

한국기업평가(주) 한국재무학회

2015년 산학협동 연구

신용평가정보가 기업의 손상차손 인식에 미치는 영향: 신용등급의 내부통제효과[†]

정병욱*, 황인덕**

<요약>

비대칭정보인 경영자의 유형(type)과 행위(action)는 사업의 효율적인 운영과 종료를 결정하는 요인으로 기업가치에 영향을 미치므로 경영자를 선별(screening), 감시(monitoring)하는 메커니즘을 필요로 한다. 특히 현직을 유지하고자 하는 경영자의 참호 형성 유인에 의하여 부실한 사업의 신속한 정리가 제약될 수 있다. 본 연구는 경영자가 자신의 직위와 사적이익을 위하여 부실한 사업부문의 효율적인 정리를 지연시킬 수 있는 상황에서 신용평가정보가 손상차손의 자발적 인식을 확대시키는 기능을 수행함을 검증한다. 즉, 신용등급이 경영자가 자신의 사적이익을 위한 참호 구축 과정에서 부실한 사업의 상각을 지연시키는 행위를 통제하는 도구로서 기능함을 실증적으로 분석한다. 이는 신용평가정보가 경영자의 재량적 의사결정과 회계보고를 통제하는 도구로 기능할 수 있음을 시사한다.

핵심주제어 : 신용등급, 정보비대칭, 경영자 교체, 손상차손, 경영자 참호

JEL 분류기호: G3, D82, M4

[†] 본 연구는 2015년 한국기업평가(주)의 연구비와 자료 지원에 의하여 수행되었다. 본 연구는 한국기업평가(주)의 공식적인 의견이 아니며 저자 개인의 연구임을 공지한다.

* 서울시립대학교 경영대학 Tel: 02-6490-2250, E-mail: chongbu@uos.ac.kr

** 한국기업평가(주) Tel: 02-368-5548, E-mail: idhwang@korearatings.com

1. 서론

일반적으로 기업은 경쟁적인 시장에서 혁신적인 기술을 활용한 사업을 선정, 운영하여 수익을 창출하고 성장한다. 경쟁적인 환경은 경영자로 하여금 고위험 사업을 선정, 운영하여 고성과를 산출하고자 하는 경제적 유인을 발생시킨다. 이 과정에서 사업의 수익성을 분석하고 운영하는 경영자의 능력(유형)과 행위는 사업성과를 결정하는 중요한 요소이다. 높은 사업성과를 달성하고자 고위험, 고성과 사업을 선정, 운영하는 경영자의 유형(능력)과 행위에 대한 정보비대칭성은 사업성과의 체계적인 평가를 제약하며 경영자 자신의 사적이익과 직위의 유지를 위한 참호(entrenchment)를 형성하여 부실한 사업을 신속하게 정리하지 않고 유지하고 회계 상 손상차손을 인식하지 않는 유인이 존재한다. 이는 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 심화시키고 다시 기업가치를 감소시키는 메커니즘으로 작동할 수 있다.

사업의 지속성이 낮고 경영자에 대한 성과평가, 보수(compensation), 교체 등이 단기적으로 결정되고 사업의 선정, 운영에 대하여 경영자가 사적정보(private information)를 보유하는 정보비대칭(information asymmetry) 상황에서 발생할 수 있는 경제적 유인(economic incentive)으로서 경영자가 자신의 사적이익(private benefit)을 위하여 사업의 선정 및 운영 관련 의사결정을 행하고 사업이 부실화 되는 경우 현직을 유지하고자 하는 사적이익과 참호를 형성하여 부실한 사업의 정리가 지연되고 기업가치는 더욱 악화되는 상황이 발생할 수 있다.

본 연구는 신용등급이 기업의 손상차손 인식에 미치는 영향을 분석하여 경영자 참호 및 사적이익의 형성을 통제하는 도구로서 작동하는지 검증한다. 이는 신용평가정보가 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 통제하여 경영자 교체와 손상차손 인식을 증가시켜 신용평가정보에 의하여 일정 정도 통제되는 경영자의 책임경영이 사업의 운용 및 종료를 효율적으로 수행할 수 있게 유인하는 메커니즘으로 작동할 수 있음을 검증한다.

본 연구에서 기업 사업성과의 부정적 지표로 손상차손(asset write-off)이 활용된다. 손상차손은 자산이나 현금창출 단위의 장부금액이 회수가능액을 초과하는 금액이며 자산의 회수가능액이 장부금액에 미달하는 경우 자산의 장부금액을 회수가능액으로 감소시킬 때 당해 감소금액을 손상차손으로 인식한다. 손상차손은 자산의 진부화 또는 급격한 시가 하락이나 내외부적인 원인 등으로 유형 및 무형 자산의 미래 경제적 효익 또는 회수가능액이 장부금액에 미달할 경우 인식하며 직접적으로 보고이익의 감소를 가져오며, 간접적으로 기업이 보유하고 있는 자산을 통한 미래 경제적 효익 창출의 가능성이 낮아질 수 있다는 부정적 신호로 지표된다. 특히 유형 및 무형 자산의 손상차손은 매년 의무적으로 그 가치를 평가하지 않고 해당 자산의 공정가액을 신뢰성 있게 측정할 수 있는 경우에만 일정 기간마다 재평가를 실시하거나 또는 시장가치의 급격한 하락이 있을 때 손상차손을 인식할 수 있다.

손상차손을 인식하기 위해서는 손상차손 대상 자산으로부터 기대되는 미래 현금흐름을 추정하여 회수가능액으로 조정하는 판단과정이 요구되며, 장부금액과 회수가능액을 비교하여 그 변화를 조정한다는 것은 매우 어렵고 경영자의 주관성이 개입될 수 있다. 따라서 손상차손의 인식을 결정하는 과정에 경영자의 재량권이 광범위하게 개입될 가능성이 높으며 경영자의 재량에 따라 임의적으로 손상차손의 규모를 조정할 가능성이 존재한다. 경영자의 유형 및 행위에 대한 정보비대칭 하에서 손상차손은 경영자의 이익조정의 수단이 될 수 있다. 특히 현직을 유지하고자 기업 내 참호를 형성할 유인을 보유한 경영자는 부실한 사업의 정리와 손상차손의 인식을 지연시킬 수 있다.

본 연구는 신용평가정보가 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 통제하는 효과적인 메커니즘으로 작동함을 검증한다. 신용평가기관이 부여한 신용등급은 기업의 미래 현금흐름과 위험을 예측하는 정보를 제공하므로 신용평가정보는 기업의 내재가치를 반영하며 그 자체로서 기업의 경제적, 재무적 상태를 요약한다. 따라서 신용등급은 자본비용 및

주식가격의 결정에 영향을 미칠 뿐만 아니라 경영자의 보상 및 고용 계약에도 영향을 미칠 수 있는 요인이다. 보고이익은 사업성과에 대한 요약된 정보로서 경영자의 보상(compensation) 및 (재)고용 계약에 영향을 미치는 핵심적인 요소이므로 경영자가 재량적 이익 조정을 통하여 손상차손의 인식을 지연시키고 이익을 상향하여 보고하려는 경제적 유인을 발생시킨다. 신용평가기관은 경영자의 재량적 조정을 통하여 발생할 수 있는 손상차손 인식의 지연에 대하여 공정하게 평가하며 금융시장에서 투자자들에게 기업가치에 대한 공정한 정보를 전달하는 기능을 수행한다. 본 연구는 특히 이와 같은 신용평가제도의 기능이 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 통제하고 효율적인 경영의사결정을 유인하여 경영자의 교체를 증가시키고 이에 상응하는 부실 사업의 정리 및 손상차손 인식을 선제적으로 통제할 수 있음을 핵심적인 가설로 검증한다. 즉, 신용평가정보가 경영자의 유형의 역선택과 행위의 도덕적 해이를 통제하여 사업의 운영·종료에 있어서 효율성을 향상시키고 손상차손의 인식을 증가시킬 수 있음을 분석한다.

본 연구는 손상차손 및 신용등급 관련 기존연구의 인과관계와는 반대로 신용등급이 손상차손에 미치는 영향을 분석하는 학술적 기여를 갖는다. 이와 같은 실증분석은 손상차손이 일반적으로 경영자의 주관적인 판단을 통해 재량적으로 인식할 여지가 큰 항목이며, 손상차손의 인식은 기업의 비용을 증가시켜 보고이익에 음(-)의 영향을 주는 항목이기 때문에 손상차손의 인식은 기업의 신용등급 평가에 부정적인 영향을 미친다는 인과관계를 역방향으로 검증하는 것으로 신용등급이 경영자의 참호형성과 사적이익 추구를 통제하는 도구로 작동하여 부실한 사업의 정리를 효율적으로 수행하고 손상차손의 인식을 확대시키는 메커니즘으로 작동하여 신용평가정보가 기업가치를 결정하는 의사결정자인 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 통제함을 검증하는 것으로 귀결된다.

2. 기존연구

손상차손에 대한 연구는 1980년대 중반 미국에서부터 시작하여 현재까지 지속적으로 진행되어 왔으며, 최근 들어 경영자의 기회주의적 행위인 이익조정 측면에서 손상차손 인식에 대한 관심이 증대되고 있다.

손상차손과 관련한 연구로는 손상차손 인식유인에 관한 연구와 손상차손의 가치관련성 연구 그리고 손상차손과 이익조정에 관한 연구들이 있다. 먼저 손상차손의 인식유인에 관한 연구에서 Strong and Meyer(1987)는 손상차손을 보고한 기업과 보고하지 않은 기업 간에 손상차손 보고 전 기간의 재무성과에는 유의한 차이가 없으며, 손상차손은 주로 부채비율이 개선되는 기간 중에 계상되고 있음을 보여주었다. 반면에 Elliot and Shaw(1988)의 연구에 따르면 손상차손을 인식한 기업은 그렇지 않은 동일산업 내의 기업에 비하여 총자산이익률과 자기자본이익률이 손상차손 인식년도에 유의적으로 낮게 나타났으며, 주식수익률, 자산성장률 등도 저조한 것으로 나타났다. 한편 경영자의 손상차손 인식유인에 대해 직접적으로 살펴본 Riedl(2004)의 연구에 따르면 손상차손을 인식하는 유인이 매출액변화, 순이익변화, 영업현금흐름변화와 같은 경제적 요인보다는 대부분 경영자의 기회주의적 보고유인에 의해 실시되는 것으로 나타났다.

손상차손의 가치관련성에 관한 연구에서 Ress *et al.*(1996)과 Francis *et al.*(1996)은 손상차손을 인식한 기업의 손상차손 인식 직전 2-3년간의 투자수익률과 주식수익률이 동종 산업의 중위수보다 유의적으로 낮은 것으로 나타났으며, 주식시장에서도 손상차손에 대해 부정적인 반응이 존재하는 것으로 관찰되었다. 그러나 이러한 부정적인 시장반응은 손상차손의 특성에 따라 차별성을 갖는 것으로 보고되고 있다. Elliot and Hanna(1996)의 연구에 따르면 이익반응계수는 손상차손을 인식한 분기에 가장 낮게 나타났으나 손상차손 인식 횟수가 적은 경우보다는 많은 경우에 이익반응계수가 더 크게 나타나는 것으로 관찰되었다.

Bunsis(1997)의 연구 역시 손상차손에 대한 주가반응은 손상차손이

미래현금흐름에 미치는 영향에 따라 차별적으로 나타나는 것으로 보고되었다. 즉, 미래현금흐름의 증가를 유발시키는 손상차손의 규모가 클수록 주가반응이 더욱 큰 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 또한 Hogan and Jeter(1998)의 연구에서도 구조조정비용 반영 전 순이익이 음(-)인 기업의 경우에는 손상차손이 주식수익률과 유의한 양(+)의 관계로 나타나 손상차손을 인식하는 기업특성에 따라 손상차손이 주식시장에서 다르게 평가 받을 수 있음을 보여주었다. 조현우·백원선(2006)은 손상차손의 인식유인을 경영자의 효율적 및 비효율적 보고유인으로 구분하여 손상차손 인식유인에 따른 손상차손의 인식빈도에 대하여 실증분석 하였는데, 연구결과 경영자의 비효율적 보고유인과 효율적 보고유인을 구분하는 측정치로는 손상차손 반영 전 순이익, 당기 손상차손 반영 전 순이익과 전기순이익의 차이를 전기순이익으로 나눈 비율이 유의한 것으로 나타났으며, 손상차손의 인식빈도는 경영자의 비효율적 보고유인이 이익유연화 유인과 Big bath유인이 높은 기업으로 분류되거나 최고경영자가 교체된 기업일수록 그렇지 않은 기업보다 더 높은 것으로 나타났다.

