

제약업의 접대비 지출이 신용평가에 미치는 영향

김 문 태*

< 국문초록 >

본 연구는 제약산업의 접대비 지출이 신용평점에 미치는 영향을 검증하였다. 2004년부터 2012년까지(2013년 t+1기 신용평가 지수에 포함) 거래소에 상장된 기업자료를 입수하여, 신용평점에 미치는 영향을 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 제약기업의 신용평점이 타 산업에 비하여 상대적으로 낮게 나타났다. 이는 전문신용평가 기관이 타 산업에 비하여 제약기업을 호의적으로 평가하지 않는다는 것을 의미한다.

둘째, 제약기업의 접대비 지출 비중이 타 산업에 비하여 매우 유의하게 높게 나타났다.

셋째, 제약기업의 접대비는 신용평점에 매우 강한 음(-)의 설명관계로 나타났다. 이는 제약기업에서의 사적소비 수준이 여타 산업보다 훨씬 부정적으로 신용평가에 반영된다는 것을 의미한다.

본 연구의 결과는 제약기업의 적극적 투자활동에 대한 기대와 과도하고 음성적인 접대비성 경비의 지출에 대한 인식이 신용평가에 반영될 수 있다는 점을 시사한다.

주제어 : 제약산업, 신용평가, 접대비

* 조선대학교 경영학부 교수(제1저자), kmt@chosun.ac.kr

I. 서론

전문 신용평가기관은 제약산업¹⁾에 별도의 기준을 적용하여 신용등급 및 신용평점을 부여하고 있다. 제약업이 사업내용, 사업전략과 수익창출 구조, 국민건강과의 직접적인 연관성으로 인하여 범사회적인 관심을 받고 있다는 점에서 타 산업과 구별되는 고유한 특성이 있기 때문이다. 신용평가기관이 제약회사들을 평가함에 있어서 중요하게 반영하는 핵심요인은 제품포트폴리오, 제품개발 능력, 수익성, 재무안정성 등이다. 이때 제품포트폴리오는 기업이 보유하고 있는 제품의 결합으로 재투자를 가능하게 하는 것으로 인식되고, 수익의 흐름, 주주에게 기대되는 수익, 재무제표를 건실하게 유인하는 초과현금흐름을 유지하는데 가장 중요한 요인으로 평가받는다(고현수와 정민수 2013).

국내 제약산업은 정부의 육성정책과 민간투자 확대에 따라 외형적인 성장추세를 지속해왔음에도 불구하고, 다음과 같은 구조적인 문제점이 노출되고 있다²⁾. 첫째, 대부분의 제약기업이 현실적으로 단기간에 이윤을 창출할 수 있는 제네릭의약품(generic medicine)³⁾ 위주의 내수중심 경영에 치중하고 있는 실정이다. 이는 제약기업이 전반적으로 중장기적 전략과 막대한 자금 및 시간이 소요되는 신약개발에 소홀하다는 점을 시사한다. 둘째, 시장에 대한 진입장벽이 낮아 시장규모 대비 업체의 과다경쟁에 따른 영세성을 면하지 못하고 있다. 이로 인하여 비정상적인 리베이트 관행, 광고선전비와 접대비 등 판매관리비의 과중 등 후진적인 유통구조가 고착되어 있으며, 사회적 부담을 가중시킨다는 비판을 받고 있다. 또한, 국내 제약산업은 정부의 건강보험재정 안정화 정책의 일환으로 시행한 약가규제 등으로 인하여 장기적 전망이 낙관적으로 전개되는 것만은 아니다. 따라서 제약산업의 거시적 경영환경은 시장의 인식과 기대 및 평가를 양호하게 부여받기에 상당한 부담으로 작용되고 있다.

이러한 시의적인 맥락에서, 본 연구는 제약기업의 사적소비 행태가 신용평가에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 제약회사의 생존은 영업현장에 달려있다고 해도 과언이 아니며, 영업과 관련된 접대비는 제약산업의 주된 마케팅 비용이라고 할 수 있다. 그러나 과도한 접대는 불공정 경쟁을 야기하는 것은 물론 국가경쟁력이나 기업의 경쟁력 약화의 한 원인이 되고 있다(손원익 2013). 또한 제약기업의 지속적인 접대행위는 직접적인 현금유출을 초래하여 잠재적인

1) 본 연구에서는 ‘제약(산)업’과 ‘제약기업’ ‘제약(회)사’ 등의 용어를 혼용한다. 연구대상인 제약업 전반에 걸친 기술은 ‘제약업’ 혹은 ‘제약산업’으로 표기하고, 개별 기업이 중요할 경우는 ‘제약기업’ 혹은 ‘제약(회)사’로 기술하였다. 선행연구를 인용한 경우에는 해당 연구에서 사용된 용어를 그대로 기술하였다.

2) 한국은행 기업경영분석, 한국보건산업진흥원 보고서를 참조하여 본 연구의 주제에 맞게 재기술하였다.

3) 제네릭의약품이란 일반적으로 오리지널(original)의약품을 모방하거나 복제한 것을 말한다. 제네릭의약품은 이미 개발이 완료되어 효능을 인정받은 제품을 복제하기 때문에 저비용과 단기간에 제품화가 가능하다.

투자안의 실행을 저해할 뿐만 아니라, 실무에 있어서 접대비와 유사한 다른 계정으로 처리하거나 가공 또는 위장세금계산서를 통한 비자금 등 분식회계로 악용되는 사례도 적지 않는 실정이다(이태호와 홍정화 2005: 김문태와 이광석 2013).

