

기업지배구조정보가 신용재무평점에 미치는 영향

김동영*, 김동일**, 서병우***

강동대학교 경영과, 부산대학교 경영학과, 신한대학교 글로벌통상경영학과

A Study on Effects of Corporate Governance Information on Credit Financial Ratings

Dong-Young Kim*, Dong-il Kim**, Byoung-Woo Seo***

Dept. of Business Administration, Gang-dong University*,

*Dept. of Business Administration, Pusan National University**,

Dept. of Global Trade Business Administration, Shin han University***

요약 기업지배구조가 우수하면 기업경영자의 감시역할을 하고 대리비용과 정보비대칭을 감소시킨다. 기업지배구조점수가 높을수록 기업 내부통제시스템과 재무보고 체계가 잘 갖추어져 있으므로 기업 경영이 활성화되고 기업성과가 높아지므로 신용재무평점이 높아질 것이다. 이러한 전제하에 가설을 설정하고 본 연구는 기업지배구조(CGI)가 신용재무평점(CFR)에 어떠한 영향을 미치는지 실증 연구하였다. 연구결과, 기업지배구조(CGI)와 신용재무평점의 관련성은 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 회귀계수부호는 기대부호인 양(+)이 값이 나타났다. 이러한 결과 기업지배구조(CGI)가 우수할수록 신용재무평점의 점수가 커질 것이라는 예측과 같은 결과가 나타났다. 본 연구결과는 CGI가 우수할수록 신용재무평점이 커진다는 것이다. 본 연구는 기업의 사회적 책임, 건전한 지배구조와 감시기구를 갖춘 기업이 보다 높은 신용등급을 받을 수 있다는 유용한 지침을 실무 및 연구 분야에 제공해 줄 것으로 기대한다.

주제어 : 기업지배구조, 신용재무평점, 기업위험, 총자산, 대리비용

Abstract If the watchdog role of good corporate governance, corporate executives and reduce agency costs and information asymmetries. Corporate governance score higher because enterprise internal control systems and financial reporting system is well equipped with the company management is enabled and corporate performance is higher because the high financial credit rating. Under these assumptions and hypotheses set up this study corporate governance (CGI) has been studied demonstrated how the financial impact on the credit rating (CFR). Findings, <H1> relevant corporate governance (CGI) and financial credit rating was found to significantly affect the positive (+), Regression coefficient code is expected code of positive (+), the value <H1> indicated by the value of all positive. The results of corporate governance (CGI) has showed excellent results, such as the more predictable will increase the credit score financial rating. The results of this study will have more CGI-credit financial rating the greater good. This study might be expected to provide a useful guide that corporate social responsibility, the company with a good governance and oversight systems enable to to get a higher credit rating in practice and research.

Key Words : Corporate governance, financial credit rating, corporate risks, assets, agency costs

Received 19 December 2014, Revised 20 January 2015

Accepted 20 February 2015

Corresponding Author: KIM, DONGIL

(Pusan National University)

Email: kdi50@pusan.ac.kr

ISSN: 1738-1916

© The Society of Digital Policy & Management. All rights reserved. This is an open-access article distributed under the terms of the Creative Commons Attribution Non-Commercial License (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc/3.0>), which permits unrestricted non-commercial use, distribution, and reproduction in any medium, provided the original work is properly cited.

I. 서론

1997년말 외환위기 이후 회계투명성을 높이기 위해 정부는 국내 기업들의 재무구조와 신용평가제도를 개선하기 위해 노력하였다.

신용평가제도는 회사채에 투자하는 채권자들이 발행 회사의 미래 수익전망이나 투자위험의 정도를 직접 파악하는 것이 수월하지 않다는 점을 감안하여 회사채 발행 회사에서 회사채 발행을 통한 자본조달이 원활하게 진행될 수 있도록 기업평가에 전문성을 갖춘 신용평가기관이 이를 대신하여 회사채 발행회사의 신용위험을 분석·평가한 후 이를 신용등급의 형태로 공시하는 제도이다. 이러한 점에서 신용평가란 신용평가기관이 회사가 발행한 채권의 원금과 이자의 상환능력이 있는가를 판정해서 이해하기 쉬운 부호나 수치의 형태로 신용등급을 결정하고 이를 자본시장에 공시한다. 따라서 신용평가기관의 중요한 역할은 자본시장에 회사채와 관련한 신용위험 정보를 공시하여 투자자 및 채권자들의 의사결정에 반영될 수 있게 함으로서 이들의 권리 보호를 도모하는데 있다[1].