손상차손과 이익조정에 관한 연구를 살펴보면, Zucca and Campbell(1992)은 손상차손의 평균 규모는 총자산의 4%, 매출액의 13% 정도로 기업의 순이익과 순자산에서 차지하는 비중이 매우 크며, 대규모의 손상차손 인식은 대부분 4분기에 기록되는 것으로 보고하였다. 이는 손상차손이 이익조정 목적으로 사용될 수 있음을 시사하는 것이다. Heflin and Warfield(1997)는 손상차손의 기록시점이 적절한지, 미래 이익을 관리할 목적으로 손상차손을 과대하게 기록하는 경향이 있는지 여부를 분석한 결과 미래 이익에 악영향이 가지 않도록 하기 위해 단번에 거액의 손상차손을 인식한다는 증거는 발견되지 않았지만, 기업이 이익유연화를 위해 과대하게 손상차손을 인식한다는 증거를 발견하였다. 국내 연구로 윤순석·문현주(2005)는 보고이익에 따라 여러 가지 상황을 고려하여 손상차손이 손상차손 인식 전 이익증감과 체계적인 관계를 갖는지를 분석하였다. 분석결과 기업의 손상차손 인식에 재량성이 있음을 확인하였다.

백원선(2006)은 손상차손의 인식유인을 효율적 보고유인, 경영자의 비효율적 보고유인으로 구분하여 손상차손 인식유인에 따른 손상차손의

인식빈도에 대하여 실증분석 하였는데, 연구결과 경영자의 비효율적 보고유인과 효율적 보고유인을 구분하는 측정치로는 손상차손 반영 전 순이익, 당기 손상차손 반영 전 순이익과 전기순이익의 차이를 전기순이익으로 나눈 비율이 유의한 것으로 나타났으며, 손상차손의 인식빈도는 경영자의 비효율적 보고유인인 이익유연화 유인과 Big bath유인이 높은 기업으로 분류되거나 최고경영자가 교체된 기업일수록 그렇지 않은 기업보다 더 높은 것으로 나타났다.

경영자 참호(management entrenchment)도 기업의 손상차손 인식에 영향을 미칠 수 있다. 기업통제를 위한 활발한 시장기능은 경영자 유형 및 행위에 대한 정보비대칭 하에서 경영자를 보다 효율적으로 통제할 수 있는 메커니즘을 제공한다. 잠재적인 적대적 인수 위협은 경영자로 하여금 주주의 이익에 상응하여 기업가치를 극대화하는 행위를 유인한다. 1990년대 초부터 적대적 인수를 방지하기 위하여 기업들은 poison pills, golden parachutes 등과 기업 약관을 시행하였다. 이와 같은 기업 약관은 경영자 참호(management entrenchment) 형성을 유인하였으며 경영자의 효율적인 통제기 제약되고 경영자 교체가 지연되는 환경을 조성하였다. Gompers, Ishii, and Metrick (2003)는 이사회 구성 등 24개의 기업지배구조 특성을 반영하는 기업지배구조지수 GIndex와 기업가치 및 주식수익률의 체계적인 관계를 분석하였다. Bebchuk and Cohen (2005)는 이사회 특성을 6-요인-경영자참호-지수(six-factor-entrenchment-index: EIndex)가 기업가치(Tobin's Q) 및 장기적 주식수익률에 가장 유의한 음(-)의 영향을 미치는 요인임을 제시하였다. Amit and Villalonga (2005), Cremers, Nair, and Wei(2007), Klock, Mansi, and Maxwell(2005), Yermack(2006). Chen and Zhao (2008) 등의 연구는 staggered board 형태의 이사회를 갖는 기업(GIndex와 EIndex의 구성 요소)의 경영자는 적극적인 기업경영과 이익관리의 유인이 적음을 제시하였으며 경영자 참호가 고착화된 기업은 경영자의 성과에 근거한 신속한 교체가 제약되며 이는 다시 경영자의 낮은 성과유인과 성과산출로 귀결됨을 제시하였다.

경영자 참호는 경영자 교체 및 사업조정(자산상각 또는 손상차손)과 내생적으로 관련되어 있으며 Strong and Meyer(1987)는 1981-1985년 기간 중 120개의 미국 기업

표본의 자산상각(asset write-down)을 분석하여 자산상각을 보고하지 않은 비교 기업에 비하여 자산상각을 보고한 기업의 경영자 교체가 유의하게 높음을 분석하였다. Weisbach(1995)는 1971-1982년 기간 중 미국의 270개의 대규모 기업인수 사례의 분석에서 인수기업의 경영자 교체는 피인수기업 사업부문의 매각에 기인함을 발견하였다. 88개 사업부문의 매각 표본 중에서 55개 표본에서 손실이 보고되었으며 실패한 기업합병의 매각은 기업인수를 담당한 경영자의 교체 후에 높은 빈도로 발생함을 발견하였다. Murphy and Zimmerman(1993)은 경영자의 교체와 재량적 발생액(discretionary accrual)을 통한 이익조정과의 관계를 분석하였으며 성과가 낮은 기업의 경영자 교체 시기에 이익조정 수준이 높음을 발견하였다. 본 연구는 다음과 같은 가설을 검증하여 경영자 교체 및 신용등급이 손상차손의 인식에 미치는 영향을 검증한다:

손상차손과 신용등급 간의 관계를 분석한 국내 기존연구는 매우 일천하다, 일반적으로 손상차손의 인식은 기업의 비용을 증가시켜 이익에 음(-)의 영향을 주는 항목이기 때문에 손상차손의 인식은 기업의 신용등급평가에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 김정은·전성일(2014)은 총자산이익율로 측정된 재무건전성이 높은 기업에서 손상차손의 인식율은 낮고, 회사채 신용등급은 높게 평가되며, 손상차손의 인식이 회사채 신용등급 평가에 부정적인 영향을 미침을 발견하였다. 손상차손에 대한 직접적 연구는 이외에 국내에서 김문태 등(2006)은 1995년부터 2002년까지의 국내 비금융기업 자료를 사용하여 신용등급과 재량적발생액간에는 유의한 음(-)의 상관관계가 존재하며, 신용등급이 양호한 기업일수록 이익조정정도가 유의하게 낮게 나타났음을 밝힘으로써 이익조정에 대하여 신용평가기관의 감독기능과 객관적 평가기능을 강화하는 합리적 근거를 제시한 바 있다. 김병호(2009)는 2001년부터 2006년까지의 국내 자료를 사용하여 발생액에 대한 실증적 분석결과 + 혹은 -의 노치에 해당하는 회사채신용평가 등급을 부여받은 광역신용등급 경계구간에 위치한 기업들은 그렇지 않은 기업에 비하여 이익을 상향조정하려는 경향이 나타남을 밝혀 광역신용등급 경계구간의 기업들에서 더 높은 재량적 발생액이 발견됨을 밝혔다.

신용평가정보가 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 통제하여 경영자 교체를

증가시키고 손상차손으로 지표되는 부실한 사업의 정리를 확대함을 분석한 연구는 전무하다. 본 연구는 신용등급이 금융시장에서 기업의 자본비용을 결정하고 기업가치에 영향을 미치는 가치평가 요소로서 기능하는 것에 더하여 적대적 인수 위협, 자본시장의 주식수익률이 경영자 통제 도구로서 기능하는 것과 유사하게 경영자의 유형과 행위를 일정 정도 통제할 수 있는 내부통제 메카니즘 상의 도구(device)로서 작동할 수 있음을 검증한다.

3. 연구의 설계와 가설의 설정

신용평가제도는 회사채를 발행하는 기업의 원리금 상환능력에 영향을 미치는 재무적 요인과 비재무적 요인을 종합적으로 반영하여 신용등급을 부여하는 제도로서, 우리나라는 공모 회사채를 발행하려는 기업의 증권신고서에 신용등급 첨부을 의무화하고 있다. 신용평가기관이 부여한 신용등급은 그 자체로서 기업 전반적인 신용상태를 요약하여 하나의 기호로 지표하며 신용등급은 회사채 발행금리 및 주식가격 등 기업의 자본비용과 기업가치에 영향을 미친다. 따라서 회사채 발행기업 입장에서는 보다 나은 신용등급을 받기 위하여 다양한 노력을 기울일 것이다. 특히, 보고이익은 기업의 상환능력을 좌우하는 미래 수익전망에 대한 주요 지표이므로 Ziebart and Reiter(1992), 김문태 등(2006), 이아영 등(2008), 김병호(2009) 등의 선행연구는 기업의 회사채 신용등급과 이익 간에 체계적인 양(+)의 관계가 존재함을 발견하였다.

기업의 사업성과는 회계적 이익에 요약되며 신용등급에 영향을 미치므로 경영자는 재량적 경영의사결정과 회계선택을 통하여 이익을 상향하여 보고하려는 유인을 갖는다. 전문적인 신용평가기관에 의하여 제시되는 신용등급은 경영자의 경영성과 및 재량적 회계선택을 통하여 발생할 수 있는 이익조정이나 손상차손의 인식 등에 대하여 상대적으로 정확히 평가하며 양질의 정보를 요구하는 금융시장에서 시장참여자들에게 경영자의 성과와 기업가치에 대한 신뢰성 높은 정보를 전달한다. 금융시장에서

신용등급의 이와 같은 기능은 주가가 경영자를 통제하는 기능과 유사하게 등급이 부여되는 기업의 내부통제 도구로 기능할 수 있다.

본 연구는 경영자의 유형(type)과 행위(action)에 대한 기업(주주)과 경영자 간의 정보비대칭, 성과급보상(performance-based compensation)의 과도한 단기성과 의존성 등의 요인으로 인하여 성과평가에 근거하는 선별체계(separating or screening mechanism)와 감시체계(monitoring mechanism)에 의하여 경영자의 선임이 결정되는 것이 아니라 평판(reputation)이나 임의적 판단(arbitrary discretion)에 의하여 결정될 수 있는 환경 하에서 신용등급이 부실 사업의 효율적인 정리에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 즉, 신용평가정보가 경영자의 손상차손 인식 유인에 영향을 미치는 측면에서 경영자의 유형과 행위를 통제하는 도구(device)로 기능함을 검증한다.

본 연구에서 경영자가 운영하는 사업의 부정적 성과지표로 손상차손이 활용된다. 손상차손 인식의 목적은 자산의 미래 경제적 효익 창출 가능성의 감소를 합리적이고 체계적으로 반영하여 기업가치 평가의 정확성을 높이고자 하는 것이지만, 주관적인 판단에 따라 경영자가 자신의 성과를 재량적으로 조정할 수 있는 수단으로 손상차손을 활용하는 측면도 존재한다.

신용평가기관은 경영자의 재량적 조정을 통하여 발생할 수 있는 손상차손 인식에 대하여 공정하게 평가하며 금융시장에서 투자자들에게 기업가치에 대한 공정한 정보를 전달하는 기능을 수행한다. 본 연구는 우선 신용평가정보가 경영자가 주관적인 재량으로 이익조정의 수단으로 활용하는 손상차손의 인식을 통제할 수 있음을 검증한다. 본 연구는 또한 신용등급의 정보효과가 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 통제하고 효율적인 경영의사결정을 유인하여 경영자에 대한 통제도구로 기능하고 기업가치를 감소시키는 사업부문의 효율적인 정리를 유인할 수 있다. 이는 회계적으로 신용등급이 손상차손의 인식을 확대하는 것으로 지표될 것이다.

신용평가정보가 경영자 유형의 역선택과 경영자 행위의 도덕적 해이를 통제하여 사업의 운영 및 종료의 효율성을 향상시킬 수 있는 내부통제도구로서 기능함을 다음과 같은 가설을 검증하여 제시하고자 한다:

가설1: 신용등급 수준은 경영자 유형의 역선택과 행위의 도덕적 해이를 통제하여 사업 선정 및 운영의 효율성을 증가시켜 경영자의 효율적인 교체로 귀결되며 경영자 교체시점에 부실 사업 부문의 정리가 발생되어 손상차손의 증가로 귀결된다.

가설2: 기업의 신용등급 보유 수는 기업에 대한 감시기능을 수행하는 신용평가사의 수를 의미하므로 신용등급의 통제효과 및 정보효과를 강화하여 경영자 교체가 지체되고 손상차손의 인식을 증가시킨다.

가설3: 동일 기업에 대한 신용등급이 신용평가기관 간에 차이가 존재하는 경우 (경영자로 하여금 신용등급의 상향조정을 얻을 가능성을 높이기 위하여 보고이익을 증대시키고자 하는 재량적 유인을 강화시킴으로써) 신용등급의 통제효과 및 정보효과는 감소되며 경영자 교체가 지체되고 손상차손이 감소한다.

가설4: 광역 신용등급 변경 근접 구간의 기업은 등급 간 이동 가능성이 높으므로 경영자의 효율적 경영의사결정 유인이 감소하고 재량적 회계보고에 의한 이익 조정 유인을 증가시켜 손상차손의 인식의 감소한다.

