



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

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

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



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

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

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

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

[Disclaimer](#)

석 사 학 위 논 문

회계이익과 세무이익의 차이가
기업의 신용등급 평가에 미치는 영향



고려대학교 대학원
경영학과
황 진 수

2012년 12월 13일

윤 성 수 교수지도
석 사 학 위 논 문

회계이익과 세무이익의 차이가
기업의 신용등급 평가에 미치는 영향

이 논문을 경영학 석사학위 논문으로 제출함.

2012년 12월 13일

고려대학교 대학원
경영학과
황 진 수



황진수의 경영학석사 학위논문 심사를 완료함.

2012년 12월 13일

위 원 장 윤 성 수 (인)

위 원 유 승 원 (인)

위 원 유 용 근 (인)



국 문 초 록

회계이익과 세무이익의 차이가 기업의 신용등급 평가에 미치는 영향

최근 글로벌 경제위기 상황에서 무엇보다 채무불이행 위험과 신용등급 평가의 가치가 점점 중요시 되고 있다. 신용평가 기관이 기업의 신용을 평가함에 있어 가장 중요한 요소는 원리금의 상환 가능성을 보여주는 이익의 질 및 이익의 지속가능성으로서, 본 연구에서는 이러한 점에 착안하여, 회계이익과 세무이익의 차이를 기업이 보고한 이익의 지속가능성 여부를 나타내는 지표로 정의하였다. 연구모형에 있어서는 기존연구에서 밝혀진 기업의 신용등급 평가에 영향을 미치는 재무적, 비 재무적 요소를 통제 하였다. 따라서 본 연구의 목적은 신용평가 기관이 기업의 신용을 평가함에 있어 회계이익과 세무이익의 차이와 관련된 정보를 고려하는지를 검증함에 있다.

검증결과 회계이익과 세무이익의 차이는 차기 기업의 신용등급 평가와 관련하여 유의한 음(-)의 상관관계를 보였으며, 이는 회계이익이 세무이익보다 큰 기업에서 보다 유의하게 나타났다. 또한 이익 조정이 예상되는 기업에서는 회계이익과 세무이익의 차이가 차기 기업의 신용등급 평가와 더욱 강한 음(-)의 상관관계를 보였다. 따라서 본 연구를 통해 다음과 같은 결과를 도출하였다. 첫째, 신용평가 기관은 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 경우 이익지속성을 낮게 평가하며 신용등급에 부정적인 영향을



미친다. 둘째, 신용평가 기관은 회계이익이 세무이익보다 크게 나타나는 경우, 회계이익과 세무이익의 차이가 경영자의 이익조정과 관련되었을 가능성이 높다고 판단한다. 셋째, 신용평가 기관은 피 평가 기업이 이익조정이 의심되는 기업일 경우, 회계이익과 세무이익의 차이를 보다 크게 반영한다. 또한 본 연구는 회계이익과 세무이익의 차이와 신용등급 평가간의 관계를 검증하는 것에 그치지 않고, 회계이익과 세무이익 차이의 방향성을 구별하여 검증하였으며, 이익조정 집단을 구분하여 살펴보았다는 점에서 의의가 있다.



목 차

I.	서론.....	1
II.	신용평가 제도의 분석.....	4
III.	선행연구.....	7
	3.1 신용평가와 관련한 선행연구.....	7
	3.1.1 신용등급의 결정요인에 관한 연구.....	7
	3.1.2 신용등급과 이익조정에 관한 연구.....	10
	3.1.3 신용등급의 정보효과에 관한 연구.....	11
	3.2 회계이익과 세무이익의 차이에 관련한 선행연구.....	13
	3.2.1 이익조정에 관련된 연구.....	13
	3.2.2 추가적인 정보효과에 관한 연구.....	15
IV.	연구 설계.....	17
	4.1 연구가설의 설정.....	17
	4.1.1 회계이익과 세무이익의 차이와 신용등급.....	17
	4.1.2 이익조정 집단 소속여부와 신용등급.....	19
	4.2 연구모형.....	20
	4.3 연구표본.....	25
V.	실증분석 결과.....	27
	5.1 기술통계량.....	27
	5.2 변수간의 상관관계.....	29
	5.3 회귀분석 결과.....	31
	5.3.1 LTD와 신용등급 간의 회귀분석 결과.....	31
	5.3.2 이익조정 집단 소속여부에 따른 회귀분석 결과.....	33
VI.	결론.....	36
VII.	참고문헌.....	38



I. 서론

2011년 8월 S&P의 미국 국가신용등급 강등에 이어 최근 Fitch사는 미국 지방채 신용등급 강등에 대한 압력을 행사하고 있다. 이처럼 2008년 시작된 미국의 경제위기에서 부터 현재 유로존 국가들의 재정위기에 이르기까지, 최근 몇 년간 글로벌 경제를 둘러싼 가장 중요한 화두는 기업과 국가의 채무 불이행 위험과 신용등급이라고 할 수 있다.

채권은 기업이 장기적으로 안정적인 영업 관련 자금을 조달할 수 있는 주요한 수단으로서, 기업의 자금수요에 상당한 부분을 채권이 담당하고 있으며 안정적인 자금 확보라는 측면에서 그 비중 또한 점점 증가하고 있다. 따라서 신용평가 기관이 실시하는 신용등급의 평가는, 채권발행규모가 늘어남에 따라, 우량한 기업에게는 안정적인 자금조달 창구를 확보해주며, 채권자에게는 채무자의 채무 불이행 위험을 인식 시킬 수 있는 정보효과를 가지게 되므로 그 중요성이 매우 크다고 볼 수 있다. 또한 기업이 자본을 조달하는 과정에서 조그마한 가격 결정요소의 변화라도 자본배분에 상당한 영향을 미치게 되므로 신용등급 평가는 매우 큰 경제적인 의미를 가지고 있다. 따라서 일반적으로 기업은 채권을 발행함에 있어 신용평가 기관으로부터 신용등급의 평가를 받아야 할 의무가 있으며, 기업이 발행한 채권을 평가하는 신용등급 평가기관으로는 세계적으로는 Moody's, S&P, Fitch 등이, 국내는 한국신용평가(주)와 한국기업평가(주)가 신용등급을 평가하여 정보이용자에게 공시하는 역할을 담당하고 있다.

신용등급의 평가와 관련된 연구는 기업의 활동 및 자본조달에 있어 매우 중요한 요소로서 인식되어 이미 1970년대부터 다양한 연구가 활발하게 진행되고 있다. Peavy and Edgar(1983), Kaplan and Urxitz(1983)에서는 순이익, 자기자본비율, ROA, 부채비율, 영업이익, 영업활동으로 인한 현금



흐름과 같은 기업의 재무적 변수들이 신용등급을 예측함에 있어 중요한 결정요인으로 작용함을 증명하였다. 또한 Jensen and Meckling(1976), McMullen and Raghunandan(1996), Fama and Jensen(1983)에서는 이사회구조, 대주주지분율, 소유경영자 지분율, 감사위원회의 설치여부 등 비재무적 변수들 또한 신용등급을 예측함에 있어 중요한 결정요인으로 작용함을 증명하였다. 위의 선행연구들에서 증명된 기업의 신용등급 평가 결정요인과 함께, 신용등급 평가에 있어서 가장 중요한 요소는 피 평가 기업의 원리금 상환 능력으로서 이는 기업이 보고한 이익의 이익지속성의 측면에서 판단 할 수 있다. Hanlon(2005)은 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 기업일수록 이익의 지속성이 낮고, 경영자의 이익조정 행위와 밀접한 관계가 있음을 증명하였다. 또한 Jackson(2009)는 회계이익과 세무이익의 일시적 차이 항목이 이익의 성장성과 유의한 음(-)의 상관관계가 있음을 보고 하였다. 이러한 선행연구에 착안하여 본 연구에서는 신용평가 기관이 기업의 원리금 상환능력을 평가하는데 회계이익과 세무이익의 차이가 높은 정보유용성을 가질 수 있음을 가정하고, 연구를 설계하였다.

본 연구에서는 신용평가 기관이 기업이 발행한 채권의 신용등급을 평가함에 있어서 회계이익과 세무보고 이익의 차이가 가지는 정보를 어떻게 평가하여 반영하는지를 검증하는 것을 목표로 한다. 이를 검증하기 위해 2004년부터 2010년까지 회사채의 신용등급이 확인 가능한 상장기업을 대상으로 회계이익과 세무이익의 차이가 차기 신용등급의 평가에 미치는 영향에 대한 검증을 실시하였다. 검증결과 본 연구에서는 다음과 같은 결과를 도출하였다. 첫째, 신용평가 기관은 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 경우 이익지속성을 낮게 평가하며 신용등급에 부정적인 영향을 미친다. 둘째, 신용평가 기관은 회계이익이 세무이익보다 크게 나타나는 경우, 회계이익과 세무이익의 차이가 경영자의 이익조정과 관련되었을 가능성이



높다고 판단한다. 셋째, 신용평가 기관은 피 평가 기업이 이익조정이 의심되는 기업일 경우, 회계이익과 세무이익의 차이를 보다 크게 반영한다. 또한 본 연구는 관련연구에서 다음과 같은 기여가 된다. 첫째, 회계이익과 세무이익 차이의 방향성과 신용등급 평가와의 관계를 보여준 연구라는 점. 둘째, 표본기업을 이익조정 집단과 비 이익조정 집단으로 구분하여 살펴본 연구라는 점이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어 제II장에서는 신용평가 제도에 대해 기술한다. 제III장에서는 가설 설정을 위한 선행연구들을 검토한다. 제IV장에서는 연구 가설을 설정하고, 연구 모형과 표본기업의 선정에 대해 논의한다. 제V장에서는 실증분석의 결과를 제시한다. 마지막으로 제VI장에서는 본연구의 결과를 요약하고 공헌점 및 한계점을 기술한다.



II. 신용평가 제도의 분석

신용등급이란 전문성과 객관성을 갖춘 신용평가기관이 특정 채권 혹은 기업의 채무를 발행하면서 원리금을 상환할 수 있는 능력을 측정하여 등급화 한 결과를 의미한다(한국기업평가(주), 2012). 여기에서 기업의 원리금 상환능력은 현재나 과거가 아닌 미래의 현금 창출가능성에 의해 결정되므로, 이에 영향을 주는 모든 요소를 고려하여 현금 흐름을 정확하게 예측하는 것이 신용평가의 핵심이다. 또한 이러한 신용평가는 법률에 근거하여 무보증회사채, 기업어음, 자산유동화증권, 신용공여의 제공의 경우에 필수적으로 사용되며¹⁾, 금융시장에서 채권의 발행과 투자 사이에서 전문적인 의견 개진을 통해 투자자에게는 채권의 매입, 보유, 처분에 필요한 정보를, 발행자에게는 시장 여건의 변화에 따른 안정적인 자본조달의 기회를 제공하는 역할을 한다.