기업지배구조(corporate governance index ;이하 CGI)는 기업의 내부환경 평가를 위한 내부통제시스템을 핵심적인 평가요소로 하고 있다. 또한 기업에 대한 대리비용과 정보비대칭으로 인한 정보수집비용을 해소시킬 수 있다. CGI는 기업의 파산위험을 감소시키는 동시에 유용하고 신뢰성 있는 정보를 적시에 공개하게 함으로써 외부 투자자(주식, 회사채)들이 기업의 파산위험을 정확히 판단할 수 있게 한다. 선진국에서는 기업지배구조에 대한 평가내용은 기업 내부통제시스템과 기업위험을 평가할 수 있기 때문에 주요한 기업재무정보로 인식되고 있다. 최근 우리나라도 기업지배구조정부가 신용재무평점자료로 반영되는지에 대한 관심이 증대되고 있다.

기업지배구조가 신용재무평점에 영향을 미친다면, 이해관계자들에게 내부통제 시스템과 재무보고체계 그리고 기업파산위험 등 기업정보를 전달을 하는 역할을 하고 기업 경영자의 감시역할도 한다[8].

기업 내부통제시스템과 재무보고 체계가 잘 갖추어져 있는 기업은 신용재무평점이 높다고 볼 수 있다. 기업지배구조가 좋은 기업은 나쁜 기업보다 내부통제시스템과 재무보고체계가 잘 갖추어져 있으면 재무신용이 높아 기업파산위험이 낮다[9]. 투자자는 비재무자료인 기업지배

구조점수만 확인하여도 기업의 재무신용평점을 합리적으로 판단할 수 있다.

본 연구의 목적은 이러한 점에 착안하여 국내 자본시장에서도 기업지배구조정부가 신용재무평점에 유의적인 영향을 미치는 지를 분석하고, 기업지배구조가 우수한 기업에서는 기업의 신용재무평점이 높게 평가되는지를 검증해보고자 한다.

본 연구의 차이점은 대부분 선행연구들이 재무정보와 신용재무평점을 연구분석한 데 비해 본 연구는 재무정보 뿐만 아니라 기업지배구조라는 비재무정보도 포함하여 신용재무평점을 연구한다는 점이 차이가 있다. 그리고 연구 공헌점은 투자자가 자본시장에서 비재무적정보를 이용하여도 효율적으로 신용재무평점을 이용할 수 있다는 점이다. 통계처리방법은 기초통계량, 상관관계분석, 회귀분석을 실시한다.

연구자료는 2007년부터 2010년까지 4년간의 한국상장회사협의회 TS2000의 재무제표와 (사)한국지배구조개선지원센터가 평가한 기업지배구조점수 있는 기업을 표본기업으로 한다.

연구구성은 제1장 서론, 제2장 선행연구, 제3장 실증적 연구 설계, 제4장 실증분석결과, 제5장 결론으로 구성되어 있다.

II. 선행연구

1. 신용평가(신용등급·신용재무평점)에 관한 선행연구

Standard & Poor's(2002)는 기업의 지배구조와 지배 실무관행을 평가하기 위하여 공표한 보고서에 따르면 기업지배구조는 소유구조, 주주권리, 재무적 투명성, 이사회구조의 4가지 특성이 평가에 중요한 요소임을 제시하였다. 개별 특성은 기업의 경영자에게 기회주의적 행동을 통제하여 이해관계자들의 정보 비대칭을 감소시켜 효율적인 의사결정이 가능하게 하는 역할을 수행하여 기업이 신용등급에 대한 대용치(proxy)로서 적합함을 주장하였다.

Moody's(2004)는 신용재무평점과 기업지배구조가 재무보고의 질, 유동성, 위험관리 등에 중요한 요소임을 보고하였고, 이사회와 감사위원회의 전문성·활동성·독

립성이 높을수록 현금흐름의 예측가능성과 자산의 유용 및 측정오류를 최소화하여 경영진에 대한 감시·통제의 기능을 수행하고 있음을 보고하였다.

Bhojral and Sengupta(2003)는 기업지배구조와 신용등급의 관련성을 분석하였다. 분석결과 사외이사의 비율인 높고 기관투자자의 지분비율이 높은 기업의 채권 발행시 이자율은 낮게 신용등급은 높에 유지되는 경향이 있음을 보고하였다.