가설5 신용등급의 중단기(통상 6개월~2년 이내) 조정 가능성을 지표하는 등급전망(OUTLOOK)이 안정적(Stable)이지 않을 경우 단기적으로 기업의 재량적 이익조정 행위를 증가시켜 손상차손의 인식을 감소시킨다.¹ 특히 긍정적 전망(POSITIVE OUTLOOK)은 경영자의 재량적 회계보고에 의한 단기적 이익 조정 유인을 증가시켜 손상차손의 인식이 감소한다.

가설6 손상차손의 인식은 기업 전반의 신인도를 지표하는 신용등급 수준에 영향을 받으며 높은 신용등급을 보유한 기업의 경우 성과에 기초하는 경영자 교체가 내부통제 메커니즘으로 작동하며, 따라서 경영자 교체와 신용등급 수준의 교차항은 손상차손을 증가시킨다.

본 연구에서 손상차손은 기업의 효율적 자산상각 및 사업조정을 지표하는 변수이다. 본 연구는 경영자의 참호(entrenchment) 형성 유인이 손상차손의 인식을 제약할 수 있지만 신용등급이 경영자를 통제하는 도구(device)로서 기능할 때 손상차손의 인식을 확대시켜 기업의

¹ 국내 신용평가업계에서 신용등급전망(Rating Outlook) 제도는 2003년부터 도입되었으며, 등급전망은 크게 안정적(Stable), 긍정적(Positive), 부정적(Negative), 유동적(Evolving, 또는 Developing)으로 구분된다.

신속한 자산상각과 이에 따르는 혁신성을 유인하는 기제로 작동함을 검증한다.

본 연구의 종속변수는 총자산으로 표준화한 손상차손의 규모와 손상차손 인식 여부를 지표하는 더미변수이다. 가설검증을 위한 핵심적인 설명변수로 신용등급 수준, 평가사 간 신용등급의 차이 여부 (split rating), 신용등급 보유 수 등이 장기적인 기업가치 및 기업성과를 지표하는 변수로 추정에 포함되었다. 또한 경영자의 단기적인 의사결정 및 재량적 회계보고의 유인이 손상차손 규모 및 손상차손 여부에 미치는 영향을 분석하기 위하여 회사채 신용등급에 '안정적(Stable)' 전망 이외의 OUTLOOK 부과 여부가 추정에 포함되었다.

일반적으로 손상차손의 인식과 경영자 교체 시점간에 밀접한 관련성이 있으므로 손상차손 인식 당해 기간의 경영자 교체 여부가 통제변수로 추정에 포함되었다.

기업의 재무적 특성을 지표하는 변수로 자산규모, 현금보유, 이익지표 (ROA), 이익지표의 변동, 총부채비율, 무형자산비율, 성장성, 기업고유위험 등이 손상차손 인식 1기간 이전(t-1기)의 값으로 추정에 포함되었다.

기업의 지배구조를 지표하는 통제변수로 대주주 지분율, 재벌기업 여부 등의 변수 등이 기업의 특성을 지표하는 변수로 추정에 포함되었다.

4. 실증 분석 및 결과

본 연구는 회계정보의 목적적합성 향상이라는 차원에서 자산의 장부가액에 대한 손상차손 회계가 공식적으로 도입된 2000년부터 2014년까지 15년간을 표본기간으로 하며 실증분석 대상은 총 21,496개의 기업-연도 표본이다. 표본의 추출에서 국내 주식시장 상장기업 중에서 금융회사를 제외하였고, 재무제표 기준연도로부터 과거 5개연도의 재무제표가 확보되지 않은 기업, 변수에 결측치가 있는 기업을 제외하였다. 또한 일반 기업과 재무제표의 특성이 현저히 다른 지주회사, 공기업을 제외하였다.

표본추출 시 발생할 수 있는 생존편의(survivorship bias)를 최소화하기 위하여 표본기간 중 신규로 상장되거나 상장폐지된 기업, 결산월이 12월이 아닌 기업들도 모두 포함하였다. 재무자료 중 기업정보는 한국기업평가(주)의 기업재무 데이터베이스에서 추출하였다. 신용평가정보로 국내 신용평가 3사인 한국기업평가(주), 한국신용평가(주), NICE신용평가(주)의 신용등급 자료를 활용하였다. 경영자 교체 관련 자료는 한국거래소에 공시된 자료를 활용하였다.

<표 1>은 종속변수와 설명변수들의 정의를 요약한다. 종속변수는 손상차손 수준을 지표하는 손상차손합계액/총자산(IMPAIR_LA)과 손상차손 인식 여부 (IMPAIR_L) 더미변수이다. IMPAIR_L은 t기에 손상차손이 인식되었으면 1, 아니면 0으로 정의된다. 손상차손은 광의 및 협의로 분류된다. 광의의 손상차손 손상차손 합계액은 자산재평가손실, 재고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액으로 측정되며 파생상품이나 금융자산평가손실은 제외하였다. 협의의 손상차손은 유/무형자산손상차손 액수로 측정된다. 협의의 손상차손은 유무형자산손상차손만을 측정한다.

설명변수로 기업의 재무적 특성을 지표하는 변수들이 추정에 포함된다. 기업의 규모를 지표하는 자산(ASSET)은 자산총계의 로그값이다. 기업의 유동성을 지표하는 현금보유(CASH)는 (현금+현금등가물)/총자산으로 측정된다. 부채수준 및 이에 따른 재무위험을 지표하는 총부채비율(LEVERAGE)은 부채총계/총자산으로 측정된다.

무형자산은 회계적 불투명성을 지표하며 기업에 대한 정보비대칭성을 증가시킨다. 무형자산 (INTANGIBLE)은 무형자산/총자산으로 측정된다.

기업의 수익성은 총자산이익률(ROA)로 지표되며 (t-1기말 당기순이익/t-2기말 총자산)으로 측정된다. 기업의 성장성 및 영업활동 지표는 매출액성장률(SALES_GROWTH)로 지표되며 [(t-1기 매출액/ t-2기 매출액)- 1]으로 측정된다. 일반적으로 성장성이 높은 기업일수록 적자보고에 따른

주가 하락을 두려워하여 이익을 상향보고하려는 유인이 있을 수도 있으나(Skinner and Kothari, 1989), 국내기업을 대상으로 한 선행연구에서는 성장성이 높은 기업의 경우 실제 활동을 통한 이익조정이 축소되는 경향이 보고된 바 있다(이아영 외, 2012).

자본시장에서 평가하는 기업의 고유위험(fundamental risk 또는 unique risk)은 주가변동성 (DV_B)에 의하여 지표되며 t-1기의 연간 일간수익률 변동성(연간 표준편차)으로 측정된다.

기업의 수익성 변동 ($CHNG_ROA$)은 총자산수익률의 변동으로 지표되며 금기와 전기의 총자산수익률 차이($ROA_t - ROA_{t-1}$)로 측정된다. Riedl(2004)의 연구에 따르면 기업이 손상차손을 인식하는 유인은 매출액변화, 순이익변화, 영업현금흐름변화와 같은 경제적 요인보다는 대부분 경영자의 기회주의적 보고유인에 의해 실시되는 것으로 나타났다. 전기(t-1기)의 회계적 보고이익을 지표하는 변수로 더미변수 (NB)가 추정에 포함되었으며 t-1기에 당기순이익이 적자이면 1, 아니면 0으로 정의된다.

기업의 최고경영자(CEO)의 교체는 손상차손의 인식과 밀접한 관련이 있다. Strong and Meyer(1987)은 손상차손이 경영자 교체와 관련이 있음을 발견하였다. 내부적인 경영자 교체는 기존 경영자의 전략을 따르게 되며 낮은 손상차손 인식을 유인한다. 그러나 기존 경영자의 교체와 신규 경영자의 외부 선임은 내부 교체와는 상이한 기업의 전략을 지료한다. 선임 경영자는 전임 경영자가 발생시킨 부실 등의 문제점을 선임 시점에서 일괄 처리하고 새로운 장기적 사업 계획을 수립하고 신규 사업을 수행하는 유인을 가지며 이는 경영자 신규 선임 시 손상차손 인식의 유인을 증가시킬 수 있다. Murphy and Zimmerman(1993)은 경영자 교체 후 발생하는 손상차손 인식은 경영자의 기회주의적 유인에 의하여 발생한다고 제시한다. Borokhovich, Parrino, and Trapani (1996), Jensen and Ruback(1983), Kaplan(1994), Volpin(2002) 등의 기존연구는 건전한 기업지배구조 하에서 경영자의 열악한 경영성과는 경영자 교체로 귀결되며 이에 따른 손상차손 인식은 신규 경영자의 기회주의적 행태라기 보다는 기업의 투명성을

증가시키는 행위라고 주장하였다. 본 연구는 경영자 교체가 손상차손에 미치는 영향을 통제하고자 손상차손 인식 당해 연도(t기)의 경영자 교체 여부를 더미변수(CEO_TURN_t)로 추정에 포함시켰으며 CEO_TURN_t 는 손상차손 인식 당해 연도에 최고경영자가 (단 1인이라도) 변동되면 1, 아니면 0으로 정의된다.² 총자산수익률 변동, 전기(t-1기)의 당기순손실, 금기(t기)의 경영자 교체는 Big Bath 요인을 통제하는 변수들이다.

기업 지배구조는 손상차손의 인식에 영향을 미친다. 주주에 의한 효율적인 내부 감시 및 통제 기능을 갖는 기업은 손상차손 인식을 증가시킬 수 있으며 반면에 대주주에 의한 기업지배 및 경영자 겸임은 인한 주주에 의한 효율적인 내부 감시 및 통제 기능을 약화시켜 손상차손 인식을 감소시킬 수 있다. 본 연구는 국내 대기업과 중소기업의 차별성을 통제하고자 표본을 기업규모에 따라 대기업과 중소기업으로 분류하여 실증분석을 행하였다. 재벌 계열기업의 지배구조적 특성이 손상차손 인식에 미치는 영향을 통제하고자 상호출자제한 기업집단 소속기업에 대하여 재벌 계열기업 더미변수($CHABOL$)를 설정하여 추정에 포함하였다. $CHABOL$ 변수는 공정거래위원회 지정 상호출자제한기업집단 소속기업이면 1, 아니면 0으로 정의된다. 또한 대주주의 소유집중도가 기업의 손상차손 인식에 미치는 영향을 통제하기 위하여 최대주주지분율(OWM)이 추정에 포함되었다. 최대주주의 지분율은 t-1기말 기준 상속 및 증여세법 시행령에 따른 특수관계인을 포함한 지분율을 포함하여 측정하였다.

<표 2>는 연도별 표본의 구성을 대기업과 중소기업으로 분류하여 요약한다. 2000-2014년 추정 기간 중 총 21,496개의 기업-연도 표본이 추정에 활용되었다.

<표 3> 기술통계를 요약한다. Panel A는 표본기업 수, 손상차손, 신용등급 관련 통계를 요약한다. Panel B는 손상차손 인식 기업별 신용등급 관련 통계를 요약하며

² 한국거래소 공시자료 상 대표이사 교체는 1인 대표이사 교체 이외에도 대표이사 추가 선임, 대표이사 일부교체 등 다양한 사례가 존재하며, 본 연구에서는 '대표이사 변경' 또는 '대표이사(대표집행임원) 변경'이라는 제목으로 공시된 모든 자료를 활용하였다.

등급보유 비율을 제시한다. Panel C는 손상차손 수준 및 통제변수의 기술통계를 요약한다.

<표 4> Panel A와 Panel B는 각각 손상차손 수준과 손상차손 인식 여부를 종속변수로 하는 기본모형의 실증결과를 제시한다. Panel A는 패널모형, Panel B는 로지스틱모형의 실증결과이며 설명/통제 변수들은 Panel A와 Panel B에서 동일하다. <표 4> Panel A는 손상차손 인식 수준을, Panel B는 손상차손 인식 여부를 종속변수로 하여 개별 기업의 재무변수들의 영향을 추정한다.

<표 4> Panel A에서 *ASSET*과 *CASH_HOLDING*의 모든 모형에서 각각 정(+)과 부(-)의 계수가 추정되었으나 통계적으로 유의하지는 않다. 기업의 재무위험을 지표하는 *LEVERAGE*는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수가 추정되어 기업의 재무위험이 높아질 때 사업조정과 손상차손이 감소됨을 보여준다(Strong and Meyer, 1987). *INTANGIBLE*은 모든 모형에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수가 추정되어 무형자산이 많아서 회계적 투명성 낮은 기업은 많은 손상차손을 발생시킴을 제시한다. *ROA*는 <표 4>의 모든 모형에서 통계적으로 유의한 음(-)의 계수로 추정되어 t-1기의 높은 수익성은 t기의 손상차손 인식을 감소시킴을 나타내 해외에서 수익성이 낮거나, 당초 기대치 대비 수익성이 하락할 때 손상차손을 인식함을 보인 Elliott and Shaw(1988), Zucca and Campbell(1992), Wolcott(1993) 등의 연구와 동일한 결과를 보여준다. 기업의 고유위험(fundamental risk 또는 unique risk)을 지표하는 주가변동성(*D V_B*)은 모든 모형에서 통계적으로 유의한 양(+)의 계수가 추정되어 위험이 높은 기업은 많은 손상차손을 발생시킴을 시사한다.

