

IMF 이후 신용등급의 질이 향상되었는가?

오희장

영남대학교 창업중소기업경영지원센터 연구교수
(ohj@yumail.ac.kr)

본 연구는 IMF이후 신용등급의 공표에 따른 추가반응을 통해 신용등급의 질을 분석하고자 하였다. 이를 위해 1998년 하반기부터 2000년까지 신용평가회사 A에서 기업어음의 신용등급이 공표된 297건과 신용평가회사 B에서 공표된 532건을 표본으로 선정하여, 신용등급의 공표에 따른 변경방향 및 변경정도, 신용등급별 추가반응의 행태를 검증하였다. 분석 결과를 요약하면, 먼저 IMF 이후에는 신용등급이 상향변경된 집단이 부(-)의 부호에서 신용등급이 변경되지 않은 집단보다 낮은 추가반응을 보여주었다. 이는 IMF 이전에 신용등급이 상향변경된 집단은 정(+)의 부호에서 신용등급이 변경되지 않은 집단에 비해 높은 주식수익률을 기록하고, 신용등급이 하향변경된 집단은 보다 낮은 부(-)의 비정상수익률을 기록했던 것과는 다른 결과이다. 또한 신용등급이 하향변경된 경우 부(-)의 추가반응을 보인다 하더라도 변경정도에 따른 서열성은 전혀 나타나지 않았다. 마지막으로 IMF 이전에는 신용등급에 따른 순차적인 추가반응을 보인데 비해, IMF 이후에는 이러한 차별성은 나타나지 않았다. 이러한 현상들은 분석을 위해 사용된 2개 신용평가회사에서 공표된 신용등급에서 동일하게 나타났다. 이러한 결과는 IMF 이후 신용등급 공표에 따른 추가반응이 논리적 추론 또는 IMF 이전의 추가반응과는 다른 현상으로, 이는 신용등급의 질이 상대적으로 낙후된 것으로 분석될 수 있다. 본 연구를 통해 얻은 결과는 신용평가의 신뢰성을 제고하는 계기를 제공할 것이며, 또한 신용등급정보의 이용가능성에 대한 자료로 제공될 수 있을 것으로 기대된다. 한편 본 연구에서 사용된 방법론은 신용등급의 질을 분석하거나, 연구자료로서의 이용가능성 등을 탐색하는 모형으로 활용될 수 있을 것이다.

1. 서 론

최근 몇 년간 우리나라의 경제시스템에서 가장 많이 언급된 용어 중의 하나가 신용등급이라 할 만큼 신용평가의 역할 및 제도적 개선에 대한 인식이 확산되었으며, 이는 우리나라 신용평가회사들이 공표하는 신용등급이 질이 개선되었을 것이라는 기대를 갖게 하였다. 즉, 외환위기로 인해 IMF체제로 경제가 편입되는 것을 전후하여 Moody's나 Standard & Poor's, Fitch IBCA¹⁾등에서 우리나라 혹은 기업의 신용등급에 대한 조정만이 아니라 이에 대

한 언급 혹은 동향까지도 경제활동의 안테나라 할 수 있는 증권시장에 즉각적이고도 민감하게 반영되는 현상을 목격하게 되면서 신용등급을 중요성이 모든 경제인에게 각인되었기 때문이라 할 수 있다. 또한 신용평가회사들은 1996년말 전영계열을 시작으로 1997년 한보, 삼미, 대농계열 등 투자적격등급으로 평가되었던 대규모 기업들의 연쇄적인 부도 및 부도유예사태로 인한 신용평가의 신뢰성을 제고하기 위한 일련의 조치들을 시행하였다. 즉, 국내 신용평가 3사는 1998년 2월 신용평가의 방향을 변경하고 평가기준을 강화하는 등의 개선방안을 발표하였으며,²⁾ 또한 신용상태를 항상 감시하여 공표

논문 접수일 : 2002. 3 게재확정일 : 2002. 12

1) Fitch IBCA는 2000년 6월 DCR(Duff & Phelps Credit Rating Co.)과 합병하며 회사 명칭을 Fitch로 변경하였다.

2) 이에 대한 주요내용은 우선 아래의 표에 제시된 지표 중에서 최소한 하나의 조건은 만족시켜야 투자등급(최고등급은 모든 지표를 충족)으로 평가될 수 있는 필요요건의 마련과 계열평가의 강화, 비재무적 요소에 대한 평가의 중대, 시의성 제고를 위한 수시평가의 적

하는 제도를 마련하였다.³⁾ 아울러 상대적으로 많은 경험과 노하우가 축적된 것으로 볼 수 있는 외국의 신용평가회사와 합작 혹은 업무제휴를 통해 외국신용평가회사의 선진기법을 전수받거나 또는 벤치마킹하는 등 신용평가기법의 개선을 위한 시도가 이루어지고 있다.⁴⁾ 이외에도 행정당국은 신용평가의 신뢰성을 제고하기 위해 신용평가회사들의 경쟁을 유도하는 방향으로 규정을 변경하는 한편 임의평가 제도를 도입하는 등의 개선방안을 마련하였다. 한편 증권회사들은 1998년 하반기부터 고객에게 제공되는 「상장기업분석」 등의 자료에 신용등급정보를 제공하기 시작했다. 이러한 일련의 현상 및 조치들은 상대적으로 도입 역사가 일천한 우리나라 신용평가에 대한 인식을 전환하는 계기가 되었을 뿐만 아니라, 신용평가의 신뢰성을 향상시켰을 것이라는 기대를 가지게 하는 요인들이라 할 수 있다. 만약 이러한 기대가 사실로 나타난다면, 이는 IMF를 겪는 과정에서 우리가 얻게되는 긍정적인 현상중의 하나가 될 것이다.

본 연구는 이러한 이유에서 IMF 이후 과연 신용등급의 질이 향상되었는가를 분석하고자 하였다. 이를 위해 신용평가회사에서 공표된 신용등급의 변

경방향 및 변경정도에 따른 주가반응과 신용등급별 주식수익률을 검증하였다. 본 연구를 통해 얻게되는 결과는 신용등급정보의 이용가능성 및 이용의 범위 등을 결정하는데 참고자료로 제공될 수 있을 것이다. 또한 투자자, 경영자, 금융기관 등의 이해관계자들이 신용등급을 활용한 의사결정에 추가적인 비용과 노력을 투여하지 않을 수 있도록 신용평가의 신뢰성을 제고할 수 있는 계기가 될 것으로 기대된다. 한편 본 연구에서 사용된 방법론은 신용등급의 질을 분석하거나, 연구자료로서의 이용가능성 등을 탐색하는 모형으로 활용될 수 있을 것이다.

II. 이론적 배경 및 가설설정

2.1 신용등급 질의 분석

신용등급의 질은 신용등급이 가지는 정보제공능력의 수준을 의미하므로, 이는 신용평가의 신뢰성을 기반으로 하게된다. 현재 신용평가의 신뢰성을

극적 활용 등이다. 이에 대해 보다 자세한 내용은 강용구(1998) 및 지성구(1999)를 참조하기 바람.

한국기업평가		한국신용정보		한국신용평가	
지표	기준	지표	기준	지표	기준
자기자본비율	30%이상	영업이익률	8%이상	자기자본비율	30%이상
단기차입금의존도	20%이하	금융비용부담율	6.5%이하	경제적 부가가치	(+) 시현
고정장기적합률	100%이하	고정장기적합률	100%이하	현금흐름	(+) 시현
경상이익률	7%이상	순 현금흐름	(+) 시현	고정장기적합률	100%이하
2년간 순현금흐름	(+) 시현				

- 신용감시제도는 1991년 10월에 Moody's에 의해 「Monitoring the Rating」이라는 명칭으로 도입되었으며, Standard and Poor's는 「Credit Watch」를 통해 사후관리내용을 공표하고 있다. 우리나라에서는 한국신용평가(주)에서 1998년 11월에 「Watch List」의 공표한 것을 시작으로, 1999년 1월에 한국기업평가(주)의 「Credit Alert」, 한국신용정보(주)의 「Watch List」를 통해 제도화되었으나, 본 연구에서는 이를 반영하지 않았다.
- 외국 신용평가회사와의 제휴는 1998년 8월 한국신용정보(주)가 DCR과 업무제휴를 시작으로 1998년 8월에 한국신용평가(주)는 Moody's와 합작법인을 설립하였으며, 또한 한국기업평가(주)는 1999년 1월 Fitch IBCA와 업무를 제휴하였다. 이후 Fitch IBCA와 DCR의 합병(2000년 6월)과 관련하여 한국신용정보(주)는 2000년 4월 일본의 R&I로 제휴회사를 변경하였다.

분석하는 방법으로는 신용평가회사에서 투자적격등급으로 평가받은 기업들의 사후적인 부도율을 분석하는 방법과 등급상충(split rating)을 이용하는 방법이 주로 사용되고 있다. 신용등급의 부도율을 사용하여 신용평가의 신뢰성을 분석하는 것은 신용등급이 높을수록 부도율이 낮고, 신용등급이 낮을수록 부도의 가능성이 높을 것이라는 추론에서 신용등급별 부도율의 격차가 유의적으로 발생하는가에 따라 신용평가의 상대적인 신뢰성을 분석하는 방법이다. 그러나 기업의 부도는 경영부실에 따른 결손의 누적으로 인한 현금흐름의 압박뿐만 아니라 경기침체와 1980년대 정크본드(junk bond)의 출현, 최근의 IMF 사태 등과 같은 경영외적인 현상에 의해 큰 영향을 받게되므로 시간의 경과에 따른 신용등급별 부도율의 안정성이라는 점에서 문제가 있다.⁵⁾ 또한 부도율은 기업의 부도라는 극단적인 현상만 나타낼 수 있을 뿐이지 이에 이르기까지의 현금흐름에 대해서는 전혀 무관한 척도이며, 부도율의 측정방법에 있어서도 회사채의 경우 만기까지를 측정기간으로 하여 산정할 수 있으나 통상 만기가 90일에서 180일 내외인 기업어음의 경우 어느 기간까지의 부도율을 집계하느냐와 신용등급이 공표된 후 상당한 기간이 경과된 후에야 부도율의 집계 가능하다는 등의 문제가 있다.

신용평가회사간의 등급상충에 따른 신용평가의 신뢰성 분석은 복수평가제도하에서 특정 기업이나 채권에 대해 신용평가회사에 따라 상이한 신용등급이 부여되는 정도를 이용하는 방법으로 이는 신용평가회사가 평가하는 신용등급에 절대적인 기준이 있는 가를 간접적으로 추론하여 신용평가회사의 평

가행태를 파악하는 방법론이다. 이 방법 역시 복수평가기업간의 차별성이라는 점에서 분석기준의 다양성과 신용평가회사의 평가방침 또는 영업전략의 변경 등에 따라 평가기준이 불안정적이라는 점에서 문제가 있다. 이외에도 분석목적에 따라서는 평가기관의 독립성과 평가보고서의 질적 수준 등을 통한 평가방법이 사용되기도 한다. 그러나 현재 사용되고 있는 이러한 방법들은 각기 그 자체적으로도 한계를 가지고 있을 뿐만 아니라 이를 활용하여 신용등급의 질을 평가하는 데는 다소의 문제점들이 내포되어 있다고 할 수 있다. 또한 우리나라의 경우 무보증채권에 대한 신용평가가 시행된 이후 몇 차례의 제도 및 적용상의 변화가 있으므로 해서 분석자료가 충분하지 못하다는 어려움을 내포하고 있다.