본 연구는 신용평가기관이 타 산업과 구분된 제약업의 경영환경 및 시장의 인식을 반영하여, 제약업종 고유의 접대비 지출에 대하여 차별된 평가를 하는지 분석한 결과를 제시할 것이다. 이는 제약산업에 기대하는 시장의 평가를 대변하는 결과로 볼 수 있으며, 제약회사가 장기적인 기업가치 향상을 위하여 기업자원의 효율적 활용을 모색해야 하는 시의적 당위성을 제공하는데 의의가 있을 것이다.

II. 선행연구의 검토와 가설의 설계

일반적으로 신용평가기관은 방대한 자료의 수집과 분석력으로 정교한 기업평가를 수행하는 것으로 인식되고 있다. Ederington and Goh(1998)는 신용평가기관이 기업성과의 직접적인 이해관계자가 아니기 때문에, 자본시장의 다른 재무분석가에 비하여 상대적으로 객관적인 기업분석을 수행한다고 보고하였다. Standard and Poor's(1986)는 신용평가기관이 왜곡된 기업평가를 한다면 시장의 외면을 받게 될 것이라고 경고하였다. 따라서 신용평가기관은 표면적인 재무비율 뿐만 보고이익의 질적 속성과 비재무적 정보까지 면밀히 분석하여 양질의 정보를 요구하는 시장의 기대에 부응할 것으로 보인다(Khurana and Raman 2003). Dillenburg et al.(2003)은 신용평가에 기업의 환경적, 윤리적, 사회적 성과나 평판도 반영되므로 기업은 이러한 평가기준에 충족하기 위하여 노력을 기울일 수 있다고 주장하였다. 국내 연구로 김문태 외(2006)는 신용평가기관이 이익조정을 경영자의 기회주의적 행위로 인식하고 이를 호의적으로 평가하지 않는다는 결과를 제시하였다. 요컨대, 신용평가에는 재무성과 뿐만 아니라 기업 전반의 경영환경을 다차원으로 평가한다는 것을 추론할 수 있다.

한편, 다수의 국내 선행연구에서 접대비가 기업가치에 음(-)의 설명관계를 가지는 것으로 보고하고 있다. 박헌준 외(2004)는 접대비와 기밀비가 주주 부(富)의 극대화를 위한 기업의 미래 성장을 위한 투자성 지출이 아닌 경영자가 자신의 사적 이해를 극대화하기 위해 자의적인 선택에 따라 결정되는 비용이라고 주장하였다. 김성환과 김미나(2005)는 기업부실 가능성이 높을수록 생존을 위한 접대비 지출을 늘리는 것을 알 수 있으며, 부실가능성이 높은 기업의 접대비 지출에 대한 통제를 강화할 필요가 있음을 지적하였다.

국내 제약회사의 접대비 지출과 기업가치에 대한 연구도 수행되었다. 최수미(2003)는 접대비 비중이 큰 기업이 매출액영업이익률과 순이익률 모두 음수(-)를 나타내고 있으며, 접대비 비중이 가장 낮은 집단의 매출액 영업이익률과 순이익률이 가장 높다는 상반된 결과를 제시함으로써 접대비가 기업성과와 반대되는 결과를 제시하였다. 산업별로 화학제품 제조업의 경우 매출 대비 접대비 비중이 0.55%로 가장 높은 것으로 보고하였으며, 이는 의료 및 제약산업이 화학

제품군에 속하기 때문인 것으로 풀이하였다. 김문태와 이광석(2013)은 제약회사의 접대비가 경제적 부가가치(EVA)에 유의한 음(-)의 설명관계를 보인다고 보고하여, 접대비가 장기적인 기업 가치를 훼손시킬 수 있음을 지적하였다. 손원익(2013)은 2006년부터 2011년까지 최근 5년간 접대비 지출액 및 한도초과율에 해당되는 기업 및 업종을 분석한 결과, 상위 10대 기업 가운데 6곳이 제약사인 것으로 보고하였다. 이는 제약기업 접대비의 상당 부분이 호화 유흥업소로 유입되고 있어 공정거래를 막고, 사회의 도덕수준을 낮추는 등 막대한 사회적 비용도 유발할 수 있다고 우려하였다.

신용평가기관은 제약기업의 음성적 리베이트를 비롯한 비합법적인 영업행태에 대한 사회적 비판을 반영하여, 제약기업의 접대비 지출에 대하여 타 산업보다 차별적이고 부정적인 인식이 강할 수 있다.

이러한 맥락에서 본 연구는 제약기업의 접대비가 신용평가에 미치는 차별적 영향을 분석하고자 다음과 같은 가설을 설정한다.

<연구가설> 제약기업의 접대비 지출은 타 산업에 비하여 신용평가에 상대적으로 부정적인 영향을 미칠 것이다.

Ⅲ. 연구모형의 설계

3.1 가설검증모형의 설계

$$SCORE = \alpha_0 + \alpha_1 MEDI + \alpha_2 ENT + \alpha_3 (MEDI \times ENT) + \alpha_4 ROA + \alpha_5 SIZE + \alpha_6 DEBT + \alpha_7 BLOK + \alpha_8 FOR + \alpha_9 LONG + \alpha_{10} BIG + \epsilon$$

<변수의 정의>

1) 종속변수

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

2) 주설명변수

MEDI(medical or pharmaceutical industry): 제약기업이면 1, 그렇지 않으면 0,

ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,

3) 통제변수

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산, SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),

DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산, BLOK: 대주주지분율, FOR: 외국인지분율,

LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*종속변수는 임의기업 i의 t시점이며, 독립변수는 t-1시점, 편의상 아래첨자는 생략함.

