



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](#)

2009년 2월

석사학위 논문

이익지속성이 신용평가에 미치는 영향

조선대학교 대학원

회계학과

오 염 화

이익지속성이 신용평가에 미치는 영향

The Effects of Earnings Persistence
on Credit Evaluation

2009년 2월 25일

조선대학교 대학원

회계학과

오 염 화

이익지속성이 신용평가에 미치는 영향

지도교수 이 춘 의

이 논문을 경영학 석사학위신청 논문으로 제출함

2008년 10월

조선대학교 대학원

회 계 학 과

오 염 화

오염화의 석사학위논문을 인준함.

위원장 조선대학교 교수 인

위 원 조선대학교 교수 인

위 원 조선대학교 교수 인

2008년 11월

조선대학교 대학원

<목 차>

<Abstract>	iii
제1장 서론	1
제1절 연구 목적 및 방법	1
제2절 연구방법 및 범위	4
제2장 신용평가의 의의 및 측정	5
제1절 신용평가의 유용성	5
제2절 신용평가의 기준	7
제3장 선행연구의 고찰	14
제1절 신용평가에 관한 연구	14
제2절 이익지속성에 관한 연구	22
제4장 실증분석	27
제1절 연구의 설계	27
제2절 표본선정	31
제3절 실증분석 결과	33
제5장 요약 및 결론	45
<參考文獻>	47

<표 차례>

<표 1> 표본의 구성	31
<표 2> 기술통계량	33
<표 3> 상관분석	34
<표 4> 평균차이 분석	35
<표 5> 발생항목과 현금흐름의 이익지속성 분석	37
<표 6> 이익지속성이 신용평점에 미치는 영향: 선형회귀분석	38
<표 7> 현금흐름과 발생항목이 신용평점에 미치는 영향: 선형회귀분석	40
<표 8> 이익지속성이 신용평점에 미치는 영향: 로짓분석	42
<표 9> 현금흐름과 발생항목이 신용평점에 미치는 영향: 로짓분석	43

Abstract

The Impacts of Earnings Persistence on Credit Evaluation

Wu, Yan-Hua

Advisor : Prof. Chun-Eui Lee, Ph.D.

Department of Accounting

Graduate School, Chosun University

In Korea, credit rating agencies evaluate the firms according to their compound quality and then give the firms numerical scores. Although credit rating agencies mainly consider financial healthiness, they also try to investigate the source that affects firm's debt redemption in the future. In this respect, credit grading plays an important role in informing investors of firm's financial conditions. As investors rely on credit rating information when making an investment decision, the credit rating agencies should supply them with accurate information. If produced information is unreliable or wrong, the credit rating agencies might be faced with severe sanctions from the market. Therefore, this study expect that the credit rating agencies follow up a clue, earnings qualities.

This paper examines the effects of earnings persistences on credit evaluation. Because earnings persistences are sources of cash flow in the future, it is important for us to consider earnings persistences. The main hypothesis of this study is whether earnings persistences would positively act on the credit scores. For testing the hypothesis, the research models include credit

scores(SCORE) as dependent variable, and earnings persistences(EP) as main independent variable. Other control variables included in the models are firms' performances(ROA), firm sizes(SIZE), and debt ratios(DEBT), foreigner investors' and block-holder ratios(BLOK and FOR). The main test methods used in this study are correlation analysis, two-sample independent t-test, multiple linear regression and logit regression analysis. The test sample consists of 1,204 firm-year data, selected from the Korea Stock Exchange(KSE) listed companies during 2002~2006. The major findings of the study are that the relationship between SCORE and EP is positively significant, accepting the hypothesis. This means credit scores regard high earnings persistences as good factors. Also, these findings are related to the components of earnings, accruals and cash flow from operations.

This is consistent with Sloan(1996)'s evidence that the persistence of accruals for future earnings is lower than that of cash flows, but, investors do not properly reflect the persistence of earnings components.

제1장 서론

제1절 연구 목적 및 방법

회계정보의 유용성은 이해관계자에게 목적적합하고 신뢰할 수 있는 정보를 제공하는 데 있기 때문에, 기업의 영업활동을 충실히 반영한 이익의 측정은 매우 중요하다. 그런데 한 회계기간 내 기업활동의 최종산물인 이익은 수익과 비용의 인식 시점 및 대체적인 이익측정치에 따라 달리 보고될 수 있기 때문에¹⁾, 비교가능성이 저하될 수 있다. 이에 대하여, 최근 이익의 질(earnings quality)에 대한 연구의 일환으로 이익지속성(earnings persistence)에 관한 연구가 활발하다(Ohlson, 1995; Sloan, 1996; 김권중·김문철, 2003; 백원선·이수로, 2004 등). 이때, 이익지속성이란 당기의 순이익이 미래기간에도 계속적으로 유지되는 정도를 일컫는다.

선행연구들은 대부분 순이익의 시계열 특성을 이용하여 이익지속성을 일률적으로 정의하고 있으나, 이익지속성은 이익의 구성요소에 따라 달라질 수 있다. Sloan(1996)은 순이익을 현금흐름과 발생액으로 구분하여 이익지속성 계수를 관찰하였다. 그는 발생항목에는 비경상적이고 일시적인 항목이 많기 때문에 순이익이 영속적이고 반복적이지 못하다고 가정하고, 발생액의 시계열지속성이 현금흐름에 비하여 상대적으로 크지 않음을 실증하였다. 분석 결과, 원가배분(allocation)이나 자산평가(valuation) 등에서 자의적인 추정이 개입된 발생항목의 미래 이익 시계열 지속성이 현금흐름에 비하여 상대적으로 크지 않음을 제시하였다. 또한 Barth et al.(1999)은 Ohlson(1995)의 확장된 시계열모형을 이용하여 발생액과 현금흐름의 지속성을 분석한 결과, 발생액의 미래이익에 대한 증분적 정보효과를 나타내는 계수가 유의한 음(-)의 부호로 관측되어 발생액의 지속성이 현금흐름의 지속성보다 낮다는 것을 제시하였다.

국내의 연구로 김권중·김문철(2003)은 지속성 검증대상을 영업이익, 영업외수익·비용의 손익항목들, 특별손익으로 분류하여 이들 손익이 지속적 또는 일시적

1) 예컨대 이익의 평가 및 측정에는 역사적 원가에 의한 이익을 주축으로 현행원가, 경제적 부가가치(EVA), 물가수준을 고려한 이익, 현금흐름 등 연구자에 따라 다양한 방법이 제시될 수 있다.

손익인가의 문제를 실증분석 하였다. 1992 - 2001년의 비금융 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 지속적 손익 후보들(순이자비용, 지분법평가손익, 임대료 등)은 모두 유의한 지속성계수를 갖고 있는 반면에 일시적 손익 후보들(유가증권평가손익, 외환차손익, 외화환산손익, 사채상환손익, 고정자산처분손익, 파생상품거래손익)은 대부분 특별손익처럼 미래 지속성이 없는 것으로 나타났다.

그러나 회계기준에 의한 발생항목(accruals)이 포함된 보고이익은 추정된 미래의 성과를 실제이익에 근접시켜 보고하는 유용한 수단으로서 순기능을 수행할 수도 있다. 가령, 수취채권이 현금으로 전환되고, 채고자산이 매출원가로 대체되는 수익과 비용의 발생 및 대응문제는 발생기준을 통하여 완화될 수 있다. 즉 발생주의 회계는 실현된(realized)한 혹은 실현될 수 있는(realizable) 성과를 경영자가 자발적으로 공시하는 신호(signal)로 작용할 수 있다(Healy and Palepu, 1999; Gul et al., 2003; Whelan and McNamara, 2004; 송인만 · 이용호, 1997).

한편, 발생항목에서 경영자의 의도와 판단이 개입되는 재량적발생액을 추정하여 이익관리의 대응변수로 활용하고 있는 바, 이에 대한 시장반응은 연구자에 따라서 다르게 평가되고 있다. Xie(2001)는 재량적발생액의 이익지속성이 현금흐름이나 비재량적발생액에 비해 낮으며, 자본시장에서는 실제 이익지속성에 비해 과대평가된다는 사실을 보여 주며 재량적발생액에 대해 부정적인 시각을 가지고 있다. 반면 Subramanyam(1996)은 재량적발생액의 이익지속성 계수가 양(+)의 값을 가지며, 주식 수익률에 대해서도 양(+)의 값을 보이므로 재량적발생액 정보가 유용하다고 주장한다. 이와 같은 해석 차이는 결국 조정된 보고이익에 이익지속성이 있는지, 시장이 이익을 조정한 기업을 효율적으로 인지하는지에 대한 평가로 귀결된다. Chan et al.(2006) 역시 경영자에 의한 이익 조정이 없다면 발생액은 기업의 미래 사업 전망에 대한 선행지표가 될 수 있다고 주장하고 있다.

본 연구는 발생항목에 내포된 일시성과 비경상성이 이익지속성을 약화시키고, 신용평가기관이 이러한 이익의 질을 분별하여 신용평가에 임하는지 살펴보고자 한다. 신용평가제도는 전문 신용평가기관이 일반 이해관계자에게 기업 전반의 가치를 평가하여 계수화 정보를 제공하는 데 그 존재 의의가 있다. 따라서 신용평가는 단순히 특정 요인에 전적으로 의존하여 수행되기 보다는 현재의 경영성과와 미래의 잠재적 지불능력을 종합적으로 측정한다고 볼 수 있다. Ederington and

Yawitz(1986)는 신용평가기관이 여타 재무분석가보다 정보접근성과 적시성이 우수하다고 주장하였다. 예를 들어, 이사회 의 개최횟수, 제품의 손익분기점, 신제품 계획 등 기업생존능력과 관련 있는 전반적인 요인을 고려하여 신용평점을 부여한다는 것이다. 또한 Ederington and Goh(1998)는 신용평가기관이 기업의 영업성과에서 파생되는 직접적 이해당사자가 아니기 때문에, 자본시장의 여타 재무분석가에 비하여 기업의 영업실적(이익)에 대하여 한층 더 객관적인 분석을 담당할 수 있다는 점을 들었다. 나아가 Sengupta(1998)은 이익공시의 질과 신용평점이 양(+)의 상관성이 있음을 보였으며, Khurana and Raman(2003)은 신용평가가 재무비율뿐만 아니라 기대이익의 성장성과 이익의 질에 크게 의존한다고 주장하였다. Lehmann(2003) 또한 신용평가에 활용된 재무비율이 신뢰할만하고 입수가 가능할지라도, 그것이 6~12개월 지난 사후적 기업전망자료에 불과하다는 점을 강조하면서, 미래현금흐름의 정확한 예측을 위하여 재무건정성과 회계정책을 제시해야 한다고 주장하였다.

신용평가기관에서 활용한 평가지표들은 회계시스템을 통하여 보고된 수치와 불가분의 연관성을 갖는 것은 당연한 사실이다. 특히, 기업이 최종 영업성과로 보고하는 이익은 가장 중요한 평가기준으로 활용된다. 이런 맥락에서, 신용평가기관이 이익의 질적 속성을 면밀히 탐지하여 신용평점을 부여하는지 분석하는 것은 매우 흥미로운 주제라고 볼 수 있다. 신용평가기관은 일반투자자나 여타 재무분석가에 비하여 정보수집력과 분석력이 우수하고, 객관적 입장에서 기업평가를 담당하는 것으로 여겨지므로(Ederington and Yawitz, 1986; Ederington and Goh, 1998; Sengupta, 1998; Khurana and Raman, 2003), 이익지속성이 낮은 기업에 호의적인 신용평가를 부여하지는 않을 것이다. 즉 이익의 시계열상 지속성이 높다는 것은 이익이 안정적이며 질적으로 우수하다고 판단되기 때문에, 기업의 고유한 이익지속성 계수는 기업의 신용평가를 결정하는 의미 있는 정보내용으로 작용할 것이다.

신용평가와 관련된 대부분의 선행연구는 기업가치, 주가예측, 도산예측, 평가모형 개발 등과 관련하여 주로 논의되었을 뿐, 국내외적으로 이익관리와 신용평가를 연계한 연구는 거의 수행되지 않았다. 본 연구는 이익지속성과 신용평가를 연계한 연구의 시발점으로 의의가 있다고 본다. 또한 본 연구는 자본시장 참여자들이 신용평점을 통하여 기업의 이익지속성에 대한 단서를 탐지하는 데 공헌할 것으로 기대한다. 궁극적으로 신용평가기관이 사후적으로 이익지속성을 담보할 수 있는 실

증적 근거를 제시하고, 금융감독위원회 등 감독기관에는 이익관리를 규제할 수 있는 정책적 방안 마련의 토대를 제공할 수 있을 것으로 본다.

제2절 연구방법 및 범위

본 연구는 귀납적 접근방법으로서 자본시장을 대상으로 실증분석 하고자 한다. 즉 전통적인 성과측정치인 이익정보에서 이익의 시계열 지속성 계수를 추정하고 이를 신용평가의 대응변수와 설명관계를 규명할 것이다. 재무자료는 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템(DART)의 사업보고서와 한국신용평가정보(주)의 데이터베이스인 KIS -VALUE를 이용할 것이다. 신용평가에 대한 대응변수는 신용평점으로 한정한다. 다수의 연구에서 회사채 신용등급을 신용평가의 대응변수로 활용하였으나, 신용등급은 회사채를 발행한 기업에 한정되므로 이용에 제한이 따르고 결과 해석에 편의가 반영될 수 있다²⁾. 본 연구에서 신용평점은 한국신용평가정보(주)에서 제공하는 점수이다. 본 연구의 분석기간은 2002년부터 2007년까지이며, 분석방법으로는 상관분석, 차이분석, 다중회귀분석(선형회귀분석, 로짓분석)을 실행할 것이다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 신용평가의 의의 및 측정을 개괄하고, 3장에서는 연구 논거 확보를 위하여 선행연구를 고찰하였다. 4장에서는 가설 설정과 이를 분석하기 위한 연구모형 설계, 표본의 구성, 그리고 실증분석 결과를 제시하였고, 5장의 요약 및 결론으로 구성되었다.

2) 우리나라의 경우 복수평가제도가 도입된 1994년부터 신용평가의 공공성을 고려하여 신용평가기관 지정 제도를 시행하고 있다. 현재는 4개 신용평가기관이 금융감독원의 지정을 받아 신용평가업무를 수행하고 있다. 이들 각각은 나름대로의 평가기준을 가지고 다양한 요인들을 고려하여 신용등급을 결정한다. 전반적으로 국내 신용평가사들이 신용평가에 고려하는 평가기준들은 양적·질적요인을 동시에 고려하여, 크게 계량화가 가능한 위험과 계량화가 어려운 위험으로 사채의 원금 및 이자지급능력을 종합적으로 판단하고 있다. 그러나 2000년 이후 신용등급 대부분이 '투자등급(BBB이상)'으로 분류되어 등급간 차별성을 확보하기 어렵고, 무보증사채를 발행하지 않는 기업 대다수가 표본에서 배제되어 신용등급만으로는 일반화된 결론을 도출하는데 한계가 있다.