이를 위해 신용평가기관에서는 일반 경제 및 금융상황, 사업의 특성 및

1) 증권인수업무에 관한 규정 제11조제2항(무보증사채의 인수)

① 금융투자회사가 무보증사채를 인수하는 경우 「신용정보의 이용 및 보호에 관한 법률」에 따른 신용평가업자(이하 "신용평가업자"라 한다) 중에서 2(「자산유동화에 관한 법률」에 따라 사채의 형태로 발행되는 유동화증권을 인수하는 경우 또는 신용평가업자의 업무정지 등 부득이한 사유가 있는 경우에는 1)이상의 자로부터 해당 무보증사채에 대하여 평가를 받은 것이어야 한다. 다만, 외국법인 등이 발행한 무보증사채의 경우 2 이상의 신용평가업자(금융위원회의 「증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정」 제2-11조제2항제1호마목의 금융감독원장이 정하는 국제신용평가기관을 포함한다. 이하 이 장에서 같다)로부터 평가를 받은 경우 본문의 규정에 의한 평가를 받은 것으로 본다.

증권인수업무에 관한 규정 14조(원화표시채권의 인수)

금융투자회사가 인수할 수 있는 원화표시채권은 다음 각 호의 요건을 모두 충족한 것이어야 한다.

1. 무보증사채인 경우 2.신용평가업자의 업무정지 등 부득이한 사유가 있는 경우에는 1) 이상의 신용평가업자로부터 평가를 받을 것.



동향과 함께 기업의 재무상태, 경영성과, 경영관리실태를 평가하며, 신용평가의 일관성과 효율성을 제고하고자 경영관리위험, 계열위험, 산업위험, 사업위험, 재무위험의 5가지 위험요소로 구분하여 신용등급을 결정한다(한국신용평가(주), 2012). 하지만 5가지 위험요소 중 산업위험과 사업위험의 경우 기업이 소속된 산업 또는 업종의 안정성, 국제 경제 상황에 대한 안정성, 해당기업의 사업 경쟁력 및 위치를 주로 파악하는 위험요소이다. 따라서 산업위험과 사업위험은 개별 기업이 통제하거나 단기간에 긍정적인 변화를 이끌어 내기 힘든 위험요소라고 판단 할 수 있다. 또한 경영관리 위험은 회사의 운영주체에 대한 위험요소로서 경영진의 경영능력, 경영정책들이 반영된다. 하지만 이러한 경영능력은 기업의 안정성 평가에 있어 매우 중요한 변수 임에도 불구하고, 기준이 되는 객관적 지표의 부재, 자료 입수의 한계, 주관적 판단의 오류 가능성, 신용도와의 인과관계 정립 부족 등으로 어려움이 있다(한국신용평가, 2012). 따라서 기업의 신용평가에 있어서 가장 핵심적인 영향을 미치는 위험요소는 재무위험과 계열위험이라고 볼 수 있다. 따라서 본고에서는 이러한 점에 착안하여, 재무위험에 영향을 미치는 기업의 재무적 요소와, 계열위험에 영향을 미치는 지배구조 요소를 변수로 사용함으로써 연구의 실효성을 높일 수 있도록 하였다.

신용등급의 평가 중에서도 장기 신용등급에 해당하는 회사채 평가의 경우 회사채 발행 확정상황에서의 본 평가, 기 공시된 회사채의 신용등급을 1년 단위로 재검토하는 정기평가, 그 외 수시평가와 예비평가로 구분된다. 신용등급은 원리금 지급능력의 정도에 따라 AAA부터 D까지 크게 10개 등급으로 분류되며, BB에서 C등급 까지는 (+), (-) 부호를 부가하여 동일 등급 내에서의 우열을 구분하고 있다. 또한 신용등급의 구분에서 AAA부터 BBB등급 까지는 원리금 상환능력이 인정되는 투자등급, BB부터 C까



지는 환경변화에 큰 영향을 받는 투기 등급으로 분류하고 있다. 다음 <표 2-1>에서는 각 신용등급의 등급체계와 정의를 나타낸다.

<표 2-1> 회사채의 신용등급 체계 (한국신용평가, 2012)

등 급		등 급 평 가
투 자 등 급	AAA	원리금 지급능력이 최상급임.
	AA	원리금 지급능력이 매우 우수하지만 AAA의 채권보다는 다소 열위임.
	A	원리금 지급능력은 우수하지만 상위등급보다 경제여건 및 환경악화에 따른 영향을 받기 쉬운 면이 있음.
	BBB	원리금 지급능력이 양호하지만 상위등급에 비해서 경제여건 및 환경악화에 따라 장래 원리금의 지급능력이 저하될 가능성을 내포하고 있음.
투 기 등 급	BB	원리금 지급능력이 당장은 문제가 되지 않으나 장래 안전에 대해서는 단언할 수 없는 투기적인 요소를 내포하고 있음.
	B	원리금 지급능력이 결핍되어 투기적이며 불황시에 이자 지급이 확실하지 않음.
	CCC	원리금 지급에 관하여 현재에도 불안요소가 있으며 채무불이행의 위험이 커 매우 투기적임.
	CC	상위등급에 비하여 불안요소가 더욱 큼.
	C	채무불이행의 위험성이 높고 원리금 상환능력이 없음.
	D	상환불능상태임.



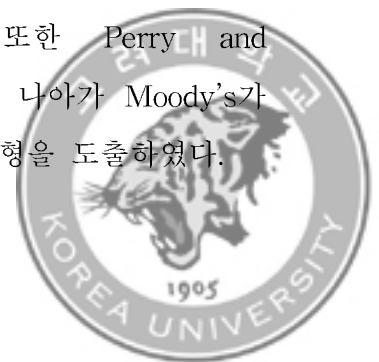
III. 선행연구

3.1 신용평가와 관련한 선행연구

기업의 신용등급은 기업의 외부 정보이용자에게 투자와 관련한 유용한 정보를 제공하는 중요한 원천 중의 하나이다. 따라서 기업의 신용등급과 관련된 선행연구들은 다양한 측면에서 진행되어 왔으며, 이러한 선행연구들은 크게, 신용등급의 결정요인에 관한 연구, 신용등급과 이익조정에 관한 연구 그리고 신용등급의 정보효과에 관한 연구로 구분 할 수 있다.

3.1.1 신용등급의 결정요인에 관한 연구

신용등급의 결정요인에 관한 연구로는 먼저 기업의 재무적 변수가 신용등급에 미치는 영향을 살펴본 연구들이 있다. 먼저 Pinch and Mingo(1975)에서는 장기부채비율과 ROA등 기업의 재무적 변수가 해당기업의 신용등급을 예측함에 있어 유의한 결과를 나타낸다는 결과를 보였으며, Kalpan and Urxitz의 연구에서는 영업현금흐름, 부채비율, 영업이익과 같은 재무적 정보가 기업의 신용등급을 예측함에 유의한 결과를 나타냄을 밝혔다. Peavy And Edgar(1983)에서는 순이익, 자기자본비율, 이전 5년간의 자산성장률, 자기자본이익률, 부실대출충당금 비율을 변수로 하여 Moody's와 Goldman, Sachs & Co.의 신용등급을 설명하는 연구를 실시함으로서, 기업규모, 재무레버리지, 수익성, 성장성의 해당 재무적 변수와 신용등급간의 유의한 상관관계를 발견하였다. 또한 Perry and Cronan(1986)은 Peavy And Edgar(1983)의 연구에서 나아가 Moody's와 BHC의 함에 있어 96.39%의 높은 예측력을 보이는 모형을 도출하였다.



이와 관련된 국내연구로는 신동령(1989)의 연구에서 한국신용평가(주)의 CP등급과 단기지급능력, 장기지급능력, 기업규모, 수익성, 안정성, 성장성, 활동성, 매출액증가율, 주가수준, 총자산회전율의 관계를 분석 하였으며, 이를 통해 국내에서도 기업의 재무적 변수가 기업의 신용등급 평가에 영향을 미침을 증명하였다. 이종천(1994)의 연구에서는 총자산, 이익잉여금/총자산, 매출액/유동자산, 유동부채/매출액의 4개 변수를 통해 기업의 CP등급을 예측하는 모형을 구성하였으며 유의한 상관관계를 발견하였다. 또한 진동민(2002)은 배당률, 총자산 등의 재무적 변수를 이용한 모형을 통해 재무적 변수가 기업의 차기 신용등급 평가에 유의한 영향을 미치는 결과를 제시하였다. 하지만 Pinch and Mingo(1975)에서는 담보권의 우선순위와 같은 기업의 비재무적 변수 또한 기업의 신용평가에 영향을 미치는 결과를 제시하고 있다.

다음으로 기업의 지배구조 변수가 신용평가에 미치는 영향을 살펴본 연구들이 있다. 먼저 S&P(2002, 2004)에서는 기업의 신용평가에 있어 소유 지배구조의 평가로서 기업의 소유구조, 주주의 권리, 재무적 투명성, 이사회 구조, 감사관련 통제기구 등의 변수들이 주요한 요소로 반영됨을 보고 하였다. Moody's(2004)에서는 재무보고의 질, 유동성, 위험관리에 있어 기업의 지배구조가 중요한 요소임과 함께, 이사회와 감사위원회의 전문성, 활동성, 독립성이 높을 수록 현금흐름의 예측가능성과 자산의 유용 및 측정 오류를 최소화 한다는 보고를 발표하였다.