가설을 검증하기 위한 기본 모형은 신용평가 지수를 종속변수로 설계하고, 대리비용 변수를 주 설명변수로 하며, 주요한 통제변수를 추가하여 다중회귀분석모형을 설계한다.

종속변수인 SCORE는 NICE평가정보(주)에서 제공하는 신용평점이며, 이는 재무건전성 및 기업부실 여부를 판단하는데 유용한 지표로 사용되고 있다(이성호 1997)⁴⁾. 신용평점은 산출이 용이하고 해석이 분명한 재무 및 비재무지표를 고려하여, 주요 비율(안정성, 유동성, 수익성, 성장성, 활동성, 기업규모, 업력 등)의 상대적 순위에 의하여 점수가 부여되는데, 80점 이상 우량, 70점 이상~80점 미만 양호, 55점 이상~70점 미만 보통, 45점 이상~55점 미만 열위, 45점 미만을 불량으로 평가한다. 한편, SCORE는 사전적 기업 상황에 대하여 사후적으로 부여된다고 가정하기 때문에(Ederington and Yawitz 1986; Shi 2003; 김문태와 김영환 2007), 직전 연도(t-1)의 사업보고서에 대한 인증절차가 완료된 t시점에서 평가받은 신용평점으로 정의하였다. 이는 동일기간 쌍방향(bidirection) 인과관계에 의한 내생성 문제(endogeneity)를 해소하는 설계로도 볼 수 있다(김문태와 김영환 2007).

ENT는 접대비와 복리후생비의 합계를 매출액으로 나눈 값으로 측정한 경영자의 사적소비수준이다(김문태와 박길영 2009; 배현정 외 2010)⁵⁾. 복리후생비를 추가한 이유는 접대비 손금산입 한도규정 강화에 따라 경영자의 사적 지출이 접대비에서 복리후생비로 이전되는 것을 반영하기 위해서이다(오기수 2002). 과도한 접대비 및 소비성 지출은 시장의 부정적 인식이 반영되어 신용평가 또한 부정적으로 부여될 것이라고 여겨지므로, ENT는 종속변수 SCORE에 음(-)의 설명관계로 나타날 것이다. 그러나 본 연구의 가설2를 검증하는 주변수는 $MEDI \times ENT$ 로써, 이는 오로지 제약기업의 접대비 지출 수준이 신용평점에 반영되는 설명력을 나타낼 것이며, 가설 설정의 논거에 의하여 음(-)의 부호를 예상한다.

종속변수에 직·간접으로 영향을 미칠 수 있는 변수를 통제변수로 포함하여 누락변수로 인한 오차를 줄이고 통계적 추론에 정확성을 기하고자 한다. 총자본(산)이익률(ROA)은 영업성과의 통제변수로서 총자본에 대한 수익성이 높을수록 SCORE에 매우 유의한 양(+)의 설명력을 보일 것이다. 기업규모(SIZE)는 계속기업의 잠재적 역량을 나타내며, 또 대규모 기업의 경우 상호지급 보증효과를 통하여 더 안정적인 등급을 얻을 수 있으므로, SCORE에 양(+)의 설명력을 가지는 통제변수라 할 수 있다(김문태 외 2006). 부채비율(DEBT)은 총부채를 총자산으로 나눈 값이다. 이는 기업이 조달한 총자본 중에서 타인자본에 의존하는 정도와 장기채무에 대한 원금과 이자를 상환할 수 있는 능력의 측정치이다. 부채비율이 높다는 것은 재무위험(기업부실 및 신용평점 지수)이 높다는 것을 의미하므로 종속변수 SCORE에 음(-)의 부호가 예상된다. FOR는

4) 본 연구는 신용등급에 대한 자산효율성과 사적소비 행태도 추가분석으로 제시하였다. 본 연구에서 신용등급보다 신용평점을 실증분석의 주변수로 사용한 까닭은 2000년 이후 대부분의 신용등급이 ‘투자등급(BBB이상)’으로 분류되어 등급 간 차별성을 확보하기 어렵고, 무보증사채를 발행하지 않는 기업 다수 표본이 배제되기 때문이다.

5) 경영자의 사적소비에 기밀비를 추가해야 할 논리는 충분하지만, 본 연구의 표본선정 기간에 기밀비는 재무제표의 계정과목에서 삭제되었기 때문에 이를 활용할 수 없었다. 기밀비와 유사한 맥락에서, 제약회사의 비정상적 리베이트용 지출은 대부분 음성적으로 거래되기 때문에 회계처리에 계상되지 않는다. 박성민(2010)은 제약산업의 리베이트는 대리인 문제가 발생하는 영역이라고 언급하였다.

외국인의 지분참여가 강할수록 재무건전성이 양호하다는 것으로 가정되기 때문에 이를 통제하는 변수이다(김문태와 김영환 2007). LONG는 월 단위로 측정한 상장기간으로, 상장기간이 길수록 자본조달과 이를 시장에 인식시킬 영업성과의 지속성 정도가 있을 것이므로, 양(+)의 부호로 예측한다. 마지막으로, BIG은 감사인 규모(Big5)가 클 때 회계정보의 신뢰성이 보증될 것으로 기대된다면 신용등급에 양(+)의 부호가 기대된다(위준복과 김문태 2006)⁶⁾.

모형의 도출과정에서 필요한 경우 몇몇 변수는 총자산으로 표준화(deflate)하여 등분산성을 기하고 규모효과를 제거하였다.

