

# KED 신용평가 방법론

CONTACT

평가정책팀

## [ 유의사항 ]

- 1) 이 보고서가 담고 있는 정보는 법적으로 보호받는 내용을 포함하고 있을 수 있습니다. 따라서 어떠한 정보도 당사의 사전 서면동의 없이는 어떤 방식으로든 무단 전재, 복사 또는 배포는 금지됩니다.
- 2) 본 문서내의 모든 정보는 특정한 목적을 위해 가용하는데 대해 명시적으로 혹은 묵시적으로도 증명이나 서명 또는 보증 및 단언을 할 수 없습니다. 또한 당사의 고의 또는 중대한 과실에 의한 경우가 아닌 한 이러한 정보의 사용에서 발생하는 어떠한 피해나 손해에 대해서도 책임을 지지 않습니다.

## [ 기업 신용평가 개요 ]

본 평가방법론은 기업의 신용도를 판단함에 있어 가장 중요한 영향을 미치는 정성적 또는 정량적 요소를 선별하여, 이 요소들이 신용등급 결정과정에 어떤 방식으로 사용되는지를 설명한다. 본 평가 방법론의 목적은 신용등급 이용자, 감독기관, 기타 이해관계자들에게 KED의 신용등급 부여 방식에 대한 이해를 돕고 합리적인 의사결정을 지원하기 위한 것이다.

KED는 기업의 신용도를 평가하기 위해 계량 신용평가모형을 기초로 정성적 분석을 결합하는 방법론을 적용하고 있으며, 사용된 모형구축방법론은 BASEL II 요건을 충족하는 일관된 신용위험 측정 방법론을 적용하고 있다.

신용평가 등급 부여 과정은 계량 신용평가 모형을 기초로 300여명에 달하는 조사 및 평가 전문 인력이 정성적 분석(산업동향, 계열요인, 경영위험, 영업 및 사업위험 등 포함)과 미래추정 분석 등을 결합하여 신용등급을 추천하고, 평정(회의)위원회의 승인을 거쳐 최종 신용평가등급을 확정하는 절차로 운영된다.

신용평가등급은 기업의 채무불이행 가능성(Probability of Default)에 따라 서열화하고, 적절한 의미를 지닌 기호로 표시한 KED의 의견이다. 신용등급은 여신 또는 채권에 대한 평가가 아닌 기업에 대한 평가이다.

신용평가는 국내외 기업을 대상으로 법인, 개인사업자, 신설업체 등을 평가 대상으로 하며, 공공기관, 금융기관, 비영리단체 등도 대상에 포함한다.

KED 신용등급의 유효기간은 평가의뢰 후 실시되는 본평가 신용등급 결정일로부터 1년이며, 유효기간 이내에 결산실적 발표시 실시되는 정기평가와 기업의 신용도와 관련한 중대한 변화가 있을 때 실시되는 수시평가가 있다.

신용평가지 고려하는 요소는 과거 경영실적에 대한 분석적 결과, 평가시점 현재 확보 가능한 객관적 자료, 일반 상황 및 스트레스 상황하에서의 재무 추정, 평가담당자의 전문적 경험과 판단 등이다.

# I. 기업 신용평가 체계

## 1) 평가 대상

신용 평가 대상은 순수 개인을 제외한 개인기업 및 법인가업을 대상으로 한다. Corporate, 공공기관, 금융기관이 이에 해당된다.

## 2) KED 신용 등급 체계

- 기업의 신용등급은 22등급 체계로 분류한다.
- 기업의 규모와 업종에 관계없이 동일한 신용등급은 동일한 위험 수준을 의미한다.

## 3) 신용평가 자료

- 신용평가 시에는 객관성이 확보될 수 있는 정보를 사용한다.
- 재무항목 평가 자료
  - ☞ 일반기업의 경우, 외부감사인의 감사보고서 또는 기업체 제시자료(비외감법인, 개인기업)의 최근 결산 3기분 이상의 재무제표를 사용한다. (단, 신설업체, 법인전환 등 일부 경우는 2기분 이하 평가 가능)
  - ☞ 기업합병·분할의 경우에는 합병·분할재무제표 등 합병·분할관련 기업의 재무상태 및 영업실적을 파악할 수 있는 객관적인 자료를 사용한다.
  - ☞ 채권채무를 포함한 영업의 일부 또는 전부를 양도·양수하는 기업의 경우에는 양도·양수 후의 재무 상태를 기준으로 평가한다.
- 정성적(비계량비재무)항목 평가 자료
  - ☞ 정성적 판단시 평가자료로 활용하는 면담자료, 현장조사자료, 측면조사자료 등은 객관성 및 합리성에 근거한 것이어야 한다.

## - 평가 자료의 확보

☞ 평가시 사용되는 자료는 신용조사 및 평가 과정에서 입수되는 정보와 은행연합회에 집중되는 금융 및 공공거래 등의 정보이다. 신용조사 및 평가 과정에서 입수되는 정보는 [고객제출자료운용기준]에 근거하여 해당 기업으로부터 제출받거나 당사가 직접 입수하는 정보로서, 당 기준이 정하는 바에 의해 적합한 절차에 따라 입수하고 확인하는 과정을 거쳐 확보된다.

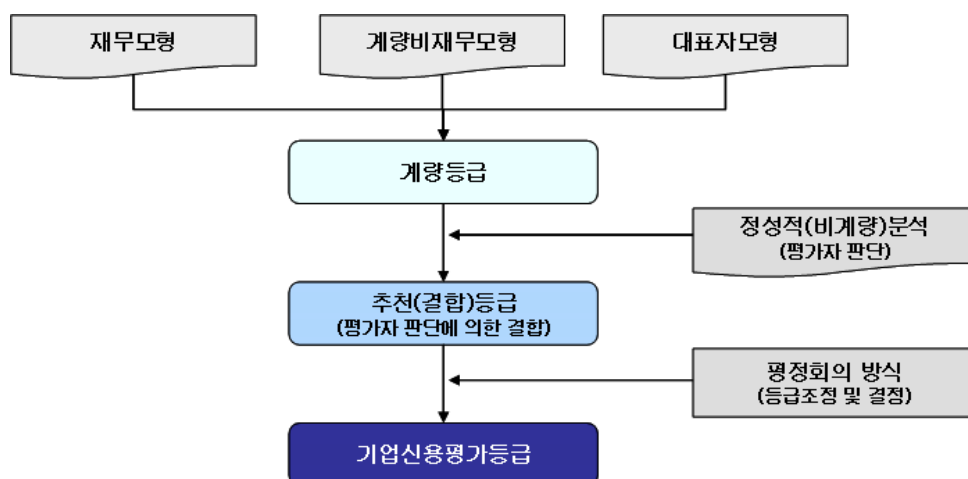
☞ 신용조사 및 평가 과정에서의 입수 자료 : 주민등록등본, 금융거래확인서 (필요 시), 재무제표 및 부속명세서, 기업개요표, 법인등기부등본, 부동산 등기부등본, 부가세 과세표준신고서 사본, 관계회사자료 등

☞ 은행연합회 입수 자료 : 채무불이행 정보, 특수기록정보, 대출정보, 보증정보 등

## 4) KED 평가방법론 구조 및 등급결정 방식

- KED의 신용평가시스템(CREFAS)은 계량 신용평가 모형을 기초로 정성적(비계량) 분석을 결합하는 방법론을 적용하고 있으며, 최종 등급 결정방식은 객관성 제고를 위해 평정회의(위원회) 방식을 도입하여 운영 중이다.

### [ 평가 구조 ]



## - 기업신용평가등급은

☞ 계량 신용평가모형을 통해 산출한 계량등급(필터링적용등급)을 기초로 평가 담

당자의 정성적요소에 대한 평가 및 분석 과정을 통해 추천등급을 결정하여 평정회의에 상정하고,

- ☞ 평정회의에 상정된 추천등급은 평정위원간의 평정회의를 통해 최종 기업신용평가등급을 결정하게 된다.

## II. 신용평가모형의 체계

- 신용평가모형은 크게 계량등급(필터링적용등급)이 산출되는 계량 신용평가 모형(계량 Rating모형과 등급필터링으로 구분)과 평가담당자의 등급 추천 및 평정회의에서의 등급결정과정에서 참고자료로 활용되는 평가모형(비계량 비재무, 재무추정(Projection) 및 위기상황 추정(Stress))으로 구분된다.

☞ Rating 모형 : 계량적 요소에 의해 기업을 평가하는 계량모형이며, 재무 모형, 계량 비재무모형, 대표자모형으로 구성된다. 각각의 모형은 기업 규모, 업종에 따라 Segment가 분류된다.

☞ 등급 filtering : 기업의 신용을 평가하는데 중요한 항목이나 Rating 모형에 평가항목으로 충분히 반영되지 않은 정보에 기초하여 등급에 영향을 미치는 것을 말한다.

### 1) 신용평가모형 대상의 분류

- 기업 규모에 따른 분류 기준

☞ 대기업, 외감기업, 비외감기업, 소기업은 자산 및 외부감사 의견을 기준으로 분류하고, 소호는 재무정보가 없는 법인 및 개인사업자가 해당된다. 법인과 개인사업자는 각기 다른 모형을 적용할 수 있다.

☞ 대기업 : 당기(t) 총자산이 600억 이상 기업

☞ 외감기업 : 대기업모형 적용대상이 아닌 기업으로, 당기(t) 재무제표에 대해 외부감사를 받았고 감사의견이 적정 또는 한정인 기업 중에 당기(t) 또는 전기(t-1) 총자산이 70억 이상인 법인 또는 개인사업자로 한다. 단, 법인과 개인사업자는 각각 다른 모형을 적용할 수 있다.

☞ 비외감기업 : 당기(t) 결산 재무제표를 제출한 기업 중에 대기업모형 및 외감모형 적용대상이 아니고 당기(t) 총자산이 10억 이상인 법인 또는 개인사업자로 한다. 단, 법인과 개인사업자는 각각 다른 모형을 적용할 수 있다.

☞ 소기업 : 당기(t) 결산 재무제표를 제출한 기업 중에 총자산이 10억 미만인 법인 또는 개인사업자로 한다. 단, 법인과 개인사업자는 각각 다른 모형을 적용할 수 있다.

☞ SOHO : 당기(t) 결산 재무제표 미제출 기업 또는 간편장부 작성 기업으로 한다.

#### - 기업 유형에 따른 분류 기준

☞ 기업을 그 설립 유형에 따라 일반기업(Corporate)과 비일반기업(Non-corporate)으로 구분하며, Non-corporate의 경우 공공기관과 금융기관으로 분류한다.

☞ 일반기업 : 공공기관 및 금융기관을 제외한 법인 또는 개인사업자로서 정보의 신뢰성과 자산규모에 따라 대기업, 외감기업, 비외감기업, 소기업, 소호로 분류한다.

☞ 금융기관 : ‘금융감독기구의 설치 등에 관한 법률’에 의하여 금융감독원의 검사를 받는 검사대상기관. 상장사협의회 분류기준을 기초로 하여 다음과 같은 7개 업종으로 분류한다.

- 생명보험업 : 생명보험사
- 손해보험업 : 손해보험사
- 증권업 : 증권사, 선물사
- 투자금융업 : 자산운용사, 투자자문사
- 비은행수신업 : 종합금융사, 상호저축은행, 신탁
- 여신전문금융업 : 카드사, 할부사, 리스사, 신기술금융사

☞ 공공기관 : 정부나 지방자치단체가 직접 또는 간접적으로 투자하고 있는 기관으로 정부나 지방자치단체가 소유권을 갖거나 통제권을 행사하는 기관.

#### - 업종에 따른 분류 기준

☞ 업종의 분류는 기업의 규모 및 유형에 따른 분류, 모형의 유형에 따른

분류의 하위 구조 내에서 정의된다. 업종의 분류 기준은 KED의 Segmentation 방법론을 적용하여 업종간의 차이가 모형의 성과를 향상 시키는데 기여하는 정도를 기준으로 정의되었다.

## 2) 신용평가모형의 분류 구조

- 신용평가평가 모형은 정량적 요인을 이용하여 평가하는 계량모형과 정성적 요인을 이용하여 평가하는 비계량모형으로 나누어진다.
- 계량모형은 재무적 특성을 평가하는 재무모형과 비재무적 특성 중 계량적인 부분을 평가하는 계량비재무모형, 대표자의 신뢰도를 판단하는 대표자모형으로 구성되고, 이들은 각각 기업의 유형, 기업의 규모 및 업종에 의해 세분화 된다.
- 비계량모형은 정량적으로 판단하기는 어렵거나, DB여건 상 통계적분석이 어려운 항목이지만, 기업의 신용도에 영향을 미치는 것으로 판단되는 요소들을 평가 및 반영하기 위해 비계량 비재무모형으로 구성되며, 기업의 유형, 기업의 규모 및 업종에 따라 세분화 되어 있다.

### ■ 계량 모형(Quantitative Model) 구분

- 일반기업
  - 재무모형은 대기업, 외감, 비외감, 중소기업에서 적용되며, 기업의 재무 위험을 성장성, 수익성, 활동성, 안정성, 유동성, 변동성, 현금흐름으로 분류하고, 각각의 영역에서 유의한 지표를 선별하여 사용한다. 기업규모별 업종별로 다른 재무비율이 사용되고 있으며, 동일한 비율이 사용되는 경우에도 가중치 등이 다르게 적용될 수 있다.
  - 계량비재무모형은 대기업, 외감, 비외감, 중소기업, 소호에서 적용되며, 기업체 개황, 금융거래 신뢰도, 재무제표 신뢰성, 자금흐름의 변화, 주주 현황 등의 영역에서 평가지표를 선정하여 사용하고, 각 모형별로 평가항목 및 평가 기준이 다르게 적용된다.
  - 대표자모형은 대기업을 제외하고 외감, 비외감, 중소기업, 소호에서 적



용되며, 평가 지표로 대출, 보증 등 신용정보와 공공기록정보, 신상 정보를 사용하고, 모형별로 평가항목 및 평가기준을 다르게 적용한다.

[ 계량 모형 분류표 ]

구분		하부 모형	하부 모형별 업종 구분						
일반 기업	대기업	재무	업종 전체						
		계량비재무	업종 전체						
	외감	재무	경공업	중공업	건설업		도소매업 & 서비스업		
		계량비재무	제조업		건설업		도소매업 & 서비스업		
		대표자	업종 전체						
	비외감	재무	경공업	중공업	종합건설업	전문건설업	도소매업	서비스업	
		계량비재무	경공업	중공업	건설업		도소매업	서비스업	
		대표자	경공업	중공업	건설업		도소매업	서비스업	
	소기업	재무	제조업		건설업		도소매업	서비스업	
		계량비재무	제조업		건설업		도소매업	서비스업	
		대표자	제조업		건설업		도소매업	서비스업	
	SOHO	계량비재무	경공업	중공업	건설업		도소매업	서비스업	
		대표자	경공업	중공업	건설업		도소매업	서비스업	

금융기관	재무	은행업	손해 보험업	증권업	투자 금융업	비은행 수신기관	여신전문 금융업	생명 보험업
------	----	-----	-----------	-----	-----------	-------------	-------------	-----------

- 금융기관
  - 금융기관의 재무모형은 은행업, 손해보험업, 증권업, 투자금융업, 비은행수신기관, 여신전문금융업, 생명보험업의 7개 업종으로 구분되어 있으며 총 6개 평가항목으로 구성되어 있다.
  - 평가항목은 금감원 감독지표인 CAMELS 중 계량가능한 자본적정성(Capitals), 자산건전성(Asset), 수익성(Earning), 유동성(Liquidity), 규모 및 생산성(Size and Productivity) 관련 지표를 주요 평가지표로 사용한다.
- 공공기관
  - 공공기관은 계량모형에 있어서는 일반기업과 동일한 기준을 사용한다.

## ■ 비계량 모형(Qualitative Model) 구분

### • 일반기업

- 비계량 비재무 평가항목은 산업위험, 영업위험, 경영위험의 3개 대항목으로 구성되며, 이는 다시 평가대상 업체의 자산 규모 및 업종에 따라 중항목, 소항목으로 구분된다.
- 외감 기업 중 ‘외화부채가 미화 1백만불 상당액 초과이거나 총자산 대비 외화자산 또는 외화부채가 10% 초과인 경우’ 외환리스크항목을 평가한다.(감독기관 지시사항)
- 외환리스크 평가 대상은 다시 대기업, 중소기업으로 구분되어 평가항목 및 가중치를 다르게 적용한다.

### • 금융기관

- 재무모형 구분과 동일한 7개 업종으로 구분되어 있으며, 산업위험, 경영위험, 영업위험, 리스크관리와 Stress Analysis 등의 영역에서 평가항목이 구성되어 있다.
- 평가항목은 동일하나 업종에 따라 평가항목별 가중치가 다르게 부여된다.

### • 공공기관

- 정부의 지원가능성, 사업위험, 경영위험, Stress Analysis 등 4개 대항목으로 구성되며, 이는 다시 11개 소항목으로 구분된다.

[ 비계량 모형 분류표 ]

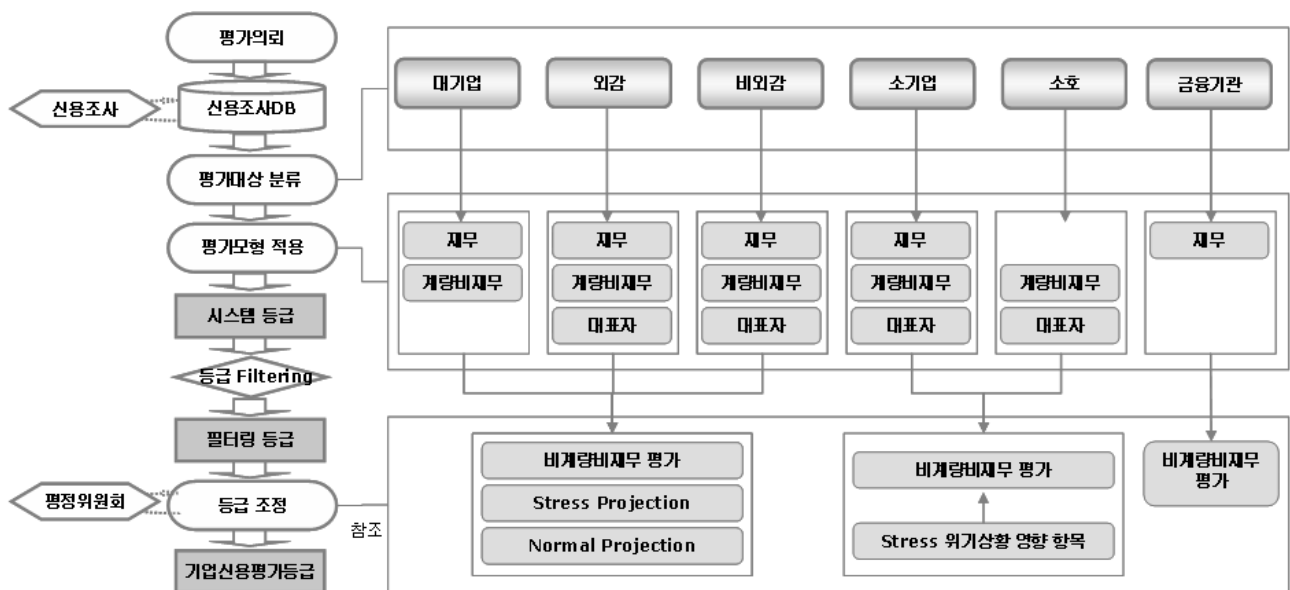
구분		비계량 비재무모형 업종구분				
일반 기업	외감기업	건설업(일반)	건설업(주택)	건설업(전문)	비건설업	제조업
	비외감기업	건설업(일반)	건설업(주택)	건설업(전문)	비건설업	제조업
	소기업 & SOHO	건설업(일반)	건설업(주택)	건설업(전문)	비건설업	제조업
공공기관		업종 전체				

금융기관	은행업	손해 보험업	증권업	투자 금융업	비은행 수신기관	여신전문 금융업	생명 보험업
------	-----	-----------	-----	-----------	-------------	-------------	-----------

### 3) 신용평가모형의 적용 흐름도

- 평가 의뢰 시, 신용조사를 거쳐 입수된 정보를 기반으로 해당 기업이 어떠한 모형에 적용되는지를 분류하고, 각각의 경우에 대해서 적정 평가모형을 적용한 후 신용등급을 산출하는 흐름을 따른다.

【 평가모형 적용 흐름도 】



\* 공공기관의 계량모형은 일반기업 모형 적용 기준에 따라 적용하고, 소기업과 소호의 경우 추정 분석을 비계량비재무 평가의 위기상황영향 항목으로 반영한다.

### 4) 신용등급 필터링(Filtering)

- 신용등급 필터링은 평가모형에 항목으로 사용되지 않았으나 신용등급에 중대한 영향을 미치는 객관적인 평가요소를 반영하기 위한 절차로서 계량모형에 의한 계량(모형)등급 산출 후에 필터링 항목 해당 여부를 판단하여 등급을 조정한다.

【 신용등급 필터링 적용 항목 】

구분	필터링 조정 항목
신용정보	채무불이행 등록 사유 중 (3개월 이상)연체
	채무불이행 등록 사유 중 대위변제/ 대지급

	채무불이행 등록 사유 중 부도정보
	채무불이행 등록 사유 중 관련인
	채무불이행 등록 사유 중 금융질서문란자
	채무불이행 등록 사유 중 공공기록정보
	채무불이행 정보 해제
	특수기록 정보
	대표자 개인의 연체/대위변제/대지급/부도정보/금융질서문란자/특수기록등록 경험
	대표자 개인의 관련인/공공기록정보
재무항목	외부감사의견 부적정, 거절, 한정, 감사회피
	최근 결산일 기준 자기자본 완전잠식
	최근 3년 연속 당기순이익이 부(-)
	최근 3년 연속 현금영업이익이 부(-)
	최근 3개년 영업이익이 “-” “-” “+” 인 경우
	최근 3개년 영업이익이 “-” “+” “-” 인 경우
	최근 2개년 영업이익이 “-” “-” 인 경우
기타	사업장 권리침해 중
	외감 / 비외감 / 개인사업자

### Ⅲ. 신용평가모형 세부 사항

#### 1) 일반기업 계량 신용평가모형

##### 가. 재무 평가 항목

##### 가) 재무 평가 항목 설명

재무모형의 평가항목은 활동성, 유동성, 안정성, 수익성, 성장성, 변동성, 현금흐름을 나타내는 재무비율 중에서 통계적으로 유의한 항목이며, 적용모형 별로 평가항목을 다르게 한다.

##### ■ 안정성 지표 (Stability)

자산과 부채 및 자본의 관계비율 중 경기대응력인 안정성을 측정하는 지표이다.

- $(\text{법인세차감전이익} + \text{유무감가상각비}) / \text{이자비용}$
- $(\text{부채총계} - \text{이익잉여금}) / (\text{유형자산})$
- 고정부채비율
- 금융기관차입금/부채
- 금융비용/부채총계
- 금융비용/총비용
- 금융비용부담율
- 매출총이익/이자비용
- 부채/유형자산
- 수정이자보상배수
- 순금융비용/매출액
- 유동부채비율
- 유동자산/총자산
- 이익잉여금/부채총계
- 이익잉여금/유동자산
- 이익잉여금/자산총계
- 자기자본/매입채무
- 자본총계/금융비용

- 적립금/납입자본비율
- 적립금총자산비율
- 차입금보상배수
- 차입금의존도
- EBITDA/금융비용

#### ■ 수익성 지표 (Profitability)

기업활동의 경영성과를 측정하는 지표로서 이익창출능력 여부를 규명하기 위한 지표이다. 수익성에 관한 지표는 경영합리화의 척도라고 할 수 있다

- (영업외수익-영업외비용)/매출액
- 매출총이익/유동자산
- 매출총이익/자산
- 법인세차감전이익율(구, 매출액경상이익율)
- 부가가치율
- 자본금대법인세차감전이익율(구, 자본금경상이익율)
- 자본금순이익율
- 총자본투자효율
- 총자산대법인세차감전이익율 (구, 총자산경상이익율)
- 총자산수익율(ROA)
- EBITDA

#### ■ 유동성 지표 (Liquidity)

자산과 부채 및 자본의 관계비율 중 단기채무 지불능력을 측정하는 지표이다.

- 당좌비율
- 현금비율
- 현금성당좌자산/유동자산
- 현금성당좌자산/자산

#### ■ 활동성 지표 (Activity)

자산·부채·자본의 활동성은 기업에 투하된 자본이 기간 중 얼마나 활발하게 운용되었는가를 나타내는 비율로서 회전을 분석이라고도 한다. 기업은 수익증대를 목적으로 투입된 자본을 끊임없이 회전시키는데 이에 따른 성과는 매출액으로 대표될 수 있다. 따라서 회전을 측정하는 기본항목은 매출액이며, 기업의 활동성은 매출액과 각 자산·부채·자본항목에 대한 회전배수로 측정된다.

- (매출채권+재고자산)/매출액
- 경영자본회전을 1
- 경영자본회전을 2
- 매입채무회전기간
- 매입채무회전을
- 매출액/총차입금
- 재고자산회전을
- 총자본회전을

## ■ 변동성 지표 (Volatility)

- 매출액변동계수
- 매출채권변동계수
- 매출총이익 변동계수
- 수익가치 DD
- 순운전자본 변동계수1
- 순운전자본 변동계수2
- 장부가치 DD
- 총자산변동계수

\* DD변수

DD모형은 부채가치평가방법에 근거한 도산예측모형으로 기업의 부실위험을 자산과 부채의 차이를 나타내는 부실이격도(Distance to Default)와 자산가치의 변동성으로 측정한 것임(머튼의 “옵션가격결정이론(Merton's option pricing)”에 근거하여 KMV Corporation에서 개발).

주식은 기업이 보유하고 있는 자산의 가치가 부채의 가치를 상회할 때만 가치를 갖는 일종의 콜옵션으로 간주하며, 기업의 가치가 부채의 가치보다 높으면 그 이자를 실현하면 되고, 기업의 가치가 부채의 가치보다 적으면 부채에 대해서 변제를 요구함. 따라서 DD는

아래와 같이 자산과 부채의 차이를 나타내는 레버리지를 자산가치의 변동성으로 나누어 산출한 값으로 정의함.

$$DD = \frac{[\text{기업의 자산가치 (Value of Asset)}] - [\text{부채의 장부가액 (Default Point)}]}{\text{자산가치의 변동성 (Asset Volatility)}}$$

결국 자산가치와 부채와의 거리가 가까울수록, 자산가치의 변동성( $\sigma$ :표준편차)이 클수록 부도의 가능성은 더욱 높아진다는 의미로 해석할 수 있는 변수임.

## ■ 현금흐름 지표 (Cash flow)

현금흐름에 관한 비율은 기업에 투자된 타인자본에 대한 상환능력을 나타내는 비율이다. 기업은 수익증대를 위한 투자를 집행할 때 타인자본을 차입하게 되며 이러한 타인자본의 상환능력을 측정하기 위하여 현금흐름 등을 활용한다.

— (당기순이익+유/무형자산감가상각비)/단기성차입금

## ■ 규모 (Size)

— 매출액

— 총자산

## 나) 주요 재무비율 산식

구분	재무비율명	산식
규모	매출액	$\ln(\text{매출액T}+0.1)$
규모	총자산	$\ln(\text{총자산T}+0.1)$
변동성	매출액변동계수	최근3개년매출액표준편차/최근3개년매출액평균
변동성	매출채권변동계수	최근3개년 매출채권 평균/최근3개년 매출채권 표준편차
변동성	매출총이익 변동계수	$ABS(\text{최근3개년 매출총이익 평균})/\text{최근3개년 매출총이익 표준편차}$
변동성	수익가치DD	$(\text{영업이익2개년 평균}-\text{이자비용2개년 평균})/\text{영업이익3개년 표준편차}$
변동성	순운전자본 변동계수1	$ABS(\text{최근3개년 영업이익 평균})/\text{최근3개년 순운전자본 표준편차}$
변동성	순운전자본 변동계수2	최근3개년 매출 평균/최근3개년 순운전자본 표준편차
변동성	장부가치 DD	$(\text{자산 3개년 평균} \cdot \log((\text{자산}+0.1)/(\text{부채}+0.1)))/\text{자산 3개년 표준편차}$
변동성	총자산변동계수	최근 3개년간 자산 표준편차 /최근 3개년간 자산평균
수익성	매출총이익/유동자산	$\text{매출총이익T}/((\text{유동자산T}+\text{유동자산T}_{-1})/2) \cdot 100$
수익성	매출총이익/자산	$\text{매출총이익T}/\text{자산T} \cdot 100$
수익성	자본금순이익율	$\text{당기순이익T}/((\text{자본금T}+\text{자본금T}_{-1})/2) \cdot 100$
수익성	총자산수익율(ROA)	$\text{당기순이익T}/\text{자산T} \cdot 100$
수익성	EBITDA(보정)	$(\text{영업이익T}+\text{PL상 감가상각비T}+\text{무형자산상각비T}+\text{CR상 감가상각비T})/\text{cpiavg}$
안정성	(법인세차감전이익+유무감가상각비)/이자비용	$(\text{법인세차감전순이익T}+\text{유무형감가상각비T})/\text{이자비용T}$



안정성	(부채총계-이익잉여금)/(유형자산)	(부채T-이익잉여금T)/유형자산T*100
안정성	고정부채비율	고정부채T/자본T*100
안정성	금융기관차입금/부채	(단기차입금T+유동성장기부채T+장기차입금T-현재가치할인차금T-선물거래대T+사채T+사채상환할증금T-사채조정계정T-사채할인발행차금T+사채할증발행차금T+금융리스부채T)/부채*100
안정성	금융비용/부채총계	(이자비용T+매출채권처분차손T)/((부채T+부채T <sub>1</sub> )/2)*100
안정성	금융비용/총비용	(이자비용T+매출채권처분차손T)/(매출원가T+판매비와관리비T+영업외비용T+특별손실T)*100
안정성	금융비용부담율	(이자비용T+매출채권처분차손T)/매출액T*100
안정성	매출총이익/이자비용	(매출총이익T/이자비용T)*100
안정성	부채/유형자산	부채T/유형자산T*100
안정성	수정이자보상배수	(영업이익T+PL상 (감가상각비T+무형자산상각비T+퇴직급여T+대손상각비T+기타대손상각비T)+CR상 (감가상각비T+퇴직급여T))/(이자비용T+매출채권처분차손T-이자수익T)
안정성	순금융비용/매출액	(이자비용T-이자수익T)/매출액T*100
안정성	유동부채비율	유동부채T/자본T*100
안정성	유동자산/총자산	유동자산T/자산T*100
안정성	이익잉여금/부채총계	이익잉여금T/부채T*100
안정성	이익잉여금/유동자산	이익잉여금T/유동자산T*100
안정성	이익잉여금/자산총계	이익잉여금T/자산T*100
안정성	자기자본/매입채무	자본T/(매입채무T+공사미지급금T)*100 건설업인 경우: 자본T/(매입채무T+미지급금T)*100
안정성	자본총계/금융비용	((자본T+자본T <sub>1</sub> )/2)/(이자비용T+매출채권처분차손T)
안정성	적립금/납입자본비율	(자본잉여금T+이익잉여금T+자본조정T)/자본금T*100
안정성	적립금총자산비율	(자본잉여금T+이익잉여금T)/자산T*100
안정성	차입금보상배수	(자기자본T+총차입금T)/총차입금T
안정성	차입금의존도	(단기차입금T+유동성장기부채T+장기차입금T-현재가치할인차금T-선물거래대T+사채T+사채상환할증금T-사채조정계정T-사채할인발행차금T+사채할증발행차금T+금융리스부채T)/자산T*100
안정성	EBITDA/금융비용	(영업이익T+PL상 감가상각비T+무형자산상각비T+CR상 감가상각비T)/(이자비용T+매출채권처분차손T)
유동성	당좌비율	당좌자산T/유동부채T*100
유동성	현금비율	(현금및현금등가물T+단기금융상품T)/유동부채T*100
유동성	현금성당좌자산/유동자산	(현금및현금등가물T-국고보조금T+단기금융상품T+유가증권T+단기투자증권T)/유동자산T*100
유동성	현금성당좌자산/자산	현금성당좌자산T/자산T*100
현금흐름	(당기순이익+유/무형자산감가상각비)/단기성차입금	(당기순이익T+PL상 감가상각비T+무형자산상각비T+CR상 감가상각비T)/(단기차입금T+유동성장기부채T)*100
활동성	(매출채권+재고자산)/매출액	((매출채권T-대손충당금T+재고자산T+매출채권T <sub>1</sub> -대손충당금T <sub>1</sub> +재고자산T <sub>1</sub> )/2)/매출액T*100
활동성	경영자본회전율 1	매출액T/((자산T-투자자산T-무형자산T-건설중인자산T+손상차손누계액T+국고보조금등차감액T+자산T <sub>1</sub> -투자자산T <sub>1</sub> -무형자산T <sub>1</sub> -건설중인자산T <sub>1</sub> +손상차손누계액T <sub>1</sub> +국고보조금등차감액T <sub>1</sub> )/2)
활동성	경영자본회전율 2	매출액T/((자산T <sub>2</sub> -투자자산T <sub>2</sub> -무형자산T <sub>2</sub> -건설중인자산T <sub>2</sub> +손상차손누계액T <sub>2</sub> +국고보조금등차감액T <sub>2</sub> +자산T <sub>1</sub> -투자자산T <sub>1</sub> -무형자산T <sub>1</sub> -건설중인자산T <sub>1</sub> +손상차손누계액T <sub>1</sub> +국고보조금등차감액T <sub>1</sub> )/2)
활동성	매입채무회전기간	((매입채무T+공사미지급금T+매입채무T <sub>1</sub> +공사미지급금T <sub>1</sub> )/2)/매출액T*365 건설업인 경우: ((매입채무T+미지급금T+매입채무T <sub>1</sub> +미지급금T <sub>1</sub> )/2)/매출액T*365
활동성	매입채무회전율	매출액T/((매입채무T+공사미지급금T+매입채무T <sub>1</sub> +공사미지급금T <sub>1</sub> )/2) 건설업인 경우: 매출액T/((매입채무T+미지급금T+매입채무T <sub>1</sub> +미지급금T <sub>1</sub> )/2)
활동성	매출액/총차입금	매출액T/총차입금T*100
활동성	재고자산회전율	매출액T/((재고자산T+재고자산T <sub>1</sub> )/2)
활동성	총자본회전율	매출액T/((자산T+자산T <sub>1</sub> )/2)

## 다) 재무 평가항목 적용 내역

각 평가모형별 재무 항목의 적용 내역은 규모별 업종별로 다르며, 동일한 재무비율이라 하더라도 각 세부 모형별로 다른 비중으로 다르게 적용될 수 있다. 각 세부 모형에 반영되는 재무비율은 안정성 수익성 변동성 유동성 활동성 규모 현금흐름 등의 재무비율 영역을 가능하면 모두 반영하여 다양한 측면에서 기업을 평가할 수 있도록 한다.