Jensen and Meckling(1976), 김영숙과 이재춘(2000)의 연구에 따르면 이해일치가설에 따라 대주주지분율, 소유경영자 지분율이 증가 할수록 기업가치가 감소함이 증명되었다²⁾. Fama and Jensen(1983)의 연구에서는

2) 대주주지분율과 기업가치 간에는 비선형의 상관관계가 존재하여, 28.7%의 대주주지분율 까지는 대주주 지분율이 증가함에 따라 기업가치가 하락하며, 28.7%를 넘어서는 대주주지분율 구간에서는 기업가치가 증가함을 보고 하였다. 본 연구에서는 분석 대상



이사회가 주주의 권리 보호를 위해 효율적 통제기능을 수행한다는 결과를 도출함으로서 이사회의 구조가 기업의 신용평가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 발견하였다. McMullen and Raghunandan(1996)의 연구에서는 감사위원회의 설치 여부가 기업의 이익조정 크기에 미치는 유의한 상관관계를 발견함으로서 감사위원회의 설치 여부가 기업의 신용평가에 영향을 미칠 수 있음을 암시하였다. 또한 Bhojraj and Sengupta(2003)에서는 지배구조 변수와 신용등급과의 직접적인 관련성을 분석하는 연구를 통해 사외이사의 비율과 기관투자자의 지분비율이 신용등급과 양(+)의 상관관계를 가진다는 결과를 도출하였다. Dillenburg et al.(2003)은 기업의 재무성과와 환경적, 윤리적, 사회적 특성이 기업의 신용평가에 반영됨은 보고함으로서 지배구조가 기업의 신용평가에 영향을 미침을 발견하였다. Anderson et al.(2004)은 이사회와 감사위원회의 독립성이 기업의 신용등급 평가와 양(+)의 상관관계가 있음을 발견하여, 기업의 긍정적인 지배구조가 부채의 조달 금리를 낮추어 대리인 비용을 감소시키는 효과가 있음을 발견하였다.

이와 관련된 국내 연구로서는 전영순(2003), 안윤영 외(2005)에서 외국인 투자자가 회계이익의 질을 고려한 투자성향을 보이며, 정보비대칭이 낮은 기업을 선호한다는 점을 밝힘으로서 외국인투자자의 지분율이 효율적인 외부 감시주체로서 기업의 신용등급과 양(+)의 상관관계가 있음을 암시하였다. 김문태·김영환(2007)에서는 신용평가와 외국인 지분율의 관계를 직접적으로 분석함으로서 외국인 지분율과 기업의 신용등급 평가가 유의한 관련성이 있음을 발견하였다. 또한 김병호(2011)에서는 기업의 지배구조가 신용등급에 미치는 영향을 분석하여, 기관투자자 지분율, 발생액의 질, 이익의 적시성, 이사회의 독립성이 기업의 신용등급 평가에 있어 양

기업의 대부분에서 대주주 지분율이 28.7% 미만을 나타냄으로서 대주주지분율이 신용등급에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 판단하였다.



(+)의 상관관계가 나타남을 증명하였다.

이처럼 국내외의 선행연구에서는 기업의 재무적 변수들과 함께 기업의 외국인 투자비율, 최대 주주 및 기관 투자자 지분율, 이사회 및 감사위원회와 같은 기업의 지배구조 변수들이 기업의 신용등급 평가에 있어서 결정요인으로서 유의한 상관관계를 미치는 것으로 나타나고 있다. 따라서 본 연구에서는 기업의 부채비율, 현금흐름과 같은 재무적 변수와, 외국인 지분율, 대주주 지분율, 감사위원회의 설치여부와 같은 기업의 지배구조 변수를 동시에 고려하였다.

3.1.2 신용등급과 이익조정에 관한 연구

신용등급과 이익조정에 관한 선행연구는 이익의 질과 관련되어 있으며, 이익의 질이 낮은 기업과 이익조정을 시도하는 기업들이 상대적으로 낮은 신용등급을 받음을 나타내고 있다. Ashbaug-Skaife et al.(2006)에서는 Dechow and Dichev(2002)에서 활용된 발생액의 품질을 재무보고의 투명성에 대한 지표로 활용하여, 재무보고의 투명성이 신용등급에 미치는 영향을 분석하였으며 분석결과로 재무보고의 품질과 신용등급 사이에는 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. Jorion et al.(2009)에서는 수정 Jones 모형에 따른 재량적 발생액과 신용등급간의 상관관계에 대한 분석을 실시하여, 재량적 발생액이 높은 기업의 경우 낮은 신용평가를 받는 음(-)의 상관관계를 가지는 증거를 발견하였다.

이와 관련한 국내 연구로서는 김문태·위준복·전성일(2006)에서 수정 Jones 모형(1995)과 Yoon and Miller모형(2006)으로 계산된 재량적 발생액과 신용등급과의 관련성에 대한 실증분석을 실시하여 재량적 발생액과 신용등급 간에는 유의한 음(-)의 상관관계가 나타남을 제시하였다. 이를



통해 신용평가 회사가 신용등급을 측정함에 있어 이익의 질을 고려하여 이익조정현상을 파악함으로써, 재량적 발생액이 높은 경우 낮은 신용등급으로 평가함을 유추 할 수 있다. 나인철·김종현(2009)에서는 Dechow and Dichev모형(2002)을 통해 발생액의 품질³⁾과 회사채 신용등급간의 상관관계를 분석하였으며, 분석결과 신용등급과 발생액의 품질 간에는 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과 또한 신용등급을 평가함에 있어 이익의 질이 평가요소로서 고려된다는 주장의 실증적인 결과로 볼 수 있다. 하지만 이에 반해, 최국현·신안나(2006)에서는 신용등급의 변화와 이익조정간의 상관관계를 살펴보는 연구를 통해 신용등급이 변화한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 재량적 발생액이 유의한 양(+)의 관계를 가진 것으로 나타났으며, 김병호(2009)에서는 이익조정의 측정치에 따라 재량적 발생액과 신용등급간의 상관관계에 있어 상반된 결과를 도출하였다.

이처럼 국내외의 연구에서는 재량적 발생액을 이익의 질을 측정하는 대용치로 사용하여, 이익의 질과 신용등급과의 관련성에 대한 연구가 진행되었으며, 그 결과는 연구에 따라 상반된 방향성을 나타내었다. 따라서 본 연구에서는 기업의 이익조정 실시여부가 신용등급 평가에 있어 영향을 미칠 수 있다는 가능성에 근거하여, Burgstahler and Dichev(1997)의 방법론에 따라 이익조정 집단을 규정하고 이익조정 집단과 비 이익조정 집단이 각각 신용등급에 어떤 영향을 미치는지에 관하여 살펴보았다.

3.1.3 신용등급의 정보효과에 관한 연구

3) 발생액의 품질은 Dechow and Dichev 모형(2002)에서는 계산한 잔차의 표준편차와 Dechow et al.(1995)의 수정 Jones 모형으로 추정된 재량적 발생액의 절대값을 더미 변수형태로 조정하여 사용.



신용등급의 정보효과에 관한 연구는 주로 신용등급의 변경이 채권 또는 주식의 수익률에 미치는 영향에 대한 분석으로 실시되었으며 일관된 결과는 도출하지 못하고 있다. Cornell et al.(1989)에서는 신용평가 기관이 가진 무형자산 가치의 평가에 대한 비교우위와, 무형자산 비중이 높은 기업에서의 신용등급 변경에 대한 정보 유용성이 높다는 측면에 착안하여, 기업의 순 무형자산이 기업의 신용등급 변경에 따른 주가 반응에 영향을 미치는지 여부를 분석하였으며, 분석결과 순 무형자산의 비중이 높은 기업일수록 신용등급 변경에 따른 정보효과가 큰 것으로 나타났다. Hand et al.(1992)에서는 신용등급의 변경이 채권가격과 주식가격의 변동에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 신용등급의 변경이 예측된 기업과 예측되지 못한 기업을 구분하여 분석하였으며, 분석결과는 예측된 기업에서만 채권가격과, 주식가격에 유의한 양(+)의 상관관계를 가짐으로 나타났다. Goh and Ederington(1993)에서는 채권의 신용등급이 변경된 기업을 대상으로 하여 주식가격의 누적 초과수익률에 미치는 영향을 검증하였다. 분석결과 신용등급의 상향 변경의 경우에는 유의한 관계가 드러나지 않았으며, 하향 변경의 경우에는 주식가격의 누적 초과수익률에 유의한 양(+)의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다.

이와 관련된 국내 연구로는 오희장(1999)에서 신용등급이 변경된 기업을 대상으로 하여 일별 비정상수익률과의 관계를 검증하였다. 이를 통해 신용등급의 변경이 상향, 하향 양측에서 주식가격의 비정상수익률에 유의한 양(+)의 상관관계를 보이는 것을 검증하였다. 주상룡(2001)에서는 신용등급이 변경된 기업을 대상으로 주식의 평균 초과수익률과의 관계를 검증하였으며, 결과는 Goh and Ederington(1993)의 연구에서와 같이 하향 변경의 경우에서만 신용등급의 변경과 주식가격의 평균 초과수익률 간에 유의한 양(+)의 상관관계를 보임을 나타냈다. 박현섭·송인만(2005)는 회사채



의 신용등급 변경이 주식가격에 미치는 영향을 상향 변경과 하향변경으로 나누어 검증하였다. 또한 무형 자산 비중에 따른 시장반응에 차이 여부를 검증하였다. 분석결과는 Goh and Ederington(1993) 및 주상룡(2001)에서와 마찬가지로 하향 변경의 경우에만 신용등급 변경의 정보효과가 나타나는 것으로 분석되었으며, 무형자산의 비중이 신용등급의 변경에 따른 정보효과를 증대시키는 요인으로 작용한다는 결과를 제시하였다.

3.2 회계이익과 세무이익의 차이에 관련한 선행연구

회계이익과 세무이익의 차이는 발생주의 개념을 적용하는 기업회계기준에 따라 산출되는 재무이익과 권리의무 확정주의에 따라 계산되는 세법의 규정에 따라 산출되는 세무이익의 차이에서 기인한다. 따라서 권리의무 확정주의에 따라 계산되는 세무이익은 회계이익에 비해 경영자의 자의성이 개입될 여지가 적으며, 경영자의 회계이익 과대계상 유인에 의해 회계이익과 세무이익의 차이가 커질 가능성이 있다. 이러한 관점에서 회계이익과 세무이익의 차이에 관련한 선행연구는 회계이익과 세무이익의 차이가 경영자의 이익조정이나, 기업의 이익지속성과 관련된 연구와 회계이익과 세무이익의 차이가 가지는 추가적인 정보효과 등으로 나누어 살펴볼 수 있다.

