

박사학위논문

브랜드자산이 기업가치와
신용평가에 미치는 영향

2022년

한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

신 미 영

박사학위논문
지도교수 정균범

브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향

The Effect of Brand Assets
on Corporate Value and Credit Rating

2021년 12월 일

한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

신 미 영

박사학위논문
지도교수 정균범

브랜드자산이 기업가치와
신용평가에 미치는 영향

The Effect of Brand Assets
on Corporate Value and Credit Rating.

위 논문을 경영학 박사학위 논문으로 제출함

2021년 12월 일

한 성 대 학 교 대 학 원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

신 미 영

신 미 영의 경영학 박사학위 논문을 인준함

2021년 12월 일

심사위원장 김 용 식 (인)

심 사 위 원 정 균 범 (인)

심 사 위 원 홍 용 식 (인)

심 사 위 원 모 경 원 (인)

심 사 위 원 채 수 준 (인)

국 문 초 록

브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향

한 성 대 학 교 대 학 원
경 영 학 과
회 계 학 전 공
신 미 영

본 연구는 브랜드 자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대하여 실증 분석한 것이다. 또한 기업의 경제적인 특성 및 발전과정에 따라 수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 브랜드 자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 기업수명주기의 조절효과를 검증하였다.

본 연구에서는 2011년부터 2019년까지 8,524개 기업-연도 표본을 대상으로, 브랜드자산 측정치는 브랜드스탁의 브랜드평가지수(BSTI)를 이용하여 기업가치(TQ) 및 신용평가(CRS)에 대한 회귀분석을 실시하여 통계적 인과관계를 파악하였다. 또한, 기업수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 이에 따른 적합한 경영전략의 수립으로 브랜드자산이 기업가치 및 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 다르다는 것을 확인하였다.

본 연구의 실증분석 대상은 첫째, 브랜드자산은 기업가치에 양(+의 영향을 미칠 것이라는 점; 둘째, 브랜드자산은 신용평가에 양(+의 영향을 미칠 것이라는 점; 셋째, 브랜드자산이 기업가치에 미치는 영향은 기업수명주기에

따라 다를 것이라는 점; 넷째, 브랜드자산이 신용평가에 미치는 영향은 기업 수명주기에 따라 다를 것이라는 점이다.

본 연구는 이와 관련된 가설들을 설정하고 연구모형에 대한 회귀분석을 수행하여 검증하였다. 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 큰지에 관한 가설검증 결과, 브랜드자산이 발표되는 기업은 예상대로 기업가치와 유의적인 양(+)의 관계가 나타났다. 또한, 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 큰지에 관한 가설 검증결과, 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치와 유의적인 양(+)의 관계가 성립함을 확인하였다. 이는 브랜드자산이 기업의 장기적인 자산으로서, 정기적으로 수익을 창출하고 지속적으로 차별화된 가치가 있음을 보여 주기 때문에 투자자들은 브랜드 자산을 기업의 중요자산으로 인식하여 이로 인한 성장잠재력 및 수익성의 증가로 기업가치가 커진다는 결과로 해석된다.

둘째, 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 신용평점이 높은지에 관한 가설 검증결과, 브랜드자산이 발표되는 기업은 예상대로 신용평가와 유의적인 양(+)의 관계가 나타났다. 또한 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높은지에 관한 가설 검증결과, 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평가와 유의한 양(+)의 관계가 성립함을 확인하였다. 이는 지속가능한 경쟁력을 확보하기 위하여 핵심 경영활동으로 인식되는 브랜드 자산이 소비자의 가격에 대한 민감도를 떨어뜨리고 프리미엄 가격으로 높은 이익을 창출하여 현금흐름에 대한 유입을 상승시키기 때문에 신용평점이 높아진다는 결과로 해석된다.

셋째, 브랜드자산 발표 여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지에 관한 가설 검증결과, 브랜드자산이 발표되는 성장기 기업이 기업가치와 유의적인 양(+)의 관계가 나타났다. 또한 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지에 관한 가설 검증결과, 브랜드자산의 수준이 높은 성장기 기업이 기업가치와 유의적인 양(+)의 관계가 성립함을 확인하였다. 이는 기업의 경영전략으로

성장기에는 브랜드자산으로 차별화전략을 수행함으로써 경쟁우위를 확보하여 매출이 급증하고 시장점유율을 확대할 수 있는 시기이다. 따라서 성장기 기업의 브랜드 자산은 다른 수명주기에 비해 미래 성장잠재력 및 지속적인 영업 성과에 대한 기대로 기업가치에 미치는 영향이 커진다는 결과로 해석된다.

넷째, 브랜드자산 발표 여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지에 관한 가설 검증결과, 브랜드자산이 발표되는 성장기 기업이 신용평가와 유의적인 양(+)의 관계가 나타났다. 또한, 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지에 관한 가설 검증결과, 브랜드자산의 수준이 높은 성장기 기업이 신용평가와 유의적인 양(+)의 관계가 성립함을 확인하였다. 이는 성장기에 브랜드자산으로 차별화전략을 수행하여 시장점유율이 확대됨으로써 제품에 대한 수요가 증가하여 지속적인 수익 창출과 현금 유입 등 미래 채무상환능력에 대한 불확실성의 감소가 예상된다. 따라서 성장기 기업의 브랜드자산은 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)에 비해 신용평가에 미치는 영향이 커진다는 결과로 해석된다.

추가분석에서 브랜드자산의 측정치로 브랜드자산 발표여부 대신에 대한민국 100대 브랜드 귀속여부에 따른 더미변수 DBSTI100으로 대체하여 세부가설(1)을 검증하였다. 또한, 본 분석에서 브랜드자산의 측정치로 이용한 브랜드평가지수(BSTI)는 브랜드주가지수(BSI)와 소비자조사지수(CRI)가 결합된 지수로서 이를 각각 분리하여 세부가설(2)를 검증한 결과에서도 브랜드자산의 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 클 것이라는 검증결과를 제외하면, 본 분석과 거의 차이가 없는 것으로 나타났다. 이는 브랜드자산에 대한 측정방법을 일부 변경하더라도 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 검증결과가 일관되게 나타났음을 의미한다.

분석결과를 종합하면 브랜드자산은 기업가치와 신용평가에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었고, 또한, 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 차별적임을 검증하였다.

본 연구의 공헌점은 첫째, 브랜드자산이 채권시장에서 중요지표인 신용평가에 미치는 영향에 대하여 최초로 실증 분석하였다는 점이고, 둘째, 기업의 발전과정에 따라 수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 브랜드자산이 외부투자자들의 주가반응을 통한 기업가치와 기업의 대내외적인 정보를 반영한 종합적인 결과물인 신용평가에 미치는 영향에 대하여 최초로 시도하여 분석하였다는 점이다. 따라서 본 연구결과를 토대로 미래 수익 및 가치 창출의 원천인 브랜드자산에 대한 폭넓은 인식과 재무보고 기준의 재정립에 대하여 제고해야 한다는 점을 시사한다.

【주요어】 브랜드자산, 기업가치, 신용평가, 기업수명주기

목 차

I. 서 론	1
1.1 연구배경 및 목적	1
1.2 연구내용 및 연구방법	4
1.3 논문의 구성	5
II. 이론적 배경과 선행연구	6
2.1 브랜드자산	6
2.1.1 브랜드의 의미	6
2.1.2 브랜드자산의 정의	7
2.1.3 브랜드자산의 가치	9
2.1.4 브랜드자산과 기업가치관련 선행연구	10
2.2 신용평가	15
2.2.1 신용평가의 정의	15
2.2.2 신용평가 요소	15
2.2.3 신용평가의 역할	16
2.2.4 신용평가 관련 선행연구	17
2.3 기업수명주기	23
2.3.1 기업수명주기의 개념	23
2.3.2 기업수명주기 관련 선행연구	24
2.4 본 연구의 차별성	31
III. 연구설계	32
3.1 가설설정	32
3.1.1 브랜드자산이 기업가치에 미치는 영향	32

3.1.2	브랜드자산이 기업의 신용평가에 미치는 영향	33
3.1.3	브랜드자산이 기업가치에 미치는 영향에 대한 기업수명주기의 조절 효과	34
3.1.4	브랜드자산이 신용평가에 미치는 영향에 대한 기업수명주기의 조절 효과	36
3.2	연구모형	37
3.2.1	가설 1의 검증을 위한 연구모형	38
3.2.2	가설 2의 검증을 위한 연구모형	39
3.2.3	가설 3의 검증을 위한 연구모형	40
3.2.4	가설 4의 검증을 위한 연구모형	41
3.3	주요변수의 측정	43
3.3.1	브랜드자산의 척도	43
3.3.2	기업가치의 척도	43
3.3.3	신용평가의 척도	44
3.3.4	기업수명주기의 측정	46
3.4	자료수집과 표본선정	48
IV.	실증분석	51
4.1	기술통계량	51
4.2	상관관계 분석	58
4.3	실증분석 결과	62
4.3.1	가설 1-1의 검증	62
4.3.2	가설 1-2의 검증	64
4.3.3	가설 2-1의 검증	66
4.3.4	가설 2-2의 검증	68
4.3.5	가설 3-1의 검증	70
4.3.6	가설 3-2의 검증	72
4.3.7	가설 4-1의 검증	74

4.3.8 가설 4-2의 검증	76
4.4 추가분석 (1)	79
4.4.1 가설 1-1에 대한 추가분석	79
4.4.2 가설 2-1에 대한 추가분석	81
4.4.3 가설 3-1에 대한 추가분석	83
4.4.4 가설 4-1에 대한 추가분석	85
4.5 추가분석 (2)	87
4.5.1 가설 1-2에 대한 추가분석	87
4.5.2 가설 2-2에 대한 추가분석	90
4.5.3 가설 3-2에 대한 추가분석	93
4.5.4 가설 4-2에 대한 추가분석	96
4.6 추가분석 (3)	99
4.6.1 가설 1-2에 대한 추가분석	99
4.6.2 가설 2-2에 대한 추가분석	101
 V. 결론	 103
 5.1 연구결과 요약	 103
5.2 시사점 및 한계점	106
 참 고 문 헌	 108
 ABSTRACT	 114

표 목 차

[표 1-1] 글로벌 100대 브랜드에 선정된 우리나라 기업	1
[표 2-1] 브랜드자산과 기업가치 관련 선행연구 요약	13
[표 2-2] 신용평가 관련 선행연구 요약	21
[표 2-3] 기업수명주기 관련 선행연구 요약	28
[표 3-1] 기업 신용등급 체계	45
[표 3-2] 기업수명주기 측정 기준	47
[표 3-3] 최종표본의 선정내역	49
[표 3-4] 최종표본의 연도별 분포	49
[표 3-5] 최종표본의 산업별 분포	50
[표 4-1] 주요변수에 대한 기술통계량	52
[표 4-2] 브랜드자산 발표기업의 주요변수에 대한 기술통계량	54
[표 4-3] 기업수명주기별 주요변수에 대한 기술통계량	55
[표 4-4] 브랜드자산 발표기업의 기업수명주기별 주요변수의 기술통계량 ..	57
[표 4-5] 주요변수의 피어슨 상관관계	59
[표 4-6] 브랜드자산 발표기업에 대한 주요변수의 피어슨 상관관계	61
[표 4-7] 가설 1-1에 대한 회귀분석 결과	63
[표 4-8] 가설 1-2에 대한 회귀분석 결과	65
[표 4-9] 가설 2-1에 대한 회귀분석 결과	67
[표 4-10] 가설 2-2에 대한 회귀분석 결과	69
[표 4-11] 가설 3-1에 대한 회귀분석 결과	71
[표 4-12] 가설 3-2에 대한 회귀분석 결과	73
[표 4-13] 가설 4-1에 대한 회귀분석 결과	75
[표 4-14] 가설 4-2에 대한 회귀분석 결과	77
[표 4-15] 가설 검증 결과 요약	78
[표 4-16] 가설 1-1에 대한 추가분석 결과	80
[표 4-17] 가설 2-1에 대한 추가분석 결과	82
[표 4-18] 가설 3-1에 대한 추가분석 결과	84

[표 4-19] 가설 4-1에 대한 추가분석 결과	86
[표 4-20] 가설 1-2에 대한 추가분석 결과 (1)	88
[표 4-21] 가설 1-2에 대한 추가분석 결과 (2)	89
[표 4-22] 가설 2-2에 대한 추가분석 결과 (1)	91
[표 4-23] 가설 2-2에 대한 추가분석 결과 (2)	92
[표 4-24] 가설 3-2에 대한 추가분석 결과 (1)	94
[표 4-25] 가설 3-2에 대한 추가분석 결과 (2)	95
[표 4-26] 가설 4-2에 대한 추가분석 결과 (1)	97
[표 4-27] 가설 4-2에 대한 추가분석 결과 (2)	98
[표 4-28] 가설 1-2에 대한 추가분석 결과	100
[표 4-29] 가설 2-2에 대한 추가분석 결과	102

그 립 목 차

[그림 2-1] 아커(David Aaker, 1991)의 브랜드 자산 구성요소.....	8
--	---

I. 서 론

1.1 연구배경 및 목적

브랜드자산은 기업의 지속가능 경영을 위한 핵심역량으로 인식되고 있으며, 기업을 나타내는 중요한 구성요소로서, 기업의 가치를 창출하는 무형자산이다.

세계적인 브랜드 컨설팅 그룹 인터브랜드사는 매년 베스트 글로벌 100대 브랜드를 선정하여 브랜드가치평가금액 및 순위를 발표하고 있으며, ‘2020 베스트 글로벌 100대 브랜드’는 1위 애플(322,999\$m), 2위 아마존 (200,667 \$m), 3위 마이크로소프트(166,001\$m), 4위 구글(165,444\$m), 5위 삼성전자 (62,289\$m)이며, 그 외 우리나라 기업으로는 36위 현대자동차(14,295\$m), 86위 기아자동차(5,830\$m)가 선정되었다.

글로벌 100대 브랜드로 선정된 우리나라 기업의 경우 무형자산의 장부가와 인터브랜드 코리아에서 제공한 브랜드 가치평가금액을 비교한 결과, 삼성전자는 브랜드가치 대비 장부가 비율이 10.3%, 현대자동차는 28.7%, 기아자동차는 35.5%로서, 이는 장부가가 브랜드가치에 상당히 못 미치는 결과이며, 외부정보이용자에게 투자 의사결정에 유용한 정보를 제공하는 재무제표의 본래 목적과는 배치되는 것이라 할 수 있다.

[표 1-1] 글로벌 100대 브랜드에 선정된 우리나라 기업

브랜드순위	기업명	장부가 (무형자산)	브랜드가치 평가금액	브랜드가치 대비 장부가비율
5위	삼성전자	7,002,648백만원	67,790,353백만원	10.3%
36위	현대자동차	4,513,565백만원	15,709,375백만원	28.7%
86위	기아자동차	2,532,382백만원	7,131,505백만원	35.5%

이러한 결과는 브랜드자산이 광고비와 연구개발비를 매개로 하여 형성되고 있는데, 현행 기업회계기준에 의하면 광고비는 발생시점에 전액 비용으로 인식하고, 연구개발 관련 지출액은 연구단계와 개발단계로 구분하여 연구에 대한 지출은 발생시점에 전액 비용으로 인식하고, 개발 활동은 일정한 요건을 충족하는 경우에 한하여 무형자산으로 계상하도록 규정하고 있기 때문에 무형자산의 가치를 재무제표에 제대로 보여 주지 못하므로 과소평가되고 있는 경향이 있다.

이에 이준환(2001)은 재무상태표에 계상된 무형자산 장부가액은 유형자산 등 그 외 다른 자산 및 부채의 장부가액에 대비하여 기업가치 설명력이 떨어진다고 주장하였다. 이와 관련하여 손익계산서에 표시되는 비용 항목들 가운데 연구개발비, 광고비 등은 많은 연구들에서 무형자산성 지출로 선정되어 기업가치 관련성이 분석되었다. 이들 중 연구개발비 지출은 대체적으로 기업의 영업성과 및 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다(Blair and Wallman 2001; Chan et al, 2001; 김연용 등, 2006; 김명종 등, 2014)). 광고비 지출의 경우도 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미친다는 주장을 한 연구 결과(Chauvin and Hirschey, 1993; 정군오 등, 2005)와 유의적이지 않고 영향을 미치지 못한다고 주장한 연구결과(Bublitz and Ettredge 1989, 최정호 1994)가 혼재되어 있다. 기업수명주기에 관한 연구로는 성장기 기업의 광고비는 다른 수명주기단계에 비해 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고, 쇠퇴기 기업의 광고비는 부정적인 영향을 미친다는 연구결과(최혁, 2018)가 있다.

또한, 광고비와 연구개발비 등으로 형성된 브랜드자산이 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 연구결과(김은영과 조성표, 2012)와 브랜드자산은 자본시장가치와 유의한 양(+)의 관련성을 가지고, 광고비와도 긍정적 연관성을 가진다는 연구결과(Barth 등, 1998)가 있다.

한편, Anderson and Mansi(2009)는 기업가치성과를 채권시장의 신용등급으로 보고 미국의 고객만족지수인 ACSI와 신용등급 및 채권 스프레드 사이에 유의한 양(+)의 관계가 존재한다는 결과를 제시하였다. 전인수 등(2012)은 우리나라 고객만족도(KCSI)가 신용등급에 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 것을 확인하였다. 이러한 고객만족지수(KCSI)는 기업이 보유한 브랜드의 상품 및 서비스에 대한 고객들의 만족도를 나타내는 지수로서, 이는 결국 브랜드로부터 창출된 것이다. 그럼에도 불구하고 브랜드자산이 자본시장에서 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 다양한 연구가 있으나, 채권시장에서 신용평가에 미치는 영향에 대한 연구는 찾아보기 어렵다.

따라서 본 연구는 COVID-19 등 어려운 외부환경의 변화에도 빛을 발하는 기업의 핵심역량인 브랜드자산이 기업가치 및 신용평가에 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 가정에 입각하여 이에 대한 검증을 수행한다. 또한 기업이 처한 경제적 특성에 따라 기업수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 이에 따른 적합한 경영전략의 수립으로 브랜드자산이 기업가치 및 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 다르다는 점을 확인하고자 한다.

이는 브랜드자산이 현행 기업회계기준에 따라 재무제표에는 계상되어 있지 않지만, Barth, et al.(1998) 등 다수의 선행연구에서 가치관련성이 검증되었다. 이에 본 연구의 목적은 국내에서 유통되는 다수의 브랜드에 대하여 기업가치에 미치는 영향을 분석하여, 브랜드자산이 기업의 핵심역량으로서 견고함을 밝히고자 한다. 그리하여 기업회계기준 제정자가 이러한 연구결과들을 토대로 재무제표에 계상된 역사적원가와 기업가치 간의 괴리를 인식하고, 재무보고에 대한 기준을 재 정립하는데 도움을 주고자 한다. 또한, 브랜드자산이 기업의 미래 현금흐름 및 채무상환능력의 판단 기준이 되는 신용평가에 미치는 영향에 대한 분석을 최초로 수행함으로써 향후 이와 관련된 다양한 연구로 미래 수익 및 가치 창출의 원천인 브랜드자산에 대한 폭넓은 인식을 제고시키고자 한다.

1.2 연구내용 및 연구방법

본 연구는 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향 및 기업의 수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 브랜드자산이 기업가치 및 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 차별적인지에 대하여 체계적으로 분석하기 위한 것이다.

이를 수행하기 위하여 첫째, 브랜드자산이 발표되는 기업인지 여부 및 브랜드자산이 발표되는 기업 중에서 브랜드자산 수준이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향을 분석대상으로 하였다. 이는 브랜드자산이 발표되는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 크고 신용평점이 높을 것이라는 가정과 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 크고, 신용평점이 높을 것이라는 가정에 기초한다.

둘째, 기업수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여, 브랜드자산 발표 여부와 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치 및 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 차별적인지를 분석대상으로 하였다. 이는 브랜드자산 발표 여부가 기업가치 및 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기에 비해 클 것이라는 가정과 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치 및 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기에 비해 클 것이라는 가정에 기초한다.

연구방법으로는 분석대상과 관련한 연구가설의 실증분석을 수행하기 위하여 다수의 선행연구 들을 참고하여 연구모형을 설정하였고, 이에 대한 표본을 수집하여 기술통계와 상관관계, 회귀분석을 실시하였다. 또한, 검증을 위한 회귀분석 결과를 기준으로 연구가설의 채택 여부를 확인하고, 이에 대한 결론과 시사점 및 한계점을 도출하였다.

1.3 논문의 구성

본 논문의 구성으로, Ⅱ장에서는 브랜드자산에 대한 이론적 배경 및 기업 가치와 신용평가, 기업수명주기 관련 선행연구를 기술하고, Ⅲ장에서는 연구가설설정, 연구모형, 주요변수의 척도와 측정, 자료수집과 표본선정에 대하여 제시한다. Ⅳ장에서는 연구가설에 대한 분석으로 기술통계량, 상관관계, 실증 분석 결과 및 강건성 검증을 위한 추가분석 결과를 제시한다. 마지막으로 V장에서는 연구결과를 요약하고 시사점과 한계점을 나타낸다.

II. 이론적 배경과 선행연구

2.1 브랜드자산

2.1.1 브랜드의 의미

브랜드의 어원은 고대 노르웨이의 'Brandr'에서 유래되었다고 한다. 당시에 는 소·말 등의 가축에 불로 달군 쇠로 낙인을 찍어 소유를 표시했다고 한다. 우리 말에도 이와 유사한 의미로 '시치미'가 있는데, 이는 고려 시대 때 몽고 지배의 영향으로 왕실과 귀족사회에서 매사냥을 즐기는 사람이 많아짐에 따라 길들인 사냥 매를 도둑맞은 일이 잦아졌다. 이로 인해 서로 자기 매에게 특별한 꼬리표를 달아 누구의 소유임을 표시했는데 이를 '시치미'라고 했다. 그래서 이것을 떼어버 리면 매의 소유자를 알 수 없게 되므로 이로부터 '시치미를 떼다'라는 말이 유래 되었다고 한다. 또한, 16세기 초 위스키 제조업자들이 위스키에 제조사의 이름을 찍어 값이 싼 타사 제품으로 위조되는 것을 방지하고자 하는 차원에서 시작되었 다는 이들도 있다 (삼성경제연구소, 2005).

브랜드는 이와 같이 시장에서 아주 오래전부터 매우 중요한 역할을 해 왔지 만, 브랜드의 중요성이 인식되기 시작한 것은 20세기부터라고 할 수 있다. 이러한 브랜드는 창업자의 이름 및 적당한 단어의 조합, 축약어 등 다양한 형태의 명칭과 표시로 이용되었다. 이에 미국 마케팅 학회에서는 브랜드에 대하여 판매자가 자 신의 상품을 다른 경쟁자와 구별하기 위해 사용하는 명칭, 상징, 디자인, 용어, 혹은 그의 결합체'라고 하였다. 이는 단순히 브랜드명뿐만 아니라 심벌, 디자인, 표현 등을 모두 포함하는 개념으로 많은 기업들이 CI, BI 작업을 통해 상징물 및 디자인 개발 등에 많은 관심을 가지는 이유이기도 하다.

따라서 브랜드는 자신의 상품을 소비자에게 명확하게 인식시키고 다른 상품 으로부터 구별하는 기능과 이를 차별화하기 위하여 고객과 약속을 지키고 장기적 인 관점의 관리를 수행하는 중요한 수단으로 활용되고 있다.

