는데 약의 관점에서만 보기 때문에 연구개발에 필요한 충분한 잉여소득을 올리기 어렵다”며 “정부가 제약산업을 그저 최종단계의 약 소비관점에서만 본다”고 말했다. 라이선스를 보유하고 있는 다국적 제약사는 매출이 잘 오를 수 있는 제약회사를 찾기 위해, 상품이 필요한 국내 제약회사는 굵직한 품목을 따내기 위해 동분서주하고 있다. 국내 제약회사의 이런 움직임은 생존을 위한 활로 찾기로 봐야한다는 지적이 나온다. 일괄약가인하제도 등 각종 정책적 규제 때문에 자체 제품만으로 성장에 한계가 있다는 것이다. 우리나라 약가제도는 건강보험재정 확보를 위한 규제에 초점이 맞춰져 있다. 정부는 지속적인 제약산업 규제로 보험제정을 줄여나가는 데 주력하고 있다. 그러기 위해 약값을 계속 떨어뜨렸다. 2012년 4월 일괄약가 인하제도가 시행된 이후 제약회사들의 매출과 영업이익이 급감했다. 당시 정부는 6506개 의약품에 대해 일괄적으로 약가 인하조치를 단행했다. 제도 시행 후 오리지널 의약품과 제네릭 의약품(복제약) 간의 가격차이가 없어졌다. 그러다보니 의약품 처방관행이 바뀌었다. 이전에 가격이 낮은 제네릭 의약품을 처방하는 의사들이 많았다. 그러나 약가 차이가 거의 없는 상황에서 의사들은 오리지널 의약품을 선호하게 됐다. 그러자 제약회사들도 유명 해외의약품에 의존하기 시작했다. 국내 제약회사들은 매출 감소량을 만회하기 위해 너도나도 다국적 제약사들과 손을 잡고 남의 제품을 판매했다. 이제 전체 매출액의 30% 이상을 ‘상품매출’로 채우고 있다. 상위 10대 제약사의 상품매출 비중은 2011년 27.3%에서 2012년 30%를 넘어섰고 지난해 40%에 육박했다. 상품매출이란 남이 만든 제품을 팔아 거둔 매출을 뜻한다(Business Post, 2014. 08. 06 기사 일부).

<표 6-1> 국내 제약기업의 판매비 및 관리비 비율

(단위: 십억원, %)

구분	제약산업		제조업전체	
	금액	비율	금액	비율
매출액	14,354	100.0	1,512,284	100.0
매출원가	7,769	54.1	1,239,297	82.9
매출총이익	6,585	45.9	272,987	18.0
판매비 및 관리비	5,112	35.6	168,768	11.2
영업이익	1,473	10.3	104,219	6.9

자료: 한국은행 2010 기업경영분석(2011), 한국보건사회연구원 연구보고서(2012) 재인용

반면, <표 6-1>에서 보듯이 제약산업이 전체 제조업의 평균에 대비하여 매출원가율이 낮고, 판매비 및 관리비의 비율은 높다는 점은 지금까지 많은 연구들에서 실증적으로 밝혀진 내용이다(공정거래위원회, 2009; 한국은행, 2011). 국내 제약회사의 평균 판매비 및 관리비 비율은 35.6% 수준으로 일반 제조업의 평균적인 판매비 및 관리비 비율 11.2%에 비해 높은 수준이다. 일반적으로 판매관리비의 비율이 높다는 것은 의약품의 유통망 구축 및 유지를 위한 적지 않은 비용이 발생한다는 사실을 시사하며, 다양한 경영전략 및 상품생산전략을 구사하기 보다는 동종 업체간 유사한 영업형태에 의존하는 경향을 강하게 하는 원인이 된다. 물론 국내 상하위 20개 제약기업의 매출원가율, 매출총이익률, 판매관리비 비율, 영업이익률을 비교하면, 판매관리 비율의 차이가 크지 않다. 특히 판매관리비의 비율은 외국계 글로벌 제약기업과도 유사한 수준으로 나타나 의료기관과 약국에 상품을 공급하는 제약산업의 특성상 판매관리비의 높은 비중은 우리나라만의 특수한 상황이 아님을 알 수 있다.

제약기업의 판매관리비 비중을 보고한 자료는 다음 <표 6-2>와 같다.

<표 6-2> 제약기업 매출대비 R&D·광고선전비·접대비 비율

단위 : 백만원, %

매출순위	매출액	R&D투자액	투자비율 (%)	광고선전비	투자비율 (%)	접대비	투자비율 (%)
동아제약	635,933.7	39,642.8	6.2	62,670.5	9.8	1,867.7	0.3
한미약품	501,049.2	54,769.0	10.9	26,929.4	5.4	6,772.2	1.4
대웅제약	484,242.3	30,488.5	6.3	34,883.2	7.2	2,979.3	0.6
유한양행	482,205.0	29,780.1	6.2	45,499.0	9.5	4,571.0	0.9
녹십자	442,299.0	28,626.1	6.5	8,363.7	1.9	2,604.7	0.6
중외제약	385,010.3	17,679.0	4.6	28,062.7	7.3	288.3	0.1
제일약품	305,027.9	8,383.3	2.7	19,787.9	6.5	985.0	0.3
일동제약	270,391.2	20,765.0	7.7	39,051.1	14.4	190.5	0.1
한독약품	262,991.7	12,414.2	4.7	14,808.6	5.6	4,852.7	1.8
LG생명과학	256,402.5	59,170.0	23.1	7,039.6	2.7	3,216.7	1.3
종근당	252,021.5	22,070.9	8.8	21,400.1	8.5	1,381.7	0.5
광동제약	250,523.2	4,119.0	1.6	20,414.8	8.2	1,572.2	0.6
보령제약	197,500.6	6,820.5	3.5	15,248.5	7.7	1,033.4	0.5
동화약품공업	175,119.8	9,135.0	5.2	21,960.9	12.5	809.2	0.5
신풍제약	161,393.1	7,152.8	4.4	9,860.6	6.1	4,812.9	3.0
부광약품	155,604.5	6,068.1	3.9	9,623.4	6.2	3,243.9	2.1
S제약	137,112.7	3,065.0	2.2	19,728.8	14.4	4,843.9	3.5
태평양제약	135,387.7	6,633.7	4.9	23,538.3	17.4	-	-
일양약품	120,289.3	8,130.0	6.8	8,145.2	6.7	319.1	0.3
현대약품	111,663.5	6,702.9	6.0	13,692.8	12.3	859.0	0.8
영진약품	109,659.8	3,765.8	3.4	2,374.3	2.2	1,710.7	1.6
삼일제약	104,901.2	2,359.7	2.2	14,401.0	13.7	625.9	0.6
국제약품	103,756.1	2,189.1	2.1	15,120.5	14.6	102.3	0.1
H제약	82,485.6	4,873.9	5.9	3,845.8	4.7	5,339.9	6.5
환인제약	80,091.4	1,999.2	2.5	5,325.9	6.6	402.6	0.5
일성신약	78,833.5	988.7	1.3	4,900.1	6.2	482.3	0.6
S약품공업	78,559.3	462.4	0.6	516.6	0.6	3,453.6	4.4
대원제약	74,356.7	5,083.3	6.8	9,487.7	12.8	50.1	0.1
유유	73,840.1	3,396.2	4.6	8,370.1	11.3	1,395.0	1.9
종근당바이오	66,409.8	1,960.2	3.0	33.5	0	47.8	0.1
동성제약	60,319.5	1,091.0	1.8	10,533	17.4	263.7	0.4
근화제약	59,094.4	2,104.7	3.6	5,195.4	8.8	90.2	0.2
S제약	32,802.7	679.6	2.1	1,759.2	5.4	844.1	2.6
한국슈셀제약	17,117.1	855.0	5.0	1826.3	0.5	177.0	1.0
계	6,744,396	413,425	6.13	534,399	7.92	62,189	0.92

자료: 금융감독원 전자공시 시스템, 2008. 08.

주)음영표시 : 접대비가 R&D 투자비율보다 많은 제약사

<표 7> 국내 상하위 제약기업 및 외국계 제약기업의 경영분석

(단위: %)

구분	국내 상위사 ¹⁾	국내 하위사 ²⁾	국내 평균	외자 평균
매출원가율	52.6	59.5	54.1	28.7
매출총이익률	47.4	40.5	45.9	71.3
판매관리비율	36.6	37.2	35.6	32.7 ³⁾
영업이익률	10.8	3.3	10.3	21.8

주: 1) 2010년 매출액 기준으로 상위 20개사의 하위 20개사의 평균치

2) GSK, 노바티스, 화이자, 사노피 아벤티스, 머크 등

3) 연구개발비 제외

자료: 한국은행 2010년 기업경영분석(2011), 한국제약협회 정책자료집(2011),

한국보건사회연구원 연구보고서(2012) 재인용

반면, <표 7>의 보도자료처럼, 외국 제약기업에 비해 매출원가율은 상당히 높고, 영업이익률 등은 반대로 저조한 양상을 보이고 있는 점이 특징이다. 수익창출을 위한 비용지출 비율을 의미하는 매출원가율이 높다는 것은 과당경쟁과 시장 자체의 영세성 등으로 인하여 규모의 경제가 실현되지 못하고 있으며, 이로 인해 신약개발을 비롯한 연구개발에 투자할 동력이 감소된다는 점을 의미하는 결과이기도 하다. 또한 이는 간접적으로 우리나라 제약기업이 가지고 있는 높은 제네릭 의존도와 음성적 리베이트를 비롯한 비합법적인 영업행태의 원인으로 작용하고 있다⁷⁾.

7) 디지털보사(2011.04.13 보도기사)에 의하면, 2010년 비상장제약사 47곳 중 접대비 지출이 가장 많은 곳은 초당약품과 드림파마로 나타났으며, 이들은 2010 기준 약 30억원 이상의 접대비를 지출한 것으로 조사됐다. 또한 매출액대비 접대비 지출액 비율로 분석해보면, 이 역시 초당약품이 가장 높게 나타났으며, 뒤를 이어 대우제약, 유영제약, 드림파마 등의 순으로 확인됐다. 이 기사는 최근 기업의 경영투명성이 더욱 강조되고 있는 가운데, 제약기업의 접대비는 기업경영 투명성을 낮추는 요인 중의 하나로 손꼽히고 있다고 지적하였다. 이어 "적절한 접대비 지출은 업무에서 윤활유와 같은 역할을 할 수 있지만 과도한 접대비 지출은 기업과 사회의 비용으로 작용할 수 있다"며 "접대비 지출에 관한 집행절차가 투명하고 합리적으로 진행돼 기업 가치를 향상시키는 요인으로 작용토록 유도해 가야할 것"이라고 강조했다.

한편, 헬스코리아뉴스(2014.05.07 보도자료)가 국내 비상장 제약회사의 완제의약품 기준 40개 비상장 제약사의 2013년도 감사보고서를 분석한 결과, 판매관리비 대비 접대비 비중이 1위인 제약회사는 대우제약으로 2013년 기준 총 153억원의 판매관리비 중 13.39%인 20억4475만원을 접대비로 지출했다. 접대비 지출 2위는 판관비(256억원)의 12.36%(31억5934만원)를 사용한 한국프라임제약, 3위는 판관비 352억원 중 10.58%(31억2227만원)를 사용한 유영제약이었다. 이어 건일제약(10.33%), 한국파마(10.11%) 순으로 접대비 비중이 높았다. 접대비 자체가 가장 많은 기업은 유영제약(37억2227만원)이었고, 건일제약(36억8305만원), 한국프라임제약(31억5934만원), 한국파마(31억5934만원), 경보제약(21억3839만원) 등이 뒤를 이었다. 2012년 대비 접대비 비중이 가장 많이 늘어난 제약사는 프라임제약(6.10%p)이었다. 2013년 분할 신설돼 2012년 실적이 없는 동아제약을 제외한 39개 비상장 제약사의 2013년 판관비 총액은 8502억원, 접대비 총액은 326억원으로 집계됐다. 판관비 대비 평균 접대비 비중은 3.83%였다. 이는 2012년(3.55%) 대비 0.28%p 증가한 것이다.

<표 8> 2008년 이후 한국 제약시장의 거시적 변화추이

(단위: 조원, %)

구분	2008년	2009년	2010년	2011년	2012년
수출	1.3	1.8	1.8	1.9	2.3
수입	4.6	5.2	5.4	5.5	5.8
무역수지	-3.3	-3.4	-3.6	-3.6	-3.5
시장규모	17.2	18.2	19.3	19.0	19.2
수입점유율	26.5	28.6	28.0	28.8	30.4
시장증가율	12.6	6.0	6.2	-0.9	0.3

자료: 한국제약협회 정책자료집(2014)

국내의 제약산업은 2012년 기준 수출실적이 2조원에 이르렀지만, 2000년대 중반이후 다국적 제약회사의 국내 생산공장 철수와 수입의약품의 증가 등으로 3조원대의 무역수지 적자가 지속되고 있는 양상이다. 또한 정부의 약가규제가 강화된 2010년 이후 외형적인 정체가 지속되고 있는 실정이다(한국제약협회, 2014).

제3절 제약산업의 특성과 문제점⁸⁾

우리나라의 제약산업은 정부의 육성 의지와 민간의 투자 확대에 따라 외형적으로 지속적인 성장세에도 불구하고, 여전히 몇 가지 구조적인 문제점이 노출되어 있다.

우선, 시장에 대한 진입장벽이 낮아 시장규모 대비 과도한 업체가 난립하여 전체적으로 과다경쟁에 따른 영세성을 면하지 못하고 있으며, 그 가운데서도 양극화 현상이 두드러지게 나타나고 있다. 물론 본 연구에서 산출한 상위기업집중률(CR3)과 허핀달-허쉬만지수(HHI) 및 기타 다른 연구결과들의 대부분은 우리나라 제약시장이 1980년대 이후 경쟁적인 시장양상을 가지고 있음을 가리키고 있지만, 실제 국내 제약시장은 부분적으로 과점적인 특성을 가진 것으로 파악하는 것이 보다 정확한 현실이라고 사료된

8) 한국보건산업진흥원 연구보고서(2010), 한국보건사회연구원(2012), 한국보건산업진흥원 연구보고서(2012) 참조

다. 예를 들어 2011년 현재 연간 매출액이 기록되어 있는 제약기업의 수는 301개(나이 스신용평가 등록업체 기준)인데, 이들 301개 제약기업의 매출액 합계 가운데 상위 3개 기업이 차지하는 비중은 약 13.02%로 나타나고 있다. 반면 하위에 속하는 기업들의 매출액 비중을 합하여 시장점유율 1%를 상회하기 위해서는 하위 86개 제약기업의 매출액을 총합해야 하는 상황이다. 즉, 상위기업집중률 지표 자체는 비교적 안정적이라고 할 수 있으나, 하위 28.5%의 기업들을 모두 합해야 전체 매출액의 1%를 올리는 등 양극화된 시장구조를 보여주고 있는 셈이다. 이는 그나마 매출액이 기록되어 있는 업체를 대상으로 한 결과이며, 매출액이 기록되지 않은 영세한 제약업체가 더욱 많이 존재하고 있다는 현실을 고려할 때 현재 국내 제약산업이 규모의 경제를 실현하는 데에 한계를 가지고 있다고 평가할 수밖에 없는 상황이다.

둘째, 이와 같은 제약시장의 영세성과 과다 경쟁은 제네릭 의약품 위주의 내수 중심 경영, 비정상적인 리베이트, 높은 판매관리비 비중 등 후진적인 유통구조 형성의 원인으로 작용하고 있다. 과점적 경쟁시장에서 중소기업 이하 업체들은 치열한 경쟁구도에 직면하게 되며, 기업의 생존과 수익구조 개선을 위해서 중장기적 전략과 막대한 자금 및 시간이 소요되는 신약개발이나 경영혁신 중심의 기업행태를 선택하는 것이 현실적으로 불가능하게 된다. 오히려 단기간의 이윤창출을 기대할 수 있는 제네릭의약품 위주의 판촉활동에 치중하게 되며, 이 과정에서 비정상적인 리베이트를 통해 사회적 부담을 가중시키기도 한다. 물론 제네릭의약품 사용 확대가 반드시 부정적인 것만은 아니다. 블록버스터 의약품의 특허 만료에 따른 새로운 시장 창출과 약품비 절감 등을 위한 정책적 필요성으로 선진국에서 제네릭의약품의 생산과 사용이 장려되고 있는 상황이기도 하다. 그러나 고혈압치료제 시장에 대한 과다한 제네릭의약품의 수에서도 확인할 수 있었던(2011년 고혈압치료제 제네릭의약품 수 780개), 국내 제약시장의 제네릭의약품은 업체별 전문화가 이루어지지 못하여 비슷한 상품과 영업망을 보유한 가운데 가격과 품질이라는 경쟁력 강화 요인에는 취약점을 보이고 있다. 이런 측면에서 세계 제네릭의약품 시장의 강자인 TEVA가 경쟁력을 가지고 있는 이유에 주목할 필요가 있다. TEVA는 다른 업체의 2배가 넘는 포트폴리오를 가지고 있으면서도 질환별 ‘품목 전문화’를 통해 규모의 경제와 생산효율을 높이고, 더 나은 제품 생산을 위한 품질 개선에 많은 투자를 수행하고 있기 때문이다.

셋째, 제약산업의 발전을 위한 인프라 확충에서 여전히 개선의 여지가 남아 있는데, 특히 전문인력의 양성과 자금 조달 측면이 상대적으로 취약점을 보이고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 국내 제약시장은 내수 위주의 과다한 의약품 판매 경쟁이라는 후진적

인 유통구조가 강하게 남아있고, 이러한 상황은 제약산업이 보유한 인력 수준을 매우 협소하게 만드는 원인으로 작용한다. 즉, 현재 국내 제약산업 인력 가운데 가장 높은 비중을 차지하는 것은 영업직으로서 2010년 현재 전체 제약산업 종사자 가운데 차지하는 비중이 34.4%에 이르고 있는 반면 연구직 인력의 비중은 11.2%에 불과하다. 최근 들어 연구개발(R&D)에 대한 기업의 투자가 증가하면서 관련 인력 비중이 조금씩 늘어나고, 제약산업 특성화 대학원(2012년) 운영을 통해 인력 양성을 서두르고 있지만 여전히 정부가 목표로 삼고 있는 ‘글로벌 제약기업’으로 성장하기 위한 인력자원은 과부족 상태로 평가할 수 있다. 또한 기업공시자료를 이용한 최근 5년간의 매출액영업이익률 분석에서도 제조업 전체보다 높은 증가율을 보이는 등 여전히 영업활동을 통한 수익창출 비중이 높은 산업 분야임을 보여준다. 향후 제약산업의 성장을 위해서는 R&D 기획, 신약 후보물질 발굴, 글로벌 마케팅, 기술사업화, 시판허가(RA) 등에서 약 8천여명의 신규 인력이 필요할 것으로 예상되고 있는 상황에서(한국보건산업진흥원, 2012) 국내 제약산업 가치사슬별로 전문인력을 어떻게 양성할 것인가는 매우 중요한 과제라 할 수 있다.