3.2.1 이익조정에 관련된 연구

Chaney et al.(1994), Joos et al.(2002), Phillips et al.(2003)에서는 이연법인세 비용이 재량적 발생액, 일시적 차이와 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 제시하였다. 이 중에서도 Phillips et al.(2003)에서는 Burgstahler



and Dichev(1997)의 방법론을 통해 이익조정기업과 비 이익조정기업을 분류하여 이연법인세 비용이 가지는 이익조정 대응치로서의 유용성을 검증하였다. 분석결과 이연법인세 비용은 발생액의 추정치에 대해 추가적인 설명력을 가지고 있으며 이를 통해 이익조정을 발견하는데 추가적인 유용성이 있다는 결과를 제시하였다. Mills and Newberry(2001)에서는 비공개 납세신고 자료를 통해 회계이익과 세무이익의 차이로 인한 비세금비용과 세금비용에 대한 공개여부로 기업을 구분하여 분석하였으며, 분석결과 이익조정 동기가 있는 경우 회계이익과 세무이익의 차이가 상대적으로 크다는 결과를 도출하였다. 또한 Hanlon(2005)에서는 회계이익과 세무이익의 차이와 이익지속성, 발생액, 현금흐름의 관계를 분석하였으며, 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 기업일수록 이익의 지속성이 낮고, 경영자의 이익조정 행위와도 밀접한 관계를 가지고 있다는 것을 제시하였다.

이와 관련된 국내 연구로는 박종일·김경호(2002)가 수정 Jones모형(1995)를 이용하여 회계이익과 세무이익의 차이에는 경영자의 재량적 발생액을 이용한 이익조정 정보가 반영되어 있음을 증명하였으며, 김지홍·고윤성(2006)은 회계이익과 세무이익의 차이와 적자회피 기업 간에는 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 증명하였다. 고종권·윤성수(2006)에서는 회계이익과 세무이익의 차이를 5분위로 구분하여 LPBTD, LNBTD, SMBTD 세 개의 표본 집단과 회계이익과 세무이익의 차이의 관계를 증명하였으며, 실증결과 LPBTD, LNBTD 집단이 SMBTD에 대비하여 발생액이 과대평가되고, 현금흐름의 지속성이 낮게 나타나는 것으로 증명되었다. 또한 이는 Sloan(1996)의 결과와 동일하다. 주인기·최원욱·염지인(2005), 변용희·박종국(2006)에서는 회계이익과 세무이익의 차이와 관련한 추정치가 발생액과 관련한 추정치에 대한 유용성을 검증하였으며 분석결과 추가적인 유용성이 있는 것으로 검정되었다.



하지만 선행연구에서 사용된 회계이익과 세무이익의 차이는 총계적인 지표로서 순수한 이익조정행위를 판단하기에는 한계가 있다는 문제점을 가지고 있다. 이를 극복하기 위해 Tang(2006)에서는 회계이익과 세무이익의 차이를 재량적요소와 비 재량적 요소로 구분 하였으며, 분석결과 비 재량적 요소가 재량적 요소에 대비하여 기업의 이익지속성에 유의한 음(-)의 상관관계를 가짐을 증명하였다.

3.2.2 추가적인 정보효과에 관한 연구

회계이익과 세무이익의 차이가 기업의 이익조정행위와, 이익의 질, 이익지속성에 영향을 미친다는 연구는 기업의 가치와 관련되어 있으며, 이는 이익에 관한 시장반응에 영향을 미칠 것이다(Barragato and Weiden, 2004). Chaney and Jeter(1994), Joos et al.(2000)에서는 회계이익과 세무이익의 차이의 대용치로 사용된 이연법인세의 증가가 해당 기업의 주가수익률과 유의한 음(-)의 상관관계가 있음을 증명하였다. Lev and Nissim(2004)에서는 추정과세소득이 자기자본의 가치와 미래의 이익성장을 설명하는데 추가적인 정보효과를 가지는지에 대한 효과를 분석하였으며, (과세소득/회계이익) 비율이 미래의 이익증가율과 주식수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미침을 증명하였다. Jackson(2009)는 회계이익과 세무이익의 차이를 일시적 항목과 영구적 항목으로 각각 구분하였으며 이익의 성장성이 일시적 항목과 유의한 음(-)의 상관관계가 있음을 보고하였다. 이에 반해 Hanlon(2005)에서는 회계이익과 세무이익의 차이에 있어 양(+)의 차이(회계이익>세무이익)의 경우에는 주식 가치에 부정적인 영향을, 음(-)의 차이(회계이익<세무이익)의 경우에는 오히려 주식 가치에 긍정적인 영향을 미침을 발견하였다. Tang(2006)에서는 재량적 요소와 비 재량



적 요소 모두 주식 수익률과 음(-)의 상관관계를 있음을 증명하였으며, 이는 회계이익과 세무이익의 차이에 반영된 정보가 시장가치에 반영됨을 보여준다.

이와 관련된 국내 연구로는 박종국·문상혁(2005)는 회계이익과 세무이익의 차이가 기업의 PER(주가배수)와 유의한 양(+)의 상관관계를 가짐을 실증하였으며, 박종국·문상혁(2008)에서는 회계이익과 세무이익의 차이에 있어서 일시적 차이가 기업의 이익 성장성과 유의한 양(+)의 상관관계를, 미래 현금흐름의 성장성과는 유의한 음(-)의 관계를 가짐을 실증하였다. 김철환·전규안(2009) 또한 회계이익과 세무이익의 차이가 이익의 가치 관련성에 있어 유의한 양(+)의 상관관계를 가진다는 결과를 보고하였다.

이와 같이 선행연구에서는 회계이익과 세무이익의 차이는 기업의 이익 조정행위, 이익의 질, 이익 지속성과 유의한 관계를 가지며, 시장 반응과 같은 추가적인 정보효과를 가짐을 보여주고 있다. 따라서 본 연구에서는 회계이익과 세무이익의 차이가 가지는 정보효과를 이익 지속성과, 장기적인 원금 상환능력이라는 관점에서, 신용평가기관에서 해당 기업의 신용평가에 반영 할 것임을 전제 하였다.



IV. 연구 설계

4.1 연구가설의 설정

4.1.1 회계이익과 세무이익의 차이와 신용등급

기업의 신용평가는 기업이 채권을 발행함에 있어 원리금의 상환가능성을 평가하는 지표이다. 따라서 신용평가기관이 기업의 신용등급을 평가함에 있어 기업의 이익지속성과, 이익의 질은 매우 중요한 요소로서 고려될 것이다. 선행연구에서는 회계이익과 세무이익의 차이가 경영자의 이익조정행위, 기업이 보고한 이익의 질, 기업의 이익 지속성과 유의한 관계를 가짐을 보여주고 있다.

연구를 수행함에 있어 변용희·박종국(2006)에서는 회계이익과 세무이익의 차이를 각 25% 지점을 4분위로 구분하여 대분류로 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 기업(LBTD)과 작은 기업(SBTD)을 구분하고, LBTD를 세분하여 회계이익이 세무이익보다 크면서 차이가 많이 나는 기업(LPBTD)과 회계이익이 세무이익보다 작으면서 차이가 많이 나는 기업(LNBTD)로 구분하였다. 본 연구에서는 회계이익과 세무이익의 차이가 기업의 신용등급 평가에 미치는 영향을 분석하기 위해 변용희·박종국(2006)의 연구방법론을 이용하였다.

선행연구에 따르면 Hanlon(2005)에서는 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 기업일수록 이익의 지속성이 낮고, 경영자의 이익조정 행위를 설명함을 보였으며, 고종권·윤성수(2006)에서는 회계이익과 세무이익의 차이를 5분위로 구분하여 회계이익과 세무이익의 차이의 관계를 증명함을 통해, LPBTD, LNBTD 집단이 SMBTD에 대비하여 발생액이 양(+)의 상관관



계를, 현금흐름의 지속성이 음(-)의 상관관계를 보임을 증명하였다. 또한 Palepu et al.(2005)는 회계이익과 세무이익의 차이가 증가함에 따라 이익의 질이 감소하며, 이익의 질이 감소함은 기업의 잠재적인 위험이 증가함을 나타낸다. 여기서 잠재적인 위험이란, 기업이 가진 원리금 상환 능력에 대한 부정적인 인식으로 생각 할 수 있으며, 따라서 이러한 회계이익과 세무이익의 차이가 증가함은 기업의 원리금 상환 능력의 저하로 인식되어 신용등급에 부정적인 영향을 가져올 것이다. 이러한 선행연구에 근거하여 본 연구에서는 신용평가기관의 신용등급 평가에 있어서 기업의 회계이익과 세무이익의 차이에 대한 정보가 유용하게 이용될 것임을 예측하고, 다음과 같은 가설을 설정한다.

H1: 신용평가기관의 신용등급 평가에 있어 기업의 회계이익과 세무이익의 차이는 신용등급과 유의한 음(-)의 상관관계를 가질 것이다.

또한 권리의무 확정주의에 따라 계산되는 세무이익은 회계이익에 비해 경영자의 자의성이 개입될 여지가 적으며, 경영자의 회계이익 과대계상 유인에 의해 회계이익과 세무이익의 차이가 커질 가능성이 있다. 이러한 관점에서 회계이익과 세무이익의 차이에 대한 방향성에 있어 회계이익이 세무이익보다 크면서 차이가 큰 집단은 회계이익이 세무이익보다 적으면서 차이가 많이 나는 집단보다 이익조정, 이익의 질, 이익지속성이 크게 관련되어 있을 것으로 판단 할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정한다.

H2: 신용평가기관의 신용등급 평가에 있어 기업의 회계이익이 세무이익보다 크면서 차이가 많은 집단이 회계이익이 세무이익보다 적으면서



서 차이가 많은 집단보다 유의한 음(-)의 상관관계를 가질 것이다.

4.1.2 이익조정 집단 소속여부와 신용등급

기업이 신용등급을 평가함에 있어서 가장 중요한 요소는 기업이 부채의 상환기간동안 안정적으로 원리금을 상환 할 수 있는지에 대한 요소이다. 따라서 현재의 수익성이 이익조정에 의해 과대하게 평가 되었다. 현재의 수익성을 기준으로 발행되는 채권의 신용등급이 낮게 평가될 유인이 발생 하게 된다. 따라서 본 연구에서는 대상 기업을 이익조정 집단과 비 이익 조정 집단으로 구분하고, 다음과 같은 가설을 설정한다.

H3: 신용평가기관의 신용등급 평가에 있어 이익조정 집단으로 분류된 기업은 비 이익조정 집단보다, 회계이익과 세무이익의 차이가 신용 등급에 미치는 영향이 강한 음(-)의 상관관계를 가질 것이다.

Burgstahler and Dichev(1997)의 방법론에서는 적자회피를 위한 이익조정집단을 이분하여 구분하고 있으며 (당기순이익/전기총자산)의 수치가 영(0)을 기준으로 하여 큰 집단을 적자회피를 위한 이익조정 집단으로 규정하고 있다. 단 본 연구에서는 고종권·윤성수(2006)의 방법론에 따라 아래와 같이 이익조정 집단을 정의 한다.

