

## 기업의 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 미치는 영향\*

전영순

중앙대학교 경영대학 부교수  
(yscheon@cau.ac.kr)

최국현

중앙대학교 경영대학 조교수  
(kukchoe@cau.ac.kr)

길형용

중앙대학교 경영대학 일반대학원 석사과정  
(hygil27@dongbueng.co.kr)

기업의 소유지배구조는 주식 또는 회사채 등을 통한 자금조달, 투자 및 배당 등 다양한 경영의사결정에 영향을 미친다. 또한, 국내·외 신용평가기관들은 실무적으로 기업의 소유지배구조가 신용평가에 중요한 요소임을 언급하고 있다. 이는 기업의 소유지배구조가 해당 기업이 발행하는 회사채의 신용등급 결정에 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 신용평가제도가 도입된 이래 국내·외적으로 무보증회사채에 대한 신용등급 결정요소에 관한 연구가 꾸준히 이루어져 왔다. 선행연구들은 재무 및 비재무적 지표들이 신용등급 결정에 주요요소를 보고하였다. 그러나 회사채 신용등급 결정과 관련하여 기업의 소유지배구조의 유용성을 연구한 논문은 국내·외적으로 거의 부재하다. 따라서 본 연구는 기업의 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 중요한 요소로 작용하는지를 조사한다.

실증분석 결과, 거래소상장기업의 경우 대주주1인 지분율은 회사채 신용등급 결정에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다. 아울러 대주주1인 지분율과 신용등급과의 관계는 대주주1인 지분율이 40%를 초과하면 회사채의 신용등급이 상승하는 'U'자형 관계가 나타난다. 즉, 대주주1인 지분율이 40%를 초과하는 경우 신용등급에 보다 긍정적인 영향을 미친다. 외국인 지분율은 회사채신용등급과 정(+)의 관계를 갖는다. 외국인 지분율이 높은 기업일수록 건전성이 강화되어 무보증회사채의 신용등급이 높다. 또한, 기업이 대규모기업집단에 소속된 경우 기업집단의 보호막 현상으로 무보증회사채의 신용등급에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다. 반면, 코스닥상장기업의 경우 소유지배구조는 무보증회사채의 신용등급 결정에 중요한 영향을 미치지 않는다. 이들 기업의 경우 소유지배구조 특성보다는 기업규모와 원리금 상환능력 등의 재무적 안정성이 회사채의 신용등급 결정에 주요요소로 평가되고 있는 것으로 나타난다. 본 연구는 기업의 소유지배구조가 기업의 신용등급에 긍정적으로 작용하며 기업특성에 따라 그 유용성이 다름을 보고한다. 이러한 결과는 정책입안자들에게는 기업의 소유지배구조를 개선함에 있어 시사점을 제공하고, 자본시장 참여자에게는 소유지배구조 특성을 바탕으로 하는 투자전략 수립에 효과적 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

주제어: 소유지배구조, 무보증회사채 신용등급, 대주주1인 지분율, 이사회 독립성, 감사위원회, 대규모기업집단

### 1. 서론

소유와 경영의 분리는 지분소유자와 경영자간 정

보의 비대칭성을 야기하여 도덕적 해이의 문제를 유발하고 대리인 위험을 발생시킨다(Jensen and Meckling 1976). 소유지배구조와 관련한 선행연구들은 경영자에 대한 견제기구로서 적절한 소유지

배구조의 유효성을 주장한다(Vicknair et al. 1993, Beasley 1996, Warfield et al. 1995 등). 소유지배구조는 경영진, 이사회, 이해관계자들과의 종합적 관계로서 기업의 목적, 목적추구의 방법, 방법의 이행 및 성과에 대한 모니터링을 결정한다. 따라서 선행연구는 건전한 소유지배구조가 경영진의 행위를 감시·견제하고 경영자의 기회주의적인 행동을 제한하여 경영의 충실성과 신뢰성을 제고한다고 주장하였다. 이는 효과적인 소유지배구조를 구축하고 있는 기업은 대리인 위험의 감소와 이에 따른 사업위험의 감소 및 신용품질이 제고되어 해당 기업이 발행하는 회사채 신용등급의 결정에도 긍정적 평가를 받을 것임을 시사한다.

신용등급평가제도가 정착됨에 따라 선행연구들은 재무지표에 의해 구축된 신용등급 예측모형을 이용하여 신용등급변화를 예측하면서 신용등급 결정의 주요요소들을 보고하였다(Horrigan 1966, Pinches and Mingo 1973, Peavy and Edgar 1982, Holthausen and Leftwich 1986, 1992 등). 국내에서도 1986년 무보증회사채에 대한 신용평가 제도가 도입된 이래 신용등급 결정요소에 대한 연구가 이루어져 왔다(김권중 2000, 김태정 등 2003). 최근 들어 국내의 신용평가기관들은 소유지배구조가 기업의 신용등급결정에 있어 중요한 요소로 고려되고 있음을 주장하였다. 그러나 회사채 신용등급 결정과 관련하여 소유지배구조의 유용성을 체계적으로 연구한 논문은 국내·외적으로 거의 부재하다. 따라서 본 연구는 기업의 소유지배구조와 무보증회사채 신용등급 간의 관련성을 통하여 소유지배구조가 채무이행능력을 평가하는 회사채시장에 미치는 영향을 연구한다.

우리나라의 경우 1997년 외환위기 이후 투명한 소유지배구조를 정착시키기 위해 여러 가지 제도적

인 변혁이 있었다. 1998년에는 주식시장에서의 외국인 투자자에 대한 한도가 완전히 철폐되었으며, 사외이사 및 감사위원회의 요건이 2000년 이후에 법제화되었다. 기업의 경영투명성을 제고하기 위해 도입된 이러한 여러 가지 제도들이 기업의 신용등급 결정에도 영향을 미치는지를 살펴보는 것은 시의적절하다고 하겠다.

관련 선행연구에 따라 본 연구는 효과적인 소유지배구조를 결정하는 주요요소로 소유경영자의 지분율, 이사회 및 감사위원회의 견제기능과 외부이해관계자로서 전문투자집단인 외국인투자자의 경영행위 견제기능 및 기업집단의 보호막 효과를 대리하는 대규모기업집단 소속여부 등을 조사한다. 경영에 참가하는 대주주가 존재하는 경우 일반적으로 경영자와 주주사이의 이해상충을 해소하여 대리인 위험을 감소시킨다. 이사회의 역할은 주주를 대신해서 경영진에게 자문을 제공하고 경영진을 감시하는 기능을 수행한다. 이사회가 독립적일수록 경영진에 대한 감시기능이 강화되어 대리인 비용을 감소시킬 것이다. 외국인투자자는 일반투자자나 국내기관투자자에 비해 뛰어난 자금조달능력 및 정보력을 활용하여 경영자에 대한 감시기능을 보다 잘 수행할 수 있다. 기업집단에 소속된 계열회사들은 복잡한 상호출자 등을 통해 경제적으로 하나의 실체가 된다. 따라서 기업집단에 소속된 계열회사들의 신용관리는 기업집단 차원에서 이루어질 것이며 한 계열회사가 신용위기에 직면하게 되면 기업집단 차원에서 다른 계열회사로부터 부를 이전하여 해당 부실계열회사를 지원하고자 할 것이다. 기업집단에 속하는 계열회사가 발행한 무보증회사채는 실질적으로는 다른 계열회사의 보증을 받는 것과 유사하며 이는 계열회사가 발행하는 무보증회사채의 신용등급 결정에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다.

본 연구는 2000년-2002년 동안 한국신용평가정보(주)에서 매년 정기적으로 발행하는 신용등급 가이드로부터 무보증회사채 신용등급을 수집하여 신용등급평가를 받은 439개의 거래소상장기업과 코스닥상장기업을 대상으로 기업의 소유지배구조특성이 무보증회사채의 신용등급 결정에 미치는 영향을 실증 분석한다. 분석결과에 따르면 거래소상장기업의 경우 대주주1인 지분율은 회사채 신용등급 결정에 긍정적인 효과를 미치는 것으로 나타난다. 아울러 대주주1인 지분율과 신용등급과의 관계는 대주주1인 지분율이 40%를 초과하면 신용등급이 상승하는 'U'자형 관계를 반영하는 것으로 나타난다. 즉, 대주주1인 지분율이 40%를 초과하는 경우 신용등급에 보다 긍정적인 영향을 미친다. 외국인 지분율은 회사채신용등급 결정에 긍정적인 효과를 갖는 것으로 나타난다. 이는 외국인 지분율이 높아질수록 경영감시기능이 강화되어 기업의 건전성이 향상되는 것을 의미한다. 또한, 기업이 대규모기업집단에 소속된 경우 기업집단의 보호막 현상으로 무보증회사채의 신용등급에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다. 예상과는 다르게 이사회내 사외이사비율, 외국인 사외이사비율, 감사위원회 설치여부로 측정된 이사회의 독립성은 무보증회사채의 신용등급에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타난다. 표본기간인 2000년-2002년은 우리나라에서 이사회 및 감사위원회 제도가 정착되기 시작한 초기단계로 이사회가 아직은 본래의 기능을 제대로 수행하지 못하였을 수 있다. 결론적으로 거래소상장기업의 경우 기업규모와 원리금 상환능력 등의 재무적 안정성뿐만 아니라 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급에 중요한 영향을 미치는 것으로 나타난다. 반면, 코스닥상장기업의 경우 기업의 소유지배구조는 무보증회사채의 신용등급 결정에 중

요한 영향을 미치지 않는 것으로 나타난다. 이들 기업의 경우 소유지배구조 특성보다는 기업규모와 원리금 상환능력 등의 재무적 안정성이 무보증회사채의 신용등급 결정에 중요한 요소로 평가되고 있는 것으로 나타난다.