인력과 더불어 중요한 인프라인 재정 지원, 자금 조달 분야 역시 현재 시스템으로써는 제약산업 육성의 한계가 존재한다. 주지하다시피 의약품은 개발하여 제품화하는 데에 막대한 비용이 소요되며, 장기간의 복잡한 과정을 거쳐야함에도 불구하고 성공확률은 상대적으로 매우 낮은 특징을 가지고 있어서 아직까지 이러한 요건을 단독으로 감당할 역량의 한계를 가지고 있는 국내 제약산업에게는 큰 부담요인으로 작용한다. 또한 내수용 완제의약품 중심으로 구성되어 있는 국내 제약산업의 현실(2010년 생산실적의 85.1%) 역시 초기개발비를 투자하여 신약의 원료를 만들어내기 보다 상대적으로 비용이 적게 소요되는 원료의 합성으로 최종완제품을 만들어내는 기업행태의 원인이 되고 있다. 물론 이렇게 생산된 완제의약품은 제품의 라이프사이클이 짧고, 특허권으로 보호되는 의약품에 비해 부가가치 및 영업기반이 취약할 수밖에 없다. 결국 시장규모가 작고 자금동원력이 상대적으로 열악한 국내 제약업체들이 선발 글로벌 제약기업과의 격차를 줄이기 위해서는 투자 활성화를 통한 안정적인 재원 확보와 조세 지원 등 투자 유도를 위한 제도 정비가 필요하다. 전세계 각국이 차세대산업의 R&D 활동을 중심으로 다양한 조세지원 방안을 마련하여 지원하고 있다는 점에 주목해야 한다.

마지막으로, R&D에 대한 양적 비중 증가와 투자 증대는 제약산업 발전을 위해 긍정적인 신호이지만, 효율적인 R&D 투자로 이어지고 있는지에 대해서는 개선의 여지가 있다고 할 것이다. 우선 그동안의 증가에도 불구하고 R&D 투자 규모가 충분하지 않다

는 점은 여전히 지적되고 있는 문제점이다. 이는 자금 조달과도 연관된 문제점인데, 천문학적인 연구개발비를 장시간에 단독으로 조달할 능력을 갖춘 제약기업이 거의 없는 상황에서 충분한 R&D자금을 어떻게 마련할 것인가, 또한 이를 보완하기 위한 다양한 인수합병(M&A) 전략과 제휴전략에서 어떻게 실효성을 확보할 것인가가 중요한 주제이다. 특히 전세계적으로 신약개발을 위한 투자에 비해 R&D 생산성은 계속하여 감소하는 추세(홍성한, 2012)이고, 국내 개발 신약 가운데 실질적으로 상업화에 성공(보험청구액 기준 100억원 매출 달성)한 경우는 4종류 뿐(생명공학정책연구센터, 2010)이라는 사실은 R&D 투자의 양적 확대와 아울러 실효성 확보라는 질적 측면에서의 개선이 필요함을 반증하는 것이라 하겠다.

제약산업의 궁극적인 목적은 혁신적인 신약의 개발이며, 국가경제와 국민건강에 미치는 영향을 고려할 때 신약이 가지는 가치는 높게 평가받아야 한다. 그러나 주지하다시피 신약개발은 성공할 경우 얻게 되는 편익은 매우 크지만, 막대한 투자비와 많은 시간 소요에도 불구하고 개발성공율은 매우 낮은 고위험사업(high risk)이다.

제4절 제약산업의 변화와 전망⁹⁾

제약산업은 국민건강과 직결되는 제품 특성으로 인해, 제품의 개발에서부터 제조, 유통에 이르는 전 과정에 걸쳐 정부규제의 영향을 받고 있다. 직접적인 소비자인 국민 대신 정부가 건강보험공단을 통해 약제비를 지급하며 제품에 대한 가격결정 권한을 보유하고 있어, 정부정책이 제약사의 실적과 업계 전반의 판도에 직접적인 영향을 미치고 있다.

대표적으로 약가인하와 리베이트의 규제이다. 2012년 4월 1일부터 기 등재 의약품의 대규모 약가인하가 이루어졌다. 이에 따른 약가절감 예상규모는 총 1.7조원으로, 이는 2011년 건강보험약품비 지출액 13.4조원의 12.7% 수준이며, 인하 대상품목은 약 6,500여개로 전체 품목의 47.1%에 이른다. 주요 약가제도 개편 사항은 기존 계단형 제도를 폐지하고 특허만료 오리지널과 제네릭약가를 일괄인하하는 것으로, 핵심은 2012년 1월 1일 후 특허만료 의약품에 대해 오리지널과 제네릭 약가를 각각 기존 80%(상한가 대비)와 68%에서 53.55%로 일괄 인하하고, 2012년 1월 이전 특허만료 의약품도 오리지

9) 보건복지부, 국민건강보험공단의 자료를 정리한 고현수·정민수(2013), 김병균(2014) 참조.

널의 53.55% 수준으로 상한가격을 일괄 인하하는 것이다. 다만 제네릭 출시 촉진을 위해 제도시행 이후 제네릭 진입 최초 1년 동안은 오리지널과 제네릭 약가를 각각 70%와 59.5% 수준으로 적용하게 되며, 필수약품과 퇴장방지 의약품 등은 기등제약 가격 조정에서 예외로 하되, 약가 산정방식 변경에 따라 기존의 시장형 실거래가 제도는 1년간 적용을 유예하게 되었다.

정부는 이러한 대규모 약가인하를 통하여 건강보험 의료비 중 약품비중을 2010년의 29.2%에서 2013년 24% 수준까지 낮춘다는 계획이며, 이러한 대규모 약가인하는 상위 업체를 비롯한 제약업계 전반의 성장둔화와 수익성 압박의 기저로 작용하고 있다. 매출 측면에서는 대형사 중심으로 다국적 제약사와의 제휴를 통한 상품매출 확대로 약가 인하의 영향을 상당 수준 상쇄시키고 있으나, 자체 생산된 제품매출액만을 기준으로 하면 2010년을 정점으로 하여 역성장 추세로 전환되었다.

수익성 측면에서는 리베이트 규제에 의한 판관비 부담의 감소세에도 불구하고, 약가 인하로 인한 자체 성장의 둔화기조 하에서 도입품목 증가로 인한 원가율 상승과 연구개발 프로젝트의 임상후기 진입에 의한 비용 부담 등으로 2010년 이후 최근 3년간 수익성 하락세를 나타내고 있다.

국내 제약시장은 2012년 기준 완제의약품 13.8조와 원료의약품 2.0조 등 15.7조원의 규모이나, 내수-제네릭 중심 제품군을 대상으로 하는 다품종 소량생산체제 하에서, 소규모 업체의 다수 진입으로 총 600여개의 제약사 중 약 270개의 완제의약품 제조업체가 평균 200여개의 품목으로 평균 500억원의 생산액을 기록하고 있는 실정이다. 이러한 내수-제네릭 중심의 제품군과 규모의 영세함에 따른 의약업계 대비 낮은 교섭력과 복잡한 유통구조는 제약업계의 운전자본 부담을 가중시키고 있으며, 소규모 약국대상 채권회수의 어려움 및 대손위험도 상존하고 있다. 또한, 단순 제네릭 위주 제품군에 의한 과도한 판촉경쟁의 결과, 고부가가치 신약 중심의 글로벌 제약사 대비 낮은 제조원가와 높은 판관비를 나타내고 있으며, 이러한 높은 판관비 부담은 정책당국의 약가인하와 리베이트 규제의 빌미가 되고 있다.

최근 정부가 리베이트 규제, 약가 인하 및 R&D 촉진 등에 초점을 맞춘 정책들을 연이어 도입하면서 국내 제약업계 전반의 불확실성이 높아진 상황이다. 2000년의 의약분업 이후 건강보험 재정악화는 높은 약품비중과 맞물려 약가인하 압력의 근원으로 작용하였으며, 향후에도 건강보험의 재정건전성 및 이에 연동하는 약가인하의 압력은 지속될 것으로 판단된다. 건강보험 재정건전화의 이슈는 약가인하 및 약가인하를 위한 리베이트 규제 등의 형태를 나타내며 다양한 모습으로 규제화되고 있다. 구매력 기준으

로 선진국 대비 높은 수준의 약가 형성의 한 원인이 제약업계와 의약품계간의 리베이트라는 정책적 판단 하에서, 시장형 실거래가제도와 쌍벌제 및 리베이트/약가 연동제 등의 리베이트 처벌강화정책들이 제도화되었다. 이러한 약가인하와 리베이트규제정책은 내수시장에서 제네릭을 주력 품목으로 하고 있는 국내 제약업계의 영업 및 마케팅 여력을 크게 위축시키고 있다.

2009년에는 리베이트 적발시 보험약가 최대 20%인하 및 2회 적발시 해당 품목을 보험목록에서 삭제하도록 규제하고 2010년에는 소위 쌍벌죄를 적용하여 리베이트 수수자에 대한 형사처벌 규정을 신설하였다. 나아가 시장형 실거래가 제도를 확립하고자 의약품 저가 구매시 의료기관이나 약국의 이윤을 인정하였다.

상기와 같은 약가인하와 리베이트 규제 등의 국내 제약업계 사업환경의 악화로 인하여 기존 내수-제네릭 중심의 사업모델은 한계에 직면한 것으로 판단된다. 이러한 환경 변화에 대응하기 위해서는, 기존 제네릭 중심 내수시장 안주에서 벗어나, 자체 개발신약을 중심으로 하여 수출을 확대하는 신약수출 중심으로의 중장기 사업전략 변화가 요구되고 있다. 다만, 신약개발 과정에서는 필연적으로 R&D 부담의 증가가 수반되며, 이에 따라 R&D 비용 충당을 위한 차입 및 재무 부담의 증가가 불가피할 수 있다. 이는 결국 R&D 투자에 의한 성장성 확보 등 기대효익의 증가와 더불어 제약산업의 경영위험이 과거 대비 높아지게 됨을 의미한다. 따라서, 성장을 위한 R&D 투자 및 이로 인한 재무 부담의 증가를 적정 수준 내에서 관리하기 위해서는, R&D 프로젝트의 선정과 적극적인 License In & Out 등의 적시 의사결정이 이루어져야 하는 등 과거 대비 보다 높은 수준의 경영능력이 요구되고 있으며, 결국 'R&D투자 ⇒ 수익창출 ⇒ 재투자'의 선순환 구조 정착 여부에 따라, 상위 제약사의 실적 차별화가 이루어질 것으로 전망된다.

제3장 이론적 배경 및 선행연구의 검토

제1절 신용평가의 의의 및 선행연구¹⁰⁾

1. 신용평가의 의의

신용평가의 목적은 채권의 원금과 이자가 약속대로 상환될 수 있는 정도를 측정하여 투자자에게 전달함으로써 이 같은 정보를 알지 못하여 발생할 수 있는 손실로부터 투자자를 보호하고, 기업이 담보나 보증 없이 자기 신용을 토대로 저렴한 자본비용으로 자금을 조달할 수 있는 기회를 제공하는 것이다. 신용평가의 대상은 채권의 발행 주체인 기업이 아니라 개별 채권이다. 그러나 발행 회사채에 대한 신용평가기관의 신용등급은 당해 기업의 ‘종합성적’으로 사용되고 있다. 발행 회사채의 원리금 상환 능력이 기업의 건전성을 나타내는 것으로 받아들여지고, 발행 회사채에 대하여 원리금을 지급하지 못하게 되는 경우 당해 기업은 도산의 위협에 몰리기 때문이다. 이러한 신용등급은 시장에서 적용되는 금리 결정의 기준이 되기 때문에, 기업의 자본비용과 직접적으로 연관된다. 한편 현실적으로 이해관계자들이 해당기업에 대한 자료를 직접 입수하여 조사, 분석을 하기에는 많은 어려움이 뒤따르며, 시간적·금전적 노력이 요구되기 때문에 신용평가기관이 이해관계자들을 대신하여 공정하고 객관적인 위치에서 기업의 신용위험에 대한 철저한 분석을 행하고, 생성된 정보를 다양한 매체를 통하여 이해관계자들에게 시의적절하게 제공하고 있다.

회사채에 대한 등급평가는 미국 등 선진국에서 회사채 전문평가기관에 의하여 널리 활용되고 있어 투자자들에게 매우 유익한 정보를 제공하여 주고 있다. S&P, Moody’s, Fitch 등 널리 알려진 국제신용평가기관들은 신용평가 시에 크게 영업위험·채무위험·국가위험의 3가지 위험을 고려하는 것으로 알려져 있다. 미국 또는 선진국 기업의 경우에는 영업위험과 채무위험만이 고려되지만, 개발도상국 기업의 경우에는 소속 국가의 거시경제적 안정성, 환율위험 등의 국가위험도 추가적으로 고려된다.

우리나라의 경우 복수평가제도가 도입된 1994년부터 신용평가의 공공성을 고려하여

10) 김문태 외(2004), 김문태·권현주(2009)의 연구 재정라·재기술

신용평가기관 지정제도를 시행하고 있다. 현재는 4개 신용평가기관이 금융감독원의 지정을 받아 신용평가업무를 수행하고 있다. 이들 각각은 나름대로의 평가기준을 가지고 다양한 요인들을 고려하여 신용등급을 결정한다. 국내 신용평가사들이 신용평가시에 고려하는 평가기준들은 크게 계량화가 가능한 위험과 계량화가 어려운 위험으로 구분된다. 즉 신용평가란, 양적요인과 질적 요인을 동시에 고려하여 사채의 원금 및 이자지급능력을 종합적으로 판단하는 작업이라고 할 수 있다. 회사채 등급이 비계량적이고 질적 판단요인에 의하여 상당한 비중을 두고 평가되기 때문에 신용평가가 공표된 재무제표로부터 전적으로 결정될 수는 없지만, 발행회사에 대한 재무적인 정보가 등급평가과정에서 중요한 역할을 한다는 것은 명백하다.

본 연구는 우리나라 4개의 평가기관 중 Moody's의 제휴회사인 한국신용평가(이하 한신평)의 평가기준과 평가방법을 살펴보고자 한다. 기업의 채무상환능력에 영향을 미치는 요인은 기업경영의 내적외적 변수들이 포함되며 각 요인들은 상호 밀접한 관련을 맺고 있다. 한신평은 위험요소가 기업의 내부·외부 환경에 따라 다양하게 존재한다고 가정하고, 크게 경영관리 위험, 산업위험, 사업 및 영업 위험, 재무위험, 계열위험 등 5가지로 분류하였다. 각 위험은 상호 유기적으로 연결되어 있으며 평가과정에서 각각의 위험에 대한 가중치와 기회를 고려한 가중치 및 긍정요인을 비교·검토하여 종합적 의견이 표명되었다. 이를 요약하면 <표 9>와 같다.

<표 9> 기업의 내적·외적 위험요소

구 분	평 가 요 소
경영관리위험	지분 및 지배구조, 경영진의 능력, 기업관 및 기업문화, 경영정책 및 경영전략
계열위험	계열그룹의 사업위험, 계열그룹의 재무위험, 계열그룹에 대한 의존성, 자금지원, 지급보증 또는 담보제공 능력
산업위험	산업의 특성 및 수명주기상의 위치, 업종의 주기적 특성, 수요 및 공급의 변화요인, 산업의 재무적 특성, 규제 및 입법사항, 경쟁상태 및 진입장벽, 기타 산업내 현존 또는 잠재적 특성 및 위험요소
사업 및 영업위험	사업구성, 사업경쟁력 및 지위, 영업효율성, 영업정책 등
재무위험	회계정책, 매출 및 수익구조, 자본구조 및 안정성, 유동성 및 현금흐름, 재무적 탄력성 및 자산의 건전성

* 자료의 원천: 한국신용평가 홈페이지 <http://www.kisrating.com>

이들 위험요소 중 본 연구와 관련된 것은 재무위험이다. 경기불황이나 기업고유의 영업실적이 저조하여 수익성이 감소하면, 재무레버리지 즉 부채비율이 높아져서 기업은 고정적 자금부담이 과중됨으로써 지급능력이 약화되고 지급불능위험이 높아짐에 따라 자본구조의 안정성이 저해될 것이다. 그러므로 신용평가를 받으려는 기업은 이 위험요소를 탈피하기 위한 자구책을 강구할 것이며, 특히 재무자료 중 가장 핵심적이고 기본적인 이익의 증가에 관심을 모을 것이다. 그런데, 기업회계기준에서 인정한 회계처리 절차와 방법의 선택은 기업마다 다르며 비교가능성은 일관되지 않아 기업가치 및 이익에 차이가 발생할 수 있을 뿐만 아니라, 경영자가 재량적으로 조정한 이익의 내용은 판별하기 쉽지 않을 것이다.

<표 10> 신용평가등급 분류표

구 분	등 급	등급평가 종합기준
투자 등급	AAA	원리금 지급능력이 최상급임.
	AA	원리금 지급능력이 매우 우수하지만 AAA의 채권보다는 다소 열위임.
	A	원리금 지급능력은 우수하지만 상위등급보다 경제여건 및 환경악화에 따른 영향을 받기 쉬운 면이 있음.
	BBB	원리금 지급능력은 양호하지만 상위등급에 비해서 경제여건 및 환경악화에 따라 장래 원리금의 지급능력이 저하될 가능성을 내포하고 있음.
투기 등급	BB	원리금 지급능력이 당장은 문제가 되지 않으나 장래 안전에 대해서는 단언할 수 없는 투기적인 요소를 내포하고 있음.
	B	원리금 지급능력이 결핍되어 투기적이며 불황시에 이자지급이 확실하지 않음.
	CCC	원리금 지급에 관하여 현재에도 불안요소가 있으며 채무불이행의 위험이 커 매우 투기적임.
	CC	상위등급에 비하여 불안요소가 더욱 큼.
	C	채무불이행의 위험성이 높고 원리금 상환능력이 없음.
	D	상환 불능상태임.
※ 상기 등급 중 AA부터 B 등급까지는 +, - 부호를 부가하여 동일 등급 내에서의 우열을 나타낸다.		

한신평은 회사채 평가등급을 원리금 지급능력의 정도에 따라 AAA부터 D까지 10개 등급으로 분류하였다. 이에 대한 기준을 요약하면 <표 10>과 같다. 등급 중 AAA부터 BBB까지는 원리금 상환능력이 인정되는 투자등급이며, BB에서 C까지는 환경변화에 따라 크게 영향을 받는 투기등급으로 구분하였다. 이는 다른 신용평가회사와 유사한 기준이며, 이러한 기준은 시장에서 인식하는 관례로 정착되어 있다.

신용평가제도에 의한 신용등급정보 공시가 기업의 자금조달과 투자자의 투자 의사결정에 신뢰성 있는 유용한 정보를 제공하여 준다면, 기업의 입장에서는 신용도에 따라 금리를 차등적용 받음으로써 최소의 자본비용으로 자금을 조달할 수 있으며 동시에 좋은 신용등급을 위하여 재무구조개선 등의 유인을 갖게 될 것이다(나영·진동민, 2000).

2. 신용평가에 관한 선행연구

신용평가에 관한 연구는 크게 신용평가등급의 결정요인과 신용등급을 적용한 도산예측이 주종을 이루다가 최근 신용등급을 예측하는 인공신경망연구와 신용등급 변경의 정보효과에 관한 연구 등으로 확산되고 있다. 신용등급과 관련된 대다수의 연구는 여타 재무 논문이 회귀분석을 활용하는 것과는 달리 판별분석 또는 로짓분석을 방법론으로 채택하고 있다.