이익조정 집단: $0 \leq \text{당기순이익/전기총자산} < 0.04$

비 이익조정 집단: $-0.10 \leq \text{당기순이익/전기총자산} < 0$



4.2 연구모형

본 연구에서는 회계이익과 세무이익의 차이가 기업의 신용등급 평가에 있어 어떠한 영향을 미치는지 확인하는 것을 연구의 목적으로 한다. 따라서 본 연구를 위해 2004년부터 2010까지 회사채를 발행한 상장기업의 대상으로 하였으며, LBTD의 더미변수로 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 집단에 속하면 1(아니면 0), LPBTD, LNBTD의 더미변수로 회계이익과 세무이익의 차이가 양(+)인 집단과 음(-)인 집단을 구분하여, 회계이익과 세무이익의 차이와 신용등급간의 관련성을 검증하기 위한 다변량분석을 실시하였다. 또한 통제변수로서 부채비율(DEBT), 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO), 대주주지분율(LSH), 외국인지분율(Foreign), 감사위원회 설치여부(AD), 기업규모(Size)를 사용하여 식(1), 식(2)와 같은 모형을 설계하였다.

$$Rank_t = a_0 + a_1LBTD_{t-1} + a_2DEBT_{t-1} + a_3CFO_{t-1} + a_4LSH_{t-1} + a_5Foreign_{t-1} + a_6AD_{t-1} + a_7Size_{t-1} + year dummy + industry dummy + \epsilon \quad \text{식}$$

(1)

$$Rank_t = a_0 + a_1LPBTD_{t-1} + a_2LNBTD_{t-1} + a_3DEBT_{t-1} + a_4CFO_{t-1} + a_5LSH_{t-1} + a_6Foreign_{t-1} + a_7AD_{t-1} + a_8Size_{t-1} + year dummy + industry dummy + \epsilon \quad \text{식}$$

(2)

단,

Rank = 각 기업의 신용등급에 따라 단계별 등간격 점수를 부여한 값
(AAA=20 ~ D=1)



LBTD	= 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 집단이면 1, 아니면 0인 더미변수
LPBTD	= 회계이익이 세무이익 보다 크면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
LNBTD	= 회계이익이 세무이익 보다 적으면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
DEBT	= 부채비율 (부채/총자산)
CFO	= 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
LSH	= 대주주지분율
Foreign	= 외국인투자자 지분율
AD	= 감사위원회가 설치되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
Size	= $\ln(\text{총자산})$

본 연구에 있어 신용등급(Rank)은 회사채 신용등급을 기준으로 하며, 직전 년도의 정기 재무제표가 공시되고 첫 번째 이루어진 각 신용평가기관의 신용등급 평가를 평균으로 환산하여 측정하였다. 이를 통해 위준복 외(2005)의 연구에서와 같이 직전년도의 이익 조정 및 회계이익과 세무이익의 차이에 관한 정보가 신용등급의 산정에 어떤 영향을 미치는지 측정하고자 한다.

또한 일반적으로 신용평가기관에서는 회사채의 평가등급을 AAA부터 D까지로 분류하고 있으며, AAA부터 BBB까지는 원리금 상환능력이 인정되는 투자등급, BB부터 D까지는 환경 변화에 크게 영향을 받는 투기등급으로 구분하고 있다. 또한 AA부터 B까지는 (+), (-) 부호를 부가하여 우열을 나타내고 있으며 총 20개의 등급으로 구분된다. 따라서 본 연구에서는 각 등급 별로 20부터 1까지의 점수화 방식을 사용하였다. 각 신용등급 별 점수를 나타낸 것은 다음 <표 4-1>와 같다.



<표 4-1> 신용등급의 점수화

등급	Rank	등급	Rank	등급	Rank
AAA	20	BBB+	13	B	6
AA+	19	BBB	12	B-	5
AA	18	BBB-	11	CCC	4
AA-	17	BB+	10	CC	3
A+	16	BB	9	C	2
A	15	BB-	8	D	1
A-	14	B+	7		

또한 일반적으로 회계이익과 세무이익의 차이(BTD)를 계산함에 있어 회계이익으로는 법인세 차감 전 순이익을 사용한다. 하지만 세무이익을 측정함에 있어서의 과세소득은 “법인세법에 따라 산출하는 대상 소득”으로 정의하며 명확한 계정과목으로 정의된 구분이 없어 논란의 여지가 있다. 또한 명확한 세무이익의 산출을 위해서는 세액공제와, 세액감면, 이연법인세 자산, 이연 법인세 부채 등을 포괄적으로 고려하는 것이 합당할 것이다.

따라서 본 연구에서는 회계이익과 세무이익의 차이를 계산하기 위해 회계이익으로는 법인세 차감 전 순이익을 사용하고, 세무이익은 Manzon and Plesko(2002)에서 사용된 계산방법을 이용하였으며, 법인세 부담액⁴⁾을 법인세 최고세율⁵⁾로 나누어 추정세무이익을 계산하였다.

4) 법인세 부담액 = 당기법인세 비용 + 전기 대비 이연법인세 자산의 증분액 - 전기 대비 이연법인세 부채의 증분액

5) 법인세 최고세율 = 법인세율(1+주민세)
연도별 법인세 최고 세율

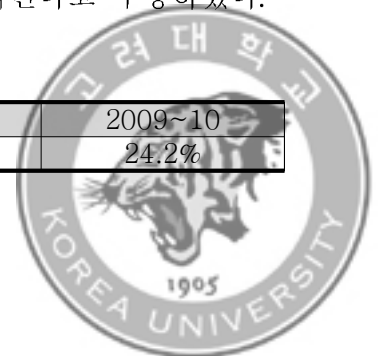


통제 변수들을 살펴보면 먼저, 재무적 요소로서 부채비율(DEBT)은 기업의 총 조달자본 중 타인자본 비율을 나타내는 지표로서 전기 총자산으로 표준화하여 나타내었다. Watts and Zimmerman(1986)에 따르면 부채비율이 높은 기업은 부채계약 충족을 위한 유인으로 이익조정에 대한 유인이 크게 나타난다는 점을 실증분석 하였다. 또한 신동령(1989)에서도 부채비율이 높은 기업은 채무불이행 위험을 높게 보았다. 따라서 본 연구에서는 높은 부채비율은 이익조정 유인을 형성하고, 채무불이행 위험을 높이는 요소로 작용하여 음(-)의 상관관계를 가질 것으로 예측한다.

다음 재무적 요소로서 활용된 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)은 투자활동 현금흐름, 재무활동 현금흐름과 함께 현금흐름표를 구성하는 3개 항목 중 하나다. 또한 특히 영업활동으로 인한 현금흐름은 영업부문 현금창출력을 판단할 때 유용한 지표로서 기업의 현금창출력은 미래 기업의 원리금 상환능력과 밀접히 관련되어 있다. 따라서 영업활동으로 인한 현금흐름이 낮을(높을)수록 기업의 신용등급 평가에 있어서 낮은(높은) 등급을 받을 가능성이 높다. 따라서 본 연구에서는 영업활동으로 인한 현금흐름은 기업의 신용등급 평가에 있어 양(+)의 상관관계를 가질 것으로 예측한다.

나머지 통제변수들은 비재무적 요소로서 대주주 지분율은 5%이상의 지분을 보유한 주주를 대상으로 하였다. 대주주 지분율과 관련한 연구에는 다소 상충되는 연구결과가 있다. Shleifer and Vishny(1986)에서는 높은 대주주 지분율이 감시기능의 강화로 인해 대리인 비용을 줄이는 역할을 함을 주장하였다. 반면 Lopez de Silanes and Shleifer(1998)에서는 대주주가 경영에 참여하는 경우 독립적인 감시기능이 약화된다고 주장하였다.

	2004	2005~8	2009~10
세율	29.7%	27.5%	24.2%



따라서 기존 연구에 따르면 대주주 지분율에 따른 효과는 대주주의 경영 참여여부에 따라서 달라진다고 볼 수 있다. 또한 이를 바탕으로 오너 일가가 많은 지분을 갖고, 경영에 참가하는 경우가 많은 우리나라의 경우에 적용시켜 볼 때 대주주 지분율은 기업의 신용등급 평가에 있어 음(-)의 상관관계를 가질 것으로 예측된다.

외국인투자자 지분율(Foreign)은 외국인투자자의 소유 지분비율로서, 외국인 투자자가 경영자 감시기능을 가지며, 따라서 외국인투자자 지분율이 높은 기업은 경영자 모니터링이 강화될 수 있다(Shelifer and Vishny, 1986)는 관점에서 경영자의 이익조정행위를 감소시킬 유인이 있다고 판단된다. 또한 김문태(2004)에서는 외국인이 투자한 기업이 재무성과가 뛰어나다는 결과를 제시하였다. 따라서 본 연구에서는 외국인투자자의 지분율과 기업의 신용등급 평가 간에는 양(+)의 상관관계가 있을 것으로 예측한다.

감사위원회의 설치여부(AD)는 감사위원회가 설치된 기업의 경우 1(아니면 0)인 더미변수이다. Xie et al.(2002)에 따르면 감사위원회가 정상적으로 작동하는 경우 경영자의 이익조정이 통제되는 결과를 제시하고 있다. 따라서 이러한 결과를 바탕으로 감사위원회의 설치가 경영자의 이익조정 행위를 통제하여 이익의 질과, 이익 지속성을 향상시키고 기업의 신용등급 평가에 긍정적인 영향을 미칠을 유추 할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 감사위원회의 설치여부가 기업의 신용등급 평가에 있어 양(+)의 상관관계를 나타낼 것으로 예측한다.

기업규모(Size)는 전기 총자산에 자연로그를 취한 값으로서, 위준복 등(2005)에서는 기업규모(Size)가 계속기업으로서의 잠재적인 역량을 나타냄을 나타냈으며, Burgstahler and Dichev(1997)은 기업의 규모가 클수록 경영자는 이익조정에 보수적인 태도를 보인다는 점을 분석하였다. 따라서



본 연구에서는 기업규모가 신용등급의 평가였어 양(+)의 상관관계를 나타낼 것으로 예측한다. 그 외 회계연도를 통제하고, KSIC산업 구분의 중분류를 통해 산업을 통제하였다.