이러한 이유로 본 연구에서는 신용등급의 질을 분석하는데 있어서 기존의 방법론과는 달리 자본시장연구에서 기업가치와 관련하여 가장 널리 사용되고 있는 주가반응을 이용하고자 하였다. 주식이 가격은 투자자들의 다양한 정보수집과 이에 대한 분석결과에 의해 결정되기 때문에 신용등급 역시 대체적인 정보를 활용하여 분석된 결과가 주가에 반영된다고 볼 수 있다. 특히 신용평가는 채권의 지급 시기에 해당기업의 미래현금흐름과 이를 불확실하게 할 가능성이 높은 위험 등에 대해 종합적으로 분석한 결과를 신용등급으로 공표하는 제도이고, 기대현금흐름과 위험은 주가를 결정하는 중요한 요인이라는 점에서 신용등급과 주가는 분석하는 매개체가 동일하다는 공통성을 가진다. 즉, 증권시장에 유입되는 자금의 원천을 제공하는 합리적이고 사려

5) 실제 우리 나라에서 무보증 채권에 대한 신용평가가 시작된 1986년 이후 IMF가 닥치기전인 1996년까지 신용등급이 공표된 기업 중에서 부도가 발생한 기업은 극소수에 불과하였으나, 1997년 1월 한보철강을 시작으로 기아, 진로 등의 기업집단에 소속된 기업들의 연쇄적인 부도가 일어나면서 신용등급별 부도율은 급격히 증가하였다.

깊은 투자자의 신용등급에 대한 평가 혹은 인식은 신용등급의 질을 분석하는 적절한 매체가 될 수 있다는 것이다. 또한 주가는 신용평가회사와는 무관한 단일의 지표이며, 신용등급 공표후 최단기간내에 그 의미에 대한 분석이 가능하고, 더욱이 부도뿐만 아니라 부도에 이르기까지의 미래현금흐름에 대한 시장의 전망을 제공하는 속성을 가지고 있다. 이는 오직 부도가 발생한 기업만을 대상으로 하거나 측정기간의 장기성, 분석기준의 다양성 등의 문제를 해소할 수 있다는 점에서 신용등급의 질을 분석하는 척도로서의 유용성을 가진다고 할 수 있을 것이다.

2.2 가설설정

1) 신용등급변경과 비정상수익률

신용등급변경과 주가와 관련성에 대해서는 미국의 경우 회사채를 대상으로 한 Pinches & Singleton(1978), Griffin & Sanvicente(1982), Holthausen & Leftwich(1986), Hand, Holthausen & Leftwich(1992), Goh & Ederington(1993), Matolcsy & Lianto(1995) 등의 연구와 기업어음을 대상으로 한 Nayar & Rozeff(1994), Elayan, Maris & Young(1996) 등의 연구에서 검증된 바 있다. 또한 국내에서는 이한재와 김영무(1997), 오희장(1999a) 등에 의해 신용등급변경의 정보효과가 검증된 바 있다. 이는 신용평가가 기업의 미래현금흐름과 이를 불확실하게 할 가능성이 있는 위험 등에 관한 제반 여건을 분석하여 채무불이행위험의 정도를 표시하는 제도이고, 기대현금흐름과 위험은 주식의 가치를 결정하는 중요한 요소이기 때문에 신용등급과 주가는 깊은 관

련성을 가진다는 것을 의미한다. 또한 주가는 기업의 가치를 즉각적으로 반영한다고 보기 때문에 신용등급의 변경에 따른 주가반응을 검증하는 것은 신용등급의 질을 분석하는 하나의 방법이 될 수 있다. 즉, 주시가격은 투자자들이 다양한 정보를 수집하고 분석한 결과에 의해 결정되며, 공표된 신용등급 역시 투자자들이 대체적 정보를 활용하여 그 정보가치를 검증할 것이다. 따라서 신용등급의 변경방향 및 그 정도 등에 동의한다면 즉, 신용등급의 정보가치를 인정한다면 이에 상응하는 주가반응을 보일 것이나, 만약 그렇지 못하다면 공표된 신용등급의 정보적 의미와는 다른 주가반응이 나타날 것이다.

여기에서 신용등급변경이 주가에 영향을 미친다는 것은 정보효과 측면에서 신용등급변경은 채권 및 채권을 발행한 기업의 기대현금흐름과 위험에 대한 분석결과를 근거로 채무의 상환정도로 표시한 것이므로 주가에 영향을 준다는 것이다. 즉, 신용등급이 상향변경되면 기업가치에 긍정적인 신호로 인식되어 주가의 상승을 가져오고, 신용등급이 하향변경되면 기업가치에 대한 부정적인 신호로 인식되어 주가의 하락을 가져온다는 것이다. 또한 신용등급의 변경은 외부에서 자금을 조달할 때 자본비용에도 영향을 미치게 된다. 만약 신용등급이 상향변경되면 자본비용을 감소시키고 이는 할인율의 하락을 초래하여 그 결과 주가는 상승하게 된다. 반대로 신용등급이 하향변경되면 자본비용이 증가하며 이는 할인율의 상승시키고 주가는 하락하게 된다. 따라서 신용등급의 변경은 투자자에게 현금흐름에 대한 정보를 제공함과 동시에 할인율의 변화를 초래하여 주가에 직·간접적인 영향을 미치게 된다는 것이다. 이러한 논리에 근거하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 신용등급이 상향변경된 기업은 신용등급이 변경되지 않은 기업에 비해 높은 정(+)의 주식수익률을 기록할 것이고, 하향변경된 기업은 보다 낮은 부(-)의 주식수익률을 기록할 것이다.

또한 신용등급이 변경되는 정도에 따라 차별적인 주가반응을 보일 것이다. 즉, 신용등급의 상향변경 정도가 클수록 위험의 감소정도가 커진다는 것을 의미하므로 투자자에게 기대현금흐름에 대한 긍정적인 전망이 커지는 반면, 하향변경 정도가 크다는 것은 미래현금흐름에 대한 전망을 불확실하게 할 위험이 더 크게 인식될 것이다. 따라서 신용등급이 상향변경된 정도가 클수록 높은 정(+)의 비정상수익률을 기록하고, 신용등급이 하향변경된 정도가 클수록 높은 부(-)의 비정상수익률을 기록할 것이라는 논리에서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 신용등급의 상향변경정도가 클수록 높은 주식수익률을 기록할 것이고, 하향변경 정도가 클수록 낮은 주식수익률을 기록할 것이다.

2) 신용등급과 주식수익률

신용등급과 주식수익률간의 관계에 대해서 Nayar & Rozeff(1994)는 기업어음의 신용등급을 높게(A1 혹은 P1) 평가받은 기업은 높은 비정상수익률을 획득하고, 낮은 신용등급(A2 혹은 P2이하)을 부여받은 기업의 주식은 낮은 비정상수익률을 기록하는 관계를 밝힌 바 있다. 즉, 신용등급의 정보제공능력을 고려할 때 동일한 등급을 부여받은 기업은 그에 적합한 미래현금흐름을 가질 것이며,

위험에서는 상대적인 불확실성이 적을 것으로 평가되는 기업들이므로 신용등급은 기대현금흐름에 대한 특성변수로 구분될 수 있다고 할 수 있다. 다시 말해 A1, A2, A3, B등급을 부여받은 기업들은 각 신용등급에 상응하는 현금흐름이 기대되는 특성을 가진 기업이라 할 수 있고, 이러한 특성에 의해 신용등급은 채권을 발행한 기업의 미래현금흐름 전망에 대한 신호전달에 의해 주시가격에 적절히 반영될 것이다. 이러한 이유에서 높은 신용등급으로 공표된 기업의 주식은 현금흐름전망에 긍정적인 의미와 위험감소에 따른 할인율의 하락으로 주식시장에서 상대적으로 높은 주가반응을 보일 것이고, 반대로 낮은 신용등급으로 공표된 기업의 주식은 낮은 주가반응을 보일 것이다. 이러한 논리에 근거하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 3: 상위 신용등급으로 공표된 기업은 보다 낮은 신용등급으로 공표된 기업에 비해 상대적으로 높은 주식수익률을 기록할 것이다.

III. 연구방법 및 자료수집

3.1 연구모형

위의 가설을 검증하기 위하여 사건연구(event study)를 수행하였다. 이때 사건 일은 신용평가가 공식적으로 완료되는 날로 하였으며, 검증기간은 신용등급 공표전 12일(-12)부터 공표후 10일(10)까지로 하였다. 이때 종속변수는 시장조정모형에 의해 측정된 일별 비정상수익률(daily abnormal

return)을 사용하였다. 이렇게 산정된 비정상수익률은 일표본 차이검증(one sample t-test) 및 분산분석(ANOVA) 등을 통해 검증될 것이며, 검증된 결과는 IMF 이전의 자료를 분석한 선행연구와 비교될 것이다.

시장조정모형에서 개별 주식의 비정상수익률이 산정되는 과정은 식 (1)과 같이 나타낸다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \dots\dots\dots (1)$$

AR_{it} : t일의 i기업 비정상수익률

R_{it} : t일 i기업의 주식수익률

R_{mt} : t일의 시장수익률

식 (1)에 의해 측정된 비정상수익률의 검증일별 또는 검증기간별 평균비정상수익률은 식 (2)에 의해 계산되었다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \dots\dots\dots (2)$$

N = 표본기업의 수

또한 검증일별 혹은 검증기간별 누적비정상수익률은 식 (3)에 의해 계산되었다.

$$CAR_t = \sum_{t=-10}^{12} AAR_t \dots\dots\dots (3)$$

3.2 표본선정과 자료수집

본 연구의 표본은 국내 경제가 IMF체제로 편입된 이후 신용평가의 신뢰성을 제고하기 위해 신용평가의 방향이 변경되고, 또한 평가기준이 크게 강화된 후인 1998년 하반기부터 2000년까지⁶⁾ 국내 3개 신용평가회사중 2개 신용평가회사에서 기업어음에 대한 신용등급을 공표한 기업을 대상으로 하였다. 이외 구체적인 표본의 선정기준은 다음과 같다. 먼저 신용등급의 변경여부는 12단계의 구분을 기준으로 하였다. 둘째, 금융업에 종사하는 기업은 제외하였다. 셋째, 한국증권거래소에 등록된 상장기업 중에서 한국신용평가(주)의 데이터 베이스(KIS-DATA)에 주식수익률(SMAT) 자료가 수록되어 있는 기업을 대상으로 하였다. 마지막으로 신용등급 발표를 전후하여 4주내에 합병, 매수 및 유·무상증자가 있었던 기업은 표본에서 제외하였다.

위의 선정기준에 의해 최종적으로 수집된 표본의 구성 및 기술적 통계량은 <표 1>에서 보는 바와 같다. 즉, 신용평가회사 A에서 신용평가를 받아 선정된 표본은 신용등급이 상향변경된 표본이 50건(-.0025)이고, 하향변경된 표본이 67건(-.0023), 변경되지 않은 표본이 180건(-.0003) 이었다. 또한 신용평가회사 B에서 신용평가를 받아 선정된 표본은 신용등급이 상향변경된 표본이 80건(-.0012)이고, 하향변경된 표본이 73건(-.0019), 변경되지 않은 표본이 379건(-.0006) 이었다.