재무비율을 활용한 초기의 신용등급평가 연구자로서 Horrigan(1966), Pouge and Soldofsky(1969) 등을 들 수 있다. 이들 연구의 특징은 회계자료와 재무비율을 독립변수로 두고 신용등급을 9점(Aaa)부터 1점(C)까지 부호화한 종속변수로 설정하여 다중회귀분석을 실행하였다는 점이다. 이들은 추정된 모형에서 재무변수를 활용하여 신용등급을 예측한 초장기의 업적은 인정되나, 통계적 측면에서 서열척도인 종속변수를 회귀분석으로 추정함으로써 최소자승법(OLS)의 기본가정을 충족시키지 못한 한계점을 나타내었다. 이러한 OLS 모형의 한계점 때문에 Pinches and Mingo(1973)는 다변량판별분석을 이용하여 회사채 등급평가의 예측에 유용한 모형을 개발하였다. 연구 결과, 요인분석에 의하여 추출한 장기부채의존도, 총자산순이익율 등 5개의 재무변수와 담보권의 우선순위 등 비재무요인이 신용등급을 예측하는 데 유용한 변수로 나타났으며, 69.7%의 예측력을 보였다. 그러나 이 방법은 각각의 종속변수 값을 별개의 범주(category)로만 보기 때문에 회사채 신용등급에 일관된 등간격 순서가 존재한다는 중

속변수의 중요한 정보(구조)를 무시하고 있다.

Kalpan and Urwitz(1979)는 기존연구에서의 회귀분석기법이나 관별분석을 이용한 연구방법상의 문제를 지적하면서, N-Probit 모형에 의한 신용등급 예측을 시도하였다. 이 모형은 연구자에게 관측되는 종속변수는 서열척도(ordinal version)라고 가정하면서도 종속변수와 독립변수들이 일련의 선형관계를 갖는 것으로 가정하였다. 최우추정법(maximum likelihood estimation)에 의해 추정되는 N-Probit 모형을 통하여, 현금흐름, 장기부채, 순이익, 시장베타 등의 변수가 신용등급을 예측하며, 분류정확도는 72%를 나타냈다. 국내의 연구로는 나영·진동민(2003)의 연구를 들 수 있다. 이 연구는 기업어음 신용등급정보를 대상으로 신용평가등급 예측에 있어서 회계정보의 유용성을 검증하였다. 이들은 IMF 이후인 1998년도부터 2001년도까지 신용평가기관에 신용등급이 공시된 596개의 상장기업을 표본기업으로 선정하여, 415개의 투자등급기업과 181개의 투기등급기업을 종속변수로 사용하고, 신용등급 예측에 영향을 미치는 재무변수를 독립변수로 하여 로짓분석을 실시하였다. 연구결과, 배당률과 총자산 등의 재무변수를 바탕으로 신용등급을 예측한 결과 매우 높은 예측정확도를 보였으며, 따라서 신용등급예측에 있어서 회계정보가 매우 유용하다는 것을 보여주고 있다. 또한 당해연도의 유의한 재무변수로 차기연도를 예측한 결과, 90% 이상의 예측정확도를 보였다. 한편, 오히장(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.

신용등급의 공시는 투자자의 불확실성을 감소시켜 주가에 영향을 미칠 수 있다. Pinches and Singleton(1978)은 신용등급의 하락 혹은 상승과 동반하여 주가의 등락이 같이 움직임을 보이는 점을 제시하여 신용등급의 변경으로 인한 공시효과가 나타나지

않는다고 주장하였다. 그러나 Holthausen and Leftwich(1986), Goh and Ederington(1993)은 신용등급이 상승할 때 보다는 하락하는 경우 주가가 더 크게 하락하는 것을 보였다.

이에 관한 국내의 연구 또한 전반적으로 신용등급의 하향조정인 경우에만 정보효과가 있는 것으로 나타났다. 박현섭·송인만(2005)은 외환위기 이후 신뢰성 있는 신용등급에 대한 수요가 확대되는 상황에서 회사채 신용등급 변경에 대한 주식시장의 반응을 상향 및 하향집단으로 구분해서 검토하였다. 분석결과, 등급하향의 경우에만 등급변경 정도에 따른 정보효과가 존재하는 것으로 나타났다. 이처럼 등급하향의 경우에만 정보효과가 나타나는 이유로는 등급변경의 시기적절성, 발행자 우위의 시장구조, 경영자의 비대칭적 정보공시 유인 등이 제시될 수 있다. 또한 외환위기 전후의 등급변경공시도 시장반응에 차이가 있는 것으로 나타나 신용등급의 유용성이 확인되었다.

신용평가기관이 올바른 기업평가를 수행하여 일반투자자에게 질적으로 우수한 정보를 제공하는지에 관한 연구도 꾸준히 진행되어 왔다. 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. Standard and Poor's(1986)는 신용평가가 회사채의 지급불능위험과 직접적으로 관련된 부채요소비용 뿐만 아니라, 기대이익의 성장성을 중요한 요소로 평가해야 한다는 점을 강조하였다. 이는 신용평가기관이 신뢰할 수 없거나 왜곡된 등급을 부여한다면, 양질의 정보를 요구하는 시장의 외면을 받게 될 것임을 시사하고 있다. 따라서 신용평가기관은 표면적인 재무비율 뿐만 아니라 기대이익의 성장성, 이익의 질, 이익지속성 등 보고이익의 질적 속성을 면밀히 분석하여 신용평가에 임해야 할 것이다 (Khurana and Raman, 2003).

이와 비슷한 맥락에서, 기업지배구조나 사회책임투자(SRI: Socially Responsible Investment)와 신용등급의 상관성에 관한 연구가 진행되었다(Gompers et al., 2003; Bhojraj and Sengupta, 2003; 김문태·김영환, 2007). 한편, Dillenburg et al.(2003)은 신용평가기관이 주주들의 이해관계를 보호하기 위하여 기업의 재무성과 뿐만 아니라 환경적, 윤리적, 사회적 성과까지 평가하기 때문에, 기업은 이러한 신용평가 기준에 충족하기 위하여 노력을 기울일 수 있는 점을 강조하였다.

국내 연구로 김문태 외(2006)는 신용평가기관이 경영자의 이익조정을 기회주의적 동기로 인식한다면, 이를 호의적으로 평가하지 않는 결과, 신용등급이 양호한 기업의 이익조정 정도가 상대적으로 낮을 것으로 기대하였다. 연구대상 표본으로, 1995년도부터

2002년도까지 금융업을 제외한 12월말 결산 상장기업 중에서, 신용등급을 부여받은 998개 기업별-연도별 횡단자료를 활용하였다. 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 상관분석에서 신용등급과 재량적 발생액은 유의한 음(-)의 상관관계를 보였으며, 단변량 차이분석에서 신용등급이 양호한 집단일수록 이익조정 정도가 유의하게 낮게 나타났다. 둘째, 선형회귀분석과 로짓분석에서 신용등급에 대하여 이익조정변수는 유의한 음(-)의 설명력을 나타내었다. 연구결과를 통하여, 신용등급이 양호(불량)한 기업일수록 영업실적이 우수(불량)하고 이익조정 정도가 낮은(높은) 것을 알 수 있었다.

최국현·신안나(2006)는 1998년부터 2003년까지 회사채를 발행한 기업 중 은행 및 금융관련기업을 제외한 회사채 신용등급 변화를 파악할 수 있는 579개의 거래소 상장기업들을 대상으로 해당 기업들의 이익조정 행위를 분석하여 기업에 대한 신용등급평가가 경영자의 이익조정 행위에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 연구결과는 신용등급 평가가 재량적 발생액으로 측정된 경영자의 이익조정 행위와 유의적인 관련성을 갖고 있음을 보고한다. 특히, 재량적 발생액에 영향을 미칠 것으로 예상되는 주요 변수들을 통제된 후에도 신용등급이 상향 및 유지된 기업의 재량적 발생액이 신용등급이 하향된 기업의 재량적 발생액보다 유의적으로 큰 것으로 나타나고, 신용등급 상향(하향)기업의 재량적 발생액이 등급 무변화기업의 재량적 발생액보다 유의적으로 큰(작은) 것으로 나타난다. 이러한 결과는 신용등급의 상향평가 및 등급유지를 위하여 경영자는 신용등급 평가의 주요 요인인 회계이익을 상향조정하고 있음을 시사한다.

이러한 선행연구의 결과는 전문 신용평가기관이 대리비용이 잘 통제된 기업에 보다 양호한 신용평가가 부여할 것으로 추론할 수 있을 것이다(Bhojraj and Sengupta, 2003; Ashbaugh et al., 2006; 김문태·권현주, 2009).

제2절 대리비용에 관한 선행연구

소유주와 주주의 선호 내지 이익이 일치하지 않을 때 대리인 문제가 발생한다. 특히 소유주의 시간과 정보의 부족으로 인하여 대리인의 행동에 대해서 완전히 통제와 감독을 수행할 수 없는 상황과 불확실성의 개입으로 대리인 문제가 노출된다. 이를 통제하거나 해결하기 위하여 드는 비용이 대리비용(agency cost)이라 할 수 있는 바, 경영자가 주주의 이해관계에 반하는 의사결정을 하지 못하도록 통제하기 위해 사용하는 감시비용(monitoring cost), 경영자가 자신이 행하고 있는 경영 및 투자 의사결정이 주주의 이해관계와 일치한다는 것을 주주에게 보여주기 위해 소요되는 확증비용(bonding cost), 그리고 잔여손실(residual cost)로써 위와 같은 감시와 보증노력에도 불구하고 경영자의 행위에 대한 통제가 불완전하기 때문에 발생하는 대리인 문제에 따른 기업가치 손실을 말한다.

대리인 문제의 본질은 정보 비대칭성(information asymmetry)이다. 정보가 비대칭적으로 존재할 경우, 정보를 가진 경영자 입장에서 자신에게 유리하도록 사적 의도를 갖게 됨으로써, 소유주(주주)의 선호 혹은 부(富)와 일치하지 않는 기회주의적 의사결정을 하게 된다. 사전적 기회주의로써 역선택(adverse selection), 사후적 기회주의로써 도덕적 해이(moral hazard)가 있다. 전자는 소유주가 대리인을 선택할 때 그 대리인이 그 위임업무의 처리에 관한 능력과 지식을 충분히 가지고 있는지의 여부를 그 대리인 본인보다는 잘 알지 못하므로, 대리인의 능력보다 많은 보수를 지급하게 되거나, 기준 미달의 대리인을 선택하는 현상을 말한다. 후자는 대리인이 소유주를 위하여 업무를 수행할 때, 소유주는 대리인의 행위나 노력에 대하여 효과적으로 관찰하거나 통제를 하는 것이 불가능하거나 과도한 비용이 소요되는 경우가 대부분이므로, 대리인은 과업의 수행에 필요한 주의와 노력을 기울이지 않을 유인을 갖게 된다는 것이다.

소유와 경영이 분리된 현대의 기업형태에서 경영자의 업무회피(태만, shirk)와 사적 이익추구에 의하여 대리비용이 발생할 수 있다. 대리비용이 발생될 수 있는 전형적인 유형은 경영자의 불성실(insufficient effort), 무능(incompetence), 업무회피(shirking) 등으로 인하여 자신의 효율적인 이용 기회가 포기되는 경우와 기업이 창출한 잉여가치가 사적으로 소비되는 행태(perk)에 의한 부당한 탈취(misappropriate)로 요약할 수 있다(Berle and Means, 1932; Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983; 조성빈, 2006). 이러한 대리비용이 지속되면 소수주주나 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)¹¹⁾.

다수의 선행연구는 이러한 대리비용을 통제할 수 있는 수단으로 다양한 메카니즘에 관하여 논의되어왔다. 대표적으로 경영자 지분과 대리비용의 관계(Jensen and Meckling, 1976; Fama and Jensen, 1983; Jensen, 1993; 지성권 외, 2009), 외부 대주주 혹은 기관투자자(외국인투자자 포함)의 효율적인 감시기능(Shleifer and Vishny, 1986; 전영순, 2003; 박현준 외, 2004; 김문태, 2006), 지배구조의 대리비용 통제기능(Rosenstein and Wyatt, 1990; Lin et al., 2003; Bhojraj and Sengupta, 2003; 박영석·김남곤, 2005; 김문태·박길영, 2009), 잉여현금흐름의 활용을 통한 대리비용의 완화(Myers, 1977; Flannery, 1986; 안미강·고대영, 2011) 등을 들 수 있다¹²⁾.

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

그러나 La Porta et al.(1999)은 소액주주 보호 장치가 잘 발달되어 있는 국가를 제외하고는 지분이 잘 분산되어 있는 경우가 많지 않음을 제시하였다. 또한 기업의 소유구조가 집중될수록 외부소액 주주들에 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 신흥국의 기업 지배권이 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

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

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

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)는 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, 사외이사의 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.

지성권 외(2009)는 자본구조가 경영자 성과-보상의 민감도에 미치는 영향을 통하여 대리문제를 고찰하였다. 이들은 기업 내에는 경영자-주주에 대한 대리문제(지분의 대리문제) 뿐만 아니라 채권자와의 대리문제(부채의 대리문제)도 존재한다는 점을 강조하였다. 이에 따라 두 가지의 대리문제, 즉 자본구조(레버리지)와 경영자 주식성과-보상 민감도, 회계성과-보상 민감도 사이의 관련성을 분석하였다. 그리고 주주와 이해관계가 보다 일치될 가능성이 높은 전환사채권자의 존재가 경영자 주식성과-보상민감도, 회계성과 보상 민감도에 미치는 영향을 분석하였다. 2004년부터 2007년 동안 상장제조 기업을 대상으로 자본구조에 따른 경영자 성과-보상민감도를 횡단면으로 분석한 결과, 먼저 경영자의 주식성과-보상민감도는 레버리지(부채비율)가 증가함에 따라 감소하였으며, 전환사채에 기인한 레버리지가 높은 기업일수록 경영자 주식성과-보상 민감도는 증가하는 것으로 나타났다. 한편 경영자 회계성과-보상 민감도와 레버리지 사이의 관련성을 분석한 결과 부채비율이 증가함에 따라 회계성과-보상 민감도는 증가하는 것으로 나타났으며, 전환사채에 기인한 레버리지가 높은 기업일수록 회계성과-보상 민감도는 감소하는 것으로 나타났다.

배현정 외(2010)는 종업원지주제(employee stock ownership plans: ESOP)를 통하여 종업원이 자기회사의 주식을 취득·보유하여 주주로서의 역할을 담당할 때, 경영자의 대리비용을 감소시킬 수 있는지를 실증 분석하였다. 연구 대상기간인 2002년부터 2005

년까지 우리사주 제도를 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 대리비용에 대한 통제효과가 더 양호하다는 것을 유추할 수 있었다. 이 같은 본 연구의 결과는 우리사주 제도가 경영자의 기회주의적이고 과도한 사적 소비는 억제시키고, 경영자로 하여금 기업의 자산을 효율적으로 활용하도록 유도한다는 것을 시사한다.

안미강·고대영(2011)은 잉여현금흐름가설에 초점을 맞추어 선행연구에서 주장하는 것처럼 자사주취득이 경영자의 과잉투자를 억제함으로써 대리비용을 줄일 수 있는지 분석하였다. 2003년부터 2009년까지 한국증권거래소에 상장된 주권상장기업 중 금융업에 속하지 않은 2,974개 기업을 대상으로 분석을 실시한 결과, 자사주취득은 판매관리비 비중과 영업외비용, 접대비 비중, 자산대비 매출액 비중으로 측정된 대리비용에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 기존의 연구에서 주장하는 잉여현금가설과 다른 결과로서 기업이 자사주를 취득할 경우 경영자의 과잉투자나 불필요한 지출을 억제하여 대리비용이 감소하기보다는 오히려 자사주 취득이 경영자의 사적이익을 위한 도구로 사용될 수 있음을 의미한다. 추가로 최대주주지분율과 소액주주지분율을 구분하여 분석한 결과, 최대주주지분율은 대리비용에 유의한 음(-)의 영향을 미쳤으며, 소액주주지분율이 증가할수록 대리비용도 증가함을 확인할 수 있었다. 최대주주지분율이 낮은 기업집단과 소액주주지분율이 높은 기업집단만을 대상으로 회귀분석을 실시한 결과에서는 최대주주지분율이 낮은 기업과 소액주주지분율이 높은 기업의 자사주 취득은 모두 대리비용을 증가시키는 것으로 나타났다. 이는 최대주주지분율이 낮은 기업일수록 경영자와의 정보비대칭이 심화되어 자사주 취득이 최대주주의 이익을 높이는 효과를 가져오기 보다는 오히려 주주와 경영자 간의 대리비용을 증가시키는 결과를 초래하는 것을 의미한다고 보았다.

접대비와 유사한 복리후생비에 대한 연구는 다음과 같다. 박정윤·이미용(2003)은 기업윤리성이 부실기업과 정상기업을 판별하는 변수로서 적합한지를 살펴보고 아울러 부실예측모형의 설명변수로서 적합한지에 대해 검정함으로써 그 틀을 제시하고자 하였다. 본 연구는 1997년 12월부터 1998년 12월 사이 부실화된 기업과 이에 대응하는 정상기업을 대상으로 하였으며 기업윤리성 지표로는 경영자 개인적 교제에 유용되거나 이익을 은폐하는데 이용될 소지가 많은 접대비와 복리후생비 지출을 고려하였다. 연구

결과는 세 가지로 요약된다. 첫째, 부실기업이 정상기업보다 접대비와 복리후생비를 더 많이 지출하는 것으로 나타났다. 특히 매출액대비 접대비비율과 접대비변화율에서는 두 집단간에 통계적으로 유의한 차이를 보였다. 둘째, 부실 1년전, 부실기업은 매출액 변화율을 증가하는 접대비변화율을 보였다. 셋째, 복리후생비 비율은 LOGIT 분석을 이용한 기업 부실예측모형에서 유용한 변수로 채택되었으며, 예측표본과 검정표본에서 각자 97%와 85%의 예측력을 보였다.

고윤성·이진훤(2011)은 접대비의 지출수준에 따라 접대비의 타비용 대체처리에 차이가 존재하는가와 접대비의 타비용 대체처리는 조세회피와 유의한 관계가 있는지를 분석하였다. 연구결과는 다음과 같다. 첫째, 접대비의 변동률과 복리후생비 등의 변동률은 양(+)의 유의한 결과를 나타냈다. 이러한 유의한 양(+)의 관계는 접대비 한도를 초과한 기업에서 더 강하게 나타났으며, 접대비 지출이 적은 기업에서는 이러한 결과가 관찰되지 않았다. 즉, 접대비 한도초과를 회피하기 위해서 접대비 지출에 대하여 복리후생비 등 타비용으로의 대체처리가 존재할 가능성을 나타낸 것이다. 둘째, 한도를 초과한 기업에서도 접대비의 지출수준에 따라 대체처리 가능성에 차이가 존재하며, 복리후생비의 경우 접대비 지출수준이 극단적으로 높은 집단보다 한도초과에 근접한 그룹에서 더 큰 계수값을 보였다. 반면 기타 판매관리비의 경우 접대비 지출수준이 높아질수록 그 계수값이 더 커지는 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 접대비의 타비용 대체처리에 있어서 복리후생비로 우선 대체하며, 복리후생비로의 대체가 한계에 도달하면 기타 다른 판매관리비로 대체 처리한다는 가능성을 나타내는 결과이다. 셋째, 접대비의 타비용 대체처리 크기에 따라 조세회피에 차이가 있는지 살펴본 결과에서도 접대비보다 복리후생비 및 기타판매관리비의 증가율이 더 클수록 조세 회피추정치도 크게 나타나 접대비의 타비용 대체처리는 조세회피와 직접적인 양(+)의 관계가 있다는 결과를 얻었다. 본 연구는 접대비의 타비용 대체처리와 조세회피간에 직접적인 관계를 실증연구를 통하여 제시함으로써 단순히 접대비 지출금액을 줄이기 위한 정책에 그치지 않고, 접대비의 타비용 대체처리를 통한 조세회피에 대한 규제 방안을 모색할 수 있는 근거를 제시하였다는데 의의가 있다.