한편 기업이 이익조정 집단에 속해있다면, 현재의 수익성이 이익조정에 의해 과대하게 평가 되었다. 현재의 수익성을 기준으로 발행되는 채권의 신용등급이 낮게 평가될 유인이 발생하게 된다. 따라서 본 연구에서는 대상 기업을 이익조정 집단과 비 이익조정 집단으로 구분하고, EM을 더미변수로 두어 이익조정 집단의 경우 1(아니면 0)으로 두어 다음과 같은 모형을 설계하였다.

$$Rank_t = a_0 + a_1EM \times LPBTD_{t-1} + a_2EM \times LNBTD_{t-1} + a_3DEBT_{t-1} + a_4CFO_{t-1} + a_5LSH_{t-1} + a_6Foreign_{t-1} + a_7AD_{t-1} + a_8Size_{t-1} + yeardummy + industrydummy + \epsilon \quad \text{식(3)}$$

단,

EM = 기업이 이익조정 집단⁶⁾에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수

4.3 연구표본

본 연구에서는 2004년 1월 1일에서 2010년 12월 31일 현재 상장되어있는 회사채 발행 기업을 대상으로 하였다. 또한 신용등급 자료는 TS2000의 사업보고서 신용등급 평가 항목을 이용하였으며, 분석기간내 1회 이상 회사채 발행이 있는 기업을 대상으로 전기 정기 재무제표가 공시된 이후

6) 본 연구에서는 고종권·윤성수(2006)의 방법론을 이용하여 이익조정 집단을 구분하였다.

이익조정 집단: $0 \leq \text{당기순이익/전기총자산} < 0.04$

비 이익조정 집단: $-0.10 \leq \text{당기순이익/전기총자산} < 0$



한국기업평가(주), 한국신용평가(주), 한국신용정보(주)에서 최초로 평가된 신용등급을 평균하여 산출하였다. 또한 재무적 지표 및 기타 비 재무적 지표는 TS2000 및 Kis-Value를 통해 추출하였다. 따라서 최종표본은 다음의 조건을 만족하는 547개의 회계연도로 선정하였다.

- ① 분석기간 내 상장기업 중 금융업에 속하지 않은 기업
- ② 분석기간 내 상장기업 중 12월 결산 법인
- ③ 한국신용평가(주), 한국기업평가(주), 한국신용정보(주)의 신용등급이 확인 가능한 기업
- ④ TS2000 및 Kis-Value에서 재무제표 자료의 수집이 가능한 기업



V. 실증분석 결과

5.1 기술통계량

회계이익과 세무이익의 차이가 기업의 신용등급 평가에 미치는 영향을 분석하기 위해 모형을 분석하였다. 아래의 <표 5-1>, <표 5-2>에서는 전체 표본의 기술통계량과 LBTD에 속하는 표본의 기술통계량을 제시하고 있다.

<표 5-1> 기술통계량(전체기업)

	관측치수	평균	표준편차	합	최솟값	최댓값
Rank	547	14.2399	2.8122	7789	2	20
BTD	547	0.0272	0.0834	14.8577	-0.4351	0.5332
DEBT	547	0.6064	0.2341	331.70	0.0106	2.1900
CFO	547	0.0061	0.0096	3.3359	0.000055	0.1060
LSH	547	8.3306	10.1877	4557	0	49.710
FOR	547	16.1209	16.6430	8818	0	87.060
AD	547	0.8355	0.3711	457	0	1
SIZE	547	21.3124	1.3329	11658	17.7631	24.5984

- Rank = 각 기업의 신용등급에 따라 단계별 등간격 점수를 부여한 값 (AAA=20 ~ D=1)
 LBTD = 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 집단이면 1, 아니면 0인 더미변수
 LPBTD = 회계이익이 세무이익 보다 크면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
 LNBTD = 회계이익이 세무이익 보다 작으면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
 DEBT = 부채비율 (부채/총자산)
 CFO = 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
 LSH = 대주주지분율
 Foreign = 외국인투자자 지분율
 AD = 감사위원회가 설치되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
 Size = ln(총자산)



<표 5-2> 기술통계량(LBTD기업)

변수	관측치수	평균	표준편차	합	최솟값	최댓값
Lrating	267	13.8760	3.0439	3705	2	20
BTD	267	0.0391	0.1170	10.440	-0.4351	0.5332
DEBT	267	0.6280	0.2695	167.68	0.0212	2.1900
CFO	267	0.0520	0.0923	13.891	-0.2625	0.5396
LSH	267	9.3765	10.9236	2504	0	49.710
FOR	267	15.1102	15.3070	4034	0	62.290
AD	267	0.8502	0.3576	227	0	1
SIZE	267	21.3327	1.3601	5696	17.7632	24.5984

Rank = 각 기업의 신용등급에 따라 단계별 등간격 점수를 부여한 값 (AAA=20 ~ D=1)
 LBTD = 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 집단이면 1, 아니면 0인 더미변수
 LPBTD = 회계이익이 세무이익 보다 크면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
 LNBTD = 회계이익이 세무이익 보다 적으면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
 DEBT = 부채비율 (부채/총자산)
 CFO = 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
 LSH = 대주주지분율
 Foreign = 외국인투자자 지분율
 AD = 감사위원회가 설치되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
 Size = ln(총자산)

먼저 신용등급(Rank)를 살펴보면 전체기업을 대상으로 한 경우 평균값이 14.23 LBTD기업을 대상으로 한 경우 평균값이 13.87의 값으로 나타나, A-에 근접한 평균 신용등급을 보이고 있다. 또한 회계이익과 세무이익의 차이(BTD)의 경우 전체기업을 대상으로 한 경우와 LBTD기업을 대상으로 한 경우 모두 양(+)의 평균값을 보이고 있으며, 이는 평균적으로 기업이 보고하는 회계이익이 세무이익보다 크다는 것을 나타낸다. 또한 양(+) BTD는 기업이 이익조정 유인에 의해 회계이익을 크게 나타내거나, 절세목적으로 세무이익을 낮추었을 가능성에 기인한다.



부채비율(DEBT)은 전체기업을 대상으로 한 경우 평균이 60%로서, 대상기업의 총자산에서 60%를 부채가 구성하고 있음을 나타낸다. LBTD기업에서는 62%의 부채비율로서 회계이익과 세무이익의 차이의 증가와 함께 근소한 증가를 보인다. 대주주지분율(LSH)은 평균적으로 8.33%를 보이지만 최댓값이 49.71%에 달해 편차가 크게 나타난다. 외국인 지분율 또한 전체기업을 대상으로 하였을 때 16.12%, LBTD기업을 대상으로 하였을 때 15.11%로 나타나며 큰 변화는 없지만, LBTD기업에서 외국인 지분율이 근소하게 낮은 경향을 보여준다. 감사위원회의 설치여부(AD)는 더미변수로서 전체기업을 대상으로 한 통계량과 LBTD기업을 대상으로 한 통계량 사이에서 유의한 변화를 찾을 수 없다. 마지막으로 자산규모(Size)의 경우도 마찬가지로 전체기업을 대상으로 한 경우와, LBTD기업을 대상으로 한 통계량 사이에서 비슷한 분포를 보여 회계이익과 세무이익의 차이(BTD)가 기업의 신용등급 평가에 미치는 영향을 적절히 통제 할 수 있는 변수임을 보여준다.

5.2 변수간의 상관관계

<표 5-3>은 전체기업을 대상으로 하여 가설을 검증하기 위해 표본변수간의 상관계수를 분석한 결과이다. 먼저 기업의 신용등급과 LBTD간에는 유의한 수준의 음(-)의 상관관계(-0.126)을 보인다. 이는 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 낮은 신용등급을 받게 된다는 것을 보여준다. 또한 상관관계는 LPBTD집단과 LPBTD집단 모두에서 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 기업의 재무적 요소 및 비재무적 요소가 기업의 신용등급 평가에 미치는 영향을 살펴보면 재무적 요소인 부채비율(-0.34), 영업활동으로 인한 현금흐름(-0.08)은 음(-)의 상



관관계를 보이며, 비재무적 요소인 대주주 지분율, 외국인투자자 지분율, 감사위원회 설치여부, 기업규모 변수들은 신용등급과 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다.

추가로 변수들 간의 다중회귀분석을 실시하기 위하여 각 변수들 간의 다중공선성을 점검하기 위해 VIF검증을 실시하였다. 검증결과 VIF값이 1에서 1.7 사이의 값으로 분포하였으며, 따라서 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단하였다.

<표 5-3> 표본기업 변수 간 상관관계

N = 547, H0: $\rho=0$ 가정하에서 Prob > |r|

	Rank	LBTD	LPBTD	LNBTD	DEBT	CFO	LSH	FOR	AD	SIZE
Rank	1	-0.1265 0.0030	-0.0167 0.6975	-0.1353 0.0015	-0.3451 <.0001	-0.0812 0.0577	0.0304 0.4780	0.4263 <.0001	0.2543 <.0001	0.5904 <.0001
LBTD		1	0.6237 <.0001	0.5400 <.0001	0.0903 0.0347	-0.0213 0.6187	0.1004 0.0189	-0.0594 0.1656	0.0388 0.3654	0.0149 0.7282
LPBTD			1	-0.3211 <.0001	0.0265 0.5359	-0.0466 0.2770	0.1254 0.0033	-0.0106 0.8060	0.0039 0.9276	0.1351 0.0015
LNBTD				1	0.0809 0.0587	0.0243 0.5707	-0.0135 0.7529	-0.0605 0.1575	0.0428 0.3179	-0.1274 0.0028
DEBT					1	0.3163 <.0001	-0.0012 0.9786	-0.2148 <.0001	-0.1299 0.0023	0.0474 0.2682
CFO						1	-0.0113 0.7928	-0.0342 0.4246	-0.1516 0.0004	-0.0814 0.0572
LSH							1	0.1282 0.0027	0.0464 0.2784	0.1412 0.0009
FOR								1	0.2762 <.0001	0.4038 <.0001
AD									1	0.2503 <.0001
SIZE										1



Rank	= 각 기업의 신용등급에 따라 단계별 등간격 점수를 부여한 값 (AAA=20 ~ D=1)
LBTD	= 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 집단이면 1, 아니면 0인 더미변수
LPBTD	= 회계이익이 세무이익 보다 크면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
LNBTD	= 회계이익이 세무이익 보다 적으면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
DEBT	= 부채비율 (부채/총자산)
CFO	= 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
LSH	= 대주주지분율
Foreign	= 외국인투자자 지분율
AD	= 감사위원회가 설치되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
Size	= $\ln(\text{총자산})$

5.3 회귀분석 결과

5.3.1 LTD와 신용등급 간의 회귀분석 결과

<표 5-1>은 회계이익과 세무이익의 차이와 차기의 기업의 신용등급 간의 관련성을 분석한 결과로서 가설 1과 가설 2를 뒷받침하고 있다. Panel A 에서는 회계이익과 세무이익의 차이를 차이가 큰 집단(LBTD)에 속하면 1(아니면, 0)인 더미변수를 이용하여 다중회귀분석을 실시하였으며, Panel B에서는 LPBTD를 변용희·박종국(2006)의 연구방법론을 이용하여 LPBTD와 LNBTD의 더미변수를 통해 다중회귀분석을 실시하였다.