<표 4>는 Big Bath 요인이 손상차손에 미치는 영향을 분석한다.³ 신임 경영자에게

³ 경영진 교체 시기에 앞서 부실자산을 특정 회계연도에 모두 반영함으로써 잠재부실이나 이익규모를 있는 그대로 드러내는 회계기법이며 통상 새로 부임하는 기업 경영자가 전임자들 재임기간에 누적됐던 손실이나 향후 잠재적 부실요소까지 반영해 회계장부에서 일시에 상각함으로써 실적부진의 책임을 전임자에게 전가하고 이후 향상된 실적을 산출하고자 전략을 의미한다.

의한 부실 자산의 상각이 행해지는 환경을 고려한 Big Bath 모형에서는 이익변화(*CHNG_ROA*), t-1기 적자(*NA*), t기 경영자 교체(*CEO_TURN*) 등의 변수가 기본모형에 통제변수로 추가되었다. ROA의 변동치로 측정된 이익변화(*CHNG_ROA*)는 손상차손 인식에 부(-)의 영향을, t-1기 당기순손실은 정(+)의 영향을, t기의 경영자 교체는 정(+)의 영향을 미치는 것으로 추정되었고 모두 통계적으로 유의한 반응을 보임으로써 손상차손 인식에 경영자의 재량적 판단이 개입되어 경영자가 실적부진의 책임을 전임자에게 전가하거나, 향후 회계연도에 향상된 실적을 보고함으로써 보다 높은 성과보상을 받고자 하는 재량적 유인이 개입됨을 실증적으로 보여주고 있다.

<표 4>는 기업지배구조 요인이 손상차손에 미치는 영향을 분석한다. 재벌 계열기업의 경우 손상차손이 유의하게 감소되어 회계정보의 투명성을 제고하거나 내부통제를 통해 명성을 유지하고자 하는 통제장치가 재벌기업군에 작동하고 있음을 시사한다. 대주주의 지분율이 높은 경우에도 손상차손이 유의하게 감소하여 대주주 지분율이 높을수록 대리인비용이 감소하고 내부통제가 강화됨을 시사한다.

<표 4>의 Panel B 는 손상차손 인식 여부를 종속변수로 하여 Panel A 와 동일한 설명변수들로 로지스틱 모형을 추정하였으며 추정결과는 Panel A 유사하다. *ASSET* 이 모든 모형에서 통계적으로 유의한 정(+)의 계수로 추정되어 기업규모가 크고 정보비대칭성이 낮은 기업은 손상차손의 인식을 확대시킴을 시사한다.

<표 5>는 <표 4>의 기본모형의 통제변수에 신용등급 수준을 설명변수로 추가하며 신용등급이 손상차손 인식에 미치는 영향을 분석한다. 신용등급 수준이 손상차손에 미치는 영향은 CP 등급이 부여된 하위표본과 회사채 및 CP 등급이 모두 부여된 하위표본으로 각각 분류하여 추정되었다. 회사채 등급과 CP 등급 수준은 AAA에 20, AA+에 19를 부여하고 이하의 등급에 대해서 노치(notch)를 반영하여 순차적으로 1의 차이를 두었으며, CP 등급은 회사채용 등급과의 매칭(matching)을 통하여 등급수준을 통합하여 하위표본을

구성하였다. CC등급 이하의 자본시장에서의 자금조달이 곤란한 기업으로 간주하여 표본에서 제외되었다.

부채수용력은 Lemmon and Zender(2010)에 따라 공모부채시장(public debt market) 접근능력(부채수용력) 수준을 추정하여 수용력에 따라 총 5개의 그룹으로 분류하여 가장 높은 그룹에 5부터 가장 낮은 그룹에 1을 부여하여 모형을 추정하였다.

<표 5>의 Panel A는 광의 및 협의의 손상차손의 수준(*IMPAIR_LA*)을 종속변수로 하는 추정 결과를 요약한다. 유의하지는 않지만 신용등급과 부채수용능력이 높을수록 손상차손 인식의 수준이 높아지는 것으로 추정되었다.

<표 5>의 Panel B는 광의 및 협의의 손상차손 인식 여부(*IMPAIR_D*)를 종속변수로 하며 추정계수가 통계적으로 유의하며 신용등급과 부채수용능력이 높을수록 손상차손 인식 가능성이 높아지는 것으로 추정되었다. 특히 협의의 손상차손의 경우 등급수준 및 부채수용력 모두 통계적으로 유의한 양(+의 계수가 추정되었다.

<표 6>은 <표 4>의 기본모형의 통제변수에 기업의 신용등급 보유 수(모니터링 신용평가사 수)를 설명변수로 추가하며 신용등급이 손상차손 인식에 미치는 영향을 분석한다. 신용등급 수는 CP 등급과 회사채 및 CP 등급을 모두 포함하는 하위표본으로 분류하여 추정되었다. *CP_NO*는 t-1기말 기준 기업어음 신용등급을 공시중인 (표본기업의 단기 신용도를 모니터링중인) 신용평가사수이다. *BR_NO*는 t-1기말 기준 장기신용등급을 공시중인(표본기업의 장기 신용도를 모니터링중인) 신용평가사수이다. <표 6>의 의 Panel A 및 Panel B에서 기업의 신용등급 보유 수 변수의 추정계수는 통계적으로 유의하지는 않지만 일관되게 양(+의 계수로 추정되어 신용등급의 보유 수(모니터링하는 신용평가사의 수)가 많아질수록 기업의 손상차손 인식은 증가됨을 시사한다.

<표 7>은 <표 4>의 기본모형의 통제변수에 평가사 간 등급차이(rating split)를 더미변수 형태로 추정에 포함하여 기업의 손상차손 인식에 미치는 영향을 분석하였다.

*CP_SPLIT*은 t-1기말 기준 신용평가사간 기업어음 신용등급이 단 1개사라도 차이가 발생할 경우 1, 아니면 0으로 정의된다. *BR_SPLIT*은 t-1기말 기준 신용평가사간 장기등급(회사채 및 ICR)에서 단 1개사라도 차이가 발생할 경우 1, 아니면 0으로 정의된다. 등급차이(rating split) 변수들은 일관되게 음(-)의 계수로 추정되었으며, Panel B의 협의의 손상차손 인식 여부 추정 모형에서는 등급차이 변수가 1%수준에서 유의하게 추정되었다. 평가사 간 등급차이가 존재하는 경우 해당 기업의 경영자로 하여금 손상차손인식을 회피하여 보고이익을 증대시킴으로써 자사의 신용등급의 상향에 유리하도록 회계처리하고자 하는 재량적 유인을 강화시킴으로써 신용등급의 통제효과 및 정보효과는 감소되며 그 결과로 실제 기업이 손상차손 인식을 감소시킴을 시사하는 추정 결과이다.

<표 8>은 <표 4>의 기본모형의 통제변수에 신용등급 변동가능성을 지표하는 변수들을 통제변수로 추가한 모형을 추정한다. 등급전망에서 안정적("Stable")이 아닌 등급전망, 긍정적 전망(Positive Outlook), 부정적 전망(Negative Outlook), 광역신용등급 변경구간(신용등급의 노치에 + 또는 -가 부여된 경우) 등 총 4가지 경우가 신용등급 변동가능성 지표로 추정에 포함되었다.⁴ 이들 변수는 경영자가 단기적으로 이익을 증가시키려는 재량적 회계보고 유인이 존재할 것으로 예측하여 손상차손에 미치는 영향을 추정한다.

<표 8>의 Panel A와 Panel B에서 일관되게 신용등급 변동 가능성 지표 변수들이 손상차손의 인식에 미치는 영향이 추정되었다. *NON_STABLE*은 t-1기말기준 회사채 신용등급의 등급전망(Outlook)이 안정적(Stable)이 아닌 경우, 즉, 긍정적(Positive), 부정적(Negative), 유동적(Evolving 또는 Developing)일 경우 1, 안정적일 경우 0으로 정의된다. *BR_OP*는 t-1기말 기준 회사채 신용등급의 등급전망(Outlook)이 긍정적(Positive)일 경우 1, 아니면 0으로 정의되며, *BR_ON*

⁴ 장기신용등급이라 하더라도 특정 신용사건(Credit Event)에 의하여 단기적인 신용등급 변경을 예고하는 등급감시제도(Rating Watch)에 편입된 기업의 경우 등급전망이 제시되지 않는다.

t-1기말 회사채 신용등급의 등급전망(Outlook)이 부정적(Negative)일 경우 1, 아니면 0으로 정의된다. *BR_BROAD*는 기준 t-1기말 기준 장기신용등급의 심볼에 (+) 또는 (-)가 부여된 경우 1, 아니면 0으로 정의된다. 추정 결과는 모든 신용등급 변동 가능성 지표들이 일관되게 음(-)의 계수로 추정되어 경영자가 자사의 신용등급 변경 가능성이 높다고 판단하는 경우 중단기적 국면에서 효율적 사업조정을 회피 내지 감소시키고 재량적 회계 보고의 유인에 의하여 보고이익 감소를 유발시키는 손상차손의 인식을 제한함을 시사한다. Panel B에서 비안정적 전망(*NON-STABLE*)과 긍정적 전망(*BR_PO*) 변수는 통계적 유의한 음(-)의 계수가 추정되어 경영자들이 단기적 보고이익의 증가를 위하여 재량적 회계 보고의 유인을 가지며 손상차손의 인식을 감소시킴을 제시한다.

5. 요약 및 결론

본 연구는 신용등급 관련 변수로 신용등급의 수준, 보유 신용등급의 수, 평가사 간 등급차이 여부 등으로 신용평가정보를 세분화하고 국내 유가증권시장과 코스닥시장의 상장기업들을 대상으로 신용평가정보가 손상차손 인식에 미치는 영향을 분석한다. 즉, 경영자의 유형과 행위에 대한 정보비대칭 하에서 기업의 경영자 선별 및 내부통제 기능이 일정 수준 작동하지만 완전정보 하의 최적 보상 및 고용 계약이 성립될 수 없는 환경 하에서 신용평가정보가 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 완화하는 메커니즘으로 작동함을 제시한다.

실증결과는 신용평가정보가 경영자의 효율적인 사업조정을 통제하는 도구로 기능하여 손상차손의 인식을 증가시킴을 실증한다.

본 연구의 실증결과는 경영자 유형에 대한 역선택과 경영자 행위에 대한 도덕적 해이를 완화시킴을 제시하며 신용평가정보가 금융시장에서 기업의 위험을 지표하는

가치평가 요소로 기능하는 것으로 한정되는 것이 아니라 경영자 유형 및 행위에 대한 정보비대칭 하에서 경영자를 선별하고 감시하는 고용 및 보상 계약 상의 요소로서 기능할 수 있음을 제시하는 것이다.

본 연구의 정책적 함의는 신용평가정보가 경영자의 유형과 행위에 의하여 결정되는 기업가치 및 위험을 측정하는 정보효과를 제공함으로써 경영자의 역선택과 도덕적 해이를 일정 수준 통제하여 경영자의 사업 운영 및 종료에 있어서 효율성을 통제하는 외부적 기제로 작동함을 실증하여 기업의 신용등급 보유 확대를 정책대안으로 제시한다.