6) IMF 이전을 다룬 선행연구에서 1995년부터 1997년 상반기까지 5회의 공표자료를 사용하였으므로, 자료수집 횟수의 일치를 위해 IMF 이후 5회의 공표자료를 얻을 수 있는 기간으로 결정하였다.

〈표 1〉 표본의 구성 및 기술적 통계량

변경방향	평가회사 A				평가회사 B			
	빈도	비율	평균	표준오차	빈도	비율	평균	표준오차
상향변경	50	16.8	-.0025	.0111	80	15.0	-.0012	.0086
하향변경	67	22.6	-.0023	.0155	73	13.7	-.0019	.0171
불변경	180	60.6	-.0003	.0096	379	71.3	-.0006	.0073
계	297	100	-.0011	.0114	532	100	-.0009	.0095

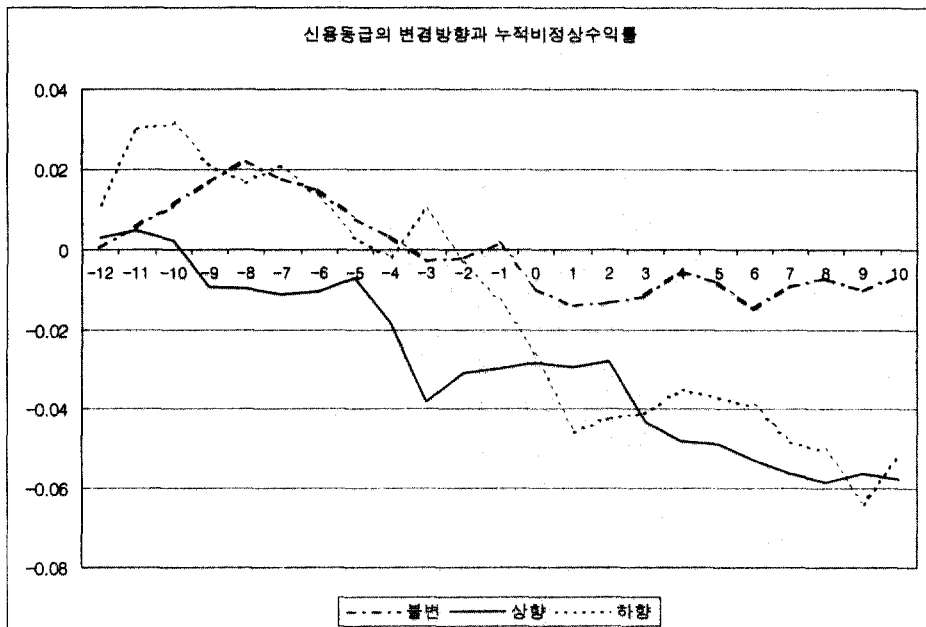
IV. 실증분석 및 해석

4.1 신용등급 변경방향과 비정상수익률

신용평가회사 A에서 공표된 신용등급의 변경방향에 따른 누적비정상수익률의 추세는 〈그림 1〉에

서 보는 바와 같다. 우선 신용등급의 변경방향에 관계없이 누적비정상수익률이 하락하는 행태를 보여주고 있는 가운데, 그 기울기는 신용등급이 변경되지 않은 집단이 가장 완만하며, 하향변경된 집단이 가장 급격한 하락추세를 보여주고 있다. 이를 신용등급의 변경방향별로 살펴보면, 먼저 신용등급이 변경되지 않은 집단은 신용등급 공표전 12일

〈그림 1〉 신용평가회사 A의 신용등급변경 방향과 누적비정상수익률



〈표 2〉 신용평가회사 A의 신용등급 변경방향과 평균비정상수익률

검증일	불변집단			상향변경집단			하향변경집단		
	AAR	SD	t-값	AAR	SD	t-값	AAR	SD	t-값
-12	.0005	.049	.125	.0029	.035	.576	.0112	.046	2.008**
-11	.0050	.052	1.292	.0019	.035	.377	.0190	.054	2.882***
-10	.0056	.049	1.530	-.0028	.048	-.406	.0012	.059	.156
-9	.0058	.055	1.434	-.0114	.034	-2.401**	-.0098	.057	-1.401
-8	.0052	.050	1.396	-.0002	.043	-.034	-.0050	.056	-.723
-7	-.0045	.051	-1.180	-.0014	.035	-.289	.0045	.054	.682
-6	-.0030	.045	-.874	.0005	.043	.085	-.0082	.050	-1.338
-5	-.0071	.040	-2.386**	.0035	.041	.609	-.0095	.051	-1.531
-4	-.0045	.043	-1.425	-.0111	.034	-2.326**	-.0051	.050	-.855
-3	-.0059	.047	-1.679*	-.0198	.136	-1.024	.0117	.058	1.660
-2	.0008	.050	.228	.0071	.047	1.071	-.0129	.058	-1.812*
-1	.0034	.045	1.000	.0010	.041	.171	-.0095	.046	-1.704*
0	-.0111	.047	-3.159***	.0017	.045	.259	-.0138	.052	-2.175**
1	-.0040	.048	-1.118	-.0012	.041	-.217	-.0194	.049	-3.225***
2	.0005	.047	.155	.0015	.058	.184	.0037	.059	.513
3	.0014	.046	.416	-.0153	.045	-2.385**	.0010	.060	.138
4	.0063	.052	1.616	-.0049	.047	-.729	.0059	.057	.850
5	-.0030	.049	-.826	-.0007	.038	-.135	-.0019	.066	-.240
6	-.0064	.042	-2.052**	-.0039	.049	-.562	-.0021	.060	-.284
7	.0057	.041	1.855*	-.0035	.056	-.442	-.0091	.058	-1.275
8	.0019	.043	.592	-.0021	.044	-.342	-.0021	.050	-.346
9	-.0029	.044	-.867	.0023	.043	.375	-.0137	.055	-2.029**
10	.0033	.051	.862	-.0015	.054	-.198	.0123	.060	1.664
-12, 10	-.0003	.009	-.415	-.0025	.011	-1.602	-.0023	.015	-1.190
-12, -1	.0001	.013	.121	-.0025	.013	-1.343	-.0011	.015	-.564
-6, -1	-.0027	.021	-1.760*	-.0031	.023	-.966	-.0056	.022	-2.034***
0, 6	-.0023	.019	-1.683*	-.0033	.022	-1.032	-.0038	.029	-1.085
0, 10	-.0008	.016	-.645	-.0025	.016	-1.096	-.0036	.024	-1.241

주1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%, ****는 .1%수준에서 유의함.

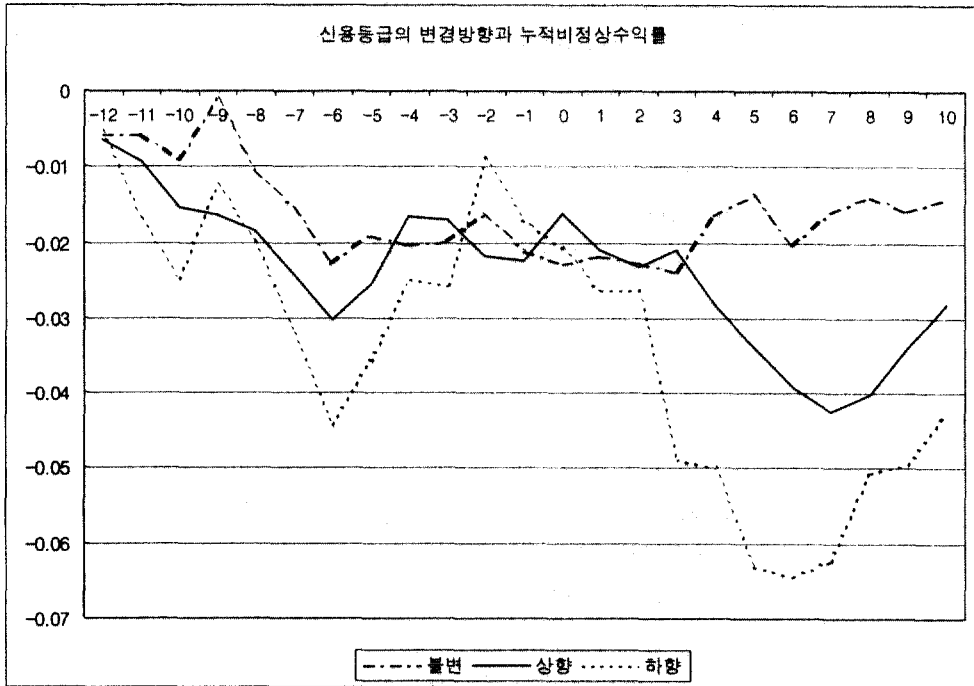
(-12)부터 정(+)의 누적비정상수익률로 상승하여 공표전 8일(-8)에 .0221을 기록한 후, 하락하기 시작하여 공표전 3일(-3)에 부(-)의 누적비정상수익률을 기록하고 있다. 이러한 추세는 신용등급 공표전 1일(-1)에 잠시 정(+)의 누적비정상수익률을 기록한 후, 급격히 하락하여 공표후 1일(1)에는 -.0137을 기록한 후 다소 상승하다가 공표후 6일(6)에 -.0148을 기록한 후 소폭으로 상승하는 추세를 유지하고 있다. 또한 신용등급이 상향변경된 집단은 정(+)의 누적비정상수익률로 신용등급 공표전 11일(-11)이후 하락하여 9일(-9)부터 부(-)의 누적비정상수익률을 기록하며, 3일(-3)에 -.0379의 누적비정상수익률을 기록하고 있다. 이후 신용등급 공표일(0)을 전후하여 다소 상승하나 신용등급 공표후 2일(2)부터 급격히 하락하기 시작하여 6일(6) 이후에는 -.0500대의 누적비정상수익률을 기록하고 있다. 한편 신용등급이 하향변경된 집단은 정(+)의 누적비정상수익률로 시작하여 신용등급 공표전 10일(-10)에 .0313의 누적비정상수익률을 기록한 후 하락하기 시작하여 4일(-4)에 부(-)의 누적비정상수익률을 기록한 후 일시적으로 상승하나 2일(-2)부터 급격히 하락하기 시작하여 신용등급 공표후 1일(1)에는 -.0457의 누적비정상수익률을 기록하는 등 신용등급 공표일(0)을 전후하여 급격하게 하락하는 현상을 보여주고 있다.

또한 신용평가회사 A에서 공표된 신용등급의 변경방향에 따른 평균비정상수익률은 <표 2>에서 보는 바와 같다. 우선 신용등급의 변경방향에 관계없이 모든 집단이 검증기간동안(-12~10) 부(-)의 평균비정상수익률을 기록하고 있으나, 어느 집단도 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 이를 신용등급의 공표일(0)을 전후하여 검증일별로 살펴보면,

먼저 신용등급이 상향변경된 집단은 신용등급 공표전 2일(-2)부터 공표일(0)까지 정(+)의 추가반응을 보이나 어느 검증일도 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 이에 비하여 신용등급이 하향변경된 집단은 신용등급 공표전 2일(-2)부터 공표후 1일(1)까지 부(-)의 추가반응을 보여주고 있으며, 이 기간의 모든 검증일은 통계적으로 유의한 값을 기록하였다. 또한 신용등급이 변경되지 않은 집단은 신용등급 공표일(0)에 부(-)의 비정상수익률을 기록하였으며, 이 결과는 통계적으로 유의한 값이었다.