분석의 결과는 다음과 같다. 먼저 모형의 F-Value가 1% 수준에서 유의하고 Adj R-Sq가 0.61정도로 연구모형이 높은 설명력을 가지고 있음을 보여주고 있다. LBTD는 기업의 신용등급 평가에 있어 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 이러한 분석결과는 가설 1을 지지하는 것으로서, 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 기업의 경우에는 이익 지속성이 낮고, 경영자의 이익조정 행위가 있을 가능성이 크게 보고되어 신용등급 평가에 있어 부정적인 영향을 미침을 알 수 있다. 또한 이러한 결과는 Hanlon(2005), 고종권·윤성수(2006), Palepu et al.(2005)등 선행 연구의 결과와 일치한다.

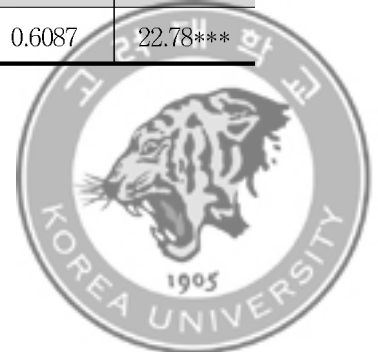
반면 Panel B의 결과와 같이 LBTD를 LPBTD와 LNBTD로 구분한 결



과에서는 LPBTD와 LNBTD모두 10% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보여준다. Panel B의 결과는 가설 2를 지지하는 것으로서, 회계이익이 세무이익보다 크면서 차이가 많은 집단이, 회계이익이 세무이익보다 적으면서 차이가 많은 집단보다 강한 음(-)의 상관관계를 보여줄을 나타내고 있다. 이러한 결과는 경영자의 이익조정 유인이 이익의 과소계상 보다는 과대계상의 경향을 보인다고 해석할 수 있다. 또한 이와 동시에 가설 1을 보다 강건하게 뒷받침하는 결과로 볼 수 있다.

<표 5-1> 회계이익과 세무이익의 차이와 신용등급간의 회귀분석 결과

종속변수: Rank						
		Panel A			Panel B	
변수	예측	t Value	Pr > t	변수	t Value	Pr > t
절편		-3.32	0.001	절편	-3.31	0.001
LBTD	(-)	-2.12	0.0346**	LPBTD	-1.74	0.0821*
				LNBTD	-1.66	0.0974*
DEBT	(-)	-10.03	<.0001***	DEBT	-10.01	<.0001***
CFO	(+)	2.12	0.0343**	CFO	2.12	0.0345**
LSH	(-)	-1.87	0.0615*	LSH	-1.86	0.0628*
Foreign	(+)	3.88	0.0001***	Foreign	3.87	0.0001***
AD	(+)	0.91	0.3614	AD	0.91	0.3628
SIZE	(+)	13.71	<.0001***	SIZE	13.65	<.0001***
관측치 수		547	547	관측치 수	547	547
적합도		Adj R-Sq	F Value	적합도	Adj R-Sq	F Value
		0.6095	23.43***		0.6087	22.78***



주 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄
 Rank = 각 기업의 신용등급에 따라 단계별 등간격 점수를 부여한 값 (AAA=20 ~ D=1)
 LBTD = 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 집단이면 1, 아니면 0인 더미변수
 LPBTD = 회계이익이 세무이익 보다 크면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
 LNBTD = 회계이익이 세무이익 보다 적으면서 LBTD에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수
 DEBT = 부채비율 (부채/총자산)
 CFO = 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
 LSH = 대주주지분율
 Foreign = 외국인투자자 지분율
 AD = 감사위원회가 설치되었으면 1, 아니면 0인 더미변수
 Size = $\ln(\text{총자산})$

통제변수와 관련된 분석결과로는 부채비율과 외국인투자자 지분율, 기업규모는 두 가지 모델에서 모두 1% 수준에서 유의한 상관관계를 보여주고 있다. 이를 통해 부채비율이 높은 기업은 채무불이행 위험이 높은 것으로 평가받고 있으며, 외국인투자자가 정당한 기업의 감시자로서의 역할을 수행함으로써 신용등급 평가에 있어 유의한 양(+)의 영향을 미침을 확인할 수 있다. 또한 기업의 규모 또한 안정성 측면에서 높게 평가되어 신용등급 평가에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다. 그 외에도 영업활동으로 인한 현금흐름과 대주주 지분율은 각각 5%와 10% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보여주고 있으며, 감사위원회의 설치여부는 예측과 방향성은 일치하지만 유의한 상관관계를 보여주지는 못하고 있다.

5.3.2 이익조정 집단 소속여부에 따른 회귀분석 결과

<표 5-2>는 본 연구의 가설 3을 뒷받침하는 결과로서 Burgstahler and Dichev(1997), 고종권·윤성수(2006)의 방법론에 따라 이익조정 집단을 규정하고 분석대상을 구분하여 다중회귀분석 한 결과이다. 분석을 위해서 EM을 이익조정 집단인 경우 1(아니면, 0)인 더미 변수로 사용하였다.

분석의 결과는 다음과 같다. 먼저 모형의 F-Value가 1% 수준에서 유의하고 Adj R-Sq가 0.60정도로 연구모형이 높은 설명력을 가지고 있음을



보여주고 있다. 가설 3의 핵심이 되는 LPBTD와 LNBTD 항목을 살펴보면, 이익조정 집단으로 분류된 기업경우 각각 0.0168, 0.0838으로 5%와 1% 수준에서 유의한 결과를 나타냄과 동시에 기존 모델에 비해 높은 음(-)의 상관관계를 보여주고 있다. 반면 이익조정 집단으로 분류되지 않은 기업의 경우 LPBTD와 LNBTD모두에서 별다른 유의한 관계가 발견되지 않고 있다. 이는 이익 조정이 의심되는 기업의 경우 신용평가 기관이 LBTD기업의 신용등급을 평가하는 경우, 이익의 지속성을 낮게 평가하여 신용등급을 낮게 평가할 유인이 높다는 것을 보여준다. 따라서 분석결과는 신용평가기관이 신용등급 평가에 있어 이익조정 집단으로 분류된 기업이 비 이익조정 집단보다, 회계이익과 세무이익의 차이가 신용등급에 미치는 영향이 강한 음(-)의 상관관계를 가질 것이라는 본 연구의 가설 3을 뒷받침 해주고 있다.

<표 5-2> 이익조정집단 소속 여부에 따른
회계이익과 세무이익의 차이와 신용등급간의 회귀분석 결과



종속변수: Rank						
변수	예측	Panel A: EM=1		변수	Panel B: EM=0	
		t Value	Pr > t		t Value	Pr > t
Intercept		-2.26	0.0247	Intercept	-1.74	0.0846
LPBTD	(-)	-2.40	0.0168**	LPBTD	-0.16	0.874
LNBTD	(-)	-1.74	0.0836*	LNBTD	-0.71	0.479
DEBT	(-)	-8.03	<.0001***	DEBT	-4.97	<.0001***
CFO	(+)	1.77	0.0768*	CFO	1.04	0.3006
LSH	(-)	-1.51	0.1313	LSH	-0.44	0.6614
Foreign	(+)	3.15	0.0018***	Foreign	1.94	0.0538*
AD	(+)	0.43	0.6645	AD	0.36	0.7208
SIZE	(+)	10.09	<.0001***	SIZE	6.76	<.0001***
관측치 수		362	362	관측치 수	185	185
적합도		Adj R-Sq	F Value	적합도	Adj R-Sq	F Value
		0.5995	15.22***		0.6184	9.52***

주 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

주 2) 각 변수의 정의는 <표 5-1>을 따른다

따라서 본 연구의 분석결과를 종합해보면 다음과 같다. 신용평가 기관은 기업의 신용등급을 평가함에 있어 회계이익과 세무이익의 차이를 고려한 결정을 하며, 회계이익과 세무이익의 차이가 가지는 정보의 효과는 LPBTD가 LNBTD보다 크게 나타난다. 또한 기업이 이익조정 의심 집단으로 분류된 경우 더욱 크게 나타난다. 이와 함께, 재무적 요소로서 부채비율이 높을수록, 영업활동으로 인한 현금흐름이 많을수록, 기업의 규모가 클수록 신용등급 평가에 긍정적이다. 비 재무적 요소로서는 대주주지분율이 낮을수록, 외국인투자자 지분율이 높을수록, 감사위원회가 설치되어 있을수록 신용평가 기관의 평가에 있어 긍정적인 요인으로 작용된다는 것을



증명하고 있다.

VI. 결론

본 연구는 최근 글로벌 경제를 둘러싼 가장 중요한 화두인 채무불이행 위험과 신용등급과 관련된 연구로서, 신용평가 기관이 피 평가기관의 신용등급을 평가하는데 가장 중요한 요인이 피 평가기관의 원리금 상환능력임에 근거하고 있다. 따라서 본고에서는 원리금 상환능력의 평가 요소로서 기업의 이익의 질과 이익지속성을 설명해주는 변수로서 기업의 회계이익과 세무이익의 차이를 정의하고, 신용평가 기관이 기업이 발행한 채권의 신용등급을 평가함에 있어서 회계이익과 세무보고 이익의 차이가 가지



는 정보를 어떻게 평가하여 반영하는지를 검증하는 것을 목표로 하였다.