2.1.2 브랜드자산의 정의

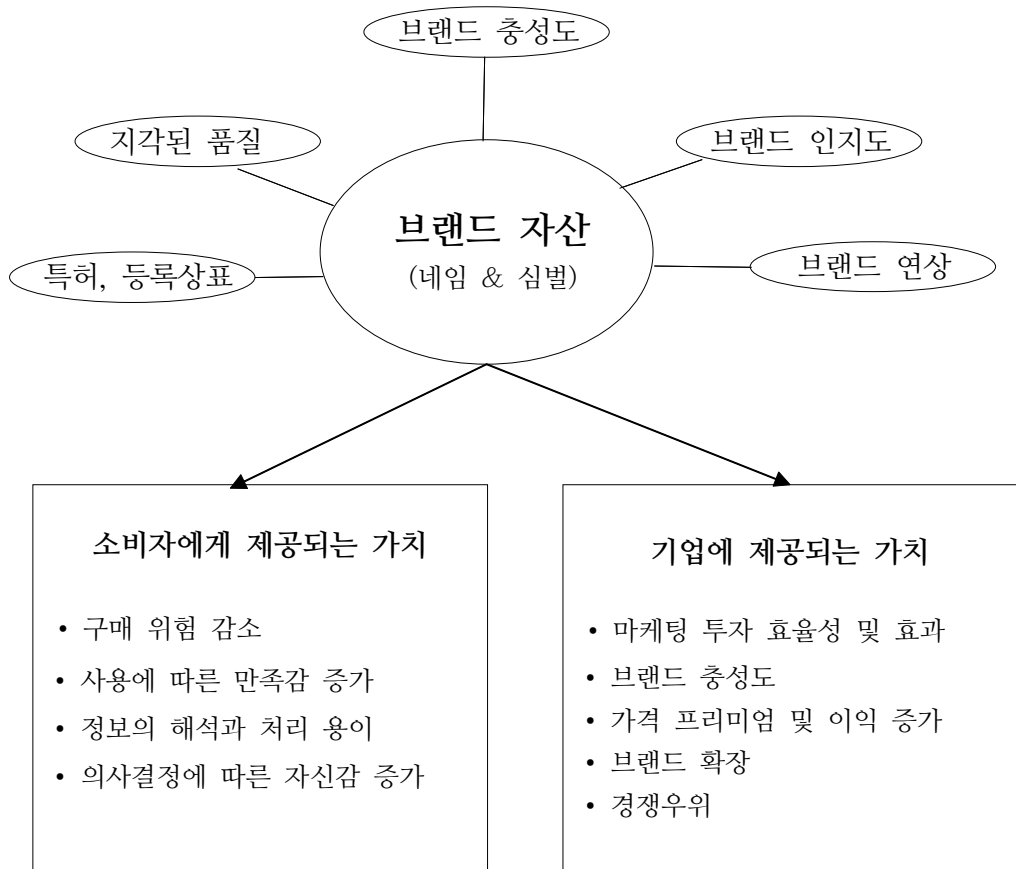
브랜드자산은 자신의 상품이나 서비스를 이용하는 고객에게 다른 경쟁기업과 구별해서 표시하기 위해 사용하는 명칭으로 기업과 고객 간의 신뢰를 자본화한 가치라 할 수 있다. 이는 브랜드와 연결되어 제품의 가치를 증가시키는 것으로서, 기업의 관점에서는 브랜드로 인한 현금 유입의 증가분이며, 유통망의 관점에서는 시장 진입과 경쟁우위를 가지기 위한 막강한 수단이고, 소비자 관점에서는 상품의 속성만으로 설명되지 않는 무형의 가치 및 효용을 나타내는 고객충성도의 원천(MacLachlan and Dickson, 1990)이라고 할 수 있다.

MSI(Marketing Science Institute)는 브랜드 자산에 대하여 브랜드가 존재하지 않았을 때보다 더 많은 매출액과 이익을 얻도록 해주며, 타사의 경쟁 브랜드를 능가할 수 있도록 강하고 지속적이며 차별적인 경쟁우위를 제공해 주는 고객 및 유통 구성원들과 기업에 의해 수행되는 행동들의 집합체라고 하였다. 또한, 세계 최초로 브랜드 자산(brand equity)이라는 용어를 정립하고 브랜드 자산의 가치 측정 가능성을 제시한 데이비드 아커(David Aaker)는 브랜드명이나 심벌로 기업 및 고객에게 제공하는 제품이나 서비스에 부여된 브랜드 자산과 부채의 총합이라고 하였다. 이와 관련하여 아커는 브랜드자산을 구성하는 요소로 브랜드 충성도, 브랜드 연상, 브랜드 인지도, 지각된 품질 등이 있고, 기능적인 측면으로는 기업에는 경쟁우위를 제공하고 소비자에게는 구매결정에 대한 확신 및 사용에 대한 만족감을 높여 줄 수 있다고 하였다. 브랜드 분야의 권위자인 켈러(Kevin Lane Keller)도 브랜드자산은 기업의 제품이나 서비스에 브랜드가 표기됨으로써 발생하는 높은 충성도 및 시장점유율 등 바람직한 마케팅 효과라고 정의하였다. 이는 브랜드에 대한 소비자의 높은 인지도 및 충성도에 의해 창출되는 것으로서, 브랜드에 대한 지식에 의해 형성될 수 있는 차별적인 효과로 소비자들에게 브랜드에 대한 정보를 높여주면 브랜드자산의 가치는 상승할 수 있다고 하였다.

또한 클레어몬트(Claremont School)의 피터 파쿼(Peter Farquhar)는 소비자가 브랜드에 대한 충성도를 가지면서 특정 제품에 부여하는 부가가치라고 정의하였다. 한편 데이비드슨(Davidson)은 브랜드로 인하여 높은 이익을 보장하며 소비자에게 제공하는 제품과 서비스를 구체화 시키며, 품질, 가격, 성과에 대하여

고객의 마음에 대한 기대를 불러 일으킨다고 하였다. 킹(Stephen King)은 제품은 공장에서 만들어지지만, 브랜드는 고객에 의해서 구매되어 만들어진다고 정의하였다 이는 제품은 경쟁기업에서도 유사하게 만들 수 있기 때문에 빠른 시간 내에 진부화 될 수 있지만, 브랜드는 독점적이고 배타적인 권리로서, 이를 사용할 수 없다는 의미이다. 그러므로 성공적인 브랜드는 영원하며 소비자와 함께 신뢰 관계를 맺는 브랜드의 능력은 이러한 성공을 위해 존재한다고 하였다.

따라서 브랜드자산은 무형이지만 회사가 소유하고 있는 가장 중요한 자산으로서, 기업의 장기적 경쟁력의 원천이라는 것을 알 수 있다.



[그림 2-1] 아커(David Aaker, 1991)의 브랜드 자산 구성요소

2.1.3 브랜드자산의 가치

브랜드자산의 가치는 그 브랜드로 인해 증가된 매출이나 이익으로 환산된다. 이러한 매출과 이익은 현재는 물론 미래에 실현될 것으로 예측되는 부분까지 포함한 것이다. 이에 기업은 브랜드자산의 경제적 가치에 대한 측정을 통하여 투자의 효율성을 판단할 수 있으며, 브랜드자산의 가치 변동은 기업 경영의 조기 경보와 같은 역할을 한다. 이는 브랜드와 같은 무형자산의 가치는 미래 현금흐름에 의존하기 때문에 경기변동 및 소비자 태도 변화에 상당히 민감하게 반응하는 특성이 있다. 이러한 변화에 신속하고 적극적인 대응을 하기 위해 브랜드자산의 가치를 꾸준히 측정하는 것은 기업에 있어서 매우 중요한 일이라고 할 수 있다(삼성경제연구소, 2005). 이처럼 브랜드자산 가치의 중요성이 강조되는 이유는 브랜드자산이 기업의 가치를 창출하는 무형자산으로 인식되고 있다는 것이다. 이에 영국에서는 브랜드를 영업권으로 인정하여 무형자산 항목으로 계상하는 것이 허용되면서 브랜드회계(Brand Accounting)가 이루어지고 있으며, 이에 대한 연구도 활발히 진행되고 있다(Barwise et al., 1989). 이는 과거 제조업 중심에서 지식, 정보산업의 발달 등 기업 환경변화에 따라 재무상태표의 유형자산에서 브랜드, 인적자원, 기술력 등으로 구성된 무형자산으로 중요성이 점점 이전되고 있다는 것을 알 수 있다. 따라서 기업들은 무형자산에 집중적으로 투자함으로써 기업가치를 증가시키고 있다. 대표적인 예로 영국의 랭크스 호비스 맥도걸(Ranks Hovis McDougall)사는 1988년 60개에 달하는 자사의 브랜드 가치를 12억 달러로 평가하여 재무상태표에 포함시켰으며, 네슬레(Nestle)사는 1988년 론트리(Rowntree)사를 인수하면서 주가가격의 3배에 달하는 금액을 지불하였다. 또한 1988년 미국의 존슨사는 삼성제약 부도 후에 삼성제약을 387억원에 인수하게 되었는데, 이중 '에프킬라' 브랜드에 대한 가치의 대가로 297억원을 지불하였다. 질레트는 같은 해 9월에 로케트전지와 7년간의 브랜드 사용권을 계약하면서 660억원을 지불기로 합의하였다. 필립모리스는 크래프트를 장부가가격의 6배에 구입하면서 '우리는 기업을 산 것이 아니고 그 기업의 브랜드를 샀다'라고 하였다. 이러한 사례들은 기업이 보유한 자산 중 브랜드자산을 더욱 중요하게 인식하는 계기가 되었다(신철호, 2005).

또한, 브랜드자산은 라이선싱으로 새로운 사업에 진출할 경우에 위험성을 줄여주고 시간과 비용을 절감할 수 있으며, 브랜드의 명성을 활용하여 더 쉽게 신규 시장에 진출함으로써 고객 확보가 용이해 진다. 이에 썬키스트(sunkist)는 라이선싱을 통해 매년 1,000만 달러 이상의 수입을 창출한다(김정현 등, 2016)고 한다.

따라서 21세기에는 기업의 브랜드 성공 여부가 기업의 성패를 좌우하게 될 것이다(경노훈, 1998). 이처럼 브랜드는 고부가가치를 창출하는 기업 최고의 무형자산이라고 할 수 있다.

2.1.4 브랜드자산과 기업가치관련 선행연구

브랜드자산과 주가 및 주식수익률 등 기업가치 관련성에 관한 연구는 지속적으로 이루어져 왔다. 이에 대한 연구로 Simon and Sullivan(1993)은 제품이나 서비스의 브랜드 소유에 따른 현금 유입의 증가분을 브랜드자산으로 간주하고 1984년부터 1986년까지 Interbrand사가 발표한 브랜드가치 평가금액을 사용하여 미국 상장기업들의 기업가치와의 관계를 분석하였다. 분석결과, 식·음료 및 담배, 의류 등 소비재의 성격을 가진 제품에서는 브랜드자산과 양(+)의 가치 관련성이 높게 나타난 반면, 석유정제, 제지, 철강, 1차 금속, 비금속 등 생산재 및 중간재의 특성을 가진 업종에서는 가치 관련성이 낮게 나타났다.

Aaker and Jacobson(1994)은 브랜드 질에 대한 대용치로 브랜드자산 구성요소인 지각된 품질 및 인지도를 나타내는 Equi trend 척도를 사용하여 1991년부터 1993년까지의 34개 기업을 대상으로, 브랜드 질이 주식수익률에 미치는 효과를 검증하였다. 실증분석 결과 지각된 품질 및 브랜드 충성도 및 인지도는 주식수익률과 유의한 양(+)의 관련성을 가지며 브랜드 자산 요소들은 단기적인 측면보다 장기적인 기업가치의 향상과 관계되어 있음을 확인하였다.

Barth et al.(1998)은 1991년부터 1996년까지 미국의 상장기업을 대상으로 Interbrand사가 발표한 595개 기업의 1,204개의 브랜드가치 평가금액을 이용하여 브랜드자산과 주가 및 초과수익률 사이에 유의한 양(+)의 관련성을

검증하였다. 또한, 브랜드자산이 영업이익보다 자본 증분의 시장가치를 나타내는 추가수익률의 변동을 더 잘 설명하고 있음을 확인하였다.

영국의 상장기업을 대상으로 한 Kallapur and Kwan(2000)의 연구는 브랜드자산 공시에 대한 주가와 관계 및 브랜드자산의 가치 관련성을 검증하였다. 실증분석 결과, 브랜드자산은 기업가치와 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났고, 브랜드의 공시효과는 브랜드에 대한 긍정적 인식과 주가 반응에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 제시되었다.

Charles and Allard(2003)의 연구는 독일 기업을 대상으로 브랜드의 지위, 브랜드 강도 및 이 둘을 합한 브랜드자산이 기업가치에 유의적인 양(+)의 영향을 미치고 있음을 분석하였다.

브랜드자산에 대한 국내 선행연구로는 박문기(2000)가 Simon & Sullivan(1993) 모형을 이용하여 년도별, 누적년도별 업종 및 누적년도별로 측정된 브랜드자산과 기업가치와의 관계를 분석하였다. 실증분석 결과, 브랜드자산은 초과수익률, 자본 시장가치 등에 양(+)의 관련성이 도출되었다. 이동대(2010)는 브랜드 경영효율성과 기업의 수익성(ROI) 간의 관계가 처음에는 긍정적인 영향을 미치나, 일정수준이 지나면 부정적인 영향을 미치는 U자 형태의 결과가 나타났다. 반면, 브랜드 경영 효율성과 기업가치 간의 관계는 일정 수준이 지나면 긍정적인 영향을 미치는 결과가 검증되었다.

김은영과 조성표(2012)는 2000년부터 2005년까지 제조업과 서비스업 중 브랜드자산 측정치로 K-BPI 산업별 1위-3위의 브랜드중심기업을 대상으로 브랜드자산의 이익 및 기업가치에 미치는 영향을 검증하였다. 실증분석 결과 브랜드자산은 기업이익에는 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 기업가치에는 유의한 결과가 나오지 않았다, 한편 브랜드확장기업을 대상으로 분석한 결과는 브랜드자산이 기업이익과 기업가치에 유의한 영향을 미치는 결과가 도출되었다.

서지성, 박경원(2012)은 브랜드자산 측정치로 K-BPI를 이용하여 자본시장에서의 회계 정보효과를 통한 시장반응을 연구하였는데, 브랜드자산은 미래이익 예측 정보력이 있음을 확인하였다. 또한 이러한 이익정보효과를 가진 브랜드자산을 바탕으로 한 헷지포트폴리오의 투자수익률에 대하여 분석한 결

과는 양(+)의 초과수익률이 발생하는 것으로 검증되었다.

김연희 등(2019)은 브랜드 자산의 측정치로 K-BPI를 사용하여 2010년에서 2016년까지 국내 상장기업을 대상으로 한 연구에서, 브랜드자산이 기업의 이익과 기업가치에 유의적인 양(+)의 관련성을 검증하였다. 또한, 브랜드자산은 연구개발비와 광고비 등 무형자산성 지출의 가치 관련성에 양(+)의 증분효과가 나타나고 있는 것으로 분석되었다.

따라서 브랜드자산은 기업가치 관련성에 대하여 다양한 방법으로 연구되었으며, 전반적으로 기업가치에 양(+)의 관련성이 제시되었다.

[표 2-1] 브랜드자산과 기업가치 관련 선행연구 요약

연구논문	주요내용
Simon and Sullivan (1993)	- 효율적 시장이론에 근거하여 시가총액으로 기업의 무형자산과 브랜드자산의 가치관련성 검증 - 연구결과 식음료, 담배, 의류 등에서 브랜드 자산과 무형자산의 가치관련성이 높게 나타났으며, 제지업종, 석유정제업, 철강, 1차금속, 비금속 업종들은 전반적으로 낮게 나타남.
Aaker and Jacobson (1994)	- Equi Trend의 브랜드 질 측정치를 이용하여 주식수익률 간의 관계를 조사하였는데, 통계적으로 유의한 양(+)의 결과가 나타남. - 즉, 브랜드 질과 같은 이미지 등은 단기적인 성과보다는 장기적인 성과로 기업의 가치를 증가시키는 결과 도출됨.
Barth et al. (1998)	- 1991년부터 1996년까지 미국상장기업을 대상으로 인터브랜드가 개발한 브랜드평가방법을 바탕으로 한 브랜드자산과 주가 및 주식수익률 간의 관련성 연구 - 실증분석결과 브랜드자산은 자본시장가치와 유의한 양(+)의 관련성을 가지고, 광고비와도 긍정적 연관성 도출
Kallapur and Kwan (2004)	- 영국 기업을 대상으로 브랜드자산 발표에 따른 주가반응을 통한 자본시장 가치관련성 연구 - 검증결과 브랜드자산은 자본시장에서의 시장가치와 유의한 관련성이 있으며, 브랜드자산 발표 후 주가반응은 브랜드가치와 상당한 연관성 존재
Charles and Allard (2003)	- 1993년부터 1997년까지 독일 기업을 대상으로 브랜드 자산과 기업가치 관련성 연구 - 연구결과 브랜드자산은 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 검증

연구논문	주요내용
박문기 (2000)	- Simon and Sullivan(1993)의 모형을 이용하여 기업의 브랜드자산을 측정하고, 측정된 브랜드자산이 기업가치에 영향을 미치는지를 연구 - 실증분석결과 브랜드자산이 초과수익률, 시장가치 등 기업가치에 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 나타남.
이동대 (2010)	- 브랜드자산, 고객만족도 등 브랜드경영 효율성이 기업의 수익성(ROI)과 기업가치(Tobin's Q)에 미치는 영향 연구 - 브랜드효율성이 높아질수록 수익성은 처음에는 긍정적인 영향이나, 일정수준이 지나면 부정적 영향을 미치는 역의 U자 형태인 반면, 기업가치는 정의 U자 형태의 결과도출
김은영과 조성표 (2012)	- 브랜드자산과 연구개발자산의 가치관련성에 대한 연구결과, 브랜드확장기업의 경우 기업이익과 기업가치에 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 실증분석됨 - 또한 브랜드자산과 연구개발자산은 기업의 이익 및 미래 초과이익에 관한 정보효과를 제공하는 것으로 나타남
서지성과 박경원 (2012)	- 브랜드자산의 측정치로 한국산업의 브랜드 파워지수(K-BPI)를 이용하여 자본시장에서의 회계정보 효과를 통한 시장반응을 연구 - 브랜드자산은 미래이익 정보예측력이 있음을 확인하였고, 헷지포트폴리오의 투자수익률에 대하여 양(+)의 초과수익률을 달성하는 것으로 검증되었음.
김연희 등 (2019)	- Ohlson(1995)모형을 이용하여 브랜드자산의 가치관련성을 분석하였는데 유의적인 양(+) 결과가 도출됨 - 또한 브랜드자산은 광고비 및 연구개발비 등 무형자산성지출의 이익관련성에 유의한 증분효과를 제공하는 것으로 나타남.

2.2 신용평가

2.2.1 신용평가의 정의

신용평가는 객관성을 갖춘 전문신용평가기관이 중립적 입장에서 특정 기업에 대하여 재무상황과 경제적 환경 등을 고려하여 그 기업이 자금조달목적으로 발행하는 채권 및 채무 등에 대하여 원리금을 약정기일에 상환할 수 있는 능력을 분석하고 이를 일정한 기호를 이용하여 등급화하는 제도이다. 이에 신용평가 대상인 신용위험은 당초에 정해진 조건대로 원금 또는 이자에 대하여 상환되지 못할 채무불이행 위험(default risk)과 이로 인해 발생할 것으로 예상되는 손실위험(risk of loss)으로 구분된다. 이러한 신용평가는 기업의 부도 가능성을 평가하여 신용위험의 상대적인 수준을 서열화한 후 위험 수준이 비슷한 기업들을 동일한 등급으로 계량화한 지표를 의미한다.

따라서 기업의 신용평가는 평가 대상 기업의 현금흐름 창출과 채무상환 능력에 대하여 종합적이고 유기적인 활동을 분석하여 신용평가기관의 공정하고 전문가적인 종합판단의 결과물로서 이에 따라 신용등급을 결정한다.¹⁾

2.2.2 신용평가요소

신용평가는 미래의 채무상환 가능성을 예측하고 평가하는 것으로서, 이는 기업의 과거 실적 및 현재 신용상태에 대한 파악뿐만 아니라 전문가로서 합리적 근거를 토대로 환경변화와 이에 따른 사업 및 재무상태의 변화를 전망하여 결정한다. 이에 금융시장 및 경제 환경 등 제반적인 상황을 고려하여 해당 기업이 취득한 자산으로 창출한 영업이익으로 채무상환능력을 측정하는 사업위험과 외부로부터 원활한 자금조달능력을 측정하는 재무위험으로 구분하여 분석한다. 이러한 사업위험은 기업이 영위하는 생산 및 판매 활동 사업이나 자산의 본원적인 특성에 내재된 위험을 말한다. 이에 따라 사업위험 결정요인은 경영관리, 산업위험 및 경쟁력 지위에 대한 판단 등 다양한 요인에

1) 이상의 내용은 나이스신용평가 홈페이지(<http://www.nicerating.com>)의 내용을 인용함

대한 분석이 이루어진다. 한편 재무위험은 사업활동을 위하여 필요한 자본을 외부로부터 조달함에 따라 발생하는 위험으로서, 이는 차입금을 활용하여 발생하는 위험을 말한다. 이에 재무위험의 평가는 기업의 재무정책, 현금흐름의 적정성, 재무구조, 수익성 등에 대한 다양한 분석을 통하여 평가가 이루어진다. 이러한 두 부문의 평가요소는 완전히 분리되어 있는 것이 아니라 서로 유기적으로 관련되어 있다. 즉, 사업에서 창출하는 현금흐름은 재무구조를 개선시키는 효과가 있고 적절한 재무레버리지의 구성에 따라 사업영역의 폭이 달라질 수 있다는 것이다.²⁾

2.2.3 신용평가의 역할

신용평가는 투자자와 발행기업, 금융시장 전체에 대하여 중요한 역할을 수행한다. 첫째, 금융시장에서 채권의 발행 주체와 투자자 사이에서 객관적이고 전문적인 의견을 제시함으로써 정보의 비대칭을 해소하는 역할을 한다. 이는 기업공시제도의 공시내용만으로는 투자자들이 발행기업의 미래 적기상환능력을 판단하기 어려울 뿐만 아니라, 그들의 분석능력에 따라 상이한 결정을 내릴 수 있기 때문이다. 또한, 투자의사결정 과정상 시간, 비용 등의 제약으로 투자자는 발행기업에 대한 정보 부족으로 인해 발생하는 손실위험에 노출되어 있기 때문이다. 둘째, 투자자에게는 채권의 매입, 보유, 처분 등의 투자의사결정에 필요한 정보를 제공하여 투자위험에 대한 불확실성을 축소시킨다. 셋째, 금융시장에서는 신용위험 수준을 제공함으로써 채권시장의 효율성에 도움을 준다. 넷째, 신용도가 높은 발행기업에게는 금융시장과 고객에 대한 기업 이미지 제고 효과와 다양한 방법의 안정적인 자본조달의 탄력성을 확보하게 된다.

따라서 신용평가는 투자자를 보호하고 발행기업의 시장참여를 돕는 역할을 한다.³⁾

2), 3) 이상의 내용은 나이스신용평가 홈페이지(<http://www.nicerating.com>)의 내용을 인용함

2.2.4 신용평가 관련 선행연구

Anderson and Mansi(2009)는 채권시장에서의 기업가치를 기업의 신용등급으로 보아 1994년부터 2004년까지 2,574개의 표본을 이용하여 미국의 고객만족지수인 ACSI와 채권시장의 핵심지표인 신용등급 및 채권 스프레드 사이에 유의한 양(+)의 관련성을 검증하였다. 이는 브랜드에 대한 고객만족도가 높을수록 기업의 신용등급이 높고, 이로 인한 자금조달비용이 낮음을 확인한 것이다. 즉, 고객만족도는 기업가치를 상승시키는 주요 요인이며, 브랜드에 대한 고객만족도가 높을수록 수익성의 증가로 미래 현금흐름에 대한 기대를 증가시키기 때문에 채권자는 보유한 채권에 대하여 회수가능성을 더욱 높게 평가하게 된다고 하였다.

전인수 등(2012)은 고객만족의 측정치로 한국능률협회컨설팅이 제공하는 고객만족도(KCSI)를 이용하여, 2000~2010년간 총 3,058개 개별브랜드의 고객만족도(KCSI)에 대한 결과를 취합한 후 동일기업이 보유한 다수의 개별브랜드에 대한 고객만족도(KCSI)를 산술평균하였다. 이에 대한 자료를 근거로 신용평가를 받은 기업 연도 총 688개의 표본을 이용하여 실증분석하였다. 연구결과, 고객만족도(KCSI)는 신용등급에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인되었고, 제조업보다 서비스업에, 자산규모가 큰 기업보다 작은 기업에서, 고객만족이 신용등급에 유의하게 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

김수옥 등(2015)은 2011년부터 2014년까지 지속 가능 경영활동의 측정치로 한국기업지배구조원에서 발표한 ESG 평가등급을 이용하여, 이에 대한 정보공시가 주식시장에 미치는 반응을 확인하여 지속 가능 경영활동이 자본시장에서의 기업가치와 회사채 신용평가등급에 미치는 영향을 연구하였다. 실증분석결과, ESG 평가등급은 정보공시 효과가 있음을 확인하였고 ESG 평가등급이 높은 기업일수록 기업가치가 높은 것으로 나타났으며, ESG 평가등급과 회사채 신용등급은 유의적인 상관관계가 존재하는 것으로 검증되었다.

손원상 등(2013)은 기업의 신용평가에 영향을 미치는 요인으로, 미래 초과이익의 현재가치, 부도예측, 경영자의 이익조정 행위, 외국인지분을 및 감사인의 규모에 대하여 실증분석하였다. 연구결과 미래 초과이익의 현재가치,

부도예측, 외국인지분율, 감사인 규모는 신용평가에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다, 반면 경영자의 이익조정 대리변수인 성과대응 재량적 발생액은 기업의 신용평가에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 결과를 도출하였다. 이는 기업의 신용평가는 주요 재무 평가지표인 재무건전성, 성장성, 수익성의 정보뿐만 아니라 부도예측, 기업가치, 경영자의 이익조정행위와 회계투명성 등의 정보에 영향을 받게 된다. 따라서, 기업의 외부 정보이용자들은 투자에 대한 의사결정 시에 이러한 신용평가 요인에 대하여 중요하게 고려할 필요성을 제시하였다.