본 연구는 기업의 소유지배구조와 채무이행능력을 평가하는 신용등급간의 관계를 조사하였다는 점에서 의의를 찾을 수 있다. 본 연구의 결과에서 나타난 것처럼 기업의 소유지배구조는 신용등급에 긍정적으로 작용하며 기업특성에 따라 그 유용성이 달라진다. 소유지배구조는 비교적 안정된 수익구조를 갖고 있는 거래소 기업의 신용평가에는 중요한 요소로 작용한다. 하지만 기업의 연륜이 짧고 수익구조가 불안정한 코스닥 기업의 신용등급 결정에는 고려요인이 되지 않는다. 이는 일반적으로 코스닥 기업의 소유지배구조가 상대적으로 덜 정착되어 있어 그 역할을 제대로 못하는 이유도 있을 수 있다. 이러한 결과는 정책입안자들에게 향후 기업의 소유지배구조를 개선함에 있어 시사점을 제공할 것이다. 또한, 자본시장에서도 개별기업의 소유지배구조 특성을 바탕으로 하는 투자전략 수립에 효과적 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구는 II장에서는 회사채신용등급 결정요소와 소유지배구조에 관한 국내·외의 선행연구를 고찰한다. III장에서는 실증분석을 위한 연구가설을 설정하고, 연구모형을 설계한 후 표본의 선정방법을 기술하고 있다. IV장에서는 실증분석 결과를 제시하고, V장에서는 본 연구의 결론과 한계점 및 향후 연구 방향을 제시한다.

## II. 회사채 신용등급의 결정요소와 소유지 배구조에 관한 문헌검토

### 2.1 신용등급 평가요소로서 소유지배구조의 적합성

신용등급평가관 전문신용평가기관이 기업(경제주체)의 원리금상환능력을 평가하여 이들 기업이 발행한 회사채 및 어음에 일정한 등급을 할당하여 기업의 이해관계자에게 공시하는 것을 말한다. 이러한 신용등급 평가는 기업의 미래현금흐름에 관한 제반여건을 종합적으로 분석하여 채무이행 능력의 불확실성 정도를 투자자에게 전달함으로써 발행자에게는 적절한 조달비용으로 투자유치를 가능케 하며, 투자자에게는 합리적 투자 의사 결정을 위한 자료로, 자본시장에서는 위험보상가격(이자율)의 기준이 된다.

신용평가기관은 기업의 신용등급평가를 위하여 채무상환능력에 영향을 미치는 위험요소를 종합적으로 고려하여 등급을 결정한다.<sup>1)</sup> 이들 위험요소는 기업의 내부 및 외부환경에 다양하게 존재하며 정성·정량적 분석을 통하여 신용등급에 반영된다. 신용등급 결정에 고려되는 평가요소는 신용평가기관에 따라 다소 차이는 있으나 주로 평가대상기업의 경영관리능력, 산업분석, 사업 및 재무분석, 계열그룹요소를 비롯한 소유지배구조 등이 종합적으로 고려된다.<sup>2)</sup>

신용등급평가에 있어서 소유지배구조의 중요성은 90년대 말 아시아 국가들의 외환위기와 2000년대

초 미국의 Enron, WorldCom, Tyco International 등의 분식회계 등으로 인하여 더욱 강조되고 있다. Moody's (2004)는 2003년과 2004년에 걸쳐 수행한 미국과 캐나다 기업들의 지배구조에 관한 연구에서 기업의 소유지배구조는 재무보고의 질, 유동성, 부외자산·부채의 위험 및 전반적인 위험관리 등에 있어서 중요한 요소임을 강조하였다. 나아가 이사회의 전문성과 활동성 및 감사위원회의 활동성과 독립성 등은 현금흐름의 예측가능성과 자산의 유용 및 측정오류를 최소화 할 수 있는 내부통제제도의 질을 제고하며 이해관계자들에 대한 공시 품질 및 책임과 권한의 중복예방 등 경영진을 견제하는 중요한 기능을 수행함을 강조하였다. Standard & Poor's (2002, 2004)는 2000년 이후 소유지배구조 점수와 평가에 대한 기준 및 방법론에 대한 보고서를 공표하면서 소유구조, 투자자의 권리, 재무제표 투명성, 이사회의 구조·독립성·유효성, 감사관련 통제기구의 유효성 및 활동 등이 소유지배구조 평가에 중요한 요소임을 제시하였다. 아울러 소유지배구조와 신용평가가 완전한 정의의 관계를 성립하지는 않으나 해당기업의 신용품질에 대한 실질적인 대응치가 될 수 있음을 주장하였다. 또한 Fitch Ratings(2004)도 2004년에 발표한 '기업의 소유지배구조와 관련한 신용정책' 이란 보고서에서 소유지배구조의 주요 요소로 이사회의 독립성·유효성, 이해관계자와의 거래, 감사관련 통제과정의 충실도, 경영자 보수 및 경영자 소유구조 등을 제시하였다. Fitch Ratings는 소유지배구조가 해당기업의 신용품질에 미치는 영향은 상향조정

1) Moody's Investors Service, Standard & Poor's Credit Ratings Products and Services, Fitch Ratings Credit Policy, 한국신용평가, 신용평가, 한국신용정보, 신용등급, 한국기업평가, 평가방법론.

2) Standard & Pooers 의 신용평가 사업본부장인 Solomon Samson은 오늘날 소유지배구조라고 통칭하는 많은 요소들이 신용평가업무의 태동부터 고려되어 왔음을 주장하였다(Yu 2004, 쪽8). 또한, Moody's Investors Service의 본부장인 Claire Robinson도 채권의 분석 및 평가에 있어서 소유지배구조를 항상 반영해 왔음을 주장하였다(Moody's focuses on governance 2004).

과 하향조정에 있어서 비대칭적이지만 소유지배구조가 특히 취약한 기업은 신용등급이 하향될 수 있으며, 적절하게 잘 구성된 소유지배구조를 확립하고 있는 기업은 신용등급평가에 있어서 긍정적인 평가를 담보할 수 있음을 주장하였다.

이상과 같이 국내·외 신용평가기관은 기업의 신용등급평가에 있어 소유지배구조가 해당기업의 신용품질에 영향을 미치고, 순차적으로 신용등급평가에 주요한 고려사항이 될 수 있음을 주장하고 있다. 2003년 미국 워싱턴에서 개최된 Institutional Shareholder Services의 연차총회에서 Pat McGurn 부사장의 “기업의 소유지배구조와 위험이 완전한 상관관계를 갖지는 않을지라도 취약한 소유지배구조는 위험과 같다(There may not be a perfect correlation, but it has become clear: Bad governance equals risk.)” 라는 주장은 채무상환능력에 영향을 미치는 위험요소로 소유지배구조의 중요성을 강조하였다고 할 수 있다.

## 2.2 소유지배구조에 관한 선행연구

소유지배구조와 관련한 선행연구는 대체로 경영자에 대한 견제기구로서의 소유지배구조의 유효성에 대한 연구와 소유지배구조가 기업가치 및 자금조달비용에 미치는 영향에 대한 연구로 나누어진다.

경영자에 대한 견제기구로서의 소유지배구조의 유효성에 대한 연구로 Vicknair et al.(1993)은 경영진에 대한 견제·감시기구 등의 소유지배구조가 경영행태에 미치는 영향을 조사하였다. Vicknair et al.은 기업 또는 경영자와 이해관계가 있는 이사들을 “회색이사(grey area directors)” 라고 정의하고, 회색이사들이 이사회와 감사위원회의 구성원으로 포함되어 있는 경우 감사위원회의 독립성이

심각하게 저해됨을 보고하였다. Beasley(1999)는 감사위원회 구성원 중 독립적인 사외이사가 차지하는 비율이 회계분식의 발생가능성에 미치는 영향을 조사하여 감사위원회내의 사외이사비율이 높은 기업일수록 회계분식이 적게 발생하는 것을 발견하였다. 또한, Warfield et al.(1995)은 경영자의 소유지분율이 증가할수록 회계선택의 불규칙성이 감소하고 회계정보의 유용성이 증가하며 재량적 발생액이 감소하는 것을 보고하고 있다. McMullen and Raghunandan(1996)은 재무보고상의 문제가 있는 51개 기업과 문제가 없는 71개 기업을 대상으로 설문조사를 실시해 감사위원회 효율성을 강화하는 방안을 연구하였다. 그 결과 문제가 없는 기업은 독립성이 높은 위원들로 감사위원회를 구성하여 재무보고 문제들의 감소에 기여하고 있음을 발견하였다. Scarbrough et al.(1998)은 감사위원회의 구성과 내부감사인과의 상호작용을 연구하였다. 그들은 감사위원회의 구성원이 독립적인 사외이사로서만 구성된 경우 감사위원회는 내부감사인과 더욱 자주 접촉하고 내부감사계획 및 결과를 더 많이 검토하고 있음을 보고하였다. 국내의 주요연구로 임웅기(1988)는 소유구조의 결정이론을 체계화하고 상장기업의 소유 집중도를 측정하였다. 그는 소유구조결정요인을 대리인 관련변수와 비대리인 관련변수로 구분하여 전자의 경우 사업위험변수, 대주주 1인의 이사직참여율 등을 이용하고 후자의 경우 창업이후부터의 사업연수, 시가총액을 고려하여 이러한 변수들이 기업소유구조의 결정요인이라는 실증결과를 제시하였다. 김재형(2000)은 경영진에 대한 견제·감시기구로서 감사위원회의 효율적으로 운영되기 위해서는 독립성 확보가 전제가 되어야 한다고 주장한다. 그는 현행 소유구조 하에서는 주주총회에서 주주들이 감사위원 집중투

표제로 감사위원을 선임할 수 있도록 하는 방안과 감사위원회의 감사결과를 이사회에서 반복할 수 없게 하는 법적 규제가 필요하며 감사위원회에 감사 부서 책임자의 임명권을 부여하고, 감사위원회가 외부감사인의 임명권과 보수 등 고용조건을 결정할 수 있는 권한이 부여되어야 한다고 주장한다.