제2장 신용평가의 의의 및 측정

제1절 신용평가의 유용성

1. 신용평가의 의의

신용평가의 목적은 일반적으로 사채(corporate bonds)의 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. 신용등급은 재무구조, 수익성, 현금흐름, 경영능력 등 기업 내부적인 요소뿐만 아니라 계열사에 대한 상호지급 및 지급보증 요소까지 포함하여 산정된다. 신용등급은 회사채의 발행금리 및 주식가격과 직·간접적으로 연관되어 있기 때문에, 기업의 자본비용과 기업가치에 영향을 미친다고 할 수 있다.³⁾ 나아가 신용평가는 발행 회사채의 원리금 상환 능력과 기업의 건전성을 반영하여, 당해 회사채 발행 기업의 도산 위험을 측정하는 지표로도 활용된다.

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. 신용평가제도에 의한 신용등급정보

3) 이와 관련된 한국경제신문(2005. 1. 31) 기사를 소개한다. “기업 신용등급의 상향조정이 주가에 큰 호재로 작용하는 것으로 나타났다. 한국기업평가에 따르면 지난해 신용등급이 상향 조정된 25개 종목(거래소 24개, 코스닥 1개)을 대상으로 작년 1월 초 주가와 이달 28일 증가를 비교한 결과 평균 주가 상승률이 75%에 달했다. 이는 같은 기간 종합주가지수 상승률(12%)을 63%포인트 웃도는 수치다.”

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, 2003).

이상에서 살펴본 바와 같이, 회사채는 1년 이상의 장기자금을 직접금융시장에서 조달하는 채무증권(즉 부채)이기 때문에, 발행기업에 대한 전문지식이 부족한 투자자를 보호할 체제가 우선되어야 한다. 이에 우리나라에서는 무보증사채에 한하여 발행시 신용평가전문기관의 신용등급 첨부를 의무화하고 있다. 또한, 국채 및 지방채, 한국은행 통화안정증권을 제외한 모든 무보증사채는 신용등급을 받아야 은행 등의 신용재산에 편입될 수 있다(간접투자자산운용업 감독규정 제68조, 유가증권인수업무에 관한 규칙 제12조 등). 이런 맥락에서, 신용평가는 회사채가 거래되는 채권시장의 효율성과 안정성을 도모하기 위하여, 개별투자자에게 중요한 투자등급정보를 제공함으로써 발생가능한 신용위험을 측정하고 통제할 수 있게 해주는 유용한 감독수단이라 할 수 있다.

2. 신용평가의 기능

신용평가제도는 기업어음, 회사채 등 특정 유가증권이나 특정채무의 원리금이 발행조건대로 상환될 정도에 대하여 신용평가기관이 상환능력에 영향을 미치는 제요소를 감안하여 분석·평가하고, 그 결과를 신용평가 등급으로 표시하여 투자자·금융기관 등 이해관계자에게 공시하는 제도이다. 기업신용평가제도의 몇 가지 주요한 기능을 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 효율적인 여신업무수행능력의 제고. 기업에 대하여는 자본조달기회의 제공으로 재무구조 개선에 기여하게 되고 투자자에 대하여는 투자에 대한 위험정보를 제공하게 된다. 이러한 정보를 신용평가 정보 이용자가 보다 쉽게 이해하고 합리적인 의사결정을 하는데 도움이 되도록 함으로써 금융시장의 건전한 육성 및 자금배분의 효율성을 제공하며 나아가 신용경제사회의 구현에도 기여한다.

둘째, 금융자금의 수요와 공급의 결합. 기업의 신용도에 따라 신용도가 양호한 기업은 저렴하고 양질의 자금을 용이하게 조달할 수 있다. 반면, 신용도가 불량한

기업은 자금조달에 제한을 받거나 위험프리미엄의 지불로 자금비용이 상승하게 된다. 따라서 신용평가제도는 금융자금의 수요와 공급을 효율적으로 결합시키는 역할을 수행하게 된다.

셋째, 재무구조 개선의 유도. 기업의 신용상태에 따라 차등금리가 적용되고, 신용할당이 이루어지므로 자기 신용관리의 중요성을 인지토록 하고 이로 인하여 재무구조 개선을 유도한다.

마지막으로 신용평가 전문기관에 의한 평가결과의 공표는 투자대상기업에 대한 정보가 부족하고 정보자료를 입수하였다도 분석능력이 부족한 투자자에게 사전에 투자위험의 정도를 알려주어 투자자를 보호하게 한다. 동시에 일반투자가 및 기관투자자의 자본시장 참여기회를 증대시켜 자본시장의 발전을 촉진시키는 기능을 한다.

신용평가제도는 정보비대칭성(information asymmetry)과 정보획득비용 문제를 해소하면서 자본시장이 원활히 기능하게 하는 기반으로써 시장의 비효율성을 감소시킬 수 있을 것으로 기대한다.

제2절 신용평가의 기준

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 도출하는 데 한계가 있다고 본다.

본 연구는 신용평가 대응변수로 신용평점을 이용하고자 한다. 신용평점은 여신을 담당하는 금융기관을 비롯하여 다양한 평가업체에서 자체적인 평가체계에 근거하여 평점을 부여하고 있다. 본 연구는 이 중 한국신용평가정보(주)에서 제공하는 KIS-VALUEⅡ에서 상장기업 신용평점을 입수하였다. 신용평점은 산출이 용이하고 해석이 분명한 재무 및 비재무지표를 고려하여, 주요 비율(안정성, 유동성, 수익성, 성장성, 활동성, 기업규모, 업력 등)의 상대적 순위에 의하여 점수가 부여되는

데, 80점 이상 우량, 70점 이상~80점 미만 양호, 55점 이상~70점 미만 보통, 45점 이상~55점 미만 열위, 45점 미만을 불량으로 평가한다. 이에 대한 자세한 평가기준은 다음과 같다.

1. 신용평점 모형의 변수산정

한국신용평가정보(주)의 신용평점모형은 상관관계나 회귀분석을 이용함이 없이 주요 재무비율의 상대적 순위(rank)에 의하여 점수를 매기는 방식으로 다른 평점 모형과는 다소 차이가 있다.

복잡한 재무정보가 요구되지 않는 간편함이 장점으로서, 구하기 손쉽고 해석이 분명한 12개의 재무지표에 기초하고 있다. 이들 재무지표는 전문 신용평가기관의 기업분석경험과 통계적인 기업정보 분석결과에 의거하여 선정된 10개의 재무비율과 2개의 규모변수로 압축되었다. 이들 재무지표는 아래와 같이 6개의 범주로 나눌 수 있으며, 기업분석에 있어 필수적인 비재무적 정보를 반영하기 위하여 기업형태, 업력 등 3가지의 추가적인 정보를 고려하고 있다.

1.1 기업규모

1) 총자산

일반적으로 자산의 규모가 클수록 처분가능자산이 증가하므로 담보능력 및 투자재원이 상대적으로 풍부하다고 판단된다. 단, 과도한 부채를 보유하고 있는 경우 기업의 규모가 큰 것이 오히려 단점으로 작용할 수도 있다. 따라서 반드시 부채비율을 동시에 고려하여야 한다.

2) 매출액

일반적으로 매출액의 규모가 클수록 사업성의 확보 및 사업 포트폴리오의 다각화를 추진하기가 쉬워 상대적으로 위기대처능력이 풍부하다고 판단된다. 단, 적자가 발생하는 기업의 경우 지속적인 구조조정이 뒷받침되지 못한 상태에 처해 있다면 내부유보자금 부족으로 인하여 자본잠식에 까지 이를 수 있다. 따라서 반드시 수

익성을 동시에 고려하여야 한다.

1.2 안정성 분석

$$1) \text{ 자기자본비율} = (\text{자기자본}/\text{총자본}) * 100$$

자본구성의 적부를 판단하는 지표이다. 자기자본은 그 성질상 고정된 금융비용을 부담하지 않고 기업이 장기적으로 운용할 수 있는 안전한 자본이므로, 이 비율이 높을수록 기업의 안정성이 높다고 할 수 있다. 특히 자기자본비율이 0%미만인 경우에는 0점 처리한다.

$$2) \text{ 부채대매출} = (\text{부채총계}/\text{매출액}) * 100$$

부채는 기업의 지급이자를 발생시키는 짐이라 할 수 있으며 매출액은 수익의 근원이다. 따라서 업종간의 차이는 있으나 부채가 적고 매출액이 클수록 기업의 안정성은 커진다.

1.3 유동성 분석

$$1) \text{ 운영업자본회전율} = \text{매출액}/(\text{매출채권} + \text{재고자산} - \text{매입채무})$$

매출채권, 재고자산, 매입채무를 고려한 운영업자본의 회전속도를 나타내는 지표이다. 동 지표의 회전율이 높을수록 자금회수속도가 빠르며, 기업의 유동성이 증가하는 것으로 판단한다. 단, 유동성을 판단할 때 운영업자본회전율만을 고려하는 것은 적절치 못하며 유동비율과 영업활동현금흐름을 동시에 고려한다. 유동비율은 단기채무에 충당할 수 있는 지급자산이 얼마나 되는지를 나타내는 비율로서 지급능력을 판단하는 대표적인 지표이다. 유동비율이 100미만일 경우에는 지급능력이 악화된다. 그러나 유동자산 및 유동부채의 과대계상, 과소 계상 등 분석으로 인해 유동성 측면을 정확하게 파악하기 힘들기 때문에 독립지표로 사용하지 않고 운영업자본회전율의 보조지표로 사용하였다. 영업활동현금흐름은 장부상의 이익이 아닌 현금기준으로 분석한 영업이익이다. 기업의 실제 유동성 규모를 평가하기 위해서는 장부상의 이익뿐만 아니라 기업의 실제이익의 규모를 동시에 평가한다. 특히 국내

에서는 흑자 도산하는 예가 빈번히 발생하므로 영업활동현금흐름의 적자규모가 매출액대비 10%이상일 때에는 유동성점수의1/2만을 인정하고 있으며, 현금적자규모가 매출액의 20%를 초과할 경우에는 유동성점수를 0점으로 처리한다.

1.4 수익성 분석

$$1) \text{ 총자본순이익률} = (\text{당기순이익}/\text{총자본}) * 100$$

경영에 투하된 총자본의 최종성과를 나타내는 비율이다. 투자자본은 자기자본과 타인자본(부채)의 2가지 자금원천으로 구성되어있다. 근본적으로 투하자본에 비하여 이익의 규모가 클수록 기업의 경영활동이 건전하게 이루어진다고 판단한다.

$$2) \text{ 금융비용대매출} = (\text{금융비용}/\text{매출액}) * 100$$

금융비용은 조업도와 상관없이 차입자본에 대한 대가로 지급되는 고정비용 중 대표적인 항목이므로, 기업경영의 장기적인 안정성과 불황저항력을 분석하는 데 유효하다. 금융비용대매출의 크기가 적을수록 기업의 비용부담이 경감되어 수익성에도 긍정적인 영향을 미친다고 볼 수 있다.

1.5 성장성 분석

$$1) \text{ 매출액 증가율} = (\text{당기매출액} - \text{전기매출액} / \text{전기매출액}) * 100$$

기업의 영업활동 신장세를 나타내는 대표적인 지표이다. 기업경쟁력을 판단하는 양대 축은 성장성과 수익성이다. 성장성이 크고 수익성이 높은 기업일수록 우수한 기업으로 판단할 수 있다.

$$2) \text{ 총자산 증가율} = (\text{당기총자산} - \text{전기총자산} / \text{전기총자산}) * 100$$

기업의 전체적인 성장규모를 측정하는 지표이다. 동 지표의 값이 클수록 성장성이 높은 것으로 판단할 수 있다. 자산의 증가는 매출액 증대에 필수적이지만 적정규모를 넘어서면 기업에 부담으로 작용하기 때문에 KIS신용평점에서는 총자산증가율의 급격한 증가에 대하여 감점 처리한다.

1.6 활동성 분석

1) 총자산 회전율 = 매출액/평균총자산

기업이 투하한 총자산의 운용능력을 총괄적으로 표시하는 지표이다. 총자산회전율의 경우 투하자본의 규모가 작을수록 매출액의 규모가 클수록 자본이 효율적으로 운용되고 있다는 것을 나타낸다.

2) 매출채권 회전율 = 매출액/평균매출채권

매출채권의 현금화속도를 측정하는 비율로서 이 비율이 높을수록 매출채권의 현금화 속도가 높다는 것을 의미한다. 대부분의 기업에서는 신용판매와 현금판매를 병행하고 있다. 매출채권의 효과적인 회수는 계속기업의 핵심적인 과제 중의 하나이다. 따라서 매출채권회전율이 높을수록 기업의 자금력이 증가한다고 볼 수 있다.

1.7 기업형태, 업력 및 기타

1) 기업형태

기업의 투명성을 판단하는 지표이다. 상장기업의 경우 엄격한 충족요건을 제시하므로 상대적으로 제출자료의 신뢰성이 높다고 판단할 수 있다. 그러나 외부감사대상외의 기업의 경우 상대적으로 자료의 신뢰성이 낮은 것으로 판단할 수 있다. 다만, 관리종목 또는 투자유의종목의 경우 매우 주의 깊게 자료를 검토할 필요가 있다.

2) 업력

기업경영의 안정성을 판단하는 지표이다. 일반적으로 업력이 긴 기업일수록 경험적인 위기관리능력이 양호한 것으로 판단한다. 다만, 업력을 평가할 때에는 반드시 기업의 연혁, 경영진 및 주요주주의 변동사항을 참고하여 분석할 필요가 있다.

3) 대규모기업집단여부

기업경영의 안정성을 판단하는 지표이다. 일반적으로 대규모 기업집단 소속업체의

경우 계열사와의 경영노하우 전수 및 자금지원 등을 통하여 상대적으로 경쟁력이 강화되는 효과가 있다. 따라서, 공정거래위 지정 출자총액제한대상인 대규모계열 또는 기타 계열소속업체의 경우 가점을 부여하고 있다.

2. 신용평점의 해석과 한계점

KIS 신용평점은 80점 이상을 우량, 70점 이상 - 80점미만을 양호, 55점 이상 - 70점미만을 보통, 45점 이상-55점미만을 열위, 45점미만을 불량으로 판정을 내린다. 불량과 열위로 판정된 기업은 경계를 요한다. 이 같은 판정구간의 구분은 일부 자의적인 면도 있으나 10,000여개 이상의 기업을 표본으로 하여 분석을 하는 만큼 판별력은 상당히 높은 것으로 나타나고 있다.