채수준 등(2012)은 내부회계관리제도의 효율적인 운영을 위한 내부회계담당 인적자원의 특성이 신용등급에 차별적인 영향을 미치는지를 검증하였다. 연구결과, 내부회계담당 인적자원의 규모가 클수록, 평균 경력 월수가 길수록, 회계사를 배치할수록, 높은 신용등급을 받는 것으로 나타났다. 이는 내부회계관리에 충분한 내부회계담당 인적자원의 수와 장기간 경력 보유자 및 전문인력인 회계사를 배치함으로써 효과적인 내부통제와 신뢰성으로 정보비대칭 문제를 통제하여 신용평가에 긍정적으로 반영된다는 점을 확인하였다.

양대천 등(2014)은 2003년부터 2012년까지 국내 상장기업을 대상으로 기업의 재무상태와 경영성과를 나타내는 재무보고서에서 수익비용대응의 정도를 Dichev and Tang(2008) 수정모형을 이용하여 측정하였다. 이에 수익비용대응과 회사채 신용등급 간의 관련성에 대하여 Ordered Logit 모형을 이용하여 실증분석하였다. 연구결과 수익비용대응이 높은 기업일수록 회사채 신용등급이 높은 것으로 확인되었다. 또한, 신용등급을 투기등급과 투자등급으로 구분하여 분석한 결과는 수익비용대응의 정도가 높은 기업일수록 투자등급을 받을 가능성이 높은 것으로 나타났고, 회사채 신용등급과 양(+)의 관련성으로 검증되었다. 안성윤(2015)은 신용평가 요소로서 고유위험요인인 산업위험분석에 대한 28개 산업을 표본으로 하여 시장규모 성장률, 진입장벽, 활동성, 기술 변동성의 산업특성을 측정하여 신용평점 및 재무평점에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석결과 시장규모 성장률이 클수록 시장수요 및 수익창출기회, 사업안정성 유지가능성, 미래상환능력이 증가함에 따라 신용평가에 긍정적인 영향을 미치는 결과가 나타났다. 또한, 진입장벽을 나타내는 시

장집중도가 클수록 초과이익의 창출 가능성이 증가하여 신용평가에 긍정적인 영향을 미치는 결과를 제시하였다. 그리고 활동성을 나타내는 재고자산회전율이 높을수록 신용평가에 긍정적인 결과로 분석되었으며, 기술변동성은 신용평점에는 긍정적인 영향으로 나타났으나, 재무평점에는 부정적인 영향을 미치는 것으로 결과가 도출되었다.

이운경, 이우재 (2016)는 2000년부터 2012년까지 상장기업을 대상으로 Demerjian et al(2012)이 제시한 방법으로 한정된 자원을 활용하여 최대의 산출물을 창출하는 경영효율성 정도를 경영자능력의 대용치로 측정하여 경영자 능력이 기업의 신용평가에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과, 경영자능력이 높은 기업일수록 기업활동 관련 정보를 외부에 적극적으로 공시하여 이해관계자들에게 적시에 전달함으로써 정보 비대칭으로 인한 불확실성에 대한 위험을 감소시키는 것으로 나타났다. 또한, 재무적 지표들이 개선되어 기업의 성장성, 유동성, 안전성을 높여서 부실위험을 낮추게 되어 이에 따라 기업의 신용도를 높이는데 긍정적인 효과가 나타남을 실증적으로 검증하였다.

김동순 등 (2016)은 기업의 사회적책임활동(CSR)에 대한 대리변수로 한국기업지배구조원의 ESG평가자료를 이용하여 기업의 사회적책임활동(CSR)이 회사채 신용평가등급과 기업지배구조에 미치는 영향을 실증분석하였다. 연구결과 기업의 사회적책임활동이 우수할수록 당해 연도 및 다음 연도의 회사채 신용평가등급이 높게 나타남에 따라 부채비용을 절감시키는 재무적 성과가 나타났다. 또한, 기업의 지배구조 수준이 우수할수록 기업의 사회적 책임활동에 적극적으로 수행하는 결과를 도출하였다.

김태산, 김용식(2020)은 2011년부터 2018년까지 회사채신용등급(ACR)과 채권내재등급(BIR)이 존재하는 상장기업 1,077개 표본을 대상으로 De Franco et al (2011)의 연구방법으로 비교가능성(COMP)를 측정하고, 등급 불일치 크기(SPLIT)를 측정하여 비교가능성이 회사채신용등급(ACR)과 채권내재등급(BIR)을 향상시키는 역할 및 등급 불일치를 축소시키는 효과가 있는지를 검증하였다. 실증분석 결과 비교가능성(COMP)은 회사채신용등급과 채권내재등급에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났고, 등급불일치(SPLIT)

를 축소시키는 효과에 유의한 결과가 도출되었다.

따라서 신용평가는 대상 기업의 전반적인 재무상태와 경영성과 및 경영관리실태 등을 종합적으로 고려하여 차입 원리금에 대한 상환능력을 평가하는 것으로서, 대규모 자금조달 및 그에 따른 비용 등에 직접적으로 영향을 미치는 주요한 지표이므로, 기업에서 매우 중요한 역할을 한다.

[표 2-2] 신용평가 관련 선행연구 요약

연구논문	주요내용
Anderson and Mansi (2009)	- 미국의 고객만족지수인 ACSI와 채권시장의 중요지표인 신용등급 및 채권 스프레드 간에 유의한 양(+)의 관계가 있음을 검증함. 따라서 고객만족도가 높을수록 신용등급이 높다는 것을 확인함.
전인수 등 (2012)	- 고객만족에 대한 측정치로 우리나라 고객만족지수(KCSI)를 이용하여 고객만족이 기업의 신용평가에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 실증분석됨. - 또한 고객만족은 자산규모가 작은 기업이, 제조업보다 서비스업에서 신용등급에 더 유의한 관련성이 검증되었음.
채수준 등 (2012)	- 내부회계관리제도의 효율적인 운영을 위한 내부회계담당 인적자원의 특성이 신용등급에 미치는 영향을 검증함. - 연구결과, 내부회계담당 인적자원의 규모가 클수록, 평균 경력 월수가 길수록, 회계사를 배치할수록, 효과적인 내부통제와 신뢰성으로 정보비대칭 문제를 통제하여 신용등급에 긍정적으로 반영된다는 점을 확인함.
손원상과 김진태 (2013)	- 기업의 신용평가 요인으로 미래 초과이익의 현재가치, 부도예측, 경영자의 이익조정 행위, 외국인지분율, 감사인 규모가 재무평점과 신용평점에 미치는 영향에 대한 분석 - 결과, 경영자의 이익조정의 대리변수인 성과대응 재량적 발생액은 신용평가에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 이를 제외한 나머지 신용평가요인은 기업의 신용평가에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타남.
양대천과 서윤희 (2014)	- 기업의 재무상태와 경영성과를 나타내는 재무보고서에서 수익비용대응 정도를 Dichev and Tang(2008)의 방법을 수정하여 측정하였으며, 수익비용대응의 정도가 높을수록 회사채 신용등급 간에 양(+)의 관련성 검증. - 또한 수익비용대응이 높은 기업일수록 투자등급으로 받을 가능성이 높은 것으로 나타남.

연구논문	주요내용
김수옥과 이치송 (2015)	- 지속가능 경영활동 측정치로 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급을 이용하여 기업가치와 신용평가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 실증분석됨. - 즉, ESG 등급이 높을수록 기업가치와 신용평가등급이 높게 나타남.
안성윤 (2015)	신용평가 고유위험요인인 산업특성으로, 시장규모성장률이 클수록 수익창출 및 미래상환능력이 증가하고, 시장진입장벽을 나타내는 시장집중도가 클수록 초과이익 창출가능성 증가하여 신용평가에 긍정적인 영향을 미침. - 산업의 기술변동성은 신용평점에는 긍정적인 영향을 미치는 반면, 재무평점에는 부정적인 영향으로 나타남.
이윤경과 이우재 (2016)	- Demerjian et al (2012)의 방법에 따라 경영효율성을 경영자능력 측정치로 이용하여 경영자능력이 높을수록 기업의 재무평점이 높아지는 것으로 확인되었음. - 또한 경영자능력이 우수할수록 기업의 신용도가 양호한 것으로 나타남.
김동순 등 (2016)	- 기업의 사회적책임활동(CSR)이 회사채 신용평가등급 및 지배구조 건전성에 미치는 영향을 실증분석 - 연구결과 CSR활동이 우수할수록 회사채 신용평가등급이 높고, 지배구조가 건전할수록 CSR활동에 적극적임.
김태산과 김용식 (2020)	- De Franco et al (2011)의 방법으로 비교가능성(COMP)을 측정하고, 등급 불일치 크기(SPLIT)를 측정 - 비교가능성(COMP)은 회사채 신용등급(ACR)과 채권내재등급(BIR)을 향상시키는 역할을 하는 것으로 검증됨. - 또한 비교가능성은 등급불일치(SPLIT)를 축소시키는 효과에 유의한 결과가 도출되었음.

2.3 기업수명주기

2.3.1 기업수명주기의 개념

기업수명주기는 제품수명주기 이론을 회계학 분야에 적용한 것으로서, 선행연구를 통하여 기업수명주기에 따른 회계정보의 특성과 가치관련성이 있음을 알 수 있다. 이러한 기업수명주기를 도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기 등 4단계로 구분(Quinn and Cameron, 1983)하는데, 도입기와 성장기는 성격이 유사하여 명확하게 구분하기 어렵기 때문에 대부분 기업수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기 등 3단계로 분류한다. 기업수명주기를 구분하기 위한 측정 변수로, 다수의 선행연구에서는 Anthony and Ramesh(1992)의 방법을 적용하여 기업수명주기를 측정하고 있다.

Anthony and Ramesh(1992)는 기업의 배당지급성향, 매출액증가율, 자본적 지출 비중, 기업 연령에 대한 측정치를 부여하고 이를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하였다. Bens et al(2002)은 매출액 증가율, 자본적 지출 증가율에 성장성 지표인 M/B비율과 연구개발비 지출 증가율을 추가하여 기업수명주기를 측정하였다. DeAngelo et al(2006)은 배당성향은 성장성에 대한 정보가 부족하다고 판단되어 이에 대한 대용변수로 자본금 대비 이익잉여금 비율을 사용하였다. Hribar and Yehuda(2007)는 기본의 측정 변수에 종업원 증가율을 추가하여 기업수명주기 대체변수로 사용하였다.

국내 연구는 권영도(1996)가 Anthony and Ramesh(1992)의 측정방법에 따라 기업수명주기를 구분하였고, 최현섭 등(2006)은 매출액 증가율, 유·무형 고정자산 증가율, 종업원 증가율로, 권수영과 문보영(2009)은 매출액 증가율, 자본적 지출 증가율, 기업 연령, 배당성향, 자본금 대비 이익잉여금 비율로 측정하였다. 또한 김태완 등 (2014)과 한지연 등(2018)은 매출액증가율, 유형 자산증가율, 종업원증가율, 자본적지출 증가율, M/B비율, 기업연령을 사용하였다.

한편 박원과 박상규(2010) 및 최혁(2018)은 매출액증가율, 종업원증가율, 자본적지출증가율, M/B비율, 자본금 대비 이익잉여금 비율로 기업수명주기를

측정하였다.

이와 같이 기업수명주기를 측정하는 변수에 대해 명확한 기준이 있는 것이 아니며 기업수명주기의 측정치를 보다 정확하게 하기 위해 이용되는 변수는 각 연구방법에 따라 차이가 있다.

2.3.2 기업수명주기 관련 선행연구

기업수명주기(Corporate Life Cycle) 관련 선행연구는 회계의 재무적 정보 차별성을 기업수명주기에 따라 분석한 Anthony and Ramesh(1992), 현금흐름과 회계이익의 가치관련성이 기업수명주기에 따라 달라진다고 연구한 Black(1998), 현금흐름으로 기업 수명주기를 구분한 Dickinson(2011) 등이 있다.

Anthony and Ramesh(1992)는 기업 수명주기에 대한 측정을 매출액 증가율, 배당성향, 자본적 지출 비중, 기업연령의 변수로 기업의 경제적 상황 및 재무특성을 구분하고 수명주기와 관련시켜서 이를 결정하는 변수가 기업수명주기에 따라 달라진다고 보고하였다. 이에 매출액 증가율과 자본적 지출 비중은 기업의 성장 단계에서 매우 중요한 변수이므로 성장기에는 매출액 증가율이나 자본적 지출 비중이 비정상 주가수익률과 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타난 반면, 쇠퇴기에는 다른 결과를 보여주었다. 기업수명주기 관련 대부분의 연구들은 Anthony and Ramesh(1992)의 방법을 많이 사용하며, 그 외에 다른 특성을 추가하거나 제외하는 등의 다양한 방법들이 사용되고 있다.

Black(1998)은 기업의 각 수명주기에 따라 영업활동, 재무활동, 투자활동으로 인한 현금흐름과 회계이익의 상대적인 가치관련성에 대하여 연구하였다. 실증분석결과, 성장기에는 순자산 장부가치와 현금흐름은 가치관련성이 높은 것으로 나타났으나, 회계이익은 시차를 두고 나타나기 때문에 상대적으로 가치관련성이 낮은 것으로 나타났다. 성숙기에는 회계이익과 순자산의 장부가치, 현금흐름 등 대부분의 재무정보가 기업가치에 유의한 양(+)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 반면, 쇠퇴기에는 성장기와 같이 현금흐름은 가

치관련성에 유의한 결과가 나타났지만, 회계이익은 유의한 결과가 나타나지 않았다.

Hribar and Yehuda (2007)는 성장기 기업의 발생액은 성숙기나 쇠퇴기보다 가치관련성이 높게 나타났다. 이는 성장기 기업의 발생액은 시장의 위험한 현상으로 받아들이지 않고 성장지표로 평가하는 것으로 검증되었다.

Dickinson(2011)은 영업활동, 재무활동, 투자활동으로 인한 현금흐름에 따라 기업수명주기를 측정하였다. 각 활동별로 구분된 기업수명주기는 도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 분류하여 미래의 수익성에 관한 예측정보를 명확히 제공하는 것으로 나타났다.

기업수명주기 관련 국내 연구로 권영도(1996)는 지분의 장부가치 구성요소들의 상대적 중요성이 기업의 수명주기단계에 따라 달라지는지를 분석한 결과 영업성과, 재무성과 및 유보이익의 중요성이 기업수명주기(성장기, 성숙기, 쇠퇴기)에 따라 달라지는 것을 확인하였다. 구체적으로 성장기에는 영업성과가 높고 쇠퇴기에는 재무성과가 높았으며, 순자산의 설명력은 전반적으로 성장기에 높은 것으로 보고하였다.

권수영 등(2009)은 당기 수익성을 나타내는 자기자본이익률과 그 구성요소가 기업수명주기에 따라 미래수익성 및 가치관련성이 차별적임을 검증하였다. 이는 정보유용성 측면에서 미래수익성을 예측함에 있어 성숙기에는 총자산회전율이, 성장기에는 부채비율이, 쇠퇴기에는 매출액이익률과 재무레버리지가 기업가치와 높은 관련성이 있는 것으로 결과가 도출되었다.

박원과 박상규 (2010)는 회계이익과 순자산의 장부가치가 기업수명주기에 따라 기업가치에 영향을 미치는 이익지속성, 자기자본이익률, 재무적 위험 등과 차이가 있는지를 검증하였다. 분석결과 성숙단계 기업이 다른 수명주기단계의 기업에 비해 이익지속성과 자기자본이익률의 가치관련성은 높지만, 순자산의 가치관련성과 재무적 위험은 낮다고 주장하였다. 박원과 권예경 (2011)은 기업이 처한 경제적 특성인 기업수명주기에 따른 연구개발 지출의 가치관련성을 Ohlson(1995) 연구모형으로 분석한 결과 기업수명주기에 따라 연구개발지출의 가치관련성이 차이가 있는 것으로 나타났다. 즉, 성숙 혹은 쇠퇴단계보다는 성장단계의 경우 연구개발 지출의 가치관련성이 증가하는 것

으로 검증되었다.

김태완 등 (2014)은 기업수명주기에 따라 이익조정이 신용평점에 미치는 영향에 대하여 연구하였다. 실증분석결과 발생액 이익조정은 성장기와 성숙기에 유의적인 양의 영향을, 비정상현금흐름은 성장기, 성숙기, 쇠퇴기 모두에서 유의적인 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 비정상제조원가는 성장기와 성숙기에 유의한 음의 영향을, 비정상재량적지출은 성장기와 성숙기에 유의한 양의 영향, 쇠퇴기에는 유의한 음의 영향을 미치는 결과가 도출되었다. 이상은, 권영도(2015)는 기업수명주기별 회계정보와 신용등급의 가치관련성에 대하여 분석하였다. 실증분석 결과 회계이익과 순자산의 장부가치 및 신용등급은 성숙기 기업의 가치가 성장기나 쇠퇴기에 비해 높은 설명력을 보였다. 또한 신용등급의 높고 낮음에 따라 가치관련성에 큰 차이가 나타났는데 신용등급이 낮은 경우는 기업수명주기에 관계없이 회계이익보다 순자산의 가치관련성이 높았고, 신용등급이 높은 경우는 회계이익과 순자산의 가치관련성에 큰 차이가 없었다. 이는 신용등급이 높은 성장기와 성숙기 기업의 가치평가에는 회계이익과 자산의 장부가치의 중요성의 정도가 비슷하다고 하였다.

또한 원자연과 유상열(2016)은 기업수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 경쟁전략이 기업성과의 지속성에 미치는 효과를 실증분석하였는데, 성장기의 차별화 전략은 성과의 지속성에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이에 성장기 기업은 차별화전략을 추구하여 지속가능한 성과를 달성할 수 있음을 확인함으로써 기업수명주기 단계별로 기업이 추구하는 경쟁전략에 따라 차이가 있음을 알 수 있다.

최혁(2018)은 기업수명주기를 기업의 발전단계에 따라 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 광고비가 기업가치에 미치는 영향을 실증분석하였다. 연구결과, 성장기의 광고비는 기업가치에 긍정적이고, 쇠퇴기의 광고비는 다른 수명주기에 비해 기업가치에 부정적인 효과를 미치는 것으로 나타났다.

한지연 등(2019)은 경영자의 이익조정행위가 기업수명주기에 따라 기업가치에 미치는 영향이 다른지를 분석하였는데, 분석결과 성장기의 이익조정이 성숙기에 비해 기업가치에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났다. 하석태와 조

성표(2020)는 기업수명주기에 따라 미래이익에 대한 회계 정보의 유용성이 차별적인지를 검증하였다. 이에 대한 연구결과 성숙기의 기업이 다른 수명주기 단계에 있는 기업보다 미래이익 반응계수가 유의적으로 높은 것으로 나타나, 기업수명주기별로 회계정보의 유용성에 차이가 있는 것으로 확인되었다.

따라서 다수의 선행연구와 같이 연구대상 및 목적에 따라 기업수명주기별로 영업·재무성과, 기업가치 및 신용평가 관련성이 차별적임을 알 수 있다.

[표 2-3] 기업수명주기 관련 선행연구 요약

연구논문	주요내용
Anthony and Ramesh (1992)	- 기업수명주기를 매출액증가율, 자본적지출, 배당성향, 기업 연령 변수를 근거로 기업의 경제적 상황 및 특성을 구분 - 성장기 기업은 매출액 증가율이나 자본적 지출액이 주가 수익률과 양(+)의 관련이 있는 반면, 쇠퇴기에는 그 관련성이 달라짐을 보여줌
Black (1998)	- 기업의 각 수명주기에 따라 영업활동, 재무활동, 투자활동으로 인한 현금흐름과 회계이익의 가치관련성 검증 - 실증분석 결과, 성장기에는 순자산의 장부금액과 현금흐름이, 성숙기에는 회계이익을 포함한 대부분의 회계 정보가 가치 관련성이 있음을 검증
Hribar and Yehuda (2007)	- 성장기의 발생액은 성숙기나 쇠퇴기보다 가치관련성이 높게 나타남 - 이는 성장기 기업의 발생액은 위험 현상이 아닌 성장지표로 평가하고 있기 때문임.
Dickinson (2011)	- 영업활동, 투자활동, 재무활동으로 인한 현금흐름에 따라 기업수명주기를 도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기, 쇠퇴기로 구분하여 기존의 기업수명주기보다 미래의 수익성에 관한 예측정보 제공 가능성을 확인함.
권영도 (1996)	- 기업의 수명주기에 따라 영업성과나 유보이익의 중요성이 다른지 검증 - 분석결과 성장기에는 영업성과와 순자산의 설명력이 높고, 쇠퇴기에는 재무성과가 설명력이 높은 것으로 나타남.

연구논문	주요내용
권수영과 문보영 (2009)	- 기업수명주기에 따라 자기자본이익률의 구성요소가 미래 수익성과 가치관련성에 미치는 영향이 차별적임을 확인함. - 따라서 이익예측과 기업가치에 따른 투자 의사결정 시에 기업수명주기를 고려할 필요성이 있음.
박원과 박상규 (2010)	- 기업수명주기에 따라 회계이익과 순자산의 가치평가에 영향을 미치는 이익지속성, 자기자본이익률, 재무적위험에 차이가 존재하는 것으로 나타남. - 즉, 성숙기에는 다른 수명주기(성장, 쇠퇴기) 기업보다 회계이익의 가치관련성은 높지만, 순자산의 가치관련성은 상대적으로 낮은 것으로 검증됨.
박원과 권예경 (2011)	- 기업의 경제적 특성을 고려한 기업수명주기에 따른 연구개발지출의 가치관련성에 차이가 있음을 확인 - 즉, 성숙기와 쇠퇴기보다 성장기의 연구개발 지출이 기업 가치관련성이 높은 것으로 나타남.
김태완과 이진수 (2014)	- 기업수명주기에 따른 이익조정(실물이익조정, 비정상현금흐름, 비정상제조원가, 비정상재량적지출)이 신용평점에 미치는 영향을 연구 - 기업수명주기에 따라 이익조정 대상별로 신용평점에 미치는 영향이 상이하게 나타남.
이상은과 권영도 (2015)	- Ohlson모형을 이용하여 기업수명주기별 신용등급과 회계정보의 가치관련성 분석 - 신용등급이 낮은 경우 기업수명주기에 관계없이 회계이익보다 순자산의 가치관련성이 높았음. - 신용등급이 높은 성장기와 성숙기는 회계이익과 순자산 가치 관련 중요성의 정도가 비슷함.

연구논문	주요내용
원자연과 유상열 (2016)	- 기업수명주기별로 경쟁전략이 성과의 지속성에 미치는 효과가 차별적인지 분석 - 성장기에는 차별화전략이 성과의 지속성에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타남. - 반면, 쇠퇴기에는 원가우위 전략이 성과의 지속성에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 확인됨.
최혁 (2018)	- 기업수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 광고선전비가 기업가치에 미치는 영향을 실증분석 - 성장기의 광고선전비는 기업가치에 긍정적인 영향 미치고, 쇠퇴기의 광고선전비는 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타남.
한지연 등 (2019)	- 기업수명주기에 따라 경영자의 이익조정행위가 기업가치에 미치는 영향이 차별적인지 분석 - 성장기의 이익조정은 미래 성장에 대한 기대로 성숙기의 이익조정에 비해 기업가치에 미치는 효과가 큰 것으로 나타남.
하석태와 조성표 (2020)	- 기업수명주기에 따라 미래이익 예측에 대한 회계정보의 유용성에 차이가 있는지를 연구 - 실증분석 결과, 성숙기에 다른 수명주기 단계보다 미래이익 반응계수가 유의하게 높게 나타나, 회계정보의 유용성이 기업수명주기에 따라 차별적인 것으로 확인됨.

2.4 본 연구의 차별성

브랜드자산이 미래의 경쟁력과 수익성을 결정하는 중요한 자산으로서, 이에 대한 투자가 장부가치에 대한 프리미엄으로 기업가치에 반영되고 있으므로 자본시장에서 기업가치를 나타내는 주가와 누적초과수익률로 사용한 선행 연구는 지속적으로 이루어졌다.

이에 본 연구는 브랜드자산이 기업가치에 미치는 영향 이외에 채권시장에서 자금조달비용으로 사용되는 신용평가에 미치는 영향을 최초로 시도한 연구라는 점에서 선행연구와의 차별성을 가진다.