구분	재무비율명	대기업	외감				비외감			
			경공업	중공업	건설업	도소매/기타	경공업	중공업	종합건설업	전문건설업
규모	매출액(보정)			0				0		0
규모	총자산(보정)									
변동성	매출액변동계수							0		
변동성	매출채권변동계수						0	0		
변동성	매출총이익 변동계수									0
변동성	수익가치DD									
변동성	순운전자본 변동계수1									
변동성	순운전자본 변동계수2	0		0				0		
변동성	장부가치 DD	0	0	0		0	0	0		
변동성	총자산변동계수				0	0				
수익성	(영업외수익-영업외비용)/매출액						0			
수익성	매출총이익/유동자산									
수익성	매출총이익/자산									
수익성	법인세차감전이익율									
수익성	부가가치율	0		0				0		
수익성	자본금대법인세차감전이익율									
수익성	자본금순이익율					0				
수익성	총자본투자효율						0			
수익성	총자산대법인세차감전이익율									
수익성	총자산수익율(ROA)		0							
수익성	EBITDA(보정)									
안정성	(법인세차감전이익+유무감가상각비)/이자비용								0	
안정성	(부채총계-이익잉여금)/(유형자산)		0	0		0	0	0	0	0
안정성	고정부채비율								0	
안정성	금융기관차입금/부채	0					0			
안정성	금융비용/부채총계				0			0		
안정성	금융비용/총비용	0								
안정성	금융비용부담율						0		0	0
안정성	매출총이익/이자비용			0		0	0	0		
안정성	부채/유형자산	0					0			
안정성	수정이자보상배수				0					
안정성	순금융비용/매출액		0	0						
안정성	유동부채비율									
안정성	유동자산/총자산									
안정성	이익잉여금/부채총계									
안정성	이익잉여금/유동자산	0		0				0		
안정성	이익잉여금/자산총계		0						0	0
안정성	자기자본/매입채무				0					
안정성	자본총계/금융비용		0							
안정성	적립금/납입자본비율							0		
안정성	적립금총자산비율2									
안정성	차입금보상배수									
안정성	차입금의존도				0				0	0
안정성	EBITDA/금융비용							0		
유동성	당좌비율									
유동성	현금비율							0	0	0
유동성	현금성당좌자산/유동자산				0					0
유동성	현금성당좌자산/자산									
현금흐름	(당기순이익+유/무형자산감가상각비)/단기성차입금									

활동성	(매출채권+재고자산)/매출액								
활동성	경영자본회전을 1								
활동성	경영자본회전을 2								
활동성	매입채무회전기간								
활동성	매입채무회전을								
활동성	매출액/총차입금								
활동성	재고자산회전을								
활동성	총자본회전을								

구분	재무비율명	비외감		소기업				10억이 상개인	10억미만개인	
		도소매	기타	제조업	건설업	도소매	기타		제조/ 건설	도소매 /기타
규모	매출액(보정)			0		0				0
규모	총자산(보정)								0	0
변동성	매출액변동계수		0			0	0	0	0	0
변동성	매출채권변동계수					0			0	
변동성	매출총이익 변동계수								0	
변동성	수익가치DD									
변동성	순운전자본 변동계수1					0				
변동성	순운전자본 변동계수2		0		0			0		0
변동성	장부가치 DD			0						
변동성	총자산변동계수	0	0							
수익성	(영업외수익-영업외비용)/매출액	0	0							
수익성	매출총이익/유동자산					0		0		
수익성	매출총이익/자산			0						
수익성	법인세차감전이익율									
수익성	부가가치율									
수익성	자본금대법인세차감전이익율									
수익성	자본금순이익율									
수익성	총자본투자효율	0	0			0	0	0		
수익성	총자산대법인세차감전이익율									
수익성	총자산수익율(ROA)									
수익성	EBITDA(보정)								0	
안정성	(법인세차감전이익+유무감가상각비)/이자비용									
안정성	(부채총계-이익잉여금)/(유형자산)		0	0			0		0	
안정성	고정부채비율									
안정성	금융기관차입금/부채			0						
안정성	금융비용/부채총계			0		0				
안정성	금융비용/총비용									
안정성	금융비용부담율	0								
안정성	매출총이익/이자비용					0		0		
안정성	부채/유형자산							0		
안정성	수정이자보상배수									
안정성	순금융비용/매출액									
안정성	유동부채비율								0	
안정성	유동자산/총자산				0					
안정성	이익잉여금/부채총계				0					
안정성	이익잉여금/유동자산									
안정성	이익잉여금/자산총계	0	0				0			
안정성	자기자본/매입채무									
안정성	자본총계/금융비용	0								
안정성	적립금/납입자본비율									
안정성	적립금총자산비율2									
안정성	차입금보상배수							0		
안정성	차입금의존도	0			0					
안정성	EBITDA/금융비용		0							
유동성	당좌비율							0		
유동성	현금비율	0	0		0		0			
유동성	현금성당좌자산/유동자산			0			0			
유동성	현금성당좌자산/자산					0				
현금흐름	(당기순이익+유/무형자산감가상각비)/단기성차입금			0		0	0			0
활동성	(매출채권+재고자산)/매출액		0							
활동성	경영자본회전을 1							0		
활동성	경영자본회전을 2									0

활동성	매입채무회전기간									
활동성	매입채무회전율									
활동성	매출액/총차입금						0		0	
활동성	재고자산회전율									
활동성	총자본회전율				0					

## 나. 계량 비재무 평가 항목

### 가) 계량 비재무 평가 항목 설명

계량비재무 평가는 기업의 재무적인 특성 이외에 기업의 신용도에 영향을 미치는 주요한 평가 요소 중 계량화 가능한 요소를 평가하는 것으로 기업 조사 정보 중 자료의 충실도 및 통계적 유의성을 고려하여 평가 항목을 선정하였다.

계량비재무 모형의 평가항목은 기업체 개황, 금융거래 신뢰성, 재무제표 신뢰성, 자금흐름의 변화, 주주현황 등의 평가지표 중에서 통계적으로 유의한 항목이며, 적용모형 별로 평가항목 및 평가기준을 다르게 적용하여 업종의 특성을 반영한다.

#### ■ 기업체 개황

##### - 업력(설립경과기간)

설립일자로부터의 경과기간을 연단위로 환산하여 그룹화한 지표이다. 기업의 특성상 설립경과기간에 따른 위험은 연단위로 급변하는 것이 아니므로 적정한 단위로 범주화하는 것이 타당하며, 일반적으로 업력이 길수록 유리하게 평가된다.

##### - 사업장 소유 구분

사업장의 자가 여부 및 임차 구분을 평가 요소로 사용하며, 임차의 경우 전월세 여부 및 금액을 고려하였고, 자가인 경우 해당 사업장에 대한 권리침해 현황을 반영하고 있다. 일반적으로 임차보다는 자가 사업장 보유 경우가 유리하며, 자가 사업장 보유 시 권리침해 경험이 있는 경우 상황에 따라 불리하게 작용할 수 있다.

#### ■ 금융거래 신뢰성

##### - 여신 거래 기간 중 불량 규제

금융기관에서의 여신 거래 기간 및 여신 거래 기간에 따른 불량 규제 사실을 그룹화하여 금융거래 신뢰성을 평가한다.

## ■ 재무제표 신뢰도

### - 재무제표의 신뢰도

재무분식이 의심되는 등 재무자료의 신뢰성에 대한 판단을 평가에 반영하기 위해서, 재무계정을 이용하여 만든 몇 가지 항목으로 동일 규모, 동종산업대비 재무구조의 이상 수준에 해당하는 부분을 기업의 부실율과 연관시켜 계량화하여 그룹화한 지표이다. 적용하는 이상 수준은 기업의 규모 및 업종별 특성을 반영하여 정의한다. 기업의 규모는 외감, 비외감, 소기업으로 분류하고, 업종은 재무모형의 segment를 기본으로 하되 평가항목 상하한값에서 많은 차이를 보이는 건설업의 경우는 더 세분화 하여 경공업, 중공업, 일반건설업, 주택건설업, 전문건설업, 도소매업, 서비스업의 7개 업종으로 나누어 정의한다.

## ■ 자금흐름 추이

### - 최근 3개년 현금흐름 추이

재무모형에서 접근하는 방식과 달리 기업의 자금흐름 형태를 파악하는 관점으로 현금흐름의 최근 3개년간의 추이를 유사한 형태별로 그룹화한 변수이다. 현금흐름 관련 지표들 중 유의성이 높은 이자지급 후 현금흐름을 사용하도록 정의하였고, 기업의 규모가 클수록 위험 수준을 더 잘 변별하고 있는 것으로 판단한다.

## ■ 주주 현황

### - 특수 관계인 지분율

경영자와의 관계에서 특수관계인(본인, 가족, 친척, 관계회사)이 되는 주주의 소유주식 비율에 따라 몇 개의 범주로 나누고 점수를 부여하게 된다.

## ■ 기타

업종 특성에 따라 건설시공능력평가액, 종업원 1인당 순이익 등의 유의

한 항목을 추가 선정하여 반영한다.

## 나) 계량 비재무 평가항목 적용 내역

분류		업력	사업장 소유구분	금융거래 신뢰성	재무제표 신뢰도	자금흐름 추이	주주현황	기타
외감 이상	제조업	○	○	○	○	○	○	○
	건설업	○	○	○	○	○	○	○
	도소매 및 서비스 기타	○	○	○	○	○	○	○
비외감	경공업	○	○	○	○	○	○	○
	중공업	○	○	○	○	○	○	○
	건설업	○	○	○	○	○	○	○
	도소매업	○	○	○	○	○	○	○
	서비스 기타	○	○	○		○	○	○
소기업	제조업	○	○	○	○	○	○	○
	건설업	○	○	○	○	○	○	○
	도소매업	○	○	○	○	○	○	○
	서비스 기타	○	○	○	○	○	○	○
SOHO	경공업	○	○	○				
	중공업	○	○	○				
	건설업	○	○	○				
	도소매업	○	○	○				
	서비스 기타	○	○	○				○

재무제표 신뢰도의 경우 동일한 계량 비재무 항목의 경우에도 업종별로 평가지표의 임계값이 다르게 정의되며, 다른 항목의 경우에도 기업 규모별로 변수의 구성 방법, 그룹화할 때의 구간값, 참조값 등이 다소 다르게 적용된다.

## 다. 대표자 평가 항목

### 가) 대표자 평가 항목 설명

대표자 평가는 기업의 신용도와 대표자의 속성 및 신용도가 관련이 있다는 가정 하에 대표자 관련 지표 중 기업의 신용도에 영향을 미치는 주요한 요소를 추출하여 평가지표로 사용한다.

대표자 모형의 평가항목은 대표자 신상 정보, 신용정보 등의 평가 지표 중 통계적으로 유의한 항목이 사용되며, 적용 모형별로 평가항목 및 평가기준을 다르게 적용하여 업종의 특성을 반영한다.

대기업의 경우, 대표자 모형을 적용하지 않는다.

#### ■ 신용정보

##### - 대출 정보

대표자가 보유한(또는 최근 보유했던) 대출건에 대한 정보를 기초로 그 보유 패턴에 따라 점수를 차등 부여한다. 보유 패턴을 구성하는 세부 변수는 다음과 같다. 세부 변수는 규모별 업종별에 따라 적용 여부 및 적용 방법이 달라지게 된다.

##### ◆ 대출 금액 및 대출 보유기간

업권별 대출 금액의 많고 적음을 대출액에 따라 상대적으로 살펴서 적용하며, 대출 보유기간에 따라 달라질 수 있다. 아래의 업권별 대출 현황과 동시에 고려되므로, 단순 관계로 설명할 수는 없다.

##### ◆ 업권별 대출 현황

은행업권, 생명보험업권, 캐피탈업권, 신용카드업권, 상호저축은행업권, 신협새마을금고업권, 기타업권 등 업권별 대출보유 여부 및 대출건수, 금액 등을 평가 지표로 사용한다. 평가 대상 기업의 규모와 업종에 따라 다른 기준이 사용된다.

##### - 보증 정보

대표자가 보유한(또는 최근 보유했던) 보증건에 대한 정보를 기초로 그 보유 패턴에 따라 점수를 차등 부여한다. 보유 패턴을 구성하는 세부

변수는 다음과 같다. 세부 변수는 규모별 업종별에 따라 적용 여부 및 적용 방법이 달라지게 된다.

- ◆ 보증 금액

업권별 보증 금액의 많고 적음을 매출액에 따라 상대적으로 살펴서 적용하며, 아래의 업권별 보증 현황과 동시에 고려되므로, 단순 관계로 설명할 수는 없다.

- ◆ 업권별 보증 현황

은행업권, 보증업권, 생명보험업권, 캐피탈업권, 신용카드업권, 상호저축은행업권, 신협새마을금고업권, 기타업권 등 업권별 보증보유 여부 및 보증건수, 금액 등을 평가 지표로 사용한다. 평가 대상 기업의 규모와 업종에 따라 다른 기준이 사용된다.

- 공공기록 정보

대표자의 공공기록 및 연체 등재와 관련한 정보를 기초로 점수를 차등 부여한다.

- ◆ 공공기록 및 연체 등록여부

평가일자 현재 유효한 (또는 최근 등록 경험이 있는) 공공기록/연체 등 정보의 존재여부를 평가 지표로 사용한다. 해당 정보가 없는 것을 우량한 것으로 판단하며, 그 패턴에 따라 점수를 차등 부여할 수 있다.

## ■ 조사정보

- 신상 정보

대표자의 신상과 관련된 지표로서 평가에 사용되는 변수는 다음과 같다.

- ◆ 연령 및 동업계 종사 기간

대표자의 연령 및 동업계 종사 기간을 구간대별로 나누어 평가에 사용한다. 일반적으로 연령과 동업계 종사 기간이 상관관계가 높다는 점을 고려하여 반영한다.



◆ 주택소유 현황

주택소유 현황, 권리침해 경험 여부 및 현황, 면적 등에 따라 몇 개의 범주로 재 구성하여 범주별로 평가에 반영한다.

나) 대표자 평가항목 적용 내역

분류		대출금액 및 기간	업권별 대출현황	보증금액	업권별 보증현황	연체 및 공공정보	연령 및 업력	주택소유 현황
외감	업종 전체	○	○	○	○	○	○	○
비외감	경공업		○	○	○	○	○	○
	중공업		○	○	○	○	○	○
	건설업		○	○	○	○	○	○
	도소매업		○	○	○	○	○	○
	서비스 기타		○	○	○	○	○	○
소기업	제조업		○	○	○	○	○	○
	건설업		○	○	○	○	○	○
	도소매업	○	○	○	○	○	○	○
	서비스 기타	○	○	○	○	○	○	○
SOHO	경공업		○		○	○	○	○
	중공업		○		○	○	○	○
	건설업		○		○	○		○
	도소매업		○		○	○	○	○
	서비스 기타		○		○	○	○	○

각 평가항목은 세부 모형별로 변수의 구성 방법, 임계값, 구간 정의 등이 다소 다르게 적용된다.

## 2) 일반기업 비계량 평가모형

### 가. 비계량비재무 평가 항목

#### 가) 비계량비재무 평가 항목 설명

비계량 비재무모형에서는 재무모형으로 평가하기 어려운 비재무적 요소를 평가하며, 크게 산업위험, 영업위험, 경영위험을 평가항목으로 한다.

##### ■ 산업위험

###### - 산업 및 위기상황

###### ◆ 산업환경

해당 기업이 속해있는 산업환경이 크게 악화되어 영향을 받게 될 수준을 평가한다.

###### ◆ 위기상황 영향(소기업 및 소호)

경기 변동, 기업의 위기 상황 등 Stress 상황 도래 시 해당 기업이 영향을 받게 될 수준을 평가한다.

##### ■ 영업위험

###### - 구매/생산위험

###### ◆ 구매의 안정성

구매처 다변화 여부와 고정구매처 보유 여부, 구매 조건 및 구매 가격의 변동성 등을 검토하여 구매안정성의 수준을 평가한다.

###### ◆ 인력 및 기술경쟁력

동일 업종 내 숙련도와 기술력이 뛰어난 인력 보유 수준과 기술 및 서비스, 개선 노력 등의 수준을 평가한다.

###### ◆ 입지 및 설비 수준

사업장의 입지 수준과 설비 수준을 평가한다.

###### - 판매위험

###### ◆ 수요기반의 안정성

고정 거래처에 대한 매출 비중 수준, 거래처의 다양성 수준을 평가한다.

건설업의 경우 도급 수준, 이월 공사 및 수주금액, 공사의 안정성 등을 추가적으로 평가하고, 건설업이 아닌 경우 전방산업의 시장상황 및 경기전망을 평가한다.

- ◆ 경쟁구조

공급처, 고객, 산업내 경쟁, 대체상품, 잠재적 경쟁자 등을 종합적으로 판단하여 평가한다.

- ◆ 주거래처 신용도

주거래처 신용도의 상대적 우열을 평가한다.

- ◆ 매출채권의 건전성

부도 어음 및 장기 불량채권 보유 정도를 평가한다.

## ■ 경영위험

- 경영자위험

- ◆ 전문성과 경영능력

경영자의 전문지식, 대외교섭력, 과거 위기대처능력, 마케팅 능력 등을 평가한다.

- 경영구조

- ◆ 경영진의 안정성(외감, 비외감)

후계 구도 및 경영권 분쟁 여부, 경영진의 잦은 변경 여부 등을 평가한다.

- ◆ 노사관계 및 복리후생(외감, 비외감)

노사관계의 수준과 복리 후생 수준을 평가한다.

- ◆ 계열사 및 관계사 위험(외감)

주요 계열사 및 관계사의 신용도를 평가한다.

- 재무관리

- ◆ 자금조달 능력

해당 기업의 자금조달 능력(회사채 발행, 유상증자, 금융기관 차입능력 및 조건, 제3자를 통한 자금지원 가능성 등)을 평가한다.

- ◆ 외환리스크(외감)

금감원 기준에 따라 외환리스크를 평가한다.

- 신뢰도

- ◆ 윤리경영

대표자의 도덕성 및 윤리경영 의지를 평가한다.

- ◆ 사회적 책임

회사에 악영향을 미치는 소송 또는 채납, 임금체불, 환경 규제 등이 발생 여부에 따라 판단한다. 건설업 및 제조업의 경우 환경문제 및 PL관련 대응 상황을 평가한다.

- ◆ 재무자료 신뢰도(외감, 비외감)

감사의견, 감사 실시 기관 등을 검토하여 재무자료의 신뢰도를 평가한다.

■ 평가 역역별 가중치

비계량 비재무평가 영역별 가중치는 아래와 같다.

구분	외감	비외감	소기업 및 소호
산업위험	23	9	9
영업위험	50	62	62
경영위험	27	29	29

## 나) 비계량 비재무 평가 요약

기업 규모 및 업종별로 비계량 비재무 평가 항목 적용 내용은 아래와 같다.

■ 일반기업 비계량비재무 평가 항목

대항목	중항목	평가 항목	외 감			비외감			소기업/SOHO		
			제조	건설	도소매등	제조	건설	도소매등	제조	건설	도소매등
산업 위험	산업 환경	산업 환경	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	Stress	위기상황 영향							○	○	○
	계		1	1	1	1	1	1	2	2	2
영업 위험	구매/생산 위험	구매의 안정성	○	○	○	○	○	○	○	○	○
		인력/기술 경쟁력	○	○	○	○	○	○	○	○	○
		입지/설비 수준	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	판매 위험	고정거래처에 대한 매출비중	○	○	○	○	○	○	○	○	○
		거래처의 다양성	○	○	○	○	○	○	○	○	○
		전방산업의 시장상황 및 경기전망 고려	○		○	○		○	○		○
		도급수준		○			○			○	
		이월공사 및 수주금액		○			○			○	
		공사의 안정성		○			○			○	
		경쟁구조	○	○	○	○	○	○	○	○	○
		주거래처 신용도	○	○	○	○	○	○	○	○	○
		매출채권의 건전성	○	○	○	○	○	○			
	계		9	11	9	9	11	9	8	10	7
경영 위험	경영자 위험	전문성과 경영능력	○	○	○	○	○	○	○	○	○
	경영 구조	경영진의안정성	○	○	○	○	○	○			
		노사관계 및 복리후생	○	○	○	○	○	○			
		계열 및 관계사 위험	○	○	○						
	재무 관리	자금조달 능력1	○	○	○						
		자금조달 능력2				○	○	○	○	○	○
		외환 리스크	○	○	○						
	신뢰도	윤리 경영	○	○	○	○	○	○	○	○	○
		환경오염관련 민원발생	○	○		○	○		○	○	
		공해방지시설 보유	○	○		○	○		○	○	
		제조물 책임 (Product Liability)	○	○		○	○		○	○	
		평 판	○	○	○	○	○	○	○	○	○
		재무자료 신뢰도	○	○	○	○	○	○			
	계		12	12	9	10	10	7	7	7	4
평가항목 합계			22	24	19	20	22	17	17	19	13

## 나. 재무 추정 및 위기상황 추정

### 가) 재무 추정(Normal Projection)

재무 추정은 기업의 향후 매출액, 이익규모, 성장성, 자금사정 등 주요 경영 성과와 재무 상태를 예측하는 재무예측(financial forecasting)기법이라고 할 수 있으며, 기업의 추정 재무제표를 작성하는 작업으로 압축될 수 있다. 기업의 미래 재무제표를 추정하는 것은 향후 예상되는 기업의 실적을 영업 및 재무활동의 비율 또는 금액입력의 방법으로 계수화하여 기업의 미래상환능력을 판단하기 위한 것이다. 추정 시에는 추정방법과 가정을 명시함으로써,

자료 이용자들이 해당 추정방식의 타당성을 인정할 수 있게 하는 것이 필요하다.

재무 추정은 단순 추정과 정밀 추정으로 나눌 수 있으며, 단순 추정은 기업이 평균적인 성장률을 유지한다는 가정 하에서 재무 추정을 하는 것으로 과거 3개년 평균 성장률 등을 반영하여 추정한다. 정밀 추정은 평가 담당자가 판단하여 평균적인 상황이 유지된다는 가정보다는 좀 더 정밀한 예측이 가능한 경우에 주요 추정가정치인 매출액, 매출원가, 평균차입금리, 감가상각률 및 운전자금 비율 등을 선택하거나 입력하여 추정하는 것이다. 평가자는 단순추정과 정밀추정 중 하나를 선택하여, 다양한 시뮬레이션을 통해서 가장 적합한 실적 예상치를 저장할 수 있다.

#### 나) 위기상황 추정(Stress Projection)

위기상황 추정은 경기 상황 악화 시에 기업의 채무상환 능력을 판단하여 신용등급에 반영함으로써 기업의 최종신용등급을 보다 안정적으로 유지하기 위하여 사용하는 것으로 위기상황을 가정하고 이에 따른 영향력을 추정하도록 하는 것이다.

Stress 상황 하에서의 거시경제상황은 평가자의 전문적인 판단이나 의견이 충분히 반영되도록 되어 있으며, 이는 해당 산업에 풍부한 경험을 보유한 평가자가 판단한 stress 상황 하에서의 가정치 변화 예상치를 입력하면 시스템은 이를 반영하여 차주의 최종 stress score와 이에 따른 PD를 추정한다. 일괄적인 stress 상황의 부여와 적용을 피하고 평가자의 독자적인 거시경제 환경 변화에 대한 의견이 반영되도록 하여 유연성을 부여하고 있다.

#### 다) 재무 추정 및 위기상황 추정의 반영

신용 평가담당자는 신용평가시에 재무 추정 및 위기상황 추정을 실시하고, 해당 추정으로 인한 신용등급의 변화가능성을 검토하여, 등급추천 및 평정회의에서의 등급 결정과정에서 참고자료 활용 한다.

### 3) 금융기관 모형

#### 가) 평가 대상

용어의 정확성과 업무관계자의 분류의 편의성을 위하여, ‘금융감독기구의 설치 등에 관한 법률’에 의하여 금융감독원의 검사를 받는 검사대상기관을 금융기관 신용평가모형 대상으로 정의하며, 상장사 협의회 분류기준을 기초로 하여 다음과 같은 7개 업종으로 분류한다.

- 은행업 : 은행, 금융지주
- 생명보험업 : 생명보험사
- 손해보험업 : 손해보험사
- 증권업 : 증권사, 선물사
- 투자금융업 : 자산운용사, 투자자문사
- 비은행수신업 : 종합금융사, 상호저축은행, 신탁
- 여신전문금융업 : 카드사, 할부사, 리스사, 신기술금융사

※ 군인공제회, 교원공제회, 소방공제회, 주택사업공제조합 등은 공공기관 모형을 적용한다.

※ 기술신용보증기금, 신용보증기금, 한국수출보험공사, 중소기업은행, 한국산업은행, 한국수출입은행, 한국주택금융공사, 한국은행 등은 정부와 동일한 신용등급을 부여함으로 금융기관 신용평가모형에서 제외한다.

#### 나) 주요 평가지표 선정 및 Risk level 부여

- 금감원 감독지표인 CAMELS 중 계량 가능한 Capitals(자본적정성), Asset(자산건전성), Earning(수익성) 및 Liquidity(유동성) 관련 지표와 기타 Size & Productivity(규모&생산성) 관련 지표를 계량모형의 주요 평가지표로 정의하며, 아래와 같은 세부 risk factor 로 구분한다.

구 분	Capital Adequacy	Asset Quality	Earnings	Liquidity	Size & Productivity
은행업	BIS기준자기자본비율	고정이하여신비율	총자산순이익률 명목순이자마진	원화유동성비율	총자산 영업수익 종업원1인당순이익
생명보험업	단순자기자본비율 지급여력비율	가중부실자산비율	총자산순이익률 위험보험료대사망보험금비율 예정사업비대실제사업비율	유동성비율	총자산 영업수익 종업원1인당순이익
손해보험업	단순자기자본비율 지급여력비율	가중부실자산비율	총자산순이익률 경과손해율 순사업비율	유동성비율	총자산 영업수익 종업원1인당순이익
증권업	단순자기자본비율 영업용순자본비율		총자산순이익률 영업수지비율	순유동자산비율	총자산 영업수익 종업원1인당순이익

투자금융업	단순자기자본비율		총자산순이익률 영업수지비율	원화유동성비율	총자산 영업수익 종업원1인당순이익
비은행수산업	BIS기준자기자본비율	고정이하여신비율	총자산순이익률 영업수익순이익률 영업수지비율	유동성비율	총자산 영업수익 종업원1인당순이익
여신전문금융업	단순자기자본비율	고정이하여신비율 연체대출채권비율	총자산순이익률 영업수지비율	원화유동성비율	총자산 영업수익 종업원1인당순이익

- 각 업종별 평가지표를 A부터 F구간까지 6개 구간으로 구분한 후, 구간별 구성비가 일치하도록 각 구간의 구분값을 선택(A:10%, B:17%, C:23%, D:23%, E:17%, F:10%)한다.
- Risk Level Test를 통해 각각의 평가지표에 부여할 가중치를 결정한다.

#### ■ 업종평점 산출 방법

- 각 Risk Factor별 구간 부여 기준값에 따라 구간을 부여한다.
- 각 Risk Factor별로 각 Risk Factor 배점과 해당 구간의 가중치를 곱하여 평점을 계산한다.
- 각 Risk Factor별로 계산된 점수를 합산하여 업종평점 산출(0~100점 사이의 점수)

#### ■ 재무평점 산출 방법

- 각 업종별로 서로 다른 위험수준을 반영하기 위해, 업종에 따라 부여 가능한 점수대를 다르게 적용한다.
- 업종별로 산출한 업종평점을 해당 업종에 부여된 점수 구간 내의 값으로 변환하여 재무평점을 산출한다.

$$\text{재무평점} = (\text{업종별 최대값} - \text{업종별 최소값}) \times \text{업종평점} / 100 + \text{업종별 최소값}$$

#### ■ 재무평점별 등급 부여 방법

- 아래와 같은 등급부여 기준에 따라 각 재무평점에 해당하는 등급을 최종등급으로 부여한다.

등 급	재무평점	
	이상	미만
AAA	79.25	100
AA+	77.09	79.25
AA	75.01	77.09
AA-	71.56	75.01
A+	68.26	71.56
A	65.89	68.26
A-	63.93	65.89
BBB+	59.73	63.93
BBB	57.34	59.73
BBB-	54.70	57.34



<b>BB+</b>	50.00	54.70
<b>BB</b>	47.74	50.00
<b>BB-</b>	44.88	47.74
<b>B+</b>	41.48	44.88
<b>B</b>	38.84	41.48
<b>B-</b>	35.80	38.84
<b>CCC+</b>	31.16	35.80
<b>CCC</b>	27.13	31.16
<b>CCC-</b>	23.47	27.13
<b>CC</b>	18.95	23.47
<b>C</b>	0.00	18.95
<b>D</b>	-	-

## 다) 금융기관 모형 재무비율

### - BIS기준자기자본비율

(BIS기준자기자본을 위험가중자산으로 나눈 수치로, 위험가중자산대비 보유한 자기자본을 측정하는 지표이다. 값이 클수록 위험 대비 보유한 자기자본이 충분한 것을 나타낸다.

### - 단순자기자본비율

자기자본을 총자산으로 나눈 수치로, 총자산 중에서 자기자본이 차지하는 비중을 나타내는 대표적인 재무구조 지표이다. 자기자본은 금융비용을 부담하지 않고 기업이 운용할 수 있는 자본이므로 값이 클수록 기업의 안정성은 높아진다고 할 수 있다.

### - 지급여력비율

(자산-부채+내부유보자산)을 책임준비금으로 나눈 수치로, 보험금 지급 능력을 갖추었는지를 나타내는 지표로 은행의 BIS비율과 비슷한 기준이다. 값이 클수록 좋다.

### - 영업용순자본비율

영업용순자본을 총 위험액으로 나눈 수치로, 증권회사의 위험액 대비 보유한 영업용순자본을 측정하는 지표이다. 값이 클수록 위험액 대비 보유한 자본이 충분한 것을 나타낸다.

### - 고정이하여신비율

고정이하여신을 총여신으로 나눈 수치로, 총여신 중 자산건정분류 기준에 의거하여 고정이하여신이 차지하는 정도를 측정하는 것으로 값이 낮을수록 자산의 질이 좋은 것으로 본다.

### - 가중부실자산비율

가중부실자산/자산건정성분류자산

### - 연체대출채권비율

1개월 이상 연체비율

- 총자산이익률(ROA)

금융기관의 당기순이익을 총자산으로 나눈 수치로 특정금융 기관이 총자산을 얼마나 효율적으로 운용했느냐를 나타내는 지표이다. 즉 금융기관이 보유자산을 대출, 유가증권 등에 운용해 실질적으로 얼마만큼의 순이익을 창출했는지를 나타낸다.