신용평점모형의 점수는 매년 up-date 되어 현장감을 높이므로, 다음과 같은 강점을 지닌다.

첫째, 평점모형의 간편함에 비하여 높은 부실예측력을 보이고 있다.

둘째, 다른 기관의 평점표와는 달리 순위(rank)를 기준으로 한 방법으로 배점구간 기준치를 구하며, 해당년도 재무제표를 가지고 매년 기준치를 up-date 하고 있다. 따라서 시계열적인 평점의 등락은 곧바로 대상업체의 상대적인 재무상황 악화 및 호전을 의미한다. 즉, 절대점수보다는 평점의 추세를 바라보는 것이 훨씬 바람직하다. 한 기업의 평점이 어떻게 변화하고 있는지 그 추세는 매우 중요하다. 상향추세보다는 하향추세가 주의를 요한다. 특히 보통의 범주에 있던 기업이 열위나 불량으로 떨어지는 경우 반드시 실사수준의 면밀한 조사를 필요로 한다. 절대점수에 관계없이 일직선에 가까운 하향추세는 기울기가 가파를수록 위험도가 높음을 시사한다.

셋째, 방대한 기업 재무제표를 바탕으로 부실 예상기업을 선별하는 용도로 사용하면 바람직하다는 것이다. 즉 살펴보아야 할 대상업체들이 상당히 많을 경우 표본의 수를 줄이기 위해서 일단 열위나 불량기업을 구분 짓는다. 그 다음에 이들 업체에 대해서만 면밀한 조사에 들어간다면 이로써 시간과 비용을 줄이고 조사의 효율성을 높일 수 있을 것이다.

그러나 KIS신용평점은 다음과 같은 한계점을 지니고 있다는 점을 유념해야 한다.

첫째, 주관적 판단요소를 완전 배제하지 못하였다. 평점표를 구성하기 위하여 지표선정 및 배점부여에서 판별분석의 결과들을 이용하였지만, 그 과정에는 전문가의 관점, 기업분석 해석상의 용이함 등의 주관적인 요소가 있다. 유동성점수 같은 경우는 순영업자본회전율, 유동비율, 2년간의 순영업현금흐름을 한꺼번에 고려하였지만, 이 또한 주관적인 관점이 들어있다.

둘째, 여러 평가항목을 다변량적으로 동시에 고려하지 못한 점은 기본적으로 평점표가 가지는 한계점이다.

셋째, 순위에 의한 방법으로 배점구간 기준치를 매년 새로 산출함에 따라 경기침체나 경기호황에 민감하지 못한다. 예를 들면 경기침체로 전체적인 기업의 성장율이 둔화되었어도 상대적인 위치에 의해 평점을 구하기 때문에 경기침체를 잘 반영시키지는 못한다. 그러나 배점구간이 고정된 모형을 사용해야 할지는 그 장단점을 생각해야 할 것이다.

넷째, 비재무적 평가항목이 적다. 10,000여 업체를 대상으로 비재무적 항목을 모두 수집하는데 한계가 있을 수 있다. 따라서 단시간 내에 기업을 올바르게 파악하기 위해서는, KIS신용평점과 함께 각 심사기관에 맞는 비재무적 평가항목(업종유망성, 판매전망, 기술개발, 경영자 능력 등)을 추가적으로 평가하여 같이 살펴보는 것이 바람직 할 것이다.

제3장 선행연구의 고찰

제1절 신용평가에 관한 연구

1. 신용평가 등급의 결정요인

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.

1.1 회귀모형에 의한 연구

1) Horrigan(1966)의 연구

Horrigan은 1959~1964 회계기간 중 신용등급이 Moody's사에 의해 평가된 201개 기업과 S&P사에 의해 평가된 151개 기업을 대상으로 재무비율을 독립변수로 선정하고 다중회귀모형을 구축하여 회사채 신용등급평가에 대해 분석하였다. 종속변수로 신용등급을 9점(Aaa)부터 1점(C)까지 부호화하고, 총자산, 자기자본/총부채, 순영업이익/매출액, 운전자본/매출액, 매출액/자기자본 등의 5가지 재무비율을 설명변수로 하는 회귀모형을 구축하였다. 연구결과 예측률에 있어서 Moody's사는 58%, S&P사는 약 52%로 나타났다. 그리고 신용평가 등급이 변경된 경우는 Moody's사가 54%, S&P사가 57%를 정확하게 예측하였다. 연구결과에서 예측력이 매우 낮은 것으로 나타났다. 본 연구는 재무비율을 활용한 최초의 신용등급평가 연구이다.

2) Pouge and Soldofsky(1969)의 연구

이들은 Moody's사에 의해 평가된 Aaa, Aa, A, Baa의 상위 4개 채권등급을 Aaa

Baa 두 등급으로 예측하는 회귀모형을 구축하였다. 설명변수로는 1961~1966 기간 중 재무제표로부터 고정부채/총자산, 순이익/총자산(ROI), ROI의 변동계수, 총자산(기업규모), 이자보상비율의 5개 비율이 채택되었다. 이 중에서 이자보상비율은 설명력이 없는 것으로 나타나 최종적인 예측 모형에서는 제외되었다. 추정표본에 대한 예측 정확도는 제조업표본의 경우 65%(A등급과 Baa등급)로부터 100%(Aaa등급과 Baa등급)까지 나타났다. Aaa등급 채권과 Baa등급 채권을 판별하는 회귀모형을 10개의 표본에 적용한 결과 예측 정확도는 80%로 나타났다.

3) 나영·진동민(2003)의 연구

나영·진동민(2003)은 신용평가모형 개발에 있어서 비재무정보의 유용성을 검증하기 위하여 투자/투기 등급을 종속변수로 하고 재무, 비재무 그리고 시장변수를 독립변수로 사용하였다. 표본기업은 연구기간인 1997년부터 1999년까지 한국기업평가(주), 한국신용평가(주), 한국신용정보(주)로부터 신용등급이 공시된 473개의 상장기업으로 구성되어있다. 신용등급이 투자등급인지 또는 투기등급인지가 피평가회사나 자본시장의 참여자들에게 매우 중요한 사안이라고 할 수 있다. 따라서 연구방법으로는 325개의 투자등급기업과 148개의 투기등급기업을 종속변수로 사용하고, 신용등급 예측에 영향을 미치는 재무·비재무변수, 시장변수들을 독립변수로 하여 logit 분석을 실시하였다. 또한 기간별, 산업별 풀링(pooling)의 문제를 통제하기 위하여 각 연도별 모형을 개발하였으며, 통제변수로 산업별 더미변수를 사용하여 실증분석을 통한 새로운 신용등급 예측모형을 제시하였다. 연구결과, 재무변수 중에서는 기업의 규모와 배당률이 신용등급을 예측하는데 중요한 변수로 나타났으며, 본 연구에서 측정·개발한 비재무정보인 계열관계와 산업성향 또한 신용등급을 예측하는데 매우 중요한 변수로 나타났다. 이러한 실증분석 결과는 기업 규모, 배당정책, 계열관계, 산업성향 등이 신용평가에 매우 주요한 요인으로 인식되고 있음을 보여주고 있으며 또한 비재무정보인 모기업의 평판이나 지급보증정도 등을 나타내는 계열관계와 피평가기업이 속한 산업의 미래수익력, 자산의 가치, 사업의 다각화에 따른 자금 조달 능력 등을 나타내는 산업성향이 신용등급을 예측하는데 매우 중요한 비재무정보임을 시사하고 있다.

1.2 판별모형에 의한 연구

Horrigan(1966)와 Pouge · Soldofsky(1969)는 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 다변량판별분석을 이용한 회사채 등급평가 예측 모형이 개발되었다.

1) Pinches and Mingo(1973)의 연구

Pinches and Mingo(1973)는 요인분석에 의하여 추출한 장기부채의존도, 총자산 순이익률 등 5개의 재무변수와 담보권의 우선순위 등 비재무요인이 신용등급을 예측하는 데 유용한 변수임과 69.7%의 예측력을 제시하였다. 그러나 이 방법은 각각의 종속변수 값을 별개의 범주(category)로만 보기 때문에 회사채 신용등급에 일관된 등간격 순서가 존재한다는 종속변수의 중요한 정보(구조)를 무시하고 있다는 한계점이 있다.

2) Altman and Katz(1976)의 연구

이들은 2차판별모형을 이용하여 전력업에 속하는 채권발행기업으로 Moody's사 및 S&P사가 1969~1971 기간 중에 신규로 평가한 257개의 표본을 분류하였다. 최초로 고려하였던 30개의 재무지표 가운데 최종적으로는 14개가 판별모형에 포함되었다. 그 중에서도 이자보상비율, 이자보상비율의 변동성, 영업이익의 변동성, 순이익/총자산, 추가자산비율, 이익잉여금/총자산, 수선유지비·감가상각비/영업수익, 전력판매량의 증가율 등이 중요한 것으로 나타났다. 추정표본에 대한 예측정확도는 90%, 표본에 대한 예측정확도는 77%에 달하였다.

3) Belkaoui(1980)의 연구

Belkaoui는 1981년에 S&P사가 발표한 B등급 이상의 등급을 받은 266개 제조기업의 회사채를 추정표본으로 사용하고 115개사의 회사채를 표본으로 사용하여 회사채평가모형을 개발하였다. 설명변수로는 총자산, 총부채, 장기부채/총자본, 단기

부채/총자본, 유동자산/유동부채, 고정자산/(자본+고정부채), 5년간의 현금흐름/(5년간의 자본적 지출+5년간의 재고자산의 변동+5년간의 배당의 합), 주가/주당자기자본, 담보권의 우선순위 등 9개의 재무비율을 판별분석에 사용하였다. 연구결과 독립변수들이 회사채의 질을 결정한다고 분석하였다. 추정표본에 대한 판별모형의 회사채평가 정확도는 72.9%이었으며, 확인표본에 대한 정확도는 67.8%이었다. 또한 실제등급 중에서 1등급 범위 내에서 예측할 때는 추정표본에서 96.2%, 유효표본에서 91.3%로 훨씬 높은 정확도를 보여주고 있다.

1.3 Probit모형에 의한 연구

1) Kalpan · Urwitz(1979)의 연구

Kalpan and Urwitz(1979)는 기존연구에서의 회귀분석기법이나 판별분석을 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.

2) Dietrich · Kaplan(1982)의 연구

이들은 Probit모형을 사용하여 회계정보를 이용한 대출등급평가모형을 개발하였다. 이들은 모형도출을 위해 1976년 4월 30일 현재 COMPUSTAT테이프에 재무자료가 보관되어 있는 192개 대출기업을 조사대상기업으로 선정하였다. 이 중 외국기업, 금융, 부동산, 규제운송기업을 제외하고 최종 140개 기업을 표본기업으로 선정하였다. 독립변수로는 부채비율, 고정비용보상비율, 매출추세변수를 사용하였다. 매출추세변수는 매출액 감소기업에 대해서는 매출감소의 계속년수를 매출액 감소기업이 아닌 기업에 대해서는 매출액추세를 변수로 하여 평가모형을 개발하였다.

1.4 인공신경망모형에 의한 연구

1) Surken and Singleton(1990)의 연구

이들은 다층퍼셉트론을 이용한 인공신경망모형을 신용평가에 적용시켜 판별분석과 비교분석하였다. 연구결과 인공신경망모형이 판별분석보다 신용평가예측에 뛰어난 것을 보여 주었다. 또한 다층퍼셉트론과 단층퍼셉트론에 대한 비교를 통해 다층퍼셉트론 인공신경망이 단층퍼셉트론 인공신경망보다 신용평가에 있어서 성능이 뛰어난 것을 보여주었다.

2) 한인구 · 권영식 · 이건창(1995)의 연구

이들은 지능형 기업신용평가시스템을 개발하기 위하여 통계적 기법중 대표적인 MDA방법과 인공지능기법 중 인공신경망모형에 대한 비교분석을 통하여 최적의 신용평가모형을 도출하였다. 신용평가자료는 1991년부터 1993년까지 우리나라 신용평가기관 3사에서 평가한 3,291개 기업자료를 사용하였다. 또한 독립변수는 128개의 재무비율변수 중에서 단계적 기법에 의하여 신용평가에 대한 판별력이 높은 24개의 변수를 선정·사용하였다. 연구결과 63.6%의 예측율을 보이는 인공신경망모형을 개발했으며, 그리고 이들이 개발한 인공신경망모형이 C언어로 프로그램 되어 한국신용정보(주)의 NICE-TIPS의 한 메뉴로서 제공되고 있다.

3) Back · Laitinen · Sere(1996)의 연구

이들은 인공신경망을 이용하여 1986년부터 1989년까지 도산한 37개 기업과 37개의 건전기업을 대상으로 인공신경망의 입력변수 선택이 인공신경망의 예측력에 어떠한 영향을 미치는지를 연구하였다. 연구방법으로는 선형판별분석과 로짓분석 그리고 인공신경망분석을 상호비교하였다. 이들은 데이터를 추정용표본과 시험용표본으로 나누어 선형판별분석이나 로짓분석보다 인공신경망모형이 더 좋은 예측력을 보인다고 가정하였으나, 표본수의 제약으로 인하여 명확한 결론을 보여주지는 못하였다.

4) 이건창 · 한인구 · 김명중(1996)의 연구

이들은 보다 효과적인 기업 신용평가를 위하여 인공지능방법인 인공신경망과 통

계적방법인 MDA분석을 결합하여 우리나라 3대 신용평가기관에서 수집한 1,043개 기업의 신용평가자료를 이용한 신용평가모형을 개발하였다. 연구결과 전향적 인공 신경망 모형과 MDA모형을 휴리스틱하게 결합한 결합모형이 기존의 신용평가모형보다 높은 예측률을 나타냈다.

2. 신용등급의 변경과 자본시장의 반응에 관한 연구

신용등급은 신용평가기관에서 해당 기업의 재무적, 비재무적 상태를 종합적으로 분석하여 특정 채권이나 채권을 발행한 기업의 채무이행가능 정도 즉, 정해진 채무를 상환하는데 필요한 미래현금흐름과 이를 불확실하게 할 것으로 예측되는 위험을 전망하여 등급으로 나타낸 것이다. 따라서 신용등급과 주식가격은 둘 다 기대현금흐름과 예측되는 위험을 중요한 요인으로 분석하게 되므로 기본적으로 평가하는 매개물이 동일하다는 관련성을 가지게 되므로 신용등급정보는 주식가격과 밀접한 관계를 가진다고 할 수 있다(오희장, 1999). 따라서 신용등급변경 정보가 주식시장에서 정보제공능력을 가진다면, 신용등급이 상향변경 되었을 경우에는 기업의 미래현금흐름이 긍정적이라는 의미가 되므로 정(+)의 주가반응을 가질 것이며, 신용등급이 하향변경되면 미래현금흐름이 부정적이라는 의미가 되므로 부(-)의 주가반응을 보일 것으로 추론할 수 있다. 아울러 신용등급의 변경은 외부에서 자금을 조달할 때 자본비용에 영향을 미친다. 만약 신용등급이 하향변경되면 자본비용이 증가하며 이는 할인율의 상승을 초래하고 그 결과 주식의 가치는 하락하게 된다. 반대로 신용등급의 상향변경은 할인율을 하락시켜 주식가치는 상승하게 된다. 따라서 신용등급의 변경은 투자자에게 미래현금흐름에 관한 정보를 제공함과 동시에 할인율의 변화를 초래하므로 주식가격에 직·간접적으로 영향을 미친다고 할 수 있다.