한편, 신용평가회사 B에서 공표된 신용등급의 변경방향에 따른 누적비정상수익률의 추세는 <그림 2>에서 보는 바와 같다. 우선 신용등급의 변경방향에 관계없이 부(-)의 누적비정상수익률을 기록하는 가운데, 신용등급이 변경되지 않은 집단이 가장 높은 반면 신용등급이 하향변경된 집단이 가장 낮은 누적비정상수익률을 기록하고 있다. 즉, 신용등급이 변경되지 않은 집단은 부(-)의 누적비정상수익률로 시작하여 신용등급 공표전 9일(-9)에는 -.0011을 기록한 후 6일(-6)에 -.0228을 기록한 후 3일(3)까지 비슷한 수준에서 좁은 폭의 등락을 거듭하다가 공표후 4일(4)부터 다소 상승하는 누적비정상수익률 추세를 보여주고 있는 가운데 공표일(0)을 전후하여 다소 상승하는 행태를 보여주고 있다. 또한 신용등급이 상향변경된 집단은 부(-)의 누적비정상수익률로 시작하여 신용등급 공표전 6일(-6)에는 -.0303을 기록한 후 신용등급 공표후 3일(3)까지는 신용등급이 변경되지 않은 집단과 비슷한 행태를 보여주는 가운데 신용등급 공표일(0)에는 다소 상승하나, 3일(3)부터는 하락하여 7일(7)에는 -.0424의 누적비정상수익률을 기록한 후 다소 상승하는 추세를 보여주고 있다. 한편 신용등급이 하향변경된 집단 역시 부(-)의 누적비정

〈그림 2〉 신용평가회사 B의 신용등급변경 방향과 누적비정상수익률



상수익률로 시작하여 신용등급 공표전 10일(-10)에 .0313의 누적비정상수익률을 기록하고 일시적으로 상승하나 다시 하락하여 공표전 6일(-6)에는 -.0443을 기록한 후 상승하여 공표전 2일(-2)에는 -.0089를 기록하나 이후 급격한 하락을 거듭하여 신용등급 공표후 6일(6)에는 -.0623의 누적비정상수익률을 기록한 후 다소 상승하는 추세를 보여주고 있다.

또한 신용평가회사 B에서 공표된 신용등급의 변경방향에 따른 평균비정상수익률은 〈표 3〉에서 보는 바와 같다. 우선 신용등급의 변경방향에 관계없이 모든 집단이 검증기간동안(-12~10) 부(-)의 평균비정상수익률을 기록하고 있으나, 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 이를 신용등급의 검증일

별로 살펴보면, 먼저 신용등급이 상향변경된 집단은 신용등급 공표일(0)에 정(+)의 추가반응을 보였으나, 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 또한 신용등급이 하향변경된 집단은 신용등급 공표전 1일(-1)부터 공표후 1일(1)까지 부(-)의 추가반응을 보여주고 있으나, 어느 검증일도 통계적으로 유의한 수준은 아니다. 이에 비하여 신용등급이 변경되지 않은 집단은 신용등급 공표전 1일(-1)과 공표일(0)에 부(-)의 비정상수익률을 기록하였으며, 특히 공표전 1일(-1)은 통계적으로 5%수준에서 유의한 값이었다.

신용등급변경의 방향에 따른 추가반응의 검증결과를 요약하면, 신용평가회사 A와 B에서 공표된 신용등급의 변경방향에 관계없이 모두 부(-)의 주

〈표 3〉 신용평가회사 B의 신용등급 변경방향과 평균비정상수익률

검증일	불변집단			상향변경집단			하향변경집단		
	AAR	SD	t-값	AAR	SD	t-값	AAR	SD	t-값
-12	-.0058	.048	-2.356**	-.0065	.039	-1.483	-.0054	.045	-1.030
-11	.0000	.047	.007	-.0028	.037	-.662	-.0116	.045	-2.186**
-10	-.0033	.047	-1.382	-.0061	.042	-1.314	-.0077	.050	-1.296
-9	.0080	.049	3.195***	-.0010	.040	-.229	.0123	.053	1.978*
-8	-.0095	.041	-4.465****	-.0020	.048	-.381	-.0074	.046	-1.359
-7	-.0050	.044	-2.226**	-.0059	.037	-1.421	-.0124	.033	-3.183***
-6	-.0072	.047	-3.019***	-.0060	.114	-.469	-.0122	.044	-2.349**
-5	.0038	.047	1.557	.0050	.052	.854	.0084	.043	1.662
-4	-.0011	.041	-.540	.0088	.050	1.581	.0111	.044	2.144**
-3	.0003	.045	.131	-.0003	.053	-.049	-.0010	.049	-.164
-2	.0038	.048	1.567	-.0049	.046	-.960	.0169	.056	2.579**
-1	-.0051	.045	-2.213**	-.0006	.045	-.115	-.0082	.051	-1.369
0	-.0015	.043	-.678	.0061	.047	1.169	-.0037	.051	-.621
1	.0010	.045	.422	-.0048	.049	-.874	-.0057	.059	-.817
2	-.0009	.044	-.390	-.0021	.053	-.351	.0001	.053	.017
3	-.0012	.043	-.536	.0022	.041	.474	-.0225	.053	-3.599****
4	.0075	.047	3.137***	-.0075	.049	-1.385	-.0012	.060	-.166
5	.0026	.046	1.088	-.0054	.049	-.988	-.0128	.052	-2.127**
6	-.0069	.041	-3.271****	-.0053	.049	-.960	-.0019	.051	-.310
7	.0047	.042	2.154**	-.0034	.038	-.792	.0024	.055	.380
8	.0020	.045	.852	.0022	.044	.447	.0118	.049	2.043**
9	-.0019	.040	-.907	.0063	.050	1.137	.0010	.050	.163
10	.0018	.042	.797	.0057	.052	.988	.0067	.059	.973
-12, 10	-.0006	.007	-1.623	-.0012	.009	-1.271	-.0019	.017	-.930
-12, -1	-.0018	.011	-3.239****	-.0019	.011	-1.457	-.0014	.012	-1.008
-6, -1	-.0009	.017	-1.065	.0003	.018	.166	.0025	.020	1.099
0, 6	.0001	.015	.114	-.0024	.018	-1.172	-.0068	.031	-1.895*
0, 10	.0007	.012	1.079	-.0005	.013	-.373	-.0024	.029	-.683

주1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%, ****는 .1%수준에서 유의함.

가반응을 보이고 있다. 이는 신용등급 변경방향에 따른 차별성 즉, 신용등급이 상향변경된 집단은 정(+)의 주가반응을 보이는 가운데 신용등급이 변경되지 않은 집단보다 높은 비정상수익률을 기록하고, 신용등급이 하향변경된 집단은 부(-)의 주가반응으로 더 낮은 비정상수익률을 기록할 것이라는 논리적인 추론과는 다른 결과이다. 또한 IMF 이전에는 신용등급이 상향변경된 기업은 정(+)의 주가반응을 보여주면서 신용등급이 변경되지 않은 기업에 비해 상대적으로 높은 비정상수익률을 기록하고, 신용등급이 하향변경된 기업은 부(-)의 비정상수익률을 기록하면서 더 낮은 주가반응을 보여준 선행연구의 결과⁷⁾와도 다르다. 특히 신용등급이 상향변경되었음에도 불구하고 부(-)의 비정상수익률을 기록하였으며, 또한 신용등급이 변경되지 않은 집단보다 더 낮은 주가반응을 보여주는 결과는 신용등급의 상향변경이 내포하는 정보의 의미가 시장에서 전혀 받아들여지지 않는다는 것을 의미한다. 따라서 신용등급의 변경방향에 따른 주가반응 분석에서, IMF 이후 신용등급의 질이 향상되었다는 근거는 전혀 나타나지 않았다.

4.2 신용등급의 변경정도와 비정상수익률

신용등급변경이 주식시장에서 정보효과를 가진다면, 신용등급이 변경되는 정도에 따라 주가에 차별적으로 반영될 것으로 추론할 수 있다. 즉, 투자자들은 신용등급의 상향변경정도가 클수록 미래현금흐름에 대한 긍정적인 전망의 정도가 클 것으로 인식하고, 하향변경정도가 큰 기업의 주식은 하향변

경 정도가 작은 기업의 주식에 비해 인식되는 위험의 정도가 클 것이다. 따라서 신용등급이 상향변경된 정도가 클수록 높은 정(+)의 주가반응 보이고, 하향변경된 정도가 클수록 낮은 부(-)의 비정상수익률을 기록할 것이라는 논리로 IMF를 전·후한 기간의 신용등급 변경정도에 따른 주가반응⁸⁾을 분석하고자 하였다.

이때 신용등급의 변경정도에 따른 주가반응의 서열성에 대한 분석에 있어서는 동일한 변경정도라 하더라도 신용등급이 동일한 등급내에서 변경되었는가 또는 다른 등급으로 변경되었는가에 따라 차별적인 반응을 보일 수 있다. 이러한 현상은 기업어음의 신용등급을 A1, A2, A3, B, C, D로 크게 구분하나 A2, A3, B등급은 A2+, A3+, B+와 A2-, A3-, B-로 세분하여 구분하고 있는데서 발생하는 현상이다. 따라서 동일한 등급내에서 2등급 변경된 기업과 다른 등급으로 1등급 변경된 기업에 대한 주가반응의 차별성을 현재로서는 명확하게 구분할 수 없는 한계가 존재한다. 예를 들어 동일한 등급내에서 2등급 변경된 경우 즉, 신용등급 A2-와 A2+, A3-와 A3+, B-와 B+ 간에 신용등급이 변경된 표본의 비정상수익률과 다른 등급으로 1등급 변경된 기업 즉, A2+와 A1, A3+와 A2-, B+와 A3- 간에 변경된 표본의 비정상수익률을 단순히 신용등급의 변경정도에 따른 비정상수익률로 볼 수는 없다. 한편 신용등급의 변경정도가 3등급 이상인 경우에는 당연히 다른 등급으로 변경되어야 하기 때문에 이러한 문제는 고려할 필요가 없다. 이러한 이유에서 신용등급의 변경정도에 따른 비정상수익률의 서열성을 확인하

7) 자세한 내용은 오희장(1999b)의 연구를 참조하기 바람.

8) 신용등급공표에 따른 시장의 반응은 신용평가회사, 변경방향, 변경정도, 신용등급 등에 따라 반영되는 시기가 차별적이나 신용등급 공표전 6일부터 공표후 6일까지(-6~6)는 모두 포함한다는 점에서 이 기간을 대상으로 분석하였다.

IMF 이후 신용등급의 질이 향상되었는가?

고자 하는 목적을 훼손하게 할 가능성이 예견되는 표본 즉, 신용등급의 1등급 변경되었지만 다른 등급으로 변경된 표본은 신용등급의 변경정도에 따른 추가반응의 분석에서 제외하였다. 또한 신용등급이 3등급, 4등급, 5등급 변경된 표본의 수가 극소수에 지나지 않아 통계적 의미가 미약하기 때문에 이들을 3등급이상 변경된 집단(이후에는 3등급으로 표기)으로 분류하였다.