또한 브랜드자산이 외부투자자들의 주가반응을 통한 기업가치와 기업의 대내외적인 정보를 반영한 종합적인 결과물인 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 차별적인지에 대하여 처음으로 시도하는 연구이다. 이로써 브랜드자산과 관련된 전반적인 논점을 고려한 통합적이고, 구체적으로 실증분석한 연구라는 점에서 선행연구와 차별성을 가진다.

한편, 브랜드자산이 재무성과 및 기업가치에 미치는 영향에 대한 선행연구에서는 브랜드자산 측정치로 한국능률협회 컨설팅에서 발표하는 K-BPI (Korea Brand Power Index)지수를 사용하였다. 이러한 K-BPI는 산업별 상위 3위 브랜드 중심기업만을 대상으로 하였기 때문에 표본이 한정적이어서 일반화하는데 한계점이 있었다. 이에 본 연구는 브랜드스탁의 브랜드 증권거래소에서 생성되는 브랜드 주가지수와 전국의 소비자를 대상으로 조사하여 산출된 소비자 조사지수를 결합한 브랜드 가치평가지수 BSTI(Brand Stock Top Index)를 토대로 국내에서 유통되는 다수의 브랜드에 대한 브랜드평가지수(BSTI)를 브랜드자산의 측정치로 이용하였다. 이에 브랜드가 발표되지 않은 기업도 포함하여 연구함으로써 대표성이 제한적인 선행연구를 보완하여 일반화된 검증으로 연구결과의 타당성을 높였다는 차별성을 가진다.

Ⅲ. 연구설계

3.1 가설설정

3.1.1 브랜드자산이 기업가치에 미치는 영향

브랜드자산은 기업에 정기적으로 수익을 창출하는 장기적인 자산으로서, 성공적인 브랜드는 미래 사업을 위한 기반으로 관련 사업영역으로 진출할 수 있는 교두보가 된다. 또한 채투자하거나 상호 보완의 역할을 하는 다른 영역에 투자할 수 있는 연료가 되기도 한다(Scott M Davis, 2002).

이에 강력한 브랜드는 소비자의 가격에 대한 민감도를 떨어뜨리고 프리미엄 가격을 받을 수 있게 되어 더 높은 이익을 창출한다. 또한 신제품이 나올 때마다 즉각적인 신뢰감을 주어 애플의 아이폰이나 삼성전자의 갤럭시 휴대폰 신제품이 출시되기 전에 예약판매가 이루어지는 이유이기도 하다. 그리고 같은 품질의 제품에 어떠한 브랜드가 부착되는지 여부에 따라 가격 프리미엄이 현저히 달라진다. 이러한 브랜드자산은 우수한 브랜드명으로 제품에 가치와 신뢰를 부가시키고 충성도를 높여주는 것으로서, 이는 브랜드가 있음으로 인해 향후 발생될 증분이익(Simon and Sullivan, 1993)이다. 또한 브랜드화된 제품은 그렇지 않은 제품보다 더 높은 수준의 영업이익(Keller, 2003)을 기업에 제공할 가능성이 있다고 하였다. 이에 따라 브랜드가치 추정치가 투자자와 관련이 있고 주가와 수익에 반영되어 자본 증분의 시장가치와 유의적인 관련성이 있음을 검증하였다. 이에 주당 브랜드자산의 증가분이 주당 영업이익의 증가분보다 주가수익률을 더 잘 설명(Barth et al. 1998)하는 것으로 나타났다. 이로써 브랜드자산이 기업의 이익보다 기업가치를 더 증가시키는 것으로 확인되었다. 따라서 브랜드자산이 기업의 중요자산으로 차별화된 가치가 있음을 지속적으로 보여 주기 때문에 브랜드자산이 발표되는 기업과 그 중 브랜드자산의 수준이 높은 기업은 시장의 효율성 측면에서 주주와 투자자들에게 더 큰 이익을 제공할 것으로 예상되어 다음과 같이 가설 1을 설정한다.

(가설 1) 브랜드자산은 기업가치에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설 1-1 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 클 것이다.

가설 1-2 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을 수록 기업가치가 클 것이다.

3.1.2 브랜드 자산이 기업의 신용평가에 미치는 영향

기업의 신용평가 요인으로 고객만족도(Anderson and Mansi, 2009; 전인수 등, 2012), 미래 초과이익의 현재가치(손원상 등, 2013), 수익비용대응 정도(양대천 등, 2014), 지속가능 경영활동 측정치로 이용한 ESG 평가등급(김수옥 등, 2015), 기업의 사회적책임활동 CSR(김동순 등 2016), 경영효율성(이윤경과 이우재, 2016), 비교가능성(김태산과 김용식, 2020)등이 있다. 이에 대한 선행연구에서 살펴보았듯이 다양한 요인이 신용평가에 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이러한 요인의 측정치가 높을수록 신용평가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 실증 분석되었다.

이에 Anderson and Mansi(2009)는 미국의 고객만족도 대용치로 ACSI와 채권시장의 가장 중요한 지표로서 활용되고 있는 신용등급 및 채권 스프레드 간에 유의한 양(+)의 관련성을 확인하였다. 이는 고객만족도가 높을수록 수익성이 증대되어 미래 현금흐름에 대한 기대를 상승시키기 때문에 신용등급이 높고, 이에 따라 채권자는 채권에 대한 회수가능성을 더욱 높게 평가하게 된다고 검증하였다. 한편, 전인수 등(2012)은 한국능률협회컨설팅이 제공하는 우리나라의 고객만족도(KCSI)를 이용하여 채권시장에서 기업성과의 하나인 신용등급에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 브랜드에 대한 고객만족도는 기업의 신용등급에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이에 고객만족지수(KCSI)는 기업이 보유한 브랜드에 대한 상품, 서비스에 대한 고객들의 만족정도를 나타내는 지수로서, 이는 결국 브랜드로부터 창출된 것이라고

할 수 있다. 이러한 브랜드자산은 고객충성도를 증가시키고, 이해관계자들에게 정보전달능력이 있으며, 관련 제품 및 서비스에 대한 브랜드 확장기회를 제공(Keller, 1993)한다. 이에 따라 브랜드자산으로 인하여 시장에서 경쟁우위를 가지게 됨으로써 가격 프리미엄을 획득하여 기업의 매출 및 이익을 현저히 증가시키기 때문에 브랜드자산이 발표되는 기업과 그 중 브랜드자산의 수준이 높은 기업은 이로 인한 현금흐름 유입의 증가가 예상되어 다음과 같이 가설 2를 설정한다.

(가설 2) 브랜드자산은 기업의 신용평가에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설 2-1 브랜드 자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 신용평점이 높을 것이다.

가설 2-2 브랜드 자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높을 것이다.

3.1.3 브랜드자산이 기업가치에 미치는 영향에 대한 기업수명주기의 조절 효과

기업수명주기는 Anthony and Ramesh (1992) 연구를 토대로, 기업이 직면하고 있는 경제적 상황과 고유의 특성 및 경영 환경 등 기업의 발전과정에 따라 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분⁴⁾하고, 기업은 이에 따라 적합한 경영전략을 수립한다.

기업의 전략과 관련하여 Michael. E. Porter (1980)가 제시한 경쟁전략은 차별화(product differentiation)전략과 원가우위(cost leadership) 전략으로 구분된다. 이에 차별화 전략은 경쟁기업과 차별화된 서비스와 제품을 생산하여 경쟁우위를 달성하는 전략으로, 이를 위하여 디자인 및 혁신기술을 적용할 연구개발과 제품을 홍보하기 위한 광고 활동이 필요하다 (최혁, 2018). 한편, 원가우위 전략은 원가를 절감하여 경쟁우위를 달성하는 전략으로 규모의 경

4) 실증연구에서 대부분 기업수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 분류한다(Anthony & Ramesh, 1992; 최현섭 등, 2006; 권수영과 문보영, 2009; 박원과 박상규, 2010; 원자연과 유상열, 2016; 최혁, 2018)

제를 실현할 수 있는 적정 설비의 효율적 사용, 경험곡선에 의한 학습효과 등을 통해 원가를 절감하려고 한다. 이에 시장의 경쟁이 심한 경우에는 원가우위 전략이 적합하며, 시장의 경쟁이 심하지 않은 상황에서는 차별화 전략이 적합할 것이다.

따라서 성장기에는 차별화된 서비스와 제품의 연구개발이 중요하고 시장에서 경쟁이 심하지 않으므로 차별화 전략이, 쇠퇴기에는 시장에서 경쟁이 심하여 수익성 증대가 어려우므로 원가우위 전략이 적합할 것이다.

이렇듯 성장기 기업은 차별화 전략으로 인한 경쟁우위로 매출을 증가시켜 시장점유율을 확대하는 것이 기업의 중요목표이기 때문에 제품과 기업이미지 제고를 위한 광고와 연구개발로 지속적인 영업성과(원자연과 유상열, 2016)를 기대할 수 있다. 이와 관련하여 Anthony and Ramesh (1992)는 성장기에 비기대 매출액증가율과 자본적 지출액이 비정상 추가수익률과 양(+)의 관계가 있음을 검증하였다. 반면, 쇠퇴기 기업은 시장 경쟁의 심화로 인하여 원가우위 전략에 의해 원가를 절감하려고 하나, 시장점유율이 감소하여 수익성의 악화로 유동성 부족에 직면하게 된다. 이에 따라 기존 사업에서 투자는 거의 발생하지 않으며 불필요한 자산은 매각하기도 하며, 기존 사업에서 경쟁우위가 사라져서 인수합병 등을 통해 다른 성장 산업이나 새로운 사업으로 진입을 시도하기도 한다 (최혁, 2018)

이상의 선행연구와 같이 성장기에는 차별화전략으로 경쟁우위를 확보하기 위하여 기업은 제품에 대한 광고 활동과 연구개발로 브랜드자산 형성에 전력을 기울이는 단계이다. 이에 Hribar and Yehuda (2007)는 성장수준이 높은 성장기에 투자자들은 미래수익성을 기대하는 성장지표를 기업가치 평가에 중요한 요소로 반응하여 기업가치 관련성이 높다고 하였다.

따라서 성장기에는 브랜드자산으로 차별화전략을 수행하여, 제품 및 서비스에 대한 소비자들의 인지도가 상승하면서 매출이 급증하고 시장점유율이 확대되므로 미래 성장잠재력 및 수익성에 대한 기대가 높아진다. 이에 따라 성장기 기업이 다른 수명주기기업에 비해 브랜드자산의 발표여부와 브랜드 브랜드자산의 수준이 기업가치에 미치는 양(+)의 영향이 더 클 것으로 예상되어 다음과 같이 가설 3을 설정한다.

(가설 3) 브랜드자산이 기업가치에 미치는 양(+)의 영향은 기업수명주기에 따라 다를 것이다.

가설 3-1 브랜드자산 발표 여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이다.

가설 3-2 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이다.

3.1.4 브랜드자산이 신용평가에 미치는 영향에 대한 기업수명주기의 조절 효과

기업의 발전과정에 따른 기업수명주기로 성장기에는 미래의 경영성과 및 잠재적인 경쟁자들의 진입장벽을 높이기 위하여 브랜드자산, 연구개발 및 설비투자 등 무형자산 및 자본적 지출 투입에 집중하는 시기로서, 제품개발과 시장개척에 관심을 가지는 단계이다.

이에 Young and Huang (2004)은 성장기에 브랜드자산 등 무형자산의 비중이 높은 기업이 미래 경영성과가 높다고 하였다. 따라서 성장기에는 브랜드자산으로 인한 차별화 전략으로 시장점유율이 확대되어 제품 수요가 증가함에 따라 지속적인 수익 창출로 영업 현금흐름 유입이 증가되어 미래상환능력(안성운, 2015)에 대한 불확실성이 감소 될 수 있다. 이에 따라 성장기 기업이 다른 수명주기기업에 비해 브랜드자산의 발표여부와 브랜드자산의 수준이 신용평가에 미치는 양(+)의 영향이 더 클 것으로 예상되어 다음과 같이 가설 4를 설정한다.

(가설 4) 브랜드자산이 신용평가에 미치는 양(+)의 영향은 기업수명주기에 따라 다를 것이다.

가설 4-1 브랜드자산 발표 여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이다.

가설 4-2 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이다.

3.2 연구모형

본 연구는 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향 및 기업수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 차별적인지에 대하여 종합적으로 실증분석하는 것이다. 이에 설정한 가설들을 검증하기 위하여 Barth 등(1998), Anderson and Mansi(2009), 전인수 등(2012), Anthony and Ramesh(1992), 최혁(2018)의 선행연구를 참고하여 본 연구의 목적에 적합하도록 종속변수 및 설명변수를 추가하거나 변경하여 아래와 같이 연구모형을 설정하였다.

통제변수로는 선행연구에서 기업가치와 신용평가에 영향을 미칠 가능성이 있는 요소들에 대하여 연구모형에 포함 시켰다. 즉, 총자산(SIZE)은 기업규모 효과 및 계속기업으로서의 잠재적인 역량을 나타내기 때문에 이를 통제하기 위하여 변수에 포함하며, 다른 지표와는 다르게 비율이 아니고, 그 값이 크기 때문에 로그값을 취한다(Anderson and Mansi, 2009).

광고비(AD)와 연구개발비(RD)는 매출액으로 나누어 산출한 것으로서 이는 광고비와 연구개발비가 브랜드자산을 형성하는 매개체이기 때문에 기업가치와 신용평가에 영향을 미칠 수 있으므로 변수에 포함한다(김연희, 2019).

부채비율(LEV)은 부채총계를 총자산으로 나누어 산출한 재무 건전성을 나타내는 지표로, 부채비율이 높을수록 레버리지 효과로 기업가치를 증가(최혁, 2018)시키는 측면이 있다. 반면, 자기자본에 비해 타인자본의 비중이 높아 지급능력이 떨어지고, 이자비용의 부담이 증가하여 채무불이행의 위험 등

의 부정적 영향(Francis et al. 2015)으로 신용등급을 하락시키는 요인이 된다. 또한 총자산순이익률(ROA)은 기업의 수익성 지표로서 수익성이 높은 기업은 기업가치와 신용평가에 긍정적일 것으로 예상된다.

산업별 효과 및 연도의 효과를 통제할 필요가 있으므로 산업더미(IND)와 연도더미(YD)를 포함한다.

3.2.1 가설 1의 검증을 위한 연구모형

〈가설 1〉은 브랜드자산이 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는지를 확인하는 것이다. 이를 분석하기 위한 연구모형은 김은영과 조성표(2012), 김연희 등 (2019)이 검증을 위하여 설계한 모형을 참고하고, 본 연구의 목적에 맞게 종속변수 및 설명변수를 변경하거나 추가하여 사용하였다.

〈가설 1〉에 대한 세부적인 〈가설 1-1〉과 〈가설 1-2〉의 검증을 위하여 아래의 식 (1)과 식 (2)의 모형을 설정하였다.

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 DBSTI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AD + \beta_4 RD + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \sum YD + \sum IND \quad (1)$$

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 BSTI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AD + \beta_4 RD + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \sum YD + \sum IND \quad (2)$$

〈변수의 정의〉

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 BSTI가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

BSTI : 브랜드자산(브랜드평가지수합의 로그값)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고선전비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

YD : 연도더미

IND: 산업더미

〈가설 1-1〉과 같이 브랜드자산이 발표되는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 크다면, 설명변수 DBSTI의 회귀계수 β_1 의 값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 또한 〈가설 1-2〉와 같이 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 크다면 설명변수 BSTI의 회귀계수 β_1 의 값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

3.2.2 가설 2의 검증을 위한 연구모형

〈가설 2〉는 브랜드자산이 신용평가에 양(+)의 영향을 미치는지를 확인하는 것이다. 이를 분석하기 위한 연구모형은 전인수 등(2012), 안성운(2015)이 검증을 위하여 설계한 모형을 참고하고, 본 연구의 목적에 맞게 종속변수 및 설명변수를 변경하거나 추가하여 사용하였다.

〈가설 2〉에 대한 세부적인 〈가설 2-1〉과 〈가설 2-2〉의 검증을 위하여 아래의 식 (3)과 식 (4)의 모형을 설정하였다.

$$CRS = \beta_0 + \beta_1 DBSTI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AD + \beta_4 RD + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \sum YD + \sum IND \quad (3)$$

$$CRS = \beta_0 + \beta_1 BSTI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AD + \beta_4 RD + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \sum YD + \sum IND \quad (4)$$

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 BSTI가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

BSTI: 브랜드자산(브랜드평가지수합의 로그값)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고선전비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

YD : 연도더미

IND: 산업더미

〈가설 2-1〉과 같이 브랜드자산이 발표되는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 신용평점이 높다면, 설명변수 DBSTI의 회귀계수 β_1 의 값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 또한 〈가설 2-2〉와 같이 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높다면 설명변수 BSTI의 회귀계수 β_1 의 값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

3.2.3 가설 3의 검증을 위한 연구모형

〈가설 3〉은 브랜드자산이 기업가치에 미치는 영향은 기업수명주기에 따라 차별적인지를 확인하는 것이다. 이를 분석하기 위한 연구모형은 최혁(2018)이 검증을 위하여 설계한 모형을 참고하고, 본 연구의 목적에 맞게 종속변수 및 설명변수를 변경하거나 추가하여 사용하였다.

〈가설 3〉에 대한 세부적인 〈가설 3-1〉과 〈가설 3-2〉의 검증을 위하여 아래의 식 (5)과 식 (6)의 모형을 설정하였다.

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 DBSTI + \beta_2 LCG + \beta_3 DBSTI * LCG + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV + \beta_8 ROA + \sum YD + \sum IND \quad (5)$$

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 BSTI + \beta_2 LCG + \beta_3 BSTI * LCG + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV + \beta_8 ROA + \sum YD + \sum IND \quad (6)$$

〈변수의 정의〉

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 BSTI가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

BSTI: 브랜드자산(브랜드평가지수합의 로그값)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

DBSTI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수
 BSTI*LCG : 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수
 SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)
 AD : 광고비(광고선전비/매출액)
 RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)
 LEV: 부채비율(부채총계/총자산)
 ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)
 YD : 연도더미
 IND: 산업더미

〈가설 3-1〉과 같이 브랜드자산 발표여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 크다면, DBSTI*LCG의 상호작용변수의 회귀계수 β_3 의 값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 또한 〈가설 3-2〉와 같이 브랜드자산 발표 기업의 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 크다면 BSTI*LCG의 상호작용변수의 회귀계수 β_3 의 값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

3.2.4 가설 4의 검증을 위한 연구모형

〈가설 4〉는 브랜드자산이 신용평가에 미치는 영향은 기업수명주기에 따라 차별적인지를 확인하는 것이다. 이를 분석하기 위한 연구모형은 김태완 등 (2014)이 검증을 위하여 설계한 모형을 참고하고, 본 연구의 목적에 맞게 종속변수 및 설명변수를 변경하거나 추가하여 사용하였다.

〈가설 4〉에 대한 세부적인 〈가설 4-1〉과 〈가설 4-2〉의 검증을 위하여 아래의 식 (7)과 식 (8)의 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 CRS = & \beta_0 + \beta_1 DBSTI + \beta_2 LCG + \beta_3 DBSTI * LCG \\
 & + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV \\
 & + \beta_8 ROA + \sum YD + \sum IND
 \end{aligned} \tag{7}$$

$$\begin{aligned}
CRS = & \beta_0 + \beta_1 BSTI + \beta_2 LCG + \beta_3 BSTI * LCG \\
& + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV \\
& + \beta_8 ROA + \sum YD + \sum IND
\end{aligned} \tag{8}$$

〈변수의 정의〉

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 BSTI가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

BSTI : 브랜드자산(브랜드평가지수합의 로그값)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

DBSTI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수

BSTI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고선전비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

YD : 연도더미

IND: 산업더미

〈가설 4-1〉과 같이 브랜드자산 발표 여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 높다면, DBSTI*LCG의 상호작용변수의 회귀계수 β_3 의 값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 또한 〈가설 4-2〉와 같이 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 높다면 BSTI*LCG의 상호작용변수의 회귀계수 β_3 의 값은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

3.3 주요변수의 측정

3.3.1 브랜드자산의 척도

브랜드 자산의 측정치는 브랜드스탁 증권거래소의 모의 주식거래를 통해 형성된 브랜드 주가지수와 전국 소비자를 대상으로 조사하여 산출된 소비자 조사지수를 결합한 브랜드가치 평가모델인 BSTI(BrandStock Top Index)를 토대로 국내에서 유통되는 다수의 개별브랜드에 대한 브랜드평가지수(BSTI)를 이용하였다. 이러한 브랜드평가지수(BSTI)는 브랜드주가지수 700점과 정기 소비자조사지수(인지, 호감, 신뢰, 만족, 구매의도) 300점을 결합하여 1,000점 만점으로 구성되어 있다. 브랜드자산 측정치와 관련하여 Barth et. al.(1998)은 595개 회사의 1,204개의 개별브랜드를 이용하여 브랜드자산과 기업가치 관련성을 연구하였는데, 동일기업이 다수의 개별브랜드를 보유할 경우 이를 합하여 브랜드자산의 측정치로 사용하였다. 따라서 본 연구는 Barth et al.(1998)의 연구방법에 따라 동일기업의 다수 개별브랜드에 대한 평가지수를 합하여 산출하였고, 이에 대한 지수합의 값이 크기 때문에 로그를 취하였다. 또한 브랜드평가지수(BSTI)의 발표여부를 나타내는 더미변수 DBSTI도 브랜드자산 측정치로 함께 사용하였다.

3.3.2 기업가치의 척도

자본시장에서 기업가치를 나타내는 변수로 다수의 선행연구에서 이용된 Tobin's Q로 측정하였다. 토빈큐는 기업의 시장가치(자본의 시장가치 + 부채의 장부가치)를 자산의 대체원가로 나눈 비율로서 기업의 시장가치가 대체원가에 비해 크면 Tobin's Q가 높다고 할 수 있다. 자산의 대체원가는 일반적으로 추정하기가 어려우므로 자산의 장부가액을 이에 대한 대용치로 사용하였다. 다수의 연구에서 장기적인 관점으로 기업가치 측정으로 활용되는데, 기업가치의 또 다른 측정치에는 주가와 주식초과수익률, 주당 현금흐름, 주당순이익 등과 같은 측정치들이 있다. 그러나 주가 관련 측정치는 변동성이 높기

때문에 실증분석 결과의 설명력이 매우 낮게 나타나는 특징이 있다. 이에 비해 Tobin's Q는 주주의 몫을 반영하고 감가상각 등의 회계적 조작의 가능성이 없으며 투자자들의 평가를 통해 기업 간 비교가 용이하며 미래의 수익을 반영할 수 있다는 장점이 있다 (이광윤 등, 2012; 최혁, 2018)

3.3.3 신용평가의 척도

채권시장에서 신용평가로 나타내는 변수로 다수의 선행연구에서는 회사채 신용등급을 사용하였으나, 이는 회사채를 발행하지 않는 기업들이 많기 때문에 다수의 기업이 실증분석 대상에서 배제되는 제약이 있으므로 본 연구에서는 나이스신용평가에서 제공하는 KIS 신용평점을 사용하였다.

KIS 신용평점은 기업의 신용평가와 관련하여, 타인자본 의존도 및 차입금에 대한 지급능력의 측정 지표로 안정성, 유동성, 부채상환능력을 활용하였다. 또한 자산의 효율적인 운영능력과 경영성과의 측정 지표로는 수익성, 성장성, 활동성을 이용한 재무모형으로 기업의 부실가능성을 측정하며, 산업, 경영관리, 영업 효율성, 거래 및 업체 신뢰도 평가 등의 비재무모형으로 위험을 평가하여 산출된 것이다. 따라서 신용평점은 기업의 부도 가능성을 평가하여 기업 신용위험의 상대적인 수준을 서열화한 뒤, 위험 수준이 유사한 기업들을 동일한 등급으로 계량화한 지표라고 할 수 있다.⁵⁾ 또한 KIS 신용평점은 재무평점모형에 부실예측모형을 결합하여 산정한 신용평가등급으로서, 신용등급이 가장 높은 등급을 기준으로 1점에서 10점으로 구성되어 있다. 이에 우수한 기업일수록 1점에 가깝고, 부실한 기업일수록 10점에 가까운 점수를 받는다. 본 연구에서는 실증분석에 대한 결과의 해석을 용이하게 하기 위해 신용평점의 역수를 서열 값으로 조정하여 측정하였다(김태완 등 2014). 즉, 신용등급이 가장 높은 기업에 10점을, 가장 낮은 10등급 기업에 1점을 부여하였다.

본 연구에서 분석에 사용한 나이스신용평가의 신용평점의 등급체계에 대한 구체적인 내용은 아래 [표 3-1]과 같다

5) 이상의 내용은 나이스신용평가 홈페이지(<http://www.nicrating.com>)의 내용을 인용함.