Forst(2007)는 신용평가기관의 역할을 크게 두 가지로 제시하였다. 하나는 자본시장 참여자들을 위한 기업평가의 역할을 수행하는 것이고, 다른 하나는 계약의 역할을 보다 용이하게 돕는데 있다고 주장하였다. 전자의 역할은 신용평가기관이 신용의 질을 평가하기 위하여 기업관련 정보를 수집하고 분석하며, 또한 분석된 결과를 투자자, 채권자, 경영자 등의 기업의 이해관계자들을 위해 널리 정보를 배포시키는 데 있다. 후자의 역할은 신용등급이 기업신용의 질에 대한 효과적인 기준이 될 수 있기 때문에 신용등급은 사적 계약의 형태, 대출계약, 부채차입 계약 및 기타 재무적인 계약 등에 직, 간접적인 영향을 미치는 데 있다. 이러한 측면에서 신용평가기관이 제공하는 신용등급 정보는 자본시장에서 기업과 외부 이해관계자들 사이의 정보불균형(information asymmetry)을 해소시키는 데 중요한 매개 역할을 하게 된다.

Aderson et al.(2004)은 기업의 지배구조와 대리인비용의 관련성을 분석하였는데, 분석결과 이사회와 감사위원회 독립성이 높을수록 기업의 신용등급도 높게 평가되어 부채를 통한 조달금리가 낮아지는 경향이 있음을 보고하였다.

김문태와 김영환(2007)은 외국인지분율과 사외이사의 특성이 신용평가에 긍정적으로 반영되는지를 분석하였다. 분석결과 외국인지분율과 사외이사 비율과 이사회 참석비율은 신용등급과 매우 높은 상관관계를 가지며, 신용등급이 양호한 집단일수록 외국인 지분율과 사외이사 비율과 이사회 참석비율이 더 높음을 보고하였다.

김병호(2011)는 S&P의 지배구조 측정방법을 사용하여 기업지배구조가 기업채권의 신용등급에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 기관투자자 지분율, 발행액의 질, 이익의 적시성, 이사회 독립성은 기업의 신용등급과 유의한 정(+)의 관련성이 나타나는 것을 보고하였다. 그러나 지배구조 평가점수 중 주주권리보호 항목을 지배

구조의 대용치(proxy)로 분석에 사용하였으나 신용등급과 유의한 관련성이 나타나지 않았다.

2. 기업지배구조에 관한 선행연구

Ashbaugh-Skaife et al(2006)은 Standard & Poors의 지배구조 측정방법론을 이용하여 기업지배구조를 소유구조, 주주보호, 재무투명성, 이사회등 각 지배구조항목으로 구분하고 각 항목별로 다양한 세부 변수를 이용하여 기업채권의 신용등급과 지배구조 세부항목간의 관계를 연구하였다.

Cohen & Hanno(2000)은 지배구조와 경영자의 경영철학 간의 조절효과와 사전감사계획의 관련성을 분석하였는데, 감사인은 기업지배구조와 경영자의 경영철학이 우수한 기업과 감사계약을 체결하였고, 이 경우에는 세부 감사의 범위를 축소하고 있음을 밝혔다. 이는 감사인의 감사수입결정에 기업지배구조가 크게 반영되고 있음을 의미한다.

Asare et al.(2002)은 지배구조가 취약한 기업일수록 감사보수가 증가함을 실증적으로 나타냈었는데, 이를 다음과 같이 해석하고 있다. 감사를 의뢰한 경영자의 영향력이 커서 지배구조가 취약하게 되면 기업위험이 증가하게 되고, 이에 따라 감사인들은 감사보수를 증가시켜 감사계약을 하거나 감사계약을 신중히 하게 된다.

기업지배구조의 효과를 살펴보면 주주(투자자)의 시각에서 기업지배구조와 주식수익률, 주가, 그리고 Tobin's Q 등 기업가치 간의 관계에 집중하였으나 몇몇 해외선행연구들은 채권자의 시각에서 기업지배구조가 채권신용등급과 부채조달비용(Cost of debt)에 미치는 영향에 관한 연구도 이루어지고 있다.

Bhojraj and Sengupta(2003)는 사외이사비율과 기관투자자지분율이 낮은 채권수익율(bond yield)과 회사채 신규발행시 높은 신용등급과 관련되어 있음을 발견하였다.

나종길과 최기호(2006)는 소유분산이 잘된 기업(지배구조가 좋은 기업)은 대리인 비용은 상승하지만 높은 품질의 회계감사서비스에 대한 수요가 증가되고 감사보수가 증가한다고 했다.

손평식과 윤현동(2007)은 기업지배구조와 감사보수와 의 관계를 실증분석 하였는데, 그 결과 기업지배구조가 전체적으로 좋을수록 감사보수도 증가하고 있어 이는 이해관계자들에 대하여 기업지배구조가 좋은 기업은 고품

질의 회계정보를 제공하기 위함으로 해석하였다.