- 위험보험료 대 사망보험금비율

사망보험금/위험보험료

- 예정사업비 대 실제사업비율

실제사업비/예정사업비

- 경과손해율

발생손해액/경과보험료

- 영업수지비율

영업비용/영업수익\*100

- 순사업비율

순사업비/보유보험료

- 명목순이자마진(NIM)

(이자수익-이자비용)/이자수익자산

- 순유동자산비율

순유동자산/총자산

- 유동성비율(보험업)

유동성자산/평균지급보험금 비율

- 유동성비율(비은행수산업)

유동성자산/유동성부채(만기 3개월 이내)\*100

- 원화유동성비율

(잔존만기 3개월 이내 유동성자산/잔존만기 3개월 이내 유동성부채)\*100

- 영업수익순이익율

당기순이익을 금융회사의 영업수익으로 나눈 것으로 경영성과를 표시하는 지표이다.

- 종업원1인당순이익

당기순이익/종업원 수

## 라) 금융기관 비계량 비재무 평가항목

구분	평가항목	평가방법
산업 위험	산업위험	진입장벽/경쟁상황, 수급의 안정성/ 전망, 산업변동성 등 평가
경영 위험	주주 및 지배구조	의사결정구조 및 주주구성, 대주주의 사업의지, 계열사 지원 여부, 최고 경영층의 교체, 경영권 분쟁 여부 등 평가
	경영관리능력	경영전략, 리더십, 마케팅 능력, 수익기여도 등 평가
영업 위험	영업위험	시장지위/경쟁력, 영업효율성, 수익창출력, 수익의 변동성 등 평가
리스크 관리	리스크관리	구체적인 시스템으로 대응할 수 있는지 여부, BASEL II와 관련된 적극적인 대응전략 보유 여부, 위기관리능력, 내부통제 등 평가
Stress Analysis	Stress Analysis	예상치 못한 경기악화, 연체율의 증가 및 금리의 변동에 따른 자본의 적정성 및 수익성의 변화 가능성 분석을 통해 스트레스 상황 하에서도 불구하고 계약을 이행하고자 하는 기업의 능력과 의지에 대한 평가

#### 4) 공공기관 모형

##### 가) 평가 대상

「공공기관의 운영에 관한 법률」(이하 ‘공공기관운영법’), 「지방공기업 법률」 및 개별 법령에 의하여 지정된 기관

■ 공공기관의 분류는 공공기관운영법 (중앙) 및 지방공기업법 (지방)에 의한 분류기준을 따른다.

- 공기업, 준정부기관 및 기타공공기관으로 분류하되 공기업과 준정부기관은 정원이 50인 이상인 공공기관 중에서 기획재정부에서 지정
  - 공기업은 자체수입액이 총수입액의 2분의 1이상인 기관 중에서 지정
  - 준정부기관은 공기업이 아닌 공공기관 중에서 지정
- 공기업은 다시 시장형 공기업과 준시장형 공기업으로 분류
  - 시장형 공기업 : 자산규모가 2조원 이상이고 총수입액 중 자체수입액이 대통령령이 정하는 기준 이상인 공기업
  - 준시장형 공기업 : 시장형 공기업이 아닌 공기업

- 준정부기관은 다시 기금관리형 준정부기관과 위탁집행형 준정부기관으로 분류
    - 기금관리형 준정부기관 : 「국가재정법」에 따라 기금을 관리하거나 기금의 관리를 위탁받은 준정부기관
    - 위탁집행형 준정부기관 : 기금관리형 준정부기관이 아닌 준정부기관
  - 지방자치단체가 주민의 복리증진을 목적으로 직접·간접으로 경영하는 사업 중 지방공기업법의 적용을 받는 사업 (이하 “지방공기업”)
  - 직접경영(지방직영기업)
    - 지방자치단체가 직접 사업수행을 위해 공기업특별회계를 설치, 일반회계와 구분하여 독립적으로 회계를 운영하는 형태로, 조직·인력은 자치단체 소속임 (상수도, 하수도, 공영개발, 지역개발기금 등)
  - 간접경영(지방공사·공단)
    - 지방자치단체가 50%이상 출자한 독립법인으로 자치단체와 별도로 독립적으로 운영되며, 종사자의 신분은 민간인임
  - 제3섹터(주식회사 또는 재단법인)
    - 지방자치단체가 자본금 또는 재산의 50%미만을 출자, 자치단체 이외의 자와 함께 설립한 상법상 주식회사 또는 민법상 재단법인을 말함
- ※ [공공기관 경영정보공개 시스템]상의 공공기관 중 신BIS 기준에 의해 정부 익스포저로 분류되는 기술신용보증기금, 신용보증기금, 한국수출보험공사, 중소기업은행, 한국산업은행, 한국수출입은행, 한국주택금융공사, 한국은행은 제외한다.
- ※ [공공기관 경영정보공개 시스템]상의 공공기관 중 신BIS 기준에 의해 은행으로 분류되는 기보캐피탈, 산은자산운용, 산은캐피탈(주), 예가람상호저축은행, (주)기은캐피탈은 금융기관모형을 적용한다.

## 나) 공공기관 평가 기준

공공기관은 국가나 지방자치단체의 재정수입이 조달의 수단이며, 공익성·공공성이 강한 거액의 고정자본이 소요되는 독점적 성질이 강한 사업 분야를

주로 담당하고, 필요 투자액이 거액이면서도 이익을 기대할 수 없는 분야 및 사회 정책적 목적의 사업도 수행하는 등 일반기업과 구별되는 특성이 있다. 따라서 공공기관의 신용평가에 있어서는 일반기업의 신용평가 시 고려되는 자체의 상환능력 이외에 정부 또는 지방자치단체의 직·간접적인 지원가능성을 분석·판단하여야 한다.

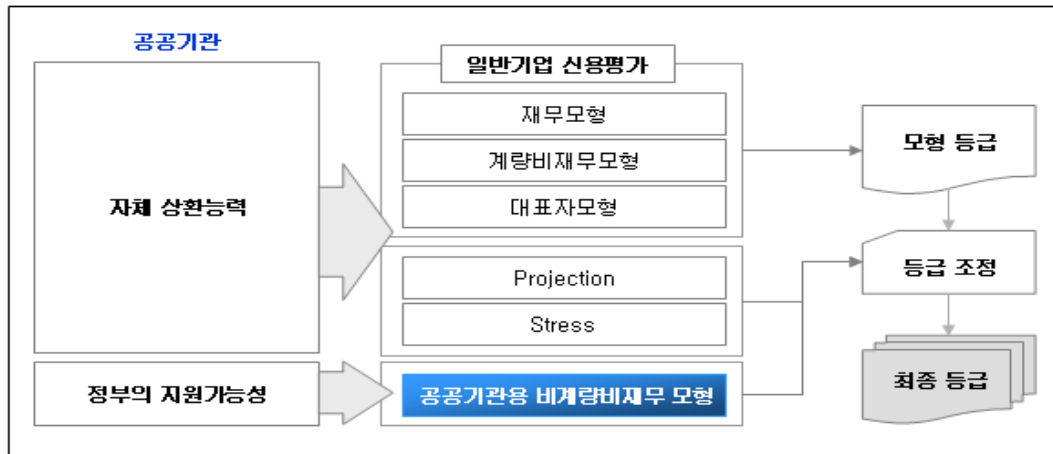
- 자체상환능력 : 공공기관이 하나의 사업주체로서 지니는 위험요소에 대한 평가로 일반기업 평가와 동일하며, 사업 환경과 경쟁전략, 재무적 기반, 자체적인 재무유통성에 대한 분석을 통하여 개별주체로서의 신용리스크를 판단한다.
- 정부 지원가능성 : 정부 또는 지방자치단체의 직접적 보증 여부, 공공기관 설립근거에 나타나 있는 명시적 지원수단의 형태와 과거의 지원 사례, 공공기관이 수행하고 있는 사업의 정책적 중요성 및 민영화 변수 등의 평가를 통해 정부의 지원가능성을 분석한다.

## ■ 공공기관 평가 Framework

공공기관 자체의 상환능력 이외 정부 또는 지방자치단체의 직·간접적인 지원가능성을 평가하기 위해서 자체 상환능력 평가는 일반기업과 동일한 프로세스 및 모형을 통해 평가하고, 일반기업의 관점에서 평가된 자체 상환능력 평가에 정부 또는 지방자치단체의 지원가능성에 대한 비계량 비재무평가를 반영하여 등급을 조정하는 평가 구조를 정의한다.

- 자체 상환능력에 대한 평가
- 정부의 지원가능성에 대한 평가 등 2단계 평가를 통해 최종 신용등급 산출

## [ 공공기관 평가 흐름 ]



## ■ 공공기관 평가 요소

공공기관 자체의 상환능력 이외에 정부 또는 지방자치단체의 직·간접적인 지원가능성 등을 종합적으로 평가하기 위해서 일반기업 신용평가모형의 계량모형에서 반영하지 못한 부분을 비재무 평가로 반영한다.

비재무 평가는 공공기관 자체의 상환능력을 평가하기 위한 “경영위험”, “재무위험” 및 “Stress 상황 하에서의 채무상환능력” 등 3개 부문과 정부 또는 지방자치단체의 지원가능성을 평가하기 위한 “정부의 지원가능성” 및 “사업위험” 등 2개 부문 등 총 5개의 대항목으로 구분하여 평가한다.

### • 경영위험

#### - 경영관리능력

급변하는 환경 속에서 해당 기업이 부담하는 제반 위험에 대처할 수 있는 경영진의 포괄적인 능력에 따른 평가 업체의 원리금 상환능력 및 안정성 평가 자체 상환능력에 대한 평가

#### - 경영현황 및 주주

해당 기관의 경영현황 분석을 통한 자체적인 경쟁력 및 현재의 시장지위와 사업경쟁력을 확대, 유지할 수 있는 소유 구조 보유 여부 등을 평가

### • 재무위험

#### - 재무융통성

부정적인 환경변화에 효과적으로 대처하여 기업의 현금흐름 및 채무상환 확실성을 제고할 수 있는 능력 평가

- 재무안정성
 

차입금의 만기집중의 문제, 단기부채의 비중, 부외부채를 포함한 부채과다 여부 및 실차입금의존도 분석을 통하여 계량(quantitative)적인 분석 시 재무안정성 지표가 전달할 수 없는 질적인 정보를 평가하고 향후 차입금 증가 등의 추정 재무안정성 평가
- 현금흐름의 적정성
 

평가 업체의 현금흐름이 영업에 필요한 자금수요와 원리금 상환에 필요한 자금수요에 충당할 만큼 적정한지를 질적인 관점에서 평가
- Stress 상황 하에서의 채무상환능력
  - 경기악화(인플레이션, 금리상승, 수요급감, 원자재 가격 폭등 등), 예상치 못한 사건의 발생 또는 정부/지자체의 정책 변경 등으로 인한 지원수준 악화 등에도 불구하고 계약을 이행하고자 하는 기업의 능력과 의지에 대한 평가
- 정부의 지원가능성
  - 법률 및 제도적 지원 근거
 

현금흐름의 적정성 : 평가 업체의 현금흐름이 영업에 필요한 자금수요와 원리금 상환에 필요한 자금수요에 충당할 만큼 적정한지를 질적인 관점에서 평가
  - 정부와의 관계
 

정부의 통제수준 및 정부와의 관계를 고려하여 정부로부터의 지원가능성을 평가
- 사업위험
  - 국가정책 수행상 우선 순위
 

해당 공공기관이 수행하고 있는 사업의 정책적 중요성에 대한 판단을 통해 정부지원의 우선순위를 평가
  - 민영화에 따른 위험
 

민영화 단계에 있거나 민영화 대상기업으로 거론되어 민영화 가능성이 있을 경우 민영화에 따른 위험을 평가
  - 사업의 안정성/경쟁력
 

해당 공공기관이 영위하는 사업의 구조적 안정성 및 경쟁력을 평가

## ■ 공공기관 비계량 비재무평가 영역별 가중치

영역구분	정부의 지원가능성	사업위험	경영위험	재무위험	Stress Analysis
가중치	35	26	11	17	11

## 다) 공공기관 비계량 비재무평가 항목

공공기관 비계량 비재무 평가의 세부 항목 및 평가기준은 아래와 같다.

대항목	중항목	평가항목
정부의 지원가능 성	법률/제도적 지원근거	정부나 지방자치단체의 공기업에 대한 직접적인 재무보증 여부, 설립근거에 나타나 있는 명시적 지원수단과 과거의 지원 사례 등 법률/제도적인 지원가능성 평가
	정부와의 관계	정부의 통제수준 및 정부와의 관계를 고려하여 정부로부터의 지원가능성을 평가
사업위험	국가정책 수행상의 우선순위	해당 공공기관이 수행하고 있는 사업의 정책적 중요성에 대한 판단을 통해 정부지원의 우선순위를 평가
	민영화에 따른 위험	민영화 단계에 있거나 민영화 대상기업으로 거론되어 민영화 가능성이 있을 경우 민영화에 따른 위험을 평가
	사업의 안정성/경쟁력	해당 공공기관이 영위하는 사업의 구조적 안정성 및 경쟁력을 평가
경영위험	경영관리능력	평가 업체가 외부환경변화로 인하여 발생하는 기업의 위험을 확대 또는 축소시킬 수 있는 질적 요소로서 이 능력의 우열에 따른 평가 업체의 원리금 상환능력 및 안정성 등을 평가
	경영현황 및 주주	해당 기관의 경영현황 분석을 통한 자체적인 경쟁력 및 현재의 시장지위와 사업경쟁력을 확대, 유지할 수 있는 소유 구조 보유 여부 등을 평가
재무위험	재무융통성	부정적인 환경변화에 효과적으로 대처하여 기업의 현금흐름 및 채무상환 확실성을 제고할 수 있는 능력을 의미함.
	재무안정성	재무평가의 질적(qualitative)인 분석으로서의 재무안정성은 차입금의 만기집중의 문제, 단기부채의 비중, 부외부채를 포함한 부채과다 여부 및 실차입금의존도 분석을 통하여 계량(quantitative)적인 분석 시 재무안정성 지표가 전달 할 수 없는 질적인 정보를 평가하고 향후 차입금 증가 등의 추정 재무안정성의 평가를 실시함.
	현금흐름의 적정성	평가 업체의 현금흐름이 영업에 필요한 자금수요와 원리금 상환에 필요한 자금수요에 총당할 만큼 적정한 지를 질적인 관점에서 평가
Stress Analysis	Stress Analysis	경기악화(인플레이션, 금리상승, 수요급감, 원자재 값 폭등 등), 예상치 못한 사건의 발생 또는 정부/지자체의 정책 변경 등으로 인한 지원수준 악화 등에도 불구하고 계약을 이행하고자 하는 기업의 능력과 의지에 대한 평가



## IV. 계량 평가모형의 결합

### 1) 계량 평가모형의 결합

각 평가기업은 기업의 규모와 업종 분류에 따라 각각의 재무, 계량비재무, 대표자 모형을 적용하고, 적용된 재무모형, 계량비재무모형, 대표자모형의 점수를 가중치에 따라 선형가중 결합하여 최종 모형 점수를 산출하게 된다. 모형등급은 이렇게 산출된 최종 모형 점수를 기준으로 정의된다.

모형 결합 가중치는 정보 확보가능성 및 신뢰성, Business sense 등을 고려하여, 기업의 규모에 따라 다르게 적용할 수 있으며, 최종 결정된 모형 결합 가중치는 상기 고려 사항과 모형 구축 단계에서 실시한 모형의 성과를 높게 하는 Simulation 결과 등을 검토하여 정의되었다.

#### ■ 기업규모별 모형 결합 방식

기업 규모	결 합 모 형
대기업	재무모형+계량비재무모형
외감	재무모형+계량비재무모형+대표자모형
비외감	재무모형+계량비재무모형+대표자모형
소기업	재무모형+계량비재무모형+대표자모형
SOHO	계량비재무모형+대표자모형
금융기관	재무모형

#### ■ 모형의 결합 및 시스템 등급의 결정

시스템 등급은 평가요소별로 평가대상기업의 자산 규모와 업종에 해당하는 각 1개의 모형을 결합하여 산출한다.

평가요소	규모	업종	적용 모형
재무	대기업	업종 전체	(1)
	외감	경공업	(2)
		중공업	(3)
		건설업	(4)
		도소매 및 서비스업	(5)
	비외감	경공업	(6)
		중공업	(7)
		종합건설업	(8)
		전문건설업	(9)
		도소매업	(10)
		서비스업	(11)
	소기업	제조업	(12)
		건설업	(13)
		도소매업	(14)
		서비스업	(15)
	개인사업자 비외감 이상	업종 전체	(16)
	개인사업자 소기업	제조업 및 건설업	(17)
		도소매 및 서비스업	(18)
계량비재무	외감 이상	제조업	(19)
		건설업	(20)
		도소매 및 서비스업	(21)
	비외감	경공업	(22)
		중공업	(23)
		건설업	(24)
		도소매업	(25)
		서비스업	(26)
	소기업	제조업	(27)
		건설업	(28)
		도소매업	(29)
		서비스업	(30)
	SOHO	경공업	(31)
		중공업	(32)
		건설업	(33)
		도소매업	(34)
		서비스업	(35)
대표자	외감	업종 전체	(36)
	비외감	경공업	(37)
		중공업	(38)
		건설업	(39)
		도소매업	(40)
		서비스업	(41)
	소기업	제조업	(42)
		건설업	(43)
		도소매업	(44)
		서비스업	(45)
	SOHO	경공업	(46)
		중공업	(47)
		건설업	(48)
		도소매업	(49)
		서비스업	(50)

## V. 일반 평가방법론 : 재무위험 분석 및 사업위험 분석 방법론

기업의 채무상환능력에 영향을 미치는 위험요소는 크게 재무위험과 사업위험으로 구분할 수 있으며, 동 위험에 대한 분석 방법론은 평가 담당자가 계량 평가모형에서 산출된 결과를 기초로 평정회의에 신용등급을 추천하거나 평정회의에서 최종 등급을 결정하는 과정에서 충분히 검토 및 활용되게 된다.

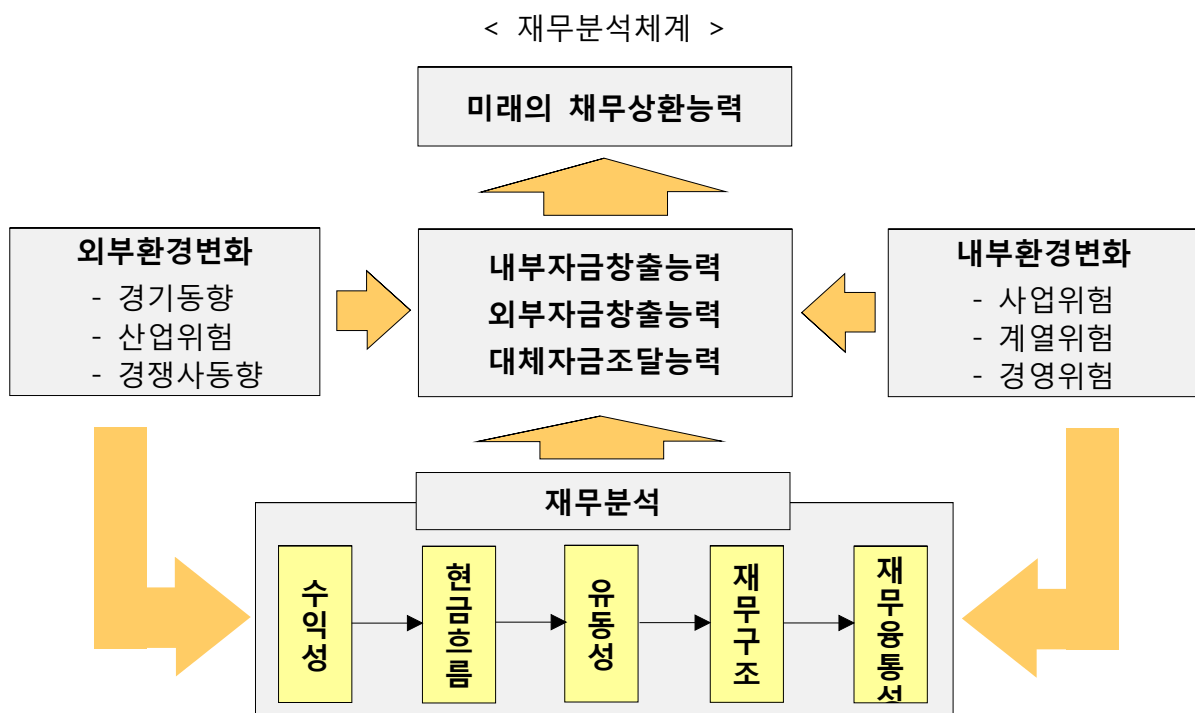
### I) 재무위험 분석 방법론

#### 1. 개 요

재무분석이란 미래의 채무상환에 사용될 수 있는 현금의 규모와 그 확실성 정도를 판단하는 것으로 영업활동을 통해 발생하는 현금으로 부채를 상환할 수 있는 능력을 파악하는 것이 주된 목적이다.

따라서 재무분석은 현재의 재무구조에 대한 분석과 미래의 재무구조 변화에 대한 분석으로 구분할 수 있다. 현재의 재무구조에 대한 분석은 자산의 구성과 성격 및 질, 자금조달 방법과 내용에 대한 분석이다. 미래의 재무구조에 대한 예측은 향후 재무구조에 영향을 줄 수 있는 요인들을 파악하고 각 요인들이 현재 재무구조를 어떻게 변화시킬 것인가에 주안점을 둔다.

재무분석은 미래의 재무구조와 현금흐름을 예측하기 위하여 최근 실적과 과거 실적을 비교·분석하여 그 변화 원인에 초점을 맞추므로 과거 실적이 미래 재무구조의 변동성 및 안정성 여부를 판단하는 데 얼마나 많은 시사점을 제공하는 지를 염두에 두고 분석하여야 한다.



또한 각종 재무지표는 분석의 목적에 맞게 적절히 수치를 조정해서 사용하여야 한다. 회계정책 및 재무정책, 수익성, 현금흐름, 유동성, 재무구조, 재무융통성 등의 지표들을 활용하되 각 지표들이 서로 밀접하게 연계되어 있어 서로간의 상호관계를 고려하여 분석하여야 한다.

## 2. 회계 및 재무정책

재무분석은 재무제표에 기초하므로 재무수치와 재무비율이 영업실적 및 재무상태를 적절히 반영하고 있는지를 파악하기 위해 회계 및 재무정책을 검토할 필요가 있다. 또한 동종 업체와의 비교·분석을 위하여 회계처리방법 등의 차이를 검토하여 비교가 가능하도록 조정하는 작업이 필요하다.

회계정책에 따라 재무제표가 다르게 표현될 수 있으므로 회계정책의 일관성, 회계관행, 매출 및 비용인식 등과 관련된 내부 회계정책 등에 대한 검토가 필요하다.

한편 동일한 사업성과를 가정하더라도 재무구조의 차이, 자금조달 방식, 운전자금 관리, 투자활동, 배당성향 등 재무정책에 따라 재무지표에 차이가 발생할 수 있어 과거와 현재의 재무지표를 해석하고 미래의 재무지표를 추정하기 위해 재무정책 역시 충분히 감안하여야 한다.

## 3. 재무제표 이상변동 계정과목 검토

재무분석의 출발점은 재무제표의 주요 계정과목의 변동 원인을 파악하는 것이다. 재무제표는 기업 활동의 결과를 일정한 약속된 규칙에 따라 수치상으로 표현한 것으로 주요 계정과목의 변동 사항과 그 원인을 분석함으로써 과거와 현재의 기업 활동을 이해할 수 있다.

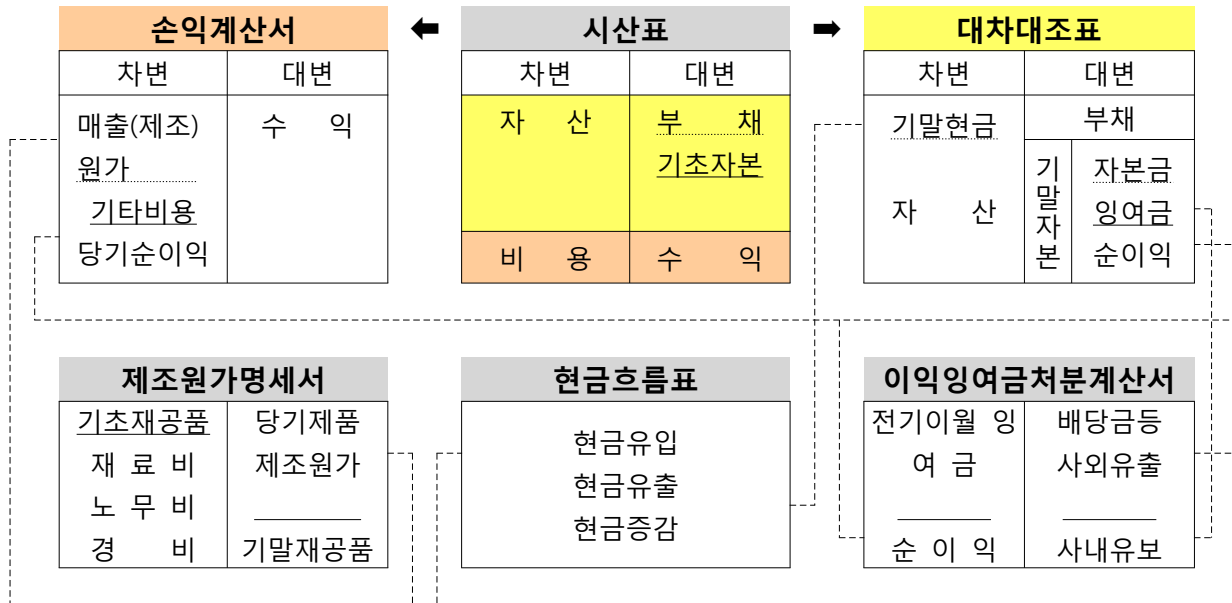
보다 정확한 분석을 위하여 최소 3년 ~ 5년간의 추이를 비교·분석함은 물론, 동종 업종 및 경쟁사와 비교함으로써 기업의 특수한 상황을 이해할 수 있다. 일반적으로 총자산 대비 10% 이상의 비중을 차지하는 계정과목이 10%이상 변동된 경우에는 그 원인을 검토하여야 한다. 또한 변동 원인뿐만 아니라 대차대조표 상의 각 계정과목의 증감이 어떤 계정과목의 증감과 연계가 되는지를 파악하여야 한다.

### 재무제표의 상호 관련성

재무제표의 분석에 앞서 재무제표와 합계잔액시산표·제조원가명세서를 포함한 부속재무자료의 상호연관 관계를 이해하고 있어야만 변동원인과 분석가능성을 판단할 수 있다. 합계잔액시산표의 구성요소 중 자산·부채 및 자본은 대차대조표 작성시점까지의 장부상 잔액을 나타내며, 수익과 비용은 기중발생누계액의 잔액을 나타낸다.

☞ 합계잔액시산표의 구성 : 자산 + 비용 = 부채 + 자본 + 수익

< 재무제표의 상호연관성 >



## 대차대조표 주요 계정에 대한 이해 및 분석시 유의점

### ① 현금 및 현금등가물

통화 및 타인발행수표 등 통화대용증권과 당좌예금, 보통예금 및 현금등가물을 말한다. 현금 등가물이란 큰 거래비용 없이 현금으로 전환이 용이하고 이자율 변동에 따른 가치변동의 위험이 중요하지 않은 유가증권 및 단기금융상품으로 취득 당시 만기가 3개월 이내에 도래하는 것을 말한다.

### ② 단기금융상품, 장기금융상품

단기금융상품은 금융기관이 취급하는 정기예금, 정기적금, 사용이 제한되어 있는 예금 및 기타 정형화된 상품 등으로 단기적 자금운용목적으로 소유하거나 기한이 1년 내에 도래하는 것을 말하며, 현금등가물, 단기금융상품을 제외한 금융상품은 투자자산 중 장기금융상품으로 표시된다.

- 사용이 제한된 금융상품은 단기 유동성 및 재무융통성 검토시 감안하여 판단
- 적정규모 이상의 예금 보유는 수익성 저하, 투자 미비로 해석할 수도 있어 매출액, 총자산, 영업자산 대비 현금성자산의 규모와 비중추이 검토 필요
- 사용이 제한되지 않은 금융상품이 과다하게 많으면서 차입금이 많은 경우에는 금융기관과의 교섭력 열위로 인한 자금의 비효율적 운용 가능성이 높음

### ③ 유가증권, 투자유가증권

유가증권은 주식, 채권 등과 같은 유가증권 중 단기적 자금운용목적으로 소유한 것을 말한다. 다만, 특수관계자가 발행한 주식과 1년 내에 처분할 투자유가증권은 포함하지 아니한다.

- 유가증권, 투자유가증권 중에서 계열사 자금지원을 위한 기업어음 및 사채의 인수, 유상

증자 참여 등에 소요된 자금을 확인하여 계열사에 대한 자금부담 정도를 파악

- 유가증권과 투자유가증권은 자의적으로 분류하여 유동비율 등 재무비율을 왜곡시킬 가능성이 높음

#### ④ 매출채권

일반적으로 상거래에서 발생한 외상매출금과 받을어음을 말한다. 매출채권에 대한 분석은 매출액과의 비교를 통해 이루어지는 규모의 적정성과 매출채권의 회수가능성이 주된 대상이 된다.

- 업종평균과 영업전략을 고려하여 매출채권 규모의 적정성 검토(매출과 비교)
- 매출채권의 질적 검토 : 실질가치 판단 및 대손상각의 적정성
- 매출채권에 융통어음이 포함되어 있는지 여부 검토

매출채권 규모를 분석할 때 매출채권에 할인어음을 포함시켜 분석하여야 적정규모를 판단할 수 있다. 이 때 매출채권의 양도, 할인에 대해 실질적으로 권리와 의무가 이전되는 경우에만 매출채권에서 차감하고 그 이외에는 담보제공으로 간주하여 분석하여야 한다.

또한 매출채권의 회수가능성을 판단할 때 매출처별 매출규모와 매출채권 잔액을 비교하고 매출처의 재무상황을 감안하여 판단하여야 한다. 통상 2개년간 매출채권 잔액이 동일하거나 거래가 거의 없었던 거래처에 대한 매출채권은 부실화 가능성이 높은 것으로 판단한다.

매출채권을 통한 부실 계열사 지원 가능성이 높으므로 관계회사와의 거래내역을 확인하여 관계회사 지원목적의 융통어음이 매출채권으로 계상되어 있는지 여부를 판단하여 매출채권에서 융통어음은 차감하고 단기대여금으로 처리하여야 한다.

#### ⑤ 기타의 유동자산

기타 유동자산은 단기대여금, 미수금, 미수수익, 선급금, 선급비용, 기타로 구분된다. 대여금과 가지급금은 특수관계인(계열사, 대주주, 대표이사 등)에 대한 지출인 경우가 대부분으로 자금의 유용 가능성이 높다.

- 특수관계인(계열사, 대주주, 대표이사 등)과의 거래내역 검토 : 단기대여금, 가지급금

#### ⑥ 재고자산

재고자산은 유형의 자산으로 정상적인 영업활동 과정에서 판매를 목적으로 소유하고 있는 자산과 생산공정중에 있는 자산, 또는 제품생산이나 용역의 제공 과정에 직접적으로 사용될 자산을 총칭한다.

재고자산은 제조원가 또는 매입가액에 취득관련 부대비용을 포함하고, 이에 개별법, 선입선출법, 후입선출법, 이동평균법, 총평균법 또는 매출가격환원법을 적용하여 산정한 가액을 대차대조표상 가액으로 기재한다.

- 자산으로서의 활용가능성, 회계자료의 분석에 의한 오류발생 가능성, 판매 및 사용불능 재고자산의 과다보유에 의한 유동성 부족 등을 검토
- 매출액 또는 매출원가와 관련된 회전을 분석을 통하여 적정 규모 유지여부, 불규칙적인 경우 그 원인, 자금흐름에 부담으로 작용하는지 여부를 분석

## ⑦ 투자자산

투자자산은 장기보유 또는 타기업의 지배를 목적으로 종속회사 내지 관계회사 주식을 취득하거나 기타 영업관계 유지 등의 목적을 위해 장기의 투자유가증권 등 주식, 사채, 국·공채를 취득하는 장기 외부투자를 의미한다.

이외에 장기성예금, 투자부동산 등이 포함되며 이들 외부투자는 타기업에 투하된 자금 형태이므로 유동성이 낮은 고정화된 자산이라 할 수 있다.

- 투자자산의 실질가치, 유사시 재무융통성에 기여할 수 있는 상태인지 여부를 검토

재무융통성을 검토할 때 투자유가증권은 시장가치를 감안하여 판단하여야 한다. 이외에 장기대여금, 특정현금과 예금, 보증금 등이 있다. 이중 관계회사대여금은 관계회사의 상황에 따라 사실상 회수가 불가능한 경우가 상당수에 달하고, 수입이자도 발생하지 않는 경우가 있어 주의하여 검토하여야 한다.

또한 유상증자를 위한 증자대금을 주주, 임원에 대한 장·단기 대여금의 형태로 빌려줌으로써 주주·임원 대여금이 발생하는 경우도 있다. 이때 증자의 실효성이 떨어지므로 재무구조를 판단할 때 감안하여야 한다.