이러한 논리에 근거한 연구 현황들은 다음과 같다. 미국의 경우 Holthausen and Leftwich(1986)은 채권 신용등급 변경에 대한 주식의 초과 수익률을 분석한 결과 등급 하향의 경우 부의 유의적인 초과수익이, 그러나 등급 상향의 경우 유의적인 결과를 얻을 수 없었다. Hand et al.(1992)는 신용경계(Credit Watch)공시에 대한 채권 및 주식의 반응을 분석한 결과 기대된 신용등급변경에 대해서는 초과수익이

발생하지 않았으나 기대하지 못한(unexpected) 등급 변경은 등급 하향의 경우 주식, 채권 모두 유의적인 초과 수익이 발생하였고 등급 상향조정인 경우 그다지 유의한 결과를 얻지 못했다. Hite and Warga(1997)에 의하면 신용 평가기관들에 의한 채권 신용등급 변화가 산업채권(industrial bond)가격에 미치는 영향을 분석한 결과 등급 하향의 경우 공시효과가 유의적이었고 특히 투자등급에서 투기등급으로 변경 되었을 경우 효과가 매우 크게 나타났으며 반면에 등급 상향조정은 크기와 유의성 면에서 매우 약했다.

국내의 연구로 최준석·허성관(1994)은 전문신용평가기관이 기업어음의 신용등급평가를 변경한 경우 유의한 비정상주가수익율이 존재하는지를 검증하였다. 1990년부터 1992년 6월까지 기업어음신용등급이 변경된 113개 회사를 대상으로 시장모형에 의해서 비정상주가수익율을 계산 검증한 결과, 기업어음 신용등급변경은 유의한 비정상주가수익율 반응이 없는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 기업어음 신용등급평가가 투자자에게 유용한 정보가 되지 못하는 것으로 평가될 수 있다. 따라서 신용등급평가정보의 유용성을 높이기 위해서는 등급에 따른 차등이자율의 적용과 등급평가정보의 적극적인 공시 및 등급평가기관의 평가기법의 심화가 요청된다고 주장하였다. 오희장(1999)은 국내 선행연구보다 신용등급에 대한 투자자들의 인식이 증대된 시기에 보다 풍부한 자료를 이용하여 선행연구와 동일한 분석기준(시장수익률)에 의해 검증하였을 경우 기업어음 신용등급의 변경방향에 관계없이 유의적인 정보효과가 나타났으며, 신용등급이 변경되지 않은 표본의 비정상수익률을 기준으로 분석하였을 때는 신용등급이 상향변경된 경우에만 유의적인 정보효과를 가진다는 검증결과를 얻었다. 주상룡(2001)은 IMF전후를 중심으로 회사채 신용등급 변경이 주식시장에 미치는 영향을 분석하였다. 1995년 1월부터 1999년12월까지 신용평가 회사들로부터 무보증회사채 신용평가를 받은 사건들 중 평가등급이 변경된 356건을 동일등급 변경, 타등급 변경, 투기등급 변경으로 구분하여 각 사건에 대해서 사건연구(event study), 집단 간(동일등급 변경, 타등급 변경, 투기등급 변경) 차이분석, 회귀분석을 통해 초과수익률의 유의성을 검증하였다. 검증결과 신용등급 상향은 비유의적으로 나타났고, 하향인 경우 IMF이전은 투기등급으로 변경된 집단만이 사건일 1일전과 1일후에 5% 유의수준에서 유의하였고 IMF이후는 타 등급 변경집단은 사건일 근처에서, 투기 등급 변경집단은 사건일 10일전

부터 5% 유의수준에서 모두 유의한 것으로, 투기 등급변경과 타등급변경간 초과 수익률 차이도 5% 유의수준에서 유의성이 발견되었다. 초과수익률에 영향을 주리라 여겨지는 신용평가 등급변경 정도, 기업규모 모두 초과수익률에 유의적으로 영향을 주지 않았다. 신용등급 하향 변경시 표본기간을 안정기, 불안정기로 구분한 결과 IMF직후 6개월간 주가가 급격히 상승 하락하는 불안정한 시기에는 시장 상승기, 하락기에 관계없이 시장이 유의적인 반응을 보이고 있으나 그 후 시장이 본격적인 안정적 회복기에 들어선 시기에는 타등급으로 신용등급 변경의 일부 사건 일 이외에는 다른 집단에서는 비유의적으로 나타나 안정적인 IMF이전과 비슷한 반응을 보이고 있다. 한편, 정건영·김경수(2003)은 회계정보와 회사채수익률과의 관련성을 실증분석 함으로써 기업의 채무이행불능위험(default risk)을 평가하는 회사채시장에 회계정보의 유용성이 존재하는지를 규명하고자 하였다. 이들은 기업의 채무이행불능위험을 나타내는 회사채수익률과 직접 관련성을 갖는 기업의 유동성과 안정성 및 수익성을 나타내는 회계정보(회계변수)를 사용하여 연구가설을 설정하고 이를 IMF 경제위기 전후로 구분하여 실증분석 하였다. 실증분석결과, IMF 이전에는 회사채수익률이 기업의 안정성(부채비율과 이자보상비율)과 수익성(자기자본이익률)을 나타내는 회계정보(회계변수)와 관련성을 가진 것으로 나타났으나 IMF 이후에는 이러한 회계정보가 회사채수익률과의 관련성이 없는 것으로 나타난 반면 IMF 이전에는 회사채수익률과 관련성이 없었던 유동성관련 회계정보(순현금흐름)가 IMF 이후에는 유통수익률과 관련성이 있는 것으로 나타났다. 이는 회사채가 단기가 아닌 장기로 조달된 부채이기 때문에 IMF 전과 같은 정상적인 경제환경 하에서는 회사채에 대한 기업의 채무이행불능위험(회사채수익률)이 기업의 단기지급능력(유동성)보다는 장기지급능력(안정성과 수익성)에 크게 의존하기 때문이며, IMF 직후와 같은 비정상적인 경제환경 하에서는 회사채에 대한 기업의 채무이행불능위험이 기업의 장기지급능력보다는 단기지급능력에 크게 의존하기 때문으로 여겨진다. 또한 단기지급능력인 유동성관련 회계변수 가운데 순현금흐름만이 관련성을 나타낸 것은 IMF 직후에 자금(현금)조달의 어려움과 고이자율로 기업의 회사채와 관련한 채무이행불능위험이 현금흐름의 원할 여부에 크게 달려 있었기 때문으로 여겨진다. 요컨대, 경제환경에 따라 기업의 유동성, 안정성, 수익성 등을 나타내는 회계정보가 회사채수익률에 통계적으로 유의한 영향을 상이하게 미치는

것으로 나타났으며 이는 기업의 채무이행불능위험을 평가하는 회사채시장에 회계정보의 유용성이 존재하고 있음을 나타낸다.

제2절 이익지속성에 관한 연구

1. 이익지속성에 관한 연구

Ball and Brown(1968)의 연구 이후 많은 실증연구에서 회계이익 정보가 미래 현금흐름을 예측하는 절대적 요인으로 인식되어왔고, 정보이용자들이 기대된 이익정보의 공시에 따라 어떻게 반응하는가를 검증하는 것이 회계정보의 유용성을 규명하는 핵심 과제였다. 이는 회계시스템에서 최종으로 산출한 이익이 미래 기간 동안에 얼마만큼 지속성을 갖는지에 대한 문제로 귀결된다. 따라서 많은 선행연구는 과연 이익을 지속시키는 요인이 무엇인지에 관심을 가져왔다.

이익지속성(earnings persistence)이란 당기의 순이익이 미래기간까지 유지되는 정도를 말한다. 발생주의(accrual based)에 근간을 둔 회계이익은 기간귀속(timing) 및 실현(realization)과 대응(matching)의 문제를 완화시키는 장점이 있다. 회계이익의 상대적 우월성을 지지하는 논거가 발생항목의 유용성에서 찾는다면, 발생항목이 이익지속성을 충분히 설명할 수 있어야한다. 이익지속성은 과거 거래나 사상에서 기인하여 이연된 이익뿐만 아니라, 영업활동 및 투자활동에서 기대될 다양한 이익구성요소가 관여하고 서로 영향을 미치고 있기 때문이다. 가령, 외상매출액의 증가는 매출의 증가로써 통합이익(aggregate earnings)의 증가요인으로 당기의 현금흐름을 유입시키지 못하지만 미래현금흐름을 가져올 것으로 예상할 수 있기 때문에 이익지속성이 있다고 볼 것이다. 이렇듯 자산구입이나 판매, 사업영역의 확장에서 기인된 발생항목은 현금흐름으로 실현될 가능성을 내포한다고 볼 수 있다(Dechow and Dichev, 2002; 최관·백원선, 2007). 그러나 사업의 단절이나 유형자산의 처분 등 특별이익(extraordinary earnings)에서 비롯된 경우에는 순이익의 증가가 다음 기간에서도 지속된다고 볼 수 없을 것이다(권수영 외, 2003). 이러한 까

닭은 발생주의 회계시스템이 안고 있는 본질상 이유 때문으로 풀이된다. 이러한 맥락에서 Greenberg et al.(1986)은 통합 발생항목을 포함한 이익정보의 미래현금흐름 예측력이 더 우수하다고 주장하였으며, Dechow(1994), Dechow et al.(1998)은 유동발생액의 역할을 강조하면서 발생주의에 근거한 회계이익이 현금흐름보다 기업의 성과를 나타내는데 더 적절한 측정치라는 증거를 제시하였다. 또한 Guay and Sidhu(2001)은 비유동발생액도 제한적으로 현금흐름이 갖는 시차와 대응문제를 완화시키는 역할을 한다고 주장하였다.

반면, 발생항목에는 추정(estimation)과 이연(defer) 등 재량적이고 주관적인 일시적 항목(transitory items)이 내포되어 이익정보를 왜곡시킬 가능성이 있다는 비판이 제기된다. 즉 통합이익에는 정상적인 영업활동 이외의 비경상적이고 일시적이거나 경영자의 자의적인 추정이 개입된 결과가 내포되어 있으므로, 기업의 지속적인 성과를 충분히 반영하는데 한계가 있다(Agnes et al, 1997). 이에 Burgstahler et al.(1998)은 현금흐름이 통합이익보다 더 양호한 미래 현금흐름 예측력이 있다고 보고하였으며, Sloan(1996)은 순이익의 지속성은 발생요소의 비중이 클수록 감소하고 현금흐름요소의 비중이 클수록 증가함을 제시하였는데, 대부분의 투자자들은 발생요소와 현금흐름의 특성과 정보내용을 차별적으로 해석하지 못하고 단순히 순이익의 크기만을 반영하는 기능적 고착화(functional fixation) 현상을 보인다고 주장하였다. 나아가 Sloan(1996) 이후 많은 연구에서 현금흐름에 비하여 상대적으로 과도한 발생항목이 이익의 반전(earnings reversal)에 영향을 미치고, 이러한 현상이 이익조정에 대한 신호라고 보고하였다(Penman and Zhang, 2001; Richardson et al., 2001). 이와 함께 Xie(2001)는 경영자의 이익조정 의도가 개입된 재량적발생액이 비재량적발생액(정상발생액)에 비하여 미래이익의 지속성이 낮다고 주장하였다.

궁극적으로 이익지속성은 발생항목과 현금흐름이 이익에 차지하는 상대적 비중에 따라 달라질 수 있을 뿐만 아니라(Ramakrishnan and Thomas, 1998), 각 단계별 이익구성의 성격에 따라 결정된다. 일반적으로 영업활동에서 비롯된 이익은 미래에도 반복적으로 발생가능한 지속적 이익으로 인식되지만, 일시적이고 비경상적인 이익은 미래의 이익을 유입할 근거가 약하다고 볼 수 있다. 김권중·김문철(2003)의 연구에서 언급된 일시적 손익 후보들(유가증권평가손익, 유가증권처분손익, 외환차손익, 외화환산손익, 사채상환손익, 고정자산처분손익, 파생상품거래손익)

은 대부분 특별손익처럼 미래 지속성이 없는 것으로 나타났다. 이와 같은 일시적이고 비정상적인 특별항목은 경상이익으로 보고되지는 않지만 당기순이익으로는 보고될 것이다. 이처럼 당기순이익은 여러 이익이 혼재해 있기 때문에 경상이익보다 이익지속성이 약할 것으로 예상된다. 백원선·최관(1999) 또한 Ohlson(1995)모형을 이용하여 초과이익의 지속성이 순자산 및 회계이익에 대한 상대적 주가배수에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 분석 결과, 초과이익이 지속되는 상황에서는 지속적이지 못한 경우에 비하여 순자산에 대한 주가배수는 낮고 회계이익에 대한 주가배수는 높은 것으로 나타났다. 또한 초과이익이 지속적이지 못한 집단에서는 순자산의 설명력이 회계이익의 설명력보다 유의하게 큰 반면, 초과이익이 지속적인 집단에서는 양자의 차이가 유의하지 않은 것으로 관찰되었다. 이들의 연구는 초과이익지속성이 약하다면 이익의 주가배수보다 장부가치의 주가배수가 더 유용하다는 것을 시사하고 있다.