성용운·이병산(2006)은 고의적인 회계분식으로 검찰에 고발된 21개의 표본기업을 선정하고 통제기업을 추출하여 두 집단 사이의 세무조정 특성(양 집단 간의 순이익가산비율, 준비금설정율, 공제감면세액비율 등)을 비교하였다. 실증분석 결과, 표본기업들과 통제기업들 사이에 세무조정 특성의 차이를 발견할 수 없었고, 표본기업들의 준비금설정율은 유의적으로 작았다. 둘째, 또 다른 실증분석으로 표본기업들의 회계분식향

목 중 과세소득을 증가시킨 항목들이 실제 세무조정과정에서 추가적인 세금부담이 발생되지 않도록 조정한 사실이 없음을 확인하였고, 고의적인 회계분식을 한 기업들이 실제 세무조정과정에서 추가적인 세금부담을 피하지 않고 해당연도 세무신고를 하여 23개 기업이 약 726억원을 추가적으로 부담한 사실을 확인했다. 이러한 실증결과를 종합하면, 고의적으로 회계분식을 한 우리나라 기업들이 회계분식으로 추가되는 세금부담을 의도적으로 회피하려고 한 증거는 없다고 할 수 있다. 이는 의도적 세무조정으로 인하여 과세소득이 회계상 당기순이익에 비하여 지나치게 낮아지거나 납부세액이 작아짐으로써 분식사실이 적발되게 될 가능성을 줄이기 위함이거나 혹은 정상적인 기업에 비하여 세무계획에 자원을 투입할 여유가 없기 때문이라고 해석될 수 있다.

제3절 이익관리의 고찰¹³⁾

다수의 선행연구는 경영자가 자신의 이해관계 및 사적 목적에 부합하려는 다양하고 자의적인 의도로 회계이익을 조정 또는 수정하였음을 밝히고 있다. 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 재량적 발생액, 특별이익 및 전기손익수정손실 등이 이익평준화의 주요 도구로 사용된다는 것과 평준화도니 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

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

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 감소하는 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, 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 경

감 등의 이유로 목표이익과 적자회피를 위한 이익조정이 구사된다고 주장하였다.

한편, 자산처분, 연구개발 지출의 회계처리, 대손충당금의 재량적 설정 등 이익조정
 의 수단 및 방법에 관한 연구도 수행되었다.

자산처분은 대부분 금융자산의 미실현보유손익을 처분하여 이익관리 수단으로 활용
 된다고 보고한다. 가령, Hand(1989)는 채무증권의 지분증권 전환(debt-equity swap)거
 래에서 발생하는 이익을 수단으로 전년 대비 이익의 감소를 보전하는 유연화를 제시하
 였다. 이와 유사한 연구로 관심 국가별·산업별·금융상품별 그리고 이익관리 동기별
 로 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 지연함으로써 당기의 기대이익을 실현할 수 있다. Baber et al.(1991), Perry
 and Grinaker(1994)은 당기에 순이익을 기대하거나 전기의 이익수준을 유지하려는 경
 영자는 연구개발비 지출을 억제(cutting)함으로써 이익을 유지하려는 현상이 있음을 밝
 혔다. Oswald(2000)는 연구개발 지출에 대한 회계선택의 여지가 존재하는 영국(UK)에
 서 연구개발비에 대한 회계처리(자본화 또는 비용화)가 경영자의 재량에 의하여 선택
 된다고 보고하였다. 나아가 Oswald and Zarowin(2005)은 연구개발비 지출이 당기 이
 익이나 기대이익의 달성여부에 따라 재량적으로 자본화 또는 비용화된다는 논거를 제
 시하고 있다. Mande et al.(2000)은 일본의 기업들이 계열사 지배시장과 기관투자자로
 부터 이익의 상향조정 압박을 받고 있기 때문에 연구개발비를 자산처리함으로써 이익
 을 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 당
 해 연도 이익이 높다면 재량적 부분인 대손충당금의 기말 추가설정액을 높게 보고하여
 이익의 변동을 감소시키는 이익조정을 구사한다고 주장하였다.

이익관리가 회계정보의 신뢰성을 저하시킨다는 전제하에 다양한 이익관리 통제 메카
 니즘이 논의되었다.

전영순(2003), 김문태(2004)는 외국인투자자가 투자대상 기업분석에서 질적으로 우수

한 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 상향조정을 억제되었다고 주장하였다.

마지막으로, 기업지배구조와 외부감사인에 의한 이익조정의 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).

제4장 연구방법론

제1절 가설의 설정

김성아(2007)는 2001년부터 2005년까지 국내 제약회사의 생산성 변화를 분석하였다. 투입요소는 인건비, 매출원가, 판매관리비, 총자산으로 측정하였고, 산출물은 매출액으로 정의하여 분석한 결과, 효율성이 2004년부터 하락한다는 점을 보였다. 생산성 역시 하락하다가 2004년부터는 다시 증가 추세를 보였으나 2000년 초반 수준을 회복하지 못하였다고 보고하였다. 생산성 하락의 원인으로 기술퇴보를 꼽았으며, 전반적으로 제약회사의 대형화와 연구개발 투자 및 기술혁신에 의한 생산성 향상에 관심을 가져야 한다고 주장하였다.

이와 유사한 연구로 정성민·유한주(2011)는 제약산업의 경영환경 불확실성으로 인한 생산성 감소에 대하여 제약산업의 효율성 및 생산성을 실증적으로 분석하였다. 실증분석을 위한 투입 변수를 업체의 총자산, 매출원가, 판매비 및 관리비, 급여로 선정하였으며, 산출 변수를 매출액으로 선정하였다. 분석 결과, 순수기술 효율성이 규모 효율성에 비해 상대적으로 낮은 것으로 분석되어, 제약회사들은 경영효율성 향상을 위해 규모의 확대보다는 신기술 도입 및 투입 요소 개선에 더 많은 관심을 기울여야함을 알 수 있었다. 효율성과 함께 제약회사들의 생산성을 평가한 결과 2006년부터 2010년까지 평균적으로 생산성이 0.12% 하락하였으며, 기간 중 총 생산성은 0.48% 하락하였음을 알 수 있었다. 특히, 생산성이 2006년부터 2007년까지 지속적으로 상승하다가 2008년 이후 급격하게 하락된 바, 생산성 하락의 주원인은 기간 중 기술성장의 둔화 및 규모의 비효율성이 발생하여 생산성이 하락하였음을 알 수 있었다. 이들은 제약산업의 생산성을 높이기 위해 경영혁신기법 및 신기술 도입 등을 통해 기술혁신을 실현해 나갈 필요가 있다고 주장하였다.

박승욱·박정수(2014)는 설문자료의 구조방정식을 이용한 연구모형에서 제약산업에서 위수탁 수주에 기업내부 역량 중 어떤 역량이 기업의 성과와 고객만족에 유의한 영향을 미치는지를 살펴보았다. 분석 결과, 품질관리 능력과 위험관리 능력이 고객사 만족에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 생산능력이 위수탁 성과에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다.

김우봉·김우식(2002)은 제약산업을 대상으로 기존의 정태적 효율성 비교에 주로 사용되어 온 DEA모형을 이용하여 단일 기업의 다수 시점별 투입·산출요소에 대한 동태적 효율성 비교를 시도하였다. 분석결과, 37개의 국내 상장 제약사 전체에서 정태적 효율성이 1.0으로 평가된 2개사 중에서 1개사는 동태적 효율성에 양호하였으나, 1개사는 투입·산출요소에 대한 개선의 여지를 발견하였다.

이와 같은 연구결과는 제약산업의 경영자가 자산활용을 통한 적극적인 노력을 강구하여 새로운 수익모델을 창출해야한다는 점을 간접적으로 시사한다. 역으로 경영자가 그릇된 투자의사결정으로 자산의 운용이 심각하게 손상되었거나 수익창출을 위하여 적극적인 노력을 기울이지 않는 업무태만(shirking) 등으로 인하여 비효율적인 대리비용이 발생할 수 있다는 점을 의미한다.

제약산업 뿐만 아니라, 전 업종에 대해서도 접대비에 대한 일반적인 인식이 호의적인 것은 아니며, 다수의 선행연구에서도 접대비가 기업가치에 음(-)의 설명관계를 가지는 것으로 보고하고 있다. 가령, 박현준 외(2004)는 접대비와 기밀비가 주주 부(富)의 극대화를 위한 기업의 미래 성장을 위한 투자성 지출이 아닌 경영자가 자신의 사적 이해를 극대화하기 위해 자의적인 선택에 따라 결정되는 비용이라고 주장하였다(이와 유사한 연구로, 김성민·민춘식(2011), 권기정(2012)의 연구도 있다). 김성환·김미나(2005)는 기업부실 가능성이 높을수록 생존을 위한 접대비 지출을 늘리는 것을 알 수 있으며, 부실가능성이 높은 기업의 접대비 지출에 대한 통제를 강화할 필요가 있음을 지적하였다. 김문태·권현주(2009)는 접대비에 대하여 신용등급은 매우 유의한 음(-)의 반응을 보였다. 이는 경영자의 구체적인 사적비용인 접대비가 기업의 장기가치를 침해하는 것으로 인식되어 신용등급에 불리하게 반영되는 것을 의미한다.

최수미(2003)는 접대비 비중이 큰 기업이 매출액영업이익률과 순이익률 모두 음수(-)를 나타내고 있으며, 접대비 비중이 가장 낮은 집단의 매출액 영업이익률과 순이익률이 가장 높다는 상반된 결과를 제시함으로써 접대비가 기업성과와 반대되는 결과를 제시하였다. 산업별로 화학제품 제조업의 경우 매출 대비 접대비 비중이 0.55%로 가장 높은 것으로 보고하였으며, 이는 의료 및 제약산업이 화학제품군에 속하기 때문인 것으로 풀이하였다. 김문태·이광석(2013)은 제약회사의 접대비가 경제적 부가가치(EVA)에 유의한 음(-)의 설명관계를 보인다고 보고하여, 접대비가 장기적인 기업가치를 훼손시킬 수 있음을 지적하였다.

손원익(2013)은 2006년부터 2011년까지 최근 5년간 접대비 지출액 및 한도초과율에 해당되는 기업 및 업종을 분석한 결과, 상위 10대 기업 가운데 6곳이 제약사인 것으로

보고하였다. 이는 제약기업이 법인세법상 접대비 손금(비용) 인정 한도를 초과한 만큼 세금부담을 감수한다는 것을 의미한다. 또 접대비의 상당 부분이 룸살롱·단란주점 등 호화 유흥업소로 유입되고 있어 공정거래를 막고, 사회의 도덕수준을 낮추는 등 막대한 사회적 비용도 유발하는 것으로 분석되었다. 그는 제약사들이 신약 연구개발(R&D) 보다는 병원과 의·약사 접대에 열을 올린 결과라고 지적하면서, 기업 경쟁력이 하락하고 공정경쟁 질서가 훼손될 수 있다고 우려하였다.

이러한 맥락에서 본 연구는 다음과 같은 가설을 통하여 대리비용이 제약산업의 신용평가에 미치는 영향을 분석하고자 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설1. 제약기업의 대리비용은 신용평가에 설명관계를 가진다.

보조가설 1-1: 제약기업의 자산효율성은 신용평가에 긍정적인 영향을 미친다.

보조가설 1-2: 제약기업의 사적 소비는 신용평가에 부정적인 영향을 미친다.

제약회사에 한정하여 수행한 이익관리에 관한 연구는 거의 전무한 상태이다. 다만, 제약기업이 타 업종에 비하여 상대적으로 특권적 사적 소비, 영업 특성상 음성적 리베이트나 커미션의 조성 등 업무상 비정상적 지출로 발생하는 이익의 유출을 보전하기 위하여, 이익조정을 구사할 개연성이 충분하다고 추론할 수는 있을 것이다. 이에 대하여 제약기업의 이익관리가 공격적일수록(즉 이익의 상향조정 유인이 강할수록) 신용평가에 부정적으로 반영되는지 검증하기 위하여 다음과 같은 가설을 설계한다.

가설2. 제약기업에서 이익의 상향조정은 신용평가에 부정적인 영향을 미친다.

제2절 가설검증 모형의 설계

1. 변수의 설정

가. 신용평가 지수의 측정

대부분의 선행연구에서 신용평가의 대응변수로 신용등급을 활용하였다(Sengupta, 1998; Bhojraj and Sengupta, 2003; Khurana and Raman, 2003; 나영·진동민, 2003; 김문태 외, 2006). 신용등급은 위임에 대한 법령이나 감독규정의 강행성에 근거하므로, 신용평가체계가 정교할 것으로 기대되며 자료의 신뢰성이 강한 장점을 지닌다. 그러나 2000년 이후 대부분의 신용등급이 ‘투자등급(BBB이상)’으로 분류되어 등급 간 차별성을 확보하기 어렵고, 무보증사채를 발행하지 않는 기업 대다수가 표본에서 배제되어 신용등급으로 일반화된 결론을 도출하는데 한계가 있다고 본다. 또한 신용평점은 위임이나 강행성에 근거한 평가가 아니기 때문에 기업의 압박과 유혹에서 보다 자유롭고 객관적인 평가를 담당할 수도 있다(Baker and Mansi, 2002; 박길영·김문태, 2009 재기술).

신용평점은 여신을 담당하는 금융기관을 비롯하여 다양한 평가업체에서 자체적인 평가체계에 근거하여 부여되는 평점이다. 본 연구는 이 중 NICE신용평가정보(주)에서 제공하는 상장기업 신용평점을 신용평가 지수로 활용하고자 한다¹⁴⁾. 이는 신용평가모형을 통하여 기업의 부실 가능성을 평가한 점수이다. 신용평점은 산출이 용이하고 해석이 분명한 재무 및 비재무지표를 고려하여, 주요 비율(안정성, 유동성, 수익성, 성장성, 활동성, 기업규모, 업력 등)의 상대적 순위에 의하여 점수가 부여되는데, 80점 이상 우량, 70점 이상~80점 미만 양호, 55점 이상~70점 미만 보통, 45점 이상~55점 미만 열위, 45점 미만을 불량으로 평가한다¹⁵⁾. 이 신용평점은 부도 1년전의 해당기업의 부도를 예측할 확률이 70%이상인 것으로 알려져 있어 기업의 부실여부를 판단하는데 유용한

14) 평가기준은 NICE신용평가정보(주)에서 정의한 내용을 발췌·요약 인용하였다. NICE신용평가정보(주)는 2010년 11월 한국신용평가정보(주)에서 상호변경된 회사이다.

15) 한국신용평가정보(주)의 재무지표는 아래와 같이 6개의 범주로 나눌 수 있으며, 기업분석에 있어 필수적인 비재무적 정보를 반영하기 위하여 기업형태, 업력 등 3가지의 추가적인 정보를 고려하고 있다. 1) 기업규모: 총자산, 매출액 2) 안정성: 자기자본비율, 매출대비 부채비율 3) 유동성: 순영업자본회전율 4) 수익성: 총자본순이익률 5) 성장성: 매출액 증가율, 총자산 증가율 6) 활동성: 총자산 회전율, 매출채권 회전율 7) 기업형태, 업력 및 기타

지표로 사용되고 있다(이성효, 1997)¹⁶⁾.

나. 대리비용의 측정

본 연구는 제약기업의 대리비용이 기업부실 예측에 미치는 영향을 실증분석하기 위하여, Ang et al.(2000) 이후 선행연구에서 활용하고 있는 대리비용을 활용한다(Ang et al., 2000; Florackis and Ozkan, 2004; 조성빈, 2006; 김문태·권현주, 2009). 이들은 경영자가 재량적으로 조정 가능할 것으로 가정되는 총자산회전율과 사적 소비 등 두 가지 재무변수로 대리비용을 측정하였다.

(1) 총자본(총자산)회전율¹⁷⁾

효율성비율(efficiency ratios)은 자산의 효율성 이용도를 측정하는 비율로서 회전율에 의하여 측정되며, 활동성비율(activity ratios) 또는 자산관리비율(asset management ratios)이라고도 한다. 수익의 발생원천이 매출액이기 때문에 자산의 이용도는 매출액을 기준으로 측정된다. 회전율이 높을수록 투자자산에 비하여 매출액이 상대적으로 높다는 것을 의미한다. 이는 적은 자산을 투입하여 많은 매출을 실현하고 있다는 것을 의미하기 때문에 판매활동이 잘 이루어지고 있거나 자산을 효율적으로 이용하고 있다는 증거가 된다.

총자산회전율(total assets turnover)은 매출액을 총자산(자산총계)으로 나누어 구하는 비율로 기업이 보유하고 있는 전체 자산의 효율적 이용도를 측정하는 지표이다.

$$\text{총자산회전율} = \frac{\text{총매출액}}{\text{총자산}}$$

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 비효율

16) 이러한 평가모형은 간편함에 비하여 높은 부실예측력을 보이는 것으로 평가되지만, 주관적 판단요소가 개입되어 있고 여러 평가항목을 다변량적으로 동시에 고려하지 못한 한계점도 있다.

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

적으로 이용되고 있음을 의미한다. 이 경우에는 매출액을 증대시키는 방안을 모색하거나 불필요한 자산을 매각하여 총자산 규모를 줄일 필요가 있다.

(2) 경영자의 사적 소비

경영자의 사적 소비정도는 접대비에 복리후생비를 추가한 변수로, 다음 산식에 의하여 측정하였다(박길영·김문태, 2009; 배현정 외, 2010)¹⁸⁾. 복리후생비를 추가한 이유는 접대비 손금산입 한도규정 강화에 따라 경영자의 사적 지출이 접대비에서 복리후생비로 이전되는 것을 반영하기 위해서이다(오기수, 2002). 그에 의하면, 접대비가 증가할 때에는 복리후생비는 감소하고, 접대비가 감소될 경우 복리후생비는 증가하는 현상을 보임으로써 어느 정도 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 접대비의 손금불산입액이 늘어나는 것을 방지하기 위하여 실무에서는 접대비를 복리후생비 등으로 처리하거나, 복리후생비에 비정상적 리베이트가 반영될 개연성이 있기 때문이다¹⁹⁾.

$$\text{사적소비(PERK)} = \frac{\text{접대비+복리후생비}}{\text{총매출액}}$$

다. 이익관리의 추정

본 연구는 이익관리는 수정Jones(1995)모형을 이용하여 다음 (식1)과 같이 재량적 발생액을 추정하였다. 이 모형은 다른 모형에 비하여 개념상으로 뿐만 아니라 실증적으로도 그 우수성이 검증되어 많이 인용되고 있다(Dechow et al. 1995; Subramanyam 1996)²⁰⁾²¹⁾.