[표 3-1] 기업 신용등급 체계⁶⁾

등급	신용평점	내 용
AAA	1	전반적인 채무상환능력이 최고 수준이며, 현 단계에서 합리적으로 예측가능한 장래의 어떠한 환경변화에도 영향을 받지 않을 만큼 안정적임.
AA	2	전반적인 채무상환능력이 매우 높음.
A	3	전반적인 채무상환능력이 높지만 환경변화에 따라 약간의 영향을 받을 가능성이 있음.
BBB	4	전반적인 채무상환능력은 있지만 미래 환경변화로 채무상환능력이 저하될 가능성이 있음.
BB	5	전반적인 채무상환능력에 문제는 없지만 장래의 안정성 측면에서는 투기적 요소가 내포되어 있음.
B	6	전반적인 채무상환능력이 부족하고, 장래의 안정성에 대하여 현재의 단계에서 단언할 수 없음.
CCC	7	채무불이행 발생 가능성을 내포하고 있기 때문에 매우 투기적임.
CC	8	채무불이행 발생 가능성이 높기 때문에 상위 등급에 비해 위험요소가 더욱 많음.
C	9	채무불이행 발생 가능성이 높고 현재 단계에서는 미래 회복될 가능성이 없는 것으로 판단됨.
D	10	채무 지급불능 상태에 있음.

6) 이상의 내용은 나이스신용평가 홈페이지(<http://www.nicrating.com>)의 내용을 인용함.

3.3.4 기업수명주기의 측정

기업수명주기는 국내·외의 선행연구를 종합하여 매출액증가율, 종업원 증가율, 자본적지출 증가율, M/B 비율, 자본금 대비 이익잉여금 비율 등 5가지 변수를 이용하여 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분한다. 기업의 성장성을 측정하기 위해서 기업수명주기 측정 변수로 매출액 증가율, 종업원증가율, 자본적 지출 증가율, M/B 비율을 사용한다. 또한 국내 기업들은 배당 성향이 낮고 불규칙한 편이며, 성장성에 대한 정보력이 부족하므로 배당성향의 대체변수로 자본금 대비 이익잉여금 비율을 사용(DeAngelo, et. al, 2006)한다. 한편, 기업수명주기 측정 변수로 기업연령을 사용하면 기업이 설립되고 기간이 많이 경과한 경우 쇠퇴기로 분류하게 된다. 그러나 급변하는 환경에서 기업은 변화를 추구해야 하며 쇠퇴기 기업이 새로운 사업에 진출했을 경우 성장기 기업으로 진입 할 수 있으므로 기업수명주기 측정 변수로 기업연령은 사용하지 않는다(원자연 등, 2016; 최혁, 2018). 이에 따라 기업수명주기에 대한 구분으로 성장기에는 매출액, 종업원 고용, 자본적지출이 증가하기 때문에 매출액증가율, 종업원증가율, 자본적 지출 증가율이 높을 것이다. 또한, 미래 성장에 대한 기대가 높으므로 M/B 비율이 높을 것이며, 성장하는 시기이므로 자본금 대비 이익잉여금 비율이 낮을 것이다. 반면, 쇠퇴기에는 매출액, 종업원 고용, 자본적 지출이 감소하기 때문에 매출액증가율, 종업원증가율, 자본적 지출 증가율이 낮을 것이다. 또한, 미래 성장에 대한 기대가 낮으므로 M/B 비율이 낮을 것이며, 자본금 대비 이익잉여금 비율이 높을 것이다. 한편, 성숙기에는 기업수명주기 측정치가 성장기와 쇠퇴기의 중간으로 예상할 수 있다(Anthony and Ramesh 1992; DeAngelo et al. 2006; 권영도 1996; 박원과 박상규 2010; 원자연 등, 2016; 최혁 2018).

기업수명주기에 대한 측정 변수는 각 기업들에 대하여 연도별로 측정하는데, 당해연도와 과거 4개년의 측정치를 계산하여 5개년 측정치의 중위수를 당해연도 측정치로 사용한다. 기업수명주기를 측정할 때 해당연도 측정치만 사용할 경우 해당연도의 특수 상황을 통제하기 어렵기 때문에 각 연도의 변동성을 통제하기 위해 5개년 측정치의 중위수를 사용하는 것이다(Anthony

and Ramesh, 1992)

기업수명주기에 대한 연도별 측정 기준으로 매출액 · 종업원 · 자본적 지출 증가율, M/B 비율, 자본금 대비 이익잉여금 비율에 대하여 5분위로 구분하였다. 성장기에는 매출액 · 종업원 · 자본적 지출 증가율, M/B 비율 측정 변수가 높아지는 시기이므로 상위 1분위부터 1점에서 5점까지의 점수를 부여하였고, 반면 성장기에는 자본금 대비 이익잉여금 비율⁷⁾은 낮기 때문에 하위 1분위부터 1점에서 5점까지의 점수를 부여하였다(최혁, 2018). 이에 각 기업의 5개 측정 지표들의 연도별 점수합계는 최저 5점에서 최고 25점으로 이를 기준으로 자료를 정렬한 후 이들을 3분위로 구분(원자연과 유상열, 2016)하였고, 이에 측정점수 합계가 5점~11점은 성장기로, 12~18점은 성숙기로, 19~25점은 쇠퇴기로 분류하였다.

[표 3-2] 기업수명주기 측정 기준

구분	매출액 증가율	종업원 증가율	자본적지출 증가율	M/B비율	자본금대비 이익잉여금 비율
성장기	높음	높음	높음	높음	낮음
성숙기	중간	중간	중간	중간	중간
쇠퇴기	낮음	낮음	낮음	낮음	높음

매출액 증가율 = (당기 매출액 - 전기 매출액) / 전기 매출액

종업원 증가율 = (당기 종업원수 - 전기 종업원수) / 전기 종업원수

자본적 지출 증가율 = (당기 유형자산 - 전기 유형자산) / 유형자산 평균

M/B 비율 = 당기 자본의 시장가치 / 당기 자본의 장부가액

자본금 대비 이익잉여금 비율 = 당기 이익잉여금 / 기초 자본금

7) 자본금 대비 이익잉여금 비율은 성장기에서 쇠퇴기로 갈수록 누적되어 증가하므로, 다른 측정치와는 달리 하위 1/5에 속하는 기업에 1점을, 상위 1/5에 속하는 기업에 5점을 부여하였다.

3.4 자료수집과 표본선정

본 연구의 표본은 2011년부터 2019년까지 KOSPI 및 KOSDAQ에 상장된 기업 중 다음의 조건을 충족시키는 기업을 대상으로, Fn-Guide에서 제공하는 Data Guide를 통하여 자료를 수집하여 선정하였다.

- (1) 금융업과 보험업에 속하지 않은 기업
- (2) 12월 결산법인
- (3) 자본잠식이 아닌 기업
- (4) 브랜드자산 발표기업의 산업에 속하는 기업
- (5) 분석에 필요한 모든 자료의 입수가 가능한 기업

본 연구에서는 금융업과 보험업은 회계처리의 특수성으로 인하여 다른 업종과 계정이 상이하고 비교가능성이 낮기 때문에 제외하였고, 완전자본잠식 기업은 정상적인 영업활동을 수행했다고 보기 어려워서 제외하였다. 표본의 동질성을 위하여 12월 결산법인과 브랜드자산 발표기업의 산업에 속하는 기업을 분석대상으로 선정하였다. 또한 자료의 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 각 변수들의 극단 값을 상하위 1% 수준에서 조정(winsorization)하였다.

추가로, 기업수명주기 측정을 위해서는 실증분석 기간보다 과거 4개년 자료가 더 필요하므로 2007년부터 2019년까지의 자료로 기업수명주기를 측정하여 분석에서 사용하였다.

따라서 본 연구의 분석대상에 대한 최종표본은 [표 3-3]과 같이 8,524개(기업-연도)이다.

[표 3-3] 최종표본의 선정내역

표본선정기준	표본수(기업수)
2019년 12월말 KOSPI 및 KOSDAQ 기업수	2,243
금융업과 보험업	(131)
표본기업수	2,112
2011년부터 2019년 사이의 기업-연도	18,934
브랜드자산 발표산업에 속하지 않는 기업-연도	(5,671)
자본잠식 기업-연도	(1,013)
기업수명주기(LC)값이 결측인 기업-연도	(3,276)
주요변수가 없는 기업-연도	(450)
최종 기업-연도 표본	8,524

[표 3-4]는 최종표본의 연도별 분포이다. 전체 표본 중 2011년은 774개로 전체 표본의 9.1%를 차지하고 있으며, 2019년은 1,102개로 전체표본의 12.9%를 점하고 있다. 따라서 연도별 표본의 분포는 시간이 지남에 따라 점차적으로 증가하고 있음을 알 수 있다.

[표 3-4] 최종표본의 연도별 분포

연도	기업-연도	비율(%)
2011	774	9.1
2012	822	9.6
2013	858	10.1
2014	898	10.5
2015	959	11.3
2016	1,007	11.8
2017	1,037	12.2
2018	1,067	12.5
2019	1,102	12.9
합계	8,524	100.0

[표 3-5]는 최종표본의 산업별 분류로 한국표준산업협회(KSIC) 중분류기준을 중심으로 정리한 것이다. 전체 표본 중 ‘전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업’이 17.8%로 가장 높게 나타났고, ‘도소매 및 상품중개업’이 12.3%, ‘출판, 방송 및 통신업’이 10.2%, ‘자동차, 트레일러, 기타운송장비, 가구, 기타제품 제조업’이 10.1%, 로 나타났다. 표본이 가장 적은 것은 ‘숙박업 및 음식점업’으로 전체 표본의 0.3%를 차지하고 있다.

[표 3-5] 최종표본의 산업별 분포

산 업 명	기업-연도	비율(%)
식음료, 담배 제조업	413	4.8
의복, 의복 액세서리 및 모피제품 제조업	177	2.1
목재, 펄프, 종이, 나무제품, 종이제품 제조업	247	2.9
화학물질 및 화학제품, 석유정제품 제조업	841	9.9
의료용 물질 및 의약품 제조업	696	8.2
고무 및 플라스틱제품 제조업	339	4.0
금속가공제품 제조업	286	3.4
전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비 제조업	1,520	17.8
전기장비 제조업	345	4.0
자동차, 트레일러, 기타운송장비, 가구, 기타제품제조업	858	10.1
종합건설업	310	3.6
도소매 및 상품중개업	1,047	12.3
육상, 항공운송 및 파이프라인 운송업	113	1.3
숙박업, 음식점업	26	0.3
출판, 영상, 방송 및 통신업	866	10.2
정보, 사업지원, 교육, 기타개인 서비스업	402	4.7
어업외 기타	38	0.4
합 계	8,524	100.0

IV. 실증분석

4.1 기술통계량

[표 4-1]은 본 연구의 실증분석에 이용되는 주요 변수들의 기술통계량에 대해 나타낸 것이다. 종속변수로 자본시장에서 기업가치로 나타내는 TQ(토빈큐)와 채권시장에서 자금조달비용으로 사용되는 CRS(신용평점)를 제시하였고, 설명변수로 브랜드자산의 발표여부에 따른 DBSTI를 더미변수로 사용하였다. 또한 자료들은 분포 양쪽의 극단치를 포함하고 있어서 이들 중에서 극단치가 회귀분석에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 표본(N=8,524) 자료의 양극단 1%에서 조정(winsorization)하였다.

먼저, [표 4-1]에서 종속변수의 기술통계량을 살펴보면 TQ(토빈큐-기업의 시장가치/총자산)의 평균은 1.333이고, 중위수는 1.037으로서, 평균과 중위수 간에 다소 차이를 보였는데, 이에 대한 최소값 0.477이고, 최대값 6.299로 이는 최대값의 영향을 받은 것으로 보인다. 또한 장부가액 보다 자산의 시장가치가 매우 높은 기업이 다수 포함되어 있음을 알 수 있다. CRS(신용평점)의 평균은 6.023이고 중위수는 6.000으로 평균과 중위수 간에는 차이가 거의 없는 것으로 나타났다.

다음으로 독립변수 중 설명변수로 브랜드자산(BSTI)이 발표되는 기업 여부에 따른 DBSTI의 평균은 0.133으로 전체기업 중 13.3%가 브랜드자산(BSTI)이 발표되는 기업이라는 것을 알 수 있다.

통제변수는 기업규모를 나타내는 SIZE(총자산의 로그값)의 평균은 8.347이고, 중위수는 8.219로 평균과 중위수 간에 거의 차이가 없는 것으로 나타났다. AD(광고비/매출액)의 평균은 0.010이고, 중위수는 0.001로 평균이 중위수 보다 다소 큰 값을 보이는데 이는 최소값 0과 최대값 0.117으로 최대값의 영향을 받은 것으로 보인다. 또한 RD(개발비 및 연구개발비/매출액)의 평균은 0.036이고, 중위수는 0.006으로 평균이 중위수 보다 다소 큰 값을 보이는데, 이는 최소값 0과 최대값 0.593으로 최대값의 영향을 받는 것으로 보

인다. LEV(부채비율)의 평균은 0.433이고, 중위수는 0.438으로 평균과 중위수는 거의 차이가 없음을 알 수 있고, ROA(총자산순이익률, 당기순이익/총자산)은 평균 0.005이고, 중위수는 0.021로 평균과 중위수 간에 다소 차이를 보이는데, 최소값 -0.438, 최대값 0.216로서 이는 최소값의 영향을 받은 것으로 보인다.

[표 4-1] 주요변수에 대한 기술통계량

변수명	N	평균	표준편차	최소값	25%	50%	75%	최대값
TQ	8524	1.333	0.921	0.477	0.840	1.037	1.460	6.299
CRS	8524	6.023	1.962	1.000	5.000	6.000	8.000	10.000
DBSTI	8524	0.133	0.339	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
SIZE	8524	8.347	0.643	7.226	7.907	8.219	8.682	10.508
AD	8524	0.010	0.021	0.000	0.000	0.001	0.008	0.117
RD	8524	0.036	0.084	0.000	0.000	0.006	0.031	0.593
LEV	8524	0.433	0.204	0.063	0.263	0.438	0.591	0.887
ROA	8524	0.005	0.101	-0.438	-0.016	0.021	0.057	0.216

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 BSTI가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

[표 4-2]는 본 연구의 실증분석에 이용되는 브랜드자산 발표기업의 주요 변수에 대한 기술통계량을 나타낸 것이다. 종속변수 및 통제변수는 [표 4-1]과 같고, 설명변수는 브랜드자산을 나타내는 BSTI(브랜드평가지수합의 로그값)를 제시하였다. 또한, 자료들은 분포 양쪽의 극단치를 포함하고 있어서 이들 중에서 극단치가 회귀분석에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 브랜드자산 발표기업 표본(N=1,129) 자료⁸⁾의 양극단 1%에서 조정(winsorization)하였다. 먼저, [표 4-2]에서 종속변수 기술통계량을 살펴보면 TQ(토빈큐-기업의 시장가치/총자산)의 평균은 1.305이고, 중위수는 1.023으로서, 평균과 중위수 간에 다소 차이를 보였는데, 이에 대한 최소값 0.510이고, 최대값 5.771로 이는 최대값의 영향을 받은 것으로 보인다. 또한, 장부가액 보다 자산의 시장가치가 높은 기업이 다수 포함되어 있음을 알 수 있다. CRS(신용평점)의 평균은 6.513이고 중위수는 7.000으로 평균과 중위수 간에 다소 차이를 보였는데, 이에 대한 최소값 1.000이고, 최대값 10.000으로 이는 최소값의 영향을 받은 것으로 보인다.

다음으로 브랜드자산 발표기업의 설명변수로 브랜드자산(BSTI)의 평균은 3.017이고 중위수는 2.902로 평균이 중위수 보다 다소 큰 값을 보이는데 이는 최소값 2.564와 최대값 4.000으로 최대값의 영향을 받은 것으로 보인다.

통제변수는 기업규모를 나타내는 SIZE(총자산의 로그값)의 평균은 9.040이고, 중위수는 8.979로 평균과 중위수 간에 거의 차이가 없는 것으로 나타났다. AD(광고비/매출액)의 평균은 0.027이고, 중위수는 0.018로 평균이 중위수 보다 다소 큰 값을 보이는데 이는 최소값 0과 최대값 0.155으로 최대값의 영향을 받은 것으로 보인다. 또한 RD(개발비 및 연구개발비/매출액)의 평균은 0.015이고, 중위수는 0.002으로 평균이 중위수 보다 다소 큰 값을 보이는데, 이는 최소값 0과 최대값 0.187으로 최대값의 영향을 받는 것으로 보인다. LEV(부채비율)의 평균은 0.462이고, 중위수는 0.473으로 평균과 중위수는 거의 차이가 없음을 알 수 있고, ROA(총자산순이익률, 당기순이익/총자산)은 평균 0.033이고, 중위수는 0.030으로 평균과 중위수 간에 거의 차이가 없는 것으로 나타났다.

8) 이에 따라 전체표본(N=8,524)의 주요변수에 대한 최소·최대값이 브랜드자산 발표기업(N=1,129)의 최소·최대값 보다 작은 값이 나올 수 있다.

[표 4-2] 브랜드자산 발표기업의 주요변수에 대한 기술통계량

변수명	N	평균	표준 편차	최소값	25%	50%	75%	최대값
TQ	1129	1.305	0.850	0.510	0.855	1.023	1.414	5.771
CRS	1129	6.513	1.862	1.000	5.000	7.000	8.000	10.000
BSTI	1129	3.017	0.309	2.564	2.837	2.902	3.167	4.000
SIZE	1129	9.040	0.773	7.659	8.414	8.979	9.512	11.252
AD	1129	0.027	0.031	0.000	0.005	0.018	0.038	0.155
RD	1129	0.015	0.031	0.000	0.000	0.002	0.014	0.187
LEV	1129	0.462	0.193	0.093	0.303	0.473	0.607	0.884
ROA	1129	0.033	0.059	-0.198	0.006	0.030	0.065	0.201

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

BSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수합의 로그값)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

[표 4-3]은 본 연구의 실증분석에 이용되는 기업수명주기별 주요변수에 대한 기술통계량을 나타낸 것이다. 이에 기업수명주기에 따라 LCG(성장기)는 1,714개로 20.1%, LCM(성숙기)는 5,218개로 61.2%, LCD(쇠퇴기)는 1,592개로 18.7%로 구성되어 있음을 알 수 있다. 또한, 자료들은 분포 양쪽의 극단치를 포함하고 있어서 기업수명주기에 따른 자료 중에서 극단치가 회귀분석에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 표본자료(N=8,524)의 양극단 1%에서 조정(winsorization)하였다. 먼저, 종속변수 TQ(토빈큐)는 성장기에 가장 높고 쇠퇴기에 가장 낮은 것으로 나타났고, CRS(신용평점)는 기업수명주기에 따라 거의 차이가 없는 것으로 나타났다.

[표 4-3] 기업수명주기별 주요변수에 대한 기술통계량 (N= 8,524)

수명 주기	표본 수	변수	평균	표준 편차	최소값	25%	50%	75%	최대값
성 장 기	1714	TQ	1.870	1.193	0.477	1.110	1.470	2.120	6.299
		CRS	6.024	1.887	1.000	5.000	6.000	7.000	10.000
		DBSTI	0.133	0.340	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
		SIZE	8.312	0.574	7.226	7.924	8.215	8.595	10.508
		AD	0.013	0.024	0.000	0.000	0.002	0.012	0.117
		RD	0.055	0.111	0.000	0.001	0.013	0.051	0.593
		LEV	0.450	0.196	0.063	0.297	0.457	0.600	0.887
		ROA	0.016	0.110	-0.438	-0.010	0.028	0.077	0.216
성 숙 기	5218	TQ	1.298	0.843	0.477	0.857	1.033	1.393	6.299
		CRS	6.001	1.984	1.000	5.000	6.000	8.000	10.000
		DBSTI	0.128	0.335	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
		SIZE	8.350	0.676	7.226	7.888	8.200	8.707	10.508
		AD	0.010	0.021	0.000	0.000	0.001	0.008	0.117
		RD	0.035	0.081	0.000	0.000	0.006	0.031	0.593
		LEV	0.444	0.202	0.063	0.278	0.450	0.599	0.887
		ROA	0.004	0.103	-0.438	-0.016	0.023	0.057	0.216
쇠퇴 기	1592	TQ	0.867	0.385	0.477	0.658	0.795	0.959	6.299
		CRS	6.094	1.970	1.000	5.000	6.000	8.000	10.000
		DBSTI	0.147	0.354	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
		SIZE	8.374	0.598	7.226	7.950	8.281	8.697	10.508
		AD	0.007	0.017	0.000	0.000	0.000	0.004	0.117
		RD	0.021	0.052	0.000	0.000	0.002	0.017	0.593
		LEV	0.379	0.209	0.063	0.202	0.360	0.543	0.887
		ROA	-0.002	0.082	-0.438	-0.019	0.013	0.039	0.216

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 BSTI가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

독립변수 중 브랜드자산 발표여부에 따른 설명변수 DBSTI의 경우는 LCG(성장기)에 13.3%, LCM(성숙기)에 12.8%, LCD(쇠퇴기)에 14.7%로 이는 브랜드자산 발표기업이 기업수명주기별로 고르게 분포되어 있음을 알 수 있다.

[표 4-4]는 본 연구의 실증분석에 이용되는 기업수명주기별 브랜드자산 발표기업의 주요변수에 대한 기술통계량을 나타낸 것이다. 이에 기업수명주기에 따라 LCG(성장기)는 223개 기업으로 19.8%, LCM(성숙기)는 671개 기업으로 59.4%, LCD(쇠퇴기)는 235개 기업으로 20.8%로 구성되어 있음을 알 수 있다. 또한, 자료들은 분포 양쪽의 극단치를 포함하고 있어서 기업수명주기에 따른 자료 중에서 극단치가 회귀분석에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 표본(N=1,129) 자료의 양극단 1%에서 조정(winsorization)하였다.

먼저, 종속변수 TQ(토빈큐)와 CRS(신용평점)는 성장기에 가장 높고 쇠퇴기에 가장 낮은 것으로 나타났다. 이는 자본시장에서의 기업가치와 채권시장에서의 신용평가가 기업수명주기에 따라 차별적임을 암시하고 있다.

다음으로 발표기업의 설명변수로 LCG(성장기)의 브랜드자산(BSTI)의 평균은 3.024이고 중위수는 2.903으로 평균이 중위수 보다 다소 큰 값을 보이는데 이는 최소값 2.564와 최대값 4.000으로 최대값의 영향을 받은 것으로 보인다. 한편 LCM(성숙기)의 브랜드자산(BSTI)의 평균은 3.046이고 중위수는 2.910으로 평균이 중위수 보다 다소 큰 값을 보이는데 이는 최소값 2.564와 최대값 4.000으로 최대값의 영향을 받은 것으로 보인다. LCD(쇠퇴기)의 경우, 브랜드자산(BSTI)의 평균은 2.929이고 중위수는 2.860으로 평균이 중위수 보다 약간 큰 값을 차이를 보이는데 이는 최소값 2.564와 최대값 3.729로 최대값의 영향을 받은 것으로 보인다. 이렇듯, 브랜드자산(BSTI)의 평균은 성장기와 성숙기에는 거의 차이가 없으나, 쇠퇴기는 가장 낮은 것으로 나타나 기업수명주기에 따라 가치 관련성이 다르다는 것을 알 수 있다.

[표 4-4] 브랜드자산 발표기업의 기업수명주기별 주요변수의 기술통계량
(N= 1,129)

수명 주기	표본 수	변수	평균	표준 편차	최소값	25%	50%	75%	최대값
성 장 기	223	TQ	1.962	1.185	0.668	1.182	1.572	2.225	5.771
		CRS	6.915	1.726	1.000	6.000	7.000	8.000	10.000
		BSTI	3.024	0.340	2.564	2.830	2.903	3.153	4.000
		SIZE	8.919	0.667	7.839	8.343	8.787	9.412	10.537
		AD	0.036	0.037	0.000	0.006	0.024	0.058	0.155
		RD	0.015	0.031	0.000	0.000	0.002	0.013	0.187
		LEV	0.470	0.172	0.110	0.341	0.468	0.602	0.884
		ROA	0.055	0.063	-0.198	0.015	0.048	0.098	0.201
성 숙 기	671	TQ	1.243	0.692	0.510	0.877	1.024	1.351	5.771
		CRS	6.539	1.875	1.000	5.000	7.000	8.000	10.000
		BSTI	3.046	0.317	2.564	2.839	2.910	3.268	4.000
		SIZE	9.145	0.817	7.659	8.531	9.109	9.611	11.252
		AD	0.027	0.030	0.000	0.005	0.019	0.037	0.155
		RD	0.017	0.032	0.000	0.000	0.002	0.017	0.187
		LEV	0.474	0.192	0.093	0.319	0.480	0.614	0.884
		ROA	0.037	0.056	-0.198	0.010	0.034	0.068	0.201
쇠퇴 기	235	TQ	0.857	0.392	0.510	0.695	0.813	0.939	5.771
		CRS	6.055	1.859	1.000	5.000	6.000	8.000	9.000
		BSTI	2.929	0.227	2.564	2.828	2.860	2.946	3.729
		SIZE	8.857	0.686	7.659	8.332	8.800	9.171	10.622
		AD	0.020	0.023	0.000	0.002	0.010	0.032	0.141
		RD	0.011	0.024	0.000	0.000	0.001	0.010	0.187
		LEV	0.421	0.212	0.093	0.239	0.456	0.588	0.884
		ROA	0.002	0.053	-0.198	-0.013	0.009	0.030	0.171

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

BSTI : 브랜드자산 (브랜드평가지수합의 로그값)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

4.2 상관관계 분석

[표 4-5]는 본 연구의 회귀분석에 사용한 주요 변수들 간의 피어슨(Pearson) 상관관계를 분석한 결과이다.