참고문헌

- 강영걸, 1998, 최고 관리자 교체와 조직성과: 우리나라 상장 제조업체의 경우, *경영학연구*, 제27권 제2호, 363-389.
- 김문태·위준복·전성일, 2006, 회사채 신용등급의 이익조정 통제효과, *증권학회지*, 제35권 5호: 47-74
- 김병호, 2009, 신용평가등급의 발생액 및 보수주의 이익 인식과의 관련성에 대한 실증적 연구, *증권학회지* 제38권 제3호 371-391.
- 김상경·적대용, 2009, 코스닥 상장 벤처기업의 최고경영자 교체에 관한 연구, *경영연구*, 제24권 제1호, 21-46.
- 김양민, 2006, 코스닥 벤처기업의 최고 경영자 교체가 기업 퇴출율과 기업성과에 미치는 영향, *인사조직연구*, 제14권 제2호, 1-27.
- 김은주·박미영, 2012, 자산손상이 자본비용에 미치는 영향, *재무와 회계정보저널*, 제12권 제2호, 81-100.
- 김정은·전성일, 2014, 손상차손의 인식이 회사채 신용등급에 미치는 영향, *회계정보연구* 제32권 제1호, 1~26.
- 남현정·유승후, 2011, 이사회 활동성 결정요인과 이사회 활동성이 기업성과에 미치는 영향, *산업경제연구*, 제24권 제6호 4083-4105.
- 박준용, 1998, 최고경영자의 교체가 기업의 성과 및 전략에 미치는 영향, *전략경영연구*, 제1권 제1호, 1-22.
- 신현하·장진호, 2003, 최고경영자 교체에 따른 경영성과 변화, *재무연구*, 제16권 제2호, 231-256.
- 심동석, 2000, 최고경영자 교체공시와 주가반응, *경영학연구*, 제29권 제4호, 685-710.
- 오희장, 2002, 최고경영자의 교체와 주식시장의 반응, *회계학연구*, 제27권 제1호, 55-80.
- 윤수석·문현주, 2005, 감액손실의 재량성에 관한 연구, *회계학연구*, 제30권 3호, 195-214.
- 이남용·최원욱, 2010, 연구개발비를 통한 발생액 이익조정과 실물거래 이익조정의 대체관계에 대한 연구, *산업경제연구*, 제23권 제1호, 249-272.
- 이아영, 전성빈, 김성혜, 2012, 지배주주의 지분구조와 실제이익조정 : 소유권과 소유지배과리도를 중심으로, *회계학연구* 제37권 제1호, 157-189.
- 조현우·백원선, 2006, 감액손실의 인식유인과 가치관련성, *회계학연구*, 제31권 2호, 1-34.
- 최국현·신안나, 2006, 신용등급평가가 경영자의 이익조정 행위에 미치는 영향에 관한 실증연구, *회계정보연구*, 제24권 1호, 125-158.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. Collins, and R. LaFond, 2006, "The Effects of Corporate Governance on Firm` Credit Ratings", *Journal of Accounting & Economics*, 42(1/2), pp. 203-243
- Amit, R., and B. Villalonga, 2005, "How do family ownership, management, and control affect firm value?", *Journal of Financial Economics*, 80, pp. 385-417.
- Bebchuk, L., and A. Cohen, 2005, "The costs of entrenched boards", *Journal of Financial Economics*, 78 pp.,409-43
- Borokhovich, K., R. Parrino, and T. Trapani, 1996, "Outside directors and CEO selection", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, pp. 337-355.
- Bunsis, H., 1997, "A description and Market Analysis of Write-off Announcements", *Journal of Business Finance and Accountina*, 24(10), pp. 1385-1400
- Cannella, A. Jr. and D. Hambrick. 1993, "Effects of Executive Departures on the Performance of Acquired Firms," *Strategic Management Journal*, 14, pp. 137-152.
- Chen, K., and Y. Zhao, 2008, "Staggered boards and earnings management", *The Accounting Review*, 83, pp. 1347-1381.
- Collins, A., D. Collins, and W. Shaw, 2006, "Discontinued operations recognition, initial provisions, and subsequent adjustments", *Journal of Applied Business Studies*, 22(1), pp. 1-20.

- Collins, D. and S. Henning, 2004, "Write-down timeliness, line-of-business disclosures, and investors' interpretations of segment divestiture announcements", *Journal of Business Finance and Accounting*, 31(9/10), pp. 1261-1299.
- Coughlan, A. and R. Schmidt, 1985, "Executive Compensation, Managerial Turnover and Firm Performance: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 43-66.
- Cremers, M., V. Nair, and C. Wei, 2007, "Governance mechanisms and bond prices", *Review of Financial Studies*, 20, pp. 1359-1388.
- Denis, D. and D. Denis, 1995, "Performance Changes Following Top Management Dismissals," *Journal of Finance*, 50(4), pp. 1029-1057.
- Elliot, J., and J. Hanna, 1996, "Repeated Accounting Write-offs and the Information Content of Earnings", *Journal of Accounting Research*, 34(Supplement), pp. 135-155
- Elliot, J., and W. Shaw, 1988, "Write-offs as Accounting Procedures to Manage Perceptions", *Journal of Accounting Research*, 26(Supplement), pp. 91-119
- Francis, J., J. Hanna, and L. Vincent, 1996, "Causes and Effects of Discretionary Asset Write-offs", *Journal of Accounting Research*, 34(Supplement), pp.117-134
- Fee, C. and C. Hadlock, 2004, "Management turnover across the corporate hierarchy", *Journal of Accounting and Economics*, 37, pp.3-38.
- Furtado, E. and V. Karan, 1990, "Causes, Consequences, and Shareholder Wealth Effects of Management Turnover: A Review of the Empirical Evidence," *Financial Management*, 19, pp. 60-75.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, 2003, "Corporate governance and equity prices", *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 107-155.
- Holmstrom, B., 1999, "Managerial Incentive Problems: A Dynamic Perspective," *Review of Economic Studies*, 66(1), pp. 169-182.
- Huson, M., P. Malatesta, and R. Parrino, 2004, "Managerial succession and firm performance", *Journal of Financial Economics*, 74, pp.237-275.
- Jensen, M., and R. Ruback, 1983, "The market for corporate control", *Journal of Financial Economics*, 11, pp. 5-50.
- Johnson, W., R. Majeed, N. Naqarajan, and H. Newman, 1985, "An Analysis of the Stock Price Reaction to Sudden Executive Deaths," *Journal of Accounting and Economics*, 7, pp. 151-174.
- Kang, J. and A. Shivdasani, 1995, "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, 38, pp. 29-58.
- Kanodia, C., R. Bushman, and J. Dickhaut, 1989, "Escalation Errors and the Sunk Cost Effect: An Explanation based on Reputation and Information Asymmetries," *Journal of Accounting Research*, 27(1), pp. 59-77.
- Kaplan, S., 1994, "Top executives, turnover, and firm performance in Germany", *Journal of Law, Economics & Organization*, 10, pp. 142-159.
- Kaplan, S. and B. Minton, 1994, "Appointments of Outsiders to Japanese Boards: Determinants and implication for managers," *Journal of Financial Economics*, 36, pp. 225-258.
- Klock, M., S. Mansi, and W. Maxwell, 2005, "Does corporate governance matter to bondholders?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40, pp. 693-719.
- Murphy, K. and J. Zimmerman, 1993, "Financial Performance Surrounding CEO Turnover," *Journal of Accounting and Economics*, 16, pp. 273-315.
- Ress, L., S. Gill, and R. Gore, 1996, "An Investigation of Asset Write-downs and Concurrent Abnormal Accruals", *Journal of Accounting Research*, 34(Supplement), pp. 193-228
- Riedl, E., 2004, "An Examination of Long-lived Asset Impairments", *The Accounting Review*, 79(July), pp. 823-852.
- Rothschild, M., and J. Stiglitz, 1976, "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay in Economics of Imperfect Information," *Quarterly Journal of Economics*, 90(4), pp. 629-49.
- Sengupta, P., 1998, "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt", *The Accounting Review*, 73(4), pp. 459-474
- Shekholeslami, M., M. Wilson, and J. Selin, 1998, "The Impact of CEO Turnover on Security Analysts'

- Forecast Accuracy," *Journal of Applied Business Research*, 14(4), pp. 71-75.
- Shen, W., and A. Cannella. 2002. "Revisiting Performance Consequence of CEO succession: The Impacts of Successor Type, Postsuccession Senior Executive Turnover, and Departing CEO Tenure," *Academy of Management Journal*, 45, pp. 717-734.
- Statman, M. and J. Sepe, 1989, "Project Termination Announcements and the Market Value of the Firm", *Financial Management*, Winter, pp. 74-81.
- Strong, J. and J. Meyer, 1987, "Asset Writedowns: Managerial Incentives and Security Returns," *Journal of Finance* 42(3), pp. 643-663.
- Virany, B., Tushman, M., and Romanelli. E., 1992, "Executive Succession and Organization Outcomes in Turbulent Environments: An Organization Learning Approach," *Organization Science*, 3, 72-91.
- Volpin, P., 2002, "Governance with poor investment protection: Evidence from top executive turnover in Italy", *Journal of Financial Economics*, 64, pp. 61-91.
- Warner, J., R. Watts, and K. Wruck. 1988, "Stock Prices and Top Management Changes," *Journal of Financial Economics* 20, pp. 461-492.
- Weisbach, M., 1988, "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, 20, pp. 431-460.
- Weisbach, M., 1995, "CEO Turnover and the Firm's Investment Decisions," *Journal of Financial Economics*, 37, pp. 159-188.
- Wolcott, S., 1993, The Effects of Prior Shareholder Anticipation and Restructuring Actions on the Stock Price Response to Writedown Announcements, PhD thesis. Northwestern University.
- Yermack, D., 2006, "Flights of fancy: Corporate jets, CEO perquisites, and inferior shareholder returns", *Journal of Financial Economics*, 80, pp. 211-242.
- Ziebart, D., and S. Reiter, 1992, "Bond Ratings, Bond Yields and Financial Information", *Contemporary Accounting Research*, 9(Fall), pp. 252-282
- Zucca, L., and D. Campbell, 1992, "A Closer look at Discretionary Write-downs of Impaired Assets", *Accounting Horizons*, September, pp. 30-41

<표 1> 변수의 정의

변수명	변수의 정의	비고
종속변수		
<i>IMPAIR_LA</i>	손상차손수준 = 손상차손합계액 / 총자산 손상차손합계액(광의의 손상차손)= 자산재평가손실, 재고 손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액(파생상품이나 금융자산평가손실은 제외)	총자산은 t-1기 말 기준
<i>IMPAIR_L</i>	손상차손인식여부, 손상차손이 존재하면 1, 그렇지 않으면 0	Dummy Variable
설명변수		
<i>ASSET</i>	자산총계의 로그값	t-1기말 기준
<i>CASH_HOLDING</i>	(현금+현금등가물)/총자산	t-1기말 기준
<i>LEVERAGE</i>	부채총계/총자산	t-1기말 기준
<i>AR</i>	매출채권/총자산	t-1기말 기준
<i>INTANGIBLE</i>	무형자산/총자산	t-1기말 기준
ROA	총자산이익률 t-1기 당기순이익 / t-2기말 총자산	
<i>SALES_GROWTH</i>	[t-1기 매출액/ t-2기 매출액] - 1	
<i>DV_B</i>	연간 일간수익률 변동성 (연간 표준편차)	t-1기 기준
기타 통제변수		
<i>CHNGROA</i>	ROAt - ROAt-1	
<i>NE</i>	t-1기에 당기순이익이 적자이면 1, 아니면 0	Dummy Variable
<i>CEOTURN</i>	t기에 최고경영자가 (단 1인이라도) 변동되면 1, 아니면 0	Dummy Variable
<i>CHABOL</i>	공정거래위원회 지정 상호출자제한기업집단 소속기업이면 1, 아니면 0	Dummy Variable
<i>OWN</i>	소유집중도, t-1기말 기준 최대주주지분율(상속및증여세법 시행령 제12조의2에 따른 특수관계인 포함)	

<표 1> 변수의 정의 (계속)

변수명	변수의 정의	비고
신용등급 관련 변수		
신용등급 수준		
<i>RATING_VALID</i> <i>CP_VALID</i>	신용등급 수준: AAA에 20, AA+에 19를 부여하고 이하의 등급에 대해서 노치(notch)를 반영하여 순차적으로 1의 차이를 두었으며, 단기신용등급은 장기신용등급과의 매칭(matching)을 통하여 더미변수로 부여, CC등급 이하는 제외	국내 신용평가 4사(한국기업평가, 한국신용평가, NICE신용평가, 서울신용평가정보)의 t-1년 말 기준 신용등급 활용
신용등급 전망 (Rating Outlook)		
<i>NON_STABLE</i>	t-1기말기준 회사채신용등급의 등급전망(Outlook)이 안정적(Stable)이 아닌 경우, 즉, 긍정적(Positive), 부정적(Negative), 유동적(Evolving 또는 Developing)일 경우 1, 안정적일 경우 0	Dummy Variable
<i>BR_OP</i>	t-1기말기준 회사채신용등급의 등급전망(Outlook)이 긍정적(Positive)일 경우 1, 아니면 0	Dummy Variable
<i>BR_OP</i>	t-1기말기준 회사채신용등급의 등급전망(Outlook)이 부정적(Negative)일 경우 1, 아니면 0	Dummy Variable
광역신용등급 여부		
<i>BR_BROAD</i>	t-1기말기준 장기신용등급의 심볼에 (+) 또는 (-)가 부여된 경우 1, 아니면 0	Dummy Variable
등급차이 Rating Split		
<i>CP_SPLIT</i>	t-1기말기준 신용평가사간 기업어음 신용등급이 단 1개사라도 차이가 발생할 경우 1, 아니면 0	Dummy Variable
<i>BR_SPLIT</i>	t-1기말기준 신용평가사간 장기등급(회사채 및 ICR)에서 단 1개사라도 차이가 발생할 경우 1, 아니면 0	Dummy Variable
기업 보유 신용등급 수 (모니터링 평가기관의 수)		
<i>CP_NO</i>	t-1기말기준 기업어음 신용등급을 공시중인(표본기업의 단기 신용도를 모니터링중인) 신용평가사수	
<i>BR_NO</i>	t-1기말기준 장기신용등급을 공시중인(표본기업의 장기 신용도를 모니터링중인) 신용평가사수	