2. 신용평가와 회계정보의 질적 특성에 관한 연구

신용평가기관이 이러한 이익조정을 탐지하고, 이익의 질(earnings quality)에 대한 진실된 정보를 제공하여 기업의 현재 및 미래의 현금유입에 대한 전망을 명확히 평가할 때, 그 가치를 인정받을 것이다. 신용평가기관이 보고이익을 그대로 수용하여 기업평가를 행한다면, 조정된 이익이 여과되지 않은 채 신용등급에 내재되어 투자자에게 왜곡된 정보를 전달할 우려가 크다. 또한 신용평가기관이 신뢰할 수 없거나 왜곡된 등급을 부여한다면, 양질(higher-quality)의 정보를 요구하는 시장의 외면을 받게 될 것이다. 따라서 신용평가기관은 표면적인 재무비율뿐만 아니라 기대이익의 성장성, 이익의 질, 이익지속성 등 보고이익의 질적 속성을 면밀히 분석하여 신용평가에 임할 것이다(Sengupta, 1998; Khurana and Raman, 2003). 나아가 신용평가기관은 기업의 영업성에서 파생되는 직접적 이해당사자가 아니기 때문에, 자본시장의 다른 재무분석가에 비하여 기업의 영업실적(이익)에 대하여 한층 더 객관적인 분석을 담당할 수 있을 것이다(Ederington and Goh, 1998). 이러한 점에서 신용평가기관은 이익지속성이 약할 것으로 예상되는 과도한 이익조정에 대하여 호의적인 등급을 부여하지 않을 것이다. 김문태 등(2006)은 회사채 신용등

급과 이익조정 의 관계를 밝히는 실증분석을 수행하였다. 신용평가기관이 경영자의 이익조정을 기회주의적 동기로 인식한다면, 이를 호의적으로 평가하지 않는 결과, 신용등급이 양호한 기업의 이익조정 정도가 상대적으로 낮을 것으로 기대된다. 이를 검증하기 위하여, 당해 년(t기)의 신용등급에 직전 년(t-1기)의 이익조정 정도를 대응하였다. 이익조정 정도는 수정 Jones 모형(Dechow et al., 1995)과 Yoon and Miller 모형(2002)으로 추정된 재량적발생액을 대응하였다. 연구대상 표본으로, 1995년도부터 2002년도까지 금융업을 제외한 12월말 결산 상장기업 중에서, 신용등급을 부여받은 998개 기업별-연도별 횡단자료를 활용하였다. 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 상관분석에서 신용등급과 재량적발생액은 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.

한편, 기업의 채무불이행 가능성은 기업소유 및 지배형태에서 비롯된 대리문제와 정보불균형 관점에서 찾을 필요가 있다. 대리문제와 정보불균형 문제는 경영자 자신의 사적 이익추구와 무능(incompetent)과 관련되어 있다. 대리문제와 정보불균형 문제가 지속되면 경영자는 소수주주나 채권자의 이익을 침해할 수 있으며, 단기 이익만을 추구하여 장기적으로 기업가치를 하락시킬 수 있다. 대리문제와 정보불균형 문제는 채무불이행 위험에 대한 부정적인 신호로 인식되어 신용등급에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 바, 대리문제와 정보불균형 문제가 완화된다면, 보다 양호한 신용평가가 부여될 것으로 추론할 수 있을 것이다(Bhojraj and Sengupta, 2003). 이에 Ashbaugh et al.(2006)은 기업의 재무적 상황을 강화 혹은 악화시키는 기업 소유 및 지배구조가 신용평가에 중요한 요인이라고 주장하였다. 국내의 김문태·김영환(2007)은 외국인투자자 보유지분의 정도와 사외이사의 특성(이사회 독립성, 감사위원회 독립성, 사외이사의 활동성) 등이 신용평가에 긍정적으로 반영되는지에 분석하였다. 2000년부터 2005년까지 841개 표본을 분석한 주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 단변량분석 결과, 신용등급과 외국인지분율, 이사회 의 사외이사 비율, 감사위원회에 선임된 사외이사 비율, 사외이사의 이사회 참석비율

등이 모두 1% 수준에서 매우 높은 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 평균차이 분석 결과에서도 신용등급이 양호한 집단에서 이들 지배구조 변수의 비율이 더 높았으며, 1% 유의수준에서 신용등급이 불량한 집단과 차이가 있었다. 둘째, 선형회귀분석과 로짓분석 결과, 외국인지분율, 이사회외 사외이사 비율, 감사위원회에 선임된 사외이사 비율, 사외이사의 이사회 참석비율 등 주된 독립변수들은 신용등급에 1~5% 유의수준에서 설명력과 확률유의성이 있었다. 셋째, 신용등급뿐만 아니라 신용평점에 대한 추가분석에서도 위와 유사한 결론을 도출하였다. 요컨대, 외국인투자자의 적극적 감시기능과 사외이사 선임에 따른 이사회와 감사위원회의 독립성, 사외이사의 활동성이 대리문제를 통제할 신호로 작용하여 신용등급에 긍정적으로 반영된다는 것을 제시하였다.

제4장 실증분석

제1절 연구의 설계

1. 가설의 설정

이익지속성은 발생항목과 현금흐름이 이익에 차지하는 상대적 비중에 따라 달라질 수 있을 뿐만 아니라(Ramakrishnan and Thomas, 1998), 각 단계별 이익구성의 성격에 따라 결정된다. 일반적으로 영업활동에서 비롯된 이익은 미래에도 반복적으로 발생가능한 지속적 이익으로 인식되지만, 일시적이고 비경상적인 이익은 미래의 이익을 유입할 근거가 약하다고 볼 수 있다. 김권중·김문철(2003)의 연구에서 언급된 일시적 손익 후보들(유가증권평가손익, 유가증권처분손익, 외환차손익, 외화환산손익, 사채상환손익, 고정자산처분손익, 과생상품거래손익)은 대부분 특별손익처럼 미래 지속성이 없는 것으로 나타났다. 이와 같은 일시적이고 비경상적인 특별항목은 경상이익으로 보고되지 않는 반면 당기순이익으로는 보고될 것이다.

이상의 논점에 대하여 본 연구는 이익지속성이 신용평점에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 기대이익의 성장성은 이익의 질(earnings quality)에 크게 의존한다(Khurana and Raman, 2003). 이익의 질은 이익지속성(earnings Persistence)으로 대리될 수 있는데, 이익지속성이 약하다는 것은 곧 기대 이익의 성장성 약화를 의미한다. 본 연구는 신용평가기관이 영업성과에 대한 요약적인 재무정보로써 보고 이익을 충분히 분석할 것으로 전제한다(Sengupta, 1998; Khurana and Raman, 2003). 이러한 점에서 신용평가기관은 이익지속성이 강한 기업에 호의적인 신용평가를 부여할 것이며, 반대로 이익지속성이 약한 기업에 부정적인 신용평가를 부여할 것이다. 이를 검증하기 위하여, 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

<연구가설1> 이익지속성과 신용평가는 양(+)¹의 설명관계를 가진다.

<연구가설1-1>

발생항목과 결합된 이익지속성은 신용평가에 음(-)의 설명관계를 가진다.

<연구가설1-2>

현금흐름과 결합된 이익지속성은 신용평가에 양(+)의 설명관계를 가진다.

2. 가설 검증모형의 설계

본 연구에서 이익지속성은 Freeman et al.(1982), Sloan(1996)의 분석 모형을 응용하여 추정하였다. 식(1)의 회귀식에서 기업 i의 15년 동안(1987~2004년) 회계이익의 시계열 자료를 통하여 이익지속성 계수(α_1)가 산출되며, 이는 당기(t기)의 회계이익이 미래(t+1)에 지속되는 정도를 나타낸다.

$$NI_{i,t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 NI_{i,t} + \epsilon_{i,t} \dots\dots\dots \text{식(1)}$$

여기서, NI: 당기순이익/기초총자산

이익지속성 계수(α_1)가 산출되면, 이를 주 설명변수로 설정한 회귀식을 통하여 본 연구가설이 검증될 것이다.

$$SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 NI_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 DEBT_{i,t-1} \dots\dots \text{식(2)} \\ + \beta_5 FOR_{i,t-1} + \beta_6 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

$$SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 (EP * TA)_{i,t-1} + \beta_3 NI_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} \dots \text{식(3)} \\ + \beta_5 DEBT_{i,t-1} + \beta_6 FOR_{i,t-1} + \beta_7 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

$$SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 (EP * CFO)_{i,t-1} + \beta_3 NI_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} \text{ 식(4)} \\ + \beta_5 DEBT_{i,t-1} + \beta_6 FOR_{i,t-1} + \beta_7 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

<변수의 정의>

1) SCORE: 한국신용평가정보(주)에서 발행한 신용평점

① 연속형 변수: 한국신용평가정보(주)에서 부여한 신용평점

② 범주형 더미변수: 신용평점이 양호(70점) 이상이면 1, 그렇지 않으면 0

2) EP: 식(2)에서 산출된 이익지속성 계수(α_1)

NI: 당기순이익/기초총자산,

TA: 총발생액(=당기순이익-현금흐름),

CFO: 현금흐름

EP*TA: EP가 중위수 이상(1의 더미)인 동시에 TA가 양(+)이면 1, 그렇지 않으면 0

EP*CFO: EP가 중위수 이상(1의 더미)인 동시에 CFO이 양(+)이면 1, 그렇지 않으면 0

SIZE: 총자산에 자연로그를 취한 값

DEBT: 총부채/총자산,

FOR: 외국인지분율,

OWN:대주주1인지분율

종속변수 SCORE는 사전적 기업 상황에 대하여 사후적으로 부여된다고 가정하기 때문에(Ederington and Yawitz, 1986; Shi, 2003; 김문태 등, 2006), 직전 연도(t-1)의 사업보고서에 대한 인증절차가 완료된 t시점에서 평가받은 신용평점으로 정의하였다. 또한 SCORE는 크게 두 개의 변수로 나누어 분석하고자 한다. 첫째, 모수통계기법을 적용하기 위하여 신용평점에 따라 연속으로 부여된 점수를 선형회귀 자료로 활용하고자 한다. 둘째, 로지스틱 회귀분석을 설계하기 위하여 종속변수를 범주형 더미변수로 분류하였다. 구체적으로 신용평점이 70점 이상인 양호와 우량표본에 속하면 1, 그 미만등급이면 0의 값을 부여하였다.⁴⁾ 이는 선형회귀분석을 보완하여 보다 강건한(robust) 결론을 유도할 것이다.

위 식(2)의 검증모형에서 이익지속성을 나타내는 EP는 신용등급에 양(+)의 부호를 지닐 것으로 예상된다. 즉 신용평가기관은 이익지속성이 이익의 질을 대표하여 미래 기대 이익의 성장성 강하다고 여길 때, 보다 양호한 신용평점을 부여할 것이다. 식(3)의 EP*TA는 발생항목에서 비롯된 이익지속성을 의미하므로 신용평가에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 반면, 식(4)의 EP*CFO는 현금흐름이 이익

4) Pogue and Soldofsky(1969)의 연구에서도 신용등급예측모형의 종속변수를 투자등급(0), 투기등급(1)로 설정하였다.

지속성을 유도하므로 보다 나은 이익의 질을 예상하며, 따라서 신용평가에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이는 신용평가기관이 영업성과에 대한 요약적인 재무정보로써 보고이익을 충분히 분석할 것으로 전제한 것이다(Sengupta, 1998; Khurana and Raman, 2003).

이익지속성이 신용평점에 미치는 영향을 엄밀하게 고려하려면, 신용평점에 결정적으로 영향을 미치는 영업성과, 기업규모, 부채수준 등 주요변수를 통제할 필요가 있다(Horrigan, 1966; Pinches and Mingo, 1973; Kaplan and Urwitz, 1979). NI는 총자산(산)이익률로 전반적인 성과지표를 나타낸다. 총자산에 대한 수익성이 높을수록 기업의 채무이행불능 위험이 감소하여 회사채에 대한 위험 또한 감소시키므로 신용평가에 매우 유의한 양(+)의 부호가 예상된다. 신용평가에 있어서 성과측정치와 더불어 중요한 재무변수는 기업규모와 부채비율이라고 할 수 있다. 총자산을 기준으로 측정한 기업규모(SIZE)는 계속기업의 잠재적 역량을 나타내며, 또 대규모기업의 경우 상호지급 보증효과를 통하여 더 안정적인 등급을 얻을 수 있으므로, 신용평점에 양(+)의 설명력을 가지는 통제변수라 할 수 있다(김문태 등, 2006). 부채비율은 총부채를 총자산으로 나눈 값이다.⁵⁾ 이는 기업이 조달한 총자산 중에서 타인자본에 의존하는 정도와 채무에 대한 원금과 이자를 상환할 수 있는 능력의 측정치이다. 부채비율이 높다는 것은 채무불이행 위험이 높다는 것을 의미하므로 신용평점에 음(-)의 부호가 예상된다. 외국인투자자가 자금과 정보력을 동원하여 정교한 기업분석을 수행하고 경영활동에 대한 적극적인 감시활동을 수행한다면(전영순, 2003; 김문태, 2004), 대리문제와 정보불균형 문제를 완화하여 기업지배구조를 개선시키고(박헌준 등, 2004) 신용등급을 호의적으로 유도할 수 있을 것이다. 따라서 FOR와 SCORE의 설명관계는 양(+)의 부호가 예상된다. 대주주지분율로 측정한 OWN에 관하여, Ashbaugh et al.(2006)은 내부 대주주가 자신의 개인적인 이익을 위하여 기업자원을 탈취(expropriate)할 의결권을 가질 때 신용평점에 음(-)의 설명관계를 가진다고 보고하였다. 본 연구에서도 OWN은 신용등급에 음(-)의 설명관계를 예상한다.

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

제2절 표본선정

<표 1> 표본의 구성

패널 A: 연도별-산업별 분포(*한국신용평가정보(주)의 산업별 중분류 기준임)

CODE	업종	2002	2003	2004	2005	2006	합계	%
0500	어업	3	3	3	3	4	16	1.05
1500	음·식료품	21	22	24	24	26	117	7.66
1700	섬유제품	12	12	12	11	10	57	3.73
1800	봉제의복 및 모피제품	9	7	9	10	10	45	2.95
1900	가죽, 가방 및 신발	4	3	3	4	4	18	1.18
2100	펄프, 종이 및 종이제품	10	10	12	13	14	59	3.86
2300	코크스, 석유정제품	4	4	3	4	3	18	1.18
2400	화합물 및 화학제품	51	53	55	54	58	271	17.75
2500	고무 및 플라스틱제품	10	9	10	9	10	48	3.14
2600	비금속광물제품	14	12	15	18	21	80	5.24
2700	제1차금속산업	25	25	24	24	26	124	8.12
2800	조립금속제품제조업	6	5	5	6	8	30	1.96
2900	기타기계 및 장비	12	12	13	15	15	67	4.39
3100	기타전기기계 및전기변환장치	10	11	12	13	14	60	3.93
3200	전자부품, 영상, 음향 및 통신장비	19	20	20	21	21	101	6.61
3300	의료, 정밀, 광학기기 및 시계	3	3	4	3	4	17	1.11
3400	자동차 및 트레일러	17	16	20	21	22	96	6.29
3500	기타운송장비	2	3	4	4	5	18	1.18
4000	전기, 가스 및 증기업	2	2	3	4	5	16	1.05
4500	종합건설업	21	26	24	25	26	122	7.99
5100	도매 및 상품중개	15	15	18	15	17	80	5.24
5200	소매업	2	4	5	5	5	21	1.38
	기타	12	8	7	9	10	46	3.01
총합계		284	285	305	315	338	1,527	100

패널 B: 신용평점별 표본 분포

	우량	양호	보통	열위	불량	전체
구간	80점 이상	70~80미만	55~70미만	45~55미만	45미만	
개체 수	140	397	641	207	142	1,527
비율	9.17%	26.00%	41.98%	13.55%	9.30%	100%

연구모형에서 언급하였듯이, 본 연구의 종속변수인 신용평점(SCORE)은 2003~2007년이며, 이익지속성을 비롯한 설명변수는 2002~2006년이다. 이 표본의 구체적인 자료는 상장회사의 재무자료를 이용하였으며 다음의 절차를 적용하여 선정하였다.