(+)의 유의한 영향을 미칠 것이다. (가설1)

III. 실증적 연구설계

1. 연구가설

기업지배구조가 우수하면 종업원만족이 높아지고 기업가치가 향상된다. 또한 부문별 기업지배구조인 주주의 권리보호, 이사회, 감사기구, 회계정보 공시, 경영의 과실 배분이 우수하면 기업가치가 역시 향상된다는 것이 일반적 이론이다[8]. 따라서 기업지배구조개선은 기업의 경영자를 감시하고 대리 비용과 비대칭정보를 해소시키며 기업 가치를 높이는 역할을 하며 기업의 파산위험을 감소시킨다. 기업의 파산위험을 감소시키는 것은 신용재무평점을 높일 수 있다.

외국의 경우도 기업지배구조개선은 재무성과와 기업가치를 높일 수 있기 때문에 기업의 파산위험을 판단할 때 고려대상으로 삼고 있으며 기업 파산위험의 내용은 특히 내부통제시스템과 재무보고체계를 기준으로 하고 있다[9]. 우리나라의 경우 자본시장에서 소유와 경영의 분리는 대리인 문제를 발생시키는 데 기업지배구조의 개선은 대리인 문제의 완화를 통하여 자본시장의 효율성을 제고시키는 중요한 역할을 한다. 즉, 기업지배구조 매커니즘은 신뢰성 있는 회계정보의 제공이 가능하게 한다 [3].

따라서 기업지배구조가 우수하면 기업파산위험이 낮고 내부통제시스템과 재무보고체계가 잘 갖추어져 있어 기업경영이 활성화되고 경영성과와 기업가치가 높아져 신용평가점수가 높아질 것으로 간주된다.

본 연구의 목적은 이러한 점에 착안하여 국내 자본시장에서도 기업지배구조가 신용재무평점에 유의적인 영향을 미치는 지를 분석하고, 기업지배구조가 우수한 기업에서는 기업위험이 낮게 평가되는지를 검증해보고자 한다.

이러한 전제하에 다음과 같은 연구가설을 설정한다.

<가설 1> 기업지배구조점수는 신용재무평점에 양(+)의 유의한 영향을 미칠 것이다.

2. 연구모형

[연구모형1] 기업지배구조점수는 신용재무평점에 양

$$CFR_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 CGI + \beta_2 \Delta ASST_{i,t} + \beta_3 \Delta REC_{i,t} + \beta_4 \Delta INV_{i,t} + \beta_5 \Delta ROA_{i,t} + \beta_6 \Delta DEBT_{i,t} + \Sigma ID + \Sigma YR + e_{i,t} \quad (1)$$

CFR : 신용재무평점

CGI : 기업지배구조 점수

ASST : log총자산

CUR : 유동비율(유동자산/유동부채)

DEBT: 부채비율(부채/자본)

ROA : 총자산이익률

CFO : 영업현금흐름

ΣID : 산업별 더미

ΣYR : 연도별 더미

e_{i,t} : 잔차항

3. 변수에 대한 정의

3.1 종속변수

우리나라 신용정보의 신용등급관련 정보는 신용등급, 신용평점, 재무평점의 3가지 종류의 정보를 제공하고 있다. 본 연구에서 사용되는 신용등급은 한국신용정보에서 제공하는 재무평점으로 측정하였다. KIS 재무평점은 한국신용평가(주)에서 개발한 신용평가모델로부터 추출된 재무점수이다.

<Table 1> Credit Financial Ratings

| Variables | | Point |
|---------------|---|-------|
| stability | BIS ratio | 10 |
| | debt/Sales | 10 |
| liquidity | sales / net operate capital | 10 |
| | current ratio | 10 |
| profitability | profit ratio of total liabilities and net worth | 10 |
| | financial expenses to sales | 10 |
| growth | net sales growth rate | 5 |
| | total assets growth rate | 5 |
| activity | total capital turnover | 5 |
| | receivables turnover | 5 |
| Size | Total Asset | 7.5 |
| | Sales | 7.5 |
| Non-Finance | a form of enterprise | 3 |
| | affiliated company | 2 |
| Total | | 100 |

Data.: Korea Investors Services, KIS (2014)

재무평점은 기업의 재무제표에 기초하여 재무적 항목과 비재무항목을 바탕으로 100점 만점으로 산출한 점수로 신용등급을 평가하고 있다. 재무평점에 대한 측정항목과 변수는 <Table 1>에 제시되어 있다. 본 연구는 재무평점을 총체로 측정하여 변수의 이분산성(heteroscedasticity)을 통제할 목적으로 이들 재무평점에 자연로그값을 취하여 비율변수로 측정된 후 분석을 수행하였다.