-
- 18) 경영자의 사적 소비에 기밀비를 추가해야 할 논리는 충분하지만, 본 연구의 표본선정 기간에 기밀비는 재무제표의 계정과목에서 삭제되었기 때문에 이를 활용할 수 없었다.
- 19) 기밀비와 유사한 맥락에서, 제약회사의 비정상적 리베이트용 지출은 대부분 음성적으로 거래되기 때문에 회계처리에 계상되지 않는다. 박성민(2010)은 제약산업의 리베이트는 대리인 문제가 발생하는 영역이라고 언급하였다.
- 20) 그러나 이 모형은 매출액 변동과 관련 없는 항목을 재량적 발생액으로 분류하는 구조적 문제를 안고 있으며 매입채무나 판매비와 관리비 등을 반영하지 않는 등 누락변수(omitted variables)에 의한 오차를 극복하지 못한다는 지적도 있다(백원선, 2000).

$$DA_t = \frac{TA_t}{A_{t-1}} - [\beta_0 + \beta_1(\frac{1}{A_{t-1}}) + \beta_2(\frac{\Delta REV_t - \Delta AR_t}{A_{t-1}}) + \beta_3(\frac{PPE_t}{A_{t-1}})] \quad (식1)$$

<변수의 정의>

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

DA(discretionary accrual): 재량적 발생액

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_{t-1} : 전년도 총자산,

* 모든 변수에 임의의 기업을 나타내는 아래첨자는 기술편의상 생략함.

2. 연구모형의 설계

$$SCORE = \alpha_0 + \alpha_1MEDI + \alpha_2EF + \alpha_3(MEDI \times EF) + \alpha_4ROA + \alpha_5SIZE \quad (식2) \\ + \alpha_6DEBT + \alpha_7BLOK + \alpha_8FOR + \alpha_9LONG + \alpha_{10}BIG + \epsilon$$

$$SCORE = \alpha_0 + \alpha_1MEDI + \alpha_2ENT + \alpha_3(MEDI \times ENT) + \alpha_4ROA + \alpha_5SIZE \quad (식3) \\ + \alpha_6DEBT + \alpha_7BLOK + \alpha_8FOR + \alpha_9LONG + \alpha_{10}BIG + \epsilon$$

$$SCORE = \alpha_0 + \alpha_1MEDI + \alpha_2DA + \alpha_3(MEDI \times DA) + \alpha_4ROA + \alpha_5SIZE \quad (식4) \\ + \alpha_6DEBT + \alpha_7BLOK + \alpha_8FOR + \alpha_9LONG + \alpha_{10}BIG + \epsilon$$

<변수의 정의>

1) 종속변수

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

2) 주설명변수

MEDI(medical or pharmaceutical industry): 제약기업이면 1, 그렇지 않으면 0,

EF(efficiency ratios=total asset turnover ratios): 총매출/총자산,

21) Roychowdhury(2006) 연구를 시작으로, 최근 비정상 영업현금흐름, 비정상 재량적 비용, 비정상 생산원가 등을 통한 실질활동 이익조정 연구도 활발히 수행되고 있다. 이에 대한 비판점이 강하게 제기되어(이장건, 2014) 이에 대한 검증은 생략하였다.

ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,
DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995) 모형으로 추정된 재량적발생액,

3) 통제변수

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,
SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),
DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,
BLOK: 대주주지분율,
FOR: 외국인지분율,
LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,
BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*종속변수는 임의기업 i 의 t 시점이며, 독립변수는 $t-1$ 시점, 편의상 아래첨자는 생략함.

가설을 검증하기 위한 기본 모형은 신용평가 지수를 종속변수, 대리비용 및 이익조정 변수를 주 설명변수로 하며, 여기에 몇 개의 통제변수를 추가한 다중회귀분석 모형으로 설계한다.

종속변수인 SCORE는 신용평점으로 재무위험과 기업 건정성을 측정하는 변수이다. 신용평점을 나타내는 종속변수 SCORE는 사전적 기업 상황에 대하여 사후적으로 부여된다고 가정하기 때문에(Ederington and Yawitz, 1986; Shi, 2003; 김문태 외, 2006), 직전 연도($t-1$)의 사업보고서에 대한 인증절차가 완료된 t 시점에서 평가받은 신용평점으로 정의하였다. 또한 SCORE는 크게 두 개의 변수로 나누어 분석하고자 한다.

주 설명변수인 대리비용 중 EF은 경영자의 왜곡된 투자의사결정, 비생산적인 자산의 구입, 적극적인 노력을 기울이지 않는 업무태만(shirking) 등을 측정할 수 있는 척도로써, 이 비율이 높을수록 수익창출을 위하여 자산이 효율적으로 사용되었다는 것을 의미하는 변수이므로(Ang et al., 2000; 신준용·변동현, 2002), 종속변수 SCORE에 양(+)의 설명관계를 가질 것으로 예상된다.

ENT는 경영자의 특권적 사적 소비 수준을 나타낸다. 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; 김문태·윤기호, 2013). 이런 행위는 경영자가 주주 또는 기업의 부(富) 보다는 개인적이고 기회주의적인 이해관계에만 치중하여 기업부실을 초래할 수 있다고 여겨지므로, ENT는 종속변수 SCORE에 음(-)의 설명관계로 나타날 것이다.

전문신용평가기관이 이익조정을 호의적으로 평가하지 않기 때문에, 제약기업의 DA

는 SCORE에 음(-)의 부호가 예상된다(김문태 외, 2006).

종속변수에 직·간접으로 영향을 미칠 수 있는 변수를 통제변수로 포함하여 누락변수로 인한 오차를 줄이고 통계적 추론에 정확성을 기하고자 한다. 우선, 기업의 전반적인 성과에 대한 효과를 미리 통제해야 할 것이다. 총자본(산)이익률(ROA)은 총자본에 대한 수익성이 높을수록 기업의 채무이행불능 위험이 감소하여, 본 연구의 SCORE에 매우 유의한 양(+)의 부호가 예상된다. 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, SCORE에 양(+)의 설명력을 가지는 통제변수라 할 수 있다(김문태 외, 2006). 부채비율(DEBT)은 총부채를 총자산으로 나눈 값이다²²⁾. 이는 기업이 조달한 총자본 중에서 타인자본에 의존하는 정도와 장기채무에 대한 원금과 이자를 상환할 수 있는 능력의 측정치이다. 부채비율이 높다는 것은 채무 위험(기업부실 및 신용평점 지수)이 높다는 것을 의미하므로 종속변수 SCORE에 음(-)의 부호가 예상된다. FOR는 외국인의 지분참여가 강할수록 재무건전성이 양호하다는 것으로 가정되기 때문에 이를 통제하는 변수이다(김문태·김영환, 2007). LONG는 월 단위로 측정된 상장기간으로, 상장기간이 길수록 자본조달과 이를 시장에 인식시킬 영업성과의 지속성 정도가 있을 것이므로, 양(+)의 부호로 예측한다. 마지막으로, BIG은 감사인 규모(Big5)가 클 때 보다 양호한 신용등급이 예상되므로 양(+)의 부호가 기대된다(위준복·김문태, 2006)²³⁾.

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

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

23) 본 연구는 미국의 대형 감사법인과 제휴한 국내의 대형 회계법인으로 정의한 바, 삼일, 삼정, 안진, (안진), (영화), (한영) 등이다. 괄호는 대형 제휴법인의 포함여부가 시기적으로 변동된 경우이다. 본 연구는 해당 연구기간의 대형 제휴법인만을 반영하였다. 참고로 미국의 Big5(1999년 기준)는 ① Arthur Anderson ② Deloitte & Touche ③ Ernst & Young ④ KPMG ⑤ PricewaterhouseCoopers였으나, 현재는 Arthur Anderson의 청산으로 Big 4가 존재한다.

3. 표본의 구성

< 표 11 > 표본의 업종-연도별 분포

산업/연도	04	05	06	07	08	09	10	11	12	합계
의료용 물질 및 의약품	14	16	19	21	23	23	24	25	30	195
화학물질 및 화학제품	37	38	38	44	41	38	44	51	49	380
1차 금속 제조업	31	33	31	36	36	36	36	38	39	316
자동차 및 트레일러	20	24	25	28	24	24	23	26	27	221
전자부품 등	19	21	21	19	23	23	26	28	25	205
식품품 제조업	15	17	21	21	23	26	26	26	28	203
기타 기계 및 장비	14	19	19	24	23	22	24	29	28	202
펄프, 종이 및 종이제품	9	14	18	17	18	16	19	20	20	151
비금속 광물제품 제조업	13	15	13	15	14	17	16	17	17	137
도매 및 상품중개업	9	11	15	15	18	16	18	13	14	129
고무제품 및 플라스틱	12	14	15	14	13	11	14	14	12	119
전문서비스업	19	16	13	12	10	8	8	7	7	100
전기장비 제조업	11	10	10	12	10	10	10	11	12	96
종합 건설업	13	12	11	12	9	9	9	7	6	88
전기·가스·증기 등	7	7	7	7	7	8	9	9	9	70
섬유제품 제조업; 의복제외	7	6	7	8	6	6	7	7	7	61
소매업; 자동차 제외	4	6	7	7	5	5	6	6	8	54
의복·모피·의복액세서리	3	4	5	7	6	7	5	9	8	54
금속가공제품 제조업	4	4	4	5	7	7	6	6	6	49
육상운송업	4	4	3	5	4	3	4	5	7	39
음료 제조업	3	4	4	3	5	5	5	4	4	37
컴퓨터 프로그래밍 등	2	3	3	4	4	5	5	4	5	35
가구 제조업	2	2	3	4	4	4	4	3	4	30
출판업	1	4	3	2	4	4	4	4	4	30
기타 30개 미만 업종	24	27	34	37	34	30	34	34	34	288
총합계	297	331	349	379	371	363	386	403	410	3,289

* FnGuide 의 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 2004년부터 2012년까지 9년으로 한정하였다(2013년은 t+1기 신용평가 지수에 포함됨). 또한 1) 금융업을 제외하였으며 2) 2003년~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 변수는 극단치(outliers)의 영향을 완화하기 위하여 평균 ± 3 ×표준편차의 범위에서 winsorizing 하였다. 또한 총부채를 자기자산으로 나눈 부채비율이 2를 초과한 기업은 자본잠식 및 재무적 불안정성으로 인해 다른 변수에까지 편익적(biased) 영향을 미칠 수 있으므로 표본에서 제거하였다²⁴⁾. <표 11>은 표본의 연도별 및 산업별 구성을 보여준다. 횡단면 자료(cross-sectional data)에 의한 전체 표본은 3,289개이며, 이 중 의약품 물질 및 의약품 제조업인 제약기업은 195개이다.

24) 외환위기 이후 정부(금융감독원, 공정거래위원회 등)는 자기자본 대비 부채비율을 200% 이내로 낮추도록 권고하였으며, 이러한 구조조정 규제조치에 의하여 부채비율은 지속적으로 하향하였다. 정부권고 부채비율 200% 초과기업은 재무건전성이 다소 취약한 경우로 전제하고 이를 제거하였다.

제5장 실증분석 결과

제1절 기술통계량

<표 12> 주요변수의 기술통계량(n=3,289)

	평균	중위수	표준 편차	최소값	최대값
SCORE	69.872	70.000	10.584	26.000	97.000
EF	1.018	0.935	0.518	0.001	5.101
ENT	0.028	0.005	0.012	0.000	0.191
DA	0.003	0.003	0.083	-0.773	0.523
ROA	0.040	0.041	0.071	-0.781	0.362
SIZE	19.835	19.635	1.273	16.874	23.553
DEBT	0.447	0.458	0.181	0.031	1.060
BLOK	43.686	43.010	16.441	4.970	100.000
FOR	10.971	4.514	14.745	0.000	92.970
LONG	5.464	5.673	0.702	1.946	6.541
BIG	0.718	1.000	0.450	0.000	1.000

<변수의 정의>

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

EF(efficiency ratios=total asset turnover ratios): 총매출/총자산,

ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,

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

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,

SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),

DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,

BLOK: 대주주지분율,

FOR: 외국인지분율,

LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

<표 12>는 연구에 활용된 3,289개 표본의 주요변수 기술통계량을 보이고 있다.

SCORE의 평균(중위수)은 69.872(70.000)로 비교적 높은 ‘보통’ 등급에 해당하였으나, 최소값과 최대값의 범위가 크고 표준편차가 큰 것을 알 수 있다. 즉 이는 표본기업의 업종 및 특성별로 부여받는 신용평점의 분포가 광범위하게 분산되어 있다고 볼 수 있다. EF 평균은 1.018로 나타나 표본기업들이 총자산의 1배 이상의 매출수익을 달성한다는 것을 짐작하게 한다. 그러나 이의 최소값과 최대값의 범위 또한 매우 큰 차이를 보였다²⁵⁾. ENT의 평균은 0.028로 나타났다. 최수미(2003)의 연구보고서에 의하면, 산업별로 매출액 대비 접대비 비중을 살펴보면 화학제품 제조업의 경우 0.55%로 가장 높게 나타났으며, 전자산업이 0.46%로 두 번째 높게 나타났다. 한편, 최수미(2004)는 접대비 실명제 이후 접대비가 가장 큰 폭으로 하락하였음을 보고한 바, 이는 접대비가 이해관계자의 비판의 대상이 되므로 이에 대한 규제가 상대적으로 강하게 시행되었다는 것을 반증한다. 손원익(2013)에 의하면, 접대비는 2004년 시행한 접대비실명제로 인하여 2005년 접대비가 큰 폭으로 하락하였으나, 이후 꾸준한 증가세를 보인다고 보고하고 있다.

이익조정된 대용변수 재량적 발생액을 나타내는 DA의 평균(중앙값)은 0.003(0.003)으로 양수(+)를 보이는 바, 이는 기업이 적자회피 등을 이유로 우선 이익을 증가시키는 재무보고 전략을 취한 것으로 해석된다.

신용평점의 결정에 비중 있는 영향을 주는 변수인 ROA, SIZE, DEBT의 평균은 각각 0.040, 19.835, 0.447로 나타났다. 부채비율이 낮은 것은 표본선정 과정에서 과도한 부채비율이 있는 기업을 제거하여 생존기업편의(survivorship bias)가 반영되었기 때문이거나, 정부의 부채규제 강화에 따른 조치 결과로 풀이된다. BLOK의 평균은 43.7%로 나타나는 바, 우리나라 상장기업들의 소유지분이 제대로 분산되지 않음을 짐작할 수 있고 또 표준편차의 수치가 높은 점으로 미루어 기업 간 소유구조의 편중이 심하다고 할 수 있다. FOR의 평균이 거의 11%에 육박하여 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. BIG은 표본 기업의 70% 이상이 외국계 대형회계법인과 제휴된 국내 감사법인에서 외부감사를 받는 것을 알 수 있다.

25) 2000년 한국은행 「기업경영분석」에 의하면, 한국, 미국, 일본의 총자산 회전율은 각각 0.82, 1.02, 1.0으로 나타나 우리나라의 자산효율성이 다소 뒤지는 것으로 조사되었다.

제2절 상관분석

<표 13> 상관분석표(n=3,289)

	MEDI	SCORE	EF	ENT	DA	ROA	SIZE	DEBT	BLOK	FOR	LONG
SCORE	-.068	1									
	.000										
EF	-.097	.431	1								
	.000	.000									
ENT	.589	-.154	-.196	1							
	.000	.000	.000								
DA	-.001	.099	-.031	-.037	1						
	.932	.000	.072	.035							
ROA	.021	.607	.164	-.044	.369	1					
	.195	.000	.000	.157	.136						
SIZE	-.101	.078	-.079	-.150	.026	.114	1				
	.000	.000	.000	.000	.136	.000					
DEBT	-.070	-.523	.183	-.081	-.075	-.366	.181	1			
	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000				
BLOK	-.111	.083	.009	-.094	.057	-.069	-.079	-.077	1		
	.000	.000	.612	.000	.001	.032	.000	.000			
FOR	.003	.262	-.006	.023	-.041	.233	.429	-.165	-.173	1	
	.866	.000	.725	.193	.018	.000	.000	.000	.000		
LONG	.071	-.107	-.126	-.002	.003	-.147	.058	-.021	-.243	.064	1
	.000	.000	.000	.922	.870	.001	.001	.219	.000	.000	
BIG	.009	.105	.021	-.003	-.017	.075	.335	.032	.024	.202	-.101
	.614	.000	.226	.883	.316	.018	.000	.064	.178	.000	.000

<변수의 정의>

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

EF(efficiency ratios=total asset turnover ratios): 총매출/총자산,

ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,

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

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산, SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),

DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산, BLOK: 대주주지분율, FOR: 외국인지분율,

LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*각 셀의 위는 상관계수, 아래는 유의수준을 나타냄(양측검증)

<표 13>은 주요 변수간의 피어슨 상관관계를 제시한 것인데 전반적으로 변수 간에

유의한 결과를 보여 주고 있다. 우선 MEDI와 SCORE는 음(-)의 상관성을 갖는 것으로 나타나 제약산업의 신용평가가 부정적으로 이루어진다는 것을 알 수 있다. MEDI와 EF의 상관계수도 -0.097로 호의적이지 않는 상관성을 갖는다. 이는 제약산업의 효율성이 타 산업에 비하여 상대적으로 낮을 수 있다는 것을 보여주는 결과이며(김성아, 2007; 정성민·유한주, 2011), 제약회사의 생산성 하락과 연구개발 투자에 대한 자금회수가 부족하다는 것을 간접적으로 시사한다. MEDI와 ENT의 상관계수는 0.589로 매우 강한 상관성을 보이고 있으며, 제약기업의 업종 특성상 영업활동의 수월성을 제고하기 위하여 접대활동이 강하게 이루어진 것을 여실히 보여준다. MEDI와 SIZE의 상관계수가 음(-)인 것을 통하여 몇몇 소수의 외국계 대형회사를 제외하고는 중소기업의 형태로 운영되고 있음을 시사한다. 또한 MEDI와 FOR의 상관계수를 통하여 제약기업에 대한 외국인 투자의 정도가 강하지는 않는 것으로 해석된다.

한편 SCORE와 EF는 매우 유의한 양(+)의 상관계수로 나타난 반면, ENT와는 강한 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 업종에 관계없이 자산효율성이 높을 때 신용평점이 호의적으로 부여되고, 접대비에 의한 특권적 소비지출이 많을 때 신용평점이 부정적으로 부여된다는 것을 암시한다. 다만, 기존 연구결과와는 달리 SCORE와 DA의 상관계수가 양(+)으로 나타나 연구기간 동안 이익의 상향조정이 이익관련 재무비율 지수를 부양하여 신용평점에 반영된 결과로 풀이된다.

SCORE와 ROA, SIZE, DEBT, BLOK, FOR, BIG 등의 상관분석은 선행연구와 일관적인 결과로 나타났다. 즉 이익률이 양호할수록, 기업규모가 클수록, 대주주에 의한 소유집중도가 높을수록, 외국인의 지분참여가 강할수록, 대형 회계법인의 감사를 받을수록 신용평가가 긍정적으로 부여된다고 볼 수 있다. 다만, SCORE와 LONG의 상관계수는 음(-)의 방향으로 유의하게 나타나 업력이 해당 업종에 종사하는 기간이 길어질수록 신용평가가 오히려 부정적으로 부여된다는 것을 알 수 있다.