- ① 회계자료의 입수가 가능한 기업
- ② 결산월이 12월인 기업
- ③ 제조업
- ④ 관리종목, 워크아웃, 자본잠식, 신규상장 기업들은 제외
- ⑤ 자료부족 및 누락분은 제외

신용평점 및 변수관련 자료는 한국신용평가정보(주)의 전자공시시스템 KIS-VALUE에서 추출하였다. 또한 회계원칙과 계정과목, 재무제표의 보고형태 일관성을 도모하기 위하여 금융업을 제외하였다. 이들 선정 기업들의 연도별 횡단자료(cross-sectional data) 중 당기순이익과 현금흐름, 발생액 등이 이상치로 간주된 표본은 해석에 편의(biased)를 가져올 수 있으므로 제외하였다. 또한 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율이 1을 초과한 기업은 자본잠식 및 재무적 불안정성이 우려되고 제거하였다⁶⁾. 이러한 기준을 충족하는 표본 1,527개를 연구에 활용하였다. 이를 연도별-산업별로 정리하면 <표 1>의 패널 A와 같다.

패널 B에서 신용평점을 기준으로 5단계의 등급으로 분류하면, '보통'이 가장 많고, '우량' '불량'의 빈도수를 보이고 있어서 대체적으로 정규분포에 충족하고 있다. '우량'과 '양호'를 합한 상위빈도(비율)는 537(35.17%)로 '열위'와 '불량'을 합한 하위 빈도(비율) 349(22.85%)보다 다소 높았다.

6) 만일 총부채를 자기자본으로 나누어 측정하면 자본이 잠식된 기업의 경우 음(-)의 값을 가지기 때문에 총부채에 비해 순자산이 상대적으로 작은 기업은 부채비율이 크게 확대되는 문제점이 있다(윤순석, 2001).

제3절 실증분석 결과

1. 기술통계량

<표 2> 기술통계량 (n=1,527)

	평균	중위수	표준편차	최소값	1/4값	3/4값	최대값
SCORE	66.905	68.000	10.846	26.500	61.500	74.000	94.500
EP	0.176	0.151	0.358	-0.867	-0.081	0.438	0.997
NI	0.034	0.034	0.084	-0.714	0.007	0.070	0.611
TA	-0.034	-0.036	0.095	-0.828	-0.068	0.544	0.842
CFO	0.045	0.034	0.084	-0.714	0.007	0.377	0.611
SIZE	19.319	19.131	1.411	15.683	18.357	20.080	24.799
DEBT	0.483	0.474	0.196	0.058	0.341	0.627	0.998
FOR	0.084	0.011	0.135	0.000	0.001	0.114	0.771
OWN	0.142	0.092	0.140	0.000	0.040	0.197	0.810

SCORE: 한국신용평가정보(주)에서 발행한 신용평점, EP: 이익지속성 계수

TA: 총발생액(NI-CFO), CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름

NI: 당기순이익/기초총자산, SIZE: 총자산에 자연로그를 취한 값

DEBT: 총부채/총자산, FOR: 외국인지분율, OWN:대주주1인지분율

<표 2>는 연구에 활용된 1,204개 표본의 주요변수 기술통계량을 보이고 있다. SCORE의 평균(중위수)은 66.905(68.000)로 '보통'등급에 해당하였으나, 최소값과 최대값의 범위가 크고 표준편차가 큰 것을 알 수 있다. 즉 기업특성별 종합성적에 의하여 결정된 평점의 분포가 크다고 볼 수 있다.

NI는 신용평점의 결정과 이익지속성의 산정에 지대한 영향을 가져오는 변수라고 할 수 있는데, 그 평균은 0.034로 총자산 대비 이익이 낮게 나타났다. 통제변수에서 주목할 점은, 부채비율의 평균(중위수)이 0.48324(0.474)로 윤순석(2001, p. 72)의 0.698(0.729)에 비하여 낮게 관측된다는 점이다. 이는 윤순석(2001)의 연구기간(1994년~1997년)과 본 연구의 연구기간(2002~2005)이 다르기 때문이며, 자본시장 완전개방 이후 부채비율에 대한 요건이 강화된 결과로 풀이된다. FOR의 평균은

8.4%에 이르러, 외국인투자자의 유입이 활발한 것을 말해준다. 또한 FOR의 평균과 중위수의 차이, 표준편차가 큰 것으로 미루어 외국인투자자가 특정종목에 집중적으로 포트폴리오한다고 볼 수 있다. OWN는 높은 수준을 유지하는 것으로 보아 1대주주에 의한 소유집중이 여전히 지속되는 것을 시사한다.

2. 상관분석 및 평균차이분석

<표 3> 상관분석(n=1,527)

	SCORE	EP	NI	SIZE	DEBT	TA	CFO	FOR
EP	0.212 (0.000)							
NI	0.413 (0.000)	0.171 (0.000)						
SIZE	0.221 (0.000)	0.231 (0.000)	0.187 (0.000)					
DEBT	-0.403 (0.000)	-0.076 (0.008)	-0.142 (0.000)	0.105 (0.000)				
TA	-0.092 (0.005)	0.231 (0.000)	0.187 (0.000)	-0.121 (0.000)	0.045 (0.012)			
CFO	0.211 (0.000)	-0.076 (0.008)	-0.142 (0.000)	0.105 (0.000)	-0.235 (0.000)	0.105 (0.000)		
FOR	0.278 (0.000)	0.258 (0.000)	0.276 (0.000)	0.554 (0.000)	-0.179 (0.000)	-0.151 (0.000)	-0.179 (0.000)	
OWN	-0.078 (0.007)	-0.156 (0.000)	-0.044 (0.136)	-0.120 (0.000)	0.031 (0.260)	-0.074 (0.045)	0.031 (0.260)	-0.078 (0.002)

SCORE: 한국신용평가정보(주)에서 발행한 신용평점, EP: 이익지속성 계수

TA: 총발생액(NI-CFO), CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름

NI: 당기순이익/기초총자산, SIZE: 총자산에 자연로그를 취한 값

DEBT: 총부채/총자산, FOR: 외국인지분율, OWN:대주주1인지분율

* 각 셀의 위쪽은 상관계수를 나타내며, 아래쪽은 이에 대한 유의수준이다

<표 3>은 주요변수에 대한 Pearson 상관계수를 나타낸다. 우선, SCORE와 EP

의 상관계수는 0.200으로 1% 유의수준에서 매우 높은 설명관계를 가지고 있다. 이는 t-1기의 시계열 이익지속성이 높을 때 신용평점이 양호하게 부여된다는 것으로 풀이되며, 가설을 지지하고 있다. SCORE와 NI의 상관계수는 0.436으로 매우 유의한 양(+)의 상관성을 보였다. 즉 총자산 대비 수익률이 높을 때 양호한 신용평가가 부여된다는 것을 알 수 있다. SCORE는 기업규모(SIZE), 부채수준(DEBT), 외국인 지분율(FOR) 그리고 대주주지분율(OWN)과 예상한 바와 같이 유의한 상관관계를 가지고 있었다. 즉, 신용평가기관은 직전 기 영업성과가 양호할수록, 기업규모가 클수록, 외국인지분참여가 왕성할수록 부채비율과 대주주지분율이 낮을수록 높은 점수를 부여한다고 볼 수 있다. 신용등급이 영업성과, 기업규모, 부채수준, 외국인지분율, 대주주지분율과 크게 관련되어 있기 때문에, 이익지속성과 신용평점의 순수한 설명력을 파악하기 위해서는 이들 변수에 의한 효과를 미리 통제할 필요가 있다.

<표 4> 평균차이 분석

	GOOD(n=537)		BAD(n=349)		t 통계량	p 값
	평균	표준편차	평균	표준편차		
EP	0.243	0.354	0.056	0.328	6.188	0.000
NI	0.063	0.062	-0.041	0.122	8.204	0.000
TA	-0.034	-0.006	0.017	0.008	2.459	0.041
CFO	0.065	0.024	0.021	0.003	5.654	0.000
SIZE	19.455	1.421	18.711	1.423	5.955	0.000
DEBT	0.411	0.178	0.610	0.176	-11.654	0.000
FOR	0.120	0.165	0.035	0.089	9.352	0.000
OWN	0.134	0.142	0.152	0.120	-1.327	0.175

SCORE: 한국신용평가정보(주)에서 발행한 신용평점, EP: 이익지속성 계수

TA: 총발생액(NI-CFO), CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름

NI: 당기순이익/기초총자산, SIZE: 총자산에 자연로그를 취한 값

DEBT: 총부채/총자산, FOR: 외국인지분율, OWN:대주주1인지분율

<표 4>는 신용평점 70점 이상(양호와 우량표본)과 55점 미만(열위와 불량표본)을 각각 GOOD과 BAD로 집단 분류(표본 수는 <표 1> 패널 B 참조)하여 평균차이 분석을 실행한 결과이다. 전체적으로 가설에서 전개한 논리와 일관된 방향으로 평균차이가 나타났다. GOOD의 EP 평균은 0.238로 <표 2>의 기술통계량에서 제시한 전체 평균보다 훨씬 높았으며, BAD의 EP 평균 0.054의 4배를 초과하여 매우 유의한 차이를 보였다. 즉 신용평점이 양호한 집단에서 직전 년 이익지속성이 훨씬 양호하다는 것을 알 수 있으며, 상관분석과 일관되게 가설을 지지하였다. 통제변수에서 NI의 평균은 각각 0.061, -0.039로 나타나 매우 상반된 결과를 보였다. 이는 신용평점에서 적자보고가 매우 중대하게 영향을 미친다는 것을 간접적으로 보여주고 있다. 또한 SIZE의 차이분석 결과에서 기업규모가 신용평점에 유의하게 반영되는 것을 알 수 있고, 특히 부채비율(DEBT)의 집단 통계량이 가장 유의한 차이를 보이고 있었다. FOR 평균은 각각 11.9%, 3.5%로 외국인지분율에 따라 신용평점이 차별적으로 부여되는 것으로 해석할 수 있다.

이러한 결과는 가설설정 논리를 더욱 명확하게 뒷받침해주었다. 즉 이익 그 자체 뿐만 아니라 이익의 지속성이 높고, 기업규모가 크고 외국인참여가 활발하며, 부채비율이 낮을 때 신용평점이 양호하게 부여된다는 것을 확인하였다. 그러나 위 차이분석은 집단분류 차이결과만을 제시하므로, 변수들의 상대적 영향력을 고려할 필요가 있다. 이에 회귀분석을 통하여 각 성과변수의 상대적 설명력을 검증하는 것이 본 연구의 초점이다.

3. 선형회귀분석

3.1 발생항목과 현금흐름의 이익지속성에 대한 회귀분석

본 연구는 이익지속성과 신용평점의 관계를 살펴보기 이전에 t기의 발생항목과 현금흐름이 t+1기의 이익에 미치는 상대적인 설명력을 살펴보았다. 즉 <표 5>는 Sloan(1996)모형을 이용하여 t기 이익구성요소가 t+1기의 이익에 유입되는 회귀계수의 설명력을 담고 있다. 총발생액(TA)이 미래의 이익에 미치는 효과는 -0.989로

음(-)의 방향인데 반하여 현금흐름(CFO)의 회귀계수는 9.552로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 따라서 현금흐름의 이익지속성이 더 우월하다고 볼 수 있으며 이는 Sloan(1996)의 결과와 일관된다. 이런 결과는 일시적이고 비반복적인 특별손익이나 원가배분, 이연항목 등이 활용되면 이익지속성이 낮아지는 것을 증명한다. <표 3>의 상관분석에서 SCORE와 EP가 유의적인 양(+)의 상관성을 갖는 것은 이익지속성이 낮은 발생항목보다는 이익지속성이 높은 현금흐름에 대하여 신용평가기관의 점수가 더 호의적인 것을 반증한다.

<표 5> 발생항목과 현금흐름의 이익지속성 분석

지속성 검증모형 $Earnings_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 TA_t + \beta_2 CFO_t + \epsilon_{t+1}$						
	회귀계수	표준오차	t 통계량	P-값	Ad-R ² (F값)	표본 수
절편	0.227	0.014	16.683***	0.000	0.016 (8.435)	933
TA	-0.989	0.683	-1.448	0.148		
CFO	9.552	2.326	4.106***	0.000		

EARNINGS: 당기순이익, TA: 총발생액(=당기순이익-현금흐름) CFO: 현금흐름

3.2 이익지속성의 신용평점에 대한 회귀분석

<표 6>는 신용평점에 영향을 미칠 통제변수를 고려하여 이익지속성이 신용평점에 반영되는지를 분석한 결과이다. 이때 종속변수인 신용평점은 평가기관에서 제공한 점수로써 각 해당 표본의 연속변수이다. 각 검증모형의 Ad-R²에 대한 F값은 1% 유의수준에서 모형의 해석 타당성을 제공하고 있으며 다중공선성으로 인한 심각한 오류도 없다⁷⁾.

7) 일반적으로 p개의 분산팽창계수(VIF) 중 가장 큰 값이 5~10을 넘으면 다중공선성(multicollinearity)에 심각한 문제가 있다고 판정한다.