먼저 신용평가회사 A에서 공표된 신용등급의 변경정도에 따른 추가반응은 <표 4>에서 보는 바와 같다. 즉, 신용등급이 상향변경된 경우 IMF 이전에 1등급 변경된 집단은 .0006, 2등급 변경된 집단은 .0043, 3등급 변경된 집단은 -.0003⁹⁾의 평균비정상수익률을 기록하였다. 또한 IMF 이후에

1등급 변경된 집단은 -.0039, 2등급 변경된 집단은 .0045, 3등급 변경된 집단은 -.0054의 평균비정상수익률을 기록하였다. 그러나 이러한 결과는 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 한편 신용등급이 하향변경된 경우 IMF 이전에 1등급 변경된 집단은 .0003, 2등급 변경된 집단은 -.0051, 3등급 변경된 집단은 -.0105의 평균비정상수익률을 기록하였으며, 이는 통계적으로 5%수준에서 유의한 값이었다. 또한 IMF 이후에 신용등급이 1등급 하향변경된 집단은 -.0002, 2등급 변경된 집단은 -.0111, 3등급 변경된 집단은 .0055의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다.

이러한 분석결과를 요약하면, IMF 이전에는 신용등급의 변경방향에 관계없이 신용등급의 변경정

<표 4> 신용평가회사 A의 신용등급의 변경정도와 평균비정상수익률

변경정도		IMF이전(-6~6)				IMF이후(-6~6)			
		표본수	평균	표준편차	F 값	표본수	평균	표준편차	F 값
상향변경	1등급	40	.0006	.0089	.6931 (.6049)	30	-.0039	.0137	.3882 (.6812)
	2등급	9	.0043	.0061		3	.0045	.0056	
	3등급	1	-.0003	-		4	-.0054	.0345	
	계	50	.0013	.0084		37	-.0034	.0161	
하향변경	1등급	56	.0003	.0075	5.4554 (.0062)	23	-.0002	.0125	3.6306 (.0366)
	2등급	14	-.0051	.0136		11	-.0111	.0150	
	3등급	7	-.0105	.0111		5	.0055	.0111	
	계	77	-.0017	.0097		39	-.0026	.0140	

1) IMF전의 자료는 1995년부터 1997년 상반기에 신용등급이 변경된 기업을 대상으로 하였음.

2) 신용등급이 타등급으로 1등급 변경된 표본은 동일한 등급내에서 2등급 변경된 표본과 추가반응의 서열을 훼손할 수 있으므로 IMF이전 신용등급이 타등급으로 1등급 상향변경된 16건(비정상수익률은 .0031, 표준편차 .0056), 하향변경된 27건(-.0046, .0093)과 IMF이후 타등급으로 1등급 상향변경된 13건(-.0028, .0076), 하향변경된 28건(-.0075 .0243)은 분석에서 제외되었다.

9) 이는 호남석유화학(주)의 신용등급이 1995년 6월 30일 A3-에서 A2로 4등급 변경된 사례인데, 당시 추가반응(-12~10)은 평균비정상수익률이 -.0076으로 특이하게 나타났다.

도에 따른 차별적 주가반응이 논리적인 추론과 일치하나(신용등급이 3등급 상향변경된 1건을 이상치로 제외한다면), IMF 이후에는 이러한 현상이 나타나지 않고 있다.

신용평가회사 B에서 신용등급이 공표된 기업의 신용등급의 변경정도에 따른 주가반응은 <표 5>에서 보는 바와 같다. 즉, 신용등급이 상향변경된 경우 IMF 이전에 1등급 변경된 집단은 -.0010, 2등급 변경된 집단은 .0014, 3등급 변경된 집단은 -.0010의 평균비정상수익률을 기록하였다. 또한 IMF 이후에 1등급 변경된 집단은 -.0035, 2등급 변경된 집단은 -.0052, 3등급 변경된 집단은 -.0065의 평균비정상수익률을 기록하였다. 이러한 결과는 통계적으로 유의한 수준은 아니었다. 한편 신용등급이 하향변경된 경우 IMF 이전에 1등급 변경된 집단은 -.0017, 2등급 변경된 집단은 .0009,

3등급 변경된 집단은 -.0106의 평균비정상수익률을 기록하였으며, IMF 이후에 신용등급이 1등급 하향변경된 집단은 .0017, 2등급 변경된 집단은 .0005, 3등급 변경된 집단은 -.0075의 평균비정상수익률을 기록한 것으로 나타났다.

이러한 분석결과를 요약하면, IMF 이후 신용평가회사 A, B 모두 신용등급의 변경정도에 따른 주가반응은 논리적인 추론과 일치하는 결과를 보여주지는 못했다. 즉, 신용등급의 상향변경정도가 클수록 높은 비정상수익률을 기록하고, 하향변경의 정도가 클수록 낮은 비정상수익률을 기록할 것이라는 가설과는 다른 결과이다. 특히, 신용등급이 하향변경된 집단의 경우 부(-)의 주가반응을 보이고 있으나, 신용등급의 변경정도에 따른 주가반응에서는 가설과 다른 현상을 보여주고 있다.

<표 5> 신용평가회사 B의 신용등급의 변경정도와 평균비정상수익률

변경정도		IMF이전(-6~6)				IMF이후(-6~6)			
		표본수	평균	표준편차	F 값	표본수	평균	표준편차	F 값
상향변경	1등급	39	-.0010	.0058	.7981 (.4557)	47	-.0035	.0133	.1219 (.8785)
	2등급	12	.0014	.0060		4	-.0052	.0051	
	3등급	3	-.0010	.0011		4	-.0065	.0062	
	계	54	-.0005	.0057		55	-.0038	.0124	
하향변경	1등급	47	-.0017	.0076	3.3057 (.0431)	32	.0017	.0107	2.1191 (.1317)
	2등급	15	.0009	.0098		6	.0005	.0124	
	3등급	5	-.0106	.0142		11	-.0075	.0180	
	계	67	-.0011	.0090		49	-.0005	.0131	

¹⁾ IMF전의 자료는 1995년부터 1997년 상반기까지 신용등급이 변경된 기업을 대상으로 하였음.

²⁾ 신용등급이 타등급으로 1등급 변경된 표본은 동일한 등급내에서 2등급 변경된 표본과 주가반응의 서열을 훼손할 수 있으므로 IMF이전 신용등급이 타등급으로 1등급 상향변경된 17건(비정상수익률은 -.0003, 표준편차 .0077), 하향변경된 21건(-.0011, .0062)과 IMF이후 타등급으로 1등급 상향변경된 25건(.0048, .0132), 하향변경된 24건(-.0065, .0312)은 분석에서 제외되었다.

4.3 신용등급과 비정상수익률

신용등급별 주가반응에 대한 검증결과¹⁰⁾는 다음과 같다. 우선 신용평가회사 A에서 공표된 신용등급별 비정상수익률은 <표 6>에서 보는 바와 같이 IMF 이전에 A1등급으로 공표된 집단은 .0000, A2등급으로 공표된 집단은 -.0028, A3등급으로 공표된 집단은 -.0033, B등급으로 공표된 집단은 -.0035의 평균비정상수익률을 획득한 것으로 나타났으며, 이러한 결과는 통계적으로 5%수준에서 유의한 값이었다. 이에 비해 IMF 이후에 A1등급으

로 공표된 집단은 -.0034, A2등급으로 공표된 집단은 -.0004, A3등급으로 공표된 집단은 -.0016, B등급으로 공표된 집단은 -.0053, C등급으로 공표된 집단은 -.0025의 평균비정상수익률을 획득한 것으로 나타났다.

또한 신용평가회사 B에서 공표된 신용등급별 비정상수익률은 <표 7>에서 보는 바와 같이 IMF 이전에 A1등급으로 공표된 집단은 -.0009, A2등급으로 공표된 집단은 -.0022, A3등급으로 공표된 집단은 -.0041, B등급으로 공표된 집단은 -.0064의 평균비정상수익률을 획득한 것으로 나타났으며,

〈표 6〉 신용평가회사 A에서 공표된 신용등급과 평균비정상수익률

신용등급	IMF이전(-6~6)				IMF이후(-6~6)			
	표본수	평균	표준편차	F 값	표본수	평균	표준편차	F 값
A1등급	101	.0000	.0071	3.217 (.022)	8	-.0034	.0098	1.116 (.350)
A2등급	220	-.0028	.0089		40	-.0004	.0128	
A3등급	26	-.0033	.0099		72	-.0016	.0137	
B등급	81	-.0035	.0116		50	-.0053	.0087	
C등급	-	-	-		10	-.0024	.0106	
계	608	-.0026	.0094		180	-.0025	.0120	

〈표 7〉 신용평가회사 B에서 공표된 신용등급과 평균비정상수익률

신용등급	IMF이전(-6~6)				IMF이후(-6~6)			
	표본수	평균	표준편차	F 값	표본수	평균	표준편차	F 값
A1등급	97	-.0009	.0069	5.790 (.001)	14	-.0017	.0071	.341 (.796)
A2등급	178	-.0022	.0082		92	-.0002	.0086	
A3등급	178	-.0041	.0103		178	-.0007	.0092	
B등급	60	-.0064	.0105		95	.0002	.0103	
계	513	-.0031	.0092		379	-.0004	.0093	

10) 신용등급의 변경정도에 따른 주가반응과 마찬가지로 이유에서, 신용등급 공표전 6일부터 공표후 6일까지(-6~6)를 분석하였다.

이러한 결과는 통계적으로 .1%수준에서 유의한 값이었다. 이에 비해 IMF 이후에 A1등급으로 공표된 집단은 -.0017, A2등급으로 공표된 집단은 -.0002, A3등급으로 공표된 집단은 -.0007, B등급으로 공표된 집단은 .0002의 평균비정상수익률을 획득한 것으로 나타났다.

이러한 분석결과를 요약하면, IMF 이전에는 2개의 평가회사 모두 신용등급이 높을수록 상대적으로 높은 주가반응을 보이는 것으로 나타났으나, IMF 이후에는 이러한 현상이 나타나지 않았다.

4.4 추가적 분석

IMF를 전후하여 신용등급 정보에 대해 주식시장에서 이러한 차별적인 반응을 보이는 이유를 찾기 위한 하나의 방안으로 당시 공표된 신용등급의 분포를 살펴보았다. 먼저 신용평가회사 A에서 공표된 신용등급의 분포를 년도별로 살펴보면 <표 8>에서 보는 바와 같다. 즉, 신용평가기준이 강화된 직후인 1998년에 A등급으로 평가된 표본이 17건(37.0%)으로, A1등급은 없고 A2등급이 5건(10.9%), A3등급이 12건(26.1%)인데 비해 B등급은 19건(41.3%), C등급은 10건(21.7%)에 이르고 있어 투자등급인 A등급보다 투기등급으로 분

류되는 B등급과 C등급으로 평가된 비율이 더 높다. 이에 비하여 1999년에는 A1등급이 6건(3.8%), A2등급이 31건(19.6%), A3등급이 51건(32.3%)으로 A등급으로 평가된 표본이 전체의 55.7%인 반면, B등급은 57건(36.1%), C등급이 11건(7.0%), D등급이 2건(1.3%)인 것으로 나타났다. 또한 2000년에는 A1등급이 10건(9.0%), A2등급이 22건(19.8%), A3등급이 55건(49.5%)에 이르는 등 78.3%가 투자등급인 A등급으로 평가된 반면, B등급은 22건(19.8%), C등급은 1건(.9%), D등급이 1건(.9%)으로 평가되어 투기등급 및 투자부적격등급은 급격히 줄어들고 있다. 즉, 신용평가회사 A에서 공표된 신용등급의 년도별 추세를 살펴보면, 1998년에는 투자등급이 37.0%에 불과하였으나 1999년에 55.7%에 이르고, 2000년에는 78.3%가 투자등급으로 평가되고 있다.