소유지배구조와 기업가치와의 관계들에 대한 연구들로 Jensen and Meckling(1976)은 대리인 비용의 관점에서 경영자의 소유구조와 기업가치 사이에 선형적 관계가 존재하여 소유경영자 지분이 증가할수록 소유경영자와 외부주주의 이해가 일치되어 외부지분의 대리인비용이 줄어들고 기업가치가 증가하는 것을 이론적으로 제시하고 있다(이해일치가설: Convergence-of-Interest Hypothesis). Stulz(1988)는 매수대상 기업을 표본으로 소유구조와 기업가치 사이의 관련성에서 소유경영자의 지분이 증가함에 따라 기업가치는 증가하다가 일정 지분율을 넘으면 기업가치는 점차 감소하는 비선형관계를 보고하고 있다. 또한, Morck et al.(1988)도 기업가치와 소유경영자 지분율 사이에 비선형관계를 주장한다. 이들은 경영자지분이 0%~5%의 아주 낮은 상태에서는 이해일치가설에 의해 경영자지분이 증가함에 따라 기업가치도 상승하지만, 경영자지분이 5%~25%로 상승하면 경영자로서의 지위가 확고해짐에 따라 기업인수시장의 위협을 무력화시킬 수 있는 방어력이 있어 자신의 이익을 위하여 기업가치를 희생할 유인이 유발됨을 보고하고 있다(경영자안주주의가설: Entrenchment Hypothesis). 국내의 주요연구로 김주현(1992)은 소유경영자 지분과 기업가치 사이의 관계를 실증분석하였다. 그는 외국의 선행연구들과 마찬가지로 소유경영자 지분과 기업가치는 단순한 정(+)의 관계가 아니라 소유경영자 지분율이 40%에서 전환점을 갖는

비선형관계를 보고하고 있다. 유사한 연구로 허화와 정기식(1996)도 경영자 지분율이 낮은 구간에서는 경영자 지분율이 증가함에 따라 기업가치는 하락하다가 일정 지분율 이상의 영역에서는 지분율이 증가함에 따라 기업가치는 상승하는 U형 관계를 보고하고 있으며, 김영숙과 이재춘(1999)도 대주주1인 지분율과 기업가치 간에는 비선형관계가 존재하며 대주주1인 지분율이 증가함에 따라 기업가치는 하락하다가 대주주1인 지분율이 28.7%를 넘어서 증가하면 기업가치가 상승하는 것을 보고하고 있다.

최근의 선행연구들은 보다 원칙론적인 접근으로 대리인 위험(비용)의 관점에서 소유지배구조와 대리인 위험(agency risk)간의 부(-)의 상관관계에 따라 소유지배구조가 자본 및 부채조달비용에 미치는 영향을 연구하고 있다. Anderson et al.(2004)은 재무제표 투명성에 영향을 미칠 수 있는 소유지배구조에 따라 부채의 조달금리가 변화함을 보고하였다. 구체적으로 이사회와 독립성과 규모, 감사위원회의 독립성이 강화될수록 부채의 조달금리가 낮아짐을 보고하였다. 이는 이사회 및 감사위원회가 독립적으로 경영진에 대한 견제기능을 제대로 수행하면 경영투명성이 확보되어 기업의 신용등급에 긍정적인 영향을 미치고 나아가 부채조달비용을 줄일 수 있음을 의미한다. Ashbaugh et al.(2004)은 소유와 통제의 분리로 인한 정보의 비대칭성이 대리인 위험을 유발시켜 자본조달비용이 증가함을 보고하였다. 구체적으로 경영자의 소유지분이 증가함에 따라 경영자와 외부주주들간의 이해일치에 따라 자본조달비용이 낮아짐을 보고하였다. 또한, 이사회와 독립성과 기관투자자들의 소유지분이 증가함에 따라 경영진을 효과적으로 모니터링함으로써 자본조달금리를 낮출 수 있음을 보고

하였다.

이상과 같은 기업의 소유지배구조와 관련한 선행 연구들은 좋은 소유지배구조는 경영진에 대한 효율적인 견제기능을 수행하여 투명경영을 확보하고, 대리인 위험의 상쇄를 통하여 재무보고위험을 감소시키며 나아가 자본(타인자본과 자기자본)의 조달 금리를 낮추고 있음을 시사한다. 이는 적절하고 효과적인 소유지배구조가 기업의 신용품질을 가름하는 주요 요소가 될 수 있는 단초를 제공하며, 나아가 신용등급결정에 주요한 고려사항이 될 수 있음을 시사한다.

### 2.3 회사채 신용등급 결정요소에 관한 선행연구

회사채신용등급의 결정요소에 관한 초기연구들 중 첫 번째 연구로 Horrigan(1966)은 Moody's 와 Standard & Poors가 평가한 회사채의 신용등급을 대상으로 재무비율이 신용등급결정에 미치는 영향을 조사하여 총자산, 부채비율, 영업이익률 등 5개의 재무비율과 비재무변수로 회사채의 법적 지위(담보권의 우선순위) 등이 회사채 신용등급을 결정하는 주요요소임을 발견하였다. 이후 Pogue and Soldofsky(1969)와 West(1970)는 Moody's 가 평가한 회사채를 대상으로 Horrigan의 연구를 확대하였다. Pogue and Soldofsky는 고정부채비율, 순이익률 및 규모변수로 총자산을 채택하여 신용등급 예측모형을 설립하여 65% 이상의 예측정확성을 제시하고 있으며, West는 Fisher의 회귀모형을 바탕으로 이익의 변동성, 채무상환에 대한 신뢰성, 자본구조, 사채의 시장성 등 4가지 변수로 모형을 추정한 바 70% 이상의 예측정확성을 보고하고 있다. Pinches and Mingo(1973)는 판별분석을 사용하여 채권등급을 분류하고 35개의 재무

지표를 선택하여 요인분석(factor analysis)을 통해 7개의 그룹으로 나누어 각 그룹별로 규모, 레버리지, 수익성, 안정성, 부채상환능력과 같은 변수 등이 회사채 신용등급 결정에 주요변수임을 보고하고 있다. Peavy and Edgar(1982)는 이상의 선행연구들에서 신용등급 결정에 주요요소로 판명된 재무비율들이 미래의 신용등급 결정에 있어서도 적합한 요소로 고려되고 있는 지 여부를 검증하였다. 그들은 순이익률, 이익의 변동성, 이자보상비율과 규모변수로 총자산 및 매출액 등이 신용등급 결정의 전통적 주요요소임을 보고한다.

한편, 우리나라에서 발행된 회사채 신용등급 평가와 관련한 신용등급 결정요소에 관한 연구는 상대적으로 희소하다. 김권중(2000)은 1998과 1999년에 발행된 무보증회사채 B등급 이상을 대상으로 부채비율, 이익률, 이자보상비율, 기업규모, 영업위험, 단기지급능력을 사용하여 회사채등급 예측모형을 도출하였다. 모형의 예측력은 13등급을 모두 포함한 경우 예측정확도는 33.3%, 1등급 차이의 경우는 75.6%, 2등급 차이의 경우는 95.2%의 예측정확도를 나타냈으며, 5등급 체계의 경우 70%에 가까운 예측정확도를 나타냈다. 김태정 등(2003)은 2000년부터 2002년까지 국내 3대 신용평가사의 평가를 받은 상장기업의 무보증회사채를 대상으로 재무 및 비재무적 요소들이 신용등급 결정에 미치는 영향을 조사하였다. 그들은 국내·외의 선행연구들에서 사용된 수익성, 유동성, 현금흐름지표, 기업규모 등 주요재무비율과 더불어 대주주1인 지분율과 대규모기업집단 소속여부의 지배구조 변수를 사용하여 설립된 신용등급 예측모형이 모형의 예측정확성을 제고함을 보고하고 있다. 이러한 국내·외 선행연구들의 결과는 모형의 추정에 사용된 재무지표들이 회사채 신용등급 결정에

주요한 변수임을 시사한다.

이상의 선행연구 검토에서 나타난 바와 같이 국내·외 선행연구들은 재무지표와 더불어 채권의 변제순위, 소유지배구조 등과 같은 비재무적 요소들이 신용등급 결정에 있어서 주요 평가요소임을 보고하고 있다. 이는 소유지배구조를 기업의 신용품질을 가름하는 주요 요소로 고려하고 있다는 국내·외 신용평가기관들의 주장과 일관성이 있다. 그러나 현재까지 회사채 신용등급 결정에 있어서 소유지배구조의 유용성을 종합적이고 체계적으로 연구한 논문은 국내·외적으로 거의 부재하다. 일부 선행연구가 소유지배구조와 신용등급과의 관계를 조사하였다 하더라도 소유지배구조의 일부분만을 다루고 있다. 따라서 본 연구는 이러한 공백을 메우기 위해 기업의 소유지배구조가 회사채의 신용등급에 미치는 영향을 포괄적이고 체계적으로 연구한다.

### III. 연구 설계

#### 3.1 가설 설정

기업의 소유지배구조가 회사채 신용등급 결정에 미치는 영향을 검토하기 위해 본 연구에서는 효과적인 소유지배구조의 주요 구성요소로 소유경영자의 지분율, 이사회 및 감사위원회의 견제기능, 외부이해관계자로서 전문투자집단인 외국인투자자의 지분율 및 기업집단의 보호막 효과를 대리하는 대규모기업집단 소속여부 등을 조사한다.

국내·외 신용평가기관들과 전문한 선행연구들은 경영자의 소유지분구조가 효과적인 소유지배구조의

주요요소임을 보고하였다. Moody's는 부(wealth)의 효과를 유발시킬 수 있는 경영자 소유지분율, 특히 고위경영자의 소유지분율은 소유지배구조에 대한 평가에 중요한 요소임을 주장하였다(Bertsch 2005). Jensen and Meckling(1976)은 소유경영자의 지분율이 증가할수록 소유경영자와 주주의 이해관계가 일치하여 소유경영자와 외부주주간 대리인 위험이 감소함을 주장한다(Convergence of Interest). 즉, 경영자 소유지분은 자신들의 부(wealth)를 증가시키기 위한 통제와 감시를 수행하게 하는 강력한 동기를 제공한다. 유사하게 Ashbaugh et al.(2004) 또한 경영자 소유지분율이 증가함에 따라 경영 전반에 걸친 효과적인 통제가 수행되고 소유와 통제의 분리로 인한 정보의 비대칭성 문제가 해소되어 궁극적으로 자본조달비용이 낮아짐을 주장하였다. 따라서, 경영자의 소유지분율이 증가함에 따라 경영자와 주주의 이해관계가 일치하여 대리인 위험을 줄이고 경영효율성을 제고하여 신용등급 결정에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이에 따라 소유경영자의 지분율과 기업의 신용등급간에 정(+ )의 관계를 존재할 것으로 예상되며 이를 검증하기 위해 다음의 가설을 설정한다.

H<sub>1</sub> : 소유경영자의 지분율은 무보증회사채의 신용등급과 정(+ )의 관계가 있다.

이사회와 전문성과 독립성은 선행연구의 검토에서 서술한 바와 같이 소유지배구조의 평가에서 주요요소이다. Klein(2002)은 실증연구를 통해 이사회와 독립성은 이사회내의 사외이사비율에 따라 크게 영향을 받고 있는 것으로 보고하였다. Klein은 이사회내 사외이사 비중이 높을수록 경영자에

대한 효과적인 견제기능을 수행하여 주주와 경영자들 사이에 존재하는 대리인 문제를 감소시키고 있음을 주장하였다. 이는 이사회내의 사외이사 비율이 커질수록 이사회의 독립성이 제고되어 경영자로부터 독립된 의사결정을 할 수 있고 객관적인 입장에서 비판이나 조언을 할 수 있음을 시사한다. 따라서 본 연구는 이사회의 독립성이 증가할수록 경영자를 효과적으로 감시·견제하여 경영투명성과 경영관리능력이 제고되어 사업위험이 감소하고 나아가 신용등급 결정에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이를 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정한다.