## ⑧ 유형자산

유형자산의 분석은 취득원가 및 감가상각 규모에 중점을 둔다. 취득원가의 경우 신규취득시 취득가액의 규모, 기중 지출액의 자본화 문제, 차입비용의 자본화 등에 초점을 맞춰야 한다. 취득가액의 규모는 동업계 유사 규모의 생산능력에 투자되는 투자규모와 비교함으로써 적정 수준을 판단할 수 있다. 과다한 경우 비자금의 조성, 당기비용의 이연 등의 가능성을 검토한다.

또한 기중 지출액의 자본화는 특정 년도의 실적이나 회계정책 등에 의해 자의적으로 처리될 가능성이 높기 때문에 기중 취득자산의 정확한 원가를 확인하고 관련 회계처리방법의 지속적인 적용여부를 확인하여야 한다.

감가상각의 경우 감가상각방법, 내용년수 등을 어떻게 적용하느냐에 따라 손익에 미치는 영향이 크다. 따라서 감가상각방법의 변경 여부, 내용년수의 지속적인 적용 여부, 동업계 및 경쟁사와의 비교를 통해 차이가 있는 경우 회계기간별, 업체별 비교 가능성을 확보하여야 한다.

건설중인 자산은 당기비용으로 처리해야 할 각종 비용을 자산화함으로써 수익성을 조작하고 자산규모를 확대 표시하는 주요 계정 중 하나이며, 특히 자가건설인 경우 수익성을 왜곡하거나



건설과 관련이 없는 자금조달금액에 대한 금융비용을 건설자금이자로 처리하여 수익성과 자산을 조작하는 경우도 있다.

## ⑨ 차입금

단기차입금 중 당좌차월은 은행과 당좌거래 계약을 체결하여 한도를 부여받고, 당좌예금잔액을 초과하여 발행한 수표나 어음에 대하여 당좌차월 한도액까지는 자동대출 받을 수 있는 차입 형태이다. 따라서 당좌차월 한도 및 이자율, 당좌차월액과 추가차월 가능액, 기중 총 발생액을 종합적으로 검토하여야 한다.

결산시점에서는 일시적으로 축소계상하려는 경향이 강하므로 주의가 요망된다. 이자비용은 발생하였으나 대차대조표상 차입금이 과소 계상된 경우에는 이자비용을 통상 차입이자율로 추정하여 분석하여야 한다.

- 추정 차입금 = 이자비용 ÷ 통상 차입이자율

단기차입금은 차입금의 상환기간, 차입이자율과 차입구조라는 측면에서 분석되어야 한다. 일반적으로 단기차입금은 회전대출되는 것이 통례로 차입기간의 의미는 크지 않으나, 차입이자율은 직접적인 이자비용 부담 측면외에 신용도와 차입구조라는 측면에서 검토해야 할 필요성이 있다.

일반적으로 자금상황이 악화되고 있는 경우 자금의 조달경로를 보면 먼저 장기차입금의 조달비중이 감소하면서 단기차입금의 비중이 증가하게 된다. 이어 단기차입금 중에서 비교적 저금리인 제1금융권으로부터의 운영자금 차입이나 당좌차월의 과정을 거쳐 보험회사나 상호협동조합 등을 통한 차입, 개인사채를 통한 차입으로 이어진다.

장·단기차입금의 차입구조는 업종 및 사업의 특성에 따라 상당히 다른 구조를 가지고 있어 차입구조만으로 차입금상환압력을 평가하기는 어렵다. 다만 장기자산의 취득을 위해 단기차입금으로 조달한 경우에는 문제의 소지가 있으므로 자금조달경위 및 차입금 상환 계획에 대해 면밀한 검토가 필요하다.

장기차입금의 경우에는 관계회사차입금 존재 여부 및 의존도, 상환일정상 특정연도에 집중 정도를 검토하여야 한다. 외화장기차입금의 규모가 큰 경우에는 환율변동에 따른 부담 증가 가능성을 검토하여야 한다.

관계회사 또는 주주·임원·종업원으로부터의 차입금은 재무융통성 측면에서 긍정적일 수 있다. 하지만, 실질적인 자금 유출입 없이 대출을 통한 상호증자가 가능하므로 관계회사나 주주·임원·종업원으로부터의 차입이 자본증자와 관련이 있는지를 검토하여야 한다.

## ⑩ 매입채무

운전자금을 형성하는 주요 항목으로서 특히 운전자금 조달원으로서의 기능을 가지고 있다. 일반적으로 현금흐름보다는 유동성 비율이나 재무안정성 비율에 관심이 높은 점을 감안할 때 과대계상보다는 과소계상 가능성이 높다. 관계회사 등 특수관계자와의 거래시에는 융통



어음의 발행가능성 여부를 검토하여야 한다.

## ⑪ 자본금

증자된 자본이 전도금, 가지급금 등의 명목으로 가장하여 사외유출 되었는지 여부를 검토하여 실질적인 자본증자 여부를 판단하여야 한다. 위장 증자시 거래은행에 납입된 주금은 별단 예금으로 예입되었다가 증자완료 후 당좌예금(또는 보통예금)으로 이체되어 인출되므로 당좌 예금출납장(현금예금출납장)을 확인하여 증자 후 인출 여부를 확인한다.

## 재무제표의 신뢰성 검토 (재무제표 분석)

재무제표의 신뢰도는 단순히 감사여부, 감사의견의 적정성, 수정재무제표 등과 같은 표면적인 결과에 국한된 것이 아니라 회계 및 재무정책에 따라 다양하게 표현될 수 있는 재무제표의 실질적인 내용까지도 포괄하는 의미이다. 따라서 재무제표의 신뢰성을 검토하고 재무제표의 분석이 있는 경우 적절하게 조정하여 분석하여야 한다.

재무제표 분석이란 일반적으로 인정된 회계기준을 위반한 불법적인 회계처리를 통하여 재무제표의 수치를 조작하는 행위를 말한다. 분석방법에 따라 호전분식, 역분식, 모양분식으로 구분된다.

호전분식은 대외 신용도의 제고, 자금조달의 원활화, 경영실패의 은폐나 경영능력의 과시 등의 목적으로 실질보다 양호하게 표시하기 위한 분식을 말하며, 역분식은 세금절감, 제품가격의 인상, 회사재산 은닉 등의 목적으로 실질보다 불량하게 표시하기 위한 분식을 말한다. 모양분식은 일반적인 것은 아니나 이익의 조작없이 계정과목을 부당하게 조작하여 재무제표를 왜곡시키는 분식을 말한다.

재무제표의 분석 여부는 재무제표 상호 관련 항목의 일치 여부, 재무제표 항목별 구성상의 이상 변동 항목의 변동내용 및 원인 검토, 관계회사와의 비정상적인 거래내용 확인 등의 방법을 통하여 확인할 수 있다.

< 분식방법 >

구분		분식방법
호전분식	수익과 자산의 과대 계상	① 매출과 매출채권을 가공 계상 ② 차기분 매출을 당기에 계상하여 매출채권 조기 계상 ③ 자산 과대 평가하여 평가이익 계상 ④ 가공의 미수수익을 계상하고 영업외 수익으로 계상
	수익의 과대 계상 부채의 과소 계상	① 선수금, 가수금을 매출로 계상 ② 차입금을 현금매출로 계상 ③ 부채성충당금을 과소계상
	비용의 과소 계상 자산의 과대 계상	① 감가상각비를 미계상 또는 축소하여 고정자산 과대 계상 ② 대손충당금 미계상 또는 축소하여 매출채권 과대 계상 ③ 기말재고 과대 계상하여 매출원가 축소 ④ 수선비를 고정자산 취득가액으로 계상 ⑤ 당기비용(지급이자, 지급보험 등)을 선급비용으로 계상 ⑥ 연구개발비의 무형자산 계상
	비용의 과소 계상 부채의 과소 계상	① 미지급비용 계상 누락 ② 매입액 미계상하여 매입채무 축소 계상 ③ 퇴직급여충당금의 미계상 또는 축소
역분식	수익 및 자산의 과소 계상	① 매출과 외상매출금 누락 ② 회수된 외상매출금 미계상
	수익의 과소 계상 부채의 과대 계상	① 매출채권 회수를 차입금이나 가수금으로 처리 ② 수입이자를 예수금으로 처리
	비용의 과대 계상 자산의 과소 계상	① 재고자산을 과소 계상하여 매출원가를 과대 계상 ② 매출채권을 과대 상각하여 매출채권 과소 계상 ③ 자본적 지출을 수익적 지출로 계상 ④ 차기 비용을 당기에 인식
	비용의 과대 계상 부채의 과대 계상	① 차기 이후 비용을 당기에 인식하여 미지급비용으로 계상 ② 충당금 등을 과대계상
모양분식	자산의 분류를 유동성이 높은 과목으로 분류	① 사용이 제한되어 있는 예금을 유동자산으로 분류 ② 투자유가증권을 유동자산인 유가증권으로 분류 ③ 가지급금, 미수금 등 내용이 불명한 자산을 매출채권으로 계상
	부채의 분류를 고정성이 높은 과목으로 분류	① 단기차입금을 장기차입금으로 계상 ② 유동성장기차입금의 미계상
	자산과 부채의 상계 제거	① 받을어음과 지급어음의 상계 ② 외상매출금과 외상매입금의 상계 ③ 가수금과 가지급금의 상계
	자산과 자본의 과대 계상	① 고정자산의 재평가적립금을 과대 계상 ② 현물출자된 고정자산을 과대 계상
	손익항목의 조정 (매출액 증대 목적)	① 매출액과 매출원가의 동시 증액 ② 매출액과 영업외비용의 동시 증액

## 주요 계정과목의 분석방법

### ① 현금

현금매출의 비중이 높은 경우에는 현금잔액을 매출액으로 과대 계상하는 경우도 있으며, 부도수표나 차용금증서 등을 현금으로 함께 계상하는 경우도 있다. 또한, 연말잔액을 높이기 위해 당좌수표를 발행하여 서로 다른 은행에 예치하고 당좌수표를 교환하지 않음으로써 현금예금으로 계상하는 경우도 있으며, 자금을 차입하여 예치하고 차입금 대신 장기대여금 등의 회수로 표시한 뒤 결산 직후에 상환하는 경우도 있다.

- ☞ 매출액 대비 현금 및 현금성자산 추이를 비교하여 증감 원인을 확인
- ☞ 현금·예금명세서와 통장 등을 대조하여 이상 변동 항목의 변동 원인 확인
- ☞ 결산 전후의 현금출납부 등을 확인하고 거액 현금의 출납 내용을 확인

### ② 매출액과 매출채권

매출액과 매출채권은 재고자산과 함께 재무분석의 수단으로 가장 많이 쓰인다. 대표적인 매출액과대 계상 방법은 차기 이후에 계상될 매출액을 당기의 매출액으로 계상하는 방법, 선수금 등을 매출액으로 위장하는 방법, 위탁판매의 경우 수탁자에게 발송하고 판매 이전에 이를 매출로 계상하는 방법, 관계회사 등에 밀어내기식 매출을 실시하고 다음 회계연도에 다시 모기업에 되파는 방법, 반환조건으로 미리 매출액으로 계상하여 조작하는 방법 등이 있다.

매출채권을 과대 계상하는 방법은 부실 외상매출채권을 상각하지 않고 보유하는 방법, 이미 할인한 어음이나 부도어음을 받을어음으로 계상하는 방법 등이 있다.

- ☞ 매출액 대비 매출채권의 추이와 업종평균을 비교하고 차이 또는 변동 원인을 검토
- ☞ 총계정원장의 외상매출금 잔액과 거래처원장의 잔액을 대조하여 차이가 있는 경우 세금계산서 등 증빙자료와 대조하여 그 원인을 검토
- ☞ 매출채권이 관계회사와의 거래에서 발생한 경우 과대계상 가능성이 있으므로 거래내용 파악
- ☞ 거래처별로 판매시점, 판매금액, 회수시점 등을 파악하여 장기미회수(거래처의 파산, 소송관계)건은 회수가능여부를 검토하여 대손상각 여부를 확인
- ☞ 받을어음기입장(또는 어음기입장)의 번호, 발행일, 지급기일, 발행인을 확인하여 실지 어음과 대조(어음할인 또는 배서양도 여부를 확인하고 현금 유입 여부 확인)
- ☞ 월별 매출채권 현황을 분석하여 밀어내기 매출이나 판매의 계절성 등을 판단

건설업의 경우에는 예정원가율을 낮게 계상하여 공사진행율에 따라 매출액(건설업 매출액 = 공사투입원가 ÷ 예정원가율)을 과대 인식하는 방법으로 조작을 한다. 이를 경우에는 원가율은 낮는데 매출채권은 증가하는 현상이 발생하므로 공사원가율과 매출채권의 증감을 상호 비교하여 매출 선인식 여부를 판단할 수 있다. 매출을 선인식할 경우 매출채권이 통상적인 매출액 대비 매출채권 비중보다 증가한다. 공사원가율은 업종의 특성(토목공사, 건축공사)에 따른 업종평균 원가율과 비교하여 검토한다.

- ☞ 결산보고서상의 공사미수금 또는 매출채권명세서상의 금액, 공사수익명세서 상의 금액, 공사원가명세서 상의 금액을 비교하여 적정 여부를 판단
- ☞ 공사수익 대비 원가율의 공사 건별 추이를 비교하여 원가율이 초기 공사시에는 낮다가 점진적으로 높아지는 경우에는 매출 선인식의 가능성이 높음
- ☞ 공사수익 대비 공사미수금(매출채권)이 업종평균 대비 과다한 경우에는 매출을 선인식하였거나 공사 진행상 문제가 있어 회수가 지연되는 경우로 대손상각을 해야 하는 경우가 대부분임

### ③ 재고자산

재고자산은 실사가 어렵고 거래 상대방의 도움 없이도 분식이 가능하여 대표적인 재무분식 수단이다. 재고자산의 분식은 수익성 확보를 위한 원가배분 차원에서 이루어지는 바, 전통적으로 제품과 재공품의 과대계상을 통한 원가율 하락을 도모함으로써 수익성을 확보하는 형태로 이런 경우 업종의 특징 및 생산 방식을 고려하여 제품, 재공품의 적정성을 검토할 필요가 있다. 또한 오래 전에 구입하여 사용이 불가능한 원자재 등을 재고자산으로 계상하는 방법과 진부화된 재고 또는 불량품을 정상적인 재고로 계상하는 방법 등이 있다.

- ☞ 매출액 대비 재고자산의 추이 및 업종평균과의 비교를 통해 차이 또는 변동 원인을 검토
- ☞ 재고자산명세서와 세무조정계산서상의 재고자산평가조정명세서 또는 재고자산수불부 등을 대조하여 단가조작, 가공자산의 임의계상 여부를 확인
- ☞ 재고자산 평가방법의 일관성을 검토하고 변경된 경우 변경 원인을 파악

### ④ 고정자산

고정자산은 장기에 걸쳐 분식이 이루어지기 때문에, 분식을 단기에 발견하기 어려운 점이 있다. 대표적인 고정자산 분식 방법으로는 수선비·고정자산 취득과 관련 없는 비용·접대비 등의 비고정자산을 고정자산으로 계상하는 방법, 소액의 감가상각비의 누락, 내용년수나 상각률을 조작하여 상각비를 과소 계상하는 방법, 관계회사 등에 고정자산을 고가에 매각하여 이익으로 계상하는 방법 등이 있다.

- ☞ 고정자산의 증감 내역을 검토하여 10%이상 증감한 경우 그 원인을 파악
- ☞ 고정자산 명세서를 징구하여 투자 내역을 검토
- ☞ 등기부등본 및 임차계약서를 징구하여 유형자산의 보유 여부 등을 확인
- ☞ 수익적 지출을 자본적 지출로 처리한 경우에는 세무조정계산서의 조정내역을 비교 검토
- ☞ 손익계산서와 제조원가명세서의 감가상각비가 계상되어 있는지를 확인하고 전년도와 비교하여 감가상각비의 적정 계상 여부를 판단

### ⑤ 부채계정

부채를 줄이기 위해 매입채무를 누락하거나 매입채무와 매출채권을 상계처리하는 방법, 단기차입금을 누락하거나 단기차입금을 장기차입금으로 계상하는 방법, 선수금이나 예수금 등을 매출액으로 처리하는 방법, 차입금을 외상매출금의 입금으로 처리하는 방법 등이 있다.

- ☞ 매출액 대비 매입채무의 추이 및 업종평균과의 비교를 통해 차이 또는 변화 원인을 검토
- ☞ 매입채무명세서를 징구하여 매입채무 내역을 검토하고 매입채무명세서상의 만기일을 참고하여 결산일 후 1~2개월 동안 결제된 어음이 명세서와 일치하는지의 여부를 확인
- ☞ 월별 매입채무 잔액의 변동 사항을 검토하여 월별 매출 대비 적정 여부를 검토
- ☞ 기업여신정보(월보)를 통해 결산일 전후의 차입금 현황을 파악하고 결산일 현재 차입금과 비교
- ☞ 차입금명세서와 지급이자명세서를 상호 대조하여 차입금 누락 여부를 확인
- ☞ 장기차입금의 기한을 검토하여 1년 이내 상환될 금액의 유동성장기부채 계상 여부 검토

## 4. 수익성 분석

수익성 분석을 통해 수익구조에 영향을 미치는 제반 요인을 검토하고 이러한 요인들이 변동될 때 수익성과 이에 따른 내부자금 창출력이 어떻게 변화되는지를 판단한다. 수익성이 좋다는 것은 자산과 자원을 효율적으로 활용하여 영업경쟁력을 갖추고 있다는 것을 의미하며, 이는 미래에 발생할 수 있는 다른 위협요인이나 경기침체기에도 영업변동성을 감소시켜 상대적으로 안정성을 유지할 수 있을 것이라는 신뢰감을 높여준다.

수익성 분석은 원가분석을 출발점으로 하여 사업분석을 통한 매출전망과 연계되어 이루어지며, 산업 및 경쟁기업과의 시계열 비교, 경기순환 과정에서 얼마나 안정적인 추세를 유지할 수 있는지를 검토한다.

- 원가 및 비용 구조와 추이 및 원재료 동향 등 위험 요소 분석
- 매출액 대비 이익(영업이익, 경상이익, 당기순이익) 규모의 업종, 경쟁사 대비 수준과 비교, 이익 추이 및 차이(또는 변화) 원인 분석
- 자산 또는 자본 대비 이익 규모 및 금융비용 커버리지

원가, 판관비, 영업외손익, 특별손익을 주요 비목별로 구분하고 백분율 손익계산서를 작성하여 전체적인 수익구조를 파악한다. 수익구조의 특성은 업종별로 차이가 있으며, 재무구조 역시 수익구조에 영향을 미치는 중요한 요소이다.

### 원가분석

제조(공사)원가명세서를 이용하여 원가요소를 구분하고 생산방식 및 원가구조에 대한 이해와 경쟁사와의 구조적인 차이를 분석한다. 시장지위와 외주가공 정도에 따라 경기변동에 대한 대응능력이 차이가 있으므로 주의가 요구되며, 일반적으로 경기에 민감한 산업의 경우 단가에 대한 통제력이 부족하기 때문에 원가구조의 분석이 중요한 의미를 가진다.

판매단가는 생산자보다는 수급구조에 의해 주로 결정되며, 경기에 민감한 기업은 규모의 경제를 통한 이익을 실현하기 위해 가동률을 극대화하는 경향이 있으며 판매단가의 하락은 원가경

쟁력이 열위한 업체의 원가수준까지 계속되는 경향을 보인다.

## 레버리지분석

고정비부담정도를 레버리지(leverage)라 하며, 매출액의 변화에 따라 손익의 변화를 분석하는 것을 말한다. 원가 및 판매비를 고정비와 변동비로 구분하여 영업레버리지를 분석하고 금융비용 등 재무고정비를 통해 재무레버리지를 분석한다. 영업레버리지는 기업이 영업비용 중에서 고정비를 부담하는 정도를 의미한다. 영업레버리지가 높은 경우 매출액이 변할 때 영업이익은 매출액이 변하는 비율보다 더 큰 비율로 변하게 된다. 재무레버리지는 기업이 자본조달의 결과로 재무고정비(금융비용)를 부담하는 정도를 의미한다. 재무레버리지가 높은 경우 영업이익의 변화율보다 주주에게 귀속되는 순이익의 변화율이 확대된다.

- 영업레버리지도 = (매출액 - 변동비) ÷ (매출액 - 변동비 - 고정비)
- 재무레버리지도 = (매출액 - 변동비 - 고정비) ÷ (매출액 - 변동비 - 고정비 - 이자비용)

## 손익분기점분석

레버리지분석과 밀접한 관계가 있으며, 매출액과 비용이 일치하여 이익이 발생하지 않는 매출 수준에 대한 분석이다. 손익분기점이 낮을수록 환경변화에 대한 대응력이 크다고 할 수 있으며 이는 고정비부담이 낮을 수록 달성가능성이 높다.

- 손익분기점매출액 = 고정비 / [ 1 - (변동비/매출액) ] × 100
- 고정비\* = 판매관리비+노무비의 1/2+제조경비-외주가공비+영업외비용+재고조정고정비\*
- 변동비 = (매출원가+판매관리비+영업외비용)-고정비-특별손실
- ※ 재고조정고정비\* = (제품매출원가-당기총제조비용) × (노무비의 1/2+제조비용-외주가공비) ÷ 당기총제조비용

\* 한국은행 기업경영분석 작성시 사용하는 방법임

\* 실질적인 분석시에는 매출액 대비 개별 원가별 추세를 통해 변동비, 고정비, 준고정비(준변동비)로 구분하여야 함.

## 수익성 관련 주요재무비율

수익성 지표는 분석목적과 용도에 따라 매우 다양한 재무비율을 사용할 수 있지만, 모든 비율은 반드시 산업위험과 영업위험에서 고려되는 사항들과 연계해서 해석하여야 한다.



재무비율	산식	의 미
매출액증가율(%)	$(\text{당기매출액}/\text{전기매출액}) \times 100 - 100$	기업의 영업활동 성장세를 판단하는 대표적인 지표로 경쟁력 변화를 나타내는 척도
매출원가율(%)	$\text{매출원가}/\text{매출액} \times 100$	매출에서 매출원가가 차지하는 비중으로 비용구조를 분석하는 기본 지표
판매관리비율(%)	$\text{판매비와관리비}/\text{매출액} \times 100$	매출에서 판매관리비가 차지하는 비중으로 비용구조를 분석하는 기본 지표
영업이익률(%)	$\text{영업이익}/\text{매출액} \times 100$	수익성 판단의 필수 지표로 영업효율성의 판단 근거
경상이익률(%)	$\text{경상이익}/\text{매출액} \times 100$	매출액 단위당 경상이익으로 특수한 상황하에서의 실적을 제외한 수익성 판단 지표
당기순이익률(%)	$\text{당기순이익}/\text{매출액} \times 100$	매출액 단위당 당기순이익으로 영업외적인 변화에 따른 영향도 모두 반영
총자산순이익률(%) (ROI)	$\text{당기순이익}/\text{총자산} \times 100$	경영에 투하된 총자산(총자본)의 최종 성과 지표
총자산경상이익률(%)	$\text{경상이익}/\text{총자산} \times 100$	총자산(총자본)을 통한 경상적인 성과 지표
자기자본순이익률(%) (ROE)	$\text{당기순이익}/\text{자기자본} \times 100$	자기자본에 대한 수익성을 판단 지표
이자보상배수(배)	$\text{영업이익}/(\text{이자비용} + \text{매출채권처분손실})$	영업이익에 의한 금융비용 Coverage 측정
금융비용부담률(%)	$(\text{이자비용} + \text{매출채권처분손실})/\text{매출액} \times 100$	매출액에 대한 금융비용 부담 정도
EBITDA/매출액(%) (EBITDA마진율)	$\text{EBITDA}/\text{매출액} \times 100$	회계기준 차이에 따른 차이를 제거한 실질 수익성 판단 지표(현금기준 수익성 지표)

### ① 매출액증가율 (%)

매출액증가율은 기업의 영업활동 성장세를 판단하는 대표적인 지표로 경쟁력 변화를 나타내는 척도이다. 최소 3년 ~ 5년의 매출 변동 추이를 검토하고 “수량 × 가격”으로 분해하여 변동원인을 분석하며, 성장성을 유지할 수 있는 경쟁력의 보유 여부 등 사업분석과 연계하여 판단하여야 한다. 매출 변동성이 높으면 영업의 안정성이 낮아 사업위험이 증가된다.

매출이 증가하였다고 반드시 좋은 것은 아니며, 매출증가에 따른 운전자금 부담이 가중되어 유동성이 악화될 수도 있다. 또한 수익성이 저하되는 상황에서 매출이 증가한 경우에는 저가수주로 인한 매출증가일 가능성이 높아 현금흐름에 악영향을 미칠 수 있다.

### ② 매출원가율 (%)

매출원가율은 매출에서 매출원가가 차지하는 비중으로 비용구조를 분석하는 기본 지표이다. 동종업종 및 경쟁사와의 비교를 통해 원가구조에 대해 이해하며, 경쟁사와의 구조적인 차이 분석을 통하여 원가율의 적정성을 판단한다. 또한 3년 ~ 5년간의 매출원가율 변동 추이를 원가요소(고정비, 변동비)별로 분해하여 매출원가율의 변화 원인을 검토하고 원재료 가격동향 등을 확인하여 향후 매출원가의 변화가능성을 판단한다.

### ③ 판매관리비율 (%)

판매관리비율은 매출에서 판매관리비가 차지하는 비중으로 비용구조를 분석하는 기본 지표이다. 기본적으로 동종업종 및 경쟁사와의 비교를 통해 판매관리비의 적정성을 판단하며, 3년 ~ 5년간의 인건비, 관리비, 판매비 등 판매비 구성 항목의 변화 추이와 원인을 검토하여 향후 판매관리비의 변화가능성을 판단한다.

### ④ 영업이익률 (%)

영업이익률은 수익성 판단의 필수 지표로 영업효율성의 판단 근거가 되며 동종업종 및 경쟁사와의 비교 및 3년 ~ 5년간의 추이와 변화 원인을 분석하여 구조적인 또는 일시적인 문제인지 여부를 판단한다. 중소기업의 경우 비율 자체보다는 절대적인 이익 규모, 부채 규모 및 금융비용, 이자율 수준 등과 비교하여 적정성을 판단하여야 한다.

### ⑤ 경상이익률 (%)

경상이익률은 매출액 단위당 경상이익으로 특수한 상황 하에서의 실적을 제외한 수익성을 판단하는 보조지표로 영업이익률과 연계하여 분석한다.

### ⑥ 당기순이익률 (%)

당기순이익률은 매출액 단위당 당기순이익으로 영업외적인 변화에 따른 영향도 모두 반영한 수익성 판단지표이다. 특별이익, 특별손실의 발생 원인을 분석하여 구조적인 문제인지 여부를 판단한다.

### ⑦ 총자산순이익률(ROI) (%)

총자산순이익률(ROI)은 경영에 투하된 총자산(총자본)의 최종 성과 지표로 기업에 투자된 총자본이 최종적으로 얼마나 많은 이익을 창출하는지를 측정하는 비율이다. 총자산순이익률(ROI)은 “매출액순이익률 × 총자산회전율”로 분해하여 원인을 분석한다. 총자산순이익률(ROI)은 자산을 통제하고 유지하는 능력을 측정하는 지표로도 사용된다.

### ⑧ 총자산경상이익률 (%)

총자산(총자본)경상이익률은 총자산(총자본)을 통한 경상적인 성과 지표이다. 일반적으로 “매출액경상이익률 × 총자산회전율”로 분해하여 원인을 분석하며, 매출액경상이익률이 높으나 총자산회전율이 낮은 경우에는 판매마진은 높았으나 판매활동은 부진하였음을 의미하고 매출액경상이익률은 낮으나 총자산회전율이 높은 경우에는 판매마진은 낮으나 판매활동은 활발했음을 의미한다.

### ⑨ 자기자본순이익률(ROE) (%)

자기자본순이익률(ROE)은 자기자본에 대한 수익성의 판단 지표로 시장투자의 평균이익과 비교해서 판단하게 되는데, 일반적으로 저위험채권(국공채)의 수익률에 비해 높은 수준이 지속되어야 한다. 자기자본순이익률이 낮으면 증자를 통한 신규자금 조달이 어려워지기 때문에 차입금의 증가가 수반된다.



## ⑩ 이자보상배수 (배)

이자보상배수는 영업이익에 의한 금융비용 Coverage를 측정하는 지표로 장기지급능력을 판단하는 지표로 활용된다. 이자보상배수가 낮을 경우 영업이익으로 금융비용을 부담하기 어려워지므로 장기부채상환능력이 열위하다고 판단할 수 있다. 일반적으로 이자보상배수가 낮은 것은 높은 금리의 타인자본을 사용하거나, 다른 기업보다 타인자본을 많이 쓰거나, 수익성이 낮은 결과이다.

## ⑪ 금융비용부담률 (%)

금융비용부담률은 이자보상배수와 함께 장기지급능력을 측정하는 지표로 매출액에 대한 금융비용 부담 정도를 말한다. 동종 업종 대비 금융비용부담률이 높을 경우 고정비 성격인 금융비용 부담으로 인해 잠재적인 가격경쟁력이 저하될 수 있어 기업의 장기적인 안정성을 저하시키고 경기변동에 민감하게 되어 영업변동성이 확대되는 경향이 있다.

## ⑫ EBITDA/매출액(EBITDAm진율) (%)

EBITDAm진율은 회계기준에 따른 차이를 제거한 현금기준 수익성 판단 지표로 매출을 통해 어느 정도의 현금이익을 창출하였는가를 의미한다. EBITDAm진율을 통해 매출을 통한 현금창출능력을 판단할 수 있다.

EBITDA의 대용으로 EBIT을 사용할 수 있으나 EBIT은 설비투자가 요구되지 않는 도소매 등 서비스 업종이 적합하며 일반적으로 설비투자가 요구되는 제조업 등에는 EBITDA가 적합한 측정치이다. EBITDAm진율은 최소 3년~5년의 추이를 분석하여 변화 원인을 파악하는 것이 중요하다. (EBITDA : Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization)

## 수익성 지표 해석 방법

수익성 판단의 기본 지표는 영업이익률을 가장 많이 사용한다. 영업이익률이 동종 업종 평균 또는 경쟁사 대비 비교하여 우·불량 여부를 판단한다. 하지만 최근년도의 영업이익률이 높다고 하여 수익성이 양호하다고 판단할 수 없다. 영업이익률의 3년 ~ 5년의 추이 또는 최소 3개년 평균을 동종 업종 평균 또는 경쟁사와 비교하여 전반적으로 양호한 상태가 유지될 경우에만 양호하다고 판단한다. 3개년 평균을 산출할 때 추이를 반영하기 위하여 최근년도에 높은 비중을 반영한 가중 평균을 사용할 수도 있다.

영업이익률이 당기에 급격히 상승하였다면 주의하여 검토하여야 한다. 영업이익률의 상승은 단가의 인상, 물량의 확대 등의 효과일 수도 있지만 매출 조기 인식에 의한 분식의 가능성이 있기 때문이다. 또한 가격 인상으로 인한 영업이익률의 증가는 단기기간에는 매출이 증가할 수 있지만 장기적으로 경쟁력의 약화 가능성도 무시할 수 없다. 따라서 경쟁력을 유지하는 범위내에서의 가격인상인지 여부를 판단하여야 한다.

중소기업은 영업이익률 뿐만 아니라 이익 규모 또는 현금영업이익(또는 영업활동조달현금) 규모가 부채(또는 단기상환부채), 차입금, 이자비용 대비 적정한 지를 검토하여야 한다. 동업종 평균 대비 또는 경쟁사 대비 영업이익률이 높다고 하더라도 부채규모가 과다하거나 단기상환부채 또는 이자비용을 감당할 수 없는 규모의 이익 수준이라면 수익성이 양호하다고 판단하여서는 아니된

다.

또한 영업이익률은 다소 하락하였으나 매출이 증가하여 이익 규모가 확대된 경우에는 영업이익률이 동업종 평균 대비 다소 낮다고 하더라도 수익성이 악화되었다고 단정하기 어렵다. 증가된 매출 수준이 유지될 가능성을 검토하고 매출증가에 따른 운전자금 부담 규모를 감안하여 영업활동을 통해 창출된 현금의 증가로 운전자금, 부채, 차입금, 이자비용 등을 감당할 수 있는 능력이 향상되었다면 채무상환능력은 오히려 개선되었으므로 수익성이 악화되었다고 판단하여서는 아니된다.

반면, 영업이익률이 증가하였거나 업종평균 또는 경쟁사 대비 높다고 하더라도 반드시 수익성이 양호한 것은 아닐 수 있다. 부채규모와 비교하여 영업이익을 통해 상환자금을 조달할 수 있는지 또는 자기자본순이익률(ROE) 및 총자산순이익률(ROI) 수준이 업종평균 및 경쟁사 대비 양호한지 여부를 추가로 검토하여야 한다.