이에 비하여 IMF 이전기간에 공표된 신용등급의 구성비율은 <표 9>에서 보는 바와 같이 년도별 신용등급 구성비율의 차별성이 통계적으로 유의한 수준은 아닌 것으로 나타났다. 즉, A1등급은 3개년도 평균인 13.8%의 $\pm 3\%$ 이내, A2등급은 33.7%의 $\pm 3\%$, A3등급은 36.5%의 $\pm 2\%$ 를 전후하고 있어 투자등급은 84.0%에서 $\pm 3\%$ 이내에 분포하고 있다.

<표 8> 신용평가회사 A에서 공표된 년도별 신용등급의 구성(IMF 이후)

년도	신용등급						계
	A1	A2	A3	B	C	D	
1998	-	5(10.9)	12(26.1)	19(41.3)	10(21.7)	-	46(100)
1999	6(3.8)	31(19.6)	51(32.3)	57(36.1)	11(7.0)	2(1.3)	158(100)
2000	10(9.0)	22(19.8)	55(49.5)	22(19.8)	1(.9)	1(.9)	111(100)
계	16(5.1)	58(18.4)	118(37.5)	98(31.1)	22(7.0)	3(1.0)	315(100)

$$\chi^2 = 43.102, df = 10, p = .000$$

IMF 이후 신용등급의 질이 향상되었는가?

〈표 9〉 신용평가회사 A에서 공표된 연도별 신용등급의 구성(IMF 이전)

년도	신용등급					계
	A1	A2	A3	B	D	
1995	42(11.7)	123(34.2)	134(37.2)	61(16.9)	-	360(100)
1996	58(14.6)	137(34.6)	145(36.6)	53(13.4)	3(.8)	396(100)
1997	27(16.7)	49(30.2)	56(34.6)	30(18.5)	-	162(100)
계	127(13.8)	309(33.7)	335(36.5)	144(15.7)	3(.3)	918(100)

$$\chi^2 = 9.745, df=8, p=.283$$

또한 신용평가회사 B가 공표한 신용등급의 분포는 〈표 10〉에서 보는 바와 같이, 신용평가기준이 강화된 직후인 1998년에 A1등급과 A2등급으로 평가된 기업은 없고 A3등급이 2건(15.4%)인데 비해 B등급은 4건(30.8%), C등급은 7건(53.8%)에 이르고 있어 투기등급으로 분류되는 B등급과 C등급으로 평가된 비율이 압도적으로 높다. 이에 비하여 1999년에는 A1등급이 6건(2.2%), A2등급이 63건(23.2%), A3등급이 119건(43.8%)으로 A등급으로 평가된 표본이 전체의 69.2%에 이르는 반면, B등급은 74건(27.2%), C등급이 5건(1.8%), D등급이 5건(1.8%)인 것으로 나타났다. 또한 2000년에는 A1등급이 12건(4.4%), A2등급이 66건(24.4%), A3등급이 133건(49.1%)으로 77.9%

가 투자등급인 A등급으로 평가된 반면, B등급은 58건(21.4%), C등급은 2건(.7%)으로 투기등급은 급격히 줄었는 것으로 나타났다. 즉, 신용평가회사 B에서 공표된 신용등급은 1998년에는 투자적격등급이 15.4%에 불과하였으나 1999년에 69.2%로 급격히 증가한 후 2000년에는 77.9%에 이르고 있다.

이에 비하여 IMF 이전기간에 공표된 신용등급의 구성비율은 〈표 11〉에서 보는 바와 같이 연도별 신용등급 구성비율의 차별성이 통계적으로 유의한 수준은 아닌 것으로 나타났다. 즉, A1등급은 3개 연도 평균인 14.7%의 $\pm 2\%$ 이내, A2등급은 34.5%의 $\pm 3\%$, A3등급은 36.9%의 $\pm 4\%$ 를 벗어나지 않고 있어 투자등급은 86.1%에서 $\pm 2\%$ 이내에 분

〈표 10〉 신용평가회사 B에서 공표된 연도별 신용등급의 구성(IMF 이후)

년도	신용등급						계
	A1	A2	A3	B	C	D	
1998	-	-	2(15.4)	4(30.8)	7(53.8)	-	13(100)
1999	6(2.2)	63(23.2)	119(43.8)	74(27.2)	5(1.8)	5(1.8)	272(100)
2000	12(4.4)	66(24.4)	133(49.1)	58(21.4)	2(.7)	-	271(100)
계	18(3.2)	129(23.2)	254(45.7)	136(24.5)	14(2.5)	5(.9)	556(100)

$$\chi^2 = 156.427, df=10, p=.000$$

〈표 11〉 신용평가회사 B에서 공표된 년도별 신용등급의 구성(IMF 이전)

년도	신용등급					계
	A1	A2	A3	B	D	
1995	43(13.5)	121(37.9)	109(34.2)	46(14.4)	-	319(100)
1996	54(16.4)	105(31.8)	125(37.9)	43(13.0)	3(.9)	330(100)
1997	17(13.4)	42(33.1)	52(40.9)	16(12.6)	-	127(100)
계	114(14.7)	268(34.5)	286(36.9)	105(13.5)	3(.4)	776(100)

$$\chi^2 = 8.622, df=8, p=.375$$

포하고 있다.

신용등급의 분포에 대한 분석결과를 요약하면, 신용평가회사 A, B 모두 IMF 이전에 공표된 신용등급의 분포, 즉 평가경향은 년도에 관계없이 안정적이었던 것에 비해, IMF 이후기간에는 두 회사 모두 1998년보다는 1999년, 1999년보다는 2000년에 투자등급으로 평가되는 기업의 비율이 급격히 증가하는 현상을 보여주고 있다. 이는 국내 경제가 점차 IMF의 충격을 벗어나던 시기라는 것을 인정하더라도 기업의 신용등급이 급격히 개선될 요인은 크지 않았다는 점에서 신용등급이 상향평가되는 비율이 너무 급격하게 증가한 것으로 보인다. 또한 당시 경제 및 사회적인 문제가 된 국내 기업의 분식회계와 부실한 회계감사의 심각성¹¹⁾ 등에 따른 회계정보의 불신 및 경영정보의 불투명성에 대해서도 신용평가회사에서 적절히 대응하지 못한 것으로 보인다. 한편 IMF의 여파로 자금난을 겪고 있던 기업들이 자금조달 및 기업경영활동에 보다 유리한 신용등급을 부여받기 위해 상대적으로 우월한 위치에서 신용평가회사를 상대로 한 공공연한 신용등급

쇼핑(rating shopping)행위¹²⁾ 및 인위적인 경기 부양 및 사회적 분위기 유도 등을 위해 신용평가에 대한 정부의 지나친 관심¹³⁾ 등도 신용등급의 급격한 상향평가의 추세와 관련성이 있는 것으로 보인다.

V. 요약 및 결론

우리 경제가 최근의 외환위기에 따른 경제의 어려움을 겪으면서 과거 그 어느 때보다 신용등급의 중요성에 대한 인식이 확산되는 한편, 신용평가의 신뢰성을 제고하기 위한 신용평가회사 및 행정당국에 의한 일련의 방안들이 마련되었다. 이러한 이유에서 IMF 이후 국내 신용평가회사에서 공표되는 신용등급의 질이 향상되었는가를 신용등급의 변경 방향 및 변경정도, 신용등급별 주식수익률을 통해 분석하고자 하였다.

분석결과를 요약하면, 먼저 IMF 이후 신용등급

11) 이에 대해서는 이성희(1999), 전성빈(1998), 황인태(2001) 등을 참조바람.

12) 박종세(2000), 윤영환과 길기모(2001) 등을 참조 바람.

13) 박종세(2000), 윤영환과 길기모(2001) 등을 참조 바람.

의 변경방향에 따른 주가반응은 논리적 추론과 다르게 신용등급의 변경방향과 관계없이 모두 부(-)의 주가반응을 보였으며, 신용등급이 상향변경된 집단의 비정상수익률이 변경되지 않은 집단보다 낮은 것으로 나타났다. 이러한 현상은 IMF 이전 신용등급이 상향변경되는 경우 정(+)의 비정상수익률을 기록하면서 신용등급이 변경되지 않은 집단에 비해 높은 주가반응을 기록하였으며, 신용등급이 하향변경된 집단은 부(-)의 주가반응을 보이면서 신용등급이 변경되지 않은 집단보다 낮은 비정상수익률을 기록한 것과는 다른 결과이다. 또한 신용등급이 하향변경된 경우, IMF 이전과는 달리 변경 정도에 따른 주가반응의 서열성이 전혀 나타나지 않았다. 이는 신용등급이 하향변경된 경우 비록 부(-)의 주가반응을 기록하고 있다 하더라도, 신용등급변경의 정보효과에 따른 결과인가에 대해서는 의문이 제기되는 현상이다. 마지막으로 IMF 이후에는 신용등급과 주가와의 차별적인 서열성이 나타나지 않고 있다. 이는 IMF 이전에 상위 신용등급일수록 상대적으로 높은 비정상수익률을 기록한 것과는 다른 결과이다. 이러한 결과들은 신용평가의 질을 분석하기 위해 사용된 2개의 신용평가회사에서 공표되는 신용등급의 공통적인 현상이었다. 한편 신용등급의 평가경향에 대한 분석에서 IMF 이전에는 년도별로 평가되는 신용등급의 분포가 안정적이었으나, IMF 이후에는 상위등급으로 평가되는 비율이 급격하게 증가한 것으로 나타났다.

이러한 분석결과는 IMF 이후 신용등급의 질이 향상되지 않고, 오히려 낙후되었다는 것을 의미한다. 즉, IMF를 겪는 과정에서 신용평가제도에 대한 인식의 확산과 신용평가회사 및 관련기관의 제도적인 개선 등으로 신용등급의 질이 크게 향상되었을 것이라는 기대와는 달리 IMF 이후 신용등급의 질이

향상되지 않았으며, 오히려 IMF 이전의 신용등급 정보가 시장에서 더 유용하게 활용되었다는 것을 보여주는 근거가 된다고 할 수 있다. 이러한 현상이 나타난 이유는 우선, IMF 이후 신용평가의 안정성과 깊은 관련성을 가지는 것으로 보인다. 즉, 년도별로 공표되는 신용등급의 분포가 안정적이었던 IMF 이전에는 신용등급의 공표에 따른 주가반응이 논리적인 추론과 일치하는 현상이 나타난 반면, 상위의 신용등급으로 평가되는 비율이 급격하게 증가했던 IMF 이후에 신용등급의 공표에 따른 주가반응은 논리적인 추론과 일치하지 않으며, 선행연구와도 다른 현상을 보여주고 있다. 따라서 IMF 이후 기업의 현금흐름과 위험의 개선속도에 비해 상위등급으로 평가되는 비율이 너무 급격하게 증가되는 현상이 신용등급의 질을 저하시키는 중요한 원인인 것으로 보인다. 둘째, IMF 이후 우리나라 기업의 회계정보의 신뢰성 미비 및 경영활동의 불투명성에 대한 문제가 경제 및 사회적 이슈로 등장하였다. 또한 신용평가대상 기업들이 상대적으로 우월한 입장에서 신용평가회사들을 대상으로 한 신용쇼핑(rating shopping)행위가 공공연히 이루어졌으며, 정책당국의 지나친 관심으로부터 자유롭지 못했던 것으로 알려지고 있다. 이러한 현상들 역시 신용등급의 질에 부정적인 영향을 미친 요인인 것으로 보인다. 특히 신용평가에서 중요하게 활용되는 정보원천인 회계 및 경영정보의 신뢰성 미비와 신용평가환경이 기업 및 경제환경에 비해 급격한 신용등급의 상향평가 현상과 결합되었을 경우 신용평가의 질에 대한 불신은 크게 증폭될 가능성이 매우 높았을 것으로 추정할 수 있다. 셋째, 이 기간은 신용평가대상이 되는 기업과 신용평가에서 고려되는 금융기관 및 경제환경 등 우리 사회의 모든 분야에서 구조조정을 위한 변화와 미래에 대한 불

확실성이 어느 시기보다 증대되었던 시기였으며, 이 과정에서 나타나는 부정적인 현상들(증권시장의 불안정성, 투자의욕의 감퇴 등)도 직·간접적인 원인이 될 수 있을 것이다.