H<sub>2</sub>: 이사회의 독립성과 무보증회사채등급간에는 정(+)의 관계가 존재한다.

Bradbury(1990)는 감사위원회가 기업의 내부 감사와 외부감사 기능을 효과적으로 수행함으로써 경영자가 재무제표를 작성하는 과정에 대한 신뢰성을 높일 수 있다고 주장하였다. Beasley(1996)는 감사위원회의 도입은 사외이사의 독립성을 높인다고 보고하였다. 이러한 취지에서 2002년에 미국에서 제정된 회계개혁법인 Sarbanes-Oxley Act는 재무제표의 투명성을 제고하기 위해 감사위원회의 독립성과 전문성을 강화하도록 법적 장치를 마련하였다. 우리나라에서도 감사위원회제도는 경영투명성 제고라는 측면에서 도입되었으며, 자산규모 2조원 이상인 상장회사는 이사회내 감사위원회를 두도록 법제화되어 있다. 또한 감사위원회는 기업경영의 감시자로서의 역할을 수행하여 주주들에 대한 경영자의 수탁책임(accountability)을 모니터링하여 기업의 미래현금흐름의 질적 향상을 유도할 수 있다. 따라서 이사회내 감사위원회의 설치는 경영

투명성 및 미래현금흐름의 질적 향상을 통하여 해당 기업이 발행하는 회사채의 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이를 검증하기 위해 다음의 가설을 설정한다.

H<sub>3</sub>: 감사위원회의 도입과 무보증회사채등급간에는 정(+)의 관계가 존재한다.

최정호 등(2001)은 외국인투자자의 적극적인 주식소유가 경영투명성 제고에 긍정적인 역할을 수행한다고 주장하고 이를 뒷받침하는 근거로 외국인투자자의 주식소유비율이 높을수록 사외이사선임비율이 높아짐을 보였다. 박헌준 등(2004)은 외국인투자자 지분이 높은 기업일수록 경영자의 사적소비(managerial perquisite consumption) 비중이 낮음을 보고하고 있다. 이러한 연구 결과는 외국인투자자가 기업의 경영행태에 감시자의 역할을 적극적으로 수행하고 있음을 시사한다. 전영순(2003a)은 경영자가 발표하는 이익예측치의 예측오차가 외국인지분율이 높은 기업에서 작게 나타남을 보임으로써 외국인투자자가 경영자의 공시활동에 견제기능을 담당하고 있음을 보였다. 또한 전영순(2003b)은 외국인지분이 증가함에 따라 투자기업의 이익변동성은 감소하고 회계이익의 현금전환가능성이 증가함을 보고하고 있다. 이는 기업의 재무제표 및 비재무적 자료를 분석함에 있어 국제적 경험과 전문성을 갖추고 있는 외국인투자자가 기업경영의 감시자로서의 역할을 통하여 회계이익의 질적 향상을 유도하고 있음을 의미한다.

이상의 논거에 따라 본 연구는 기업경영을 감시할 수 있는 외국인투자자의 지분율이 높을수록 경영투명성을 제고하고 회계이익의 질적 향상을 유도하여 신용등급 결정에 긍정적인 영향을 미칠 것으로

로 예상한다. 이를 검증하기 위해 다음의 가설을 설정한다.

H<sub>4</sub>: 외국인투자자 지분율과 무보증회사채등급간에는 정(+)의 관계가 존재한다.

우리나라의 많은 기업은 개인 대주주가 모든 계열회사를 통제하는 구조를 갖고 있다. 따라서 우리나라 경영환경에서는 전문경영자와 소유주간의 이해상충 문제보다는 경영권을 소유한 지배주주인 대주주경영자와 외부소액주주간의 이해대립이 심각한 문제가 된다(장휘용과 박종갑 1999). 특히 외부주주를 보호할 수 있는 법이나 제도적인 장치가 부족할 경우 경영에 참여하는 지배주주가 자신들의 부(wealth)의 극대화를 위해 외부 주주들의 부를 희생하는 'tunnelling' 현상은 우리나라를 비롯하여 대기업집단의 기업구조를 갖고 있는 아시아 국가들에서 빈번하게 보고되고 있다(Bae, Kang, and Kim 2002; Bertrand, Mehta, and Mullainathan 2002; La Porta et al. 1999, 2000, 2002; Mitton 2002).

이처럼 지배주주인 소유경영자의 'tunnelling'이 가능한 이유는 외부주주를 보호할 수 있는 법적인 장치가 미비할 뿐 아니라 기업집단에 속하는 계열회사 간에 복잡한 상호출자 등으로 피라미드 지분구조를 형성하기 때문이다. 이처럼 상호지분을 보

유한 계열회사들은 장기적이고 암묵적인 협력관계를 맺게 되는데 이를 기업집단의 '보호막 효과'(Entrenchment Effect)라고 한다(안홍복 등 2002). 이러한 기업집단의 보호막 효과는 불투명한 소유구조라는 점에서 시장에 부정적인 영향을 미칠 수도 있겠지만 무보증회사채의 신용등급에는 긍정적인 영향을 미칠 수도 있다. 대기업집단의 계열회사들은 상호출자 등을 통해 운명공동체가 되며 한 계열회사의 부실이나 부도는 다른 계열회사로 전이될 수 있다. 1997년 금융위기를 전후하여 도산한 많은 기업집단들이 일부 계열회사에서 발생한 도산의 도미노현상으로 파산하게 된 것은 좋은 예라 할 수 있다(예로 한보, 기아, 해태, 진로, 대우 등). 따라서 기업집단에 소속된 계열회사들의 신용관리는 기업집단 차원에서 고려될 것이며 한 계열회사가 신용위기에 직면하게 되면 기업집단 차원에서 다른 계열회사로부터 부를 이전하여 해당 부실 계열회사를 지원하고자 할 것이다. 기업집단에 속하는 계열회사가 발행한 무보증회사채는 실질적으로는 다른 계열회사의 보증을 받는 것과 유사하다. 회사채시장에서 계열회사간의 이러한 보증기능을 고려한다면 대규모기업집단내의 소속은 계열회사가 발행한 회사채의 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.<sup>3)</sup> 이를 검증하기 위해 다음의 가설을 설정한다.

3) 가설5는 대규모기업집단에 속하는 개별 계열회사들의 상대적 건전성 및 계열회사에 대한 개인대주주의 지분율을 고려하지는 않는다. 경우에 따라서는 대규모기업집단에 소속된 사실이 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있고 불리하게 작용할 수도 있을 것이다. 계열회사에 대해 개인대주주가 행사할 수 있는 통제권(control right)이 해당 계열회사에 대한 의결권(voting right)과 다른 경우 개인대주주는 통제권에 비해 의결권이 작은 계열회사로부터 통제권에 비해 의결권이 큰 계열회사로 부를 이전할 동기가 있다. 이것이 앞서 언급한 'tunneling'이다. 동시에 개인대주주는 통제권 대비 의결권이 작은 계열회사라 할지라도 이 계열회사를 생존시키는 것이 개인대주주의 전체 부를 증가시킨다면 다른 계열회사로부터 부를 이전하여 이 계열회사를 생존시킬 동기가 있다. 따라서 대규모기업집단의 소속효과를 완전히 분석하기 위해서는 개별 계열회사에 대한 개인대주주의 지분율 및 계열회사들의 상대적 건전성까지 고려해야 할 것이다. 그러나 기업의 전반적인 소유지배구조를 다루는 본 연구에서 이러한 구체적인 사항까지 다루기는 너무 광범위하여 대규모기업집단 소속이 계열회사가 발행하는 회사채의 신용등급에 평균적으로 미치는 영향만을 조사하며 이는 본 연구의 한계로 남는다.

H<sub>5</sub>: 대규모기업집단 소속여부와 무보증회사채등급간에는 정(+)의 관계가 존재한다.

### 3.2 변수의 정의 및 연구모형

#### 3.2.1 변수의 정의

효과적인 소유지배구조를 구성하는 주요요소인 소유경영자의 지분율, 이사회 독립성, 감사위원회 도입여부, 외국인지분율 및 대규모기업집단 소속여부 등은 다음과 같이 정의된다. 우리나라에서는 대주주가 경영에 참여하는 경우가 대부분이므로 소유경영자의 지분율은 대주주1인 지분율(LARGEST)로 측정한다.<sup>4)</sup> 이사회 독립성은 이사회내 사외이사비율과 외국인사외이사비율로 측정한다. 이사회 구성에서 외부전문가로 구성된 사외이사 비중이 높은 경우 이사회 독립성이 높아지고, 경영자에 대한 감시기능이 강화되어 경영의 충실성과 신뢰성을 제고할 것으로 예상된다. 또한, 사외이사제도의 도입이 얼마 되지 않은 국내 기업 환경에서 외국인 사외이사의 경험과 지식은 이사회 독립성과 역량을 높여주는 요인이 될 수 있다. 이사회내 사외이사 비율(BODOUT)은 사외이사수를 전체 이사수로 나눈 값이며, 외국인사외이사 비율(BODFRN)은 외국인사외이사수를 전체 이사수로 나눈 값으로 측정한다. 이사회내 감사위원회 설치여부(AUDCOMM)는 감사위원회가 설치되었으면 '1', 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는다. 기업집단

의 규모가 커질수록 기업집단 차원에서 관리할 수 있는 자원의 규모가 증가하여 기업집단의 보증능력이 커지게 되며 신용등급결정에 보다 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 따라서 기업의 소유지배구조의 한 변수로 30대 대규모기업집단 소속여부(GROUP30)를 포함한다. GROUP30은 기업이 30대 대규모기업집단에 소속되어 있으면 '1'의 값을, 기타의 경우에는 '0'의 값을 갖는다. 외부이해관계자로서 전문투자집단인 외국인투자자의 경영행위에 대한 견제기능은 외국인투자자가 보유하고 있는 외국인지분율(FRNOWN)로 측정한다.