3.4 표본의 구성

< 표 1 > 표본의 업종-연도별 분포

산업/연도	04	05	06	07	08	09	10	11	12	합계
의료용 물질 및 의약품	14	16	19	21	23	23	24	25	30	195
화학물질 및 화학제품	37	38	38	44	41	38	44	51	49	380
1차 금속 제조업	31	33	31	36	36	36	36	38	39	316
자동차 및 트레일러	20	24	25	28	24	24	23	26	27	221
전자부품 등	19	21	21	19	23	23	26	28	25	205
식료품 제조업	15	17	21	21	23	26	26	26	28	203
기타 기계 및 장비	14	19	19	24	23	22	24	29	28	202
펄프, 종이 및 종이제품	9	14	18	17	18	16	19	20	20	151
비금속 광물제품 제조업	13	15	13	15	14	17	16	17	17	137
도매 및 상품중개업	9	11	15	15	18	16	18	13	14	129
고무제품 및 플라스틱	12	14	15	14	13	11	14	14	12	119
전문서비스업	19	16	13	12	10	8	8	7	7	100
전기장비 제조업	11	10	10	12	10	10	10	11	12	96
종합 건설업	13	12	11	12	9	9	9	7	6	88
전기가스증기 등	7	7	7	7	7	8	9	9	9	70
섬유제품 제조업; 의복제외	7	6	7	8	6	6	7	7	7	61
소매업; 자동차 제외	4	6	7	7	5	5	6	6	8	54
의복모피·의복액세서리	3	4	5	7	6	7	5	9	8	54
금속가공제품 제조업	4	4	4	5	7	7	6	6	6	49
육상운송업	4	4	3	5	4	3	4	5	7	39
음료 제조업	3	4	4	3	5	5	5	4	4	37
컴퓨터 프로그래밍 등	2	3	3	4	4	5	5	4	5	35
가구 제조업	2	2	3	4	4	4	4	3	4	30
출판업	1	4	3	2	4	4	4	4	4	30
기타 30개 미만 업종	24	27	34	37	34	30	34	34	34	288
총합계	297	331	349	379	371	363	386	403	410	3,289

* FnGuide 의 중분류기준에 따라 산업을 분류하였음.

6) 본 연구는 미국의 대형 감사법인과 제휴한 국내의 대형 회계법인으로 정의한바, 삼일, 삼정, 안진, (안진), (영화), (한영) 등이다. 괄호는 대형 제휴법인의 포함여부가 시기적으로 변동된 경우이다. 본 연구는 해당 연구기간의 대형 제휴법인만을 반영하였다. 참고로 미국의 Big5(1999년 기준)는 ① Arthur Anderson ② Deloitte & Touche ③ Ernst & Young ④ KPMG ⑤ PricewaterhouseCoopers였으나, 현재는 Arthur Anderson의 청산으로 Big 4가 존재한다.

본 연구의 수행에 필요한 표본은 KIS-VALUE와 FnGuide의 Data Base를 통하여 입수하였으며, 연구대상 기간은 최근 기업특성을 반영할 수 있는 2004년부터 2012년까지 9년으로 한정하였다(2013년은 t+1기 신용평가 지수에 포함됨). 또한 1) 금융업을 제외하였으며 2) 2003년 ~ 2013년 계속 상장된 기업 3) 결산일이 12월 31일인 기업 등의 조건을 모두 만족하는 기업으로 대상을 국한하였다. 1)은 회계원칙의 적용이나 재무제표의 보고형태, 계정과목 등에서 일관성을 도모하고자 금융업을 배제하였으며, 2)와 3)은 기업의 존속기간에 규정된 회계처리의 일관성을 반영하고자 적용하였다.

각 변수는 극단치의 영향을 완화하기 위하여 평균 $\pm 3 \times$ 표준편차의 범위에서 winsorizing 하였다. 또한 총부채를 자기자산으로 나눈 부채비율이 2를 초과한 기업은 자본잠식 및 재무적 불안정성으로 인해 다른 변수에까지 편의적(biased) 영향을 미칠 수 있으므로 표본에서 제거하였다⁷⁾. <표 1>은 표본의 연도별 및 산업별 구성을 보여준다. 횡단면 자료(cross-sectional data)에 의한 전체 표본은 3,289개이며, 이 중 의약품 물질 및 의약품 제조업인 제약기업은 195개이다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

<표 12> 주요변수의 기술통계량(n=3,289)

	평균	중위수	표준 편차	최소값	최대값
SCORE	69.872	70.000	10.584	26.000	97.000
ENT	0.028	0.005	0.012	0.000	0.191
ROA	0.040	0.041	0.071	-0.781	0.362
SIZE	19.835	19.635	1.273	16.874	23.553
DEBT	0.447	0.458	0.181	0.031	1.060
BLOK	43.686	43.010	16.441	4.970	100.000
FOR	10.971	4.514	14.745	0.000	92.970
LONG	5.464	5.673	0.702	1.946	6.541
BIG	0.718	1.000	0.450	0.000	1.000

<변수의 정의>

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,

SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),

7) 외환위기 이후 정부(금융감독원, 공정거래위원회 등)는 자기자본 대비 부채비율을 200% 이내로 권고하였으며, 이러한 규제조치에 의하여 부채비율은 지속적으로 하향하였다. 정부권고 부채비율 200% 초과기업은 재무건전성이 다소 취약한 경우로 전제하고 이를 제거하였다.

DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,
 BLOK: 대주주지분율,
 FOR: 외국인지분율,
 LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,
 BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

<표 2>는 연구에 활용된 3,289개 표본의 주요변수 기술통계량을 보이고 있다. SCORE의 평균(중위수)은 69.872(70.000)로 비교적 높은 ‘보통’ 등급에 해당하였으나, 최소값과 최대값의 범위가 크고 표준편차가 큰 것을 알 수 있다. 이는 표본기업의 업종 및 개별기업 특성별로 부여받는 신용평점의 분포가 광범위하게 분산되어 있다고 볼 수 있다. ENT의 평균은 0.028로 나타났다. 최수미(2003)의 연구보고서에 의하면, 산업별로 매출액 대비 접대비 비중을 살펴보면 화학제품제조업의 경우 0.55%로 가장 높게 나타났으며, 손원익(2013)은 이중 의료·제약산업이 가장 많은 비중을 차지하는 것으로 보고하였다. 한편, 최수미(2004)는 접대비 실명제 이후 접대비가 가장 큰 폭으로 하락하였음을 보고한바, 이는 접대비가 이해관계자의 비판의 대상이 되므로 이에 대한 규제가 상대적으로 강하게 작용되었다는 것을 반증한다. 손원익(2013)에 의하면, 접대비는 2004년 시행한 접대비실명제로 인하여 2005년 접대비가 큰 폭으로 하락하였으나, 이후 꾸준한 증가세를 보인다고 보고하고 있다.

신용평점의 결정에 비중 있는 영향을 주는 변수인 ROA, SIZE, DEBT의 평균은 각각 0.040, 19.835, 0.447로 나타났다. 부채비율이 낮은 것은 표본선정 과정에서 과도한 부채비율이 있는 기업을 제거하여 생존기업편의(survivorship bias)가 반영되었기 때문이거나, 정부의 부채규제 강화에 따른 조치 결과로 풀이된다. BLOK의 평균은 43.7%로 나타나는데, 우리나라 상장기업들의 소유지분이 제대로 분산되지 않음을 짐작할 수 있고 또 표준편차의 수치가 높은 점으로 미루어 기업 간 소유구조의 편중이 심하다고 할 수 있다. FOR의 평균이 거의 11%에 육박하여 1998년 자본시장 완전개방 이후 외국인의 국내 투자가 활발히 수행되었음을 시사한다(김문태 2004). LONG는 상장일수를 자연로그로 변환 값으로 그 평균이 5.464로 이는 평균 상장 월수가 약 286개월(23.8년)에 해당된다. BIG은 표본 기업의 70% 이상이 외국계 대형회계법인과 제휴된 국내 감사법인에서 외부감사를 받는 것을 알 수 있다.

4.2 단변량분석: 상관분석과 평균차이분석

<표 3>은 주요 변수간의 피어슨 상관관계를 제시한바, 전반적으로 변수 간에 유의한 결과를 보여 주고 있다. 우선 MEDI와 SCORE는 음(-)의 상관성을 갖는 것으로 나타나 제약산업의 신용평가가 부정적으로 이루어진다는 것을 알 수 있다. MEDI와 ENT의 상관계수는 0.589로 매우 강한 상관성을 보이고 있으며, 제약기업의 업종 특성상 영업활동의 수월성을 제고하기 위하여 접대활동이 강하게 이루어진 것을 여실히 보여준다. MEDI와 SIZE는 유의한 음(-)의 상관관계

로 나타나 국내 제약업이 소수의 외국계 대형회사를 제외하고는 전반적으로 중소기업의 형태로 운영되고 있음을 시사한다. 또한 MEDI와 FOR의 상관계수를 통하여 제약기업에 대한 외국인 투자의 정도가 강하지는 않는 것으로 해석된다. SCORE와 ENT와는 강한 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 업종에 관계없이 자산효율성이 높을 때 신용평점이 호의적으로 부여되고, 접대비에 의한 특권적 소비지출이 많을 때 신용평점이 부정적으로 부여된다는 것을 암시한다.

<표 3> 상관분석표(n=3,289)

	MEDI	SCORE	ENT	ROA	SIZE	DEBT	BLOK	FOR	LONG
SCORE	-.068	1							
	.000								
ENT	.589	-.154	1						
	.000	.000							
ROA	.021	.607	-.044	1					
	.195	.000	.157						
SIZE	-.101	.078	-.150	.114	1				
	.000	.000	.000	.000					
DEBT	-.070	-.523	-.081	-.366	.181	1			
	.000	.000	.000	.000	.000				
BLOK	-.111	.083	-.094	-.069	-.079	-.077	1		
	.000	.000	.000	.032	.000	.000			
FOR	.003	.262	.023	.233	.429	-.165	-.173	1	
	.866	.000	.193	.000	.000	.000	.000		
LONG	.071	-.107	-.002	-.147	.058	-.021	-.243	.064	1
	.000	.000	.922	.001	.001	.219	.000	.000	
BIG	.009	.105	-.003	.075	.335	.032	.024	.202	-.101
	.614	.000	.883	.018	.000	.064	.178	.000	.000

<변수의 정의>

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산, SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),

DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산, BLOK: 대주주지분율, FOR: 외국인지분율,

LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*각 셀의 위는 상관계수, 아래는 유의수준을 나타냄(양측검증)

SCORE와 ROA, SIZE, DEBT, BLOK, FOR, BIG 등의 상관분석은 선행연구와 일관적인 결과로 나타났다. 즉 이익률이 양호할수록, 기업규모가 클수록, 대주주에 의한 소유집중도가 높을수록, 외국인의 지분참여가 강할수록, 대형 회계법인의 감사를 받을수록 신용평가가 긍정적으로 부여된다고 볼 수 있다. 다만, SCORE와 LONG의 상관계수는 음(-)의 방향으로 유의하게 나타나 업력이 해당 업종에 종사하는 기간이 길어질수록 신용평가가 오히려 부정적으로 부여된다는 것을 알 수 있다.