브랜드자산 발표여부에 따른 설명변수 DBSTI는 종속변수 CRS와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 반면, 종속변수 TQ와는 예상한 대로 나오지 않았는데, 이는 단순 상관관계 분석에 해당하므로 다른 변수들을 통제한 다변량 회귀분석을 통해 실증분석하여 이와 관련된 결과를 제시하고자 한다.

종속변수 TQ(기업의 시장가치/총자산)와 통제변수 SIZE, LEV, ROA는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 나타났고, AD와 RD는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 이는 기업규모를 나타내는 총자산의 경우, TQ를 산출하는 공식에서 분모에 배치되어 있기 때문에 기업규모(총자산)가 클수록 TQ가 작아진다는 의미로 해석된다. 또한, 광고비와 연구개발비의 비중이 클수록 미래의 높은 수익성에 대한 기대로 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 한편, 종속변수 CRS와 통제변수 SIZE, AD, ROA는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났고, RD와 LEV는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 나타났다. 이는 기업규모가 클수록 계속기업으로서의 안정성이 높고, 수익성의 지표인 총자산이익률이 높을수록 신용평가 관련성이 높을 가능성이 있다는 것을 알 수 있다. 반면, 비용으로 인식되는 연구개발비의 비중이 크고, 부채비율이 높을수록 이자비용부담 증가 및 채무불이행 위험 등으로 신용평가 관련성이 낮아진다는 것을 의미한다.

[표 4-5] 주요변수의 피어슨 상관관계

	TQ	CRS	DBSTI	SIZE	AD	RD	LEV	ROA
TQ	1	0.001	-0.008	-0.229 ***	0.193 ***	0.337 ***	-0.108 ***	-0.108 ***
CRS		1	0.100 ***	0.070 ***	0.129 ***	-0.069 ***	-0.714 ***	0.579 ***
DBSTI			1	0.410 ***	0.323 ***	-0.096 ***	0.054 ***	0.104 ***
SIZE				1	0.080 ***	-0.180 ***	0.267 ***	0.255 ***
AD					1	0.088 ***	-0.155 ***	0.012 ***
RD						1	-0.112 ***	-0.195 ***
LEV							1	-0.266 ***
ROA								1

주) 1. 상관관계는 Pearson 상관계수이며, 표본수(N)=8,524개 이다.

2. ***, **, * 표시는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미한다(양측 검증).

[표 4-6]은 본 연구의 회귀분석에 사용한 브랜드자산 발표기업에 대한 주요 변수들간의 피어슨(Pearson) 상관관계를 분석한 결과이다.

브랜드자산을 나타내는 설명변수 BSTI는 종속변수 TQ와 CRS 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 이는 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치와 신용평가 관련성이 높아진다는 것을 의미한다.

종속변수 TQ와 통제변수 SIZE, LEV는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 나타났고, AD, ROA는 1% 수준에서, RD는 5% 수준에서, 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 이는 기업규모를 나타내는 총자산의 경우, TQ를 산출하는 공식에서 분모에 배치되어 있기 때문에 기업규모(총자산)가 클수록 TQ가 작아진다는 의미로 해석된다. 또한, 광고비와 연구개발비 및 총자산순이익률이 클수록 미래의 성장잠재력 및 수익성에 대한 기대로 기업가치가 높아진다는 것을 의미한다. 한편, 종속변수 CRS와 통제변수 LEV는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 나타났고, AD와 RD, ROA는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 이는 브랜드자산 발표기업의 부채비율이 높을수록 이자비용 부담 증가 및 채무불이행 위험 등으로 신용평가 관련성이 낮아지고, 수익성 지표인 총자산이익률이 높을수록 신용평가 관련성이 높아진다는 것을 의미한다.

[표 4-6]의 상관관계는 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치 관련성과 신용평가 관련성이 높다는 의미이며, 이는 가설 1-2와 가설 2-2를 지지하는 결과라고 할 수 있다. 다만, 단순 상관관계이므로 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 다양한 변수들을 통제한 후 이러한 결과가 도출되는지를 확인할 필요가 있다. 이에 다변량 회귀분석을 통하여 검증결과를 제시하고자 한다.

[표 4-6] 브랜드자산 발표기업에 대한 주요변수의 피어슨 상관관계

	TQ	CRS	BSTI	SIZE	AD	RD	LEV	ROA
TQ	1	0.233 ***	0.139 ***	-0.118 ***	0.265 ***	0.060 **	-0.158 ***	0.361 ***
CRS		1	0.252 ***	-0.009	0.325 ***	0.111 ***	-0.693 ***	0.598 ***
BSTI			1	0.484 ***	0.259 ***	0.035	-0.060 **	0.136 ***
SIZE				1	-0.121 ***	-0.060 **	0.339 ***	0.062 **
AD					1	0.132 ***	-0.345 ***	0.214 ***
RD						1	-0.198 ***	0.074 **
LEV							1	-0.347 ***
ROA								1

주) 1. 상관관계는 Pearson 상관계수이며, 표본수(N)=1,129개 이다.

2. ***, **, * 표시는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미한다(양측 검증).

4.3 실증분석 결과

회귀분석을 통한 실증분석은 연구표본에 대한 브랜드자산 발표여부와 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향과 이에 대한 기업수명주기 조절효과에 대하여 분석한 결과를 기술하였다.

4.3.1 가설 1-1의 검증

가설 1-1은 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치와 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것으로, 가설 1-1의 검증모형인 식 (1)을 회귀 분석한 결과는 [표 4-7]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 설명변수인 DBSTI의 계수는 0.136으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산이 발표되는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 클 것이라는 [가설 1-1]을 지지하는 결과이다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 26.3%로서 모형에서 고려한 DBSTI 및 통제변수들은 TQ에 대하여 통계적으로 유의한 관련성을 가진다는 것을 의미한다.

한편 통제변수들을 살펴보면, SIZE(기업규모)의 회귀계수는 -0.301으로 예상대로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성으로 나타났고, AD(광고비), RD(연구개발비), LEV(부채비율)은 예상대로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타낸 반면, ROA(총자산순이익률)는 통계적으로 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 이는 기업규모(SIZE)를 나타내는 총자산의 경우, TQ를 산출하는 공식에서 분모에 배치되어 있기 때문에 기업규모(총자산)가 클수록 기업가치(TQ)가 작아진다는 의미로 해석된다. 또한, 부채비율은 레버리지 효과로, 광고비와 연구개발비는 높은 성장성과 수익성으로 기업가치와 양(+)의 관련성을 나타내는 결과가 나타났다.

[표 4-7] 가설 1-1에 대한 회귀분석 결과

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 DBSTI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AD + \beta_4 RD + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (1)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		3.278	22.302	
DBSTI	+	0.136***	4.316	1.554
SIZE	-	-0.301***	-17.467	1.677
AD	+	4.337***	8.891	1.387
RD	+	2.642***	22.994	1.278
LEV	+	0.217***	4.323	1.423
ROA	+	-0.014	-0.140	1.343
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		65.779***		
Adj. R ²		0.263		
N		8,524		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 Bsti가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

YD : 연도더미

IND : 산업더미

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증).

4.3.2 가설 1-2의 검증

가설 1-2는 브랜드 자산이 발표되는 기업 중 브랜드 자산의 수준이 높을수록 기업가치와 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며, 가설 1-2의 검증모형을 회귀분석한 결과는 [표 4-8]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 설명변수 BSTI의 계수는 0.285로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드 자산이 발표되는 기업 중 브랜드 자산의 수준이 높을수록 기업가치가 클 것이라는 [가설 1-2]를 지지하는 결과이다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R^2 값은 42.3%로서 모형에서 고려한 BSTI 및 통제변수들은 TQ에 대하여 통계적으로 유의한 관련성을 가진다는 것을 의미한다.

한편 통제변수들을 살펴보면, SIZE(기업규모)의 회귀계수는 -0.175로 예상대로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성으로 나타났고, LEV(부채비율), ROA(총자산순이익률)은 예상대로 1% 수준에서, RD(연구개발비)는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성을 나타난 반면, AD(광고비)는 양(+)의 방향이나 통계적으로 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 이는 TQ를 산출하는 공식에서 기업규모(총자산)가 분모에 배치되어 있기 때문에 기업규모(총자산)가 클수록 기업가치(TQ)가 작아진다는 의미로 해석된다. 연구개발비는 높은 성장성과 수익성으로, 부채비율은 레버리지 효과로, 총자산이익률은 수익성에 대한 지표이므로 기업가치와 양(+)의 관련성을 나타내는 결과가 도출되었다.

이상의 [가설 1-1]과 [가설 1-2]에 대한 결과는, 브랜드 자산이 발표되는 기업과 그 중 브랜드자산 수준이 높을수록 기업가치와 유의한 양(+)의 관계가 성립되었다. 이는 브랜드자산이 기업의 장기적인 자산으로서 정기적으로 수익을 창출하고 지속적으로 차별화된 가치가 있음을 보여주기 때문에 투자자들은 브랜드 자산을 기업의 중요자산으로 인식하여 이로 인한 성장잠재력 및 수익성의 증가로 기업가치가 커진다는 결과로 해석되며, 〈가설 1〉을 지지하는 결과이다.

[표 4-8] 가설 1-2에 대한 회귀분석 결과

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 \text{ BSTI} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ AD} + \beta_4 \text{ RD} + \beta_5 \text{ LEV} + \beta_6 \text{ ROA} + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (2)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		1.336	3.934	
BSTI	+	0.285***	2.937	2.429
SIZE	-	-0.175***	-4.113	2.951
AD	+	0.795	0.895	2.035
RD	+	2.083**	2.496	1.756
LEV	+	0.418***	2.924	2.072
ROA	+	3.800***	9.969	1.394
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		19.408***		
Adj. R ²		0.423		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q (기업의 시장가치 / 총자산)

BSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수합의 로그값)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증).

따라서 브랜드자산이 기업가치 관련성을 가진다는 Barth et al(1998), 김은영과 조성표(2012), 서지성과 박경원(2012), 김연희 등(2019)의 분석결과와 일관성을 나타내는 것으로 보인다.

4.3.3 가설 2-1의 검증

신용평가는 기업의 채무 상환능력을 측정하고, 이를 신용등급화 하는 제도로서 이는 해당 기업의 재무상태, 경영성과 등 재무적인 요인과 경영전략 등 비재무적인 요인의 평가 등에 대하여 폭넓은 분석이 이루어진다. 따라서 가설 2-1은 브랜드자산이 발표되는 기업이 신용평가와 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며, 가설 2-1의 검증모형을 회귀분석한 결과는 [표 4-9]와 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 관련하여 설명변수 DBSTI의 회귀계수는 0.227로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 신용평점이 높을 것이라는 [가설 2-1]을 지지하는 결과이다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 $Adj-R^2$ 값은 70.9%로서, 모형에서 고려한 브랜드자산 및 통제변수들은 신용평가에 통계적으로 매우 유의한 관련성이 있는 것을 의미한다.

한편 통제변수들을 살펴보면, SIZE(기업규모)의 회귀계수는 0.409, ROA(총자산순이익률)의 회귀계수는 6.774로, 예상대로 1% 수준에서 매우 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. RD(연구개발비)와 LEV(부채비율)은 예상대로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 나타났으나, AD(광고비)의 경우는 예상대로 음(-)의 부호이나 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다.

이는 기업규모가 클수록 계속기업으로서의 안정성이 높아 파산위험이 적고 대규모 기업의 경우 상호지급 보증효과를 통해 시장위험이 낮아져서 기업의 신용등급이 상향된다. 또한, 이용 가능한 정보가 증가하여 투자자의 불확실성이 감소되므로 신용평점에 긍정적인 관계(박종일 등, 2012; 안성윤, 2015)를 가진다는 연구와 일관성을 가졌다. 총자산이익률은 수익성의 지표로 신용평점이 높아지는 것으로 확인되었으나, 비용으로 인식되는 광고비와 연구개발비는 재무성과에 부정적인 영향으로 신용평점이 낮아지는 결과가 나타났다. 또한, 부채비율이 높을수록 자기자본에 비해 타인자본의 비중이 높아 지급능력이 떨어지고, 이자비용의 부담이 증가하여 채무불이행의 위험 등의

부정적 영향(Francis et al. 2015)으로 신용평점이 낮아지는 결과가 제시되었다.

[표 4-9] 가설 2-1에 대한 회귀분석 결과

$$\text{CRS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DBSTI} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ AD} + \beta_4 \text{ RD} + \beta_5 \text{ LEV} + \beta_6 \text{ ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \quad (3)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		5.435	27.601	
DBSTI	+	0.227***	5.393	1.554
SIZE	+	0.409***	17.718	1.677
AD	-	-1.051	-1.608	1.387
RD	-	-1.061***	-6.890	1.278
LEV	-	-6.369***	-94.876	1.423
ROA	+	6.774***	51.445	1.343
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		442.489***		
Adj. R ²		0.709		
N		8,524		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 BSTI가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증).

4.3.4 가설 2-2의 검증

가설 2-2는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평가와 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며, 가설 2-2의 검증 모형을 회귀분석한 결과는 [표 4-10]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 설명변수 BSTI의 회귀계수는 0.364로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높을 것이라는 [가설 2-2]를 지지하는 결과이다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R^2 값은 71.6%로서 모형에서 고려한 브랜드자산 및 통제변수들은 신용평점에 통계적으로 유의한 관련성이 있다는 것을 의미한다.

한편 통제변수들을 살펴보면, SIZE(기업규모)의 회귀계수는 0.298로 ROA(총자산순이익률)의 회귀계수는 11.840으로, 예상대로 1% 수준에서 매우 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 반면, RD(연구개발비)는 5% 수준에서, LEV(부채비율)은 1% 수준에서, 유의한 음(-)의 관련성이 나타났으나, AD(광고비)의 경우는 통계적으로 유의하게 나타나지 않았다.

이는 기업규모가 클수록 계속기업으로서의 안정성이 높고, 총자산순이익률이 높을수록 수익성의 향상으로 신용평점이 높아지고, 부채비율이 높을수록 이자비용 부담의 증가로, 재무성과에 부정적인 영향으로 신용평점이 낮아지는 결과가 제시되었다.

이상의 [가설 2-1]과 [가설 2-2]에 대한 결과는, 브랜드 자산이 발표되는 기업과 그 중 브랜드 자산의 수준이 높을수록 신용평점과 유의한 양(+)의 관계가 성립되었다. 이는 지속가능한 경쟁력을 확보하기 위하여 핵심 경영활동으로 인식되는 브랜드자산이 소비자의 가격에 대한 민감도를 떨어뜨리고 프리미엄 가격으로 높은 이익을 창출하여 현금흐름에 대한 유입을 상승시키기 때문에 신용평점이 높아진다는 결과로 해석되며 <가설 2>를 지지하는 결과이다.

[표 4-10] 가설 2-2에 대한 회귀분석 결과

$$\text{CRS} = \beta_0 + \beta_1 \text{BSTI} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{AD} + \beta_4 \text{RD} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \quad (4)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		4.993	9.556	
BSTI	+	0.364**	2.440	2.429
SIZE	+	0.298***	4.533	2.951
AD	-	1.691	1.237	2.035
RD	-	-2.721**	-2.119	1.756
LEV	-	-5.393***	-24.527	2.072
ROA	+	11.840***	20.186	1.394
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		64.163***		
Adj. R ²		0.716		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

BSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수합의 로그값)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.3.5 가설 3-1의 검증

가설 3-1은 브랜드자산 발표여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지를 확인하는 것으로, 가설 3-1의 검증모형을 회귀 분석한 결과는 [표 4-11]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수(DBSTI*LCG)의 계수는 0.171로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산 발표여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙기나 쇠퇴기)기업에 비해 클 것이라는 [가설 3-1]를 지지하는 결과이다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 30.7%로서 모형에서 고려한 DBSTI, LCG 및 통제변수들은 TQ에 대하여 통계적으로 유의한 관련성을 가진다는 것을 의미한다.

한편 통제변수들을 살펴보면, SIZE(기업규모)는 예상대로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성으로 나타났고, AD(광고비), RD(연구개발비)는 예상대로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 나타난 반면, ROA(총자산순이익률)는 예상과는 달리 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 나타났고, LEV(부채비율)는 통계적으로 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 이는 TQ를 산출하는 공식에서 기업규모(총자산)가 분모에 배치되어 있기 때문에 기업규모(총자산)가 클수록 기업가치(TQ)가 작아진다는 의미이며, 광고비와 연구개발비는 브랜드 자산으로 인한 높은 성장성과 수익성에 대한 기대로, 기업가치와 양(+)의 관련성을 나타내는 결과가 제시되었다.

[표 4-11] 가설 3-1에 대한 회귀분석 결과

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 DBSTI + \beta_2 LCG + \beta_3 DBSTI * LCG + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV + \beta_8 ROA + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (5)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		3.187	22.340	
DBSTI	+	0.102***	3.090	1.823
LCG	+	0.477***	20.660	1.244
DBSTI*LCG	+	0.171***	2.711	1.482
SIZE	-	-0.284***	-16.942	1.681
AD	+	3.911***	8.242	1.395
RD	+	2.442***	21.821	1.288
LEV	+	0.058	1.188	1.451
ROA	+	-0.296***	-3.080	1.365
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		77.952***		
Adj. R ²		0.307		
N		8,524		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 BSTI가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

DBSTI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.3.6 가설 3-2의 검증

가설 3-2는 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지를 확인하는 것으로, 가설 3-2의 검증모형을 회귀 분석한 결과는 [표 4-12]와 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수(BSTI*LCG)의 계수는 0.354로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이라는 [가설 3-2]를 지지하는 결과이다. 또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 44.8%로서 모형에서 고려한 BSTI와 LCG 및 통제변수들은 TQ에 대하여 통계적으로 유의한 관련성을 가진다는 것을 의미한다.

한편 통제변수들을 살펴보면, SIZE(기업규모)는 예상대로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성으로 나타났고, ROA(총자산순이익률)는 1% 수준에서, RD(연구개발비)는 5% 수준에서, LEV(부채비율)는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 나타났고, AD(광고비)는 예상과는 달리 통계적으로 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 이는 TQ를 산출하는 공식에서 기업규모(총자산)가 분모에 배치되어 있기 때문에 기업규모(총자산)가 클수록 기업가치(TQ)가 작아진다는 의미이며, 연구개발비 및 총자산이익률은 브랜드 자산으로 인한 높은 성장성과 수익성에 대한 기대로, 부채비율은 레버리지효과로 기업가치와 양(+)의 관련성의 결과가 나타났다.

이상의 [가설 3-1]과 [가설 3-2]에 대한 결과는, 브랜드자산 발표여부와 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰 것으로 확인되었다. 이는 기업의 경영전략으로 성장기에는 브랜드자산으로 인한 차별화전략을 수행함으로써 경쟁우위를 확보하여 매출이 급증하고 시장점유율이 확대되는 시기이다. 따라서 성장기 기업의 브랜드자산은 다른 수명주기에 비해 미래 성장잠재력 및 지속적인 영업성과에 대한 기대로 기업가치에 미치는 영향이 커진다는 결과로 해석되며 〈가설 3〉을 지지하는 결과이다.

[표 4-12] 가설 3-2에 대한 회귀분석 결과

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 BSTI + \beta_2 LCG + \beta_3 BSTI * LCG + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV + \beta_8 ROA + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (6)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		2.075	5.455	
BSTI	+	0.185*	1.792	2.876
LCG	+	0.383***	6.898	1.383
BSTI*LCG	+	0.354**	2.115	1.815
SIZE	-	-0.150***	-3.585	2.975
AD	+	0.446	0.512	2.042
RD	+	2.095**	2.562	1.762
LEV	+	0.256*	1.808	2.129
ROA	+	3.269***	8.581	1.455
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		20.516***		
Adj. R ²		0.448		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

BSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수합의 로그값)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

BSTI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.3.7 가설 4-1의 검증

가설 4-1은 브랜드자산 발표여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지를 확인하는 것으로, 가설 4-1의 검증모형을 회귀 분석한 결과는 [표 4-13]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 관련하여 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수(DBSTI*LCG)는 0.361로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산 발표여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙기나 쇠퇴기)기업에 비해 클 것이라는 [가설 4-1]를 지지하는 결과이다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 71.0%로서 모형에서 고려한 DBSTI와 LCG 및 통제변수들은 CRS에 대하여 통계적으로 유의한 관련성을 가진다는 것을 의미한다.

한편 통제변수들을 살펴보면, SIZE(기업규모), ROA(총자산순이익률)는 예상대로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 나타났고, RD(연구개발비)와 LEV(부채비율)는 1% 수준에서, AD(광고비)는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 기업규모가 클수록 계속기업으로서의 안정성이 높고, 총자산순이익률은 수익성의 실현으로 신용평점이 높아지고, 부채비율이 높을수록 자기자본에 비해 타인자본의 비중이 높아 지급능력이 떨어지고, 비용으로 인식되는 광고비와 연구개발비 지출이 많을수록 재무성과에 부정적인 영향으로 신용평가 관련성이 낮아지는 것으로 해석된다.

[표 4-13] 가설 4-1에 대한 회귀분석 결과

$$\begin{aligned} \text{CRS} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ DBSTI} + \beta_2 \text{ LCG} + \beta_3 \text{ DBSTI} * \text{LCG} \\ & + \beta_4 \text{ SIZE} + \beta_5 \text{ AD} + \beta_6 \text{ RD} + \beta_7 \text{ LEV} \\ & + \beta_8 \text{ ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \end{aligned} \quad (7)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		5.421	27.559	
DBSTI	+	0.154***	3.382	1.823
LCG	+	0.040	1.263	1.244
DBSTI*LCG	+	0.361***	4.176	1.482
SIZE	+	0.415***	17.964	1.681
AD	-	-1.301**	-1.989	1.395
RD	-	-1.077***	-6.978	1.288
LEV	-	-6.401***	-94.545	1.451
ROA	+	6.709***	50.602	1.365
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		426.131***		
Adj. R ²		0.710		
N		8,524		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

DBSTI: 브랜드자산 (브랜드평가지수 Bsti가 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

DBSTI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.3.8 가설 4-2의 검증

가설 4-2는 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지를 확인하는 것으로, 가설 4-2의 검증모형을 회귀 분석한 결과는 [표 4-14]와 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 관련하여 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수(BSTI*LCG)는 0.497로 10% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이라는 [가설 4-2]를 지지하는 결과이다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 71.8%로서 모형에서 고려한 BSTI와 LCG 및 통제변수들은 CRS에 대하여 통계적으로 유의한 관련성을 가진다는 것을 의미한다.

한편 통제변수들을 살펴보면, SIZE(기업규모)와 ROA(총자산순이익률)은 예상대로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관련성으로 나타났고, LEV(부채비율)은 1% 수준에서, RD(연구개발비)는 5% 수준에서, 유의한 음(-)의 관련성이 나타났으나, AD(광고비)는 통계적으로 유의한 관련성이 나타나지 않았다.

이상의 [가설 4-1]과 [가설 4-2]에 대한 결과는, 브랜드자산 발표여부와 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰 것으로 확인되었다. 이는 성장기에는 브랜드 자산 등 무형자산의 비중이 높은 기업이 경영성과가 높고 시장점유율의 확대로 제품에 대한 수요가 증가하여 지속적인 수익 창출과 현금 유입 등 미래 채무상환능력에 대한 불확실성의 감소가 예상된다. 따라서 성장기 기업의 브랜드자산은 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 신용평가에 미치는 영향이 커진다는 결과로 해석되며 <가설 4>를 지지하는 결과이다.