이러한 연구결과를 통해 다음과 같은 시사점을 얻을 수 있으며, 동시에 개선 방안을 제시할 수 있다. 먼저, 일반적인 사회현상은 다양한 요인에 의해 영향을 받게 되며 조직의 구성원 및 환경 등에 따라 차별성을 가진다는 점에서 신용등급정보 역시 기본적으로 장소 및 시기 등에 따라 다르게 반영될 것이다. 특히 우리 경제가 본격적인 개발을 시도된 이래 최대 사건으로 우리 사회의 모든 분야에 큰 변화를 초래한 IMF와 같은 사건은 신용평가제도에 큰 영향을 미쳤을 가능성이 크다. 또한 이러한 변화의 시기에는 논리적인 예측과는 다른 현상이 나타날 수도 있다는 점에서 선부른 기대에 의한 결론 및 관련정책의 도입 또는 변경보다는 실증적인 분석결과에 근거하는 논리의 전개가 필수적일 것이다. 특히 신용평가제도의 도입역사가 일천하고 적용을 위한 개선 혹은 제도변경이 빈번하게 이루어진 우리나라의 경우 아직까지 신용평가제도가 완전히 정착되었다고는 할 수 없다. 즉, 신용평가제도의 도입배경과 활용역사가 다른 나라들과는 차별적인 현상이 나타날 수 있다는 점에서 다양한 측면에서 분석된 실증적인 근거에 기반한 설명과 예측이 필요하다는 것이다. 이러한 측면에서 본다면, 본 연구에서 신용평가제도에 대한 인식의 확산, 신용평가회사 및 관련기관의 제도적 개선 등에 의해 신용등급의 질이 크게 개선되었을 것이라는 기대와는 달리 오히려 신용등급의 질이 낙후된 결과가 나타난 것은 경제사회에서 얻을 수 있는 하나의 교훈이라 할 수 있을 것이다.

둘째, 회계정보 및 경영활동에 관한 자료는 신용

평가에서 기본적이면서도 중요한 정보원천으로 활용된다는 점에서 우리나라 기업의 회계정보의 신뢰성 미비 및 경영활동의 불투명성은 신용평가의 질에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 회계정보의 신뢰성과 관련하여 우리나라 기업에서는 경영자의 재량에 의한 회계처리방법 혹은 기간조정을 이용한 이익조정행위가 다양하게 이루어지고 있으며(윤순석 1998, 나종길과 최정호 2000 등), 분식회계의 현상(이성희 1999, 황인태 2002 등)을 증명하는 다수의 연구가 존재한다. 이러한 현상은 회계 및 재무정보에 대한 정보의 신뢰성에 대한 검증방법과 그 결과를 통해 보다 실제적인 기업의 재무적 현상을 파악하고 보완할 수 있는 방안을 모색하여야 할 것이다. 또한 신용평가에서 중요하게 활용되는 것으로 알려지고 있는 질적인 정보를 획득하기 위한 경영자의 인터뷰가 정상적으로 이루어질 수 있는 제도적 방안을 모색할 필요가 있을 것이다. 이러한 측면에서 본다면, 신용평가에서 활용되는 회계 및 경영정보의 질에 대한 분석과 그 결과가 반영될 수 있는 신용평가모형의 개선 및 개발이 필연적이라는 것을 의미한다고 할 수 있다. 동시에 기업의 신용에 중요한 영향요인이 되는 경영 및 경제환경에 대한 분석 및 그 결과를 반영할 수 있는 다양한 모형 및 이와 관련성을 가진 새로운 정보원의 개발이 필요할 것이며, 아울러 이를 적절하게 적용할 수 있는 인력의 양성이 계속되어야 할 것이다. 이는 신용평가에 활용되는 정보의 질이 신용등급의 신뢰성 및 신용등급정보의 유용성과 깊은 관련성을 가지기 때문이다.

셋째, 신용평가환경은 신용등급의 질에 영향을 미치는 요인이 될 수 있다는 점에서 보다 객관적이고 신뢰성 높은 신용평가를 위해서는 신용평가시장 및 환경의 개선에 대한 방안을 다양한 측면에서 모

색할 필요가 있을 것이다. 이를 위해서 먼저 신용등급은 신뢰성이 무엇보다 중요한 속성이며, 신뢰성이 보장되지 않는 신용평가는 정보이용자에게 외면될 수밖에 없다는 점을 신용평가회사 및 기업, 정부관련자 등의 인식이 우선되어야 할 것이다. 즉, 신용쇼핑 및 관계당국의 압박 등에 의한 신용등급의 인위적인 상향조정 혹은 부여는 시장의 검증기능에 의해 조정 혹은 외면당할 것이며, 설사 일시적인 이익을 누린다 하더라도 이는 기업활동 혹은 경제현상의 왜곡을 초래하는 등 개별 기업이나 국가경제에 도움이 되지 않기 때문이다. 또한 신용쇼핑현상의 존재는 신용평가시장의 규모와 관련된다는 점에서 최근에 도입된 자산유동화증권(ABS)에 대한 평가 및 임의평가제 뿐만 아니라, 채권의 특성에 따라서는 신용등급의 유효기간을 단축하는 방안 등과 같은 다양한 측면에서 제도적 및 환경적 개선방안도 고려되어야 할 것이다. 더 나아가 장기적인 관점에서는 우리나라의 다른 업종과 마찬가지로 국내시장의 제한된 규모를 극복하기 위해서는 신용평가업무의 범위를 세계시장으로 확대할 수 있는 기반을 마련할 필요가 있을 것이다. 이러한 점들은 신용평가는 신용평가회사가 주도적인 역할을 수행한다는 측면에서 신용평가환경을 개선하기 위한 보다 적극적이고 자발적인 활동이 이루어져야 하기 때문이다.

넷째, 경제, 사회, 국가 등의 모든 분야에서 도입 및 활용되는 제도나 정책 등은 필연적으로 효과 및 이에 영향을 미치는 요인을 평가하고, 그 결과는 피드백을 위한 자료로 활용되는 평가시스템이 정상적으로 작동되어야 올바른 제도 및 정책이 정착 또는 개선될 수 있다는 점에서 적절한 평가시스템의 작동은 조직 및 사회적 발전을 보장하는 중요한 시스템이라 할 수 있다. 이러한 관점에서 본다면, 본

연구는 IMF 과정을 통해 경제 및 사회의 불합리한 부분을 개선하기 위해 다방면에서 이루어진 구조조정의 성과에 대한 본격적인 분석이 요구되는 시기에 이루어졌다고 할 수 있다. 한편 신용평가는 금융시장을 비롯한 모든 경제활동에 중요한 정보를 제공한다는 점에서 단순히 신용등급뿐만 아니라 IMF 과정에서 시도된 수많은 관점의 구조조정 및 개선활동 및 그 성과들에 대한 하나의 시사점을 제공할 수 있을 것이다. 즉, IMF 이후 신용등급정보에 대한 시장의 반응은 우리 경제의 구조조정에 대한 하나의 투사체로서의 기능을 가질 수도 있다는 것이다. 따라서 IMF로 야기된 다양한 제도의 도입 및 변화된 사안에 대한 평가시스템을 가동하여 그 결과가 올바르게 반영될 때, 진정한 IMF의 극복이 이루어질 것이기 때문이다. 뿐만 아니라 이러한 평가시스템은 모든 사회시스템에 상시적으로 가동되고 그 결과를 반영하려는 노력이 멈추지 않을 때, 우리 사회의 지속적인 발전이 보장될 것이다.

이러한 측면에서 본 연구는 신용등급의 질을 제고함으로써 정보이용자 및 경제활동에 보다 유용한 신용등급정보를 제공하는 계기가 될 것으로 기대된다. 또한 본 연구에서 사용된 방법론은 신용평가의 신뢰성을 분석하는 기존의 방법과는 달리 자본시장 연구에서 가장 일반적으로 활용되는 주가반응을 활용하였다. 즉, 신용등급별 부도율에 의한 신뢰성 분석은 신용등급 공표후 자료수집을 위한 일정한 기간이 요구된다는 점에서 적시성이라는 문제를 가지고 있다. 또한 우리나라처럼 신용평가제도가 일천하고 적용을 위한 신용평가방법 및 평가환경, 경제환경의 변화가 잦은 경우 비교가능성 문제가 발생하게 된다. 한편 등급상충은 복수평가제도를 기반으로 한 평가기관의 차별성에 의해 발생한다는 점에서 평가기관의 상대성에 따른 비교가능성 문제

가 내포될 수밖에 없다. 이에 비해 주가반응을 활용한 방법은 자본시장연구에서 가장 일반적으로 사용되는 주가를 활용한다는 점에서 분석기준으로서의 절대성을 확보할 수 있으며, 비교가능성의 우월성을 가질 수 있다. 또한 신용등급 공표후 최소한의 기간으로도 분석이 가능하다는 점에서 적시성을 확보할 수 있다. 뿐만 아니라 신용등급의 변경방향 및 보다 세분된 변경내용인 변경정도, 신용등급의 세 가지 측면에서 분석한다는 점에서 분석의 정교성을 확보할 수 있다. 이러한 관점에서 신용등급의 질 또는 신용평가의 신뢰성, 신용등급정보의 이용가능성을 분석하는 새로운 방법으로 활용될 수 있을 것으로 기대된다.