<표 2> 연도별 표본의 구성(단위: 기업수)

연도	대기업	중소기업	합계
2000	581	374	955
2001	662	443	1,105
2002	738	522	1,260
2003	803	573	1,376
2004	831	588	1,419
2005	861	578	1,439
2006	898	610	1,508
2007	920	634	1,554
2008	926	654	1,580
2009	898	637	1,535
2010	881	663	1,544
2011	866	684	1,550
2012	844	702	1,546
2013	720	836	1,556
2014	716	853	1,569
합계	12,145	9,351	21,496

<표 3> 기술통계량

Panel A: 총 표본기업 수, 손상차손 인식, 신용등급 관련 통계

연도	표본수			손상차손 인식		단기등급		장기등급			CEO 교체 기업
	대기업	중소기업	합계	업체수	인식비율	보유	Split	보유	Outlook	Split	
2000	581	374	955	329	34.50%	229	40	266		64	154
2001	662	443	1,105	466	42.20%	193	24	263		49	216
2002	738	522	1,260	580	46.00%	176	14	274		40	298
2003	803	573	1,376	660	48.00%	164	12	211	18	34	356
2004	831	588	1,419	232	16.30%	150	19	170	31	22	275
2005	861	578	1,439	169	11.70%	156	6	181	22	19	397
2006	898	610	1,508	150	9.90%	151	6	181	20	17	422
2007	920	634	1,554	494	31.80%	142	2	170	21	18	448
2008	926	654	1,580	595	37.70%	144	3	204	17	22	490
2009	898	637	1,535	533	34.70%	137	3	193	28	16	420
2010	881	663	1,544	634	41.10%	128	5	190	19	16	356
2011	866	684	1,550	685	44.20%	134	1	190	18	10	326
2012	844	702	1,546	759	49.10%	118	1	193	26	8	330
2013	720	836	1,556	830	53.30%	117	0	209	11	8	360
2014	716	853	1,569	797	50.80%	105	3	208	23	11	373
합계	12,145	9,351	21,496	7,913	36.80%	2,244	139	3,103	254	354	5221

주: 장기신용등급에 대한 등급전망제도는 2003년부터 도입되었음.

Panel B: 손상차손 인식기업별 신용등급 관련 통계

연도	손상차손 기업수	등급보유기업수								무등급 기업수	구성비	
		AA 이상	A	BBB	BB	B 이하	투자	투기	소계		등급보유	무등급
2000	329	4	26	31	32	8	61	40	101	228	30.7%	69.3%
2001	466	8	17	47	39	3	72	42	114	352	24.5%	75.5%
2002	580	10	23	36	59	8	69	67	136	444	23.4%	76.6%
2003	660	13	21	22	35	11	56	46	102	558	15.5%	84.5%
2004	232	2	3	7	10	7	12	17	29	203	12.5%	87.5%
2005	169	2	5	13	4	3	20	7	27	142	16.0%	84.0%
2006	150	1	4	13	3	1	18	4	22	128	14.7%	85.3%
2007	494	11	20	21	6	12	52	18	70	424	14.2%	85.8%
2008	595	14	31	26	14	37	71	51	122	473	20.5%	79.5%
2009	533	17	30	19	11	29	66	40	106	427	19.9%	80.1%
2010	634	22	34	19	11	27	75	38	113	521	17.8%	82.2%
2011	685	27	41	26	17	17	94	34	128	557	18.7%	81.3%
2012	759	32	52	28	19	13	112	32	144	615	19.0%	81.0%
2013	830	45	53	26	29	6	124	35	159	671	19.2%	80.8%
2014	797	41	47	27	20	19	115	39	154	643	19.3%	80.7%
합계	7913	249	407	361	309	201	1017	510	1527	6386	19.3%	80.7%

Panel C: 손상차손 수준 및 통제변수

		전체표본					2007년 이후				
		표본수	평균값	25%	중앙값	75%	표본수	평균값	25%	중앙값	75%
손상차손 수준	<i>IMPAIR_LA</i>	21,496	0.792	0.000	0.000	0.155	12,434	1.062	0.000	0.000	0.263
손상차손 인식 여부	<i>IMPAIR_L</i>	21,496	0.368	0.000	0.000	1.000	12,434	0.428	0.000	0.000	1.000
통제변수	<i>ASSET</i>	21,496	11.579	10.591	11.329	12.270	12,434	11.753	10.814	11.474	12.392
	<i>CASH_HOLDING</i>	21,495	0.069	0.015	0.043	0.094	12,434	0.072	0.017	0.046	0.099
	<i>LEVERAGE</i>	21,068	0.442	0.281	0.440	0.587	12,258	0.423	0.262	0.419	0.567
	<i>INTANGIBLE</i>	21,496	0.028	0.001	0.006	0.027	12,434	0.031	0.002	0.009	0.032
	<i>ROA</i>	21,068	0.010	-0.014	0.033	0.082	12,207	0.009	-0.017	0.032	0.079
	<i>SALES_GROWTH</i>	21,068	-0.111	-0.216	-0.069	0.057	12,179	-0.103	-0.205	-0.066	0.060
	<i>DV_B</i>	20,669	3.743	2.617	3.517	4.649	12,076	3.444	2.424	3.218	4.233

<표 4> 회귀분석: 기본모형

Panel A: 손상차손 수준에 대한 고정효과모형

아래의 표는 손상차손수준을 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별이익률표준편차의 통제변수와 기타 설명변수를 활용하여 고정효과모형을 추정한 결과이다. 괄호 안은 t-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	기본모형			Big Bath			지배구조		Big Bath+
	전체	대기업	중소기업	이익변화	t-1기 적자	t기 경영자 교체	재벌기업	대주주 소유집중도	소유집중도
<i>ASSET</i>	0.1178 (1.28)	0.2709*** (3.15)	-0.0772 (-0.42)	-0.0198 (-0.23)	0.1077 (1.16)	0.1031 (1.10)	0.1281 (1.37)	0.0766 (0.82)	0.0635 (0.67)
<i>CASH_HOLDING</i>	-0.0832 (-0.07)	0.0555 (0.03)	-0.2943 (-0.22)	0.6466 (1.05)	-0.0573 (-0.05)	-0.1476 (-0.13)	-0.0736 (-0.06)	-0.2284 (-0.19)	-0.2885 (-0.25)
<i>LEVERAGE</i>	-1.7293*** (-3.92)	-1.5357** (-2.51)	-1.6905*** (-2.63)	-0.5905** (-2.15)	-1.8380*** (-4.09)	-1.6885*** (-3.84)	-1.7493*** (-3.97)	-1.8018*** (-4.05)	-1.7602*** (-3.96)
<i>INTANGIBLE</i>	11.6947*** (5.13)	15.2186*** (4.35)	7.1299*** (2.65)	10.7741*** (5.18)	11.7144*** (5.13)	11.6954*** (5.12)	11.7100*** (5.14)	11.6568*** (5.10)	11.6601*** (5.10)
<i>ROA</i>	-2.6691*** (-3.60)	-2.2909*** (-3.23)	-2.8100** (-2.09)	-6.6111*** (-10.02)	-1.8008** (-2.26)	-2.3559*** (-3.29)	-2.6777*** (-3.61)	-2.4109*** (-3.22)	-2.1069*** (-2.92)
<i>SALES_GROWTH</i>	0.1532 (1.03)	0.2059 (1.25)	0.0566 (0.21)	-0.0815 (-0.77)	0.1112 (0.75)	0.1357 (0.91)	0.1546 (1.04)	0.1475 (0.99)	0.1300 (0.87)
<i>DV_B</i>	0.2011*** (4.61)	0.2302*** (5.34)	0.1755** (2.22)	0.0191 (0.86)	0.1993*** (4.59)	0.1918*** (4.53)	0.1995*** (4.57)	0.1937*** (4.40)	0.1845*** (4.31)
<i>CHNG_ROA</i>				-6.4297*** (-9.48)					
<i>NE</i>					0.4573*** (3.02)				
<i>CEO_TURN</i>						0.7387*** (4.80)			0.7321*** (4.75)
<i>CHABOL</i>							-0.3785** (-2.54)		
<i>OWN</i>								-0.0189*** (-3.13)	-0.0183*** (-3.05)
<i>Constant</i>	-0.8578 (-0.82)	-3.0982*** (-2.93)	1.5888 (0.85)	0.6861 (0.68)	-0.8253 (-0.79)	-0.8511 (-0.82)	-0.9165 (-0.87)	0.4396 (0.39)	0.4092 (0.36)
표본수	19603	11211	8392	19437	19603	19603	19603	19562	19562
그룹수	2113	1231	1225	2107	2113	2113	2113	2111	2111
R ²	0.0322	0.0389	0.0260	0.1300	0.0337	0.0368	0.0325	0.0329	0.0374
F 값	10.68	11.38	4.09	24.40	11.27	12.52	10.25	10.32	12.00

Panel B: 손상차손 인식여부에 대한 고정효과 다변량 로지스틱모형

아래의 표는 손상차손인식여부를 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 기타 설명변수를 활용하여 고정효과 다변량 로지스틱회귀모형을 추정한 결과이다. 괄호 안은 Z-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	기본모형	Big Bath			지배구조		Big Bath+ 소유집중도
		이익변화	t-1기 적자	t기 경영자 교체	재벌기업	대주주 소유집중도	
<i>ASSET</i>	0.9299*** (21.53)	0.8868*** (20.01)	0.9254*** (21.42)	0.9277*** (21.47)	0.9419*** (21.70)	0.9142*** (21.06)	0.9122*** (21.00)
<i>CASH_HOLDING</i>	0.2289 (0.77)	0.4680 (1.52)	0.2419 (0.81)	0.2150 (0.72)	0.2372 (0.79)	0.1663 (0.55)	0.1533 (0.51)
<i>LEVERAGE</i>	0.2731* (1.77)	0.5238*** (3.27)	0.2329 (1.50)	0.2821* (1.82)	0.2501 (1.62)	0.2408 (1.55)	0.2503 (1.61)
<i>INTANGIBLE</i>	3.2049*** (6.65)	2.8518*** (5.82)	3.2081*** (6.67)	3.2055*** (6.64)	3.2292*** (6.70)	3.1849*** (6.60)	3.1871*** (6.59)
<i>ROA</i>	-1.4625*** (-8.55)	-2.8268*** (-13.43)	-1.1470*** (-5.63)	-1.3761*** (-8.00)	-1.4759*** (-8.62)	-1.3598*** (-7.83)	-1.2766*** (-7.31)
<i>SALES_GROWTH</i>	0.0821 (1.46)	0.0231 (0.40)	0.0658 (1.16)	0.0780 (1.38)	0.0838 (1.49)	0.0776 (1.38)	0.0734 (1.30)
<i>DV_B</i>	0.0548*** (3.22)	0.0169 (0.96)	0.0542*** (3.18)	0.0516*** (3.02)	0.0532*** (3.12)	0.0502*** (2.93)	0.0470*** (2.74)
<i>CHNG_ROA</i>		-1.9180*** (-11.84)					
<i>NE</i>			0.1653*** (2.82)				
<i>CEO_TURN</i>				0.2028*** (4.61)			0.1993*** (4.53)
<i>CHABOL</i>					-0.3593*** (-2.96)		
<i>OWN</i>						-0.0077*** (-4.13)	-0.0076*** (-4.06)
표본수	17147	16958	17147	17147	17147	17111	17111
그룹수	1643	1626	1643	1643	1643	1641	1641
LR χ^2 statistic	709.53	865.96	717.48	730.77	718.30	723.27	743.75