그리고 KIS 재무평점에 따라 우량(80점이상), 양호(70점-80점), 보통(55점-70점), 열위(45점-55점), 불량(45점 이하) 등 5개 등급으로 구분할 수 있다. 또한, 70점 이상이면 건전기업, 55-70점은 보통기업, 55점 미만이면 부실정후 기업으로 분류되기도 한다.

3.2 독립변수

독립변수는 기업위험의 대응치로 기업지배구조점수를 독립변수로 한다.* 기업지배구조점수는 기업지배구조개선지원센터에서 발표하는 기업지배구조점수로 한다. <Table 2>와 같다.

<Table 2> Corporate Governance Evaluation

| | Main Contents |
|------------------------|--|
| Shareholder protection | - Corporate Governance Charter & Employees Ethics - The concentrated vote system - Voting in writing |
| board of directors | - Outside directors - Board attendance rate - recommend |
| Disclosure | - IR performance - Disclosure performance - Board attendance rate Disclosure |
| Audit Committee | - The Audit Committee - Internal reporter protection system - External auditors |
| Management fault | - Market dividend yield - Stock repurchase - Dividend Payout Ratio - Interim dividend |

Data : Corporate Governance Service (2011)

* 기업지배구조의 변수를 독립변수로 선정한 이유는 개인설문조사보다 단체(기업지배구조지원센터)가 설문조사한 것이 공신력이 있고 우수하다고 판단되어 기업경영위험의 연구자료(변수)로 이용한다.

3.3 통제변수

통제변수는 선행연구들에서 사용한 기업지배구조 이외의 신용재무평점에 대한 영향요인을 통제변수로 연구 모형에 추가하였다. 선행연구에서는 기업규모가 증가하면 영업내용이 복잡하기 때문에 따라 투자자가 제공하는 경영정보의 양이 증가한다. 신용재무평점(CRE)에 미치는 통제변수로 기업규모로 총자산(ASST), 유동비율(CUR), 부채비율(DEBT), 총자산이익율(ROA), 영업현금흐름(CFO), 산업더미, 연도더미를 보았다. 종속변수가 변화율로 측정되었기 때문에 산업더미와 연도더미를 제외한 각각의 통제변수를 모두 변화율로 측정하였다.

총자산(ASST)이 커질수록 경영자에 대한 감시기능으로서 외부감사의 효익이 증가하며 정치적 표적가능성에 따라 정치적 비용부담이 증가하게 되어 보다 보수적인 회계처리를 선택한다고 보고하였다[6].

유동비율(CUR)은 재무구조에 따른 영향을 통제하기 위해 사용하였으며, 부채비율(DEBT)은 체계적 위험은 기업위험에 대한 통제변수로, 총자산이익율(ROA)은 수익성에 대한 변수로 수익성이 높을수록 채무불이행 위험에 대한 통제변수로, 영업현금흐름(CFO)은 기업의 현금흐름을 나타내는 통제변수로 현금흐름이 높을수록 채무불이행 위험이 낮아진다고 볼 수 있다[3].

총자산이익률과 부채비율은 재무상태의 건전성을 측정하기 위한 변수로 총자산 수익률이 낮고, 부채비율이 높으면 재무상태의 건전성이 낮은 것으로 볼 수 있다.

3.4 표본선정

본 연구에서는 증권거래소에 상장된 기업 중 (사) 한국지배구조개선지원센터가 평가한 2007- 2010년 4년간 기업지배구조에 대한 평가점수를 입수할 수 있는 기업을 표본기업으로 포함하였다.

- 1) 12월말 결산기업
- 2) 금융업종 제외
- 3) 2011년 말 현재 상장되어 있는 기업
- 4) 한국상장회사협의회 TS2000에서 재무자료를 입수할 수 있는 기업
- 5) 한국신용평가의 KIS-VALUE에 공시된 신용재무평점

표본기업은 (사) 한국기업지배구조개선 지원센터가 평가한 기업지배구조점수를 매년 공시하는 기업 중 2007년부터 2010년까지 재무자료 공시기업이 1,972개 중 재무 1,782개를 최종 표본으로 선정하였다. <Table 3> 최종 선정된 표본기업을 대상으로 한국신용평가의 KIS-VALUE에 공시된 신용재무평점을 적용하여 이용하였다.

<Table 3> Sample

| Input Data | Sample |
|------------------------|--------|
| 2007~2010 Finance data | 1,972 |
| Non Finance & CGI data | (162) |
| Sample | 1,810 |
| Outlier ($\pm 1\%$) | (38) |
| Final Sample | 1,782 |

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

<Table 4>은 본 연구에서 사용한 변수들의 기술통계량을 나타내고 있다. 자연로그값을 취한 신용재무평점(CFR)의 평균과 표준편차는 각각 73.747과 8.391로 나타났다. 주요관심변수인 기업지배구조지수(CGI)의 최소값과 최대값은 각각 24와 86.67로 평균은 40.445로 나타났다. 통제변수들의 평균은 총자산(ASST)은 26.876, 유동비율(CUR)은 2.170, 부채비율(DEBT)은 0.371, 총자산이익률(ROA)은 0.061, 영업현금흐름(CFO)는 0.074로 나타났다.