한편, 본 연구는 신용등급제도의 역사가 일천하고 또한 이러한 이유에서 제도의 개선 및 변화가 계속되고 있다는 점에서 우리나라 신용평가분야의 연구에서 직면하게 되는 자료의 불충분성이라는 현실적 한계점을 공유하고 있다. 즉, 복수평가제도하에서 다른 신용평가회사에서 공표되는 신용등급의 영향을 제거할 수 없었으며, 또한 신용등급이 2등급이상 변경된 표본의 수가 적다는 등에서 해석상 유의해야한다는 한계가 내포되어 있다. 한편 본 연구의 결과가 우리 경제가 IMF를 겪는 과정중에 나타난 일시적인 현상인지 또는 다른 원인에 의한 것인지를 해명하기 위해서는 후속적인 연구가 이루어져야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 강용구(1998), 계열신용평가의 강화, **신용정보** 4월호, 18-23.
- 나종길·최정호(2000), 부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응, **회계학연구** 제25권 제4호, 55-85.
- 박중세(2000), 한국 신용평가기관의 평가는 과연 신뢰할 만한가, **월간조선** 2000년 9월호.
- 박태건(1999), 신용등급 한마디에 날뛰는 한국경제, **신동아** 1999년 3월호.
- 오회장(1999a), 기업어음 신용등급변경의 정보효과, **경영학연구** 제28권 제1호, 103-125.
- 오회장(1999b), 신용등급변경이 주식이격평가에 미치는 영향, **경영학연구** 제28권 제4호, 1073-1098.
- 윤순석(1998), 영업현금흐름에 따른 이익관리 현상에 관한 연구, **회계학연구** 제23권 제1호, 107-206.
- 윤영완·길리모(2001), 신용등급 인플레이, 어떻게 볼 것인가?, **Issue Paper** 7월 19일자, www.goodi.com (리서치센터, Analyst Report).
- 이성희, 1999, 「회계정보 투명성 제고정책」 추진경과 및 향후방향, **월간공인회계사**(5월호), 26-31.
- 이한재, 김영무(1997), CP등급변경의 정보효과는 있는가: 한국실증결과, 1997년 동계학술발표회 발표논문집, **한국산업경영학회**, 153-182.
- 전성빈, 1998, 부외부채와 결합채무제표, **서강 Harvard Business**, 77-83.
- 지성구(1999), 신용평가제도 개선내용 해설, **신용정보** 제12권 제1호, 40-46.
- 한국신용평가(1998), 신용평가의 새로운 기준과 방향, **신용평가** 제13권 제4호(2월 16일자), 4-7.
- 황인태, 2001, 분석회계의 현황과 향후대책, **한국증권학회보** 제 48호, 4-8.
- Crabbe, Leland and Mitchell A. Post(1994), The Effect of a Rating Downgrade on Outstanding Commercial Paper, **The Journal of Finance**, Vol.XLIX, No.1.
- Elayan, F. A., B. A. Maris and P. J. Young (1996), The Effect of Commercial Paper Rating Changes and Credit-Watch Placement on Common Stock Prices, **The Financial Review**, Vol. 31, No.1, 149-167.

- Griffin, Paul A. and Antonio Z. Sanvicente(1982), Common Stock Returns and Rating Changes: A Methodological Comparison, *Journal of Finance*, Vol.37, No.1, 103-119.
- Hand, John R. M., Robert W. Holthausen and Richard W. Leftwich(1992), The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices, *The Journal of Finance*, Vol 47, No.2, 733-752.
- Holthausen, Robert W. and Richard W. Leftwich (1986), The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices, *Journal of Financial Economics* 17, 57-89.
- Matolcsy, Z. P. and T. Lianto(1995), The Incremental Information Content of Bond Rating Revisions: The Australian Evidence, *Journal of Banking & Finance*, Vol.19, 891-902.
- Nayar, Nandkumar and Michael S. Rozeff(1994), Ratings, Commercial Paper, and Equity Returns, *The Journal of Finance* Vol. XLIX, No. 4, 1431-1449.
- Pinches, George E. and J. C. Singleton(1978), The Adjustment of Stock Prices to Bond Rating Changes, *Journal of Finance* 33, 29-44.

〈부록 1〉 신용평가회사 A의 신용등급 변경방향과 누적비정상수익률

검증일	불변집단			상향변경집단			하향변경집단		
	CAR	SD	t-값	CAR	SD	t-값	CAR	SD	t-값
-12	.0005	.049	.125	.0029	.035	.576	.0112	.046	2.008**
-11	.0055	.077	.948	.0047	.054	.625	.0302	.077	3.223****
-10	.0111	.093	1.593	.0020	.069	.202	.0313	.106	2.410***
-9	.0169	.106	2.143**	-.0095	.074	-.909	.0215	.135	1.299
-8	.0221	.118	2.507**	-.0097	.084	-.813	.0165	.149	.910
-7	.0176	.126	1.868*	-.0111	.104	-.756	.0210	.162	1.061
-6	.0147	.125	1.576	-.0106	.113	-.664	.0128	.152	.687
-5	.0076	.129	.791	-.0070	.108	-.461	.0033	.144	.187
-4	.0031	.143	.287	-.0182	.120	-1.072	-.0019	.151	-.101
-3	-.0028	.153	-.244	-.0379	.181	-1.481	.0099	.159	.508
-2	-.0019	.156	-.167	-.0309	.166	-1.314	-.0033	.167	-.151
-1	.0014	.160	.121	-.0299	.157	-1.343	-.0126	.182	-.564
0	-.0097	.152	-.855	-.0282	.146	-1.371	-.0264	.191	-1.129
1	-.0137	.151	-1.216	-.0295	.154	-1.354	-.0457	.199	-1.878*
2	-.0131	.163	-1.081	-.0280	.170	-1.162	-.0420	.230	-1.492
3	-.0117	.165	-.952	-.0432	.186	-1.648	-.0410	.260	-1.290
4	-.0054	.166	-.438	-.0481	.209	-1.631	-.0351	.289	-.996
5	-.0084	.176	-.644	-.0488	.199	-1.738*	-.0370	.298	-1.018
6	-.0148	.179	-1.110	-.0528	.230	-1.622	-.0391	.303	-1.056
7	-.0091	.186	-.660	-.0562	.243	-1.634	-.0482	.335	-1.179
8	-.0072	.192	-.506	-.0584	.248	-1.665	-.0503	.341	-1.208
9	-.0101	.203	-.669	-.0561	.246	-1.615	-.0641	.355	-1.477
10	-.0068	.220	-.415	-.0576	.254	-1.602	-.0518	.356	-1.190
-12, 10	-.0006	.124	-.069	-.0288	.134	-1.525	-.0148	.184	-.658
-12, -1	.0080	.103	1.037	-.0129	.085	-1.080	.0117	.122	.784
-6, -1	.0037	.137	.360	-.0224	.125	-1.268	.0014	.149	.076
0, 6	-.0110	.156	-.941	-.0398	.177	-1.587	-.0380	.244	-1.275
0, 10	-.0100	.166	-.810	-.0461	.200	-1.634	-.0437	.276	-1.298

주1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%, ****는 0.1%수준에서 유의함.

〈부록 2〉 신용평가회사 B의 신용등급 변경방향과 누적비정상수익률

검증일	불변집단			상향변경집단			하향변경집단		
	CAR	SD	t-값	CAR	SD	t-값	CAR	SD	t-값
-12	-.0058	.048	-2.356**	-.0065	.039	-1.483	-.0054	.045	-1.030
-11	-.0058	.066	-1.712*	-.0093	.059	-1.398	-.0170	.061	-2.378**
-10	-.0092	.082	-2.164**	-.0154	.073	-1.880*	-.0247	.087	-2.429**
-9	-.0011	.094	-.236	-.0164	.079	-1.865*	-.0124	.108	-.984
-8	-.0106	.107	-1.934*	-.0184	.090	-1.837*	-.0198	.118	-1.437
-7	-.0156	.112	-2.710***	-.0243	.095	-2.302**	-.0322	.120	-2.289**
-6	-.0228	.116	-3.848****	-.0303	.154	-1.757*	-.0443	.143	-2.645***
-5	-.0191	.118	-3.151***	-.0254	.151	-1.501	-.0359	.137	-2.235**
-4	-.0202	.118	-3.350****	-.0166	.155	-.959	-.0248	.129	-1.645
-3	-.0199	.127	-3.045***	-.0169	.145	-1.040	-.0257	.134	-1.638
-2	-.0161	.134	-2.346**	-.0218	.140	-1.387	-.0089	.145	-.522
-1	-.0212	.128	-3.239****	-.0224	.137	-1.457	-.0170	.144	-1.008
0	-.0227	.131	-3.383****	-.0162	.138	-1.052	-.0208	.174	-1.020
1	-.0217	.134	-3.150***	-.0210	.155	-1.208	-.0264	.195	-1.156
2	-.0226	.138	-3.183***	-.0231	.165	-1.253	-.0263	.215	-1.046
3	-.0238	.141	-3.278****	-.0209	.174	-1.074	-.0489	.238	-1.751*
4	-.0163	.139	-2.289**	-.0284	.178	-1.433	-.0500	.246	-1.736*
5	-.0137	.141	-1.890*	-.0338	.187	-1.616	-.0629	.270	-1.989**
6	-.0206	.148	-2.701***	-.0391	.199	-1.760*	-.0647	.291	-1.899*
7	-.0159	.158	-1.962**	-.0424	.201	-1.893*	-.0623	.317	-1.680*
8	-.0139	.162	-1.671*	-.0402	.201	-1.789*	-.0505	.342	-1.262
9	-.0158	.161	-1.910*	-.0339	.200	-1.519	-.0495	.368	-1.150
10	-.0141	.169	-1.623	-.0282	.199	-1.271	-.0428	.394	-.930
-12, 10	-.0160	.105	-2.969***	-.0240	.122	-1.754*	-.0336	.163	-1.763*
-12, -1	-.0140	.088	-3.073***	-.0186	.093	-1.796*	-.0223	.101	-1.892*
-6, -1	-.0199	.115	-3.362****	-.0222	.139	-1.426	-.0261	.129	-1.729*
0, 6	-.0202	.131	-2.999***	-.0261	.164	-1.428	-.0429	.224	-1.638
0, 10	-.0183	.137	-2.606***	-.0298	.171	-1.560	-.0459	.264	-1.485

주1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%, ****는 0.1%수준에서 유의함.

Has the Quality of Credit Rating Improve after the IMF Bailout?

Hee Jang OH*

Abstract

The objective of this study is to test whether the quality of credit rating after the IMF Bailout for Korea has changed any significant way from the quality of credit rating before the IMF Bailout. The sample of the study consists of 829 observations drawn from credit rating agency A(297) and credit rating agency B(532) from the period of September 1998 to December 2000. The stock price impact of credit rating announcements is estimated by the CP's ratings, using daily abnormal returns generated by the market adjusted model for 23 trading days from -12 days to +10 days surrounding the credit rating announcement event day 0.

Findings of this study include the follows: First, the stock price reactions to the directions of rating changes are different from each other for the period before and after the IMF bailout. Namely, the upgrading of credit ratings would have positive effects on stock prices and the downgrading negative effects in the period before IMF bailout(from January 1995 to June 1997), but both upgrading and downgrading of credit rating have negative effects on stock prices in the period after the IMF bailout. Specifically, after the IMF bailout, the upgrading of credit ratings have lower on stock price reactions than the unchanged of credit rating. Second, the stock price reactions to the degree of changes in credit rating differ before and after the IMF bailout. Before the IMF bailout, the greater degree of the changes, the greater price reactions, and after the IMF bailout, no such expectations prevail. Third, before the IMF bailout, the higher credit ratings were related to the higher stock prices, vice-versa, no such conditions were met after the IMF bailout.

* Research Professor, Entrepreneurial Management Center in the Yeungnam University.

Noteworthy is that the above findings concur on sample data drawn from two different reference credit rating agencies.

Implications of this study include the following: as far as credit rating business is concerned, the business has retrogressed, and perhaps the minute analysis is called for. Lenders as well as investors should be aware of the changes in the relationship between changes in credit ratings and their respective price reactions. It is hoped that those concerned with credit ratings and their relevance, and reliability, if not credibility, pay attention to the findings and implications of this study for further research.

Key word: quality of credit rating, directions of rating changes, degree of rating changes, credit rating, stock returns, market adjusted model