영업이익률이 높다고 하더라도 부채규모가 과다하거나 자기자본(또는 총자산) 대비 순이익률(또는 영업이익률)이 과소하다면 투자가 효율적으로 이루어지고 있지 않다는 것을 의미한다. 과다한 투자로 인해 영업이익률이 증가 또는 양호하게 나타나고 있는 것이므로 영업 수익성은 양호하더라도 투자 수익성은 미흡하거나 열위하다고 판단하여야 한다.

## 5. 현금흐름 분석

현금흐름분석은 자금의 총소요액과 현금창출능력을 비교함으로써 채무상환능력을 판단하는 것으로 현금흐름의 원천, 규모, 발생시기, 안정성 등에 초점을 두고 현금흐름의 내용을 분석한다.

- 영업활동으로 조달되는 현금흐름 규모와 안정성 및 전망(현금창출능력 및 금융비용 커버리지)
- 운전자본 투자, 설비투자, 연구개발비 투자 등 영업활동을 위한 현금 유출 추이 및 전망
- 영업활동 이외의 현금유입 및 유출 전망 (비영업자산 매각, 투자 등)

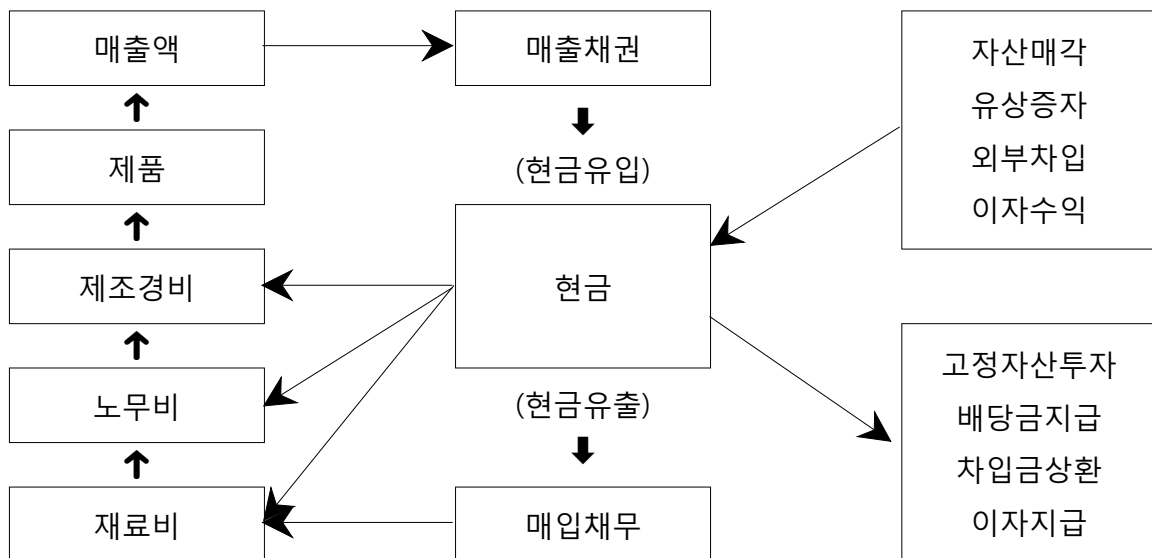
기업의 현금흐름은 일정한 영업순환사이클에 따라 반복된다. 기업의 현금흐름은 일반적으로 시설 투자가 먼저 이루어지고 원재료구입·노무비·경비지출을 통해 제품이 생산되며, 생산된 제품은 현금매출이나 외상매출 등을 통해 판매된다.

그러나 비용발생시점과 실제지급시점은 신용제도의 발전에 따라 시차가 크게 발생하는데 생산 요소들을 외상으로 구입하거나 약속어음을 주고 구매할 수 있으며, 판매 역시 외상매출이나 받을 어음에 의해 이루어짐으로써 실제 현금수입과는 시차가 발생하기 마련이다.

더욱이 생산·판매과정 중에 원재료·재공품·반제품·제품 등의 형태로 쌓이는 재고자산투자와 노무비·경비·판매관리비 등에 대한 미지급금, 미지급비용 등으로 영업순환에 소요되는 자금에 대한 투자가 이루어져야 한다.

‘고정자산투자→이익 및 감가상각비 등을 통한 자금회수’ 등과 같은 장기영업순환사이클 상에서 이루어지는 현금흐름과 ‘외상매입→재고→외상매출→현금회수’ 등과 같은 단기영업순환사이클 상의 현금흐름이 어우러지면서 기업의 총체적인 현금흐름은 다소 복잡한 양상을 보인다.

< 기업내 현금순환과정 >



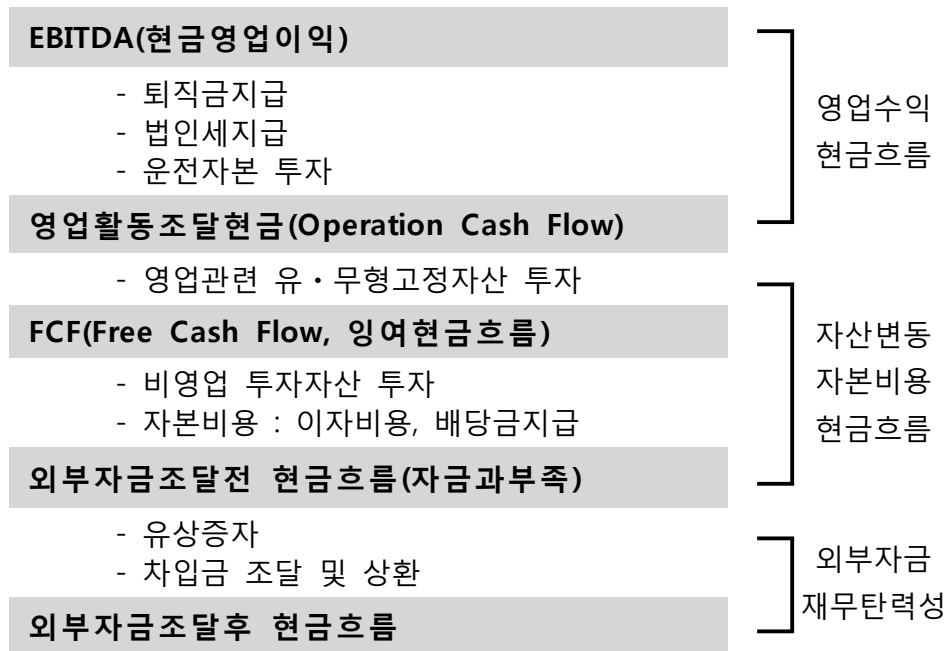
### 현금흐름 분석체계

현금흐름분석은 EBITDA를 기반으로 이루어진다. EBITDA는 ‘세전·이자지급전이익’ 혹은 ‘법인세 이자 감가상각비 차감 전 영업이익’을 말하며, 이자비용, 세금, 감가상각비용 등을 차감하기 전 순이익을 의미한다. EBITDA는 이자비용을 이익에 포함하기 때문에 자기자본과 타인자본에 대한 기업의 실질이익창출 금액과 현금지출이 없는 비용인 감가상각비를 비용에서 제외

함으로써 기업이 영업활동을 통해 벌어들이는 현금창출 능력을 보여준다.

EBITDA에서 퇴직금 지급, 법인세 지급, 영업활동을 위한 운전자본 투자, 설비투자, 연구개발비 투자 등을 차감하면 잉여현금흐름(Free Cash Flow)을 도출할 수 있다. 잉여현금흐름은 정상적인 영업활동을 영위하기 위하여 현재의 경쟁력을 훼손시키지 않을 정도의 투자를 한 후 기업이 자의적으로 사용할 수 있는 실질적인 가처분현금으로 기업의 기초체력(Fundamental)을 판단할 때 가장 유용하게 사용되는 현금흐름 지표이다.

#### < 현금흐름 분석체계 >



정체되어 있거나 쇠퇴하는 기업인 경우 고정자산 투자를 최소화하고 매출감소로 인해 운전자본 소요가 감소하기 때문에 상대적으로 건전한 FCF(Free Cash Flow)이 나타나는 경우가 있다. 반면 매출이 급증하거나 성장추세인 기업은 지속적인 성장을 위해 고정자산에 대한 투자가 필요하고 매출 증가에 따른 운전자금 소요가 증가하여 때로는 (-)의 FCF를 보이기도 한다.

따라서 저성장 또는 쇠퇴하는 기업을 분석할 때에는 채무상환능력의 약화를 방지할 수 있을 정도의 안정적인 (+)의 현금흐름을 창출하고 있는가에 비중을 두는 반면, 고성장 기업에 대해서는 현재의 투자로 인해 증가될 현금창출능력이 현재의 현금 부족액을 어느 정도 감당할 수 있는가에 초점을 맞추어서 분석한다.

기업은 잉여현금으로 배당을 포함한 자본비용을 지출하고 투자자산 등과 같은 비영업투자를 실시하며, 기업의 내부활동에 의한 자금수지 결과에 따라 차입금 조달 및 상환, 유상증자 등의 외부자금조달 관련 자금흐름이 수반된다. 외부자금조달전 현금흐름이 (-)라고 하더라도 외부로부터의 자금조달능력에 따라 전체적인 현금흐름이 변경될 수 있으므로 외부자금조달능력을 검토하여 현금흐름을 판단한다.

## 현금흐름 관련 주요재무비율

현금흐름 관련 재무비율은 다양한 기준으로 측정된 현금흐름 측정치와 채무부담, 운전자본 및 설비투자 소요액, 매출액 등과의 비교를 통하여 얻어질 수 있다. 하지만 현금흐름은 비율에 의한 분석 보다는 실질적인 수치(절대금액)에 대한 분석이 중요시된다. 비율화를 할 경우 규모 효과를 간과하는 오류를 범하게 되며, 비율의 변동성이 높아 추세분석이 어렵고 다양한 해석이 존재할 수 있다.

재무비율	산식	의 미
<b>현금영업이익/매출액 (%)</b>	<b>현금영업이익/매출액 × 100</b>	<b>매출을 통해 어느 정도의 현금영업이익을 창출하였는가를 판단하는 지표</b>
영업활동조달현금/매출액(%)	영업활동조달현금 /매출액 × 100	영업활동을 통한 현금조달능력 측정 지표
잉여현금흐름(FCF)/매출액(%)	FCF/매출액 × 100	매출을 통해 현재의 경쟁력을 훼손하지 않고 유지하는 수준에서 영업관련 자산에 대한 투자를 고려한 현금흐름 창출 능력을 판단하는 지표
<b>순영업운전자본/매출액 (%)</b>	<b>(매출채권+재고자산-매입채무)/매출액 × 100</b>	<b>영업을 영위함에 있어 순영업운전자본으로 인한 자금부담을 측정하여 영업내 유동성 압박정도를 파악하는 지표</b>
매출채권/매출액(%)	매출채권/매출액 × 100	매출액 대비 매출채권 비중을 판단하는 지표
재고자산/매출액(%)	재고자산/매출액 × 100	매출액 대비 재고자산 비중을 판단하는 지표
매입채무/매출액(%)	매입채무/매출액 × 100	매출액 대비 매입채무 비중을 판단하는 지표
<b>영업활동조달현금/부채 (%)</b>	<b>영업활동조달현금/부채총계 × 100</b>	<b>영업활동조달현금으로 부채를 상환할 수 있는 능력</b>
부채상환계수(%)	영업활동후현금흐름 / (이자비용+매출채권처분손실+단기차입금+유동성장기부채) × 100	경상적인 영업활동을 통해 창출되는 내부자금으로 차입원리금 상환도래분을 어느 정도 충당할 수 있는지 판단하는 지표
EBITDA/금융비용(%)	EBITDA/(이자비용+매출채권처분손실) × 100	경상적으로 지출되는 금융비용에 대한 영업현금의 Coverage
EBITDA/총차입금(%)	EBITDA/(단기차입금+유동성장기부채+사채+장기차입금+금융리스부채) × 100	현금영업이익으로 차입금을 상환할 수 있는 능력

### ① 현금영업이익/매출액 (%)

매출을 통해 어느 정도의 현금영업이익을 창출하였는가를 판단하는 지표로 매출을 통한 현금 창출능력을 판단하는데 유용하다. 비율 자체보다는 절대적인 이익 규모, 부채 규모 및 금융 비용, 이자율 수준 등과의 비교를 통해 적정성을 판단하여야 한다.

### ② 영업활동조달현금/매출액 (%)

영업활동을 통한 현금조달능력 측정 지표이다. 영업활동조달현금은 운전자본 투자를 반영한 결과로 운전자본 증감 원인에 대한 분석이 필요하다.

### ③ 잉여현금흐름(FCF)/매출액 (%)

매출을 통해 현재의 경쟁력을 훼손하지 않고 유지하는 수준에서 영업 관련 자산에 대한 투

자를 고려한 현금흐름 창출 능력을 판단하는 지표로 기업의 기초체력(Fundamental)을 판단할 때 가장 유용하게 사용되는 현금흐름 지표이다. 기업의 성장성에 따라 잉여현금흐름의 판단 기준이 달라지므로 사업분석과 연계하여 판단한다.

#### ④ 운영업운전자본/매출액 (%)

매출대비 운전자금 부담 정도를 측정하는 지표이다. 영업활동에 있어 운영업운전자본으로 인한 자금부담을 측정하여 영업내 유동성 압박정도를 판단한다. 추세를 분석하여 변화 원인의 파악에 초점을 둔다.

#### ⑤ 매출채권/매출액 (%)

운전자금 부담을 판단하는 보조지표로 매출액 대비 매출채권 비중을 의미한다. 업종평균 및 과거 추세를 검토하고 변화 원인을 분석한다. 매출채권이 증가한 경우 운전자금 부담이 가중될 수 있으며, 부실채권의 문제가 발생할 수 있다. 또한 매출채권이 과소하거나 과다한 경우 분석의 가능성이 높으므로 주의가 필요하다. 매출액 대비 매입채무와 연계하여 운전자금 부담 정도를 판단한다.

#### ⑥ 재고자산/매출액 (%)

운전자금 부담을 판단하는 보조지표로 매출액 대비 재고자산 비중을 의미한다. 업종평균 및 과거 추세를 검토하고 변화 원인을 분석한다. 재고자산의 증가는 영업경쟁력 저하에 기인할 수 있으므로 사업분석과 연계하여 판단한다. 반면, 영업의 활성화를 대비하여 재고자산을 증가시킬 수 있으며, 원재료 구매비용을 절감을 위하여 원재료 재고를 증가시킬 수도 있으므로 재고자산의 내용(제품, 재공품, 원재료 등)을 확인하고 증가 원인을 파악하여야 한다.

#### ⑦ 매입채무/매출액 (%)

운전자금 부담을 판단하는 보조지표로 매출액 대비 매입채무 비중을 의미한다. 업종평균 및 과거 추세를 검토하고 변화 원인을 분석한다. 매입채무의 감소는 운전자금 부담으로 작용하지만, 결제조건의 변경에 따른 비용 감소 효과도 있어 원가구조와 연계하여 검토되어야 한다. 반면 매입채무의 증가는 현재 시점의 운전자금 부담은 완화시키지만, 매입채무는 언젠가는 갚아야 할 채무이므로 미래 현금흐름에 악영향을 미칠 수 있어 구조적인 변화 여부를 확인할 필요가 있으며 향후 도래되는 매입채무 부담 정도에 대해 검토하여야 한다.

#### ⑧ 영업활동조달현금/부채 (%)

영업활동조달현금으로 부채를 상환할 수 있는 능력을 측정하는 지표로서 장기적인 채무상환능력을 판단하는 지표이다. 단기적인 채무상환능력을 표시하는 부채상환계수와 연계하여 분석한다.

#### ⑨ 부채상환계수 (%)

정상적인 영업활동을 통해 창출되는 내부자금으로 차입원리금 상환도래분을 어느 정도 충당할 수 있는지 판단하는 지표로 단기상환능력을 측정하는 지표이다. 단기상환부채의 회전연장(Revolving) 가능성이 낮은 경우 부채상환계수는 중요한 유동성 판단 지표가 된다.



## ⑩ EBITDA/금융비용 (%)

경상적으로 지출되는 금융비용에 대한 영업현금의 Coverage를 측정하는 지표로 최소한 금융비용보다는 많은 현금영업이익이 창출되어야 한다.

## ⑪ EBITDA/총차입금 (%)

현금영업이익으로 차입금을 상환할 수 있는 능력을 판단하는 지표이다. 차입금의 만기구조와 연계하여 분석하여야 한다.

## 현금흐름 지표 해석 방법

현금흐름의 우·불량 여부는 1개년의 현금흐름 상태로만 판단할 수 없으며 현금흐름의 추이 및 현금유출 규모와 비교하여 판단하여야 한다. 기본적으로 매출액 대비 현금영업이익 규모의 3년 ~ 5년의 추이 또는 최소 3개년 평균을 동종 업종 평균 또는 경쟁사와 비교하여 전반적으로 양호한 상태가 유지될 경우에 현금창출능력이 양호하다고 판단한다.

매출액 대비 현금영업이익이 높다하더라도 부채 규모와 비교하여 부채를 상환하기에 불충분하다면 유동성 또는 장기 채무상환능력에 문제가 발생할 수 있어 현금창출능력이 양호하다고 판단하여서는 아니된다.

현금영업이익으로 금융비용을 충분히 감당할 수 있는 정도(업종평균과 비교)라면 영업활동조달 현금(또는 잉여현금흐름)이 지속적으로 “+”를 유지하고 있는지 또는 “-” 전환시 추가 필요 자금 조달 여력 등을 검토하여 미래에 상환해야할 채무를 어느 정도 부담할 수 있는지를 판단한다.

## 6. 유동성 분석

유동성 분석은 현금화될 수 있는 자산이 현금으로 지불해야 할 부채수준에 비해 충분한지 여부를 검토하는 것으로 단기지급능력을 평가하는 중요한 요소이다. 유동성은 단기지급능력이라는 측면에서 운전자본분석, 현금흐름분석과 밀접한 관련이 있다.

현금흐름은 일정 기간 동안의 현금 유량(Flow)에 초점을 맞추기 때문에 저량(Stock)도 함께 고려하여야 한다. 다만 대차대조표에 기초한 유동성 지표는 현재 이용 가능한 현금수준을 나타낼 뿐 부채를 상환해야 하는 시기에 동일한 규모의 현금화 될 수 있는 자산을 보유하고 있는 지 여부와는 다소 거리가 있다. 하지만 기업이 직면하는 유동성 상황은 대부분 매출채권 회수 등과 관련된 운전자본에 큰 영향을 받고 있기 때문에 영업자산의 질과 효율성은 향후의 유동성을 판단하는 유용한 정보를 제공한다.

- 현금 및 현금등가물, 금융상품, 투자유가증권 등 보유자산의 시장가치 및 활용가능성
- 매출채권, 재고자산, 매입채무 등 운전자본 관련 변화 원인 및 전망

- 금융기관과의 한도거래, 우발채무 등 재무융통성

유동성 분석에 있어서 유동성 확보를 위한 적시성, 현금화 가능성 등에 따라 보유자산을 적절히 조정하여 판단하여야 한다. 매출이 감소하는 상황에서의 재고자산은 유동화가 쉽지 않아 단기 유동성을 판단할 때는 제외하여 판단하는 것이 적절하며, 시장성이 있는 유가증권을 제외하고는 적시성과 적정 가격으로 매각하는 것이 어려운 경우가 많다. 특히 기업이 직면한 상황에 따라 금융기관과의 한도거래, 우발채무 등도 기업의 유동성에 큰 영향을 줄 수 있으므로, 재무융통성도 함께 고려하여 분석하여야 한다.

## 운전자본

운전자본분석은 대체자금조달여력이 낮고 영업변동성이 높은 중소기업에서 유동성을 판단하는 기준으로 중요하다. 순운전자본과 순영업운전자본의 개념을 대표적으로 사용한다.

- 순운전자본 = 유동자산 - 유동부채
- 순영업운전자본 = 매출채권 + 재고자산 - 매입채무  
(또는) = 현금 + 매출채권 + 재고자산 - 매입채무 - 미지급금

순운전자본은 유동자산으로 유동부채를 상환하고 남는 여유자산으로 기업의 단기지급능력을 평가하는 데 중요한 요소이다. 순영업운전자본은 협의의 순운전자본으로 유동자산에서 매출채권과 재고자산, 유동부채에서 매입채무가 차지하는 비중이 가장 크고 영업과 직접적인 연관관계를 가지고 있으므로 영업활동에 사용되는 운전자금의 부담을 측정하는 데 유용하다.

일반적으로 매출이 증가하면 매출액 대비 순운전자본의 비중은 일정할 수 있지만 순운전자본의 크기는 증가한다. 즉 매출이 증가하면 이에 따른 매출채권도 증가하게 되고 적정한 재고자산을 유지하기 위해서 운전자금이 추가적으로 더 필요하게 된다. 순영업운전자본을 필요한운전자금이라고도 한다. 순영업운전자본(또는 필요한운전자금)을 판단할 때는 매출채권의 할인분까지 포함하여 판단하여야 한다. 받을어음 또는 외상매출금을 할인한 경우에는 매출채권으로 계상하지 않으므로 운전자금 부담 정도를 왜곡시킨다.

일반적으로 매출이 증가하면 필요한운전자금은 증가하게 되어 차입금이 증가하여 수익성 및 단기지급능력이 약화되는 현상이 발생하는 경우가 많다. 따라서 매출 증가시 내부 유보 자금으로 운전자금 부담을 감당할 수 있는지 또는 매출 증가를 통한 현금창출로 차입금 증가분을 감당할 수 있는 지 여부를 면밀히 검토하여야 한다.

또한 매출이 감소한 경우 운전자금 부담이 감소하여 단기적으로 유동성이 개선되는 착시 현상이 발생하기도 한다. 하지만 매출의 감소는 현금창출능력의 약화를 의미하므로 유동성을 판단함에 있어 유의하여야 한다.

## 유동성 관련 주요재무비율

유동성 관련 재무비율은 주로 현금 및 유동자산과 유동부채와의 상대비교를 통해 만들어지며, 운전자금에 따른 유동성을 파악하기 위해서 매출액과 연계된 지표도 주로 사용된다. 또한 궁극적으로



는 매출을 통해 창출된 현금흐름으로 채무를 상환하여야 하므로 현금흐름 관련 지표도 유용하다.

재무비율	산식	의 미
<b>유동비율(%)</b>	<b>유동자산/유동부채 × 100</b>	<b>유동부채에 대한 유동자산의 Coverage로 단기 지급능력 및 유동성여력을 측정</b>
현금성자산/유동부채 (%)	현금및단기금융상품 / 유동부채 × 100	유동부채에 대한 현금성자산의 Coverage로 단기 지급능력 및 유동여력을 보수적으로 측정하는 지표
<b>현금성자산/총부채 (%)</b>	<b>현금및단기금융상품 / 부채총계 × 100</b>	<b>총부채에 대한 현금성자산의 Coverage로 단기 지급능력 및 유동여력을 가장 보수적으로 측정하는 지표</b>
현금성자산/매출액 (%)	현금및단기금융상품 / 매출액 × 100	영업활동에 소요되는 기초 자금을 어느 정도 현금성 자산으로 보유하고 있는가를 판단하는 지표
당좌비율(%)	당좌자산/유동부채 × 100	유동자산 중 현금화가 가능성이 낮은 재고자산을 차감하고 단기지급능력 및 유동성여력을 측정하는 지표
총자산회전율(회)	매출액/자산총계 × 100	투하한 총자산의 운용능력을 총괄적으로 표시하는 지표
<b>순영업자본회전율(회)</b>	<b>매출액/순영업자본</b>	<b>순영업자본(매출채권+재고자산-매입채무)의 운용능력을 표시하는 지표</b>
매출채권회전기간(일)	365/매출채권회전율	매출채권의 현금화속도로서 기업유동성 측정의 동태적 의미
재고자산회전기간(일)	365/재고자산회전율	재고자산의 현금화속도로서 기간이 짧을수록 재고 손실방지, 보험료, 보관료 절약 등 재고관리비용 절감
매입채무회전기간(일)	365/매입채무회전율	지급어음 및 외상매출금의 지급속도를 나타내는 지표
<b>단기상환의무/EBITDA (%)</b>	<b>(단기차입금+유동성차입금 +유동성리스부채+이자비용+매출채권처분손실+매입채무)/EBITDA × 100</b>	<b>영업활동을 통해 창출되는 내부자금으로 단기에 상환해야하는 부채를 충당할 수 있는 정도를 측정하는 지표</b>

### ① 유동비율 (%)

유동부채에 대한 유동자산의 Coverage로 단기지급능력 및 유동성여력을 측정하는 지표이다. 재고자산은 유동화가 쉽지 않은 측면이 있으므로 유동자산 중에 재고자산이 많은 경우 재고자산을 차감하고 분석할 필요가 있으며, 매출채권의 부실화 가능성을 고려하여 적절히 상각하여 판단하여야 한다.

### ② 현금성자산/유동부채 (%)

유동부채에 대한 현금성자산의 Coverage로 단기지급능력 및 유동여력을 보수적으로 측정하는 지표이다. 중소기업의 경우 매출채권에 대한 대손상각이 적절히 이루어지지 않는 경우가 많으므로 보수적인 관점에서 유용한 지표이다.

### ③ 현금성자산/총부채 (%)

총부채에 대한 현금성자산의 Coverage로 단기지급능력 및 유동여력을 가장 보수적으로 측정하는 지표이다. 중소기업은 단기차입금을 장기차입금으로 분류하여 계상하는 경우가 있어 총부채를 단기부채로 고려하여 유동성을 판단하는 것이 적절할 경우가 있다.

#### ④ 현금성자산/매출액 (%)

영업활동을 위한 기업 운영자금으로 어느 정도 현금성 자산을 보유하고 있는가를 판단하는 지표이다.

#### ⑤ 당좌비율 (%)

당좌비율은 유동자산 중 현금화가능성이 낮은 재고자산을 차감하고 단기지급능력 및 유동성여력을 측정하는 지표이다.

#### ⑥ 총자산회전율 (회)

총자산회전율은 투하한 총자산의 운용능력을 총괄적으로 표시하는 지표로 매출을 발생시키기 위해 1년 동안 총자산이 몇 번 사용되었는가를 나타낸다. 총자산회전율이 높을수록 유동자산과 고정자산을 효율적으로 이용되고 있다는 것을 의미한다.

#### ⑦ 순영업자본회전율 (회)

순영업자본회전율은 순영업자본(매출채권+재고자산-매입채무)의 운용능력을 표시하는 지표로 순영업자본회전율이 높을수록 순영업자본을 효과적으로 사용함을 의미하며, 매출채권회전기간, 재고자산회전기간, 매입채무회전기간과 연계하여 분석한다.

#### ⑧ 매출채권회전기간 (일)

매출채권 회전기간은 매출채권의 현금화속도로서 기업유동성 측정의 동태적 의미를 말한다. 회전기간의 변화 원인(결제조건 및 결제기간의 변화 또는 부실채권의 증가)과 추이를 검토하여 변화 원인이 구조적인 것인지 일시적인 현상인지를 판단한다. 회전기간이 길어지면 운전자금 부담 증가로 유동성 악화될 가능성이 높다. 다만, 매출채권 회전기간이 증가하더라도 매입채무 회전기간이 같이 증가하면 운전자금 부담은 증가하지 않을 수 있다.

#### ⑨ 재고자산회전기간 (일)

재고자산 회전기간은 재고자산의 현금화속도로서 기간이 짧을수록 재고손실방지, 보험료, 보관료 절약 등 재고관리비용이 절감된다. 재고가 적정수준 이하이면 수요변동에 대한 대응력이 떨어질 수도 있으며 재고자산회전기간의 증가는 영업활동성의 저하 가능성을 의미할 수 있으므로 사업분석과 연계하여 경쟁력의 저하 여부를 판단하여야 한다.

#### ⑩ 매입채무회전기간 (일)

매입채무 회전기간은 지급어음 및 외상매출금의 지급속도를 나타내며 매입채무가 원활하게 결제되고 있는가를 판단하는 지표이다. 매입채무회전기간이 긴 경우에는 유통어음의 발행여부, 현금영업이익 대비 매입채무 규모, 현금흐름의 왜곡 가능성, 운전자금의 압박 여부 등의 확인이 필요하다.

#### ⑪ 단기상환의무/EBITDA (%)

유동성면에서 회사의 부담정도를 파악하기 위한 지표로 영업활동을 통해 창출되는 내부자금으로 단기에 상환해야하는 부채를 충당할 수 있는 정도를 의미한다. 100% 이상일 경우

대체자금조달여력 등 재무유통성을 확인하여 유동성 여력을 판단하여야 한다.

## 유동성 지표 해석 방법

유동성을 판단하는 기본지표로는 유동비율, 당좌비율이 가장 많이 사용된다. 하지만 궁극적으로 매출을 통해 창출된 현금으로 단기에 상환해야하는 부채를 상환할 수만 있다면 유동성 측면에서 별다른 문제는 없을 수 있다. 따라서 단기상환의무/EBITDA 비율을 중심으로 현금창출규모가 미흡한 경우에 다른 지표를 추가적으로 검토하여 유동성을 판단한다.

단기상환의무/EBITDA 비율이 100% 이상일 경우에는 유동비율(또는 당좌비율, 현금성자산/부채 비율), 필요한전자금 증가 규모 등을 추가 검토하여 유동성을 판단한다. 유동비율은 최소한 100% 이상은 되어야 하며 일반적으로 200% 이상을 양호한 수준으로 판단한다. 재고자산이 과다한 경우에는 유동비율보다는 당좌비율을 업종평균 또는 경쟁사와 비교하여 판단한다.

중소기업의 경우에는 고정부채와 유동부채의 분류가 모호한 경우가 많고 유동자산 중 매출채권의 비중이 높아 매출채권의 회수지연과 부실화에 따른 유동성 위험이 높으므로 총부채 대비 현금성 자산 비중으로 유동성을 판단할 필요가 있다. 통상 중소기업은 대체자금조달여력이 불충분하고 자금관리능력이 미흡한 경우가 많으므로 충분한 현금성 자산을 보유하고 있어야 특수상황에 대비할 수 있다.

중소기업의 유동성 판단에서 중요한 지표는 운전자금 분석이다. 시설투자와 같은 대규모의 투자가 자주 발생하지 않는 중소기업은 대부분의 현금이 운전자금에 사용된다. 따라서 운전자금 소요 부담의 증감을 검토하여야 한다. 통상 운영업운전자본이 필요한전자금이므로 필요한전자금의 향후 증감 가능성을 판단하여 추가적으로 소요되는 필요한전자금의 규모를 측정하고 이를 어떻게 조달할 것인지를 검토하여 유동성을 판단한다.

매출채권회전기간, 재고자산회전기간 및 매입채무회전기간이 업종평균 또는 경쟁사 대비 길거나 짧은 경우에는 업종평균으로 운영업운전자본을 재계산하여 일반적인 필요한전자금을 측정하고 개별 기업의 운영업운전자본과의 차이를 보완할 수 있는 현금성 자산이나 추가 차입여력 또는 현금영업이익으로 감당할 수 있는지를 판단한다.

통상 중소기업의 필요한전자금 부담능력을 측정하기 위해서는 매출액 대비 현금성자산 비율을 사용한다. 기업운영을 위해서는 일정수준의 현금 보유하고 있어야 한다. 이는 추가로 소요되는 운전자금에 대해 대비하고 인건비의 지급, 경비의 지출 등 운영자금 지출을 위해서이다. 최소한 매출액 기준으로 1개월 이상의 현금 보유하고 있어야 최소한의 보완장치는 확보할 수 있다.

## 7. 재무구조 분석

재무구조 분석은 채무불이행 위기에 봉착하지 않도록 기업내부에 축적된 상환재원의 크기를 분석하고 차입금 분석을 통해 자금조달 계획의 유효성, 대체자금조달 능력 등을 검토하여 재무구조의 안정성을 분석하는 것이다.

- 보유자산의 규모와 실질가치 분석을 통한 자산의 담보능력 검토
- 자산계정 구성 내용 및 변화 추이 검토 (유동자산, 고정자산, 투자자산)
- 부채계정 구성 내용 및 변화 추이 검토 (차입금, 유동부채, 고정부채 등)
- 자산, 매출액 및 이익(영업이익, 경상이익, 당기순이익) 대비 부채 규모의 적정성 검토
- 향후 투자계획 및 자금조달 계획 검토
- 계열사 지급보증 등 우발채무 검토

타인자본에 대한 의존도가 높다는 것은 손실을 흡수할 자기자본의 양이 그만큼 적다는 것을 의미하기 때문에 경기침체기나 환경변화시 유동성 검색에 직면할 가능성이 높다는 것을 의미한다. 또한 타인자본에 대한 높은 의존도는 이자부담을 수반하게 되어 수익성이 저하되고 영업활동창출현금을 통한 금융비용 Coverage를 저하시켜 장기채무상환능력을 저하시킨다.