<Table 4> Descriptive Statistics

| Var. | Min | Max | Ave. | St. | N |
|------|--------|--------|--------|-------|-------|
| CFR | 45 | 94.510 | 73.747 | 8.391 | 1,782 |
| CGI | 24 | 86.670 | 40.445 | 9.208 | 1,782 |
| ASST | 24.281 | 31.021 | 26.876 | 1.462 | 1,782 |
| CUR | 0.122 | 34.031 | 2.170 | 1.866 | 1,782 |
| DEBT | 0.020 | 0.908 | 0.371 | 0.170 | 1,782 |
| ROA | -0.250 | 0.361 | 0.061 | 0.049 | 1,782 |
| CFO | -0.190 | 0.438 | 0.074 | 0.077 | 1,782 |

2. 상관관계 분석결과

<Table 5>는 신용재무평점과 사용한 변수간 Pearson

의 상관관계를 나타내고 있다.

관심변수인 기업지배구조(CGI)는 신용재무평점(CFR)과 10%수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 통제변수를 살펴보면 기업규모인 자산(ASST)은 통계적으로 유의하게 나타나지 않고 있지만 양(+)의 값을 나타내고, 유동비율(CUR)은 1%수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 그리고 부채비율(DEBT)의 상관계수는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있다. 기업규모인 총자산이 많을수록 신용재무평점이 높아지고 부채비율은 높을수록 기업의 위험이 높게 반영되고 낮을수록 신용재무평점이 높아짐을 의미한다. 총자산이익률(ROA)의 상관계수는 1%수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. 영업현금흐름(CFO)은 1%수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다.

<Table 5> Correlation

| Var. | CFR | CGI | ASST | CUR | DEBT | ROA | CFO |
|------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|-----|
| CFR | 1 | | | | | | |
| CGI | 0.043 * | 1 | | | | | |
| ASST | 0.041 | 0.0665 *** | 1 | | | | |
| CUR | 0.216 *** | -0.114 *** | -0.275 *** | 1 | | | |
| DEBT | -0.353 *** | 0.195 *** | 0.393 *** | -0.567 *** | 1 | | |
| ROA | 0.492 *** | 0.063 ** | -0.011 | 0.163 *** | -0.273 *** | 1 | |
| CFO | 0.043 *** | 0.102 *** | 0.057 ** | 0.072 ** | -0.188 *** | 0.398 *** | 1 |

cf.(***), (**), (*) represents significance at the 1%, 5%, 10% level.

CFR : 신용재무평점

CGI : 기업지배구조 점수

ASST : log총자산

CUR : 유동비율(유동자산/유동부채)

DEBT: 부채비율(부채/자본)

ROA : 총자산이익률

CFO : 영업현금흐름

3. 회귀분석결과

<Table 6>은 <가설 1> 기업지배구조지수(CGI)가 신용재무평점에 미치는 영향을 검증하기 위한 회귀분석결과이다. <Model 1>을 살펴보면, 수정 R^2 값은 0.326이며, F값은 75.786이며 추정된 회귀분석 모형의 p-value는

p<0.01로 나타나 연구모형이 적합하다고 할 수 있다. 본 연구의 주요 관심변수인 기업지배구조지수(CGI)의 회귀계수는 1%수준에서 유의하게 나타났다. 그러나 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있기 때문에 이는 기업지배구조지수가 우수할수록 신용재무평점이 높아진다는 결과이다. 이러한 결과는 선행연구 [3], [5]의 연구와 같은 결과이다.

〈Table 6〉 Regression Analysis

| Var. | Model1 | |
|---------------------------|---------------------------|-----------|
| | coefficient of regression | t-value |
| <i>CGI</i> | 0.126 | 3.456*** |
| <i>ASST</i> | 0.137 | 3.525*** |
| <i>CUR</i> | 0.038 | 1.152 |
| <i>DEBT</i> | -0.229 | -6.416*** |
| <i>ROA</i> | 0.363 | 12.021*** |
| <i>CFO</i> | 0.174 | 5.854*** |
| <i>ID</i> | Include | |
| <i>YR</i> | Include | |
| F-value | 75.786*** | |
| Adj <i>R</i> ² | 0.326 | |
| N | 1,782 | |

cf.(***), (**), (*) represents significance at the 1%, 5%, 10% level.