제3절 평균차이분석

<표 14> 평균차이 분석

패널 A. 제약기업을 제외한 전체 표본

구분	MEDI(n=195)		OTHERS(n=3,094)		평균차이	t통계량	p값
	평균	표준편차	평균	표준편차			
SCORE	67.021	8.989	70.052	10.653	-3.032	-4.514	0.000
EF	0.819	0.257	1.031	0.528	-0.212	-10.237	0.000
ENT	0.036	0.030	0.006	0.006	0.029	13.430	0.000
DA	0.003	0.057	0.003	0.085	-0.001	-0.121	0.904
ROA	0.046	0.053	0.039	0.072	-0.007	-1.560	0.120
SIZE	19.324	0.763	19.867	1.292	-0.543	-9.150	0.000
DEBT	0.396	0.131	0.450	0.183	-0.054	-5.433	0.000
BLOK	36.432	15.861	44.143	16.372	-7.710	-6.571	0.000
FOR	11.143	13.080	10.960	14.846	0.184	0.189	0.850
LONG	5.661	0.543	5.451	0.709	0.210	5.140	0.000
BIG	0.733	0.443	0.717	0.451	0.017	0.512	0.609

패널 B. 제약기업 vs. 일반 화학제품 제조 기업

구분	MEDI(n=195)		CHMI(n=380)		평균차이	t통계량	p값
	평균	표준편차	평균	표준편차			
SCORE	67.021	8.989	70.880	10.677	-3.860	-4.567	0.000
EF	0.819	0.257	1.041	0.462	-0.223	-7.420	0.000
ENT	0.036	0.030	0.005	0.005	0.030	10.765	0.000
DA	0.003	0.057	0.004	0.078	-0.001	-0.185	0.853
ROA	0.046	0.053	0.039	0.046	-0.007	0.053	0.744
SIZE	19.324	0.763	19.913	1.380	-0.589	-6.590	0.000
DEBT	0.396	0.131	0.406	0.180	-0.010	-0.774	0.439
BLOK	36.432	15.861	44.180	14.610	-7.747	-5.693	0.000
FOR	11.143	13.080	10.750	12.047	0.394	0.351	0.726
LONG	5.661	0.543	5.533	0.638	0.128	2.523	0.012
BIG	0.733	0.443	0.666	0.472	0.068	1.691	0.092

<변수의 정의>

MEDI: 제약기업, OTHERS: 표본 전체(제약기업 제외), CHMI: 화학물 및 화학제품 제조기업,

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,
 EF(efficiency ratios=total asset turnover ratios): 총매출/총자산,
 ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,
 DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995) 모형으로 추정된 재량적발생액,
 ROA(return on asset): 당기순이익/총자산, SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),
 DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산, BLOK: 대주주지분율, FOR: 외국인지분율,
 LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,
 BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

우선, 패널 A에서 MEDI와 OTHERS의 SCORE 평균은 각각 67.021과 70.052, t통계량이 -4.514로 1% 수준에서 매우 유의하게 제약기업의 신용평점이 더 낮은 것으로 나타났다. 이는 전문신용평가기관이 타 산업에 비하여 제약기업을 비호의적으로 평가한다는 것을 의미하는 바, 제약기업의 특성상 연구개발에 대한 성공부담, 현금유입(회수)의 장기성, 높은 판매 및 영업관리비에 대한 계속기업의 지속성을 보증하지 못하는 것을 간접적으로 시사한다. 패널 B에서도 MEDI의 SCORE 평균은 CHMI의 신용평점 평균 70.880보다 1% 수준에서 유의적으로 더 낮은 값을 보이고 있다.

EF에 대하여 MEDI와 OTHERS, CHMI의 평균은 각각 0.819, 1.031, 1.041로 제약기업의 자산효율성이 1% 유의수준에서 매우 낮다는 것을 알 수 있다. 이는 근본적으로 제약기업의 투입·산출요소에 대한 효율성이 양호하지 않다는 것을 의미하며, 제약산업의 경영자가 자산활용을 통한 적극적인 노력을 강구하여 새로운 수익모델을 창출해야한다는 점을 간접적으로 시사한다.

MEDI와 OTHERS, CHMI의 ENT 평균은 각각 0.036, 0.006, 0.005로 유의한 큰 차이를 보이고 있으며, 제약회사의 영업비 중 접대비가 매우 큰 비중을 차지한다는 것을 알 수 있다. 손원익(2013)은 한국은행 기업경영분석 자료를 토대로 작성한 보고서에서, 제약업체가 접대비를 많이 사용하고 있으며, 접대비 비중이 다른 산업계 평균 0.2%보다 4배 이상 높은 0.75%로 조사된 것을 보고하였다. 특히 대기업일수록 접대비를 많이 지출하고 있다는 타 산업군과 달리, 제약산업의 접대비 비중은 업체 규모가 작을수록 높은 것으로 나타나 제약업계 전반에 접대비 지출이 만연되어 있음을 알 수 있다.

DA에 대하여 제약기업 및 대응집단간 유의한 차이는 발견되지 않았다. SIZE의 평균 차이 분석결과, 제약기업의 규모가 보다 작거나 영세하다는 것을 추론할 수 있으나, 부채비율(DEBT)은 보다 양호하다고 판단된다. BLOK와 LONG의 평균차이를 통하여, 제약기업의 소유지분이 더 분산되어 있고 업종 종사기간이 더 길다는 것을 알 수 있다.

제4절 다중회귀분석

다중회귀분석에서는 선행연구에서 신용평가에 설명관계를 가지는 것으로 논의된 이익률, 기업규모, 부채비율, 대주주지분율, 외국인지분율, 감사인 규모 등 여러 통제변수들을 고려한 상태에서 자산효율성(EF), 경영자의 특권적 소비(ENT) 그리고 이익의 상향조정 정도(DA)가 신용평점(SCORE)에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

전체적으로 모형의 수정 R^2 가 비교적 높은 수치이고 이에 대한 F값이 유의하여 모형의 타당성이 담보된다. 다중공선성도 우려할 수준은 아니어서 결과 해석에 지장을 초래하지 않을 것으로 본다.²⁶⁾

<표 15> 자산효율성이 신용평점에 미치는 영향

패널 A. 전체표본 분석결과

구분	ALL (n=3,289)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	47.383	2.040		23.224	0.000
MEDI	-6.296	1.422	-0.141	-4.429	0.000
EF	9.737	0.213	0.477	45.805	0.000
MEDI×EF	5.139	1.646	0.099	3.121	0.002
ROA	45.555	1.663	0.306	27.398	0.000
SIZE	1.197	0.099	0.144	12.046	0.000
DEBT	-30.296	0.671	-0.519	-45.136	0.000
BLOK	0.018	0.007	0.028	2.703	0.007
FOR	0.033	0.008	0.046	4.025	0.000
LONG	-0.167	0.153	-0.011	-1.091	0.276
BIG	0.659	0.243	0.028	2.706	0.007
수정 R^2 (F값)	0.697(758.2, p<0.000)				

26) 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 VIF보다 클 경우 다중공선성에 심각한 문제가 있다고 판정한다. 본 연구에서 VIF가 가장 높은 값은 8.453으로 다중공선성 문제는 없다고 본다.

패널 B. 대응표본 분석결과

구분	CHMI (n=575)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	34.444	4.307		7.997	0.000
MEDI	-4.907	1.263	-0.226	-3.885	0.000
EF	10.009	0.549	0.406	18.230	0.000
MEDI×EF	5.391	1.403	0.218	3.842	0.000
ROA	49.017	3.898	0.287	12.573	0.000
SIZE	1.997	0.202	0.240	9.883	0.000
DEBT	-36.148	1.381	-0.579	-26.178	0.000
BLOK	0.030	0.014	0.045	2.143	0.033
FOR	-0.018	0.019	-0.022	-0.994	0.321
LONG	-0.568	0.368	-0.034	-1.544	0.123
BIG	0.949	0.449	0.043	2.114	0.035
수정R ² (F값)	0.802 (233.9, p<0.000)				

$$\text{검증모형 } SCORE = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MEDI} + \alpha_2 \text{EF} + \alpha_3 (\text{MEDI} \times \text{EF}) + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{SIZE} + \alpha_6 \text{DEBT} + \alpha_7 \text{BLOK} + \alpha_8 \text{FOR} + \alpha_9 \text{LONG} + \alpha_{10} \text{BIG} + \epsilon$$

<변수의 정의>

ALL: 표본 전체(제약기업 포함), CHMI: 화학물 및 화학제품 제조기업(제약기업 포함),

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

MEDI(medical or pharmaceutical industry): 제약기업이면 1, 그렇지 않으면 0,

EF(efficiency ratios=total asset turnover ratios): 총매출/총자산,

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,

SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),

DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,

BLOK: 대주주지분율,

FOR: 외국인지분율,

LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*종속변수는 임의기업 i의 t시점이며, 독립변수는 t-1시점, 편의상 아래첨자는 생략함.

<표 15>는 연구대상 전체 표본기업(ALL)에 대하여, 제약기업(MEDI)에만 더미변수 1의 값을 부여하고 분석한 결과이다.

우선, 패널 A와 패널 B에서 MEDI의 추정 회귀계수는 각각 -0.141 (t 통계량 -4.429 , $p < 0.000$), -0.226 (t 통계량 -3.885 , $p < 0.000$)로 유의한 음(-)의 반응을 보였다. 이는 표본기업 전체대비 혹은 화학물 제조기업을 대응하여, 여러 변수들을 통제하더라도 제약기업이 신용평점에는 다소 부정적으로 반영된다는 점을 알 수 있다. 역으로, 신용평가기관이 제약기업들에 대하여 미래 현금흐름 유입능력이나 기업경쟁력을 다소 낮게 인식하고 있다는 반증이다.

EF의 회귀계수는 패널 A와 패널 B에서 각각 0.477 , 0.406 으로 추정되고 이에 대한 t 통계량은 매우 유의하게 나타났다. 기업이 창출하는 이익은 일정기간 내 흐름(flow)을 반영하는 바, 이익을 늘리려면 마진율이 높거나 마진율이 동일하다면 동기간 내 이익을 창출하는 횟수가 빈번히 반복되어야 한다. 이러한 활동성분석의 대표적인 방법이 매출액을 기준으로 각 자산의 회전배수를 측정하는 평가방법이며, 활동성비율은 수치가 높을수록 보유자산이 효율적으로 이용되고 있음을 나타내므로, 이에 대하여 신용평점이 매우 긍정적으로 반영하고 있음을 알 수 있다.

<표 15>에서 가장 주목할 점은 $MEDI \times EF$ 변수가 종속변수 신용평점(SCORE)에 반영되는 정도이다. 패널 A와 패널 B에서 추정된 기울기(회귀계수)는 각각 0.099 , 0.218 로 1% 수준에서 신용평점에 매우 양호하게 반영된 것을 알 수 있다. 이는 앞선 MEDI를 통하여 검증된 제약기업 자체가 신용평점에 부정적으로 반영된 점과는 대조적으로, 제약기업의 자산효율성이 양호할수록 신용평가에 긍정적인 신호를 전달한다는 것을 의미한다.

위 분석결과를 통하여, 제약기업의 효율성을 제고하여 대리비용 감소를 유도하고 시장 인식을 반영한 신용평가기관의 호의적인 평가를 부여받기 위해서는 다음과 같은 두 가지의 대조적인 해석적 함의(implication)를 고려해야 할 필요가 제기된다.

첫째, 경영자가 수익성이 있음에도 불구하고 이에 대한 의사결정을 회피한다는 것은 주주가 위임한 책무를 위반하는 것이다. 전문 신용평가기관은 경영자가 이러한 역동성을 회피하고 자신의 부(富)를 위해 안주하는 것은 미래의 기업가치를 저하시키는 것이라고 인식한다는 점이다. 이러한 맥락에서, 시장의 기대를 반영한 신용평가기관은 제약회사가 보다 적극적이고 장기적인 전략을 수립하여 시장 경쟁력을 확보할 연구개발 투자, 시장개척, 마케팅 역량 강화 등에 자산이 효율적으로 투자되어야 한다는 점을 간접적으로 전달하고 있다. 대리비용은 경영자의 지위에 따르는 부수익(副受益, perquisite)과 부실경영(shirking)의 결과이며, 100%의 소유권을 가지지 않은 경영자는 기업의 가치나 이익에 최선을 다하기보다는 자신의 부수익에 집착할 가능성이 있다(Fama, 1980;

강동관, 2005). 이러한 경영자의 안주(management entrenchment)를 해결할 방법 중 하나는 스톡옵션(stock option)으로 경영자로 하여금 해당 기업의 소유지분을 갖게 하는 것이다. Haugen and Senbet(1981)은 스톡옵션은 옵션이 가진 특성에 의해 손실은 제한된 반면, 수익은 무한대인 비대칭적인 수익구조를 가지기 때문에, 스톡옵션을 부여 받은 경영자는 위험이 큰 투자안에 투자할 유인이 발생한다고 설명했다. 설원식·김수정(2004)은 경영자에 대한 스톡옵션 부여가 기업의 장기성과 연결되기 위해서는 경영자의 의사결정 성향이 변화해야 하며, 이를 위해서는 경영자의 의사결정 권한이 확대될 수 있는 기업 지배구조와 경영자에 대한 충분한 인센티브 제공이 필요함을 시사하였다.

둘째, 경영자가 비효율적인 투자로써 과도하게 위험한 투자안을 선호하는 유인(risk incentive)으로 인한 기업가치의 손실이다. 경영자가 기업가치를 저해함에도 불구하고 과잉투자를 통해 최적 수준 이상으로 기업규모를 팽창시키고자 하는 것은 기업규모가 커질수록 경영자 자신의 보상이 증가하고, 더 많은 명성과 권력을 얻을 수 있기 때문이다(Jensen, 1986). 특히 성장기회가 제한되는 상황에도 불구하고 경영자가 사적이익을 추구하기 위해 과도한 투자안을 실행할 수도 있는데, 이는 기업가치를 훼손하게 되는 과대투자 문제를 야기시키고 보유자산의 최적배분을 저해한다(Shleifer and Vishny, 1989; 국찬표·강운식, 2010). 이러한 현상이 재무비율 지표로 산정되는 것이 자산효율성이라 할 수 있는 바, 제약기업은 보유자산의 비효율성을 통제할 역량과 효율적인 모니터링을 통하여 투자위험을 최소화하는 시스템이 요구된다.

<표 16>은 접대비와 이의 대체 지출변수인 복리후생비로 측정된 경영자의 특권적 사적 소비 수준이 신용평점에 반영되는 설명관계를 회귀분석한 결과이다.

패널 A와 패널 B에서 MEDI의 추정 회귀계수는 <표 15>의 결과와 일관되게 신용평점에 유의한 음(-)의 반응을 보였다.

ENT의 회귀계수는 패널 A와 패널 B에서 각각 -0.359, -1.056으로 추정되고 이에 대한 t통계량은 매우 유의하여, 근본적으로 접대비와 복리후생비 지출이 많을수록 신용평점이 부정적으로 부여된다는 것을 알 수 있다.

분석 초점인 MEDI×ENT 변수가 종속변수 신용평점(SCORE)에 반영되는 회귀계수는 패널 A와 패널 B에서 각각 -0.301과 -1.042로 1% 수준에서 신용평점에 매우 강한 음(-)의 설명관계로 나타났다. 이는 제약기업에서의 사적 소비 수준이 여타 산업보다 훨씬 부정적으로 신용평가에 반영된다는 것을 의미한다.

<표 16> 특권적 사적 소비가 신용평점에 미치는 영향

패널 A. 전체표본 분석결과

구분	ALL (n=3,289)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	81.764	2.531		32.303	0.000
MEDI	-5.125	0.834	-0.114	-6.146	0.000
ENT	-324.366	22.012	-0.359	-14.736	0.000
MEDI×ENT	-285.869	27.913	-0.301	-10.241	0.000
ROA	62.349	2.013	0.419	30.966	0.000
SIZE	0.035	0.123	0.004	0.286	0.775
DEBT	-22.404	0.805	-0.384	-27.828	0.000
BLOK	0.004	0.008	0.006	0.442	0.658
FOR	0.077	0.010	0.107	7.528	0.000
LONG	-0.873	0.192	-0.058	-4.556	0.000
BIG	1.436	0.303	0.061	4.741	0.000
수정R ² (F값)	0.530 (371.3, p<0.000)				

패널 B. 대응표본 분석결과

구분	CHMI (n=575)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	79.827	5.486		14.552	0.000
MEDI	-4.785	0.816	-0.220	-5.861	0.000
ENT	-470.350	58.421	-1.056	-8.051	0.000
MEDI×ENT	-440.034	59.476	-1.042	-7.398	0.000
ROA	60.078	4.867	0.352	12.345	0.000
SIZE	0.623	0.259	0.075	2.405	0.017
DEBT	-30.813	1.712	-0.494	-18.003	0.000
BLOK	0.027	0.018	0.040	1.498	0.135
FOR	0.066	0.023	0.079	2.817	0.005
LONG	-2.123	0.454	-0.126	-4.680	0.000
BIG	1.095	0.562	0.049	1.948	0.052
수정R ² (F값)	0.686 (126.3, p<0.000)				

$$\text{검증모형 } SCORE = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MEDI} + \alpha_2 \text{ENT} + \alpha_3 (\text{MEDI} \times \text{ENT}) + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{SIZE} \\ + \alpha_6 \text{DEBT} + \alpha_7 \text{BLOK} + \alpha_8 \text{FOR} + \alpha_9 \text{LONG} + \alpha_{10} \text{BIG} + \epsilon$$

<변수의 정의>

- SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,
- MEDI(medical or pharmaceutical industry): 제약기업이면 1, 그렇지 않으면 0,
- ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,
- ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,
- SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),
- DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,
- BLOK: 대주주지분율,
- FOR: 외국인지분율,
- LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,
- BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*종속변수는 임의기업 i의 t시점이며, 독립변수는 t-1시점, 편의상 아래첨자는 생략함.

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 사업 개발이나 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 관련없는 사적비용이므로 접대비로 보지 아니한다(국심 2001서 396, 2001. 11. 21.).

위와 같은 규정에도 불구하고, 제약회사는 업종의 특성상 이러한 접대비가 영업의

전반을 차지한다. 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·이진환, 2011). 이익경 외(1994)와 신영석 외(2011)의 지적처럼, 우리나라 제약산업의 발전을 저해하고 있는 요인으로 지목되어 왔던 것은 영세적인 시장구조와 과당경쟁으로 인한 가격경쟁 구도, 영업 및 마케팅에서의 후진성에서 기인하는 판매관리비의 과다한 지출 및 불법적인 리베이트 등의 문제가 상존하고 있는 실정이다. 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.

대리이론의 관점에서 기업 이익현금흐름이 채투자되거나 주주에게 배당으로 배분되기보다는 경영자의 특권적 사적이익 추구에 기회주의적으로 이용되는 것은 타당하지 않다는 인식이며(Jensen, 1986), 이에 대한 신용평가는 매우 부정적으로 부여된다고 볼 수 있다.

<표 17>은 이익조정이 신용평점에 미치는 설명관계를 분석한 결과이다.