<표 6> 이익지속성이 신용평점에 미치는 영향: 선형회귀분석

	회귀계수	t통계량	유의수준	VIF
절편		11.711	0.000	
EP	0.071	2.878	0.004	1.109
NI	0.332	13.550	0.000	1.107
SIZE	0.180	6.210	0.000	1.550
DEBT	-0.362	-14.685	0.000	1.121
FOR	0.094	3.487	0.001	1.611
OWN	-0.018	-0.760	0.448	1.034
수정 R	0.347	107.676	0.000	

검증모형

$$SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 NI_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 DEBT_{i,t-1} + \beta_5 FOR_{i,t-1} + \beta_6 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

SCORE: 한국신용평가정보(주)에서 발행한 신용평점, EP: 이익지속성 계수

NI: 당기순이익/기초총자산, SIZE: 총자산에 자연로그를 취한 값

DEBT: 총부채/총자산, FOR: 외국인지분율, OWN:대주주1인지분율

주 설명변수 EP의 회귀계수는 0.071, t통계량은 2.878로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 설명력을 보이고 있다. 이는 전기(t-1)의 이익지속성이 건설하다면 당기(t)의 신용평가가 양호하게 부여된다는 것을 의미한다. Sloan(1996)은 순이익을 현금흐름과 발생액으로 구분하여 이익지속성 계수를 관찰하였다. 그는 발생항목에는 비경상적이고 일시적인 항목이 많기 때문에 순이익이 영속적이고 반복적이지 못하다고 가정하고, 발생액의 시계열지속성이 현금흐름에 비하여 상대적으로 크지 않음을 실증하였다. 분석 결과, 원가배분(allocation)이나 자산평가(valuation) 등에서 자의적인 추정이 개입된 발생항목의 미래 이익의 시계열지속성이 현금흐름에 비하여 상대적으로 크지 않음을 제시하였다. 또한 Barth et al.(1999)은 Ohlson(1995)의 확장된 시계열모형을 이용하여 발생액과 현금흐름의 지속성을 분석한 결과, 발생

액의 미래이익에 대한 증분적 정보효과를 나타내는 계수가 유의한 음(-)의 부호로 관측되어 발생액의 지속성이 현금흐름의 지속성보다 낮다는 것을 제시하였다. 국내의 연구로 김권중·김문철(2003)은 지속성 검증대상을 영업이익, 영업외수익·비용의 손익항목들, 특별손익으로 분류하여 이들 손익이 지속적 또는 일시적 손익인가의 문제를 실증분석 하였다. 1992- 2001년의 비금융 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 지속적 손익 후보들(순이자비용, 지분법평가손익, 임대료 등)은 모두 유의한 지속성계수를 갖고 있는 반면에 일시적 손익 후보들(유가증권평가손익, 외환차손익, 외화환산손익, 사채상환손익, 고정자산처분손익, 파생상품거래손익)은 대부분 특별손익처럼 미래 지속성이 없는 것으로 나타났다.

통제변수 NI, SIZE, DEBT, FOR 등은 예상된 방향으로 신용평점에 유의한 영향을 미치고 있다. 즉 수익성이 좋을수록, 기업규모가 클수록, 부채비율이 낮을수록, 그리고 외국인투자비중이 강할수록 신용평점이 양호하게 부여되는 결과를 보이고 있다. 이들 변수는 영업성과와 부채부담 수준에 대한 신용평가기관의 기대치를 반영하기 때문에 신용등급 평가의 결정요인에 강한 영향을 미치는 재무변수라고 할 수 있다.

Sloan(1996) 등 선행연구에 의하면, 이익지속성이 강하다(약하다)는 것은 이익구성요소 중에서 현금흐름(발생항목)의 비중이 상대적으로 많은 비중을 차지하고 있다는 것을 의미하므로, 이와 같은 결과는 현금흐름(발생항목)과 신용평점이 양(+)의 설명관계를 가지는 것을 간접적으로 추론하게 한다. 또한 이익지속성이 강하다는 것은 곧 미래 기대이익의 잠재적 유입을 보장하여 신용평가기관이 이를 신용평가에 적극적으로 반영한다는 것을 암시한다. 즉 신용평가기관이 보고이익, 부채비율, 기업규모 등 전통적인 기업특성 요인과 더불어 이익의 질적 속성을 검토한다는 것을 간접적으로 확인할 수 있다. 이러한 결과는 신용등급과 이익조정을 연구한 김문태 등(2006)의 결과와 일관되며, 가설을 지지하고 있다.

본 연구는 이익지속성과 이익구성요소의 상호작용 변수가 신용평점에 미치는 효과를 검증하였다. 이는 이익지속성과 결합된 발생액과 현금흐름이 신용평점에 반영되는 상대적 영향을 살펴보고자 함이다. 이익지속성은 본질적으로 양(+)의 설명력을 보이고 있었으며, 5% 수준에서 유의하였다. 이익지속성과 발생항목의 상호작용 변수(EP*TA)의 계수는 음(-)의 설명부호를 지녔지만, 통계적으로 유의한 수준

을 보이지는 못하였다. 반면, 이익지속성과 현금흐름의 상호작용 변수(EP*CFO)의 계수는 0.083로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 설명력을 보였다. 이는 Sloan(1996)의 결과가 신용평점에 반영되는 것을 지지하는 의미를 갖는다.

<표 7> 현금흐름과 발생항목이 신용평점에 미치는 영향: 선형회귀분석

	주 설명변수: EP*TA				주 설명변수: EP*CFO				
	회귀계수	t통계량	유의수준	VIF	회귀계수	t통계량	유의수준	VIF	
절편		13.322	0.000			9.832	0.000		
EP	0.062	2.112	0.004	1.102	0.064	2.832	0.004	1.107	
EP*TA	-0.036	1.282	0.200	1.002					
EP*CFO					0.083	3.978	0.000	1.209	
NI	0.312	15.531	0.000	1.810	0.231	9.563	0.000	1.711	
SIZE	0.112	5.834	0.000	1.553	0.122	5.872	0.000	1.543	
DEBT	-0.383	-11.790	0.000	1.122	-0.183	-12.179	0.000	1.126	
FOR	0.087	2.887	0.001	1.621	0.068	2.862	0.001	1.521	
OWN	-0.016	-0.721	0.484	1.031	-0.026	-0.871	0.582	1.131	
수정 R	0.292	84.776	0.000		0.435	101.246	0.000		
Vuong's z(유의수준)				3.358(0.000)					

검증모형:

$$SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 (EP * TA)_{i,t-1} + \beta_3 NI_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT_{i,t-1} + \beta_6 FOR_{i,t-1} + \beta_7 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

$$SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 (EP * CFO)_{i,t-1} + \beta_3 NI_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT_{i,t-1} + \beta_6 FOR_{i,t-1} + \beta_7 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

<변수의 정의>

1) SCORE: 한국신용평가정보(주)에서 부여한 신용평점

2) EP: 이익지속성 계수(α_1), NI: 당기순이익/기초총자산,

TA: 총발생액(NI-CFO), CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름

EP*TA: EP가 중위수 이상(1의 더미)인 동시에 TA가 양(+)이면 1, 그렇지 않으면 0

EP*CFO: EP가 중위수 이상(1의 더미)인 동시에 CFO이 양(+)이면 1, 그렇지 않으면 0
 SIZE: 총자산에 자연로그를 취한 값, DEBT: 총부채/총자산,
 FOR: 외국인지분율, OWN:대주주1인지분율

또한, 본 연구에서는 발생항목(TA)과 현금흐름(CFO)이 이익지속성과 결합된 상대적 정보 내용을 분석하기 위하여, Vuong(1989)의 우도비 (likelihood ratio) 검증 통계량(Z-통계량)을 사용하였다⁸⁾. 분석결과, Vuong의 z값은 3.358로 1% 수준에서 두 변수가 신용평점을 설명하는 유의한 차이가 있음을 알 수 있다. 즉 이익지속성과 발생항목의 상호작용 변수(EP*TA) 보다 이익지속성과 현금흐름의 상호작용 변수(EP*CFO)의 신용평점 설명력이 더 높다고 할 수 있으며, 가설 2-1과 가설2-2가 지지되었다.

8) 본 연구에서 Vuong's z는 Dechow(1994)의 방법을 활용하였다. z-통계량은 발생액(TA)과 현금흐름(CFO)의 상대적 설명력을 검증하는 산식으로, 아래와 같다.

$$Z = \frac{1}{\sqrt{n}} \frac{\sum_{i=1}^n \hat{\omega}}{\hat{\omega}}$$

$$\hat{\omega}^2 = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{2} \log(e_{EP^*CFO_i})^2 - \frac{1}{2} \log(e_{EP^*TA_i})^2 + \frac{1}{2} \frac{(e_{EP^*CFO_i})^2}{\hat{\sigma}_{EP^*CFO}^2} - \frac{1}{2} \frac{(e_{EP^*TA_i})^2}{\hat{\sigma}_{EP^*TA}^2} \right) - \left(\frac{1}{n} LR \right)^2$$

$$LR = \frac{n}{2} (\log(\hat{\sigma}_{EP^*CFO}^2) - \log(\hat{\sigma}_{EP^*TA}^2)) + \sum_{i=1}^n \left(\frac{1}{2} \frac{(e_{EP^*CFO_i})^2}{\hat{\sigma}_{EP^*CFO}^2} - \frac{1}{2} \frac{(e_{EP^*TA_i})^2}{\hat{\sigma}_{EP^*TA}^2} \right)$$

RSS_{EP^*TA} : 이익지속성과 발생액의 상호작용 변수(EP*TA)의 잔차제곱의 합,
 RSS_{EP^*CFO} : 이익지속성과 현금흐름의 상호작용 변수(EP*CFO)의 잔차제곱의 합,
 $(e_{EP^*TA_i})^2$: 이익지속성과 발생액의 상호작용 변수(EP*TA)의 잔차제곱,
 $(e_{EP^*CFO_i})^2$: 이익지속성과 현금흐름의 상호작용 변수(EP*CFO)의 잔차제곱,
 n: 표본 수

4. 로짓분석

<표 8> 이익지속성이 신용평점에 미치는 영향: 로짓분석

	회귀계수	표준오차	Wald	유의수준
Constant	-0.248	1.107	0.050	0.823
EP	0.405	0.193	4.388	0.036
NI	7.274	1.068	46.366	0.000
SIZE	0.071	0.060	1.400	0.237
DEBT	-3.995	0.390	104.739	0.000
FOR	1.272	0.622	4.178	0.041
OWN	-0.296	0.476	0.387	0.534
Chi-square	266.678			0.000
분류정확도	71.346			

$$\text{검증모형 } SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 NI_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t-1} + \beta_4 DEBT_{i,t-1} + \beta_5 FOR_{i,t-1} + \beta_6 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

<변수의 정의>

SCORE: 신용평점이 70점 이상이면 1, 그렇지 않으면 0,

EP: 이익지속성 계수,

NI: 당기순이익/기초총자산,

SIZE: 총자산에 자연로그를 취한 값

DEBT: 총부채/총자산,

FOR: 외국인지분율,

OWN:대주주1인지분율

<표 9> 현금흐름과 발생항목이 신용평점에 미치는 영향: 로짓분석

	회귀계수	표준오차	Wald	유의수준	회귀계수	표준오차	Wald	유의수준
절편		7.871	0.000			9.783	0.000	
EP	0.432	0.128	4.510	0.042	0.543	0.121	5.451	0.037
EP*TA	-0.327	0.287	5.104	0.002				
EP*CFO					0.545	0.119	7.883	0.003
NI	7.874	0.589	69.654	0.000	8.741	0.689	61.365	0.000
SIZE	0.084	0.054	2.132	0.117	0.070	0.058	1.384	0.373
DEBT	-4.258	0.123	62.579	0.000	-3.125	0.239	88.795	0.000
FOR	1.337	0.524	5.634	0.004	1.337	0.524	3.274	0.045
OWN	-0.223	0.553	0.322	0.655	-0.258	0.547	0.384	0.634
Chi-square	243.838			0.000	255.564			0.000
분류정확도	72.134				73.232			

검증모형:

$$SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 (EP * TA)_{i,t-1} + \beta_3 NI_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT_{i,t-1} + \beta_6 FOR_{i,t-1} + \beta_7 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

$$SCORE_{i,t} = \alpha_{i,t-1} + \beta_1 EP_{i,t-1} + \beta_2 (EP * CFO)_{i,t-1} + \beta_3 NI_{i,t-1} + \beta_4 SIZE_{i,t-1} + \beta_5 DEBT_{i,t-1} + \beta_6 FOR_{i,t-1} + \beta_7 OWN_{i,t-1} + \epsilon_{i,t-1}$$

<변수의 정의>

1) SCORE: 신용평점이 70점 이상이면 1, 그렇지 않으면 0,

2) EP: 이익지속성 계수(α_1),

NI: 당기순이익/기초총자산,

TA: 총발생액(NI-CFO), CFO: 영업활동으로 인한 현금흐름

EP*TA: EP가 중위수 이상(1의 더미)인 동시에 TA가 양(+)이면 1, 그렇지 않으면 0,

EP*CFO: EP가 중위수 이상(1의 더미)인 동시에 CFO이 양(+)이면 1, 그렇지 않으면 0,

SIZE: 총자산에 자연로그를 취한 값,

DEBT: 총부채/총자산,

FOR: 외국인지분율,

OWN:대주주1인지분율

<표 8>과 <표 9>는 로짓분석 결과를 보이고 있다. 두 분석에서 Chi-square와 분류정확도는 비교적 타당하게 나타나서, 결과를 해석하기에 무리가 없어 보인다. 로짓분석에서 종속변수 SCORE는 더미변수로써 양호(70점) 이상으로 분류된 집단에서만 1의 값을 갖고, 그렇지 않는 집단에서는 0의 값을 취하도록 설계하였기 때문에, EP의 부호와 계수를 통하여 신용평점이 양호(70점) 이상 집단에 포함될 확률의 유의성을 파악할 수 있다. <표 8>에서 EP 계수는 0.405로 추정되어 wald 통계량이 5% 수준에서 유의함을 알 수 있다. 또한 <표 9>에서 EP*TA 계수는 -0.327로, EP*CFO의 계수는 0.545로 유의한 통계량을 보이고 있으나, 이전 결과처럼 설명부호가 각각 대조를 보이고 있다. 이는 이익지속성이 높을수록 신용평점이 양호한 집단에 속할 확률이 높다는 것을 유추하게하며, 선형회귀분석과 마찬가지로 가설을 지지하고 있다.

제5장 요약 및 결론

본 연구는 이익지속성에 따라 신용평가가 다르게 부여되는지 살펴보는데 초점을 두었다. 이익지속성이란 당기의 순이익이 미래기간에도 계속적으로 유지되는 정도를 의미하기 때문에 이익지속성이 강(약)하다는 것은 미래 현금흐름의 유입에 대한 양호(불량)한 신호를 제시한다. 신용평가가 성과, 부채, 규모 등 전통적인 기업 분석 요인과 더불어 이익의 질적 속성을 면밀히 검토한다면 이익지속성은 신용평가에 충분히 반영될 것으로 예상된다. Sloan(1996)은 순이익을 현금흐름과 발생항목으로 구분하여 이익지속성 계수를 관찰한 바, 발생항목에는 원가배분(allocation)이나 자산평가(valuation) 등에서 자의적인 추정과 비경상적이고 일시적인 항목이 포함되어 이익의 시계열지속성이 현금흐름에 비하여 상대적으로 크지 않음을 제시하였다. 따라서 본 연구는 이익의 구성요소에 따라 이익지속성이 체계적으로 다르다는 선행결과를 바탕으로, 이익구성요소와 이익지속성이 상호작용 되었을 때, 신용평가에 미치는 영향도 살펴보았다.