CFR : 신용재무평점

CGI : 기업지배구조 점수

ASST : log총자산

CUR : 유동비율(유동자산/유동부채)

DEBT: 부채비율(부채/자본)

ROA : 총자산이익률

CFO : 영업현금흐름

ΣID : 산업별 더미

ΣYR : 연도별 더미

연구결과를 종합정리해보면 국내 자본시장에서는 기업지배구조(CGI)가 높은 수준일수록 신용재무평점(CFR)이 높아진다는 것으로 추정된다. 이러한 현상의 원인은 다음과 같이 추측된다. 우리나라에서 적용하는 신용재무평점도 선진국과 같이 증권시장이 선진화되어 있어 신용평가 공시가 안정화 국면에 들어 있다고 볼 수 있다.

V. 결론

신용평가제도란 신용평가기관이 회사가 발행한 채권의 원금과 이자의 상환능력이 있는가를 판정해서 이해하기 쉬운 부호나 수치의 형태로 신용등급을 결정하고 이를 자본시장에 공시한다. 따라서 신용평가기관의 중요한 역할은 자본시장에 회사채와 관련한 신용위험 정보를 공시하여 투자자 및 채권자들의 의사결정에 반영될 수 있게 함으로서 이들의 권리 보호를 도모하는데 있다.

기업지배구조(corporate governance index ;이하 CGI) 정보는 기업의 내부환경 평가를 위한 내부통제시스템을 핵심적인 평가요소로 하고 있다. 또한 기업에 대한 대리비용과 정보비대칭으로 인한 정보수집비용을 해소시킬 수 있다. CGI는 기업의 파산위험을 감소시키는 동시에 유용하고 신뢰성 있는 정보를 적시에 공개하게 함으로써 외부투자자(주식, 회사채)들이 기업의 파산위험을 정확히 판단할 수 있게 한다. 기업지배구조가 우수하면 기업경영자의 감시역할을 하고 대리비용과 정보비대칭을 감소시킨다. 기업지배구조점수가 높을수록 기업 내부통제시스템과 재무보고 체계가 잘 갖추어져 있으므로 기업경영이 활성화되고 기업성고가 높아지므로 신용재무평점이 높아질 것이다. 이러한 전제하에 가설을 설정하고 본 연구는 기업지배구조(CGI)가 신용재무평점(CFR)에 어떠한 영향을 미치는지 실증연구하였다.

<가설1> 기업지배구조점수가 신용재무평점에 양(+)의 유의한 영향을 미칠 것이다.

본 연구가설을 실증분석한 결과를 살펴보면 다음과 같다. 상관관계분석은 신용재무평점과 관심변수인 기업지배구조(CGI)는 유의한 상관관계를 보였다. 회귀분석연구결과를 요약해보면, <가설1> 기업지배구조지수(CGI)가 신용재무평점에 미치는 영향을 검증하기 위한 회귀분석결과 <모형1>을 살펴보면, 수정 *R*²값은 0.326이며, F값은 75.786이며 추정된 회귀분석 모형의 p-value는 p<0.01로 나타나 연구모형이 적합하다고 할 수 있다. 본 연구의 주요 관심변수인 기업지배구조지수(CGI)의 회귀계수는 1%수준에서 유의하게 나타났다. 그러나 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있기 때문에 이는 기업지배구조지수가 우수할수록 신용재무평점이 높아진다는 결과이

다.

본 연구 <가설1> 기업지배구조 지수가 우수할수록 신용재무평점이 높아진다는 점은 [9]의 연구와 국내 선행연구인 [3], [5]의 연구들과는 같은 결과라 할 수 있다. 이러한 현상의 원인은 다음과 같이 추측된다. 우리나라에서 적용하는 신용재무평점도 다른 선진국과 같이 증권 시장이 선진화되어 있어 신용평가공사가 안전화 국면에 들어 있다고 볼 수 있다. 우리나라의 경우, 우수한 기업들은 재무건전성이 높기 때문에 기업지배구조지수 계산방법이 안정화되어 가고 있을 가능성이 있다는 점이다. 이러한 결과는 학술적으로는 관련연구에 추가적 공헌점을 제공할 뿐만 아니라 실무적으로도 자본시장에서 투자자는 기업지배구조점수만 판단하여도 상대적으로 적은 노력으로 합리적인 신뢰수준의 투자를 수행할 수 있게 된다는 공헌점이 있다. 지난 몇 년간 규제기관에서의 기업 지배구조 개선을 위한 노력이 실효성이 있다는 것도 회계정책상 공헌점이다. 본 연구는 이와 더불어 기업윤리 사회적 책임과 좋은 지배구조 및 감시기구를 갖춘 기업이 보다 높은 신용등급을 받는다는 유용한 시사점을 줄 것으로 기대된다.