전체표본을 대상으로 분석한 본 연구의 결과에서도 DA의 회귀계수는 -0.109, t 통계량은 -8.031로 1% 수준에서 이익관리가 신용평가에 강한 음(-)의 설명관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 일반적으로 이익조정이 신용평가에 부정적으로 반영된다는 점을 보고한 김문태 외(2006)의 연구와 일관된 결과이다. 즉 신용평가기관은 경영자의 이익조정을 기회주의적 동기로 인식하고 있으며, 따라서 신용평가가 양호하게 부여된 기업일수록 이익조정 정도가 낮은 사실을 추론할 수 있으며, 이익조정에 대한 신용평가기관의 감독기능과 객관적 평가기능이 요청되는 합리적 근거가 될 것이다.

그러나 패널 B에서 화학물 제조기업만을 대상으로 한 분석에서는 DA는 SCORE에 예상대로 음(-)의 부호로 나타났으나, 5% 수준에서 유의한 설명력을 보이지 못하여, 신용평가지 제약기업을 포함한 화학물 제조기업의 이익조정을 상대적으로 덜 엄격하게 평가한다는 관측이다. 특히, 관심변수인 $MEDI \times DA$ 는 패널 A와 패널 B 둘 다 SCORE에 유의하지는 않지만 양(+)의 설명관계를 보였다.

<표 17> 이익조정이 신용평점에 미치는 영향

패널 A. 전체표본 분석결과

구분	ALL (n=3,289)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	70.874	2.518		28.151	0.000
MEDI	-4.282	0.559	-0.096	-7.662	0.000
DA	-13.831	1.722	-0.109	-8.031	0.000
MEDI×DA	8.137	9.475	0.011	0.859	0.391
ROA	72.770	2.218	0.489	32.804	0.000
SIZE	0.318	0.124	0.038	2.556	0.011
DEBT	-20.723	0.819	-0.355	-25.297	0.000
BLOK	0.015	0.008	0.023	1.757	0.079
FOR	0.047	0.010	0.065	4.453	0.000
LONG	-0.479	0.196	-0.032	-2.446	0.015
BIG	1.163	0.310	0.049	3.754	0.000
수정R ² (F값)	0.508 (339.9, p<0.000)				

패널 B. 대응표본 분석결과

구분	CHMI (n=575)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	63.159	5.429		11.633	0.000
MEDI	-2.881	0.588	-0.133	-4.896	0.000
DA	-5.800	4.147	-0.040	-1.399	0.162
MEDI×DA	1.746	8.746	0.006	0.200	0.842
ROA	68.399	5.346	0.401	12.795	0.000
SIZE	1.190	0.264	0.143	4.513	0.000
DEBT	-29.628	1.807	-0.475	-16.396	0.000
BLOK	0.045	0.019	0.068	2.409	0.016
FOR	0.039	0.024	0.047	1.609	0.108
LONG	-1.908	0.481	-0.113	-3.968	0.000
BIG	1.485	0.596	0.067	2.491	0.013
수정R ² (F값)	0.649 (107.2, p<0.000)				

$$\text{검증모형 } SCORE = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MEDI} + \alpha_2 \text{DA} + \alpha_3 (\text{MEDI} \times \text{DA}) + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{SIZE} + \alpha_6 \text{DEBT} + \alpha_7 \text{BLOK} + \alpha_8 \text{FOR} + \alpha_9 \text{LONG} + \alpha_{10} \text{BIG} + \epsilon$$

<변수의 정의>

- SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,
- MEDI(medical or pharmaceutical industry): 제약기업이면 1, 그렇지 않으면 0,
- DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995) 모형으로 추정된 재량적발생액,
- ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,
- SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),
- DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,
- BLOK: 대주주지분율,
- FOR: 외국인지분율,
- LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,
- BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*종속변수는 임의기업 i 의 $t+1$ 시점이며, 독립변수는 t 시점, 편의상 아래첨자는 생략함.

신용평가기관이 제약기업의 이익조정을 상대적으로 관대하게 인식할 수 있는 데에는 제약산업이 타 산업과 구분되는 독창적 특징과 관련성이 있어 보인다. 즉, 제약산업은 인간의 생명과 삶의 질을 직접적으로 담보하고 있다는 점이다. 제약산업의 궁극적인 목적은 혁신적인 신약의 개발이며, 국가경제와 국민건강에 미치는 영향을 고려할 때 신약이 가지는 가치는 높게 평가받을 수 있다. 신약개발은 성공할 경우 얻게 되는 편익이 큰 고부가가치 산업이지만, 그러나 막대한 투자비와 많은 시간 소요에도 불구하고 개발성공율은 매우 낮은 고위험사업(high risk)이다. 신용평가기관은 제약기업이 일정한 성과를 제시할 때까지 부정적인 평가를 유보한다고 볼 수 있다. 또한 제약산업이 개발 및 투자에 대한 회수가 비교적 장기간 소요된다는 점을 반영하여 신용평가에 임한다고 볼 수 있다. 가령, 제약기업이 신약개발을 위하여 초기에 막대하게 소요된 R&D 지출에 대한 회계처리를 비용화하는 대신 자본화하는 것을 수용하는 등 회계처리 기준의 엄격성을 다소 관대하게 평가할 수 있다고 본다.

<표 15>, <표 16>, <표 17>의 통제변수에 대한 회귀계수의 설명정도와 부호, 그리고 이에 대한 t 통계량과 유의수준은 선행연구 및 각 회귀분석 결과와 크게 다르지 않다. 우선, ROA는 신용평점에 평균 40%이상의 설명정도(표준화 회귀계수값)로 매우 유의하게 신용평점에 반영되어, 자원투자에 대한 회수가 신용평가에 가장 큰 비중으로 반영된다는 것을 알 수 있었다. 부채비율 DEBT는 신용평가에 부정적으로 반영되었다. 이는 미래 원리금 상환에 대한 불확실성을 나타내는 지수이기 때문에, 이 지수가 높다는 것은 채무불이행의 신호로 간주한다는 것을 의미한다. SIZE를 통하여 기업규모가

클수록 양호한 신용평가가 부여된다는 것을 알 수 있다. FOR의 설명계수도 전반적으로 양(+)의 반응으로 나타나 외국인 지분참여가 지분참여 기업에 대한 미래 전망을 담보하여 신용평가를 호의적으로 유도한다고 해석할 수 있다. 또한 대형 회계법인의 감사를 받은 기업(BIG)의 신용평점이 우수하다고 볼 수 있으며, 이는 위준복·김문태(2006)의 결과와도 일관된다. 그러나 LONG는 신용평점에 음(-)의 설명관계를 보이는 것으로 나타나 해당 기업의 상장기간이 길수록 신용평점이 오히려 부정적으로 부여된다는 것을 알 수 있으며, 이는 시장이 기업의 기술혁신이나 시장개척 등 미래 현금 유입에 대한 적극적 전략수립을 간접적으로 요청하고 있다고 풀이된다.

제5절 추가분석: 신용등급

<표 18> 신용등급에 대한 다중회귀분석 결과

패널 A. 자산효율성이 신용등급에 미치는 영향

	회사채 발행 표본 (n=1,815)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	-15.453	1.111		-13.911	0.000
MEDI	2.509	0.694	0.175	3.618	0.000
EF	0.675	0.102	0.104	6.606	0.000
MEDI×EF	-2.036	0.824	-0.119	-2.471	0.014
ROA	2.062	0.749	0.047	2.753	0.006
SIZE	1.645	0.051	0.621	32.458	0.000
DEBT	-6.935	0.349	-0.344	-19.888	0.000
BLOK	0.014	0.003	0.070	4.340	0.000
FOR	0.021	0.004	0.090	4.848	0.000
LONG	-0.664	0.077	-0.137	-8.614	0.000
BIG	0.592	0.137	0.069	4.318	0.000
수정R ² (F값)	0.599 (272.5, p<0.000)				

패널 B. 경영자의 특권적 사적소비가 신용등급에 미치는 영향

	회사채 발행 표본 (n=1,815)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	-15.213	1.118		-13.604	0.000
MEDI	1.493	0.315	0.104	4.741	0.000
ENT	51.677	9.299	0.178	5.557	0.000
MEDI×ENT	-64.089	11.244	-0.213	-5.700	0.000
ROA	3.490	0.733	0.080	4.763	0.000
SIZE	1.649	0.051	0.622	32.207	0.000
DEBT	-6.385	0.346	-0.317	-18.447	0.000
BLOK	0.012	0.003	0.058	3.608	0.000
FOR	0.017	0.004	0.072	3.778	0.000
LONG	-0.677	0.077	-0.140	-8.761	0.000
BIG	0.544	0.137	0.063	3.988	0.000
수정R ² (F값)	0.597 (269.8, p<0.000)				

패널 C. 이익조정이 신용등급에 미치는 영향

	회사채 발행 표본 (n=1,815)				
	비표준화계수	표준오차	표준화계수	t통계량	p값
(상수)	-13.831	1.095		-12.627	0.000
MEDI	0.741	0.224	0.052	3.315	0.001
DA	-1.027	0.755	-0.023	-1.360	0.174
MEDI×DA	6.115	3.834	0.025	1.595	0.111
ROA	3.516	0.811	0.080	4.334	0.000
SIZE	1.606	0.051	0.606	31.661	0.000
DEBT	-6.576	0.349	-0.326	-18.868	0.000
BLOK	0.012	0.003	0.061	3.745	0.000
FOR	0.020	0.004	0.085	4.491	0.000
LONG	-0.704	0.078	-0.146	-9.017	0.000
BIG	0.561	0.138	0.065	4.071	0.000
수정R ² (F값)	0.590 (261.9, p<0.000)				

검증모형

$$\begin{aligned}
 \text{GRADE} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{MEDI} + \alpha_2 \text{EF} + \alpha_3 (\text{MEDI} \times \text{EF}) + \alpha_4 \text{ENT} + \alpha_5 (\text{MEDI} \times \text{ENT}) + \alpha_6 \text{DA} + \alpha_7 (\text{MEDI} \times \text{DA}) \\
 & + \alpha_8 \text{ROA} + \alpha_9 \text{SIZE} + \alpha_{10} \text{DEBT} + \alpha_{11} \text{BLOK} + \alpha_{12} \text{FOR} + \alpha_{13} \text{LONG} + \alpha_{14} \text{BIG} + \epsilon
 \end{aligned}$$

<변수의 정의>

GRADE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용등급,
 MEDI(medical or pharmaceutical industry): 제약기업이면 1, 그렇지 않으면 0,
 EF(efficiency ratios=total asset turnover ratios): 총매출/총자산,
 ENT(entertainment costs): (집대비+복리후생비)/매출액,
 DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995) 모형으로 추정된 재량적발생액,
 ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,
 SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),
 DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,
 BLOK: 대주주지분율,
 FOR: 외국인지분율,
 LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,
 BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*종속변수는 임의기업 i 의 $t+1$ 시점이며, 독립변수는 t 시점, 편의상 아래첨자는 생략함.

이전 분석은 주로 산출이 용이하고 자료의 입수가 용이한 신용평점을 근거로 분석한 결과였다. <표 18>은 전체표본 중 무보증 회사채 발행시 신용등급을 발행받은 기업 1,815 표본을 대상으로, 종속변수를 신용등급으로 대체하여 추가분석한 결과이다. 즉 자산효율성(EF), 경영자의 특권적 사적소비(ENT), 이익조정(DA)이 '신용등급'에 미치는 설명관계를 분석한 결과이다.

전반적으로 <표 15>, <표 16>, <표 17>과 일관된 결과를 보였다. 구체적으로 주 관심변수를 살펴보면 다음과 같다. $MEDI \times EF$ 의 회귀계수는 0.119로 추정되어 신용등급 GRADE에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 설명관계를 보였다. 이는 신용평점과 마찬가지로 제약기업의 자산효율성이 양호할 때, 회사채에 대한 신용등급이 호의적으로 부여된다는 것을 알 수 있다. 그러나 $MEDI \times ENT$ 의 회귀계수는 -0.213, t 통계량은 -5.700으로 1% 유의수준에서 신용등급 GRADE에 매우 강한 음(-)의 반응을 보임으로써, 제약기업의 경영자가 차단된(mask) 사적 정보를 통하여 특권적 소비행태가 강할수록 회사채 발행에 대한 신용등급이 부정적으로 반영된다는 것을 알 수 있고 이전 결과를 강건하게 지지하였다. $MEDI \times DA$ 의 회귀계수는 0.025로 유의하지 않는 양(+)의 설명관계를 보이는 것으로 나타났다.

이하 본 연구는 대표적인 전문 신용평가기관인 한국신용평가(고현수·정민수, 2013)와 한국기업평가(김병균, 2014)의 제약산업 신용평가 요소를 살펴보았다. 제약산업 신용평가 방법론은 제약산업의 사업환경 분석을 기초로 하여 개별 제약사들의 사업 및

재무위험을 결합하여 분석하는 체계로 이루어져 있다.

한국신용평가가 제약회사들을 평가함에 있어서 가장 중요시하는 핵심 요소들은 제품 포트폴리오, 제품개발 능력, 수익성, 재무안정성 등이다. 가장 우선시되는 제품포트폴리오 오는 회사가 현재 보유하고 있는 제품의 포트폴리오는 재투자를 가능하게 하는 중요한 수익의 흐름, 주주에게 기대되는 수익, 재무제표를 견실하게 하는 초과현금흐름을 유지하는데 중요한 요소이다. 제품포트폴리오의 질을 평가함에 있어 가장 연관성이 높은 속성들은 대형 제품의 보유 여부, 대형제품에 대한 집중도, 매출액 등이다. 대형 제품을 많이 보유한 회사일수록 거래처에 대하여 높은 교섭력을 누릴 수 있다. 비록 특정 대형 제품에 대한 의존도가 높으면 높을수록 영업안정성에 부정적 영향을 줄 수 있으나, 대형 제품의 보유는 매출 규모와도 높은 상관관계를 보여주고 있다. 그 다음으로 제품개발 능력은 R&D 투자액 및 매출대비 비중으로 평가하고 있다. 전반적으로 상위권 제약사들이 제품개발능력 지표에서 실제 등급과 유사한 mapping 결과를 보이는 가운데, 동아에스티는 성공적인 신약개발 실적과 파이프라인의 경쟁력을 바탕으로 실제 등급보다 한 단계 높은 수준의 mapping이 이루어지고 있다. 한편, LG생명과학과 한미약품은 최근 5년간 매출액 대비 각각 15%와 10%를 상회하는 금액을 연구개발에 투자하고 있어 'R&D 투자액 및 매출 대비 비중' 지표에서 높은 측정치를 부여 받고 있다. 수익성 추이를 분석하는 것은 현금흐름의 지속가능성을 판단하는데 매우 중요하다. 이 요소를 살핍으로써 제약사들의 자산 대비 수익력이나 수익성을 지속적으로 유지할 수 있는 자본투자 능력을 판단할 수 있다. 기본적으로 적정 수준의 이익은 산업의 상황에 상관없이 해당 회사가 계속기업으로 존재할 수 있는지를 결정한다. 제약산업은 낮은 설비투자 부담과 제네릭 의약품 생산에 의한 용이한 시장진입 등으로 인해 진입장벽이 낮으며, 이로 인해 제조업체 수가 시장규모 대비 과도하고 판촉 경쟁 역시 치열하다. 진입장벽이 낮고 경쟁이 치열한 산업의 경우 수익구조가 취약한 것이 일반적이나, 제약산업은 정부 주도의 가격결정 방식에 힘입어 여타 산업에 비해 원가율이 낮기 때문에 오히려 기본적인 수익구조는 양호한 수준이라 할 수 있다. 마지막으로, 재무안정성을 추출한 이유는 제품 간 품질 차이가 크고 치열한 판촉 경쟁이 이루어지는 산업 특성상, 국내 제약업계는 제품군, 영업조직, 사업전략 등에 따라 개별업체 간 사업경쟁력 격차가 크게 나타나고 있기 때문이다. 이러한 사업경쟁력 격차는 매출규모의 차이로 나타날 뿐 아니라 수익성 및 운전자금 관리능력의 우열로 이어져 현금흐름 차이를 발생시키고, 결국 업체간 재무위험의 차별화로 이어지고 있다. 의약분업 이후 요양기관, 종합병원, 약국 등에 대한 교섭력이 증대되어 운전자금 문제가 많이 해소되었으며, 의

형확대와 수익구조 개선에 힘입어 현금흐름이 큰 폭으로 향상됨에 따라 제약사들의 재무안정성이 전반적으로 크게 제고되었다. 하지만 시장지배력이나 재무정책 등 개별업체의 상황에 따라 그 정도는 다양한 모습을 보이고 있어, 업체별로 차입 규모에 상응하는 현금흐름을 유지하고 있는지, 이자비용 등 경상적인 자금유출을 충분히 감당하고 있는지 등을 분석해야 한다. 제약회사의 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 기타 고려사항은 정부정책, Event Risk, 유동성 수준, 자금조달의 적정성 및 계열위험 등을 들 수 있다. 이런 요소들은 실제 평가과정에서 중요한 영향을 미칠 수 있다.

한국신용평가는 제약산업의 성장이 단기적으로는 정부 정책과 시장 내 경쟁구도에 의해, 장기적으로는 인구 분포, 출산율 등 인구학적 요인과 생활습관, 건강에 대한 의식변화 등 사회문화적 요인, 소득 수준이나 분포와 같은 경제적 요인 등에 의해 복합적으로 결정된다고 보고 있다. 장기적으로는 인구고령화와 소득수준 향상, 만성질환 및 성인병 증가라는 인구학적 트렌드가 지속됨에 따라 제약시장의 수요는 건조하게 유지될 것으로 보인다. 다만 리베이트 규제 강화, 약가인하 압력 증대 및 R&D를 통한 신약 개발 필요성 확대와 관련하여 산업 전반에 걸쳐 불확실성이 고조되었으며, 이는 업계의 성장 둔화로 표출되고 있다. 향후, 변화에 대한 대응력이 열위한 소형 제약사들을 중심으로 구조조정이 촉발될 가능성이 있으며, 상위 제약사들도 제네릭에 대한 의존도가 높은 기존 사업모델의 수정이 일정 부분 불가피할 것으로 보인다.

한국기업평가는 제약사의 사업 측면 평가요소는 크게 매출액, 거대품목의 수, 상위 5개 품목의 집중도, 주력품목의 시장지배력, 연구과제의 질 등 5개로 구성되며, 재무 측면 평가요소는 EBIT 마진, 순차입금/OCF, EBIT/금융비용, 1회전기간, 순차입금의존도 등 5개로 구성된다. 사업 및 재무 측면의 모든 평가요소에 대해서는 사업과 재무간의 동일 비중 하에서 각각 상이한 평점(scoring) 가중치를 적용하였으며, 재무 측면 평가요소들은 최근 3개년 재무지표의 적수 방식에 의한 평균치를 적용하고 있다. 한국기업평가의 산업별 신용평가 방법론은 신용등급 결정을 위해 고려되는 주요 평가요소에 대한 자체의 고유한 의견과 분석의 틀을 반영하고 있다. 이를 통해 신용등급의 예측 가능성과 논리적 설명력을 제고하고 다양한 시장참여자의 입장에서 KR 신용등급이 보다 객관적으로 인식될 수 있도록 하고 있다.