<표 4> 평균차이 분석

패널 A. 제약기업을 제외한 전체 표본

구분	MEDI(n=195)		OTHERS(n=3,094)		평균차이	t통계량	p값
	평균	표준편차	평균	표준편차			
SCORE	67.021	8.989	70.052	10.653	-3.032	-4.514	0.000
ENT	0.036	0.030	0.006	0.006	0.029	13.430	0.000
ROA	0.046	0.053	0.039	0.072	-0.007	-1.560	0.120
SIZE	19.324	0.763	19.867	1.292	-0.543	-9.150	0.000
DEBT	0.396	0.131	0.450	0.183	-0.054	-5.433	0.000
BLOK	36.432	15.861	44.143	16.372	-7.710	-6.571	0.000
FOR	11.143	13.080	10.960	14.846	0.184	0.189	0.850
LONG	5.661	0.543	5.451	0.709	0.210	5.140	0.000
BIG	0.733	0.443	0.717	0.451	0.017	0.512	0.609

패널 B. 제약기업 vs. 일반 화학제품 제조 기업

구분	MEDI(n=195)		CHMI(n=380)		평균차이	t통계량	p값
	평균	표준편차	평균	표준편차			
SCORE	67.021	8.989	70.880	10.677	-3.860	-4.567	0.000
ENT	0.036	0.030	0.005	0.005	0.030	10.765	0.000
ROA	0.046	0.053	0.039	0.046	-0.007	0.053	0.744
SIZE	19.324	0.763	19.913	1.380	-0.589	-6.590	0.000
DEBT	0.396	0.131	0.406	0.180	-0.010	-0.774	0.439
BLOK	36.432	15.861	44.180	14.610	-7.747	-5.693	0.000
FOR	11.143	13.080	10.750	12.047	0.394	0.351	0.726
LONG	5.661	0.543	5.533	0.638	0.128	2.523	0.012
BIG	0.733	0.443	0.666	0.472	0.068	1.691	0.092

<변수의 정의>

MEDI: 제약기업, OTHERS: 표본 전체(제약기업 제외), CHMI: 화학물 및 화학제품 제조기업,

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,

DA(discretionary accruals): 수정 Jones(1995) 모형으로 추정된 재량적발생액,

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산, SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),

DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산, BLOK: 대주주지분율, FOR: 외국인지분율,

LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

패널 A에서 제약기업과 전체표본에서 제약기업을 제외한 집단(OTHERS)이 대응되었으며, 패

널 B는 FnGuide 의 중분류기준에 따라 의약품이 제외된 ‘화학물질 및 화학제품제조업’을 대응하여 집단구분한 평균차이 분석 결과이다.

우선, 패널 A에서 MEDI와 OTHERS의 SCORE 평균은 각각 67.021과 70.052, t통계량이 -4.514로 1% 수준에서 매우 유의하게 제약기업의 신용평점이 더 낮은 것으로 나타났다. 또한 MEDI의 SCORE 평균은 CHMI의 신용평점 평균 70.880보다 1% 수준에서 유의적으로 더 낮은 값을 보이고 있다. 이는 신용평가기관이 타 산업에 비하여 제약기업을 비호의적으로 평가한다는 것을 의미하는바, 제약기업의 특성상 연구개발에 대한 성공부담, 현금유입(회수)의 장기성, 판매 및 영업관리비의 과도로 인한 계속기업의 지속성이 상대적으로 취약하다는 것을 간접적으로 시사한다.

MEDI와 OTHERS, CHMI의 ENT 평균은 각각 0.036, 0.006, 0.005로 유의한 큰 차이를 보이고 있으며, 제약회사의 영업비 중 접대비가 매우 큰 비중을 차지한다는 것을 알 수 있다. 손원익(2013)은 제약업계가 접대비를 많이 사용하고 있으며, 접대비 비중이 다른 산업계 평균 0.2%보다 4배 이상 높은 0.75%로 보고하였다. 특히 대기업일수록 접대비를 많이 지출하고 있다는 타 산업군과 달리, 제약산업의 접대비 비중은 업체 규모가 작을수록 높은 것으로 나타나 제약업계 전반에 접대비 지출이 만연되어 있음을 지적하였다.

SIZE의 평균차이 분석결과, 제약기업의 규모가 보다 작거나 영세하다는 것을 추론할 수 있으나, 부채비율(DEBT)은 보다 양호하다고 판단된다. BLOK과 LONG의 평균차이를 통하여, 제약기업의 소유지분이 더 분산되어 있고 업종 종사기간이 더 길다는 것을 알 수 있다.

4.3 다중회귀분석

다중회귀분석에서는 선행연구에서 신용평가와 설명관계가 있다고 여겨지는 이익률, 기업규모, 부채비율, 대주주지분율, 외국인지분율, 감사인 규모 등 여러 통제변수들을 고려한 상태에서 자산효율성(TURN), 경영자의 특권적 소비(ENT)가 신용평점(SCORE)에 미치는 영향을 분석한 결과이다⁸⁾.

전체적으로 모형의 수정 R²가 비교적 높은 수치이고 이에 대한 F값이 유의하여 모형의 타당성이 담보되며, 다중공선성도 우려할 수준은 아니었다⁹⁾.

8) 본 연구의 선형회귀계수는 표준화된 값이다. 이는 종속변수의 표준편차에 대한 독립변수의 표준편차 비율을 의미하므로, 각 독립변수 추정계수의 상대적 설명력을 비교할 수 있다. 해석 편의상 상수값은 제시하지 않았다.