본 연구의 초점인 기업의 소유지배구조 변수 외에 선행연구에서 신용등급 결정에 영향을 미치는 변수들을 통제한다. 이러한 통제변수는 기업가치, 수익성, 부채비율, 원리금상환능력이다. Horrigan (1966), Kaplan and Urwitz(1979)는 기업규모가 신용등급 예측모형에서 영향력이 가장 크다는 결과를 보고하였다. 따라서 본 연구는 회귀분석에서 기업규모를 통제할 필요가 있다. 아울러 선행연구가 주장하듯이 소유지배구조는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있으며 이를 통해 간접적으로 신용등급에도 영향을 미칠 수 있다. 이러한 간접적인 영향을 통제하기 위해서는 회귀식에 기업가치를 포함할 필요가 있다. 본 연구에서는 기업규모와 기업가치를 통제하기 위해 회사채가 발행된 회계연도 말 주가와 발행주식수를 곱한 값에 자연로그를 취한 값인 기업가치(MV)를 회귀식에 포함한다.<sup>5)</sup> 수익성비율은 기업의 이익창출능력을 보여주는 지표

4) 대주주1인이란 증권거래법 제28조에 의하면 주주 1인과 그 친족 및 기타 특수 관계인이 소유하는 주식 수 중 가장 많은 자를 말한다.  
5) 선행연구에서는 기업규모를 통제하기 위해 총자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 그러나 총자산은 기업규모를 통제할 수 있지만 기업가치는 통제하지 못한다. 따라서, 본 연구에서는 기업규모와 기업가치를 모두 통제할 수 있는 기업가치를 포함한다. 총자산으로 측정된 기업규모와 기업가치 사이에는 매우 높은 상관관계가 존재한다(거래소표본과 코스닥표본에서 피어슨상관계수는 각각 0.83과 0.63). 이는 기업규모와 기업가치가 한 회귀식에 동시에 포함될 경우 다중공선성의 문제가 심각할 수 있음을 의미한다. 따라서 본 연구에서는 기업가치만 회귀식에 포함하고 기업가치 대신 기업규모를 포함한 결과는 별도의 표로 보고하지 않고 본문에서만 논한다.

로 수익성이 높을수록 기업의 자산과 자원이 효율적으로 이용되고 있음을 의미한다. 즉, 높은 수익성을 유지하는 기업은 내·외부자금 조달능력이 뛰어나다는 것을 의미하며 수익성이 높을수록 신용등급도 좋아진다. 본 연구에서는 자기자본수익률인 ROE를 사용하여 수익성을 측정한다. 부채비율은 기업의 장기채무지불능력을 나타낸다. 부채비율이 높을수록, 즉 자기자본에 비하여 타인자본이 많을수록 적자를 흡수할 수 있는 자원의 여유가 부족하고 또 신용경색시에는 차환도 곤란하다. 따라서 부채비율이 높을수록 신용등급은 낮아진다. 부채비율(LEVERAGE)은 총부채를 자기자본으로 나눈 값이며 자본잠식상태의 기업은 표본에서 제외한다. 원리금 상환액과 이자비용은 기업의 현금흐름이나 영업이익의 수준과는 무관하게 고정적으로 지출되는 비용으로 기업의 건전성 및 지급능력의 안정성을 평가하는데 사용된다. 원리금 상환액과 이자비용의 부담이 클수록 신용위험은 높아지며 신용등급은 낮아진다. 본 연구에서는 기업의 원리금상환능력을 이자보상배율(INTCOVERAGER)로 측정한다. 이자보상배율은 이자·법인세차감전 순이익을 이자비용으로 나눈 값이다.

### 3.2.2 연구모형

본 연구는 기업의 소유지배구조가 해당 기업이 발행하는 무보증회사채의 신용등급에 미치는 영향을 조사하기 위해 2가지 회귀분석을 수행한다. 첫 번째 방법은 AAA부터 C까지 9개 무보증회사채등급에 대해 9부터 1까지의 값을 부여하고 이를 종

속변수로 하여 OLS 회귀분석을 수행하는 방법이다.<sup>6)</sup> Horrigan(1966)은 Moody's의 채권등급평가에 미치는 변수들을 추정하는 연구에서 유사한 방법을 사용하였다.

회귀식의 설명변수로는 대주주1인 지분율, 외국인지분율, 이사회내 독립성(이사회내 사외이사비율 및 외국인사외이사비율), 감사위원회의 설치여부 및 대규모기업집단 소속여부 등의 소유지배구조 변수를 포함한다. 또한, 선행연구에서 보고하고 있는 채권등급결정에 유의한 기업가치, 자기자본순이익율, 부채비율, 이자보상배율을 통제변수로 포함한다. 본 연구에서 추정되는 OLS 회귀모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned}
 RATING_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 LARGEST_{it} \\
 & + \alpha_2 FRNOWN_{it} + \alpha_3 GROUP30_{it} \\
 & + \alpha_4 BODOUT_{it} + \alpha_5 BODFRN_{it} \\
 & + \alpha_6 AUDCOMM_{it} + \alpha_7 MV_{it} \\
 & + \alpha_8 ROE_{it} + \alpha_9 LEVERAGE_{it} \\
 & + \alpha_{10} INTCOVERAGER_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)
 \end{aligned}$$

여기서 RATING<sub>it</sub>는 AAA부터 C까지 9개의 무보증회사채등급에 대해 각각 9부터 1까지 부여된 값; LARGEST<sub>it</sub>는 대주주1인 지분율; FRNOWN<sub>it</sub>는 외국인지분율; GROUP30<sub>it</sub>는 30대 대규모기업집단에 속하면 '1', 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는 더미변수; BODOUT<sub>it</sub>는 이사회내 사외이사비율(사외이사수/총이사수); BODFRN<sub>it</sub>는 이사회내 외국인사외이사비율(외국인사외이사수/총이사수);

6) 회사채등급이 D인 기업은 표본에서 제외하였다. 그 이유는 D등급을 받은 기업은 이미 지급불능상태인 극단치(outlier)기업이므로 순수한 정보효과를 검증하기가 어렵기 때문이다.

AUDCOMM<sub>it</sub>는 감사위원회가 설치되었으면 '1', 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는 더미변수; MV<sub>it</sub>는 회사채를 발행한 회계연도말 주가와 발행주식수를 곱한 값에 자연로그를 취한 값; ROE<sub>it</sub>는 자기자본 수익률(당기순이익/평균자기자본); LEVERAGE<sub>it</sub>는 총부채를 자기자본으로 나눈 부채비율; INTCOVERAGE<sub>it</sub>는 이자보상배율[(법인세비용차감전순이익+이자비용)/이자비용]이다.

위의 회귀식은 대주주인 지분을 자체를 독립변수로 사용함으로써 소유경영자 지분과 무보증회사채등급 사이에 선형관계를 가정하는 모형을 추정한다. 선행연구는 소유경영자의 지분율과 기업가치 사이에는 비선형관계가 존재하는 것을 보고하였다. 소유경영자지분과 무보증회사채등급 간에도 이러한 비선형관계가 존재하는지를 검토하기 위해 대주주 1인 지분율을 더미변수로 전환하여 설명변수로 사용한다. 미국의 선행연구는 소유경영자 지분율이 0%~5% 사이에서는 기업가치와 정의 관계를 보이나, 5%~25% 사이에서는 기업가치와 부의 관계를 보이다가, 25%를 초과하는 경우 다시 정의 관계를 보이는 'N'자형의 관계를 보고하였다. 따라서 두 번째 회귀식에서는 미국에서 관찰된 'N'자형의 관계가 소유경영자 지분율과 무보증회사채등급 사이에도 존재하는지를 조사하기 위해 대주주 1인 지분율 대신 두 개의 더미변수를 사용한다. 두 개의 더미변수는 MIDDUMMY<sub>25</sub>와 HIGHDUMMY<sub>25</sub>로써, MIDDUMMY<sub>25</sub>(HIGHDUMMY<sub>25</sub>)는 대주주 1인 지분율이 5%~25%에 속하면(25%를 초과하면) '1'의 값을, 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는다. 미국의 선행연구와는 달리, 우리나라의 선행연구는 40%와 28.7%를 전환점으로 소유경영자 지분이 증가함에 따라 기업가치가 증가하는 'U'자형의 관계를 보고하였다. 따라서 세 번째와 네 번째

회귀식에서는 이러한 'U'자형 관계가 소유경영자 지분율과 무보증회사채등급 사이에도 존재하는지를 조사하기 위해 대주주 1인 지분율 대신 U\_TYPEDUMMY<sub>28.7</sub>과 U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>을 포함하여 회귀식을 추정한다. U\_TYPEDUMMY<sub>28.7</sub>(U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>)은 대주주 1인 지분율이 28.7%를 초과하면(40%를 초과하면) '1'의 값을, 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는다.

두 번째 회귀분석은 신용등급을 투자등급과 투기등급으로 구분하고 투자등급에는 '1', 투기등급에는 '0'의 값을 부여한 더미변수를 종속변수로 하여 로짓 회귀분석을 수행하는 방법이다. Pogue and Soldofsky(1969)는 유사한 방법으로 Moody's의 신용등급을 투자등급과 투기등급으로 구분하고 이를 예측하는 로짓 회귀분석을 수행하였다. 선행연구를 따라서 본 연구는 AAA부터 BBB까지(즉, AAA, AA, A, BBB)는 투자등급으로 분류하고 BB이하(즉, BB, B, CCC, CC, C)는 투기등급으로 분류한다. 로짓 회귀분석모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{Logit}(Y_{it}) = & b_0 + b_1 \text{LARGEST}_{it} \\ & + b_2 \text{FRNOWN}_{it} + b_3 \text{GROUP30}_{it} \\ & + b_4 \text{BODOUT}_{it} + b_5 \text{BODFRN}_{it} \\ & + b_6 \text{AUDCOMM}_{it} + b_7 \text{MV}_{it} \\ & + b_8 \text{ROE}_{it} + b_9 \text{LEVERAGE}_{it} \\ & + b_{10} \text{INTCOVERAGE}_{it} + \varepsilon_{it} \quad (2) \end{aligned}$$

여기서  $\text{Logit}(Y_i) = \ln[P_i/(1-P_i)]$ 이며  $P_i$ 는 기업  $i$ 의 무보증회사채등급이 투자등급(AAA, AA, A, BBB)으로 결정될 확률;  $Y_i$ 는 무보증회사채신용등급이 투자등급에 속하면 '1', 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는다.