제6장 요약 및 결론

제약산업(pharmaceutical industry)은 인간의 생명을 기초로 삶의 질을 담보하는 기간산업의 하나이다. 하지만 국내 제약산업은 본질적이고 구조적으로 타 산업과 구분되는 특징이 있고, 정부의 건강보험재정 안정화 정책의 일환으로 시행한 약가규제 등으로 인하여 거시적 경영환경이 치열한 시장경쟁 상황으로 전개되고 있다.

이러한 시의적인 맥락에서, 본 연구는 제약산업의 대리비용과 이익조정이 신용평가에 미치는 영향을 검증하였다. 대리비용은 Ang et al.(2000)을 준용하여 자산효율성과 경영자의 특권적 사적 소비로 측정하였으며, 이익조정은 수정 Jones 모형(Dechow et al, 1995)의 재량적발생액으로 추정하였다.

본 연구는 제약산업에 대하여 기본적으로 다음의 사항을 전제하였다.

첫째, 제약회사가 성장기회가 있는 사업에 공격적이고 위험선호적인 활동들을 강행하여 매출수익의 성장을 유도해야 한다는 점이다. 즉 기존 자산의 효율적 활용을 통하여 미래 현금흐름의 유입이 기대될 때 신용평가가 긍정적으로 부여된다는 점이다. 역으로 제약기업이 보유자원을 비효율적으로 투자한다면 신용평가가 부정적으로 부여될 것을 전제하였다.

둘째, 접대비 혹은 그 대체 수단으로 복리후생비를 통하여 지출되는 사적 소비수준에 대하여 신용평가가 부정적으로 부여될 것으로 전제하였다. 제약기업의 접대행위는 실력이나 경쟁력을 강화하기보다는 음성적 리베이트나 커미션으로 인한 자금유출을 신호하며 회계투명성을 저해하고 궁극적으로 기업가치를 저해한다고 본다.

셋째, 제약산업에 대한 신용평가가 타 산업에 비하여 덜 엄격할 것으로 전제하였다. 제약산업은 고부가가치성과 고위험성을 동시에 수행하는 업종 특성과 투자에 대한 회수가 더딘 산업으로 인식되기 때문이다.

2004년 부터 2012년까지(2013년은 t+1기 신용평가 지수에 포함됨) 상장된 기업자료를 입수하여, 이를 제약기업과 제약기업을 제외한 전체산업, 그리고 제약기업과 업태가 유사한 화학물 제조기업을 대응하여 대리비용과 이익조정이 신용평가에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 제약기업의 신용평점이 타 산업에 비하여 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 이는 전문신용평가기관이 타 산업에 비하여 제약기업을 비호의적으로 평가한다는 것을 의미하는 바, 제약기업의 특성상 연구개발에 대한 성공부담, 현금유입(회수)의 장기성,

높은 판매 및 영업관리비에 대한 계속기업의 지속성을 보증하지 못하는 것을 간접적으로 시사한다.

둘째, 제약기업의 자산효율성이 타 산업에 비하여 더 낮게 나타났다. 이는 제약기업의 투입·산출요소에 대한 효율성이 양호하지 않다는 것을 의미하며, 제약산업의 경영자가 자산활용을 통한 적극적인 노력을 강구하여 새로운 수익모델을 창출해야 한다는 점을 간접적으로 시사한다. 그러나 제약기업의 접대비는 타 산업에 비하여 매우 유의하게 높은 것으로 나타났다.

셋째, 제약기업의 자산효율성이 양호할수록 신용평가에 긍정적으로 반영되는 결과를 보였다. 이는 제약회사가 보다 적극적이고 장기적인 전략을 수립하여 시장 경쟁력을 확보할 연구개발 투자, 시장개척, 마케팅 역량 강화 등에 자산이 효율적으로 투자되어야 한다는 점을 시사하고 있다. 또한 신용평가기관은 경영자가 기업가치를 저해함에도 불구하고 과잉투자를 통해 최적 수준 이상으로 기업규모를 팽창시키는 것을 경계하고 있다는 점을 암시한다.

넷째, 제약기업의 접대비는 신용평점에 매우 강한 음(-)의 설명관계로 나타났다. 이는 제약기업에서의 사적 소비 수준이 여타 산업보다 훨씬 부정적으로 신용평가에 반영된다는 것을 의미한다.

다섯째, 제약기업의 이익조정은 신용평가에 유의하게 부정적인 설명관계를 보이지는 않았다. 이는 신용평가기관이 제약기업의 업종 특성상 회계처리 기준의 엄격성을 다소 관대하게 평가하는 것으로 해석된다.

마지막으로, 위의 다중회귀분석에 대한 결과는 신용등급을 종속변수로 분석한 결과에서도 일관되게 제시되었다.

궁극적으로 본 연구는 제약기업의 자산효율성과 사적 소비 수준으로 판단하는 대리비용 그리고 이익조정이 신용평가에 반영되는 결과를 제시하는데 의의가 있다고 본다. 제약기업의 자산효율성 측면에서, 제약기업의 경영자는 보수적인 만족에 안주하는 대신 미래에 성장기회가 높고 수익활동이 예상되는 사업전략을 수립하여 적극적인 투자의사결정을 단행해야 한다는 것을 시사한다. 또한 신용평가를 통하여 제약기업의 자원 활용과 비효율적인 투자의사결정에 대한 정보를 전달하여, 투자자에게는 투자의사결정의 불확실성을 줄일 수 있는 단서를 제공하는데 공헌할 것이다. 또한 제약기업이 타 산업에 비하여 방만하게 지출한 접대비가 신용평가에 부정적으로 반영된다는 점을 제시하여 향후 관계 당국이 이를 통제할 근거를 마련하는데 공헌할 것으로 본다.

그러나 본 연구를 수행하면서 다음과 같은 한계점이 있었다.

첫째, 제약기업을 세분하여 분석하지 못하였다. 제약산업이란 의약품의 연구개발·제조·가공·보관·유통하는 것과 관련된 산업을 말하는 바(제약산업 육성 및 지원에 관한 특별법 제2조), 제약산업 육성법에서 정한 의약품 매출액 1,000억원 이상 혹은 연구개발 비율이 7% 이상인 혁신형 제약기업을 구분하여 분석할 필요도 있다. 또한 외국계 대형 제약회사와 순수 국내자본 제약기업을 구분하여 분석하는 것도 의미가 있을 것으로 본다.

둘째, 신용평가 지수를 NICE신용평가정보(주)의 자료에 지나치게 의존하여 분석한 결과를 제시한다는 한계점이 있다. 향후 연구에서는 신용평가를 신용등급, 타 기관의 신용평가 점수 등을 입수하여 자료의 확장에 근거한 보다 일반화되고 강건한 결론을 유도할 것을 제안한다.

셋째, 자산의 효율적 활용 및 경영자의 특권적 소비, 그리고 이익조정에 대한 변수의 확장이 필요하다. 제약회사의 특성상 매출채권의 회수를 바탕으로 한 매출채권회전율을 추가할 필요가 있으며, 리베이트나 커미션으로 인하여 당국의 조사를 받은 기업의 대리비용을 추적하는 연구도 요청된다. 이익조정 변수 또한 성과를 반영한 추정치와 실질활동으로 인한 이익조정에 대하여 심층적으로 분석하는 것도 의의를 지닐 것이다.

본 연구의 한계점으로 분석하지 못한 점들을 극복하여 향후 연구가 수행되길 제안한다.

참 고 문 헌

- 강동관. 2005. “기업의 소유 집중률과 대리인 비용”. 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.
- 고윤성 · 이진환. 2011. “접대비지출의 타비용 대체처리와 조세회피에 대한 연구”. 세무학연구 28(2): 101-132.
- 고종권. 2001. “세율인하 및 최저한세와 이익조정”. 세무학연구 18(2): 167-200.
- 고현수 · 정민수. 2013. 「Rating Methodology, 제약산업(2013)」. 한국신용평가. 서울.
- 국찬표 · 강윤식. 2010. “투자자보호가 기업의 위험선호에 미치는 영향”. 재무관리연구 27(2): 115-144.
- 권기정. 2009. “광고선전비의 다기간 가치관련성 분석”. 국제회계연구 26: 129-154.
- 권기정. 2012. “접대비, 광고선전비, 기부금의 상대적 가치관련성 분석”. 국제회계연구 45: 321-346.
- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최관 · 한봉희. 2010. 「자본시장에서 회계정보의 유용성」. 신영사. 서울.
- 김길훈 · 강내철. 2006. “유가증권 회계처리와 이익조정”. 회계연구 11(3): 229-246.
- 김문태. 2004. “외국인의 지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향”. 회계정보연구 22(4): 85-112.
- 김문태. 2014. “코스닥 신규상장 기업의 대주주지분을 감소와상장폐지의 연관성에 관한 연구”. 한국증권학회지 43(4): 731-752.
- 김문태 · 권현주. 2009. “경영자의 노력과 사적 소비가 신용평가에 미치는 영향”. 대한경영학회지 22(4): 1845-1866.
- 김문태 · 김영환. 2007. “외국인투자자의 소유와 사외이사의 특성이 신용평가에 미치는 영향”. 회계학연구 32(4): 29-58.
- 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 · 이광석. 2013. “의료관련 산업의 마케팅 비용이 경제적 부가가치에 미치는 영향”. 재무와회계정보저널 13(3): 47-67.
- 김문태 · 전성일 · 고대영. 2006. “연구개발비의 자본화를 통한 이익조정의 고찰”. 회계정보연구 24(3): 77-96.
- 김병균. 2014. 「Methodology Report, 제약」. 한국기업평가. 서울.
- 김성민 · 민춘식. 2011. “접대비가 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향의 차이분석”. 세무회계연구 29: 71-92.
- 김성아. 2007. “국내 제약회사의 생산성변화 분석: 2001년-2005년”. 생산성논집(구 생산성연구) 21(3): 77-96.
- 김성환 · 김미나. 2011. “기부금과 접대비가 기업성과에 미치는 영향: 이론과 실증연구”. 경영학연구 40(3): 659-685.
- 김우식 · 김우봉. 2002. “국내 상장 제약회사의 경영효율성 측정에 관한 연구 : DEA 모형의 동태적 적용”. 경영학연구 31(6): 1747-1762.
- 나 영 · 진동민. 2003. “IMF이후 신용등급예측에 있어서 재무정보의 유용성”. 회계정보연구 21(4): 211-234.
- 문현주. 2004. “개발발생액접근법을 통한 은행의 이익관리연구”. 회계학연구 29(2): 111-131.
- 문혜선. 2011. 「의약품산업의기초분석」. 산업연구원.
- 박성각. 2014. 「법인세부담 완화를 위한 전략적 회계선택에 관한 연구」. 조선대학교 박사학위논문.
- 박성민. 2010. “제약 산업에서의 시장 경제 원리 활성화 방안-정부의 역할을 통한 시장 기능 정상화, 공정거래위원회와 법원, 보건복지부의 태도를 중심으로-”. 경제법연구 9(1): 245-287.
- 박승욱 · 박정수. 2014. “국내 제약업체의 약품생산 위수탁 수주를 위한 내부역량에 관한 실증 연구”. 大韓經營學會誌 27(5): 657-673.
- 박영석 · 김남곤. 2005. “기업지배구조와 기업가치: 투자효율성과 대리인비용을 중심으

- 로”. 경영학연구 36(5): 1203-1233.
- 박중윤 · 이미용. 2003. “윤리성 변수를 이용한 기업부실예측: 접대비 및 복리후생비를 중심으로”. 경영학연구 32(2): 499-522.
- 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.
- 박현섭 · 송인만. 2005. “회사채 신용등급에 대한 차별적 시장반응”. 회계학연구 30(2): 277-305.
- 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.
- 설원식 · 김수정. 2004. “스톡옵션제도 도입이 경영자의 의사결정 성향과 기업의 장기성장에 미친 영향 : 한국의 경험”. 국제경영리뷰 8(1): 61-84.
- 성용운 · 이병산. 2006. “회계분식기업의 가공과세소득에 대한 세무선택 및 세금부담”. 세무학연구 23(1): 29-53.
- 손원익. 2013. 「접대비 현황과 정책과제」. 한국조세연구원 연구보고서. 서울.
- 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.
- 신영석 · 정형선 · 임완섭 · 정지영. 2011 「2020 한국 의료의 비전과 정책방향 : 보건의료미래위원회 활동보고서」. 보건복지부·한국보건사회연구원, 2011.
- 신유원. 2013. 「국내 보건산업 최신 경영분석-상장 제약기업 경영분석」. 한국보건산업진흥원 보건산업정보통계센터. 서울.
- 신준용 · 변동현. 2002. “기업소유구조와 대리인비용의 관계에 관한 연구”. 회계저널 11(3): 67-85.

- 신호영. 2006. “감사위원회 도입과 이익조정 관련성에 관한 연구”. 회계정보연구 24(1): 43-66.
- 심호석. 2011. “임계이익 달성비율과 이익조정. 분기 대 연차”. 회계정보연구 29(3): 229-248.
- 안미강 · 고대영. 2011. “기업의 소유구조와 자사주 취득이 대리인비용에 미치는 영향”. 산업경제연구 24(6): 3791-3816.
- 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.
- 윤희숙. 2008. 「보험약가 제도의 개선을 통한 건강보험 지출 효율화」. KDI 정책포럼.
- 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.
- 이의경. 2012. 「제약산업전문인력양성」. Pharma Korea 2020.
- 이의경 · 조재국 · 김원중 · 장선미 · 백화종 · 배형 · 박병형. 1994. 「21세기에 대비한 한국 제약산업의 발전방향과 보험약관관리제도 개선방안」. 한국보건사회연구원.
- 이장건. 2014. “적자회피를 위한 이익조정; 비정상이익을 이용한 분석”. 한국회계학회 2014 하계학술발표대회.
- 이재은. 2008. “감리양정기준 시행 및 중요성기준 변경과 이익조정의 관련성”. 회계학연구 33(3): 189-227.
- 이태호 · 홍정화. 2005. “기업 접대비의 생산성에 관한 연구”. 회계정보연구 23(2): 25-50.
- 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.
- 정성민 · 유한주. 2011. “국내 제약회사의 효율성 및 생산성 분석”. 생산성논집(구 생산성연구) 25(4): 239-265.
- 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 이익조정에 관한 실증적 연구”. 회계학연구 24(4): 1-27.
- 최광현. 1997. “연구개발비의 투자결정과 회계처리방법 선택을 통한 이익조정”. 세무회계연구 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.
- 최수미. 2004. “접대비 실명제 시행이후 기업의 변화”. 회계논집 5(2): 27-51.
- 최종경. 2010. 「원료의약품산업」. HMC투자증권 Foward Solution: 1-23.
- 한국보건사회연구원. 2012. 「제약산업 구조분석과 발전방향」.
- 한국보건산업진흥원. 2010. 「제약산업의 구조선진화를 통한 산업발전 방안 연구」.
- 한국보건산업진흥원. 2011. 「의약품산업 분석보고서」.
- 한국보건산업진흥원. 2012. 「제약산업 정책금융 지원 활성화 방안」.
- 한국보건산업진흥원. 2013 「의약품산업 분석 보고서」.
- 한국보건산업진흥원. 2014. 「새로운 신약개발 R&D 투자모델: 금융공학 기법을 활용한 신약개발 메가펀드」. KHIDI Brief 135.
- 한국은행 경제통계시스템. <https://ecos.bok.or.kr/>
- 한국은행. 2000. 「기업경영분석」.
- 한국제약협회 자료실. <http://www.kpma.or.kr>
- 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.
- Ashbaugh, H, D., W. Collins and R. LaFond. 2006. “The effects of corporate governance on firms’ credit ratings.” *Journal of Accounting and Economics* 42(1-2): 203-243.
- 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.
- Baker, H. K. and S. A. Mansi. 2002. “Assessing credit agencies by bond issuers and institutional investors.” *Journal of Business Finance and Accounting* 29(9-10): 1367-1398.
- 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.
- Berle, A. and G. Means. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. NewYork: Macmillan Publishing Company, Inc.
- 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 J. 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. and C. W. Park. 1997. "Smoothing Income in Anticipation of Future Earnings." *Journal of Accounting and Economics* 23(July): 115-139.
- Dillenburg, S., T. Greene and H. Erekson. 2003. "Approaching socially responsible investment with a comprehensive ratings scheme: Total social impact." *Journal of Business Ethics* 43(3): 167-182.
- 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.
- Florackis, C. and A. Ozkan. 2004. "Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms." Working Paper.
- Goh, J. C. and L. H. Ederington. 1993. "Is a Bond Rating Downgrade Bad News, Good News, or No News for Stockholders?." *Journal of Finance* 48(5): 2001-2008.
- Gompers, P., L. Ishii and A. Metrick. 2003. "Corporate Governance and Equity Prices." *Quarterly Journal of Economics* 118(1): 107-155.
- 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.
- Haugen, R. A. and Senbet, L. W. 1981. "Resolving the Agency Problems of External Capital through Options." *Journal of Finance* 36: 629-648.
- 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.
- Holthausen, R. W. and R. W. Leftwich. 1986. "The Effect of bond Rating changes on common stock prices." *Journal of Financial Economics* 17(1): 57-89.
- Horrigan, J. 1966. "The Determination of Long-Term Credit Standing with Financial Ratios, Empirical Research in Accounting: Selected Studies." *Journal of Accounting Research* 4(Supplement): 44-62.
- 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. 1986. "Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers." *American Economic Review* 76: 323-329.
- 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.
- Kaplan, R. and G. Urwitz. 1979. "Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry." *Journal of Business* 52(2): 231-261.
- Khurana. I. K. and K. Raman. 2003. "Are Fundamentals Priced in the Bond Market?." *Contemporary Accounting Research* 20(3): 465-494.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes and A. Shleifer. 1999. "Corporate Ownership Around the World." *Journal of Finance* 54: 471-518.
- Lin, S., P. F. Pope and S. Young. 2003. "Stock market reaction to the Appointment of outside Directors." *Journal of Business Finance and Accounting* 30: 351-382.
- Mande, v., R. File and W. Kwak. 2000. "Income Smoothing and Discretionary R&D Expenditures of Japanese Firms." *Contemporary Accounting Research* 17: 263-302.
- 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.
- Pinches, G. and J. Singleton. 1978. "The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes." *Journal of Finance* 33(1): 29-44.
- Pinches, G. and K. Mingo. 1973. "A Multivariate Analysis of Industrial Bond Ratings." *Journal of Finance* 28(1): 1-18.
- Pogue, T. and R. Soldofsky. 1969. "What's in a Bond Rating?", *Journal of Quantitative Analysis* 4: 201-228.
- Rosenstein, S. and J. G. Wyatt. 1990. "Outside directors, Board Independence and shareholder Wealth." *Journal of Financial Economics* 26: 175-191.
- Scholes, M. and M. Wolfson. 1992. "Taxes and Business Strategy. A Planning Approach." Prentice Hall.

- Shi, C. 2003. "On the Trade-Off Between the Future Benefits and Riskiness of R&D: A Bondholders' Perspective." *Journal of Accounting and Economics* 35(2): 227-254.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy* 94(3): 461-488.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny. 1989. "Management entrenchment: the case of manager-specific investments." *Journal of Financial Economics* 25: 123-139.
- Standard & Poor's. 1986. Debt Ratings Criteria. New York, Ny
- 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.