REFERENCES

- [1] D. Y. Kim, "A Study on Effects of Corporate Social Responsibility and Credit Financial Scores", The Journal of Business Education, Vol 28(3), pp. 123-142. 2014.
- [2] M. T. Kim · Y. H. Kim, "The Impacts of Foreign Ownership and Outside Directors on Bond Grading", Korean accounting review, Vol. 32(4), pp. 29-58. 2007.
- [3] B. H. Kim, "Corporate Governance and Firms Credit Ratings: Based on S&P's(2002) Corporate Governance Framework", Accounting Information Review, Vol. 29(1), pp. 261-288. 2011.
- [4] C. K. Nah, G. H. Choi, "Auditor Industry Specialization and the Differential Audit Fees : Fee Premiums or Fee Discounts", Korean accounting review, Vol. 1(1), pp. 33-66. 2006
- [5] J. Y. Shin, C. W. Suh, J. I. Park, "The Effect of Corporate Governance on the Association between Earnings and Credit Ratings", Korean accounting review, Vol 22(5), pp. 1-15, 2011.
- [6] P. S. Sohn, H. D. Yoon, "The Empirical Study on the Relation between Corporate Governance and Audit Fees", Korea Journal of Business Administration, Vol 20(6), pp. 2667-2686. 2007.
- [7] Y. S. Cheon, K. H. Choe, H. Y. Gil, "How do managerial ownership and corporate governance affect the credit ratings of bonds?", Korean Management Review, Vol. 35(5), pp. 1393-1425. 2006.
- [8] R. Aderson, s. Mansi. and D. Reeb, "Board Characteristics, Accounting, Report Integrity and the Cost of Debt", Journal of Accounting and Economics, Vol. 37, pp. 315-342, 2004.
- [9] S. J. Asare, Cohen, G. Trompeter, The Effect of Management Integrity and Non-Audit Services on Client Acceptance & Staffing Decisions. Working paper. University of Florida. 2002.
- [10] H. Ashbaugh-Skaife, D. W. Collins, and R. LaFond. The effects of corporate governance of firms' credit ratings. Journal of Accounting and Economics 42: pp. 203-243. 2006.
- [11] S. Bhojraj. and P. Sengupta. "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. 2003.
- [12] J. Cohen, and D. Hanno. Auditor' Consideration of Corporate Governance and Management Control Philosophy in Preplanning and Planning Judgement Auditing, A Journal of Practice and Theory, 19 : 133-146 2000.
- [13] C. A. Forst, "Credit rating agencies in capital markets: A review of research evidence on selected criticisms of the agencies", Journal of Accounting, Auditing & Finance, 22(3), pp. 469-492, 2007.
- [14] Moody's. "Moody's Findings on Corporate Governance in the United States and Canada: August 2003-Septem 2004" Moody's Investors Service. 2004.

[15] Standard & Poor's, "Standard & Poor's Corporate Governance Scores : Criteria, Methodology and Definition", McGraw-Hill Companies, Inc.45. 2002.

김 동 영(Kim, Dong young)



- 2003년 2월 : 건국대학교 경영학과(경영학사)
- 2009년 2월 : 건국대학교 경영학과(경영학석사)
- 2012년 8월 : 단국대학교 경영학과(경영학박사)
- 2010년 3월 ~ 현재 : 강동대학교 경영학과 교수

· 관심분야 : 재무회계, 세무회계, 회계감사
· E-Mail : capssong76@hanmail.net

김 동 일(Kim, Dong il)



- 1998년 3월 : 명지대학교 대학원 경영학과(경영학박사)
- 1998년 7월 ~ 2000년 2월 : 텍사스 주립대(UTA) ERP센터 연구교수
- 2000년 3월 ~ 2006년 2월 : 국립밀양대학교 회계정보학과 교수
- 2008년 1월 ~ 2010년 1월 : 텍사스 주립대(UTD) 객원교수

· 2006년 3월 ~ 현재 : 부산대학교 경영학과 교수
· 관심분야 : e-Biz, ERP 시스템, SCM
· E-Mail : kdi50@pnu.edu

서 병 우(Seo, Byoung woo)



- 1984년 2월 : 건국대학교 경영학과(경영학사)
- 1990년 8월 : 건국대학교 행정대학원(행정학석사)
- 2001년 8월 : 청주대학교 경영학과(경영학박사)
- 2005년 3월 ~ 현재 : 신한대학교 글로벌통상경영학과 교수

· 관심분야 : 세무회계, 세법, 조세정책
· E-Mail : taseo@naver.com