〈표 1〉 표본

2000-2002 사이에 발행된 전체 회사채 수		990
전환사채, 변동금리부사채등의 특수채	(191)	
비상장법인이 발행한 일반회사채	(215)	
금융기관 및 공사 등에 의하여 발행된 회사채	(79)	
결산기말이 12월 31일이 아닌 법인이 발행한 회사채	(35)	
일부 기업특성자료를 구할 수 없는 기업(KIS-FAS)	(47)	(567)
최종 표본회사채 수		423

### 3.3 표본 선정

본 연구의 표본기간은 국내 회사채시장에서 외환 위기의 충격이 완화되면서 무보증회사채가 대규모로 발행되기 시작한 2000년부터 2002년까지의 기간으로 한다. 본 연구에서 사용하는 무보증회사채의 신용등급은 한국신용평가정보(주)가 매년 정기적으로 발행하는 신용등급가이드로부터 수집한다. 한국신용평가정보(주)의 신용등급가이드는 회사채 평가일, 기업별 등급, 상장 유무, 결산일, 회사채 종류 등의 신용등급정보를 포함한다. 대규모집단 소속여부에 관한 자료는 공정거래위원회가 발표하는 대규모기업집단소속회사현황과 한국상장회사협의회(www.klca.or.kr)의 데이터베이스로부터 수집한다. 대주주1인 소유비율 및 외국인 지분율과 통제변수(기업가치, 자기자본순이익률, 레버리지비율, 이자보상배율)를 계산하는데 사용되는 자료는 한국신용평가(주)의 재무정보 자료인 KIS2003 으로부터 수집한다. 마지막으로 이사회 및 감사위원회에 관한 정보는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에 공시된 2000년~2002년도의 각 기업별 사업보고서에서 수집한다.

표본기간동안 신용평가를 받은 무보증회사채는 총 990건이다. 이중 전환사채, 변동금리부사채 등

의 특수채 191개와 무보증회사채 중 비상장법인이 발행한 회사채 215개는 분석에서 제외된다. 금융기관, 공사 등이 발행한 79개 회사채와 결산기말이 12월 31일이 아닌 기업이 발행한 35개 회사채, 일부 자료를 구할 수 없는 회사채 47개 등을 제외한 후 최종표본은 423개 회사채의 신용등급이다. 〈표 1〉은 표본의 선정 및 최종 표본현황을 보고한다.

## IV. 실증분석

### 4.1 변수의 기술적 통계 및 상관관계분석

연구모형의 추정에 앞서 회귀분석에 포함된 변수들의 기술통계값을 제시하고 변수들간의 상관관계를 분석한다. 〈표 2〉는 종속변수인 회사채의 신용등급 분포를 보고한다.

거래소표본의 회사채 신용등급은 투자등급인 BBB등급 이상이 250건인 71.8%로 대부분을 차지한다. 투자등급중에서는 A등급 이상이 119건이고 BBB등급이 131건이다. 투기등급인 98건 중에서는 BB등급이 80.6%로 대부분을 차지한다. 반

〈표 2〉 거래소표본과 코스닥표본의 회사채 신용등급분포

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	C	합계
거래소 표본	2 [0.8%]	33 [13.2%]	84 [33.6%]	131 [52.4%]	79 [30.6%]	9 [3.5%]	1 [0.4%]	9 [3.5%]	348(100%)
	투자등급=250(71.8%)				투기등급=98(28.2%)				
코스닥 표본	0 [0.0%]	0 [0.0%]	4 [22.2%]	14 [77.8%]	40 [70.1%]	15 [26.3%]	1 [1.8%]	1 [1.8%]	75(100%)
	투자등급=18(24.1%)				투기등급=57(75.9%)				

면 코스닥표본의 경우 투자등급과 투기등급에 속하는 회사채는 각각 24.1%와 75.9%로 코스닥기업이 발행하는 회사채는 대부분 투기등급임을 알 수 있다. 투자등급인 18건 중 4건이 A등급이고 나머지 14건이 BBB등급이다. 57건의 투기등급은 대부분 BB등급(70.1%)과 B등급(26.3%)로 구성된다. 표에 나타난 바와 같이 거래소표본과 코스닥표

본의 회사채 신용등급 분포는 유의하게 다르다. 따라서 〈표 3〉 이하에서는 거래소표본과 코스닥표본 각각에 대해 별도의 분석을 수행한다.

〈표 3〉은 독립변수들의 기술통계값을 거래소표본(패널 A)과 코스닥표본(패널 B)으로 구분하여 제시한다.<sup>7)</sup> 거래소표본과 코스닥표본간의 차이검정은 패널 C에 보고한다.

〈표 3〉 독립변수들의 기술통계량

패널 A: 거래소상장기업 표본

구분 <sup>1)</sup>	표본수	평균값	표준편차	최대값	중앙값	최소값
대주주1인 지분율(%)	348	29.43	19.11	95.70	28.15	0.00
외국인지분율(%)	348	8.92	13.43	63.50	1.35	0.00
이사회내 사외이사비율(%)	347	34.65	14.10	80.00	33.33	0.00
이사회내 외국인 사외이사비율(%)	347	1.32	5.65	42.85	0.00	0.00
감사위원회 설치 여부	348	0.27	0.44	1	0	0
대규모기업집단 소속여부	348	0.31	0.46	1	0	0
기업가치(억원)	348	8.627	42,099	479,585	694	39
수익성(ROE)	345	-4.12	74.12	110.77	5.37	-1168.86
부채비율	345	186.47	227.18	2152.89	130.73	18.33
이자보상배율	348	353.56	818.88	7579.32	159.18	-1105.07

7) 423개의 회사채표본 중에서 거래소기업의 5개 회사채표본은 동일한 기업에 대해 같은 연도에 발행되었다. 동일한 기업이라 하더라도 회사채의 발행연도가 다를 경우 신용등급이 달라질 수 있을 뿐만 아니라 독립변수들도 달라지므로 별도의 표본으로 포함한다. 동일한 기업에 대해 같은 연도에 발행된 회사채 표본을 제외하더라도 결과에 미치는 영향은 없다.

〈표 3〉 독립변수들의 기술통계량(계속)

패널 B: 코스닥상장기업 표본

구분	표본수	평균값	표준편차	최대값	중앙값	최소값
대주주1인 지분율(%)	75	25.71	17.64	68.26	24.30	0.00
외국인지분율(%)	75	3.33	8.43	55.81	0.02	0.00
이사회내 사외이사비율(%)	73	21.80	21.12	66.67	25.00	0.00
이사회내 외국인 사외이사비율(%)	73	0.45	3.90	33.33	0.00	0.00
감사위원회 설치여부	75	0.05	0.22	1	0	0
대규모기업집단 소속여부	75	0.04	0.20	1	0	0
기업가치(억원)	75	934	2,216	13,173	254	10
수익성(ROE)	75	-10.18	36.98	76.60	1.82	-158.81
부채비율	75	192.35	136.62	811.75	155.01	42.87
이자보상배율	75	182.04	660.18	2486.97	88.87	-1668.01

패널 C: 거래소상장기업과 코스닥상장기업의 비교(평균)

구분	거래소 기업	코스닥 기업	두 그룹간 차이검정(p-값)	
			ANOVA	Kruskal-Wallis
대주주1인 지분율	29.43	25.71	0.12	0.20
외국인지분율	8.92	3.33	0.0006	0.0001
이사회내 사외이사비율	34.65	21.80	0.0001	0.0001
외국인사외이사비율	1.32	0.45	0.21	0.08
감사위원회 설치여부	0.27	0.05	0.0001	0.0001
대규모기업집단 소속여부	0.31	0.04	0.0001	0.0001
기업가치	8.627	934	0.11	0.0001
수익성(ROE)	-4.12	-10.18	0.49	0.001
부채비율	186.47	192.35	0.82	0.04
이자보상배율	353.56	182.04	0.09	0.0003

1) 기업가치는 회사채가 발행된 회계연도말의 시가와 발행주식수를 곱한 값, ROE는 당기순이익을 평균자기자본으로 나눈 값, 부채비율은 총부채를 자기자본으로 나눈 값, 이자보상배율은 법인세비용차감전순이익에 이자비용을 가산한 값을 이자비용으로 나눈 값이다.

거래소표본의 대주주1인이 보유하는 지분율의 평균과 중앙값은 29.43%와 28.15%로 평균과 중앙값은 유사하다. 거래소표본의 외국인 지분율은 평균 8.92%인 반면 중앙값은 1.35%에 불과하여 외국인 지분율은 외국인이 선호하는 기업에 편중되어 있음을 의미한다. 이사회내 사외이사 비율은 평균은 35%로 이는 전체 이사중 사외이사가 차지하는 비율이 35%임을 의미한다. 현행 증권거래법은 사외이사가 이사 총수의 1/4 이상이 되도록 규정하고 있으며 직전 사업연도말 현재 자산총액이 2조원 이상인 주권상장법인 또는 코스닥상장법인은 3인 이상의 사외이사를 두되 이사 총수의 과반수가 되도록 규정하고 있다(증권거래법 제191조의 16 및 동법시행령 제84조의 23). 거래소표본의 사외이사가 차지하는 비율이 평균 35%인 것은 이러한 법규와 일관성이 있다. 거래소표본의 전체 이사중 외국인사외이사가 차지하는 비율은 평균 1.32%에 불과하여 대부분의 기업들이 외국인 사외이사를 두지 않고 있음을 알 수 있다. 표본의 약 27%가 감사위원회를 설치하고 있으며, 표본기업의 약 31%가 30대 대규모기업집단의 계열회사에 속한다.

패널 B와 C에서 코스닥표본의 대주주1인 지분율의 평균과 중앙값은 각각 26%와 24%로 거래소기업과 유의한 차이가 없다. 코스닥표본의 외국인 지분율은 3.33%로 거래소표본의 외국인지분율보다 유의하게 작다. 코스닥표본의 이사회내 사외이사 비율은 22%로 거래소표본에 비해 유의하게 작다. 이사회내 외국인사외이사 비율은 0.45%에 불과하여 코스닥표본에서는 외국인사외이사가 거의 없음을 의미한다. 감사위원회를 설치한 코스닥표본 또한 5%에 불과하여 거래소표본에 비해 유의하게 낮다. 코스닥표본 중 30대 대규모기업집단에 소속된 기업은 4%에 불과하여 거래소표본에 비해 유

의하게 작다.