### 재무구조 관련 주요재무비율

재무구조 관련 재무지표는 대차대조표 상의 자산, 부채, 자본의 세부 계정들을 이용하는 것이 일반적이지만 영업활동을 통해 창출되는 현금을 기준으로 상대적인 채무부담능력을 측정하기도 한다.

재무비율	산식	의 미
총자산증가율(%)	당기자산총계/전기자산총계 × 100 - 100	기업의 성장성을 판단하는 지표
자기자본비율(%)	자기자본/자산총계 × 100	총자산에서 자기자본이 차지하는 비중으로 자기자본 충실도를 의미함
부채비율(%)	부채총계/자기자본 × 100	자기자본으로 타인자본을 어느 정도 총당할 수 있는지를 측정하는 지표
유동부채비율(%)	유동부채/자기자본 × 100	자기자본 대비 유동부채 비중
고정장기적합률(%)	고정자산(고정부채 + 자기자본) × 100	자본배분의 적정여부를 판단하는 대표적인 지표
차입금의존도(%)	총차입금/자산총계 × 100	총자산중 이자비용 부담이 뒤따르는 차입금 비중
차입금비율(%)	총차입금/자기자본 × 100	차입금에 대한 자기자본의 Coverage 정도 판단 지표
부채/EBITDA(%)	부채총계/EBITDA × 100	총부채에 대한 부담 정도를 EBITDA를 기준으로 측정(영업을 통한 현금창출능력으로 부채 규모의 적정성을 판단하는 지표)
유동부채/EBITDA(%)	유동부채/EBITDA × 100	단기상환의무가 있는 유동부채에 대한 부담을 EBITDA를 기준으로 측정

#### ① 총자산증가율 (%)

총자산증가율은 기업의 성장성을 판단하는 지표로 매출증가율과 연계하여 분석하여야 한다. 총자산증가율 보다는 매출증가율이 더 중요한 성장성 판단지표이며 업종평균 또는 전기와 비교하여 성장성을 판단한다.

#### ② 자기자본비율 (%)

자기자본비율은 총자산에서 자기자본이 차지하는 비중으로 자기자본 충실도를 의미한다. 통상 업종평균과 비교하여 높을 수록 안정성이 높은 것으로 판단한다.

### ③ 부채비율 (%)

부채비율은 자기자본으로 타인자본을 어느 정도 충당할 수 있는지를 측정하는 지표로 가장 대표적인 재무안정성 지표이다. 100% 이하를 표준비율로 보나 기업경영측면에서는 단기적인 상환압력이 없는 한 투자수익률이 이자율을 상회하면 타인자본을 이용하는 것이 유리하다.

중소기업은 자산변동성이 높아 비율 자체보다는 전체 부채규모의 변화 추이에 대한 원인 분석에 초점을 두어야 한다. 특히 주택건설사의 경우 분양결과로 분양선수금이 크게 증가했을 경우에 부채비율이 대폭 상승될 수 있어 일반적인 제조업체들의 부채비율 상승과는 해석을 달리해야 한다.

### ④ 유동부채비율 (%)

유동부채비율은 부채비율의 보조지표로 자기자본 대비 유동부채 비중을 의미한다. 100%를 상회할 경우 자본구성의 안정성이 결여된 것으로 판단한다.

### ⑤ 고정장기적합률 (%)

고정장기적합률은 자본배분의 적정여부를 판단하는 대표적인 지표로 고정자산투자가 많은 업종의 분석시 유용하다. 장기자금(자기자본 및 고정부채)을 통한 고정자산투자 정도를 측정하는 지표로 100% 이하를 표준비율로 본다.

### ⑥ 차입금의존도 (%)

차입금의존도는 총자산중 이자비용 부담이 뒤따르는 차입금 비중을 의미한다. 기업의 자본구성의 안정성과 관계가 있으며, 차입금의존도가 높을수록 금융비용 부담으로 인하여 수익성이 저하되는 경향이 있다. 차입금의존도가 높으면 이자비용 부담이 커서 수익성 및 대체자금조달여력이 떨어져 경기침체기에 채무불이행의 위험이 높아진다.

### ⑦ 차입금비율 (%)

차입금비율은 차입금의존도의 보조지표로 자기자본 중 차입금 비중을 말하며 차입금에 대한 자기자본의 Coverage 정도를 판단하는 지표이다.

### ⑧ 부채/EBITDA (%)

총부채에 대한 부담을 EBITDA를 기준으로 측정한 것으로 영업을 통한 현금창출능력으로 부채 규모의 적정성을 판단하는 지표이다. 비율이 높으면 현금창출능력에 비해 부채 규모가 과다한 것으로 재무안정성이 열위하다고 판단할 수 있다. 단기차입금을 장기차입금으로 계상하는 경향이 있는 중소기업의 유동성 판단에 유용한 지표이다.

### ⑨ 유동부채/EBITDA (%)

단기상환의무가 있는 유동부채에 대한 부담을 EBITDA를 기준으로 측정한 지표로 비율이 높으면



유동부채가 기업의 현금창출능력에 비해 과다하여 유동성이 열위하다고 판단할 수 있다.

## 재무구조 지표 해석 방법

채무안정성 판단의 기본 지표로 부채비율, 유형자산 대비 부채비율, 차입금의존도, EBITDA 대비 부채비율을 많이 활용한다. 자기자본 대비 부채규모가 적을수록 장기적인 채무상환능력을 보장할 수 있기 때문에 부채비율을 가장 기본 지표로 활용한다. 통상 부채비율은 100%를 표준비율로 간주하여 100% 이하인 경우에 양호한 것으로 판단한다.

하지만 부채비율로만 채무안정성을 판단할 수는 없다. 부채비율이 낮다고 하더라도 매출을 통한 현금창출로 부채를 상환할 수 없는 정도의 규모라면 현재의 부채비율을 유지할 수 없을 가능성이 높아 점진적으로 부채규모는 증가하여 채무안정성은 악화될 것이다.

반면 부채비율이 높다고 하더라도 매출을 통한 현금창출 규모가 부채를 상환하고도 남을 정도라면 타인자본을 조달하는 것이 자기자본 수익률 측면에서는 더 유리할 수 있다. 하지만 장기적으로 부채비율이 높은 것은 채무안정성을 저해하는 요소로 신용평가시에는 보수적인 관점에서 판단하여야 한다.

중소기업은 규모의 영세성으로 인해 부채비율의 변동성이 매우 높다. 또한 소규모의 부채 상환이나 자본증자를 통해서도 부채비율을 급격히 낮출 수 있어 부채비율이 100% 이하로 낮다고 하여 재무구조가 안정적이라고 판단할 수 없다. 따라서 중소기업의 재무구조를 판단할 때에는 매출을 통한 현금창출 규모와 부채 규모 자체를 비교하거나 유형자산 대비 부채 규모를 비교하는 것이 바람직하다.

유형자산 대비 부채 규모를 비교하는 것은 중소기업의 특성상 매출채권이나 재고자산이 전체 자산에서 차지하는 비중이 높아 매출채권 회수기간이 연장되거나 회수가 불가능할 경우 채무상환자금으로 활용되기 어렵기 때문이다. 또한 유형자산은 부채 상환의 담보로 제공될 수 있으므로 추가적인 담보제공을 통한 추가 자금차입여력의 판단지표로도 활용될 수 있다.

부채비율이 낮다고 하더라도 차입금의존도가 높다면 재무구조가 안정적이라고 판단하기 어렵다. 차입금은 경기침체시 금융기관의 여신정책에 따라 상환부담이 가중될 수 있으며 기업의 매출 감소 등 채무안정성이 악화될 것으로 우려될 경우에도 상환부담을 가중시킨다.

궁극적으로 부채규모의 적정성 여부는 매출을 통한 현금창출능력과의 비교를 통해서 판단된다. 매출을 통한 현금흐름보다 과다한 부채는 부채비율이 아무리 낮다고 하더라도 장기적으로 채무안정성을 저해할 수 있다. 차입금의 조달로 신규 투자가 이루어졌다면 투자의 효과가 언제 나타날 것이며 어느 정도의 매출 성장과 현금창출로 이어질 것인지에 따라 부채 규모의 적정성을 판단해야한다.

## 8. 재무융통성 분석

재무융통성은 정상적인 영업활동 및 신용상태에 영향을 미치지 않고도 경기침체 및 시중자금

경색 등 환경변화에 효과적으로 대처하여 채무상환능력을 제고할 수 있는 능력을 의미하며 기업의 지급불능위험에 대한 최종적인 방어수단이다.

총 소요자금을 영업활동을 통하여 창출된 현금으로 전액 조달 가능하다면 신용도 측면에서 가장 이상적이지만 대부분의 경우 영업활동을 통해 기대되는 미래 현금창출 규모는 총 소요자금 규모에 미달하는 것이 대부분이다. 이에 따라 미래에 예상되는 부족자금을 다른 수단을 통해 안정적으로 조달할 수 있는가는 채무상환능력을 판단하는 데 매우 중요한 요소이다.

- 대체자금조달능력 (지급보증, 담보제공, 계열사의 지원, 대주주의 지원, 자산의 처분)
- 자금조달계획 및 자금사용계획의 융통성
- 우발채무, 소송 및 금융거래실적 등

자금의 수요측면에서는 투자의 통제 가능성, 운전자금의 절감 가능성, 채무상환금액의 균등 분포 정도 등으로 재무융통성을 판단할 수 있으며, 자금의 조달측면에서는 유가증권 등 투자자산과 고정자산의 처분 가능성, 신규 차입 등 대체자금 조달수단의 다양화 정도, 조달 능력 등 예비유동성(Back-up Liquidity)에 대한 검토를 통해 재무융통성을 판단한다.

재무융통성은 대 금융기관 신인도, 자본시장 접근도, 보유자산의 담보여력 뿐만 아니라 계열사의 지원여력, 대주주의 재력 등도 중요한 평가요소로 고려된다.

## 9. 신용등급과 재무지표

각각의 재무지표는 나름대로 고유의 의미를 가지고 있지만 대개 기업이 직면한 상황 중 특정된 한쪽 측면만을 설명하고 있는 경우가 대부분이다. 따라서 각각의 재무지표는 다른 재무지표와 연계되어 해석되어야 한다.

또한 일반적으로 재무지표는 서로 밀접한 연관관계를 가지고 있으므로 차입금의존도, 부채비율 등과 같이 유사한 범주 내에 있는 지표들은 동일한 방향으로 움직이는 것이 일반적이다. 만약 유사지표들의 변화방향이 서로 상이하다면 이에 대한 원인을 파악하고 미래에 어떤 영향을 미칠 것인지를 판단하여야 한다.

기업의 규모, 업종의 특성에 따라 기업의 신용도를 판단하는 재무지표나 이에 대한 해석방법은 상이할 수 있다. 일반적으로 기업규모가 영세할수록 외부환경에 대한 민감도가 확대되므로 동일한 부채비율이라고 하더라도 외부환경에 대한 대응능력이 상대적으로 양호한 대기업은 우호적으로 해석될 수 있지만 중소기업은 안정성을 유지하기 위하여 부정적으로 해석될 수도 있다.

업종에 따라서도 재무지표는 달리 해석되어야 한다. 기계장치 등에 대한 투자가 필요한 제조업 종은 고정자산의 비중이 높은 반면, 건설업종은 매출채권이 자산의 대부분을 차지하는 경우가 많아 유동성을 판단하는 기준도 상이하여야 한다.

## 신용등급별 재무지표 분석결과

신용등급별 재무비율에 대한 분석결과는 다음과 같다. 2006년 6월 2일 부터 2007년 2월 26일까지 평가한 3,176건의 신용등급을 기초로 기업형태에 따라 외감법인 이상(총자산 70억원 미만이라도 유가증권 또는 코스닥 상장 법인은 포함), 일반법인(총자산 70억원 이하 비외감 법인), 개인사업자로 구분하여 3개년 평균을 기준으로 등급별 주요재무비율을 분석하였다.

신용등급은 “+”, “-” 우열(notch)을 제외한 10등급체계로 B등급 이상에 대해서 분석하였다. 또한 형태에 따른 대표값은 평균, 5%절단평균, 중위값 중 기업형태별 재무지표의 특성을 가장 잘 반영하는 값을 사용하였으며, 등급별로 유의미한 결과가 도출되지 않은 경우에는 분석에서 제외하였다.

< 형태별/등급별 주요재무비율 분석 결과 >

재무지표		형태	AAA	AA	A	BBB	BB	B	비고
수익성	영업이익률 (%)	외감이상	16.09%	9.45%	7.02%	6.75%	5.59%	3.54%	평균
		일반법인			7.04%	6.26%	4.63%	2.83%	절단평균
	총자산순이익률 (%)	외감이상	15.10%	11.90%	9.36%	8.44%	5.11%	2.55%	평균
		일반법인			12.06%	10.53%	7.78%	5.39%	절단평균
	EBITDA마진율 (%)	외감이상	22.17%	8.55%	7.48%	7.35%	6.89%	6.95%	중위값
		일반법인			8.36%	7.46%	6.10%	4.74%	절단평균
현금흐름	영업활동조달 현금/부채(%)	외감이상	93.93%	49.14%	40.15%	24.93%	14.31%	5.49%	절단평균
		일반법인			60.77%	40.14%	19.44%	9.19%	중위값
	잉여현금흐름 /매출액(%)	외감이상	9.02%	5.49%	3.69%	2.04%	-1.43%	-2.33%	절단평균
		일반법인			4.84%	3.44%	1.13%	-1.37%	절단평균
유동성	유동비율 (%)	외감이상	160.48%	259.21%	271.93%	197.17%	128.55%	117.74%	중위값
		일반법인			392.78%	356.98%	261.86%	201.04%	중위값
	현금성자산 /총부채(%)	외감이상	73.02%	104.60%	87.31%	28.22%	15.85%	8.71%	중위값
		일반법인			313.38%	164.17%	111.19%	61.55%	절단평균
	현금성자산 회전기간(일)	외감이상	60.18	73.59	54.61	31.38	23.68	18.78	중위값
		일반법인			44.19	44.41	30.52	23.29	중위값
	매출채권 회전기간(일)	외감이상	16.04	43.19	50.59	69.68	72.06	79.57	중위값
		일반법인			35.91	45.43	49.56	54.76	평균
재무구조	부채비율 (%)	외감이상	35.16%	47.94%	53.91%	104.86%	190.21%	362.14%	절단평균
		일반법인			46.40%	64.95%	115.11%	229.97%	평균
	차입금의존도(%)	외감이상	0.56%	1.70%	4.45%	13.47%	26.02%	40.15%	중위값
		일반법인			7.63%	11.02%	17.63%	25.49%	평균
	부채/EBITDA (%)	외감이상	108.81%	214.76%	284.85%	411.73%	601.41%	754.22%	중위값
		일반법인			222.49%	282.53%	524.46%	673.34%	절단평균

※ 등급별 재무비율은 3개년 평균을 적용함.

※ 절단평균 : 상·하위 5%를 제외한 평균값임.



분석대상 수익성 지표로 영업이익률, 총자산순이익률(ROI), EBITDA마진율을 사용하였다. 개인사업자의 경우 총자산 개념이 모호하여 총자산순이익률에서 등급간 유의미한 차이를 보이지 않는다.

영업이익률은 아래로 볼록한 형태로 개인사업자를 제외하고 뚜렷한 등급간 서열 차이를 보이고 있다.

다만, 외감이상 법인인 경우 A등급과 BBB등급 구간에서는 미미한 차이만을 보이고 있다.

개인사업자의 경우에는 등급간 영업이익률 차이가 미세하여 영업이익률만으로 등급별 서열을 구분하기는 어렵다.

총자산순이익률은 선형에 가까운 형태로 뚜렷한 등급간 서열차이를 보이고 있어 개인사업자를 제외하고 수익성 측면에서 등급의 우열을 구분하는데 유용하다.

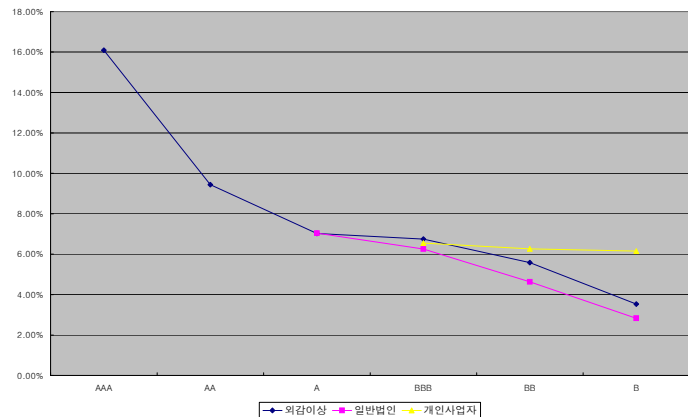
특이한 점은 일반법인이 외감이상 법인보다 동일 등급에서 더 높은 총자산순이익률을 보이고 있다는 점이다. 이는 규모가 작을수록 소규모 투자로 수익을 창출할 수 있으나 진입장벽이 낮고 자산변동성이 높아 외부환경변화에 대응하기 위해서는 보다 높은 수익성이 요구되기 때문이다.

EBITDA마진율은 외감이상의 법인인 경우에 AAA등급을 제외하고 미미한 차이만을 보이고 있으나 일반법인인 경우에는 다소간의 차이를 보이고 있다.

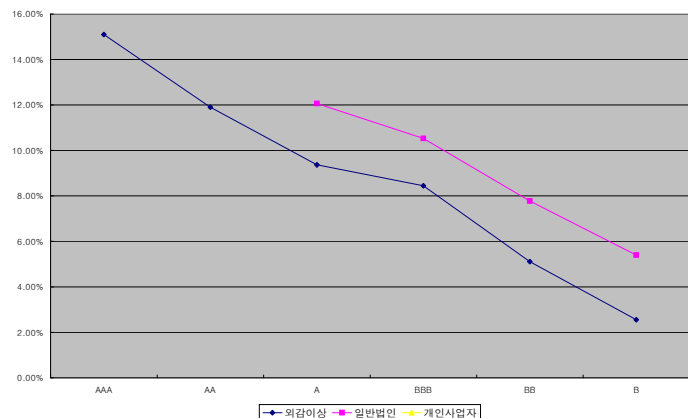
반면 개인사업자인 경우 동일등급에서 외감이상 법인이나 일반법인 보다 더 높은 EBITDA마진율을 보이고 있으며 영업이익률에 비해 등급간 차이를 보이고 있다. 이는 감가상각 등 비현금성 비용에 대한 재무적 신뢰도가 낮아 현금기준 지표가 수익성을 판단하기에 유용하기 때문이다.

분석대상 현금흐름 지표로 부채대비영업활동조달현금비율, 매출액대비잉여현금흐름비율을 사용하였으며, 개인사업자를 제외하고 등급간 뚜렷한 서열차이를 보이고 있다.

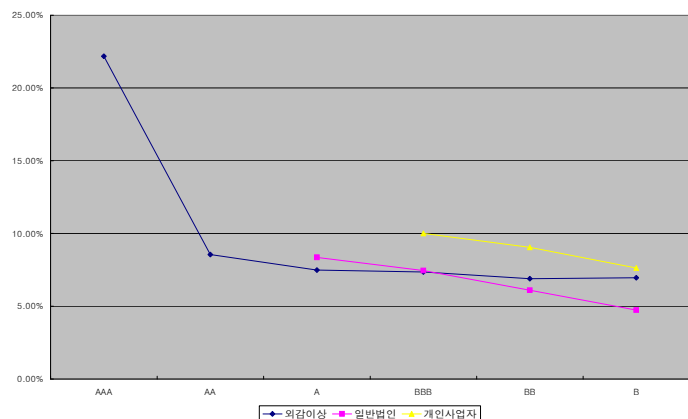
< 그림1 - 영업이익률 >



< 그림2 - 총자산순이익률 >



< 그림3 - EBITDA마진율 >



일반법인인 경우 외감이상 법인에 비해 동일한 등급에서 더 높은 부채대비영업활동조달현금비율을 요구한다. 이는 일반법인의 영세성과 수익성의 한계로 인해 레버리지 효과를 창출하기 어렵기 때문에 외부 차입에 대한 의존도가 낮고 부채규모가 상대적으로 적기 때문이다.

매출액대비잉여현금흐름비율도 등급간 뚜렷한 서열차이를 보이고 있다. 일반법인이 외감이상 법인에 비해 상대적으로 높은 수준을 보이고 있다. 이는 일반법인은 규모의 영세성으로 인해 시설투자 부담이 적기 때문이다.

분석대상 유동성 지표로 유동비율, 부채대비현금성자산비율, 현금성자산회전기간, 매출채권회전기간을 사용하였다. 개인사업자인 경우 재무제표 신뢰도가 낮아 유의미한 서열적 차이를 보이지 않는다.

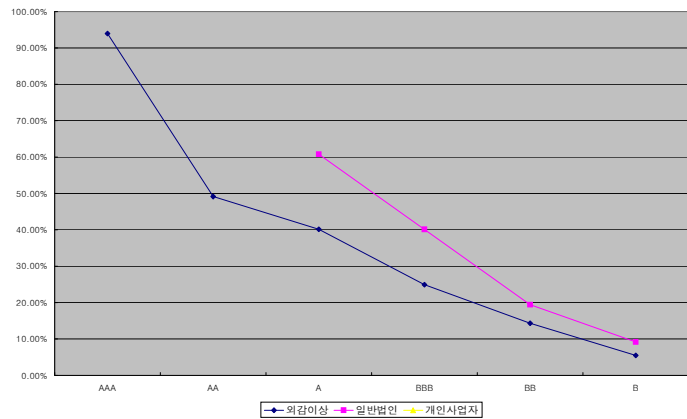
유동비율은 상위등급으로 갈수록 등급간 완만한 차이를 보이고 있으며, 외감이상 법인의 경우 AA등급에서는 오히려 낮아지는 현상을 보이고 있다. 이는 수익성이 양호할수록 유동성 측면보다는 채투자를 통하여 영업을 확대하는 것이 바람직하기 때문이다.

따라서 유동성은 수익성과 연계하여 분석하여야 한다. 수익성이 낮은 상황에서는 높은 수준의 유동성 확보가 요구되는 반면 수익성이 높은 경우에는 채투자를 통한 영업 확대 전략이 필요하다.

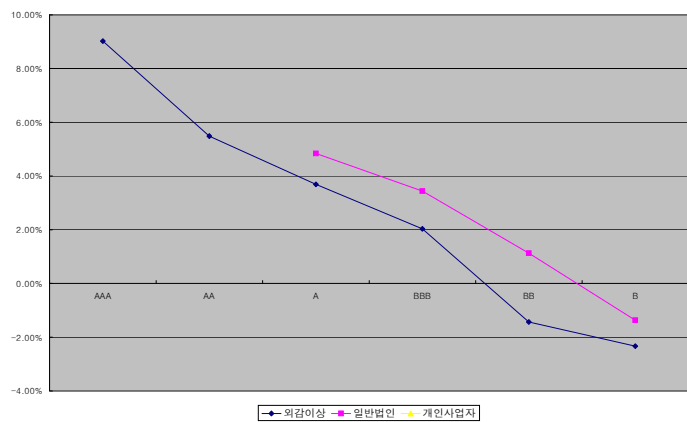
일반법인의 경우에는 외부환경에 대한 대응능력이 낮아 외감이상 기업에 비하여 더 높은 수준의 유동성 확보가 요구되며, 개인사업자인 경우에는 유동성은 유의미한 등급간 차이를 보이지 않는다.

부채대비현금성자산비율도 유동비율과 마찬가지로 수익성이 우수한 경우에는 하락하는 현상을 보이고 있다. 또한 일반법인인 경우에는 보다 높은 현금성자산 보유가 요구된다.

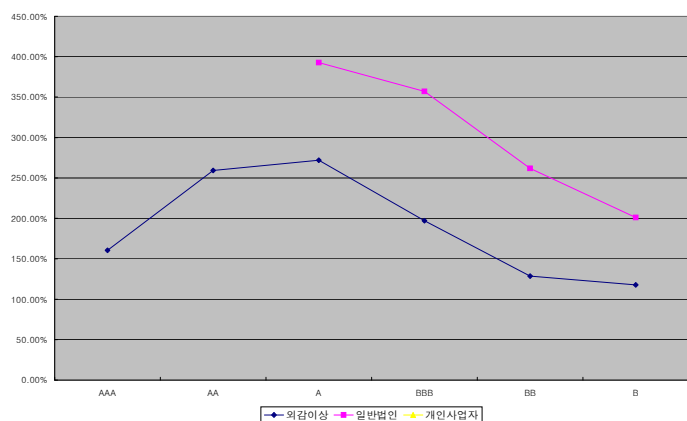
< 그림4 - 영업활동조달현금/부채 >



< 그림5 - 잉여현금흐름/매출액 >



< 그림6 - 유동비율 >



현금성자산회전기간은 매출액대비현금자산을 연중으로 환산한 것으로 몇일 동안의 운영자금을 확보하고 있는가를 의미한다.

수익성이 우수한 경우 유동성 확보를 위한 일정 수준 이상의 현금성자산 보유는 자산의 비효율적 운영이 될 수 있다.

외감이상 법인의 경우 AAA등급에서 현금성자산회전기간이 짧아지는 현상을 보이고 있다. 일반법인의 경우에는 A등급에서 BBB등급보다 현금성자산회전기간이 짧은 현상을 보이고 있다.

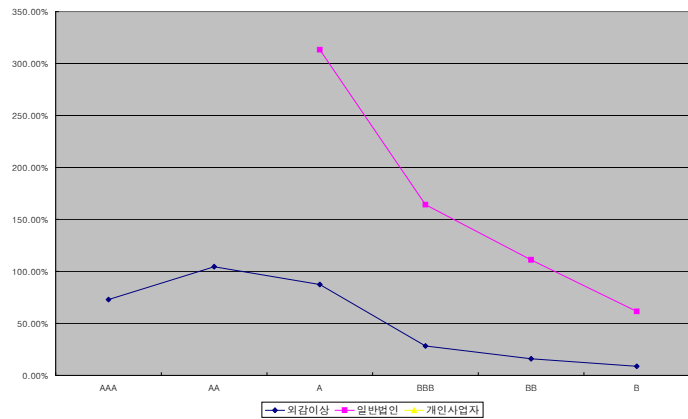
개인사업자의 현금성자산회전기간은 등급별 차이를 보이고는 있으나 대표자 개인의 현금자산과 사업체의 현금자산간의 구분이 모호하므로 분석에 유의해야 한다.

매출채권회전기간은 운전자금 부담을 측정하는 유동성 지표로 매출채권의 현금화 속도를 나타낸다.

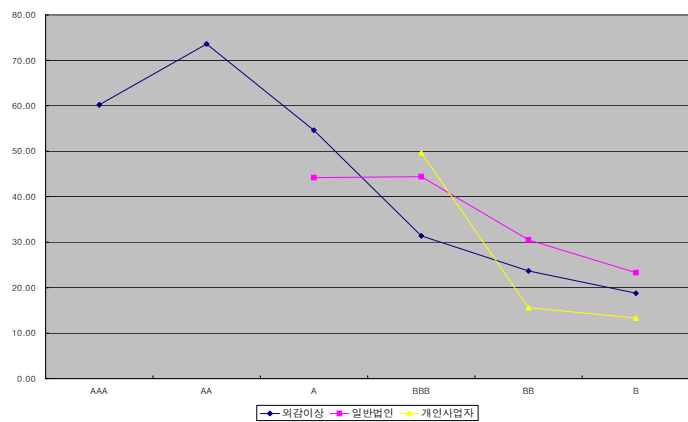
매출채권회전기간은 하위등급으로 갈수록 회전기간이 증가하여 등급간 뚜렷한 서열차이를 보이고 있다.

외감이상 법인인 경우 운전자금 부담능력이 상대적으로 양호하여 동일등급에서 일반법인에 비해 회전기간이 긴 현상을 보이고 있다. 개인사업자의 매출채권회전기간은 등급별로 유의미한 차이를 보이지 않는다.

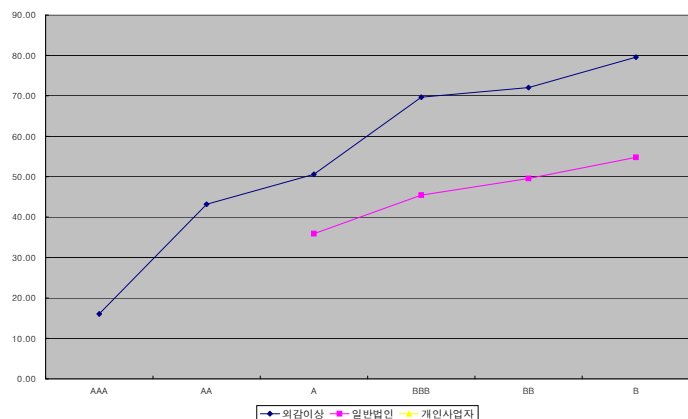
< 그림7 - 현금성자산/총부채 >



< 그림8 - 현금성자산회전기간 >



< 그림9 - 매출채권회전기간 >



채무구조의 분석대상 지표로는 부채비율, 차입금의존도, EBITDA대비부채비율을 사용하였다. 유형자산대비부채비율은 외감이상법인과 일반법인인 경우 등급별 유의미한 서열적 차이를 보이지 않는다.

부채비율은 하위등급으로 갈수록 급속히 높아지는 현상을 보이고 있으며, 외감이상 법인의 경우에 A등급 이상에서 미세한 차이만을 보이고 있다.

따라서 부채비율이 일정수준 이상인 경우 상위등급을 구별하는 데 유용한 지표로 활용하기 어려우며, 투자적격등급(BBB-등급 이상)과 투기등급(BB+등급 이하)을 구별하는 데 유용하다.

일반법인인 경우 외감이상 법인에 비하여 동일한 등급에서 상대적으로 더 낮은 부채비율을 요구한다. 이는 동일한 안정성을 유지하기 위하여 기업규모가 영세할수록 더 우량한 재무구조를 갖추고 있어야 하기 때문이다.

차입금의존도는 부채비율과 유사한 형태를 보이고 있다. 하위등급으로 갈수록 급격한 차이를 보이고 있으며 상위등급에서는 미세한 차이를 보이고 있다.

기업규모의 특성을 반영하여 일반법인과 개인사업자인 경우 외감이상 법인에 비해 동일한 등급에서 상대적으로 더 낮은 차입금의존도를 보이고 있다.

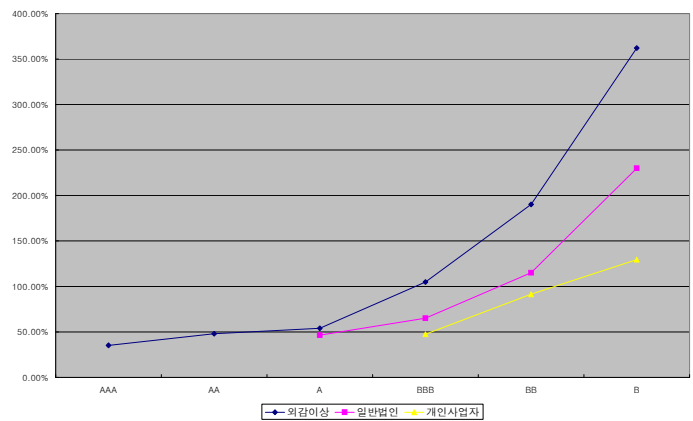
EBITDA대비부채비율은 기업규모의 속성과 등급간 서열차이를 분명하게 보이고 있다. 외감이상인 경우에는 영업변동성이 상대적으로 낮아 상대적으로 높은 수

준을 보이고 있으며 기업규모가 영세할수록 동일등급에서 EBITDA대비 낮은 수준의 부채규모를 보이고 있다. 이는 등급별, 규모별 수익창출능력 및 규모에 따른 차이를 반영한 결과이다.

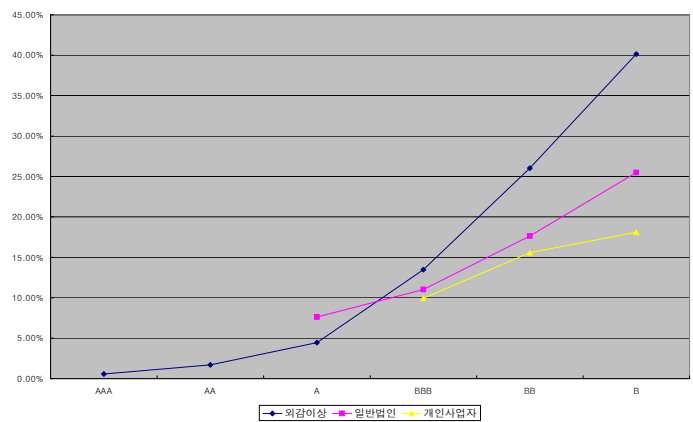
### 개인사업자 등급별 재무분석 결과

개인사업자의 특성상 대표자 개인의 재산과 사업체 재산의 구분이 모호하고 세금절감의 목적으로 이익을 과소계상하는 등 재무제표의 신뢰성이 매우 부족하고 자산의 변동성이 높아 재무비율에 의한 등급별 차이보다는 규모에 따른 서열적 차이가 보다 뚜렷하다.