[표 4-14] 가설 4-2에 대한 회귀분석 결과

$$\begin{aligned} \text{CRS} = & \beta_0 + \beta_1 \text{BSTI} + \beta_2 \text{LCG} + \beta_3 \text{BSTI} * \text{LCG} \\ & + \beta_4 \text{SIZE} + \beta_5 \text{AD} + \beta_6 \text{RD} + \beta_7 \text{LEV} \\ & + \beta_8 \text{ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \end{aligned} \quad (8)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		5.995	10.054	
BSTI	+	0.235	1.457	2.876
LCG	+	0.227***	2.607	1.383
BSTI*LCG	+	0.497*	1.891	1.815
SIZE	+	0.317***	4.821	2.975
AD	-	1.495	1.095	2.042
RD	-	-2.639**	-2.060	1.762
LEV	-	-5.491***	-24.731	2.129
ROA	+	11.532***	19.314	1.455
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		62.107***		
Adj. R ²		0.718		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

BSTI : 브랜드자산 (브랜드평가지수합의 로그값)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

BSTI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA : 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

[표 4-15] 가설 검증 결과 요약

가설	가설내용	β_1	β_3	채택 여부
가설 1-1	브랜드자산 발표기업(DBSTI) → 기업가치 상승	$\begin{smallmatrix} + \\ (***) \end{smallmatrix}$		채택
가설 1-2	브랜드자산의 수준(BSTI)이 높은 기업 → 기업가치 상승	$\begin{smallmatrix} + \\ (***) \end{smallmatrix}$		채택
가설 2-1	브랜드자산 발표기업(DBSTI) → 신용평점 상승	$\begin{smallmatrix} + \\ (***) \end{smallmatrix}$		채택
가설 2-2	브랜드자산의 수준(BSTI)이 높은 기업 → 신용평점 상승	$\begin{smallmatrix} + \\ (**) \end{smallmatrix}$		채택
가설 3-1	브랜드자산이 발표되는 성장기 기업 (DBSTI*LCG) → 기업가치 상승		$\begin{smallmatrix} + \\ (***) \end{smallmatrix}$	채택
가설 3-2	브랜드자산의 수준이 높은 성장기기업 (BSTI*LCG) → 기업가치 상승		$\begin{smallmatrix} + \\ (**) \end{smallmatrix}$	채택
가설 4-1	브랜드자산이 발표되는 성장기 기업 (DBSTI*LCG) → 신용평점 상승		$\begin{smallmatrix} + \\ (***) \end{smallmatrix}$	채택
가설 4-2	브랜드자산의 수준이 높은 성장기기업 (BSTI*LCG) → 신용평점 상승		$\begin{smallmatrix} + \\ (*) \end{smallmatrix}$	채택

주) 1. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.4 추가분석 (1)

본 연구에서 설정한 가설 및 모형의 구조를 그대로 유지하되, 본 분석에서 브랜드자산의 측정치로 사용한 브랜드자산의 발표여부에 따른 더미변수 DBSTI 대신 대한민국 100대 브랜드⁹⁾ 귀속여부에 따른 더미변수 DBSTI100으로 대체하여 연구모형 및 가설의 강건성을 검증하였다.

4.4.1 가설 1-1에 대한 추가분석

가설 1-1은 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치와 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며, 추가분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 1-1의 검증모형을 추가분석한 결과는 [표 4-16]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 설명변수 DBSTI100의 계수는 0.563으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산의 측정치를 대한민국 100대 브랜드 귀속여부를 나타내는 변수 DBSTI100으로 변경하더라도 브랜드자산이 발표되는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 크다는 것을 나타낸다.

또한, 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 26.9%로서 모형의 설명력은 본 분석과 거의 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 확인되었다. 통제변수에 대해서도 추가분석의 결과는 전체적으로 본 분석과 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 클 것이라는 [가설 1-1]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

9) 대한민국 100대 브랜드는 BSTI 점수가 높은 브랜드를 상위 100위까지 선정하여 발표하는 국내 유일의 브랜드가치 평가 인증제도로써, BSTI는 브랜드스탁 증권거래소의 모의주식 거래를 통해 형성된 브랜드주가지수(70%)와 정기 소비자조사지수(30%)를 결합한 브랜드가치 평가지수이다.

[표 4-16] 가설 1-1에 대한 추가분석 결과

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 \text{ DBSTI100} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ AD} + \beta_4 \text{ RD} + \beta_5 \text{ LEV} + \beta_6 \text{ ROA} + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (1)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		3.491	23.882	
DBSTI100	+	0.563***	9.121	1.455
SIZE	-	-0.325***	-19.184	1.627
AD	+	4.264***	8.995	1.319
RD	+	2.609***	22.794	1.278
LEV	+	0.224***	4.481	1.423
ROA	+	0.011	0.111	1.344
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		67.649***		
Adj. R ²		0.269		
N		8,524		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

DBSTI100: 브랜드자산 (대한민국 100대 브랜드로 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.4.2 가설 2-1에 대한 추가분석

가설 2-1은 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 신용평점과 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며 추가분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 2-1의 검증모형을 추가분석한 결과는 [표 4-17]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 관련하여 설명변수 DBSTI100의 계수는 0.434로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산의 측정치를 DBSTI100으로 변경하더라도 브랜드자산이 발표되는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 신용평점이 높다는 것을 나타낸다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R^2 값은 70.9%로서 본 분석과 거의 차이가 없는 것으로 나타났다. 통제변수에 대해서도 추가분석의 결과는 전체적으로 본 분석과 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 신용평점이 높을 것이라는 [가설 2-1]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

[표 4-17] 가설 2-1에 대한 추가분석 결과

$$\text{CRS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ DBSTI100} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ AD} + \beta_4 \text{ RD} + \beta_5 \text{ LEV} + \beta_6 \text{ ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \quad (3)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		5.418	27.566	
DBSTI100	+	0.434***	5.228	1.455
SIZE	+	0.416***	18.279	1.627
AD	-	-0.611	-0.958	1.319
RD	-	-1.099***	-7.138	1.278
LEV	-	-6.368***	-94.845	1.423
ROA	+	6.789***	51.534	1.344
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		442.361***		
Adj. R ²		0.709		
N		8,524		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

DBSTI100: 브랜드자산 (대한민국 100대 브랜드로 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.4.3 가설 3-1에 대한 추가분석

가설 3-1은 브랜드자산 발표여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지를 확인하는 것이며, 추가 분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 3-1의 검증모형을 추가 분석한 결과는 [표 4-18]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수(DBSTI100*LCG)의 계수는 0.261로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산의 측정치를 DBSTI100으로 변경하더라도 브랜드자산 발표여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기 기업에 비해 크다는 것을 알 수 있다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 31.2%로서 본 분석과 거의 차이가 없는 것으로 나타났다. 통제변수에 대해서도 추가분석의 결과는 전체적으로 본 분석과 거의 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 브랜드자산 발표여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기 기업에 비해 클 것이라는 [가설 3-1]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

[표 4-18] 가설 3-1에 대한 추가분석 결과

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 DBSTI100 + \beta_2 LCG + \beta_3 DBSTI100 * LCG \\ + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV + \beta_8 ROA \\ + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (5)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		3.380	23.811	
DBSTI100	+	0.486***	7.270	1.815
LCG	+	0.489***	22.279	1.130
DBSTI100*LCG	+	0.261**	2.168	1.386
SIZE	-	-0.306***	-18.585	1.633
AD	+	3.892***	8.447	1.325
RD	+	2.405***	21.579	1.287
LEV	+	0.067	1.372	1.451
ROA	+	-0.265***	-2.770	1.365
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		79.778***		
Adj. R ²		0.312		
N		8,524		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

DBSTI100: 브랜드자산 (대한민국 100대 브랜드로 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

DBSTI100*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.4.4 가설 4-1에 대한 추가분석

가설 4-1은 브랜드자산 발표여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지를 확인하는 것이며, 추가 분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 4-1의 검증모형을 추가 분석한 결과는 [표 4-19]와 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 관련하여 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수(DBSTI100*LCG)는 예상과는 달리 통계적으로 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 이는 브랜드자산이 발표되는 기업 중에서 100대 브랜드로 선정되고, 그 가운데 성장기에 속한 기업의 신용평가에 미치는 영향에 대한 분석으로서, 이에 대한 표본이 적어서 결과가 예상대로 나오지 않은 현상으로 추정된다.

또한 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산 수준이 기업가치 및 신용평가에 미치는 영향에 따른 세부가설 2에 대한 추가분석은 브랜드자산이 발표되는 기업 중 대한민국 100대 브랜드에 선정된 기업과 그 중 성장기 기업을 대상으로 분석하기 때문에 이에 대한 표본수가 너무 적어서 수행하지 않았다.

[표 4-19] 가설 4-1에 대한 추가분석 결과

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 DBSTI + \beta_2 LCG + \beta_3 DBSTI * LCG + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV + \beta_8 ROA + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (7)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		5.401	22.463	
DBSTI100	+	0.432***	4.668	1.815
LCG	+	0.084***	2.761	1.130
DBSTI100*LCG	+	-0.003	-0.016	1.386
SIZE	+	0.419***	18.375	1.633
AD	-	-0.664	-1.039	1.325
RD	-	-1.134***	-7.344	1.287
LEV	-	-6.395***	-94.344	1.451
ROA	+	6.743***	50.799	1.365
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		424.756***		
Adj. R ²		0.709		
N		8,524		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

DBSTI100: 브랜드자산 (대한민국 100대 브랜드로 발표되면 1, 그렇지 않으면 0)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

DBSTI100*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용 변수

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA : 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.5 추가분석 (2)

본 연구에서 설정한 가설 및 모형의 구조를 그대로 유지하되, 본 분석에서 브랜드자산의 측정치로 사용한 브랜드평가지수 BSTI는 브랜드주가지수(BSI)와 소비자조사지수(CRI)가 결합된 지수로서 이를 각각 분리하여 연구모형 및 가설의 강건성을 검증하였다.

4.5.1 가설 1-2에 대한 추가분석

가설 1-2는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치와 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며, 추가분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 1-2의 검증모형을 추가 분석한 결과는 [표 4-20] 및 [표 4-21]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 설명변수 브랜드주가지수인 BSI의 계수는 0.248로, 소비자조사지수인 CRI의 계수는 0.288로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산의 측정치를 BSI와 CRI로 분리하여 사용하더라도 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 크다는 것을 나타낸다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R^2 값은 각각 42.3%로서 모형의 설명력은 본 분석과 차이가 없이 일관된 방향성을 나타나는 것으로 확인되었다. 통제변수에 대해서도 추가분석의 결과는 전체적으로 본 분석과 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 클 것이라는 [가설 1-2]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

[표 4-20] 가설 1-2에 대한 추가분석 결과 (1)

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 BSI + \beta_2 SIZE + \beta_3 AD + \beta_4 RD + \beta_5 LEV + \beta_6 ROA + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (2)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		1.441	4.323	
BSI	+	0.248***	2.663	2.468
SIZE	-	-0.170***	-3.965	2.969
AD	+	0.893	1.008	2.019
RD	+	2.079**	2.488	1.757
LEV	+	0.418***	2.921	2.072
ROA	+	3.800***	9.960	1.395
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		19.347***		
Adj. R ²		0.423		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

BSI : 브랜드자산(브랜드주가지수-BrandStock Index)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

[표 4-21] 가설 1-2에 대한 추가분석 결과 (2)

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 \text{ CRI} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ AD} + \beta_4 \text{ RD} + \beta_5 \text{ LEV} + \beta_6 \text{ ROA} + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (2)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		1.436	4.316	
CRI	+	0.288***	2.955	2.282
SIZE	-	-0.173***	-4.105	2.872
AD	+	0.775	0.870	2.041
RD	+	2.090**	2.505	1.756
LEV	+	0.417***	2.918	2.072
ROA	+	3.795***	9.958	1.393
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		19.412***		
Adj. R ²		0.423		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

CRI : 브랜드자산(소비자조사지수-ConsumerResearch Index)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.5.2 가설 2-2에 대한 추가분석

가설 2-2는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점과 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며, 추가분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 2-2의 검증모형을 추가 분석한 결과는 [표 4-22] 및 [표 4-23]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 관련하여 설명변수 브랜드주가지수인 BSI의 계수는 0.348로 5% 수준에서, 소비자조사지수인 CRI의 계수는 0.389로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산의 측정치를 BSI와 CRI로 분리하여 사용하더라도 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높다는 것을 나타낸다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 각각 71.6%로서 모형의 설명력은 본 분석과 차이가 없이 일관된 방향성을 나타나는 것으로 확인되었다. 통제변수에 대해서도 추가분석의 결과는 전체적으로 본 분석과 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높을 것이라는 [가설 2-2]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

[표 4-22] 가설 2-2에 대한 추가분석 결과 (1)

$$\text{CRS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ BSI} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ AD} + \beta_4 \text{ RD} + \beta_5 \text{ LEV} + \beta_6 \text{ ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \quad (4)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		5.110	9.967	
BSI	+	0.348**	2.431	2.468
SIZE	+	0.297***	4.510	2.969
AD	-	1.754	1.288	2.019
RD	-	-2.735**	-2.129	1.757
LEV	-	-5.394***	-24.530	2.072
ROA	+	11.847***	20.193	1.395
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		64.160***		
Adj. R ²		0.716		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

BSI : 브랜드자산(브랜드주가지수-BrandStock Index)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

[표 4-23] 가설 2-2에 대한 추가분석 결과 (2)

$$\text{CRS} = \beta_0 + \beta_1 \text{ CRI} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ AD} + \beta_4 \text{ RD} + \beta_5 \text{ LEV} + \beta_6 \text{ ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \quad (4)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		5.110	9.988	
CRI	+	0.389***	2.591	2.282
SIZE	+	0.296***	4.578	2.872
AD	-	1.621	1.184	2.041
RD	-	-2.715**	-2.115	1.756
LEV	-	-5.394***	-24.541	2.072
ROA	+	11.837***	20.193	1.393
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		64.225***		
Adj. R ²		0.716		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

CRI : 브랜드자산(소비자조사지수-Consumer Research Index)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.5.3 가설 3-2에 대한 추가분석

가설 3-2는 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기) 기업에 비해 큰지를 확인하는 것이며, 추가분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 3-2의 검증모형을 추가분석한 결과는 [표 4-24] 및 [표 4-25]와 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 브랜드자산의 측정치로, 브랜드주가지수인 BSI와 성장기(LCG)의 상호작용변수(BSI*LCG)의 계수는 0.268로 10% 수준에서, 소비자조사지수인 CRI와 성장기(LCG)의 상호작용변수(CRI*LCG)의 계수는 0.498로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산의 측정치를 BSI와 CRI로 분리하여 사용하더라도 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 크다는 것을 알 수 있다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 브랜드자산 측정치 BSI는 44.7%이고 CRI는 45.1%로서 본 분석과 거의 차이가 없는 것으로 나타났다. 통제변수에 대해서도 추가분석의 결과는 전체적으로 본 분석과 거의 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이라는 [가설 3-2]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

[표 4-24] 가설 3-2에 대한 추가분석 결과 (1)

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 BSI + \beta_2 LCG + \beta_3 BSI * LCG + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV + \beta_8 ROA + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (6)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		2.040	5.338	
BSI	+	0.175*	1.772	2.891
LCG	+	0.382***	6.873	1.382
BSI*LCG	+	0.268*	1.656	1.837
SIZE	-	-0.147***	-3.484	2.992
AD	+	0.526	0.606	2.026
RD	+	2.070**	2.529	1.762
LEV	+	0.256*	1.807	2.129
ROA	+	3.270***	8.570	1.456
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		20.392***		
Adj. R ²		0.447		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

BSI : 브랜드자산(브랜드주가지수-BrandStock Index)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

BSI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA : 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

[표 4-25] 가설 3-2에 대한 추가분석 결과 (2)

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 CRI + \beta_2 LCG + \beta_3 CRI * LCG + \beta_4 SIZE + \beta_5 AD + \beta_6 RD + \beta_7 LEV + \beta_8 ROA + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (6)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		2.036	5.434	
CRI	+	0.151	1.449	2.745
LCG	+	0.388***	7.003	1.386
CRI*LCG	+	0.498***	2.898	1.786
SIZE	-	-0.145***	-3.519	2.899
AD	+	0.442	0.508	2.049
RD	+	2.126***	2.606	1.761
LEV	+	0.258*	1.823	2.128
ROA	+	3.256***	8.566	1.454
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		20.681***		
Adj. R ²		0.451		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

CRI : 브랜드자산(소비자조사지수-ConsumerResearch Index)

LCG: 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

CRI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.5.4 가설 4-2에 대한 추가분석

가설 4-2는 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기) 기업에 비해 큰지를 확인하는 것이며, 추가분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 4-2의 검증모형을 추가분석한 결과는 [표 4-26] 및 [표 4-27]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 관련하여 브랜드자산의 측정치로, 브랜드주가지수인 BSI와 성장기의 상호작용변수($BSI*LCG$)의 계수는 0.486으로 10% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 반면, 소비자조사지수인 CRI와 성장기의 상호작용변수($CRI*LCG$)는 예상과는 달리 유의한 결과가 나타나지 않았다. 이는 브랜드자산의 측정치를 CRI를 변경하여 사용한 경우를 제외하고는 브랜드자산 발표 기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기) 기업에 비해 크다는 것을 알 수 있다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 $Adj-R^2$ 값은 브랜드자산 측정치 BSI의 경우 71.8%로서 본 분석과 차이가 없는 것으로 나타났다. 통제변수에 대해서도 추가분석의 결과는 전체적으로 본 분석과 거의 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기 기업에 비해 클 것이라는 [가설 4-2]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 부분적으로 성립하는 것으로 해석된다.

[표 4-26] 가설 4-2에 대한 추가분석 결과 (1)

$$\begin{aligned} \text{CRS} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ BSI} + \beta_2 \text{ LCG} + \beta_3 \text{ BSI} * \text{LCG} \\ & + \beta_4 \text{ SIZE} + \beta_5 \text{ AD} + \beta_6 \text{ RD} + \beta_7 \text{ LEV} \\ & + \beta_8 \text{ ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \end{aligned} \quad (8)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		6.007	10.042	
BSI	+	0.228	1.479	2.891
LCG	+	0.226***	2.597	1.382
BSI*LCG	+	0.486*	1.923	1.837
SIZE	+	0.315***	4.787	2.992
AD	-	1.538	1.131	2.026
RD	-	-2.649**	-2.068	1.762
LEV	-	-5.493***	-24.740	2.129
ROA	+	11.544***	19.329	1.456
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		62.116***		
Adj. R ²		0.718		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

BSI : 브랜드자산(브랜드주가지수-BrandStock Index)

LCG : 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

BSI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

[표 4-27] 가설 4-2에 대한 추가분석 결과 (2)

$$\begin{aligned} \text{CRS} = & \beta_0 + \beta_1 \text{ CRI} + \beta_2 \text{ LCG} + \beta_3 \text{ CRI} * \text{LCG} \\ & + \beta_4 \text{ SIZE} + \beta_5 \text{ AD} + \beta_6 \text{ RD} + \beta_7 \text{ LEV} \\ & + \beta_8 \text{ ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \end{aligned} \quad (8)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		6.008	10.211	
CRI	+	0.277*	1.690	2.745
LCG	+	0.229***	2.633	1.386
CRI*LCG	+	0.418	1.546	1.786
SIZE	+	0.315***	4.851	2.899
AD	-	1.434	1.049	2.049
RD	-	-2.665**	-2.080	1.761
LEV	-	-5.488***	-24.714	2.128
ROA	+	11.520***	19.297	1.454
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		62.074***		
Adj. R ²		0.718		
N		1,129		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

CRI : 브랜드자산(소비자조사지수-ConsumerResearch Index)

LCG: 기업수명주기단계 중 성장기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0

CRI*LCG: 브랜드자산과 성장기의 상호작용변수

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.6 추가분석 (3)

세계적인 브랜드 컨설팅 그룹인 인터브랜드사는 매년 글로벌 100대 베스트 브랜드의 순위와 브랜드가치평가금액을 발표하고 있다. 이와 관련하여 인터브랜드 코리아에서는 2013년부터 국내기업을 대상으로 베스트코리아 브랜드에 대한 순위와 브랜드가치평가금액을 발표하고 있다. 따라서 추가분석에서는 이에 대한 마케팅 관점과 재무적 관점을 통합한 브랜드가치평가금액을 브랜드자산 측정치로 이용하였는데 그 값이 크기 때문에 로그값을 취하였다. 이를 토대로 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 분석을 실시하여 강건성을 검증하였다.

4.6.1 가설 1-2에 대한 추가분석

가설 1-2는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치와 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며, 추가분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 1-2의 검증모형을 추가분석한 결과는 [표 4-28]과 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 TQ와 관련하여 설명변수 BRV의 계수는 1.106으로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산의 측정치를 BRV로 사용하더라도 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 크다는 것을 나타낸다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 78.2%로서 모형에서 고려한 BRV 및 통제변수들은 TQ에 대하여 통계적으로 매우 유의한 관련성을 가지며, 본 분석과 일관된 방향성을 나타내는 것으로 확인되었다. 통제변수에 대해서도 추가분석의 결과는 전체적으로 본 분석과 거의 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 클 것이라는 [가설 1-2]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

[표 4-28] 가설 1-2에 대한 추가분석 결과

$$TQ = \beta_0 + \beta_1 \text{ BRV} + \beta_2 \text{ SIZE} + \beta_3 \text{ AD} + \beta_4 \text{ RD} + \beta_5 \text{ LEV} + \beta_6 \text{ ROA} + \Sigma YD + \Sigma IND \quad (2)$$

독립변수	예상부호	종속변수: TQ		
		계수	t-값	VIF
(상수)		9.213	6.959	
BRV	+	1.106***	6.371	4.526
SIZE	-	-1.641***	-9.306	6.558
AD	+	1.230	0.789	2.620
RD	+	2.228	0.844	3.879
LEV	+	2.664***	6.608	1.910
ROA	+	9.999***	9.191	2.077
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		28.677***		
Adj. R ²		0.782		
N		217		

주)1. 변수의 정의

TQ : Tobin's Q = (기업의 시장가치/총자산)

BRV: 브랜드자산 (브랜드가치평가금액의 로그값)

SIZE: 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고선전비/매출액)

RD : 연구개발비(연구개발비/매출액)

LEV: 부채비율(부채총계/총자산)

ROA: 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

4.6.2 가설 2-2에 대한 추가분석

가설 2-2는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평가와 양(+)의 관계가 있는지를 확인하는 것이며, 추가분석을 위한 검증모형은 브랜드자산 측정치 외에 이 식에서 사용하는 기타 모든 변수는 동일하게 유지하였다. 가설 2-2의 검증모형을 추가분석한 결과는 [표 4-29]와 같다.

실증분석 결과를 살펴보면, 종속변수 CRS와 관련하여 설명변수 BRV의 회귀계수는 0.600으로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 결과가 도출되었다. 이는 브랜드자산의 측정치를 BRV로 변경하여 사용하더라도 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높다는 것을 나타낸다.

또한 모형의 설명력을 나타내는 Adj-R² 값은 44.8%로서, 모형에서 고려한 BRV 및 통제변수들은 CRS에 대하여 통계적으로 유의한 관련성을 가지며, 본 분석과 거의 차이가 없이 일관된 방향성을 나타내는 것으로 확인되었다.

이상의 결과는 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높을 것이라는 [가설 2-2]의 검증결과가 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

[표 4-29] 가설 2-2에 대한 추가분석 결과

$$\text{CRS} = \beta_0 + \beta_1 \text{BRV} + \beta_2 \text{SIZE} + \beta_3 \text{AD} + \beta_4 \text{RD} + \beta_5 \text{LEV} + \beta_6 \text{ROA} + \Sigma \text{YD} + \Sigma \text{IND} \quad (4)$$

독립변수	예상부호	종속변수: CRS		
		계수	t-값	VIF
(상수)		7.035	3.155	
BRV	+	0.600**	2.054	4.526
SIZE	+	-0.210	-0.707	6.558
AD	-	-0.937	-0.357	2.620
RD	-	-6.410	-1.443	3.879
LEV	-	-4.193***	-6.177	1.910
ROA	+	8.410***	4.590	2.077
ΣYD		포함		
ΣIND		포함		
F값		7.264***		
Adj. R ²		0.448		
N		217		

주)1. 변수의 정의

CRS : 신용평점(Credit Rating Score)

BRV : 브랜드자산 (브랜드가치평가금액의 로그값)

SIZE : 기업규모(총자산의 로그값)

AD : 광고비(광고비/매출액)

RD : 연구개발비(개발비+연구개발비/매출액)

LEV : 부채비율(부채총계/총자산)

ROA : 총자산순이익률(당기순이익/총자산)

주)2. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 미만 수준에서 유의함을 의미(양측 검증)

V. 결 론

5.1 연구결과 요약

본 연구의 목적은 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대하여 실증적으로 분석하는 것이다. 또한, 기업의 경제적인 특성 및 발전과정에 따라 수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 차별적인지에 대하여 종합적으로 분석하기 위한 것이다.

이를 검증하기 위하여 선행연구 Barth 등(1998), Anderson & Mansi(2009), Anthony and Ramesh(1992), 최혁(2018)의 모형을 참고하여 브랜드자산이 자본시장에서의 기업가치와 채권시장에서의 신용평가에 미치는 영향에 대하여 회귀분석을 실시하여 통계적인 유의성을 확인한다. 또한, 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 차별적인지를 검증한다.