기업의 소유지배구조 변수 외에 통제변수를 살펴 보면, 거래소표본의 기업가치가 코스닥표본의 기업가치보다 크지만 두 그룹간 차이는 비모수적 분석에서만 유의하다. 수익성에 있어서는 거래소표본과 코스닥표본 모두 표본기간 동안 평균 음의 수익성을 보인 반면, 두 그룹간의 차이는 비모수적 분석에서만 유의하다. 거래소표본의 타인자본 의존도를 나타내는 부채비율은 평균 186.4%로써 비교적 양호한 편이다. 코스닥표본의 부채비율은 평균 192.3%로 거래소상장기업보다는 높은 차입금 의존도를 보이고 있으나 거래소표본과의 차이는 비모수적 분석에서만 유의하다. 이자보상배율은 거래소표본의 평균이 353.56%로써 코스닥표본의 182.04% 보다 우월한 원리금 상환능력을 보이고 있다. <표 3>의 결과는 연속변수의 경우 극단치가 존재함을 보여준다. 극단치의 영향을 통제하기 위해 <표 4> 이하의 분석에서는 연속변수들의 분포를 99%와 1%에서 절단한다.

<표 4>는 연구모형에 사용되는 변수들 사이의 피어슨 상관계수(Pearson's Correlation Coefficients)를 제시한다. 표의 좌측하단은 거래소표본에 대한 변수들 간의 상관계수이고 우측상단은 코스닥표본에 대한 변수들 사이의 상관계수이다. <표 4>의 거래소표본에서 회사채 신용등급을 계수화한 RATING 변수는 이사회 중 사외이사비율(BODOUT)을 제외한 모든 소유지배구조변수와 유의한 양의 상관관계를 갖는다. RATING과 사외이사비율 사이의 상관계수는 0.01로 유의한 관계가 나타나지 않는다. 또한 RATING은 통제변수인 기업가치(MV), 자기자본순이익률(ROE), 이자보상배율(INTCOVER)과는 유의한 양의 상관관계를 보이며 부채비율(LEVERAGE)과는 유의한 음의 상관관계를 보인다.

〈표 4〉 독립변수들간의 상관관계<sup>1)</sup>

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
RATING (1)		0.16	0.18	0.18	-0.00	0.12	0.07	0.41***	0.28**	-0.58***	0.53***
LARGEST (2)	0.09*		0.15	0.26**	-0.17	0.25**	0.33***	0.13	0.10	0.02v	0.15
FRNOWN (3)	0.52***	-0.08		0.28**	0.24**	0.03	0.01	0.26**	0.12	-0.09	0.05
BODOUT (4)	0.01	-0.18***	0.24***		0.06	0.41***	0.35***	0.31***	0.13	0.09	0.08
BODFRN (5)	0.20***	-0.07	0.35***	0.25***		-0.02	-0.02	0.06	0.08	0.06	0.08
AUDCOMM (6)	0.19***	-0.09*	0.36***	0.52***	0.14***		0.86***	0.37***	-0.07	0.14	-0.10
GROUP30 (7)	0.37***	-0.09*	0.29***	0.30***	0.06	0.45***		0.27**	-0.07	0.21*	-0.03
MV (8)	0.57***	-0.14***	0.68***	0.33***	0.25***	0.60***	0.56***		0.34***	-0.21*	0.37***
ROE (9)	0.24***	0.12**	0.11**	-0.15**	0.01	0.00	0.03	0.10**		-0.22**	0.45***
LEVERAGE (10)	-0.32***	-0.08*	-0.13**	0.21***	-0.04	0.16***	0.05	-0.07	-0.64***		-0.12
INTCOV ERAGE (11)	0.32***	0.00	0.34***	-0.04	0.11**	-0.00	0.09*	0.24***	0.10**	-0.17***	

1) RATING는 AAA부터 C까지 9개의 무보증회사채등급에 대해 각각 9부터 1까지 부여한 값; LARGEST는 대주주1인 지분율; FRNOWN는 외국인지분율; BODOUT는 사외이사수/총이사수; BODFRN는 외국인사외이사수/총이사수; AUDCOMM는 감사위원회가 설치되었으면 '1', 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는 더미변수; GROUP30은 대규모기업집단에 속하면 '1', 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는 더미변수; MV는 회사채가 발행된 회계연도말의 시가와 발행주식수를 곱한 값에 자연로그를 취한 값; ROE는 당기순이익/평균자기자본; LEVERAGE는 총부채/자기자본; INTCOVERAGE는 [(법인세비용차감전순이익+이자비용)/이자비용]이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함을 나타낸다.

다. 이러한 결과는 기업의 지배구조가 잘 되어 있을수록, 기업가치가 크고, 자기자본순이익률이 높으며 이자지급여력이 클수록 신용등급이 높음을 의미한다. 반면, 부채비율이 높을수록 신용등급이 낮다. 대주주1인 지분율(LARGEST)은 다른 기업지배구조 변수들과 음의 상관관계를 보이며, 이 중 사

외이사비율, 감사위원회설치(AUDCOMM), 대규모기업집단 소속(GROUP30)과의 상관관계는 유의하다. 이는 대주주1인 지분율이 높은 기업은 사외이사 비율이 낮으며 감사위원회를 도입하지 않으며 대규모기업집단에 소속되지 않는 경향이 있음을 의미한다. 반면, 다른 지배구조변수들 사이에는 일

반적으로 양의 상관관계가 나타난다. 즉, 외국인지분율(FRNOWN), 사외이사비율, 외국인사외이사비율(BODFRN), 감사위원회 설치 및 대규모기업집단 소속 사이에는 유의한 양의 상관관계가 나타난다. 이는 외국인투자자는 사외이사 및 외국인사외이사 비율이 높고 감사위원회가 설치되어 있어 이사회 독립성이 높은 기업과 대규모기업집단에 소속된 기업을 선호함을 의미한다. 사외이사 비율이 높은 기업은 외국인사외이사 비율 또한 높다. 현행 증권거래법은 최근 사업연도말 현재 자산규모가 2조원 이상인 기업은 감사위원회를 설치하도록 규정하고 있다(증권거래법 제191조의17). 따라서 감사위원회를 설치한 기업은 자산규모가 큰 기업으로 이들 기업에서 사외이사와 외국인사외이사의 비율이 높은 경향이 있다. 또한 대규모기업집단에 소속된 기업은 사외이사비율이 높고 감사위원회를 도입하는 경향이 있는 것으로 나타난다.

회귀식에서 통제변수로 포함되는 기업가치는 유의한 음의 상관관계를 갖는 대주주1인 지분율을 제외한 모든 지배구조 변수와 유의한 양의 상관관계를 갖는다. ROE는 대주주1인 지분율, 외국인지분율, 기업가치와는 유의한 양의 상관관계를, 사외이사비율과는 유의한 음의 상관관계를 보인다. 부채비율은 대주주1인 지분율, 외국인지분율, 자기자본순이익률과는 유의한 음의 상관관계를 보이며 사외이사비율, 감사위원회설치와는 유의한 양의 상관관계를 보인다. 이자보상배율은 외국인지분율, 외국인사외이사비율, 대규모기업집단 소속, 기업가치 및 자기자본순이익률과는 유의한 양의 상관관계를 보이는 한편, 부채비율과는 유의한 음의 상관관계를 보인다. 이러한 결과는 외국인투자자는 기업가치가 크며, 수익성이 양호하고, 부채비율이 낮으며, 이자지급여력이 높아 재무적 안정성이 높

은 기업을 선호하는 경향이 있음을 보여준다. 부채비율이 높을수록 이자부담이 증가하여 이자지급여력은 감소한다.

〈표 4〉의 코스닥 표본은 거래소 표본에 비해 덜 체계적인 상관관계를 보여준다. 거래소 표본과는 달리 회사채 신용등급변수는 모든 소유지배구조변수와 유의하지 않은 상관관계를 보인다. 즉, 코스닥시장에서는 기업의 소유지배구조가 회사채의 신용등급 결정에 유의한 영향을 미치지 못하고 있음을 의미한다. 반면, 코스닥시장에서도 거래소표본과 마찬가지로 기업가치가 크고, 자기자본순이익률이 높으며, 부채비율이 낮고, 이자지급여력이 높을수록 신용등급은 높아지는 것으로 나타난다. 대주주1인 지분율은 사외이사비율, 감사위원회설치, 대규모기업집단소속 변수와 유의한 양의 상관관계를 갖는다. 외국인지분율은 사외이사비율, 외국인사외이사비율 및 기업가치와 유의한 양의 상관관계를 보인다. 즉, 코스닥 기업에 대해서도 외국인은 이사회 독립성이 높은 기업을 선호하며 기업가치가 높은 기업을 선호하는 경향이 있다. 사외이사비율은 감사위원회설치, 대규모기업집단소속 및 기업가치와 유의한 양의 상관관계를 보이며, 감사위원회설치는 대규모기업집단소속 및 기업가치와 유의한 양의 상관관계를 갖는다. 이는 기업가치가 높고 대규모기업집단에 소속된 기업일수록 사외이사비율이 높고 감사위원회가 설치되는 경향이 있음을 의미한다. 기업가치는 자기자본순이익률 및 이자보상배율과는 유의한 양의 상관관계를, 부채비율과는 유의한 음의 상관관계를 보인다. 또한 자기자본순이익률은 부채비율과는 유의한 음의 상관관계를, 이자보상배율과는 유의한 양의 상관관계를 보인다. 이는 기업가치가 높은 기업이 수익성 및 이자지급여력이 크며 부채비율은 낮다는 것을 의미한다.

## 4.2 회귀분석

### 4.2.1 OLS 회귀분석

거래소표본을 대상으로 OLS 회귀분석에 의해 회귀식(1)을 추정된 결과는 <표 5>의 모형1에 제시된다. 모형1에서 LARGEST, FRNOWN, GROUP 30은 가설에서 예측한 바와 같이 유의한 양의 회귀계수를 보인다. 이는 대주주1인 지분율이 높을수록, 외국인지분율이 높을수록, 대규모기업집단에 속한 기업일수록 높은 신용등급을 받는 것을 의미한다. 반면, BODOUT는 유의한 음의 계수를 보인다. 이는 이사회내 사외이사비율이 높을수록 신용등급이 상대적으로 낮다는 것으로 예측한 방향과는 반대의 결과이다. 사외이사비율과 신용등급 사이에 음의 관계가 나타나는 것은 두 변수 사이에 'U'자형 관계가 존재하기 때문인 것으로 추정된다. BODOUT은 B등급 이하에서는 40.85%~66.66%이지만, BB~AA등급에서는 32.03%~39.91%이며, AAA등급에서는 40%이다. 이러한 "U"자형 관계로 인해 <표 4>에서는 RATING과 BODOUT 사이에 유의한 상관관계가 나타나지 않은 것으로 보인다. 그러나 최하위등급(B등급 이하)의 BODOUT이 최상위등급(AAA 등급)보다 높기 때문에 회귀분석에서는 BODOUT가 유의한 음의 계수를 보인 것으로 추정된다.