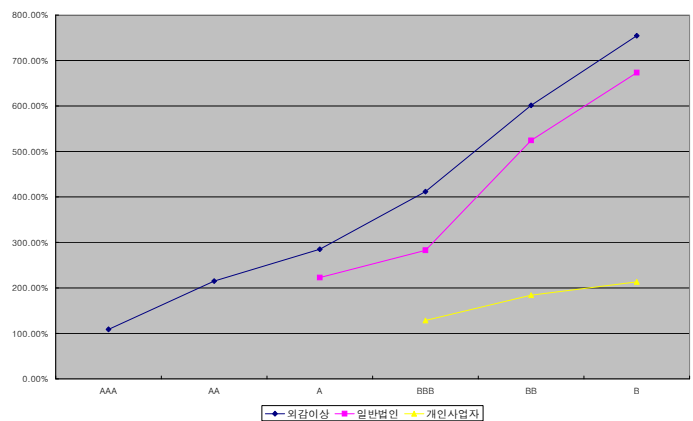
< 그림10 - 부채비율 >



< 그림11 - 차입금의존도 >



< 그림12 - 부채/EBITDA >



< 개인사업자의 등급별 주요재무항목 분석결과 >

구분	재무지표	등급별 대표값						비고
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	
수익성	영업이익(백만원)				157	68	42	중위값
	EBITDA마진율(%)				10.01%	9.05%	7.63%	절단평균
현금흐름	EBITDA(백만원)				249	86	51	중위값
	잉여현금흐름(백만원)				47	28	18	중위값
유동성	현금성자산회전기간(일)				49.69	15.58	13.33	절단평균
	유동자산-유동부채(백만원)				467	109	69	중위값
재무구조	부채비율(%)				47.50%	91.39%	129.49%	절단평균
	차입금의존도(%)				9.92%	15.58%	18.12%	절단평균
	부채/EBITDA(%)				128.29%	184.04%	213.20%	중위값

※ 등급별 재무재표는 3개년 평균을 적용함.

※ 절단평균 : 상·하위 5%를 제외한 평균값임.

신용등급별 재무지표 분석이 제한된 정보와 등급별 대표값(평균, 절단평균 또는 중위값)을 사용함으로써 한계점을 가지고는 있으나, 전체적으로 기업형태에 따라 수익성, 현금흐름, 유동성, 재무구조 등의 주요 재무지표 전반에 걸쳐 신용등급과 유의미한 결과를 나타내고 있다.

신용평가 과정에서 피평가업체에 대한 재무분석이 중요한 부분을 차지하고 있지만, 이에 전적으로 의존하여 피평가업체의 신용등급이 결정되지는 않는다. 하지만 일반적으로 하위등급에서는 유동성, 재무구조와 같은 Stock 지표들이 등급을 구분하는 데 유용하며, 상위등급에서는 수익성, 현금흐름과 같은 Flow 지표들이 유용한 결과를 보이고 있다. 또한 규모가 영세할수록 경기변화 및 환경변화에 따른 불확실성이 증대되어 동일 등급에서 보다 높은 수준이 요구되는 결과를 보이고 있다.

## 10. 맺음말

재무분석은 재무제표라는 제한된 정보에 기초하므로 기업의 실체를 파악하는 데 한계를 가질 수밖에 없다. 하지만 재무제표가 기업의 일면만을 반영하거나 왜곡시킨다고 하더라도 일정한 규칙에 따라 특정 시기의 기업 상태를 반영하는 거울이라고 할 수 있다. 따라서 재무제표에 대해 면밀히 분석하면 기업의 현재 상황에 대한 유용한 정보를 파악할 수 있다.

재무분석의 목적은 미래의 재무구조와 현금흐름을 예측하기 위한 것이다. 과거와 현재의 재무제표를 통해 미래 상황을 그대로 투영할 수는 없다. 단지 단서로서의 역할을 할 뿐이다. 따라서 현재의 재무자료는 기업이 가지는 강점과 약점, 그리고 향후 재무자료에 영향을 미칠 수 있는 요인들의 변화가능성의 관점에서 분석되어야 한다. 이점이 재무분석이 사업위험, 경영위험, 산업위험 등과 연계되어 분석되어야 하는 이유이다.

**[부록] 현금흐름분석표 산출방법**

계정과목	산식
EBITDA(현금영업이익)	영업이익+감가상각비+대손상각비+퇴직급여충당금전입
영업이익	영업이익
감가상각비	현금흐름표가 없는 경우 : 감가상각비+무형자산상각비+영업권상각+감가상각비(제조원가명세서)C 제조원가명세서가 없는 경우 : (유형자산감가상각비+무형자산상각비)(현금흐름표)
대손상각비	대손상각비
퇴직급여	현금흐름표가 없는 경우 : 퇴직급여(손익계산서)+퇴직급여(제조원가명세서)C, 이외의 경우 : 현금흐름표의 퇴직급여+단체퇴직급여
퇴직금지급	퇴직급여충당부채C-퇴직급여충당부채B - 퇴직급여
법인세지급	미지급법인세C-미지급법인세B-법인세비용C+이연법인세자산B-이연법인세자산C+ 이연법인세부채C-이연법인세부채B+법인세환급액C-법인세추납액C
운전자본순증	매출채권순증+재고자산순증+매입채무순증+기타의 운전자본순증
매출채권	(매출채권-대손충당금)B-(매출채권-대손충당금)C-대손상각비+대손충당금환입액
재고자산	재고자산B-재고자산C-재고자산평가손실C
매입채무	매입채무C-매입채무B
기타의 운전자본순증	단.장기선급금+단.장기선급비용+단.장기보증금+장기성매출채권+부도어음+단.장기 미지급금+단기.장기공사선수금+단.장기미지급비용+예수및수입보증금+장기성매입채 무
(단.장기선급금)	(선급금-대손충당금+장기선급금)B-(선급금-대손충당금+장기선급금)C
(단.장기선급비용)	(선급비용+장기선급비용)B-(선급비용+장기선급비용)C
(단.장기보증금)	보증금 등B-보증금 등C
(장기성매출채권)	(장기성매출채권-현재가치할인차금-선물거래차-대손충당금)B-(장기성매출채권- 현재가치할인차금-선물거래차-대손충당금)C
(부도어음)	(부도어음B-대손충당금B)-(부도어음C-대손충당금C)
(단.장기미지급금)	(미지급금-미지급배당금+장기미지급금-현재가치할인차금)C-(미지급금-미지급배 당금+장기미지급금-현재가치할인차금)B
(단기.장기선수금)	(선수금C+장기선수금C-현재가치할인차금C)-(선수금B+장기선수금B-현재가치할인 차금B)
(단.장기미지급비용)	(미지급비용-미지급법인세+장기미지급비용)C-(미지급비용-미지급법인세+장기미지급비 용)B
(예수금)	(예수금+장기성예수금)C-(예수금+장기성예수금)B
(장기성매입채무)	(장기성매입채무C-현재가치할인차금C-선물거래대C)-(장기성매입채무B-현재가치 할인차금B-선물거래대B)
영업활동조달현금	EBITDA-퇴직금지급-법인세지급+운전자본순증
시설및기타영업자산순투자	유무형고정자산순증 +기타영업자산순증
유무형고정자산순증	((유형자산+무형자산+이연자산)B-감가상각비-(유형자산+무형자산+이연자산)C) -개발비상각-기타이연자산상각
기타영업자산순증	(기타당좌자산)+(기타유동부채)+영업외손익
(기타당좌자산)	(미수수익-대손충당금)B- (미수수익-대손충당금)C+기타당좌자산B-기타당좌자산C
(기타 유동및고정부채)	기타단기채무C-기타단기채무B+단기부채성충당부채C-단기부채성충당부채B+기타 유동부채C-기타유동부채B+보증금등C-보증금등B+보증금등C-보증금등B+(기타장 기채무C-현재가치할인차금C)-(기타장기채무B-현재가치할인차금B)+기타부채성충 당부채C-기타부채성충당부채B+기타세법상준비금C-기타세법상준비금B+기타고정 부채C-기타고정부채B+이연부채C-이연부채B
(영업외손익)	(영업외수익-이자수익-배당금수익-임대료-유가증권(단기투자증권처분차익)-대손충당금환 입액-유가증권(단기투자증권)평가이익-장기투자증권처분차익-사채상환이익-지분법이익-투 자유가증권(장기투자증권)손상차손환입-법인세환급액)C-(영업외비용-이자비용-개발비상각 -기타이연자산상각-유가증권(단기투자증권)처분차손-유가증권(단기투자증권)평가손실-재 고자산평가손실-장기투자증권처분차손-사채상환손실-지분법손실-투자유가증권(장기투자증 권)손상차손-법인세추납액)C
Free Cash Flow	영업활동조달현금-시설및기타영업자산순투자
비영업자산순취득 및 기타	투자유가증권순증+자기주식순취득+기타
투자유가증권순증	(투자유가증권(매도가능증권)+만기보유증권+지분법적용투자주식)B-(투자유가증권 (매도가능증권)+만기보유증권+지분법적용투자주식)C+장기투자증권처분차익C+지 분법이익C+투자유가증권(장기투자증권)손상차손환입C-장기투자증권처분차손C-지 분법손실C-투자유가증권(장기투자증권)손상차손C

자기주식순취득	자기주식C-자기주식B+자기주식처분차익C+자기주식처분차손C+자기주식처분차손C-(자기주식처분차익B+자기주식처분차손B+자기주식처분차손B)
기타	(유가증권)+(단.장기대여금)+(단.장기미수금)+(투자부동산)+(파생상품자산.부채)+선수수익+특별손익
(유가증권)	유가증권(단기매매증권)B-유가증권(단기매매증권)C+단기투자증권B-단기투자증권C+유가증권(단기투자증권)처분차익C+유가증권(단기투자증권)평가이익C-유가증권(단기투자증권)처분차손C-유가증권(단기투자증권)평가손실C+신주인수권B-신주인수권C
(단.장기대여금)	(단기대여금B-대손충당금B+장기대여금B-현재가치할인차금B-대손충당금B)-(단기대여금C-대손충당금C+장기대여금C-현재가치할인차금C-대손충당금C)
(단.장기미수금)	(미수금B-대손충당금B+장기미수금B-현재가치할인차금B-선물거래차B-대손충당금B)-(미수금C-대손충당금C+장기미수금C-현재가치할인차금C-선물거래차C-대손충당금C)+장기미수수익B-장기미수수익C+퇴직보험예치금B-퇴직보험예치금C+기타투자자산B-기타투자자산C
(투자부동산)	투자부동산B-투자부동산C
(파생상품자산.부채)	(파생상품자산B-파생상품자산C)+(파생상품부채C-파생상품부채B)
(선수수익)	(선수수익C+장기선수수익C)-(선수수익B+장기선수수익B)
(특별손익)	특별이익-특별손실
비영업활동 포함 FCF	Free Cash Flow-비영업자산순취득 및 기타
자본비용	순금융비용+배당금지급
순금융비용	지급이자+이자-배당·임대수입
지급이자	-이자비용C
이자-배당·임대수입	이자수익C+배당금수익C+임대료C
배당금지급	중간배당액+미지급배당금C-미지급배당금B+IF(처분전이익잉여금이 있는 경우:-현금배당B, 없는 경우:-배당금C-미교부주식배당금C)
자금과부족	Free Cash Flow(비영업활동 포함 FCF)-자본비용
외부자금조달(상환)	자본증감+차입금증감
자본증감	(자본금+신주청약증거금+(자본잉여금-자기주식처분차익-자기주식처분차손)+이익잉여금+(자본조정-자기주식-자기주식처분차손))C-(자본금+신주청약증거금+(자본잉여금-자기주식처분차익-자기주식처분차손)+이익잉여금+(자본조정-자기주식-자기주식처분차손))B-당기순이익(순손실)C-중간배당액C+IF(처분전이익잉여금이 있는 경우:현금배당B, 배당금C-미교부주식배당금C)
차입금증감	(단기차입금+유동성장기부채+사채+사채상환할증금-사채조정계정-사채할인발행차금+사채할증발행차금+장기차입금-현재가치할인차금-선물거래대+금융리스부채)C-(단기차입금+유동성장기부채+사채+사채상환할증금-사채조정계정-사채할인발행차금+사채할증발행차금+장기차입금-현재가치할인차금-선물거래대+금융리스부채)B-사채상환손실+사채상환이익
외부자금조달후 현금흐름	자금과부족+외부자금조달(상환)
기말금융자산	현금및현금등가물C+단기금융상품C+장기금융상품C
기초금융자산	현금및현금등가물B+단기금융상품B+장기금융상품B

※ 산식에서 C(Current)는 당기, B(Before)는 전기를 의미함.



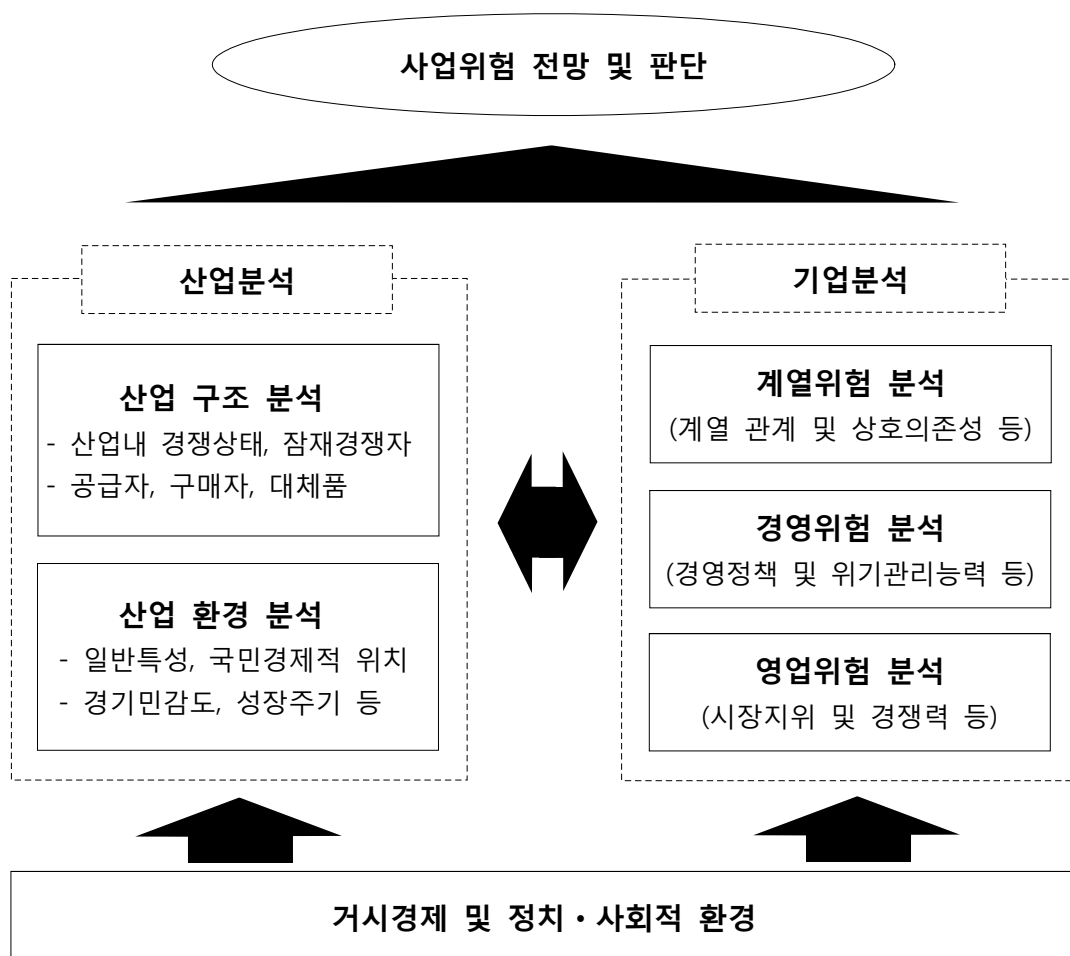
## II) 사업위험 분석

### 1. 개 요

기업의 채무상환능력은 재무상황 뿐만 아니라 거시경제환경, 산업동향, 시장경쟁구조, 영업경쟁력, 경영관리능력, 계열요인 등과 같은 다양한 요인에 의해서 영향을 받는다. 이는 개별기업의 재무상황과 이러한 사업적 요인들이 밀접한 연관관계를 가지고 있기 때문이다.

사업분석이란 기업의 영업활동과 직결되는 산업의 특성 및 시장구조, 개별기업의 경쟁력 원천을 파악하는 것으로 해당 산업 내 기업들에게 동질적인 영향을 미치는 외부요인을 파악하는 산업분석과 해당 기업의 시장지위 및 경쟁력, 계열 내에서의 전략적 위치를 포함하는 기업분석으로 구분할 수 있다. 이러한 개별기업의 사업위험은 기업의 시장지위 및 경쟁력과 개별 전략의 다양성으로 인하여 동일한 산업 내에서도 기업들 간에 큰 차이가 나타날 수 있다.

#### < 사업분석체계 >





## 2. 산업 위험 분석

산업위험이란 소비자 기호 변화, 기술적 환경 변화, 시장구조 변화, 진입장벽 변화 등과 같이 동일한 산업에 속한 개별 기업의 영업성과 및 재무상태에 공통적으로 영향을 미치는 위험을 말한다. 이러한 산업위험은 기업의 펀더멘탈(Fundamental)과 장기추세를 좌우하기 때문에 개별기업의 신용도를 평가할 때 중요한 요소이다.

그러나 동일한 산업위험에 직면하고 있다 하더라도 개별기업의 시장지위 및 경쟁력과 이에 대응하는 전략이 다양하기 때문에 개별기업이 직면하는 위험은 다를 수 있다. 산업위험이 낮은 기업은 상대적으로 안정적일 가능성이 높지만, 산업의 변동성에 대한 대응력이 매우 높은 기업은 변동성이 낮은 산업에 속해있는 기업보다 안정적일 수 있다.

산업분석은 기업이 속해 있는 산업의 특성 및 시장구조를 이해하는 데서 출발하여 해당 산업에 소속되어 있는 기업들에게 공통적으로 영향을 미치는 위험 요인들을 파악하며 이러한 위험 요인들의 변화가능성을 전망하고 판단하는 것으로 산업의 일반적 특징, 국민경제적 위치, 산업의 수명주기(Life Cycle), 경기민감도, 시장동향 및 수급구조 등을 분석하는 산업 환경 분석과 산업내 경쟁관계, 진입장벽, 대체품, 공급자 및 구매자 교섭력 등 산업내 경쟁요인 및 압박정도에 중점을 두는 산업 구조 분석의 순으로 실시한다.

평가자는 이러한 산업분석을 통하여 해당 산업에 속한 기업의 영업위험 평가 요소는 무엇인지, 산업적 특성을 반영한 재무분석 방법은 무엇인지, 산업위험의 변화가능성에 따른 기업의 재무적 전망 등 개별 기업의 채무상환능력을 평가하기 위한 기본적인 시각을 얻게 된다.

### 산업 환경 분석

#### ① 분석 대상 산업 결정

개별기업이 속해있는 산업을 분석할 때 가장 먼저 직면할 수 있는 문제가 산업을 정의하고 분석 대상 산업을 결정하는 것이다. 단순히 표준산업분류에 의해 분석대상산업을 정의하면 적절한 분석결과를 얻기가 힘들기 때문에 유용한 산업분석을 위해서는 기업의 주력사업의 유사성을 기준으로 분석 대상 산업을 적절히 정의하는 것이 중요하다.

경제활동의 유사성을 판단하는 가장 포괄적인 기준은 수요기반의 동질성 여부이다. 해당기업의 제품 및 서비스가 유사하다 하더라도 가격에 따라 수요기반이 다를 수 있으며, 제품자체가 다르다 하더라도 대체수요 관계가 높은 경우에는 시장수요의 동질성이 높다고 볼 수 있다.

기업이 여러 사업부문을 영위하는 경우에는 일반적으로 매출이 가장 큰 부문이 속한 산업을 주요 분석대상 산업으로 정한다. 그러나 수익성 및 현금흐름의 기여도가 매출비중과 큰 차이가 날 경우에는 현금흐름의 민감도가 높은 부문을 주요 분석대상 산업으로 선택하기도 한다.

## ② 산업의 일반적 특징

산업의 정의, 국민경제적 위치와 중요성, 전후방 연관산업, 산업의 역사적 배경 및 특성 등을 개괄적으로 파악하고 사회·문화 환경, 경제 환경, 기술 환경, 정치·법률 환경 등 주변 환경요인에 대한 검토가 필요하다.

특정 산업의 국가경제적 중요성은 해당 산업의 안정도에 큰 영향을 주는 요소이다. 따라서 총생산액과 부가가치액, 외화획득, 고용효과 등의 측면에서 해당 산업이 국민경제내에서 점하는 위치를 파악하여 정부의 정책적 지원가능성 등을 검토한다.

또한 개별 산업의 특성에 따라 분석항목의 중요도가 다르다. 즉 일반적인 소비재 산업은 Life-style의 변화, 인구추이, 연령분포, 출생률 등 사회·문화적 환경이 중요한 반면, 첨단산업인 경우에는 R&D투자, 기술혁신, 신기술의 출현, 자동화 등 기술적 환경이 보다 중요하고 SOC, 군수산업, 환경산업 등의 경우에는 독점규제, 조세, 환경문제, 통상압력, 근로관계법 등 정부 정책에 의한 정치·법률적 환경이 중요하게 고려된다.

## ③ 산업의 수명주기(Life Cycle)

개별 산업은 도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기 등 4단계의 수명주기(Life Cycle)를 거치게 되며 수명주기에 따라 산업 구조에 중대한 변화가 발생하고 이러한 변화는 기업의 수익성과 현금흐름에 큰 영향을 미치게 된다. 산업의 수명주기상의 위치는 해당 산업의 규모를 대표하는 적정지표의 증가율과 GDP증가율 등과의 상대 비교, 변화추세, 성장가능성 등을 종합하여 판단한다.

도입기의 산업은 초기투자가 수반되고 시장 수요의 불확실성이 많이 내재되어 있다. 그러나 시장 수요가 활성화되어 활발한 영업이 이루어지는 성장기에는 매출 및 이익이 크게 증가하지만 유사 신제품의 등장으로 경쟁이 치열해지기도 한다. 성장기에 속해 있는 산업은 투자매력도가 매우 우수하지만 신규투자에 대한 부담이 내재해 있기 때문에 현금흐름의 여유는 부족한 것이 일반적이다.

한편 성장성이 둔화되기 시작하는 성숙기에는 시장경쟁구조가 정착되면서 영업실적이 안정되는 단계이다. 성숙기에 진입한 산업은 성장전망은 밝지 않으나 안정된 현금흐름을 유지하고 있는 것이 일반적이어서 원리금 상환능력 관점에서는 긍정적으로 작용한다. 그러나 가격 및 기술상의 한계를 극복하는 대체재가 시장에 나타날 경우 급격한 쇠퇴기를 맞이할 위험이 내재해 있기 때문에 성숙기 지속여부에 대한 면밀한 검토가 필요하다.

**< 산업 수명 주기별 특징 >**

구 분	도입기	성장기	성숙기	쇠퇴기
제 품	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 품질열위</li> <li>- 표준화가 안됨</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 기술 및 기능상 차별화 시작</li> <li>- 제품에 대한 신뢰성이 성공요인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 품질 최고수준</li> <li>- 차별화가 감소하고 표준화</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 차별화 거의 없음</li> <li>- 품질저하</li> </ul>
마케팅	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 높은 광고비용</li> <li>- A/S비용 등 마케팅 비용 많이 소요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- A/S비율은 도입기 보다는 낮으나 여전히 높음</li> <li>- 광고유통이 중요</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 시장세분화 가속</li> <li>- 제품다양화로 수명 주기 개선시도</li> <li>- 포장서비스가 중요 하고 광고경쟁치열</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 광고마케팅 중단</li> <li>- 마케팅비용 감소</li> </ul>
제 조 유통	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 가동률 미미</li> <li>- 생산원가 높음</li> <li>- 협소한 판매망</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 조업도 높음</li> <li>- 대량유통채널 확보</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 조업도 다소 저하, 설비과잉 발생</li> <li>- 제품의 다양성 증대로 물적 유통비용 증가</li> <li>- 대량유통체제</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 조업도 현저히 낮아져 과잉설비 발생</li> <li>- 유통경로 축소</li> </ul>
경쟁, 사업위험	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 참여기업 적음</li> <li>- 사업위험 높음</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 신규진입으로 경쟁 증가(경쟁심화)</li> <li>- 성장률 높아지면서 사업위험 감소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 가격경쟁</li> <li>- 업계 재편 시작</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 철수기업 증가</li> <li>- 경쟁감소</li> </ul>
수익성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 고마진</li> <li>- 고가정책</li> <li>- 저수익성 (투자비용 많음)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 가격인하</li> <li>- 수익성 개선 (투자비용 지속)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 가격인하</li> <li>- 마진, 수익성 모두 감소</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 저가, 저마진</li> <li>- 가격지속 하락</li> </ul>

**④ 경기민감도**

모든 산업은 고유한 경기순환주기를 갖고 있으며 경제전체의 경기순환주기에도 영향을 받고 있다. 경기의 변동성 자체는 미래의 불확실성을 의미하므로 변동성과 진폭이 큰 산업은 상대적으로 높은 위험수준을 내포하고 있는 것으로 판단한다.

산업분석 측면에서 경제 전체의 경기 변화에 따라 해당산업이 어떤 방향으로 얼마만큼 영향을 받는지를 파악하는 것이 핵심이며, 기업의 관점에서 해당기업이 경기저하시 재무역량이 약화될 가능성이 어느 정도인지를 검토한다. 특히 건설업종과 같이 산업의 경기순환주기가 단기간 내에 주기적으로 큰 변화를 보일 경우에는 해당산업 내 기업들의 경기민감도와 경기완충력에 대한 충분한 검토가 필요하다.

주택건설, 자동차, 기계장비 등 경기변동에 민감한 산업일수록 경기변동에 따른 영업성과의 진폭이 심하기 때문에 개별 기업을 평가할 때 특정 시점의 실적을 반영하기 보다는 장기적인 관점에서 평균적 균형점과 신용상태에 근본적인 영향을 미치는 변화를 파악하는 것이 중요하다.

## ⑤ 수급분석

장·단기적으로 산업의 성장성과 수익성을 파악하는 데 가장 중요한 요소는 시장에서의 수요와 공급 상황이다. 초과수요일 경우에는 높은 수익성과 성장성을 유지할 수 있으나 반대로 초과공급일 경우에는 경쟁 심화로 인한 낮은 수익성과 장기적으로는 도태기업이 발생하게 된다.

단순한 수급구조의 추이보다는 불균형의 원인을 파악하는 데 주력하여야 한다. 특히 공급측면에서 파생되는 수급구조의 불균형은 제도나 법규, 정부정책, 가격 통제 등의 제도적 진입장벽과 기술집약, 자본집약, 독점적 시장지배력 등의 시장진입장벽이 중요한 역할을 하는 경우가 많다.

제도나 법규를 통해 진입이 제한되어 있을 때는 경쟁강도가 높지 않아 안정적인 시장상황이 이어지는 경우가 많지만, 과도한 초과이익이 발생하지 못하도록 정책적인 규제가 수반될 경우에는 수익성이 제한되기도 한다.

구조적인 수급불균형 외에도 일시적인 요인에 의해 수급구조가 왜곡될 수도 있다. 계절성(seasonality)이 크거나 유행에 민감한 제품은 시간이 흐르면서 수급구조의 불균형이 빠르게 해소되는 경향이 있지만, 천재지변 등으로 인한 생산시설 충격은 시장에 상당히 긴 기간동안 영향을 주기 때문에 변화된 가격이 고착화되면서 산업의 시장구조를 변화시키기도 한다.

### <초과수요 발생시 산업의 수익성과 성장성 전망>

구 분	시장에 진입장벽이 있는 경우		시장에 진입장벽이 없는 경우	
	수익성	성장성	수익성	성장성
근본적인 초과수요	매우 높음 (지속적)	매우 높음 (지속적)	매우 높음 (한시적)	매우 높음 (한시적)
일시적인 초과수요	높음 (일시적)	높음 (일시적)	높음 (일시적)	높음 (일시적)
한시적인 초과수요	높음 (한시적)	높음 (한시적)	높음 (한시적/일시적)	높음 (한시적/일시적)

### <초과공급 발생시 산업의 수익성과 성장성 전망>

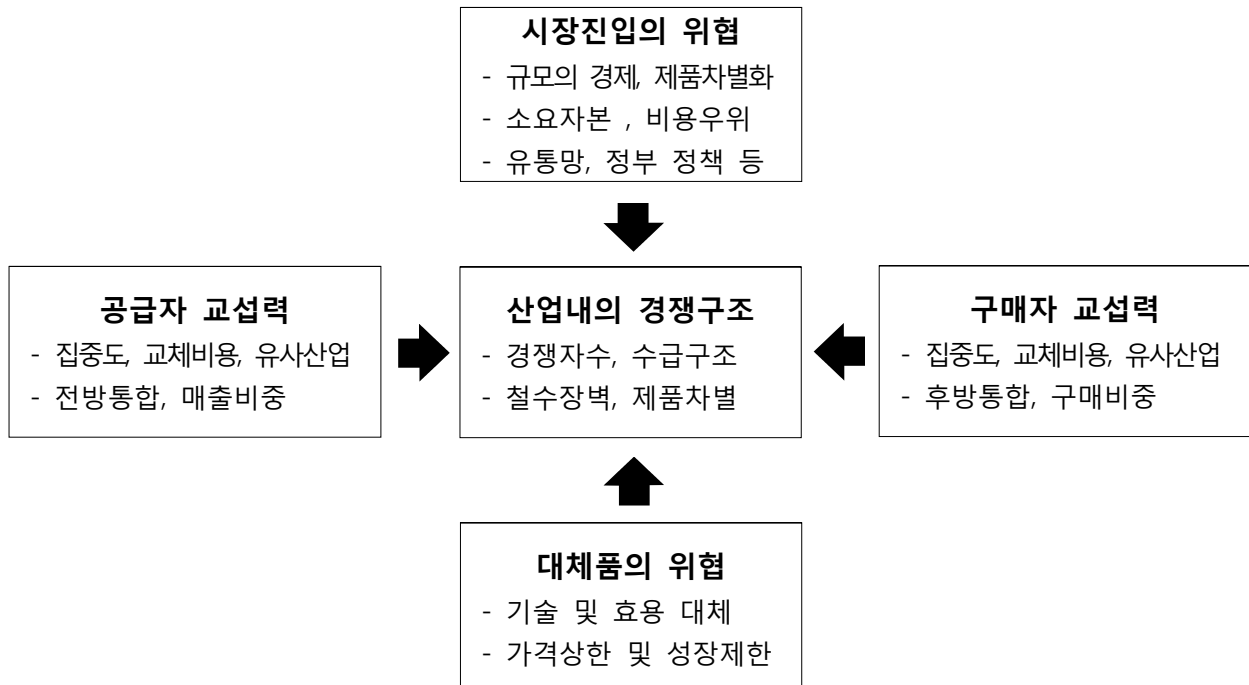
구 분	시장에 진입장벽이 있는 경우		시장에 진입장벽이 없는 경우	
	수익성	성장성	수익성	성장성
근본적인 초과공급	매우 낮음 (지속적)	매우 낮음 (지속적)	매우 낮음 (한시적/지속적)	매우 낮음 (한시적/지속적)
한시적인 초과공급	낮음 (한시적)	낮음 (한시적)	낮음 (한시적/지속적)	낮음 (한시적/지속적)

### 산업 구조 분석

기업의 산업 내에서의 경쟁력은 기업의 성장과 수익성에 중요한 요인이며 이 경쟁력은 산업의 구조적 특성과 그 변화에 따라 커다란 영향을 받는다. 또한 산업의 구조적 특성을 파악해야 산업내 해당기업의 장기적 전망이 가능하다.

산업구조를 분석할 때는 Michael E. Porter의 산업내 경쟁구조 모델을 활용한다. 특정산업의 장기적인 수익성에 영향을 미치는 구조적인 경쟁요인으로 ① 산업내의 경쟁구조, ② 시장진입의 위협, ③ 구매자 교섭력, ④ 공급자 교섭력 및 ⑤ 대체품 위협의 5가지 요소가 있다.

#### < 산업구조분석의 기본틀 >



#### ① 산업내 경쟁구조

동종 산업내의 기존업체간에는 가격, 품질, 서비스, 신제품 등을 통하여 시장에서 유리한 위치를 차지하기 위해 경쟁을 벌인다. 어느 한 기업의 이러한 경쟁활동은 다른 기업에 파급적인 영향을

미쳐 상호작용과 반작용을 통해 산업의 수익 여건을 개선 또는 악화시킨다.