또한 이를 검증하기 위해 2004년부터 2010년까지 회사채를 신용등급이 확인 가능한 상장기업을 대상으로 회계이익과 세무이익의 차이가 차기 신용등급의 평가에 미치는 영향을 분석함으로서 가설을 검증하였다. 검증결과는 다음과 같이 본 연구의 가설을 지지하였다. 첫째, 회계이익과 세무이익의 차이가 큰 기업은 차기의 신용평가 등급과 유의한 음(-)의 상관관계를 가진다. 둘째, LPBTD에 해당하는 기업은 LNBTD에 해당하는 기업보다 차기의 신용평가 등급에 보다 크게 유의한 음(-)의 상관관계를 가진다. 이는 신용평가 기관이 기업의 신용등급을 평가함에 있어 회계이익이 세무이익보다 큰 경우 경영자의 이익조정의 가능성을 보다 높게 평가함을 나타낸다. 셋째, 이익조정이 의심되는 기업군의 경우에서 회계이익과 세무이익의 차이는 그렇지 않은 기업보다 차기 신용등급의 평가함에 있어 보다 큰 음(-)의 상관관계를 가진다. 이를 통해 본 연구에서는 신용평가 기관이 회계이익과 세무이익의 차이에서 이익조정 요소, 이익 지속성 요소를 판단함을 유추 할 수 있다. 또한 기타 통제변수를 통해, 재무적 요소로서 부채비율이 높을수록, 영업활동으로 인한 현금흐름이 많을수록, 기업의 규모가 클수록, 비 재무적 요소로서는 대주주지분율이 낮을수록, 외국인투자자 지분율이 높을수록, 감사위원회가 설치되어 있을수록 신용평가 기관의 평가와 양(+)의 상관관계를 나타냄을 검증하였다. 이를 통해 본 연구는 신용평가 기관에서 피 평가 기업의 신용등급을 평가함에 있어 이익의 질 및 이익 지속성의 측정치로서 회계이익과 세무이익의 차이가 유의한 정보를 제공한다는 점을 밝혔으며, 회계이익과 세무이익의 차이가 가지는 방향성에 대한 분석과, 이익조정 집단 여부의 구분을 통한 분석을 실시하였다는 점에서 기여도가 있다.

하지만 이상의 결과에도 불구하고 본 연구는 한계점을 지니고 있다. 첫



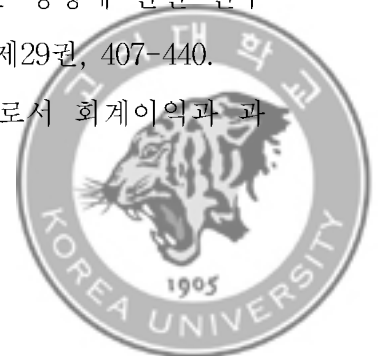
째, 앞서 지적된 세무이익의 계산상의 문제점이다. 세무이익의 경우 측정에 있어 합의된 명확한 정의가 없어, 세무이익의 추정 방법에 따라 오차가 발생 할 수 있다. 둘째, 표본상의 문제점이다. 본 연구에서는 분석 기간 내 회사채 발행 기업만을 분석 대상으로 선정하였으며, 실제 상장기업 중 재무구조가 건실하고, 높은 시가총액 비중을 가진 기업 중에는 회사채를 발행하지 않는 기업들이 다수 있다. 따라서 이를 제외한 분석결과가, 전체 기업을 대표하지 못 할 가능성이 있다는 한계가 있다. 셋째, 선행연구에서 검증된 재무적, 비재무적 요소를 모두 통제하지 못하였다는 한계가 있다. 따라서 향후 연구에서는 다양한 변수와 기업을 추가 하거나, 회사채 이외 CP, RP 등 기업이 발행하는 다양한 채권들을 통합적으로 고려하는 분석을 통해 의미 있는 실증적 결과를 도출 할 수 있을 것이다.

VII. 참고문헌

- 고종권 2008, “재무이익-세무이익의 일치성에 따른 이익 구성요소의 지속성과 시장반응”, 회계학연구, 제33권 제3호, 141-188.
- 고종권·윤성수 2006, “재무보고이익-세무보고이익의 차이와 이익, 현금흐름 및 발생액의 지속성과 자본시장의 반응”, 회계학연구, 제31권 제1호, 127-162.
- 고종권·정운오·김갑순·노희천 2006, “세무조정 자료의 분석을 통해 살펴본 우리나라 기업의 재무이익과 세무이익의 차이”, 회계학연구,



- 제31권 제4호, 203-238.
- 김문태·위준복 2004, “이익 및 이익구성요소에 대한 국내 기관투자자와 외국인투자자의 상대적 반응”, 한국회계학회 2004년 동계학술발표대회 발표논문집, 818-851.
- 김태정·문남희·문성주 2003, “회사채 신용등급 예측에 관한 연구”, 회계정보연구, 제21권, 25-59.
- 박종일·김경호 2002, “세금비용과 이익조정이 회계이익과 과세소득의 차이에 미치는 영향”, 회계학연구, 제27권 제2호, 81-115.
- 박현섭·송인만 2005, “회사채 신용등급에 대한 차별적 시장반응”, 회계학연구, 제30권 제2호, 277-303.
- 변용희·박종국 2006, “회계이익과 과세소득의 차이가 이익의 질에 미치는 영향”, 경영연구, 제21권 제1호, 155-199.
- 신동령 1989, “재무지표를 이용한 CP등급의 분류”, 신평저널, 제2권, 68-79.
- 오희장 1999, “기업어음 신용등급 변경의 정보효과”, 경영학연구, 제28권 제1호, 103-125.
- 이종천 1994, “기업어음 신용등급 평가에 있어 회계정보의 유용성에 관한 실증적 연구”, 회계학연구, 제19호, 175-198.
- 전영순 2003, “외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질” 경영학 연구, 32(4), 1001-1032.
- 조현우·박연희 2006, “사외이사의 특성과 감사품질이 이익조정과 KIS 신용평점과의 관련성에 미치는 영향”, 회계정보연구, 24(3), 141-171.
- 주상룡 2001, “회사채 신용등급 변경이 주가에 미치는 영향에 관한 연구-IMF이전과 이후를 중심으로-”, 증권학회지, 제29권, 407-440.
- 주인기·최원욱·염지인 2005, “이익조정 행위의 측정치로서 회계이익과 과



세소득 차이의 유용성에 관한 연구”, 회계학연구, 제30권 제2호, 237-275.

Baek,J.s., J.K.Kang, and K.S.Park 2004, Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis, Journal of Financial Economics and Organizations, Vol. 71, 265-313.

Bhojraj. S and P. Sengupta. 2003,“Effect of Corporate Governance on Bond Rating and Yields”: The Role of institutional Investors and Outside Directors, Journal of Business, Vol. 76(3), 455-475.

Chaney, P.K and D.C. Jeter, 1994. The effect of deferred taxes on security prices, Journal of Accounting, Auditing and Finance 9, 91-116.

Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeny 1996, Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC, Comtemporary Accounting Research, Vol. 13(Spring), 1-36.

Desai, M. 2003. "The divergence between book income and tax income", Tax Policy and the Economy 17, 169- 206.

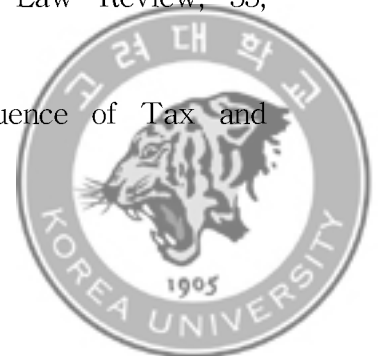
Desai, MihirA. and Dhammika Dharmapala 2006, Corporate Tax Avoidance and High Powered Incentives, Journal of Financial Economics79 (1) : 145-179.

Dhaliwal, D., R.Huber, H.S. Lee, and M.Pincus. 2008. “Book-tax differences, uncertainty about fundamentals and information quality, and cost of capita”, Working paper. The University of Arizona ; University of California, Irvine.

Fama,E. and Jensen, M. 1983, Separation of ownership and control.



- Journal of Law and Economics Vol. 26(June), 301-325.
- Foster,G. 1986, Financial Statement Analysis, N.J. : Prentice Hall.
- Goh,J. and L.E derington 1993, Isa Bond Rating Downgrade Bad News,Good News,or No News for Stockholders?. Journal of Finance,48,2001-2008.
- Jensen. M. and W. Meckling 1976, Theory of The Firm: Managerial Behavior. Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics Vol. 3, 305-360.
- Hand, J.,R. Holthausen, and R. Leftwich 1992, The effect of Bond Rating Agency Announcement on Bond and Stock Prices, Journal of Finance, 47(2), 733-752.
- Hanlon,M. and G. V. Krishman. 2005, Do Auditor Use the Information Reflected in Book-Tax Differences?, Working Paper, University of Michigan.
- Lev,B., and D. Nissim. 2004, Taxable income, future earnings, and equity values. The Accounting Review,79(4),1039-1074.
- Joo, S. and S. Pruitt 2006, Corporate bond ratings changes and economic instability: Evidence from the Korean financial crisis, Economic Letters, 90,12-20.
- McMullen. D and K. Raghunandan 1996, Enhancing Audit Committee Effectiveness, Journal of Accounting Vol. 27, 79-82.
- Manzon,G., and G.Plesko. 2002, The Relation between Financial and Tax Reporting measures of income, Tax Law Review, 55, 175-214.
- Mills, L.F., and K. J. Newberry. 2001, The Influence of Tax and



- Nontax Costs on Book-Tax Reporting Differences: Public and Private Firms., *Journal of the American Taxation Association*, 23(1), 1-19.
- Peavy, J. W. and S. M. Edgar, 1984, An Expanded Commercial Paper Rating Scale: Classification of Industrial Issuers, *Journal of Business Finance and Accounting*(Autumn), 397-407.
- Perry, L. G. and T. P. Cronan, 1986, A Note on Rank Transformation Discriminant Analysis: An Alternative Procedure for Classifying Bank Holding Company Commercial Paper Rating, *Journal of Banking and Finance*(December), 605-610.
- Phillips, J., M. Pincus, and S. Rego. 2003, Earning Management: New Evidence Based on Deferred Tax Expense, *The Accounting Review*, - 39 - 78(2), 491-521.
- Revsine, L.,D. Collins, and W. B. Johnson. 1999, *Financial reporting and analysis*. Prentice Hall, Upper Saddle River,NJ.
- Sloan, R 1996, Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earning?, *The Accounting Review*, 71: pp.289-315.
- Tang, T. 2006. Book-Tax Differences, Afunction of Accounting - Tax Misalignment, Earings and Tax Planning. PhD Dissertation, the Australian National University.
- Xie, B.,W. N. Davidson III, and P. J. DaDalt(2003), Earning Management and Corporate Governance: The Roles of the Board and the Audit Committee. *Journal of Corporate Finance* Vol. 9(June). 295-316.