본 연구는 2002년부터 2006년까지 연구대상 기간으로 정하여 상장제조기업 표본 1,527개를 분석하였다. 종속변수로서 신용평가에 대한 대응변수는 입수가 용이하고 표본 누락의 편이가 적은 신용평점으로 하였으며, 주 설명변수인 이익지속성은 Sloan(1996)의 모형으로 추정하였다. 신용평가에 크게 영향을 미칠 수 있는 영업성과, 기업규모, 부채수준, 외국인지분율과 대주주지분율 등을 동시에 고려한 주요 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 상관분석 결과, 신용평점과 이익지속성이 1% 수준에서 매우 높은 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

둘째, 평균차이분석 결과, 신용평점이 양호한 집단에서 이익지속성이 더 높았으며, 1% 유의수준에서 신용등급이 불량한 집단과 차이가 있었다.

셋째, 선형회귀분석과 로짓분석 결과, 이익지속성과 신용평점은 1~5% 유의수준에서 설명력과 확률유의성이 있었다. 이러한 결과는 이익지속성이 영업성과에 대한 질적 속성을 담보하여 신용평가기관에 긍정적으로 반영된다는 것을 말해준다.

넷째, 이와 같은 결과들은 신용평가기관이 이익구성 요소 중 발생항목에서 기인된 이익을 선호하지 않는 반면, 현금흐름과 결합된 이익지속성을 선호하기 때문으

로 나타났다.

신용평가기관에서 활용한 평가지표들은 회계시스템을 통하여 보고된 수치와 불가분의 연관성을 갖는 것은 당연한 사실이다. 특히, 기업이 최종 영업성으로 보고하는 이익은 가장 중요한 평가기준으로 활용된다. 그러나 전문 재무분석가로서 신용평가기관이 통합이익(aggregated earnings)을 충분히 분석하지 못하고 단지 보고이익을 여과없이 받아들인다면, 신뢰성있는 정보제공의 기능을 상실하고 시장의 외면을 받게 될 것이다. 이런 면에서 본 연구는 이익지속성과 신용평가를 연계한 연구의 시발점으로 의의가 있다고 본다. 신용평가와 관련된 대부분의 선행연구는 기업가치, 주가예측, 도산예측, 평가모형 개발 등과 관련하여 주로 논의되었을 뿐, 국내외적으로 이익지속성과 신용평가를 연계한 연구는 거의 수행되지 않았다. 본 연구의 결과를 토대로 자본시장 참여자들이 신용평점을 통하여 기업의 이익지속성에 대한 단서를 탐지하는 데 공헌할 것으로 기대한다.

그럼에도 불구하고, 본 연구는 특정 기관의 신용평점 자료만으로 결과를 일반화하는 오류를 배제할 수 없다. 향후 연구에서는 주요 전문 신용평가기관의 신용등급을 입수하여 본 연구와 동일한 주제를 반복하여 일관된 결과를 도출하여 보다 일반화된 결론을 유도할 수 있을 것이며, 이익관리나 보수주의 등 여타 이익의 질과 관련된 연구나 자본시장에서의 반응 등으로 확장할 수도 있을 것이다.

<참 고 문 헌>

(국내문헌)

- 김권중·김문철, 2003, “경상이익 구성요소와 특별손익의 지속성과 주가관련성”, 회계학연구(한국회계학회), 28(3), pp.55-83.
- 김문태, 2004, “외국인지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향”, 회계정보연구(한국회계정보학회), 22(4), pp.85-111.
- 김문태·김영환, 2007, “외국인투자자의 소유와 사외이사의 특성이 신용평가에 미치는 영향”, 회계학연구(한국회계학회), 32(4), pp.29-58.
- 김문태·위준복·전성일, 2006, “회사채신용등급의 이익조정 통제효과”, 증권학회지(증권학회), 35(5), pp.47-74.
- 나영·진동민, 2003, “IMF이후 신용등급예측에 있어서 재무정보의 유용성”, 회계정보연구(한국회계정보학회), 21(4), pp.211-234.
- 박헌준·신현한·최완수, 2004, “한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할”, 경영학연구(한국경영학회), 33(2), pp.655-682.
- 박현섭·송인만, 2005, “회사채 신용등급에 대한 차별적 시장반응”, 회계학연구(한국회계학회), 30(2), pp.277-305.
- 백원선·이수로, 2004, “보수주의, 이익지속성 및 가치평가”, 회계학연구(한국회계학회), 29(1), pp.1-27.
- 백원선·최관, 1999, “이익조정과 법인세 최소화 동기”, 회계학연구, 24(1), pp.115-139.
- 송인만·이용호, 1997, “이익유연화현상과 정보효과: 투자자가 유용한 정보를 얻을 수 있는가?” 회계학연구, 22(4), pp.193-220.
- 오희장, 1999, “기업어음 신용등급변경의 정보효과”, 경영학연구(한국경영학회), 28(1), pp.103-125.
- 윤순석, 2001, “상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구”, 증권학회지(증권학회) 29, pp.57-85.
- 이건창·한인구·김명중, 1996, “통계적모형과 인공지능 모형을 결합한 기업신용평가 모형에 관한 연구”, 한국경영과학회지 21(4), pp.81-100.
- 전영순, 2003, “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질(Quality)”, 경영학연구(한국경영학회), 32(4), pp.1001-1032.

- 정건영 · 김경수, 2003, “회사채 수익률과 회계정보의 관련성”, 회계학연구(한국회계학회), 28(3), pp.121-141.
- 주상룡, 2001, “회사채 신용등급 변경이 주가에 미치는 영향에 관한 연구 -IMF이전과 이후를 중심으로-”, 증권학회지(증권학회), 29, pp.407-440.
- 최 관 · 백원선, 2007, “현금전환가능성에 따른 발생액의 질과 시장이상현상”, 회계학연구, 32(3), PP.1-26.
- 최준석 · 허성관, 1994, “기업어음 신용등급 변경의 정보효과”, 증권학회지(증권학회), 16, pp.339-365.
- 한인구 · 권영식 · 이건창, 1995, “지능형 기업신용평가시스템의 개발”, 경영학연구, 24(4), pp.91-118

(외국문헌)

- Agnes C., C. S. Liu. and T. F. Schaefer, 1997, “Accounting accruals and the incremental information content of earnings and cash flows from operations”, *Advanced in Accounting*, 25, pp.101-123.
- Altman, E. I. and S. Katz, 1976, Statistical Bond Rating Classification Using Financial and Accounting Data, in M. Schiff and G. Sorter, Proceeding of the Conference on Topical Research in Accounting (New York : NYU Press, 1976).
- Ashbaugh. H, D. W. Collins. and R. LaFond, 2006, “The effects of corporate governance on firms’ credit ratings”, *Journal of Accounting and Economics*, 42, pp.203-243.
- Back, B., T. Laitinen and K. Sere, 1966, Neural Networks and Genetic Algorithms For Bankruptcy Predictions, Critical Technology.
- Ball, R. and P. Brown, 1968, “An empirical evaluation of accounting income numbers”, *Journal of Accounting Research*, 6, pp.159-178.
- Barth, M. E., D. P. Cram, and K. K. Nelson, 2001, “Accruals and Prediction of Future Cash Flows,” *The Accounting Review*, 76(January), pp.27-58.
- Belkaoui,A., Industrial Bonds and the Rating Process, Westport, Conn; Quorum

Books, (1983).

- 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), pp.455-475.
- Burgstahler, D., J. Jiambalvo, and Y. Pyo. 1998, The incremental information content of accruals versus cash flows. Working paper, University of Washington.
- Chan, K., L. Chan, N. Jegadeesh, and J. Lakonishok. 2006, Earnings quality and stock returns. *Journal of Business* 79: pp.1041-1082.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995, Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70(1), pp.193-225.
- Dechow, P., S. Kothari, and R. Watts. 1998, The Relation between Earnings and Cash Flows. *Journal of Accounting and Economics* 25(May), pp.133-168.
- Dechow, P., 1994, "Accounting Earnings and Cash Flows as Measures of Firm Performance: The Role of Accounting Accruals", *Journal of Accounting and Economics*, 18, pp.3-42.
- Dechow., P. M. and I. Dichev. 2002, The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77(Supplement), pp.35-59.
- Dietrich, J. R. & R. S. Kaplan, 1982, "Empirical Analysis of the Commercial Loan Classification Decision", *The Accounting Review*, Jan, pp.18-38
- 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), pp.569-585.
- Ederington. L. H. and J. Yawitz, 1986, "The Bond Rating Process, In Handbook of Financial Markets and Institutions", 6th ed, New York, John Wiley and Sons.
- Freeman. R. N., J. A. Ohlson. and S. H. Penman, 1982, "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation", *Journal of Accounting Research*, 20(2), pp.639-653.
- Greenberg, R. R., G. L. Johnson & K. Ramesh, 1986, "Earnings versus cash flow as a predictor of future cash flow measures". *Journal of Accounting, Auditing, and Finance* 1, pp.266-277.

- Guay, W. R. and B. K. Sidhu, 2001, "The usefulness of long-term accruals". *Abacus* 37, pp.110-131.
- Gul, F. A., S. Leung and B. Srinidhi, 2003, Informative and Opportunistic Earnings Management and the Value Relevance of Earnings: Some Evidence on the Role of IOS: working paper, City University of Hong Kong.
- Hand, J. R., R. W. Holthausen. and R. W. Leftwich, 1992, "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices", *The Journal of Finance*, 47(2), pp.64-75.
- Healy, P., and K. Palepu, 1993, The effect of Firms' Financial Disclosure Strategies on Stock Prices, *Accounting Horizon*, 7, pp.1-11.
- Hite, G. and A. Warga, 1997, "The Effect Of Bond-Rating Changes On Bond Price Performance", *Financial Analysts Journal*, 53(3), pp.35-51.
- Holthausen, R. W. and R. W. Leftwich. 1986, "The Effect of bond Rating changes on common stock prices", *Journal of Financial Economics*, 17(1), pp.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, pp.44-62.
- Kaplan, R. and G. Urwitz, 1979, "Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry", *Journal of Business*, 52(2), pp.231-261.
- Khurana. I. K. and K. Raman, 2003, "Are Fundamentals Priced in the Bond Market?", *Contemporary Accounting Research*, 20(3), pp.465-494.
- Lehmann. B (2003), "Is It Worth the While?: The Relevance of Qualitative Information in Credit Rating," University of Konstanz Working Paper, pp.1-25.
- McKelvey, R. D. and W. Z. Mckelevy, 1975, "A Statistical Model for the Analysis of Ordinal Level Dependent Variable", *Journal of Mathematical Sociology*, 4, pp.103-120.
- Ohlson, J, 1995, "Earnings, book values, and dividends in equity valuation", *Contemporary Accounting Research*, 11(2), pp.661-687.
- Penman, S. H. and X. J. Zhang, 2002, "Modeling Sustainable Earnings and P/E Ratios with Financial Statement Analysis". working paper, Columbia university
- Pinches, G. and K. Mingo, 1973, "A Multivariate Analysis of Industrial Bond

- Ratings”, *Journal of Finance*, 28(1), pp.1-18.
- Pogue, T., and R. Soldofsky, 1969, “What’s in a Bond Rating?”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 4(2), pp.201-228.
- Ramakrishnan. R. and R. Thomas, 1998, “Valuation of permanent, transitory, and price-irrelevant components of reported earnings”, *Journal of Accounting, Auditing, and Finance*, 13(3), pp.301-336.
- Richardson, S., R. Sloan, M. Soliman. and I. Tuna, 2001, “Information in Accruals about the Quality of Earnings”, workingpaper, University of Michigan.
- Sengupta, P, 1998, “Corporate disclosure quality and the cost of debt”, *The Accounting Review*, 73(4), pp.459-474.
- 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), pp.227-254.
- Sloan, R. 1996, “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?”, *The Accounting Review*, 71(3), pp.289-315.
- Subramanyam. K, 1996, The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics*. 22, pp.249-281.
- Surken, A. and J. Singleton, 1990, Neural Networks for Bond Rating Improved by Multiple Hidden Layers, Proceedings of the IEEE International Conference on Neural Network, Sandiego, CA.
- Vuong, Q. H. 1989, Likelihood ratio tests for model selection and non-nested hypotheses, *Econometrica* 57, pp.307-333.
- Whelan. C., and R. McNamara. 2004, The Impact of Earnings Management on the Value-relevance of Financial Statement Information, working paper, Georgia College & State University.
- Xie, H, 2001, “The mispricing of abnormal accruals”, *The Accounting Review*, 76(3), pp.357-373.
- Yoon, S. S. and G. Miller, 2002, Earnings Management of Seasoned Equity Offering Firms in Korea, *International Journal of Accounting* 37(1), pp.57-78.

저작물 이용 허락서

학 과	회 계 학 과	학 번	20077707	과 정	석사
성 명	한글: 오 염 화 한문 :吳 艷 華 영문 :Wu Yanhua				
주 소	광주광역시 동구 서석동 375 조선대학교 경상대학				
연락처	E-MAIL : wyh65@hanmail.net				
논문제목	한글 : 이익지속성이 신용평가에 미치는 영향 영어 : The Effects of Earnings Persistence on Credit Evaluation				
<p>본인이 저작한 위의 저작물에 대하여 다음과 같은 조건아래 조선대학교가 저작물을 이용할 수 있도록 허락하고 동의합니다.</p> <p style="text-align: center;">- 다 음 -</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 저작물의 DB구축 및 인터넷을 포함한 정보통신망에의 공개를 위한 저작물의 복제, 기억장치에의 저장, 전송 등을 허락함 2. 위의 목적을 위하여 필요한 범위 내에서의 편집·형식상의 변경을 허락함. 다만, 저작물의 내용변경은 금지함. 3. 배포·전송된 저작물의 영리적 목적을 위한 복제, 저장, 전송 등은 금지함. 4. 저작물에 대한 이용기간은 5년으로 하고, 기간종료 3개월 이내에 별도의 의사 표시가 없을 경우에는 저작물의 이용기간을 계속 연장함. 5. 해당 저작물의 저작권을 타인에게 양도하거나 또는 출판을 허락을 하였을 경우에는 1개월 이내에 대학에 이를 통보함. 6. 조선대학교는 저작물의 이용허락 이후 해당 저작물로 인하여 발생하는 타인에 의한 권리 침해에 대하여 일체의 법적 책임을 지지 않음 7. 소속대학의 협정기관에 저작물의 제공 및 인터넷 등 정보통신망을 이용한 저작물의 전송·출력을 허락함. <p style="text-align: center;">동의여부 : 동의(○) 반대()</p> <p style="text-align: center;">2009년 2월</p> <p style="text-align: center;">저작자: 오 염 화 (서명 또는 인)</p> <p style="text-align: center; font-size: 1.2em; font-weight: bold;">조선대학교 총장 귀하</p>					