이러한 산업내 경쟁은 경쟁업체수, 제품차별화, 산업의 성장률, 고정비용, 산업의 중요도, 철수장벽 등에 따라 달라진다.

- ☞ 경쟁업체의 수와 규모 : 경쟁업체수가 많고 업체별 규모가 비슷한 경우 경쟁심화
- ☞ 산업의 성장률 : 성장률이 낮으면 경쟁심화
- ☞ 높은 고정비 및 재고비용 : 고정비 부담이 큰 경우 가동률 제고를 위한 가격인하 경쟁
- ☞ 설비투자규모 : 규모의 경제를 위한 시설확장으로 대규모 투자비용이 소요될 경우 과잉 설비 및 공급 초과 현상이 발생하여 경쟁심화
- ☞ 제품차별화의 용이성 : 제품차별화가 쉽지 않은 경우 가격 및 서비스 경쟁 심화
- ☞ 전략적 이해관계(산업의 중요성) : 해당산업이 유망한 산업인 경우 경쟁심화
- ☞ 철수장벽 : 철수비용이 높은 경우 경쟁심화

성장성이 낮은 산업에서 다수의 경쟁자가 참여하여 경쟁강도가 매우 높아졌다면 적정한 수익성 및 현금흐름 확보가 여의치 않을 것이다. 경쟁강도는 상위 시장지배자들의 수와 점유율에 큰 영향을 받지만, 산업의 비용구조, 진입 및 퇴출장벽, 제품차별화 정도에도 영향을 받는다.

경쟁구조 분석은 상기의 요인들을 기반으로 독점성의 확보정도 및 가격조절력에 대한 지속성 여부를 판단하는 것으로, 현 상태보다 미래 상황에 대해 분석의 초점을 맞춘다.

## ② 시장진입의 위협

특정 산업에 신규로 진출하려는 기업이 주는 위협의 정도는 그 산업에 내재된 진입장벽(entry barrier)과 신규 진출기업에 대한 기존업체들의 예상되는 대응전략에 따라 좌우된다.

진입장벽이 낮고 신규 진출기업에 대한 기존기업들의 보복적 대응이 예상되지 않을 경우 신규 진입이 용이해지며 이에 따라 신규 진출기업이 주는 위협도 강해진다. 반대로 신규 진입장벽이 높아질수록 기존 시장참여자들 간의 경쟁이 자제되면서 높은 수익을 향유하려는 경향이 강해진다.

진입장벽은 규모의 경제, 제품차별화 정도, 신규진입에 요구되는 소요자본량, 교체비용의 부담 정도, 유통망 확보의 용이성, 기술력 등에 기반을 둔 비용우위, 정부정책 등에 영향을 받는다.

- ☞ 규모의 경제 : 규모의 경제가 존재하는 경우 대규모 투자가 필요하여 신규진입이 어려움
- ☞ 제품차별화 정도 : 브랜드 인지도가 낮은 신규 진출기업은 막대한 투자가 필요하며 위험 부담이 증가함
- ☞ 투자자본 : 시설투자, 연구개발투자 등에 막대한 자본 투자가 필요한 경우 진입장벽 높음
- ☞ 교체비용 : 구매자가 다른 제품으로 교체하고자 할 때 부담해야하는 교육비, 도입비 등이 많이 소요되는 경우 신규 공급자로 전환하지 않아 수요 확보가 어려움

- ☞ 유통망 등 기존조직망 : 유통망 확보를 위해 막대한 판매촉진비 등을 지불해야할 경우 기존 유통망을 이용하기 어렵고 새로운 유통망을 구축해야하므로 시장진입이 어려움
- ☞ 원가경쟁력 : 원재료, 특허 등 독창적 기술력, 경험곡선 효과 등으로 기존 업체들이 원가경쟁력을 갖추고 있는 경우 가격 경쟁이 불리하여 신규 시장진입이 용이하지 않음
- ☞ 정부정책 : 정부의 인허가제도 등 신규진입을 규제하는 경우

### ③ 공급자 및 구매자 교섭력

공급자와 구매자 중 시장교섭력이 어느 쪽이 더 강한지에 따라 산업구조에 큰 차이가 발생한다. 일반적으로 공급자에 대한 교섭력은 매입가격(원가) 및 결제조건에 영향을 주고 구매자에 대한 교섭력은 판매가격(매출)과 회수조건에 영향을 준다.

공급자와 구매자와의 교섭력의 차이는 독점성의 확보여부에 큰 영향을 받으며, 이는 제품차별화, 대체재, 구매(공급)집중도, 전·후방산업 통합가능성, 전환비용 등에 따라 좌우된다. 구매자에 대한 교섭력이 크면 가격을 인상하거나 재화나 서비스의 질을 조정해서 영업수지를 조절할 수 있으며, 공급자에 대한 교섭력이 막강할 경우에는 비용 상승 부담을 공급자에게 전가함으로써 안정된 수익성을 유지할 수 있다.

한편 수요산업이 한정되어 있을 때 합리적인 가격책정, 연구개발투자, 로비 등과 같은 지원활동을 통해 수요산업을 보호하려는 경향이 나타나기도 하며, 수요산업 내 기업들의 실적이 양호할수록 상대적으로 극심한 가격경쟁이 발생할 가능성이 낮은 경향이 있다.

### ④ 대체품의 위협

특정 산업에서 영업활동을 하고 있는 기업들은 해당 제품의 대체품을 생산하는 산업들과 경쟁 관계에 있으며 제품의 가격결정에 있어 대체품은 일정한 상한을 설정함으로써 그 산업의 잠재적 수익성을 제한하게 된다.

대체품의 존재는 특정산업의 존립 자체를 위협할 수도 있기 때문에 단순한 생산·기술상의 대체 위협 뿐만 아니라 효용성 측면에서의 대체성도 포함해야 하며, 단순한 가격비교 뿐만 아니라 새로운 제품으로 전환하는데 수반되는 전환비용 및 기회비용까지 포함하는 광범위한 분석이 필요하다.

이상과 같은 산업분석은 기업의 사업환경과 영업기반에 중대한 영향을 미치는 요인을 파악하는 것으로 실무적으로 다음과 같은 항목을 중심으로 분석하게 된다.



### < 산업분석 주요 체크포인트 >

주요 체크리스트	분 석 내 용
1. 산업의 일반적 특성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 산업의 개요 및 역사, 전후방 연관산업</li> <li>- 산업의 국민경제적 위치 및 중요성 (GDP 대비 비중)</li> <li>- 특성(정부정책, 자본집약, 노동집약, 기술집약, 에너지 다소비 등)</li> </ul>
2. 성장률 및 Life Cycle상 위치	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 과거 5~10년의 GDP 성장률과 산업성장률의 추이 비교 및 변동원인</li> <li>- 수명주기상의 위치 파악(도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기)</li> <li>- 향후 전망 : 성장추세 또는 하향추세 등</li> </ul>
3. 업종의 주기적 특성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 과거 5~10년간 경기변동지표와 산업의 경기변동지표 추이 비교</li> <li>- 전체 경기와의 상호관계(선행, 후행, 동행) 및 경기변동 민감도 파악</li> <li>- 산업의 계절적 변동 여부 파악</li> </ul>
4. 경쟁상태 및 신규진입의 용이도	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 참여기업의 수, 영업활동을 통하여 독점, 과점, 완전경쟁산업 여부 파악</li> <li>- 진입장벽 분석(규모의 경제, 제품차별화, 투자자본, 교체비용, 유통망, 원가 경쟁력, 정부정책 등) → 향후 전망 예측</li> </ul>
5. 산업의 재무적 특성	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 산업의 특성에 따른 자산구조, 수익구조의 특징 분석 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 고정자산 투자비중, 총자산, 고정자산 및 운전자본 회전율 등</li> <li>· 원가율, 비용구조, 유통단계별 margin 분석</li> </ul> </li> </ul>
6. 수요변화 요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 과거 5~10년간의 산업전체 수급 변화 추이 검토 → 주요 변화 원인 분석 → 향후 전망 예측</li> </ul>
7. 공급요인	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 원재료 공급상의 문제점 파악, 가격구조의 불리한 체계여부 분석 → 향후 전망 예측</li> <li>- 노동력 수급상의 문제점 검토 → 향후 전망 예측</li> <li>- 과거 5~10년간의 산업의 생산실적과 생산능력 추이 분석 → 생산능력 과다 또는 부족 여부 파악 → 향후 전망 예측</li> <li>- 신제품 및 기술개발 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 최근 5개년간의 산업내 신제품개발 현황 검토</li> <li>· 최근 5개년간의 매출액 대비 R&amp;D투자액 추이 검토</li> <li>· 신기술개발 현황 파악</li> </ul> </li> </ul>
8. 유통망, 판매방법 및 거래조건	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 유통경로 파악 및 유통경로상의 장·단점 분석</li> <li>- 현금판매, 외상판매, 할부판매 등의 판매 방법과 거래조건 파악</li> </ul>
9. 규제 및 입법	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 공해방지, 독과점규제, 인허가제도, 금융 및 세제지원 등 법령 및 정부의 정책 검토</li> </ul>

### 3. 사업 위험 분석

동일한 산업위험 하에서도 산업에 속한 기업의 경쟁력과 경영전략에 따라 상이한 결과가 나타나게 된다. 경쟁력이 우수한 기업은 산업 환경의 불확실성하에서도 우수한 영업성과를 유지할 가능성이 높으며 뛰어난 위기관리능력을 바탕으로 안정적인 채무상환능력을 유지할 수 있다.

이러한 기업의 사업위험은 기업의 경쟁력과 사업전략에 따라 결정되게 되는데 사업다각화 정도(시장위험 분산 정도), 시장지위, 매출창출력, 제품 차별화 능력, 생산 및 운영의 효율성, 원재료 조달 능력, 유통측면의 우위요소, 노사관계, 기술수준 등 다양한 요인을 검토함으로써 사업위험을 평가하게 된다.

## 사업구성(매출구성)

기업의 경쟁력 분석의 출발점은 매출분석이다. 개별기업의 매출구성 및 추이를 기초로 주력사업의 안정성 및 수입원천의 다각화에 대해 검토하여 사업구조의 안정성에 대해 판단하는 것은 가장 기본적인 평가요소라고 할 수 있다.

많은 기업이 단순히 매출규모를 유지하거나 과장하기 위한 매출을 가지고 있다. 상장회사를 포함한 많은 기업이 매출액을 과대 계상하려는 경향을 보이고 있다. 벤처기업의 경우에는 핵심사업과는 무관하게 외형을 유지하거나 증대하기 위한 목적으로 매출을 과대 포장하는 경우가 자주 발견된다.

특히 매출을 분석함에 있어 관계회사 매출에 대한 해석에 유의할 필요가 있다. 관계회사간 거래를 통해 외형을 과대계상하고 심지어는 이전가격을 조작하여 허구의 이익까지 창출하는 경우가 자주 발생하기 때문이다. 국내에 소재한 관계회사 뿐만 아니라 해외 관계회사는 자료의 입수나 확인이 불가능한 경우가 많기 때문에 특별히 유의하여야 한다.

일반적으로 사업다각화는 시장위험의 분산 효과로 경기변동, 산업환경 변화에 따른 변동성을 완충시키는 역할을 하여 신용평가시 긍정적인 요소로 작용하나 주력사업의 펀더멘탈이 건전하지 못한 상황에서 무분별한 다각화는 오히려 사업역량의 분산을 가져와 장기적인 수익기반을 약화시키는 현상을 초래하기도 하므로 사업다각화의 효과에 대한 면밀한 검토가 요구된다.

여러 사업을 영위하는 경우에는 전체에서 각 사업부문이 차지하는 중요도의 순서에 따라 별도로 개별적인 사업분석을 실시한다. 개별 사업부문이 기업 전체의 수익성 및 현금흐름에 기여하는 정도를 파악하고, 경기변동, 공급과잉, 기술급변, 규제완화, 환율변동 등과 같은 제반 환경변화에 따른 민감도를 분석하여 기업 전체의 매출, 수익성 및 현금흐름을 판단한다. 사업다각화에도 불구하고 경기변동 등 환경변화에 따라 유사한 영향을 받는 경우에는 사업위험의 분산효과는 매우 제한적일 수밖에 없다.

## 시장지위

시장지배자는 고객들 사이에 좋은 평판을 지속적으로 유지할 수 있는 강점을 가지고 있을 뿐만 아니라 자본력과 규모의 경제를 통해 경쟁사의 저가공세 및 신제품 출시에 적절히 대응할 수 있다. 다만 시장상황의 변화는 업체 간 경쟁상의 지위를 변화시킬 수 있으며, 산업 내 경쟁자 수가 많지 않을 때는 시장상황의 변화가 경쟁구조에 큰 영향을 미칠 수 있다.

시장지배력을 판단하는데 있어 가장 대표적으로 사용되는 지표가 시장점유율이며 경쟁기업들과의 시장점유율 비교·분석을 통하여 개별 기업의 시장지위를 판단하게 된다. 산업 전체의 시장규모 및 점유율 자료를 확보하기 어려운 경우에는 주요 경쟁사간의 상대비교를 통하여 간접적으로 시장지위를 파악한다. 건설업종의 경우에는 시장점유율 보다는 시공능력순위, 시공실적 등의 자료를 활용하여 시장지위를 파악한다.

일반적으로 시장점유율에서 우위를 유지하는 기업은 산업내에서 선도적인 시장지위를 바탕으로 가격 및 기타 의사결정에 주도권을 가지고 초과 이익을 향유하는 경향을 보인다. 하지만, 시장점유율이 높다고 해서 반드시 시장지배적인 위치에 있다고 판단할 수는 없다. 시장점유율이 실질

적인 시장지배력을 대표하는지, 높은 시장점유율이 높은 수익성으로 이어지는지도 반드시 검토해야 할 부분이다.

높은 시장점유율에도 불구하고 실적향상이 뒷받침되지 못하는 경우에는 단기적인 과도기 현상인지 아니면 무리한 시장선점의 결과에 의한 것인지를 면밀히 분석해야 한다. 중요한 것은 시장 점유율 자체 보다는 수익성으로 이어질 수 있는 실질적인 시장지배력이다.

## 경쟁력

기업의 시장지위 방향과 지속성 여부는 일반적으로 기업의 경쟁력에 달려있다. 본원적인 경쟁력의 원천은 품질과 가격으로 대표되며, 이는 제품 차별화 능력, 비용 우위 요소, 생산측면의 우위 요소, 유통측면의 우위 요소, 재무측면의 우위 요소 등에 따라 다양한 행태로 표출된다.

고품질의 제품을 경쟁사에 비해 낮은 가격으로 시장에 공급할 수 있다면 당연히 우수한 시장 지위를 구축할 수 있을 것이다. 그러나 품질우수성에 대해 소비자가 인식하지 못할 정도로 마케팅 노력이 부진하거나, 판매를 위한 유통망을 충분히 확보하지 못하고 있을 경우, 또한 초기 운전자본 및 광고비를 감당하지 못할 정도로 재무적으로 어려운 상황에 직면하고 있을 경우에는 본원적인 내부경쟁력 우위가 실적에 반영되지 못할 수도 있다.

경쟁력을 파악하기 위해서는 우선 산업내 경쟁력을 결정짓는 요소에 대한 분석이 선행되어야 한다. 산업내에서 경쟁력을 결정짓는 요소에 따라 경쟁력의 원천이 다양하기 때문이다. 일반적으로 경쟁력을 평가하기 위하여 다음과 같은 사항들에 대해서 검토가 필요하다.

### ☞ 제품 차별화 능력 : 품질 및 가격

- 성능, 원재료, 내구성, 디자인 등으로 표출되는 품질수준
- 시장에서의 상대적인 가격 위치 및 거래조건
- 신제품 개발 능력, 사용자가 판단하는 제품 평판, 브랜드 인지도, 고객충성도

### ☞ 비용 우위 요소

- 전반적인 제조원가, 판매비용 및 인건비(노무비) 추이
- 원재료 비용 상승에 대한 민감도

### ☞ 판매유통구조

- 경쟁회사의 판매유통구조와의 차이 및 장·단점 분석
- 판매거래처의 분산정도 및 주요 판매처의 신용도
- 유통채널 관계상의 강점 및 유통채널에 대한 서비스 능력

### ☞ 기술력

- 독점적 노하우, 특허권이나 저작권
- 연구 및 개발을 추진하는 자체 능력 (제품연구, 공정연구, 기초연구, 개발 등)

- 연구개발요원의 양적·질적 수준 및 외부 연구기관 등과의 관계

#### ☞ 생산효율성

- 가동률 : 가동률 추이 및 경쟁사와의 비교 → 차이 원인 분석
- 수율 및 불량률 : 원재료 투입당 제품생산량, 불량률 추이 및 경쟁사와의 비교
- 공장입지, 생산규모의 적정성, 설비노후화, 공정의 현대화
- 노동력(고급인력, 이직률, 평균임금 등), 수직적 계열화

#### ☞ 운용(Operations)

- 규모의 경제, 학습곡선(learning curve)
- 시설확장, 품질관리
- 인력관리상의 여건, 노동조합 조직상황

#### ☞ 재무상 강점

- 단기 및 장기차입능력, 유상증자, 외상매출, 재고자산, 외상매입 등을 포함한 자금조달력
- 운전자금 부담 능력 및 신규 투자 능력

### 매출창출력

주력사업의 성장잠재력이 매우 높거나 신규사업의 매출전망이 밝은 경우에는 과거나 현재의 실적으로만 기업의 시장지위를 평가해서는 아니 된다. 주력사업의 성장전망 뿐만 아니라 신규사업의 활성화 가능성도 충분히 고려하여 미래의 시장지위 변화방향에 대해 판단한다. 특히 제품수명주기가 도입기 및 성장기에 있는 벤처기업의 경우에는 미래실적에 대한 전망이 신용평가의 핵심이라고 해도 과언이 아니다.

미래 매출에 대한 적절한 판단을 위해서는 신제품 개발을 위한 기술력, 산업에 대한 장기전망, 신시장 개척을 위한 전략의 적정성, 유통망 확보 여부, 소비자 기호 변화 등과 같은 다양한 평가요소를 고려하는데, 이때 수요에 대한 적정성이 인정된다 하더라도 생산시설 및 자금력 등의 뒷받침 여부도 함께 검토한다.

### 판매 및 구매의 안정성

제품의 다양성 및 다양한 거래처의 확보 여부도 판매의 안정성에 큰 영향을 준다. 판매유통조직, 우량한 거래처와의 견실한 거래관계, 거래처의 다양성, 매출채권 관리 능력, 지역적 다변화, 제품의 다양성 등을 타경쟁사와 비교·분석함으로써 판매안정성을 판단하게 된다.

판매의 안정성에 영향을 미치는 요인은 매출처를 상대로 한 교섭력, 기존 고객의 구매력을 구속시키는 능력으로 요약할 수 있다. 교섭력은 가격결정능력, 매출채권 관리능력 등으로 나타나며, 구매력 구속 능력은 법적 계약에 의거한 구속력, 영업/마케팅 능력에 의한 구속력 등으로 나타난다.

판매의 안정성을 판단하는 요소 중 매출채권 관리 능력은 특히 중요하다. 부실매출채권이나 매출채권 회수기간의 변화는 운전자금 부담으로 작용하여 현금흐름에 직접적인 영향을 미치기 때문이다.

또한 안정적 생산활동에 필수적인 요소가 원재료이다. 원재료의 안정적 물량 확보 여부는 생산 위험에 직접적인 영향을 미친다. 구매선의 차단, 품귀, 가격폭등 등 필수원재료의 조달에 차질이 발생하여 조업중단으로 연결될 가능성 등을 검토하고 위기관리능력 등을 종합하여 판단하여야 한다. 구매처의 다양성, 구매방법, 구매조건, 양호한 공급자와의 거래능력, 원재료 수요·공급 현황 등을 종합적으로 검토하여 구매의 안정성을 판단한다.

## 사업전략

기업의 시장지위와 경쟁력은 산업환경의 변화 및 경쟁기업의 사업전략에 대응하는 개별 기업의 사업전략의 적정성 여부에 따라 변화하게 된다. 기업의 사업전략 분석은 경영목표, 현재의 영업전략, 외부환경 변화에 대한 자세, 해당산업에 대한 인식, 현재 시장지위에 대한 만족도 등을 통해 향후 사업전략의 방향 및 변화 가능성을 파악하고, 향후 기업이 취할 사업전략이 적절한지를 판단하는 것이다.

경영목표는 주로 연초에 제시되는 경영계획을 통해 추론할 수 있으며, 산업전망, 조직문화, 특정상품에 대한 애착, 자기위치에 대한 내부시각과 외부시각의 차이, 주고객 특성, 연구개발 및 시설투자 추이 등을 통해 해당산업에 대한 인식정도 및 외부환경변화에 대한 자세에 대해 검토한다.

이를 통해 생산 및 재무정책 등과 관련한 기업의 사업전략을 파악하고 성장잠재력, 변화에 적응하는 능력 및 기민성, 생존지구력 등의 측면에서 전략적으로 어떠한 강·약점을 가지고 있는지를 판단한다.

## 4. 경영 위험 분석

경영위험은 회사운영 주체에 대한 신용위험으로 기업 신용도의 토대를 이루는 중요한 요소 중 하나이다. 경영위험은 지배구조, 경영능력, 기업문화 등과 연관되어 있다.

### 지배구조(Governance Structure)

지배구조란 기업의 이해관계자들간의 이해관계를 조율하기 위한 소유구조, 의사결정구조, 경영관리구조 등을 종합한 개념이다. 지분구조 상의 경영권 장악력, 이사회 구성 및 의결권, 규정과 감사제도를 통한 내부통제, 경영투명성과 지배구조의 안정성에 대한 평가가 이루어진다.

소유구조가 안정적이지 못하여 경영권 분쟁이 발생하거나, 주주의 과도한 배당성향 등으로 이익의 사외 유출이 지속될 경우, 대주주와 최고경영자 관계가 불안정한 경우 등은 신용평가에 부정적인 요인으로 작용한다.

경영권이 안정적이지 못하면 경영정책의 연속성이 보장되지 않기 때문에 그 자체만으로도 사업 위험으로 작용한다. 또한 최고경영자가 실질적인 의사결정 권한이 없는 경우에는 경영실권자가 책임은 지지 않으면서 모든 권한을 행사하게 되므로 독단적인 의사결정이 이루어질 수 있어 위험 요인으로 작용할 수 있다.

경영 투명성 또한 평가시 중요한 요소로 간주된다. 투명성의 결여는 재무제표 등 평가자료에 대한 왜곡으로 이어질 수 있으며 기업의 현황을 정확히 파악하는데 한계로 작용하여 평가시 부정적인 요소로 작용한다. 특히 중소기업의 경우에는 재무제표의 신뢰성이 미흡한 경우가 많으며 대여금 형태의 자금 유출 등 비정상적 패턴을 보이는 경우가 많아 경영 투명성이 중요한 평가 지표로 활용된다.

## 경영능력

기업의 운영주체는 사람이다. 기업의 중요한 의사결정을 책임지고 있는 최고경영진의 역량은 해당 기업의 미래를 좌우하는 경우가 많다. 따라서 경영자의 자질에 대한 평가도 중요한 평가 요소이다. 경영능력은 개인적인 자질, 경영성향, 기업관 등으로 평가된다.

개인적인 자질은 과거의 경력과 현재의 사업 성과를 통해서 그 전문성과 능력으로 평가하게 된다. 이때 중요한 점은 현재의 사업 성과가 현재의 최고경영자의 노력과 자질에 의해서 이룩된 것인지 아니면 과거의 노력이 현재 시점에 나타난 것인지를 파악해야 한다. 또한 경기변동, 산업환경의 우호적인 변화에 따라 자연스럽게 나타난 현상인지 여부를 검토하여 경영자의 자질을 판단해야 한다.

기업의 경영 주체인 최고경영자를 판단할 때는 위기관리능력이 매우 중요한 평가 요소이다. 평가의 관점에서 위기상황에서 어떻게 경영능력을 발휘하는가에 따라 기업의 운명이 좌우되는 경우가 많기 때문이다. 위기상황을 경험하지 않았다면 위기상황에 대한 대처 계획의 적정성을 파악함으로써 위기관리능력을 판단할 수 있다.

최고경영자가 기존의 사업 이외에 무리한 사업확장을 하는 경우에 재무적 부담으로 작용하게 되어 기업의 존폐로 이어지는 경우가 종종 있다. 최고경영자의 이러한 확장 성향은 사업위험의 분산과 신규수익원의 창출이라는 미명하에 은폐되는 경우가 있는데, 사업확장에 따른 자금의 원천과 그 회수 가능성을 면밀히 검토하여 위험 정도를 판단해야 한다.

최고경영자의 기업관 및 윤리의식 또한 검토 대상이다. 최고경영자의 경영방침에 따라 노사관계, 기업의 문화가 바뀌는 경우가 종종 있기 때문이다. 또한 윤리의식이 결여된 경영자는 공적인 영역과 사적인 영역의 구분이 모호하여 개인적으로 기업을 운영하는 경우가 종종 있다. 또한 경영자의 윤리문제는 사회적 문제로 비화되어 기업의 이미지에 상처를 입히는 경우가 있으므로 주의하여 검토되어야 한다.

## 기업문화

기업은 구성원에 의해서 구성된 살아있는 유기체로 조직구성원들이 어떤 생각을 가지고 있으며 어떤 기업문화를 가지고 유기적으로 작용하느냐에 따라 기업의 성과가 달라진다. 폐쇄적이고 과거 집착적이며 무사안일한 조직분위기 속에서 창조적 아이디어가 발생하지 않으며 환경변화에 적절한 대응을 하지 못하여 도태되는 경우가 많이 발생한다. 또한 노사관계 역시 기업의 성과에 지대한 영향을 미친다.



## 5. 계열 위험 분석

그룹에 속한 개별기업은 개별 기업의 신용위험 뿐만 아니라 그룹 전체의 신용위험도 고려하여 판단하여야 한다. 개별 기업이 창출한 현금흐름으로 그룹 내 계열사들을 지원하게 되면, 기업의 채무불이행 완충력이 저하될 뿐만 아니라 계열사의 부실로 인하여 동반 부실화되는 경우가 자주 발생한다. 또한 신용도가 우량한 계열사로부터 직·간접적인 지원을 받을 수 있는 기업은 재무적 융통성으로 인해 신용평가시 긍정적인 요소로 작용하기도 한다.

계열 요인을 감안하기 위해서는 개별기업에 대한 신용도에 대한 평가와 더불어 계열 전체 신용도에 대한 평가가 선행되어야 한다. 계열 전체의 신용도에 대한 평가가 이루어지면 개별 기업과 계열사들 간에 어느 정도의 결속력을 보이고 있는지, 개별기업이 계열위험으로부터 어떤 영향을 받는지 등을 검토하여 개별기업의 신용등급을 조정하게 된다.

계열위험을 판단할 때 공정거래법 또는 은행업 감독규정에 의한 법률 및 제도적인 기업집단 뿐만 아니라 지분구조, 그룹 내 소속기업 상호간 지급보증, 영업관계, 경영지배력 등을 감안하여 실질적인 경제적 단일체를 계열로 인식하여 판단하여야 한다.

계열 전체의 신용위험을 판단하기 위해서는 기업집단 전체를 하나의 경제적 실체로 간주하고 각 개별 회사를 하나의 사업부문으로 인식하여 계열 전체의 신용위험을 판단하게 된다. 이때 주의해야 할 점은 계열사간 영업거래, 자본거래, 재무거래 등의 모든 내부거래가 제거된 연결 자료를 토대로 분석이 이루어진다. 연결재무제표 미작성 기업인 경우에는 계열사별 신용도를 판단하여 계열사별 적절한 가중치를 고려하여 가중평균한 신용도를 계열 전체의 신용도로 판단하기도 한다.

계열 전체에 대한 신용위험 분석이 완료된 이후에는 개별기업의 신용위험과 계열의 신용위험 간의 긴밀도와 신용절연 정도를 감안하여 신용등급을 판단하게 된다. 만약 우량한 기업이 다른 부실 계열사들과 신용위험이 잘 단절되어 있다면 개별 기업의 신용도만으로 신용등급을 산출할 수 있을 것이다. 하자만 부실 계열사에 대한 부담으로부터 자유로울 수 없다면 계열위험을 반영하여 개별 기업의 신용도 보다는 낮은 등급을 부여하여야 한다.

계열간의 긴밀도 및 신용절연에 대한 판단은 계열위험 분석의 핵심이며 미래의 행동패턴을 예측하는데도 중요한 사항이다. 계열사와의 거래, 자금대여 및 차입, 담보제공, 채무보증 등의 현황 및 변동상황을 검토하며, 전체 기업 집단내에서의 개별 기업의 전략적 중요성 또한 중요한 판단 요소이다.

계열기업 중 주력 자금조달기업과 자금소요기업간의 자금흐름을 추적하여 계열간 자금지원체제, 계열기업 자금사정, 추가 차입 및 자금창출 여력 등도 검토한다. 특히 금융기관 또는 제3의 기업을 매개로 이루어지는 자금거래도 포착하여 계열기업의 자금부족 상황 및 이에 따른 차입소요, 지급보증 및 담보제공 여력 등에 대해서도 면밀한 분석이 이루어진다.



## 채무보증

신용평가에 있어 운명공동체적 성격을 가장 강하게 포괄하는 것이 계열사간 채무보증이다. 표면적인 연결고리가 없어도 완전한 채무보증 관계가 성립되면 피보증기업의 신용도는 보증기업의 신용도와 같아질 수도 있다. 다만 보증금액의 절대규모가 중요하다.

## 계열지배구조

계열관계를 파악하는 데 있어 계열지배구조의 이해는 중요한 요소이다. 단순히 지분구조 상의 공동체 여부 뿐만 아니라 경영진의 실질적인 영향력을 감안한 통합적인 지배구조로 판단한다. 따라서 경영권의 독립성 정도를 파악하는 것이 무엇보다 중요하다. 의사결정 구조가 투명하거나 지배구조의 독립성이 보장될 경우에는 계열 전체의 신용도 보다 높은 등급을 부여할 수도 있다.

순환출자로 연결되어 있는 경우 연결고리에 있는 기업의 부실화는 계열 전체의 부실화로 이어질 수 있어 순환출자 내용에 대한 파악이 매우 중요하다. 또한 순환출자의 연결고리에 있지 않는 경우에는 부실 계열사는 퇴출시킬 가능성도 배제할 수 없으므로 계열 전체의 신용도가 우량하다고 하더라도 이를 감안하여 개별 기업의 신용등급을 결정할 때 긍정적인 요소로 고려할 수 없다.

## 전략적 중요성

계열 집단 내의 개별기업은 전략적 중요성에 따라 다양한 형태로 운영될 수 있다. 사업다각화, 수직계열화, 차기 성장사업 여부, 기업이미지 등에 따라 전략적 중요성이 달라진다. 전략적 중요성에 따라 부실 계열사에 대한 지원 또는 정리 등 의사결정이 달라질 수 있기 때문이다. 사업다각화의 경우 계열의 업종별 포트폴리오 분석을 통해 산업 및 사업위험을 측정할 수 있으며 수직계열화의 경우 부품, 원재료의 안정적 조달, 판매망의 확보 등에 대한 분석이 이루어진다.

## 6. 맺음말

재무제표는 산업의 특성 및 기업의 경쟁력이 반영된 사후적 지표에 불과하며, 기업의 펀더멘탈(fundamental)에 근거한 장기적인 신용도를 측정하기 위해서는 사업분석이 중요한 의미를 가진다. 사업위험은 자본구조와는 무관하게 직면하는 위험으로 기업이 영위하는 사업의 특성에 내재된 위험이다. 채무상환능력을 판단하기 위하여 사업활동으로부터 현금을 창출해 낼 수 있는 능력이 가장 중요한 판단 요소이다. 그 다음에 재무활동을 통한 현금창출력을 검토하게 된다. 바로 사업활동으로부터 현금창출력을 평가하고 전망하는 것이 사업분석의 핵심이라고 할 수 있다.

또한 사업분석은 기업의 신용도에 중요한 가이드라인을 제공한다. 사업위험이 양호한 기업은 열위한 기업에 비해 더욱 큰 레버리지를 감수할 수 있기 때문이다. 예를 들어 “A” 등급의 경우 사업위험이 양호한 기업은 열위한 기업에 비해 부채비율이 다소 높을 수 있다.

사업분석은 포괄적이고 고도의 정성적인 판단을 요하는 경우가 대부분이어서 그 객관화된 근거를 마련하기가 쉽지 않다. 또한 분석시간 및 자료접근 등에 따른 현실적인 제약으로 인하여 모든 항목들에 대해서 심도 있는 검토를 실시하기가 쉽지 않다.

일반적으로 포괄적이면서도 기초적인 검토항목을 중심으로 분석이 이루어지며, 주요 검토항목에 대한 현상보다는 원인해석에 주력한다. 기초분석을 통해 산업 및 사업현황에 대한 이해도가 높아진 이후에 필요에 따라 주요 검토항목 외에도 다양한 추가 변수들을 포함하여 세부분석이 이루어지면 보다 효율적인 분석이 가능할 것이다.