<표 5> 회귀분석: 신용등급수준 모형

Panel A: 손상차손 수준에 대한 고정효과모형

아래의 표는 손상차손 수준을 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 신용등급 수준을 추가 활용하여 고정효과회귀분석모형을 추정한 결과이다. 모형4부터 모형6까지는 CP등 신용도 수준과 CEO교체 더미(Dummy)와의 교차항을 통제변수로 회귀식에 포함하여 모형을 추정한 것이다. 손상차손은 자산재평가손실, 재고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액을 의미하는 광의의 손상차손과 유무형자산손상차손만을 반영한 협의의 손상차손으로 구분하여 종속변수에 반영하였다. 부채수용력은 Lemmon and Zender(2010)에 따라 공모부채시장(public debt market) 접근능력(부채수용력) 수준을 추정하여 수용력에 따라 총 5개의 그룹으로 분류하여 가장 높은 그룹에 5부터 가장 낮은 그룹에 1을 부여하여 모형을 추정하였다. 괄호 안은 t-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	광의의 손상차손						협의의 손상차손		
	CP 등급 (1)	전체등급 (2)	부채수용력 (3)	CEO 교체(CEO TURN)와의 교차항			CP 등급 (7)	전체등급 (8)	부채수용력 (9)
				CP 등급수준 (4)	전체등급등급 (5)	부채수용력 (6)			
ASSET	0.1080 (0.90)	0.3424** (2.34)	0.0987 (0.57)	0.1735* (1.84)	0.3651*** (2.68)	0.0936 (0.94)	0.0370 (0.43)	0.1573 (1.29)	-0.0084 (-0.08)
CASH_HOLDING	-0.1154 (-0.24)	-12.1513 (-1.36)	-0.2334 (-0.19)	0.0171 (0.04)	-12.0867 (-1.35)	-0.2544 (-0.21)	0.2285 (1.09)	-11.1942 (-1.28)	0.9168 (0.93)
LEVERAGE	0.7581** (2.01)	1.3435 (0.91)	-1.8734*** (-2.84)	0.4688 (1.35)	1.2419 (0.86)	-1.8601*** (-3.97)	-0.1540 (-0.65)	1.1282 (0.86)	-1.5490*** (-3.83)
INTANGIBLE	6.9705* (1.65)	11.8186** (1.96)	12.3740*** (5.24)	6.8548 (1.62)	11.7872* (1.95)	12.3541*** (5.23)	3.4413 (1.03)	10.0060* (1.82)	12.1893*** (5.21)
ROA	-1.3675 (-1.61)	4.4238 (0.96)	-2.4938*** (-3.15)	-1.2075 (-1.46)	4.4984 (0.98)	-2.3552*** (-3.06)	-0.1508 (-0.91)	4.5466 (1.02)	-1.3559*** (-2.98)
SALES_GROWTH	0.0525 (0.58)	0.2668 (1.29)	0.1501 (0.99)	0.0497 (0.55)	0.2567 (1.24)	0.1404 (0.93)	0.0806 (1.32)	0.2092 (1.23)	0.1945* (1.69)
DV_B	0.1050** (2.39)	0.1959*** (4.44)	0.1894*** (4.51)	0.0938** (2.12)	0.1923*** (4.29)	0.1890*** (4.49)	0.0551* (1.72)	0.0757** (2.37)	0.0763** (2.35)
CP_VALID	0.0516 (1.46)						0.0190 (1.41)		
RATING_VALID		0.0250 (0.65)						0.0369 (1.38)	
DEBT_CAPACITY			0.0346 (0.26)						0.0997 (1.32)
CEOTURN×등급수준				0.0058 (1.50)	0.0125*** (2.85)	0.1156*** (3.48)			
Constant	-2.7416* (-1.89)	-5.3861*** (-2.69)	-0.6512 (-0.34)	-2.7874** (-1.99)	-5.3673*** (-2.67)	-0.5827 (-0.52)	-0.8399 (-0.77)	-2.8658 (-1.81)	0.2153 (0.18)
표본수	2184	3292	19352	2184	3292	19352	2184	3292	19352
그룹수	382	665	2108	382	665	2108	382	665	2108
R2	0.0242	0.0009	0.0310	0.0280	0.0006	0.0325	0.0131	0.0000	0.0348
F 값	4.03	3.93	9.56	3.34	4.30	10.96	2.42	1.82	9.86

Panel B: 손상차손 인식여부에 대한 고정효과 다변량 로지스틱모형

아래의 표는 손상차손 인식여부를 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 신용등급 수준을 추가로 활용하여 고정효과 다변량 로지스틱모형 모형을 추정한 결과이다. 모형4부터 모형6까지는 CP등 신용도 수준과 CEO교체 더미(Dummy)와의 교차항을 통제변수로 회귀식에 포함하여 모형을 추정한 것이다. 손상차손은 자산재평가손실, 재고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액을 의미하는 광의의 손상차손과 유무형자산손상차손만을 반영한 협의의 손상차손으로 구분하여 종속변수에 반영하였다. 부채수용력은 Lemmon and Zender(2010)에 따라 공모부채시장(public debt market) 접근능력(부채수용력) 수준을 추정하여 수용력에 따라 총 5개의 그룹으로 분류하여 가장 높은 그룹에 5부터 가장 낮은 그룹에 1을 부여하여 모형을 추정하였다. 괄호 안은 Z-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	광의의 손상차손 인식여부						협의의 손상차손 인식여부		
	CP 등급 (1)	전체등급 (2)	부채수용력 (3)	CEO 교체 (CEOTURN)와의 교차항			CP 등급 (7)	전체등급 (8)	부채수용력 (9)
				CP 등급수준 (4)	전체등급등급 (5)	부채수용력 (6)			
ASSET	0.7376*** (4.36)	1.0169*** (7.62)	1.0861*** (19.20)	0.9395*** (6.06)	0.9942*** (8.15)	0.9355*** (21.20)	1.9056*** (5.99)	2.2856*** (10.16)	1.7335*** (20.75)
CASH_HOLDING	-0.5225 (-0.35)	1.7973 (1.61)	0.2794 (0.92)	-0.1732 (-0.12)	1.7990 (1.61)	0.2266 (0.75)	2.6722 (1.12)	2.3702 (1.37)	0.3283 (0.80)
LEVERAGE	1.3640* (1.68)	1.0421* (1.89)	0.8157*** (3.82)	0.4289 (0.58)	1.0998** (2.09)	0.2269 (1.39)	-0.5000 (-0.37)	-1.1205 (-1.30)	-2.4704*** (-8.16)
INTANGIBLE	2.6399 (0.87)	0.1593 (0.11)	3.3542*** (6.76)	2.2939 (0.75)	0.1651 (0.12)	3.3148*** (6.68)	-0.1639 (-0.04)	-0.6198 (-0.29)	5.3374*** (8.82)
ROA	-4.5792*** (-3.85)	-2.2073*** (-3.40)	-1.3857*** (-7.85)	-4.1762*** (-3.55)	-2.2190*** (-3.43)	-1.3638*** (-7.70)	-6.4038 (-3.36)	-4.0226*** (-4.42)	-3.4226*** (-14.13)
SALES_GROWTH	-0.2841 (-1.08)	0.0484 (0.27)	0.0716 (1.25)	-0.2722 (-1.04)	0.0473 (0.26)	0.0789 (1.38)	0.9436** (2.07)	0.6774*** (2.60)	0.2443*** (3.26)
DV_B	0.2146*** (3.52)	0.1354*** (2.79)	0.1000*** (4.86)	0.1759*** (2.96)	0.1380*** (2.88)	0.0525*** (3.02)	0.0252 (0.24)	-0.0916 (-1.22)	-0.1731 (-5.94)***
CP_VALID	0.1462*** (2.82)						0.7194*** (6.53)		
RATING_VALID		-0.0101 (-0.32)						0.1621*** (3.21)	
DEBT_CAPACITY			-0.1646*** (-4.04)						0.2655*** (4.72)
CEOTURN×등급수준				-0.0003 (-0.04)	0.0025 (0.33)	0.0306** (2.47)			
표본수	1757	2533	16859	1757	2533	16859	1127	1788	12378
그룹수	205	347	1631	205	347	1631	112	214	1187
LR χ^2 statistic	90.9	112.0	712.9	82.7	112.0	702.6	229.9	284.3	1508.4

<표 6> 회귀분석: 신용등급의 수(모니터링 신용평가사수) 모형

Panel A: 손상차손 수준에 대한 고정효과모형

아래의 표는 손상차손 수준을 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 회사의 신용도를 모니터링하는 신용평가사수를 더미변수로 추가 반영하여 고정효과회귀분석모형을 추정한 결과이다. 손상차손은 자산재평가손실, 채고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액을 의미하는 광의의 손상차손과 유무형자산손상차손만을 반영한 협의의 손상차손으로 구분하여 종속변수에 반영하였다. 괄호 안은 t-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	광의의 손상차손				협의의 손상차손	
	CP 등급수	교차항: CP 등급수와 CEO 교체	장기등급수	교차항: 장기등급수와 CEO 교체	CP 등급수	장기등급수
<i>ASSET</i>	0.1649 (1.62)	0.1646* (1.75)	0.4287*** (3.06)	0.4276*** (3.03)	0.0663 (0.86)	0.2751** (2.57)
<i>CASH_HOLDING</i>	0.0636 (0.14)	0.0789 (0.17)	-13.3217 (-1.20)	-13.2321 (-1.19)	0.2934 (-1.41)	-12.1194 (-1.12)
<i>LEVERAGE</i>	0.5087 (1.49)	0.5239 (1.53)	2.0400 (1.17)	2.0546 (1.18)	-0.2549 (-1.03)	1.5146 (0.96)
<i>INTANGIBLE</i>	6.7139 (1.58)	6.7499 (1.59)	10.4642* (1.69)	10.3520* (1.68)	3.3832 (1.01)	8.1280 (1.45)
<i>ROA</i>	-1.3125 (-1.60)	-1.2736 (-1.55)	5.0966 (0.91)	5.1521 (0.92)	-0.1139 (-0.72)	5.2361 (0.97)
<i>SALES_GROWTH</i>	0.0583 (0.63)	0.0542 (0.60)	0.1749 (0.80)	0.1632 (0.74)	0.0859 (1.32)	0.0890 (0.49)
<i>DV_B</i>	0.0848* (1.94)	0.0862** (1.96)	0.1771*** (3.92)	0.1784*** (3.94)	0.0485 (1.48)	0.0610* (1.92)
<i>CP_NO</i>	0.0545 (0.62)				-0.0249 (-0.48)	
<i>CP_NO</i> × <i>CEOTURN</i>		0.0500** (1.99)				
<i>BR_NO</i>			0.0945 (0.73)			0.0599 (0.60)
<i>BR_NO</i> × <i>CEOTURN</i>				0.0858*** (2.77)		
<i>Constant</i>	-2.7423* (-1.93)	-2.6767* (-1.92)	-6.7953*** (-2.94)	-6.6539*** (-2.86)	-0.8625 (-0.80)	-4.2921** (-2.35)
표본수	2182	2182	3004	3004	2182	3004
그룹수	382	382	607	607	382	607
R^2	0.0277	0.0304	0.0021	0.0017	0.0132	0.0011
F 값	3.48	3.33	3.48	3.65	1.11	1.26

Panel B: 손상차손 인식여부에 대한 고정효과 다변량 로지스틱모형

아래의 표는 손상차손 수준을 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 회사의 신용도를 모니터링하는 신용평가사수를 더미변수로 추가 반영하여 고정효과 다변량 로지스틱 회귀분석모형을 추정한 결과이다. 손상차손은 자산재평가손실, 재고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액을 의미하는 광의의 손상차손과 유무형자산손상차손만을 반영한 협의의 손상차손으로 구분하여 종속변수에 반영하였다. 괄호 안은 z-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	광의의 손상차손 인식여부				협의의 손상차손 인식여부	
	CP 등급수	교차항: CP 등급수와 CEO 교체	장기등급수	교차항: 장기등급수와 CEO 교체	CP 등급수	장기등급수
<i>ASSET</i>	0.9008*** (5.76)	0.9290*** (6.00)	1.1277*** (8.24)	1.1165*** (8.33)	2.7217*** (9.01)	2.5300*** (11.11)
<i>CASH_HOLDING</i>	-0.1970 (-0.13)	-0.1146 (-0.08)	1.1939 (0.98)	1.2061 (0.99)	4.2145* (1.81)	1.8797 (0.98)
<i>LEVERAGE</i>	0.4748 (0.64)	0.4806 (0.65)	1.4612** (2.51)	1.4634** (2.51)	-4.4001*** (-3.66)	-1.8860** (-2.13)
<i>INTANGIBLE</i>	2.1102 (0.68)	2.1616 (0.70)	0.5508 (0.36)	0.5220 (0.34)	-5.1725 (-1.41)	-1.7202 (-0.66)
<i>ROA</i>	- 4.0616*** (-3.47)	-4.0298*** (-3.45)	-2.0674*** (-2.87)	-2.0437*** (-2.83)	-4.9851*** (-2.76)	-3.1671*** (-3.23)
<i>SALES_GROWTH</i>	-0.2844 (-1.09)	-0.2674 (-1.02)	-0.0352 (0.18)	-0.0422 (-0.22)	0.8298* (1.93)	0.5826** (2.16)
<i>DV_B</i>	0.1739*** (2.92)	0.1740*** (2.92)	0.1405*** (2.77)	0.1406*** (2.77)	-0.1844* (-1.83)	-0.1262 (-1.59)
<i>CP_NO</i>	0.2077 (1.31)				0.3558 (1.43)	
<i>CP_NO</i> × <i>CEOTURN</i>		0.0221 (0.39)				
<i>BR_NO</i>			-0.0053 (-0.04)			0.2657 (1.38)
<i>BR_NO</i> × <i>CEOTURN</i>				0.0310 (0.68)		
표본수	1557	1753	2275	2275	1557	1570
그룹수	184	204	315	315	184	186
LR x2 statistic	241.6	80.9	112.3	112.8	241.6	239.9