9) 설명변수간의 선형관계를 나타내는 다중공선성(multicollinearity)은 분산확대지수(VIF: variance inflation factor)로 검토하였다. 일반적으로 p개의 VIF 중 가장 큰 값이 10을 넘거나 개별 설명변수의 계수가 VIF보다 클 경우 다중공선성에 심각한 문제가 있다고 판정한다. 본 연구에서 VIF가 가장 높은 값은 8.453으로 다중공선성 문제는 없다고 본다.

〈표 6〉 특권적 사적소비가 신용평점에 미치는 영향

구분	패널 A: ALL (n=3,289)			패널 B: CHMI (n=575)		
	회귀계수	t통계량	p값	회귀계수	t통계량	p값
MEDI	-0.114	-6.146	0.000	-0.220	-5.861	0.000
ENT	-0.359	-14.736	0.000	-1.056	-8.051	0.000
MEDI×ENT	-0.301	-10.241	0.000	-1.042	-7.398	0.000
ROA	0.419	30.966	0.000	0.352	12.345	0.000
SIZE	0.004	0.286	0.775	0.075	2.405	0.017
DEBT	-0.384	-27.828	0.000	-0.494	-18.003	0.000
BLOK	0.006	0.442	0.658	0.040	1.498	0.135
FOR	0.107	7.528	0.000	0.079	2.817	0.005
LONG	-0.058	-4.556	0.000	-0.126	-4.680	0.000
BIG	0.061	4.741	0.000	0.049	1.948	0.052
수정R ² (F값)	0.530 (371.3, p<0.000)			0.686 (126.3, p<0.000)		

$$\text{검증모형 } SCORE = \alpha_0 + \alpha_1 \text{MEDI} + \alpha_2 \text{ENT} + \alpha_3 (\text{MEDI} \times \text{ENT}) + \alpha_4 \text{ROA} + \alpha_5 \text{SIZE} + \alpha_6 \text{DEBT} + \alpha_7 \text{BLOK} + \alpha_8 \text{FOR} + \alpha_9 \text{LONG} + \alpha_{10} \text{BIG} + \epsilon$$

〈변수의 정의〉

SCORE: NICE평가정보(주)에서 발행한 신용평점,

MEDI(medical or pharmaceutical industry): 제약기업이면 1, 그렇지 않으면 0,

ENT(entertainment costs): (접대비+복리후생비)/매출액,

ROA(return on asset): 당기순이익/총자산,

SIZE: 기업규모 = 총자산의 자연대수(ln),

DEBT: 부채비율 = 총부채/당기총자산,

BLOK: 대주주지분율,

FOR: 외국인지분율,

LONG: 상장기간, 상장월수에 자연로그를 취한 값,

BIG: 대형감사법인의 감사를 받으면 1, 그렇지 않으면 0

*종속변수는 임의기업 i의 t시점이며, 독립변수는 t-1시점, 편의상 아래첨자는 생략함.

〈표 6〉은 접대비와 이의 대체 지출변수인 복리후생비로 측정한 경영자의 특권적 사적소비 수준이 신용평점에 반영되는 설명관계를 회귀분석한 결과이다.

패널 A와 패널 B에서 MEDI의 추정 회귀계수는 〈표 5〉의 결과와 일관되게 신용평점에 유의한 음(-)의 반응을 보였다.

ENT의 회귀계수는 패널 A와 패널 B에서 각각 -0.359, -1.056으로 추정되고 이에 대한 t통계량은 매우 유의하여, 근본적으로 접대비와 복리후생비 지출이 많을수록 신용평점이 부정적으로 부여된다는 것을 알 수 있다. 분석 초점인 $MEDI \times ENT$ 변수가 종속변수 신용평점(SCORE)에 반영되는 회귀계수는 패널 A와 패널 B에서 각각 -0.301과 -1.042로 1% 수준에서 신용평점에 매우 강한 음(-)의 설명관계로 나타났다. 이는 제약기업에서의 사적소비 수준이 여타 산업보다 훨씬 부정적으로 신용평가에 반영된다는 것을 의미하며 가설2를 지지하는 결과이다.

위 분석결과를 통하여, 본 연구는 제약산업에 대한 신용평가와 관련하여 다음과 같은 해석적 함의(implication)를 제시한다. 첫째, NICE평가정보(주)는 R&D 투자규모를 비중있게 평가한다고 언급하고 있다(김병균 2014). 이는 역으로 전문 신용평가기관이 타 산업에 비하여 제약회사의 R&D 투자에 가중적인 평가를 부여한다는 의미이며, 오히려 제약기업의 투자가 억제될 수 있는 상황은 회의적으로 인식될 수 있다는 점을 암시하고 있다. 그러나 신용평가기관은 과도하게 위험한 투자로 인하여 자원이 비효율적으로 유출되는 상황 또한 회의적으로 인식한다는 것도 간접적으로 신호하고 있다. 국찬표와 강윤식(2010)은 기업의 왜곡된 투자위험신호는 기업가치를 하락시켜 투자자의 이익을 훼손하기 때문에 효율적인 투자자보호 메커니즘을 통해 이를 방지하여 기업이 가지는 성장기회에 따라 최적의 투자 위험을 선택할 필요가 있다고 강조하였다. 둘째, 경영자의 특권적 사적소비 행태에 대한 시장의 비판적이고 부정적인 인식을 반영하여, 신용평가 또한 부정적으로 부여된다고 볼 수 있다. 이는 영업 및 마케팅 기법에서의 후진성에서 기인하는 판매관리비의 과다한 지출 및 불법적인 리베이트 등이 궁극적으로 제약기업의 자원을 잠식하여 계속기업의 존재를 위협하는 요인으로 작용하게 될 수 있음을 시사한다.