본 연구의 구체적인 실증분석 대상은 첫째, 브랜드자산이 발표되는 기업과 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 클 것이라는 점. 둘째, 브랜드자산이 발표되는 기업과 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높을 것이라는 점. 셋째, 브랜드자산 발표여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 크고, 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이라는 점. 넷째, 브랜드자산 발표여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 크고, 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 클 것이라는 점을 분석대상으로 하였다.

본 연구는 이와 관련된 가설들을 설정하고 연구모형을 회귀분석하여 검증하였다. 2011년부터 2019년까지 8,524개 기업-연도 표본을 대상으로 분석한 결과는 다음과 같다.

첫째, 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 큰지에 관한 가설 1-1의 검증결과, 브랜드자산이 발표되는 기업은 예상대로 기업가치와 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한, 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치가 큰지에 관한 가설 1-2의 검증결과, 브랜드자산의 수준이 높을수록 기업가치와 유의한 양(+)의 관계가 성립하는 것으로 나타났다.

이는 브랜드자산이 기업의 장기적인 자산으로서, 정기적으로 수익을 창출하고 신제품이 나올때마다 즉각적인 신뢰감을 주며, 지속적으로 차별화된 가치가 있음을 보여주기 때문이다. 이에 투자자들은 브랜드자산을 기업의 중요자산으로 인식하여 이로 인한 성장잠재력 및 수익성의 증대로 기업가치가 커진다는 결과로 해석된다.

둘째, 브랜드자산이 발표되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 신용평점이 높은지에 관한 가설 2-1의 검증결과, 브랜드자산이 발표되는 기업은 예상대로 신용평가와 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한, 브랜드자산이 발표되는 기업 중 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평점이 높은지에 관한 가설 2-2의 검증결과, 브랜드자산의 수준이 높을수록 신용평가와 유의한 양(+)의 관계가 성립하는 것으로 나타났다.

이는 지속가능한 경쟁력을 확보하기 위하여 지속적으로 추구하여야 하는 핵심 경영활동으로 인식되는 브랜드자산이 소비자의 가격에 대한 민감도를 떨어뜨리고 프리미엄 가격으로 높은 이익을 창출하여 현금흐름에 대한 유입을 상승시키기 때문에 신용평점이 높아진다는 결과로 해석된다.

셋째, 브랜드자산 발표여부가 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지에 관한 가설 3-1의 검증결과, 브랜드자산이 발표되는 성장기 기업이 기업가치와 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한, 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 기업가치에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기 (성숙·쇠퇴기)기업에 비해

큰지에 관한 가설 3-2의 검증결과, 브랜드자산의 수준이 높은 성장기 기업이 기업가치와 유의한 양(+)의 관계가 성립하는 것으로 나타났다.

이는 기업의 경영전략으로 성장기에는 브랜드자산으로 차별화전략을 수행함으로써 경쟁우위를 확보하여 매출이 급증하고 시장점유율을 확대할 수 있는 시기이므로 성장기 기업의 브랜드 자산은 미래 성장잠재력 및 지속적인 영업 성과에 대한 기대로 다른 수명주기기업에 비해 기업가치에 미치는 영향이 커진다는 결과로 해석된다.

넷째, 브랜드자산 발표 여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지에 관한 가설 4-1의 검증결과, 브랜드자산이 발표되는 성장기 기업이 신용평가와 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 또한, 브랜드자산 발표기업의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기 (성숙·쇠퇴기)기업에 비해 큰지에 관한 가설 4-2의 검증결과, 브랜드자산의 수준이 높은 성장기 기업이 신용평가와 유의한 양(+)의 관계가 성립하는 것으로 나타났다.

이는 성장기에는 브랜드자산 등 무형자산의 비중이 높은 기업이 미래 경영성과가 높고, 브랜드자산으로 인한 시장점유율의 확대로 제품에 대한 수요가 증가하여 지속적인 수익 창출과 현금 유입 등 미래 채무상환능력에 대한 불확실성의 감소로 성장기 기업의 브랜드자산은 다른 수명주기(성숙·쇠퇴기)기업에 비해 신용평가에 미치는 영향이 커진다는 결과로 해석된다.

추가분석(1)은 브랜드자산의 측정치로 대한민국 100대 브랜드 귀속여부에 따른 더미변수 DBSTI100으로 대체하여 세부가설 (1)을 검증한 결과에서도, 브랜드자산 발표여부가 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기기업에 비해 클 것이라는 분석결과를 제외하면, 본 분석과 동일한 결과가 나타났다. 이는 브랜드자산에 대한 측정방법을 일부 변경하더라도 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 검증결과가 일관되게 나타났다음을 의미한다.

추가분석(2)는 본 분석에서 브랜드자산의 측정치로 사용한 브랜드평가지수(BSTI)는 브랜드주가지수(BSI)와 소비자조사지수(CRI)가 결합된 지수로서 이를 각각 분리하여 세부가설 (2)를 검증한 결과에서도 브랜드자산 발표기업

의 브랜드자산 수준이 신용평가에 미치는 영향은 성장기 기업이 다른 수명주기기업에 비해 클 것이라는 분석결과를 제외하면, 본 분석과 동일한 결과가 나타났다.

추가분석(3)은 세계적인 브랜드 컨설팅 그룹인 인터브랜드사의 코리아에서 국내기업을 대상으로 베스트코리아 브랜드에 대한 마케팅 관점과 재무적 관점을 통합한 브랜드가치평가금액을 브랜드자산의 측정치로 이용하여 세부가설 (2)를 검증한 결과에서도 본 분석과 동일하게 기업가치와 신용평가에 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 브랜드자산이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향은 브랜드자산의 측정치를 변경하여 수행한 추가분석에서도 강건하게 성립하는 것으로 해석된다.

5.2 시사점 및 한계점

본 연구의 공헌점으로는 첫째, 브랜드자산이 자본시장에서의 기업가치 관련성을 검증한 선행연구 외에 채권시장에서의 신용평가에 미치는 영향에 대하여 최초로 시도하여 실증 분석하였다는 점이다. 이로써 브랜드자산의 다양한 측정치를 이용하여 채권시장에서 중요한 지표로 이용되는 신용평가 관련성에 대한 연구는 앞으로 많이 이루어질 것으로 기대된다.

둘째, 기업의 발전과정에 따라 수명주기를 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 구분하여 브랜드자산이 외부투자자들의 주가반응을 통한 기업가치와 기업의 대내외적인 정보를 반영한 종합적인 결과물인 신용평가에 미치는 영향에 대하여 처음으로 시도하여 분석했다는 점이다. 이에 따라 기업의 핵심역량인 브랜드자산은 차별화 전략으로서 기업가치와 신용평가에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 다르다는 것을 실증하였다는 것에 그 의의가 있다.

따라서 본 연구결과를 토대로 미래수익 및 가치 창출의 원천인 브랜드자산에 대한 폭넓은 이해와 재무제표에 계상된 역사적 원가와 기업가치 간의 괴리를 인식하고 재무보고 기준에 대한 재정립에 대하여 제고해야 한다는 점을 시사한다.

본 연구의 한계점으로는 첫째, 동일기업이 다수의 브랜드를 보유할 경우 이를 모두 합산하여 BSTI(브랜드평가지수)를 산출하였는데, 정확한 분석을 위해서는 산업 및 사업구조를 고려하여 가중평균하는 것이 바람직할 것으로 보인다. 그러나 이에 대한 구체적인 기준이 없기 때문에 이를 적용하지 못한 한계가 있음을 인정하며, 향후에는 다수 브랜드에 대한 가중평균 등의 합리적인 기준이 마련되어야 할 것이다.

둘째, 본 연구에서 브랜드자산의 측정치로 BSTI(브랜드평가지수)를 이용하였는데, 이는 브랜드 주가지수와 브랜드에 대한 인지, 호감, 신뢰, 만족, 구매의도 등 소비자평가에 의한 마케팅적 접근법으로서, 재무제표 상 매출액 등 장부가에 근거한 재무적 접근법이 제외된 브랜드자산의 측정치라고 할 수 있다. 한편, 본 연구의 추가분석(3)에서 브랜드자산 측정치로 이용한 인터브랜드사의 브랜드가치 평가금액은 소비자를 대상으로 측정하는 마케팅 접근법과 장부상의 수치에 근거한 재무적 접근법을 통합하여 브랜드 강도(Brand Strength)와 브랜드 수익(Brand Earnings)을 곱하여 브랜드가치를 평가한 통합적 접근법이라 할 수 있다. 그러나, 이는 글로벌 브랜드에 대한 평가가 주축이 되어 국내 브랜드 평가 대상은 많지 않기 때문에 표본이 제한적이어서 기업수명주기에 대한 분석은 이루어지지 못했다.

따라서 향후에는 기업의 핵심역량인 브랜드자산에 대한 통합적 접근법으로 수행한 다수의 브랜드에 대한 가치평가금액이 발표되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

1. 국내문헌

- 권수영, 문보영. (2009). 기업수명주기 하에서 자기자본이익률의 구성요소와 미래수익성 및 가치관련성. 『경영학연구』, 제38권 제5호, 1213-1249.
- 권영도. (1996). 기업 라이프사이클과 장부가치 구성요소가 주가가격결정에 미치는 영향. 『회계학연구』, 제21권 제2호, 45-72.
- 김동순, 국양호, 정태규. (2016). 한국기업의 사회적책임 활동이 부채비용에 미치는 영향; 기업구조와 회사채 평가등급을 중심으로. 『대한경영학회지』 제29권 제7호, 1193-1214.
- 김명중, 한태용. (2014) 연구개발비의 기업가치 관련성. 『국제회계연구』 제58권, 265-291.
- 김수옥, 이치송. (2015). 지속가능경영이 기업가치와 신용평가에 미치는 영향에 대한 실증분석, 『한국산업경제학회』 531-549.
- 김연용, 장원경, 기현희. (2006). 무형자산의 기업가치관련성에 관한 연구. 『대한경영학회지』, 제19권 제1호, 199-216.
- 김연희, 김명중, 김종규. (2019). 브랜드 자산의 이익관련성 및 가치관련성 분석. 『세무회계연구』 제60권, 1-27.
- 김은영, 조성표. (2012). 브랜드자산과 연구개발자산의 기업가치 관련성. 『대한경영학회』, 제25권 제2호, 697-721.
- 김정현, 유은아. (2016). 브랜드자산관리. 『커뮤니케이션북스』
- 김태산, 김용식. (2020). 재무제표 비교가능성이 ACR 과 BIR 간의 등급 불일치에 미치는 영향. 『한국회계정보학회 학술대회발표집』 1-32.
- 김태완, 이진수. (2014). 기업수명주기별 이익조정과 신용평점. 『경영교육연구』, 제29권 제3호, 69-87.

- 나운봉, 전성률, 이석영, 차태운, 문철우, 조동성. (2005). 브랜드자산. 『서울경제경영』
- 나이스신용평가 홈페이지(<http://www.nicerating.com>)
- 박문기. (2000). 기업 브랜드 자산가치의 측정에 관한 연구. 중앙대학교 박사 학위 논문.
- 박원, 박상규. (2010). 기업수명주기에 따른 회계이익과 순자산의 가치관련성. 『경영학연구』, 제39권 제6호, 1451-1476.
- 박원, 권예경. (2011). 기업수명주기에 따른 연구개발 지출의 가치관련성. 『세무회계연구』, 제30권, 85-103.
- 박종일, 박경호, 박찬웅. (2012). 발생액 및 실제 이익조정이 기업 신용등급에 미치는 효과; 상장과 비상장기업을 중심으로. 『세무와 회계저널』, 제13권 제1호, 65-98.
- 서지성, 박경원. (2012). 브랜드자산의 기업가치관련성과 자본시장반응에 관한 연구, 『회계와정책연구』, 제17권 제1호, 289-310.
- 손원상, 김진태. (2013). 기업의 신용평가정보에 대한 영향 요인. 『대한경영학회지』, 제26권 제1호, 41-66.
- 신철호, 박철, 이진용, 서용구, 김인수, 김혜옥. (2005). 브랜드경영. 『서울경제경영』
- 신철호. (2006). 기업브랜드 자산가치 평가에 관한 실증적 연구. 『상품학연구』, 제24권 1호, 1-21.
- 신현암, 강원, 김은환. (2005). 브랜드가 모든 것을 결정한다. 『삼성경제연구소』
- 안성윤. (2015). 산업특성이 신용평점 및 재무평점에 미치는 영향. 『회계와정책연구』, 제20권 제6호, 55-79.
- 양대천, 서윤희. (2014). 수익비용대응과 회사채 신용등급. 『경영교육연구』, 제29권 제6호, 330-353.
- 원자연, 유상열. (2016). 기업수명주기와 경쟁전략이 성과의 지속성에 미치는 영향. 『회계저널』, 제25권 제5호, 33-65.

- 이광윤, 김진배, 양대천. (2012). 내생성과 다기간 문제를 고려한 기업의 사회적 책임의 세부활동과 기업가치와의 관계. 『회계정보연구』, 제30권 제4호, 115-145.
- 이상은, 권영도. (2015). 기업수명주기별 신용등급과 회계정보의 가치관련성. 『경영교육연구』, 제30권 제6호, 635-664.
- 이승현, 조성표, 이기세. (2020). 투자효율성이 신용등급에 미치는 영향. 『국제회계연구』, 제89권, 113-133.
- 이운경, 이우재. (2016). 경영자능력이 기업의 재무평점 및 신용평점에 미치는 영향. 『회계와 정책연구』, 제21권 제5호, 1-23.
- 이준환. (2001). 무형자산 가치평가에 대한 연구: 미국 증권시장을 중심으로. 경희대학교 박사학위논문.
- 전인수, 전명훈, 유정수. (2012). 고객만족이 기업의 신용평가에 미치는 영향. 『한국마케팅학회, ASIA MARKETING JOURNAL』, 제14권 제1호, 1-2.
- 정균오, 장원경, 김연용. (2005). 연구개발비와 광고비가 기업가치에 미치는 영향. 『대한경영학회지』 제18권 제5호, 1851-1867.
- 채수준, 이호영, 유혜영. (2012). 내부회계담당인력의 인적자원 특성이 신용평가에 미치는 영향. 『회계학연구』, 제37권 제1호, 229-265.
- 최정호. (1994). 광고비 및 연구개발비 지출이 기업가치에 미치는 영향. 『회계학연구』, 제19권, 103-124.
- 최현섭, 장지인, 신상철. (2006). 기업수명주기별 회계이익과 현금흐름의 상대적 가치관련성에 관한 연구. 『경영학연구』, 제35권 제5호, 1339-1360.
- 최혁. (2018). 기업수명주기에 따라 광고선전비가 기업가치에 미치는 영향. 『경영교육연구』, 제33권 제4호, 119-137.
- 하석태, 조성표. (2020). 기업수명주기와 미래이익에 대한 주가 정보성. 『회계학연구』, 제45권 제1호, 1-36.
- 한지연, 신수진, 배성호. (2019). 기업수명주기에 따른 이익조정이 기업가치에 미치는 영향. 『회계정보연구』, 제37권 제2호, 1-27.

2. 국외문헌

- Aaker A, David. (1991). Managing Brand Equity : Capitalizing on the Value of a Brand Name. *The Free Press*
- Aaker. D., and R. Jacobson. (1994). The Financial Information Content of Perceived Quality. *Journal of Marketing Research*, 31, 191 – 201.
- Altman, E. I.(1996), Distress Classification for Korean Firm, *Credit Risk Management of Banks(Korean)*, 379–410.
- Anderson, Eugene W. and Mansi, Sattar A. (2009), Does Customer Satisfaction Matter to Investors? Findings from the Bond Market, *Journal of Marketing Research*, 46(5), 703–741.
- Anderson, Eugene W. Claes Fornell and Sanal K. Mazvanchery (2004). Customer Satisfaction and Shareholder Value, *Journal of Marketing*, 68, 172–185.
- Anthony, J. K. Ramesh. (1992). Association between Accounting Performance Measures and Stock Prices : A Test of the Life Cycle Hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15(2–3), 203–227.
- Baldauf, Cravens and Binder. (2004). Performance Consequences of Brand Equity Management : Evidence from Organizations in the Value Chain. *The Journal of Product and Brand Management*, 12, 220 – 236.
- Barth, M. E., Clement, M. B., G. Forster, R. Kasznik. (1998). Brand Values and Capital Market Valuation. *Review of Accounting Studies*, 3, 41–68.
- Barwise, Patrick, et al. (1989). Accounting for Brands. *London Business School*.

- Bens, D., V. Nagar, and M. H. F. Wang. (2002). Real Investment Implications of Employee Stock Option Exercises. *Journal of Accounting Research*, 40(2), 359–393.
- Black, E. L. (1998). Life-Cycle Impacts on the Incremental Value-Relevance of Earnings and Cash Flow Measures. *Journal of Financial Statement Analysis*, 4, 40–56.
- Blair, M. M. and Wallman, S. M. H. (2001). The Value of Corporate Intangible Assets. *International Journal of Electronic Commerce*, 10(3), 7–38.
- Bublitz, B. and M. Ettredge. (1989). The Information in Discretionary Outlays: Advertising, Research, and Development. *The Accounting Review*, 64, 108–124.
- Chan et al. (2001). The Stock Market Valuation of Research and Development Expenditures. *The Journal of finance*, 56(6), 2431–2456.
- Charles Pahud de Mortanges, van Riel, Allard. (2003). Brand Equity and Shareholder Value. *European Management Journal*, 21, 521–528.
- Chauvin K. and M. Hirschey. (1993). Advertising, R&D Expenditures and the Market Value of the Firm. *Financial management*, 22(4), 128–140.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo. and R. M. Stulz. (2006). Dividend Policy and the Earned/Contributed Capital Mix : A Test of the Life-Cycle theory. *Journal of Financial Economics*, 81, 227–254.
- Dickinson, V. (2011). Cash Flow Patterns as a Proxy for Firm Life Cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994.
- Francis, Bill, et al. (2015). Gender Differences in Financial Reporting Decision Making: Evidence from Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research*, 32(3), 1285–1318.
- Hirschey, M. and Weygandt, J. (1985). Amortization Policy for

- Advertising and Research and Development Expenditures. *Journal of Accounting Research*. 23(1), 326 – 335.
- Holthausen. R & R Leftwich(1986), The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices. *Journal of Financial Economics*, 17(1), 57–89.
- Hribar, P. and N. Yehuda(2007). Life Cycle, Cost of Capital, Earnings Persistence and Stock Returns. *Working Paper Cornell University*.
- Kallapur. A., and S. Kwan. (2004). The Value Relevance of Brand Assets Recognized by UK Firms. *The Accounting Review*, 79(1), 151–172.
- Keller, Kevin Lane. (1993). Conceptualizing, Measuring and Managing Customer – Based Equity. *Journal of Marketing*, 57, 1 – 22.
- Keller, Kevin Lane. (2003). Brand Synthesis: The Multidimensionality of Brand Knowledge. *Journal of consumer research*, 29(4), 595–600.
- MacLachlan and Dickson. (1990). Social Distance and Shopping Behavior. *Journal of the Academy of Marketing Science*, 18(2), 153–161.
- Margaret C Campbell, Kevin Lane Keller. (2003). Brand Familiarity and Advertising Repetition Effects, *Journal of Consumer Research*, 302, 292 – 304.
- Scott. M. Davis. (2002). Brand Asset Management. *Jossey–Bass*.
- Simon, C. J. .and M. W. Sullivan. (1993). The Measurement and Determinants of Brand Equity : A Financial Approach. *Marketing Science*, 12(1), 28 – 52.
- Porter, M. E. (1980). Industry Structure and Competitive Strategy: Keys to Profitability. *Financial Analysts Journal*. 46(4), 30–41.
- Quinn, Robert E., and Kim Cameron. (1983). Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence. *Management science*, 29(1), 33–51.

ABSTRACT

The Effect of Brand Assets on Corporate Value and Credit Rating

Shin, Mi-Young

Major in Accounting

Dept. of Business Administration

The Graduate School

Hansung University

This study is an empirical analysis of the effect of brand assets on corporate value and credit rating. In addition, according to the economic characteristics and development process of a company, the life cycle is divided into growth, maturity and decline to verify the moderating effect of the corporate life cycle on the effect of brand assets on corporate value and credit rating.

In this study, 8,524 company-year samples from 2011 to 2019 were subjected to regression analysis on corporate value (TQ) and credit rating (CRS) using Brand Stock Top Index (BSTI) to identify statistical causal relationships. In addition, it is confirmed that the effect of brand assets on corporate value and credit rating differs depending on the corporate life cycle with appropriate management strategy by dividing the corporate life cycle into growth, maturity and decline.

The subject of this study's empirical analysis is first, that brand assets will have a positive (+) effect on corporate value; second, brand assets

will have a positive (+) effect on credit rating; third, the impact of brand assets on corporate value will differ depending on the corporate life cycle. fourth, the impact of brand assets on credit rating will differ depending on the corporate life cycle.

This study established hypothesis related to this and verified them by performing regression analysis on the research model. The results of the empirical analysis are as follows. First, as a result of hypothesis verification on whether companies with brand assets announced have bigger corporate value than which is not, as expected, companies with brand assets announced have a significant positive (+) relationship with its corporate value. In addition, as a result of hypothesis verification on whether the higher the level of brand assets among companies for which brand assets is announced, the higher the corporate value is, it is established that the higher the level of brand assets, the more significant positive (+) relationship with corporate value is. This is interpreted as a result of increasing corporate value due to the increase in growth potential and profitability by investors recognizing brand assets as important assets because brand assets are long-term assets of companies.

Second, as a result of verifying the hypothesis on whether companies with brand assets announced have higher credit rating score than those that do not, as expected, companies with brand assets have a significant positive (+) relationship with credit ratings. In addition, as a result of verifying the hypothesis on whether the higher the level of brand assets among companies for which brand assets is announced, the more significant positive (+) relationship with credit ratings was established. This is interpreted as a result of increasing credit ratings because brand assets recognized as core management activities reduce consumer sensitivity to prices and generate high profits at premium prices to increase the inflow of cash flows.

Third, as a result of verifying the hypothesis that the impact of brand asset announcement of growing companies on corporate value is greater than that of other life cycle (maturity and decline) companies, there is a significant positive (+) relationship with the corporate value. As a result of verifying the hypothesis that the level of brand assets among companies in which brand assets are announced is greater than that of other life cycle (maturity and decline) companies, it is confirmed that growth companies with high levels of brand assets have a significant positive (+) relationship with corporate value. This means that sales can surge and market share can be expanded by securing a competitive advantage by implementing a differentiated strategy with brand assets during the growth period. Therefore, it is interpreted as a result that the brand assets of growing companies have a greater impact on corporate value than other life cycles due to expectations for future growth potential and continuous operating performance.

Fourth, as a result of verifying the hypothesis that the impact of brand asset announcement of growing companies on credit rating is greater than that of other life cycle (maturity and decline) companies, there is a significant positive (+) relationship with credit rating. As a result of verifying the hypothesis that the level of brand assets among companies in which brand assets are announced is greater than that of other life cycle (maturity and decline) companies, it is confirmed that growth companies with high levels of brand assets have a significant positive (+) relationship with credit ratings. This is expected to reduce uncertainty about future debt repayment capabilities such as continuous profit generation and cash inflow due to increased demand for products by implementing differentiated strategies with brand assets during period of growth. Therefore, it is interpreted as a result that the brand assets of growing companies have a greater impact on credit ratings than other

life cycles (maturity and decline).

In additional analysis, the detailed hypothesis (1) was verified by replacing it with the dummy variable DBSTI100, which represents a company belonging to the top 100 brands in Korea as a measure of brand assets. In addition, Brand Stock Top Index (BSTI) used as a measure of brand assets is an index that combines the brand stock index (BSI) and the consumer research index (CRI), and the detailed hypothesis (2) was verified by separated index. As a result of verification, except for that the effect of the level of brand assets on credit rating will be large for growing companies, results was almost same. This means that even if some changes were made to the measurement method for brand assets, the verification results for the effect of brand assets on corporate value and credit rating is consistent.

Summarizing the analysis results, it is confirmed that brand assets have a significant positive (+) effect on corporate value and credit rating, and it is verified that the impact of brand assets on corporate value and credit rating is differentiated according to the life cycle of the company.

The contribution of this study is that brand assets were first empirically analyzed on credit ratings, an important indicator of the bond market, and second, the effect of brand assets on credit ratings, a comprehensive result that reflects corporate value and internal and external information of companies through stock price reactions by investors, was analyzed by dividing the corporate life cycle into growth, maturity, and decline for the first time. Therefore, based on the results of this study, it suggests that broad awareness of brand assets, which are sources of future profits and value creation, and the re-establishment of financial reporting standards should be improved.

【Key Words】 Brand assets, corporate value, credit rating, corporate life cycle.