<표 7> 회귀분석: 신용등급 스플릿(Rating Split) 모형

Panel A: 손상차손 수준에 대한 고정효과모형

아래의 표는 손상차손 수준을 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 신용평가사간 신용등급상의 차이(Rating Split)를 더미변수로 추가 반영하여 고정효과회귀분석모형을 추정한 결과이다. 손상차손은 자산재평가손실, 채고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액을 의미하는 광의의 손상차손과 유무형자산손상차손만을 반영한 협의의 손상차손으로 구분하여 종속변수에 반영하였다. 괄호 안은 t-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	광의의 손상차손		협의의 손상차손	
	CP Rating Split	Bond Rating Split	CP Rating Split	Bond Rating Split
<i>ASSET</i>	0.2150* (1.93)	0.4647*** (2.65)	0.0647 (0.79)	0.3370** (2.35)
<i>CASH_HOLDING</i>	-0.5350 (-1.13)	-15.3767 (-1.25)	0.2608 (1.38)	-13.7640 (-1.14)
<i>LEVERAGE</i>	0.3179 (0.85)	2.8275 (1.43)	-0.2744 (-0.97)	2.0084 (1.11)
<i>INTANGIBLE</i>	6.7327 (1.51)	12.4362 (1.50)	3.5731 (1.00)	10.2233 (1.30)
<i>ROA</i>	-1.1261 (-1.35)	6.0134 (0.94)	-0.2303 (-1.31)	6.0363 (0.97)
<i>SALES_GROWTH</i>	0.0785 (0.80)	0.1201 (0.52)	0.0882 (1.29)	0.0472 (0.25)
<i>DV_B</i>	0.0957** (1.99)	0.1402*** (2.96)	0.0575 (1.54)	0.0687* (1.79)
<i>CP_SPLIT</i>	-0.0763* (-1.81)		-0.0245 (-1.07)	
<i>BR_SPLIT</i>		-0.1338 (-0.91)		-0.1482* (-1.69)
<i>Constant</i>	-3.2527* (-1.94)	-7.4804** (-2.53)	-0.9092 (-0.72)	-5.3367** (-2.17)
표본수	1970	2693	1970	2693
그룹수	349	533	349	533
R ²	0.0229	0.0031	0.0152	0.0021
F 값	3.19	2.68	0.90	1.32

Panel B: 손상차손 인식여부에 대한 고정효과 다변량 로지스틱모형

아래의 표는 손상차손 수준을 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 신용평가사간 신용등급상의 차이 (Rating Split)를 더미변수로 추가 반영하여 고정효과 다변량 로지스틱 회귀분석모형을 추정한 결과이다. 손상차손은 자산재평가손실, 재고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액을 의미하는 광의의 손상차손과 유무형자산손상차손만을 반영한 협의의 손상차손으로 구분하여 종속변수에 반영하였다. 괄호 안은 z-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	광의의 손상차손 인식여부		협의의 손상차손 인식여부	
	CP Rating Split	Bond Rating Split	CP Rating Split	Bond Rating Split
<i>ASSET</i>	0.9933*** (5.89)	1.0662*** (7.40)	2.9142*** (9.03)	2.5807*** (11.08)
<i>CASH_HOLDING</i>	0.0422 (0.03)	1.5743 (1.21)	5.5549** (2.13)	2.0135 (1.02)
<i>LEVERAGE</i>	0.6429 (0.82)	1.3761** (2.21)	-4.6833*** (-3.63)	-2.1033** (-2.28)
<i>INTANGIBLE</i>	1.2151 (0.38)	0.8579 (0.48)	-6.5181* (-1.71)	-2.0218 (-0.72)
<i>ROA</i>	-3.8393*** (-3.04)	-2.2923*** (-2.89)	-6.2886*** (-2.99)	-3.0662*** (-2.95)
<i>SALES_GROWTH</i>	-0.1777 (-0.64)	0.0287 (0.14)	1.0248** (2.14)	0.5232* (1.83)
<i>DV_B</i>	0.1973*** (3.08)	0.1365** (2.45)	-0.0870 (-0.82)	-0.1338 (-1.60)
<i>CP_SPLIT</i>	-0.3666 (-1.51)		-1.7006*** (-2.77)	
<i>BR_SPLIT</i>		0.0004 (0.00)		-0.8908*** (-2.86)
표본수	1576	2024	1033	1463
그룹수	185	272	101	170
LR x2 statistic	75.2	93.8	177.6	236.8

<표 8> 회귀분석: 신용등급 변동가능성(등급전망, 광역신용등급) 모형

Panel A: 손상차손 수준에 대한 고정효과모형

아래의 표는 손상차손 수준을 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 신용등급의 변경가능성 관련 더미변수(등급전망이 안정적인 경우, 광역신용등급 구간)를 추가로 활용하여 고정효과회귀분석모형을 추정한 결과이다. 손상차손은 자산재평가손실, 채고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액을 의미하는 광의의 손상차손과 유무형자산손상차손만을 반영한 협의의 손상차손으로 구분하여 종속변수에 반영하였다. 괄호 안은 t-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	광역의 손상차손				협의의 손상차손			
	Non-Stable	긍정적 전망	부정적 전망	광역신용등급	Non-Stable	긍정적 전망	부정적 전망	광역신용등급
<i>ASSET</i>	0.5744*** (3.13)	0.5745*** (3.12)	0.5774*** (3.14)	0.4427*** (3.16)	0.4204*** (2.62)	0.4225*** (2.64)	0.4246*** (2.65)	0.2900*** (2.64)
<i>CASH_HOLDING</i>	-18.8792 (-1.42)	-18.8787 (-1.42)	-18.8604 (-1.42)	-13.3776 (-1.20)	-17.5269 (-1.35)	-17.5213 (-1.35)	-17.4926 (-1.35)	-12.1681 (-1.12)
<i>LEVERAGE</i>	2.7047 (1.09)	2.6802 (1.08)	2.7297 (1.11)	1.9540 (1.14)	2.2350 (0.94)	2.2042 (0.93)	2.2936 (0.98)	1.4412 (0.93)
<i>INTANGIBLE</i>	16.8454** (2.13)	16.8530** (2.13)	16.8505** (2.14)	12.0120* (1.81)	16.0353** (2.10)	16.0431** (2.09)	16.0458** (2.10)	9.2382 (1.52)
<i>ROA</i>	7.9827 (1.10)	7.9962 (1.10)	7.9665 (1.09)	5.2120 (0.93)	7.4069 (1.05)	7.4228 (1.05)	7.3706 (1.04)	5.3765 (0.98)
<i>SALES_GROWTH</i>	0.5613* (1.68)	0.5554* (1.67)	0.5618* (1.69)	0.1864 (0.84)	0.3510 (1.20)	0.3420 (1.17)	0.3551 (1.22)	0.0949 (0.51)
<i>DV_B</i>	0.2161*** (3.05)	0.2171*** (3.05)	0.2156*** (3.05)	0.1825*** (4.02)	0.1324** (2.40)	0.1339** (2.41)	0.1309** (2.39)	0.0658** (2.06)
<i>NON_STABLE</i>	-0.1496 (-0.98)				-0.2320* (-1.86)			
<i>BR_OP</i>		-0.1321 (-1.12)				-0.1355 (-1.22)		
<i>BR_ON</i>			-0.1759 (-0.45)				-0.3704 (-1.13)	
<i>BR_BROAD</i>				-0.1023 (-0.80)				-0.0550 (-0.62)
<i>Constant</i>	-8.8066*** (-3.01)	-8.8067*** (-3.02)	-8.8685*** (-3.02)	-6.7111 (-2.94)	-6.5314** (-2.52)	-6.5658** (-2.54)	-6.6255** (-2.55)	-4.3250** (-2.37)
표본수	2312	2312	2312	2994	2312	2312	2312	2994
그룹수	525	525	525	607	525	525	525	607
R2	0.0026	0.0025	0.0026	0.0013	0.0001	0.0001	0.0001	0.0006
F 값	3.04	3.01	3.04	3.57	2.18	2.14	2.22	1.35

Panel B: 손상차손 인식여부에 대한 고정효과 다변량 로지스틱모형

아래의 표는 손상차손 수준을 종속변수로 설정하고, 자산, 현금보유비율, 레버리지, 무형자산비율, 총자산이익률, 매출액성장률, 일별수익률표준편차의 통제변수와 신용등급의 변경가능성 관련 더미변수(등급전망이 안정적이 아닌 경우, 광역신용등급 구간)를 추가로 활용하여 고정효과 다변량 로지스틱회귀분석모형을 추정한 결과이다. 손상차손은 자산재평가손실, 재고손상차손/감모손실, 유/무형자산손상차손, 투자자산평가손실/손상차손, 매각예정자산손상차손, 관계기업손상차손 등의 합계액을 의미하는 광의의 손상차손과 유무형자산손상차손만을 반영한 협의의 손상차손으로 구분하여 종속변수에 반영하였다. 괄호 안은 Z-통계량을 표시한 것이며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

	광의의 손상차손 인식여부				협의의 손상차손 인식여부			
	NON-STABLE	긍정적 전망 (POSITIVE)	부정적 전망 (NEGATIVE)	광역신용등급	NON-STABLE	긍정적 전망 (POSITIVE)	부정적 전망 (NEGATIVE)	광역신용등급
<i>ASSET</i>	1.6502*** (9.34)	1.6472*** (9.33)	1.6495*** (9.34)	1.1161*** (8.33)	2.8987*** (10.96)	2.9051*** (10.98)	2.8909*** (10.93)	2.6590*** (11.66)
<i>CASH_HOLDING</i>	1.2419 (0.83)	1.2659 (0.85)	1.3064 (0.88)	1.3180 (0.83)	1.6185 (0.83)	1.6691 (0.85)	1.7790 (0.91)	1.9291 (1.00)
<i>LEVERAGE</i>	1.5481** (2.19)	1.4715** (2.09)	1.5562** (2.19)	1.3906** (2.38)	-1.7543* (-1.82)	-1.9354** (-2.01)	-1.7431* (-1.81)	-1.9335** (-2.18)
<i>INTANGIBLE</i>	-0.3297 (-0.18)	-0.3040 (-0.16)	-0.3294 (-0.18)	1.7989 (0.99)	0.4714 (0.20)	0.5326 (0.23)	0.5260 (0.23)	-1.7836 (-0.67)
<i>ROA</i>	-2.1688** (-2.49)	-2.1585** (-2.49)	-2.1924** (-2.52)	-2.0613*** (-2.82)	-3.5171*** (-3.18)	-3.5594*** (-3.23)	-3.6045*** (-3.28)	-2.8746*** (-2.90)
<i>SALES_GROWTH</i>	0.2162 (0.93)	0.2037 (0.88)	0.2117 (0.91)	-0.0295 (-0.15)	0.6456** (2.05)	0.6011* (1.93)	0.6146* (1.97)	0.5767** (2.12)
<i>DV_B</i>	0.1728** (2.47)	0.1776** (2.54)	0.1723** (2.46)	0.1429*** (2.81)	0.2791*** (3.07)	0.2890*** (3.18)	0.2845*** (3.12)	-0.1239 (-1.55)
<i>NON_STABLE</i>	-0.2828 (-1.45)				-0.4709* (-1.92)			
<i>BR_OP</i>		-0.3612 (-1.47)				-0.6099* (-1.97)		
<i>BR_ON</i>			-0.1906 (-0.60)				-0.2615 (-0.66)	
<i>BR_BROAD</i>				0.0292 (0.25)				-0.1076 (-0.62)
표본수	1747	1747	1747	2264	1371	1371	1371	1557
그룹수	261	261	261	314	193	193	193	184
LR χ^2 statistic	140.5	140.5	138.7	111.2	205.9	206.2	202.5	241.6

**Effects of Credit Rating on Asset Write-Off:
Device for Screening and Monitoring Management**

Byung-Uk Chong[†], In-Deok Hwang^{*}

ABSTRACT

Type and activity of management are the main factors of effective operation and termination of business projects of a firm, leading to key determinants firm value. Since the type and activity of management are asymmetric information, a firm needs to design mechanism for screening and monitoring the management. Management entrenchment can restrain effective and timely termination of unprofitable business operations. This paper examines whether credit rating plays a role as an internal control device to facilitate expedite asset write-off while constraining management entrenchment and private benefit acquired from inefficient maintaining of unprofitable business operations. This paper shows clear evidence that credit rating controls management entrenchment for private benefits and expands voluntary asset write-off indicating effective termination of unprofitable business operations. In turn, this evidence provides implication that credit rating provides a mechanism controlling the management's discretionary decision making and accounting reports for boosting up income number.

Keywords: Credit Rating, Asset Write-Off, Discontinued Operations, Management Entrenchment, Management Replacement

JEL Classification: G3, D82, M4

[†]Corresponding author, College of Business Administration, University of Seoul, Tel: 82-2-6490-2250, E-mail: chongbu@uos.ac.kr

^{*}First author, Korea Ratings, Tel: 82-2-368-5548, E-mail: idhwang@korearatings.com