요컨대, 시장의 기대를 반영한 신용평가기관은 제약회사가 보다 적극적이고 장기적인 전략을 수립하여 시장 경쟁력을 확보할 연구개발 투자, 시장개척, 마케팅 역량 강화 등에 자산이 효율적으로 투자되어야 한다는 점을 간접적으로 전달하고 있다고 볼 수 있다.

V. 요약 및 결론

본 연구는 제약산업의 접대비 지출이 신용평가에 미치는 영향을 검증하였다. 2004년 부터 2012년까지(2013년은 $t+1$ 기 신용평가 지수에 포함됨) 상장된 기업자료를 입수하여, 이를 제약기업과 제약기업을 제외한 전체산업, 그리고 제약기업과 업태가 유사한 화학물 및 화학제품제조업을 대응하여 접대비 지출이 신용평가에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 제약기업의 신용평점이 타 산업에 비하여 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 이는 전문신용평가기관이 타 산업에 비하여 제약기업을 비호의적으로 평가한다는 것을 의미하는바, 제약기업의 특성상 연구개발에 대한 성공부담, 현금유입(회수)의 장기성, 높은 판매 및 영업관

리비에 대한 계속기업의 지속성이 호의적으로 평가받지 못하다는 것을 시사한다.

둘째, 제약기업의 매출액 대비 접대비 지출 수준이 클수록 신용평점에 매우 강한 음(-)의 상관관계로 나타났다. 이는 제약기업에서의 사적소비 수준이 여타 산업보다 훨씬 부정적으로 신용평가에 반영된다는 것을 의미한다.

본 연구 결과를 통하여 제약기업이 본연의 경쟁력을 도모할 수 있는 인식에 변화를 가져올 수 있기를 기대한다. 본 연구결과를 확장하여 향후 연구에서는 리베이트나 커미션으로 인하여 당국의 조사를 받은 기업의 접대비 지출이 신용평가에 미치는 연구도 의미가 있다고 본다.

참고문헌

- 고현수·정민수. 2013. Rating Methodology, 제약산업(2013). 한국신용평가. 서울.
- 국찬표·강윤식. 2010. 투자자보호가 기업의 위험선호에 미치는 영향. 재무관리연구 제27권 제2호 : 115-144.
- 김문태. 2004. 외국인의 지분참여가 이익관리의 크기와 방향에 미치는 영향. 회계정보연구 제22권 제4호 : 85-112.
- 김문태·김영환. 2007. 외국인투자자의 소유와 사외이사의 특성이 신용평가에 미치는 영향. 회계학연구 제32권 제4호 : 29-58.
- 김문태·박길영. 2009. 감사위원회와 사외이사가 경영자의 사적소비와 자산효율성에 미치는 영향. 회계정보연구 제27권 제2호 : 211-235.
- 김문태·위준복·전성일. 2006. 회사채신용등급의 이익조정 통제효과. 증권학회지 제35권 제5호 : 47-74.
- 김문태·이광석. 2013. 의료관련 산업의 마케팅 비용이 경제적 부가가치에 미치는 영향. 재무와 회계정보저널 제13권 제3호 : 47-67.
- 김병균. 2014. Methodology Report, 제약. 한국기업평가. 서울.
- 김성환·김미나. 2011. 기부금과 접대비가 기업성장에 미치는 영향: 이론과 실증연구. 경영학연구 제40권 제3호 : 659-685.
- 손원익. 2013. 「접대비 현황과 정책과제」. 한국조세연구원 연구보고서. 서울.
- 오기수. 2002. 접대비 손금한도액 증감에 따른 복리후생비의 변화에 관한 연구. 세무학연구 제19권 제1호 : 157-184.
- 위준복·김문태. 2006. 감사인 규모와 감사의견이 신용평가에 미치는 영향. 회계와 감사연구 제43호 : 93-118.
- 이태호·홍정화. 2005. 기업 접대비의 생산성에 관한 연구. 회계정보연구 제23권 제2호 : 25-50.

- 최수미. 2003. 접대비 지출과 기업의 수익성. LG주간경제 제19권 제719호 : 4-8.
- 최수미. 2004. 접대비 실명제 시행이후 기업의 변화. 회계논집 제5권 제2호 : 27-51.
- 한국보건산업진흥원. 2013. 의약품산업 분석 보고서. 서울.
- 한국은행. 2000. 기업경영분석. 서울.
- Dillenburg, S., T. Greene and H. Erekson. 2003. Approaching socially responsible investment with a comprehensive ratings scheme : Total social impact. *Journal of Business Ethics*. 43(3) : 167-182.
- Ederington, L. H. and J. C. Goh. 1998. Bond Rating Agencies and Stock Analysts : Who Knows What When?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 33(4) : 569-585.
- Ederington, L. H. and J. Yawitz. 1986. The Bond Rating Process, In *Handbook of Financial Markets and Institutions*. 6th ed. New York, NY. John Wiley and Sons.
- Khurana. I. K. and K. Raman. 2003. Are Fundamentals Priced in the Bond Market?. *Contemporary Accounting Research*. 20(3) : 465-494.
- Murphy, K. and J. Zimmerman. 1993. Financial performance surrounding CEO turnover. *Journal of Accounting and Economics*. 16(Jan-Jul) : 273-315.
- Shi, C. 2003. On the Trade-Off Between the Future Benefits and Riskiness of R&D : A Bondholders' Perspective. *Journal of Accounting and Economics*. 35(2) : 227-254.
- Shleifer, A. and R. Vishny. 1986. Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy*. 94(3) : 461-488.
- Standard & Poor's. 1986. *Debt Ratings Criteria*. New York, Ny