이사회외의 외국인사외이사비율을 나타내는 BODFRN은 예측한 바와 같은 양의 계수를, 감사위원회 설치를 나타내는 변수인 AUDCOMM은 예측한 바와는 반대로 음의 계수를 보이나 통계적으로 유의하지 않다. 본 연구의 표본기간은 2000년~2002년으로 감사위원회 도입의 초기단계라 할 수 있으며 감사위원회 역할에 대한 인식이 충분하지 않았을

수 있다. 선행연구는 감사위원회의 설치만으로는 회계분식 등을 통제하기 어렵다는 것을 지적하였다(이상철과 이경태 2003, 전규안 등 2004). 또한, 선행연구는 감사위원회의 설치 여부가 중요한 것이 아니라 감사위원회의 독립성, 활동성, 전문성이 회계분식을 통제할 수 있다는 것을 보고하였다(Choi et al. 2004). 따라서 AUDCOMM이 유의하지 않게 나타난 것은 어느 정도는 예상된 결과라 할 수 있다. 사외이사비율, 외국인사외이사비율 및 감사위원회의 결과는 회사채의 신용등급 결정에 있어 이사회외의 독립성이 중요한 영향을 미치지 못함을 의미한다.

모형2는 대주주1인 지분율 대신 5%~25%를 기준으로 정의된 MIDDUMMY<sub>25</sub>와 HIGHDUMMY<sub>25</sub>를 사용하여 추정된 결과를 보고한다. 미국에서 소유경영자 지분율과 기업가치 사이에 관찰되는 'N'자형 관계가 소유경영자 지분율과 무보증회사채의 신용등급간의 관계에서도 존재한다면, MIDDUMMY<sub>25</sub>는 유의한 음의 계수를 보이며 HIGHDUMMY<sub>25</sub>는 유의한 양의 계수를 보일 것이다. 추정결과 MIDDUMMY<sub>25</sub>는 음의 계수를, HIGHDUMMY<sub>25</sub>는 양의 계수를 갖지만 통계적으로 유의하지는 않다. 이는 우리나라에서는 미국에서 관찰되는 'N'자형 관계가 나타나지 않는다는 선행연구와 일관성이 있다. 모형3과 4에서는 우리나라의 선행연구에서 보고되는 소유경영자 지분율과 기업가치 사이의 'U'자형 관계가 소유경영자 지분율과 신용등급간의 관계에서도 존재하는지를 검토하기 위해 대주주1인 지분율 대신 U\_TYPEDUMMY<sub>28.7</sub>와 U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>을 사용한다. 추정 결과 U\_TYPEDUMMY<sub>28.7</sub>과 U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub> 모두 양의 계수를 보이지만 U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>만이 통계적으로 유의하다. 이는 대주주1인 지분율이

〈표 5〉 거래소 표본기업의 무보증회사채 신용등급에 관한 OLS 회귀분석<sup>1)</sup>

변수	종속변수 = 무보증회사채등급(RATING)			
	모형1	모형2	모형3	모형4
절편	-1.081 (-0.89)	-0.840 (-0.67)	-0.812 (-0.66)	-1.392 (-1.13)
LARGEST	0.006 (2.67)***			
MIDDUMMY <sub>25</sub>		-0.128 (-0.74)		
HIGHDUMMY <sub>25</sub>		0.085 (0.52)		
U_TYPEDUMMY <sub>28.7</sub>			0.118 (1.27)	
U_TYPEDUMMY <sub>40</sub>				0.323 (3.05)***
FRNOWN	0.015 (3.17)***	0.015 (3.14)***	0.015 (3.14)***	0.015 (3.16)***
BODOUT	-0.010 (-2.65)***	-0.011 (-2.83)***	-0.011 (-2.83)***	-0.009 (-2.23)***
BODFRN	0.014 (1.62)	0.013 (1.49)	0.013 (1.56)	0.012 (1.35)
AUDCOMM	-0.146 (-0.97)	-0.150 (-0.99)	-0.142 (-0.93)	-0.171 (-1.14)
GROUP30	0.495 (4.06)***	0.478 (3.89)***	0.485 (3.94)***	0.454 (3.72)***
MV	0.288 (5.86)***	0.287 (5.78)***	0.284 (5.71)***	0.304 (6.13)***
ROE	0.001 (0.73)	0.002 (0.86)	0.002 (0.89)	0.002 (0.88)
LEVERAGE	-0.002 (-4.74)***	-0.002 (-4.66)***	-0.002 (-4.64)***	-0.002 (-4.68)***
INTCOVERAGE	0.0003 (2.62)***	0.0003 (2.56)**	0.0003 (2.62)***	0.0003 (2.34)**
Adjusted R <sup>2</sup> (F-value)	0.496 (32.35)***	0.490 (28.83)***	0.487 (31.24)***	0.499 (32.78)***
표본수	319			

1) RATING은 AAA부터 C까지 9개의 무보증회사채등급에 대해 각각 9부터 1까지 부여한 값이다. MIDDUMMY<sub>25</sub> (HIGHDUMMY<sub>25</sub>)는 대주주1인 지분율이 5%~25%(25%를 초과하면)이면 '1', 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는다. U\_TYPEDUMMY<sub>28.7</sub>(U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>)는 대주주1인 지분율이 28.7%(40%)를 초과하면 '1', 기타의 경우는 '0'의 값을 갖는다. 다른 독립변수들의 정의는 〈표4〉의 주식1)과 같다. 첫 번째 수치와 괄호안의 수치는 각각 추정된 회귀계수와 t-값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함을 나타낸다.

40%를 초과하면 회사채 신용등급이 높아짐을 의미하며, 40%를 전환점으로 하여 소유경영자 지분율이 증가함에 따라 기업가치가 증가한다는 선행연구와 일관성이 있다. 다른 지배구조 변수들의 추정 결과는 모형1과 유사하다.

통제변수의 추정결과는 모든 모형에서 유사하다. 예상한 대로 기업가치(MV)와 이자보상배율(INTCOVERAGE)은 유의한 양의 계수를, 부채비율(LEVERAGE)은 유의한 음의 계수를 보인다. 즉, 기업가치가 클수록, 부채비율이 낮을수록, 이자보상배율이 높을수록 신용등급이 높아짐을 의미한다. 다른 변수들을 통제한 후 자기자본순이익률로 측정된 수익성(ROE)의 계수는 유의하지 않다. 앞에서 언급한 대로, 기업가치와 총자산으로 측정된 기업규모와의 상관관계가 매우 높아 회귀분석에서 기업가치만을 포함한다. 결과가 기업규모 변수에 민감한지를 조사하기 위해 기업가치 대신 기업규모를 사용하여 모든 회귀식을 추정하였다. 추정 결과는 <표 5>에 보고된 결과와 매우 유사하다. LARGEST, U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>, FRNOWN, GROUP30, SIZE, INTCOVERAGE는 유의한 양의 계수를 가지며, BODOUT과 LEVERAGE는 유의한 음의 계수를 갖는다. 나머지 변수들은 유의하지 않다. <표 4>에서 외국인지분율, 감사위원회설치, 기업가치 사이의 상관관계가 높다 하더라도 다중공선성의 지표인 분산확장계수(VIF: variance inflation index)는 최대값이 3.21로 회귀분석에서 다중공선성의 문제는 심각하지 않다.

코스닥 표본을 대상으로 회귀식(1)을 추정한 결과는 <표 6>에 제시된다. 모형1에서 기업의 소유

지배구조를 측정하는 대주주1인 지분율, 외국인지분율, 사외이사비율, 외국인사외이사비율, 대규모기업집단소속 변수는 모두 유의하지 않은 계수를 보인다. 이는 코스닥시장에서는 기업의 소유지배구조가 무보증사채의 신용등급에 전혀 영향을 미치지 못하고 있음을 의미한다. 대주주1인 지분율 대신 MIDDUMMY<sub>25</sub>와 HIGHDUMMY<sub>25</sub>를 사용한 모형 2 및 U\_TYPEDUMMY<sub>28.7</sub>와 U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>를 사용한 모형3과 4의 결과는 모형1의 결과와 유사하다. 다만 예상과는 달리, 모형1~4에서 감사위원회설치 변수는 유의한 양의 계수를 보인다. 일견 감사위원회 설치가 코스닥시장에서는 회사채의 신용등급에 긍정적으로 작용하는 것처럼 보이나, 이는 감사위원회 설치와 기업규모 사이에 높은 상관관계가 있어 기업규모가 신용등급에 미치는 영향을 반영한 것으로 보인다. 기업가치 대신 기업규모를 사용하면 감사위원회설치 변수는 모든 회귀식에서 더 이상 유의하지 않다.<sup>8)</sup> 기업가치 대신 기업규모(SIZE)를 사용한 결과는 <표 8>에 제시한다.

통제변수들의 추정결과를 살펴보면, 기업가치 변수는 유의하지 않다. 거래소 표본과는 달리 기업가치가 높은 기업의 신용등급이 더 높은 것은 아님을 의미한다. 부채비율은 유의한 음의 계수를, 이자보상배율은 유의한 양의 계수를 보인다. 자기자본순이익률은 유의하지 않은 양의 계수를 보인다. 이러한 회귀분석 결과는 코스닥상장기업의 경우 기업의 소유지배구조 특성보다는 원리금 상환능력 등의 재무적 안정성이 무보증회사채의 신용등급 결정에 주요한 요소로 평가되고 있음을 의미한다. <표 4>에서 감사위원회설치와 대규모기업집단소속 변수사이

8) 코스닥표본 중 감사위원회를 설치한 기업은 아시아나항공, 하나로텔레콤, 현대정보기술이다. 이 중 아시아나항공 및 하나로텔레콤은 기업규모가 2조원 이상이어서 법적 요건을 충족하기 위해 감사위원회를 설치한 경우이다.

기업의 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 미치는 영향

〈표 6〉 코스닥 표본기업의 무보증회사채 신용등급에 관한 OLS 회귀분석<sup>1)</sup>

변수	종속변수 = 무보증회사채등급(RATING)			
	모형1	모형2	모형3	모형4
절편	7.380 (3.62)***	7.767 (3.72)***	7.562 (3.74)***	7.497 (3.68)***
LARGEST	0.003 (0.79)			
MIDDUMMY <sub>25</sub>		-0.057 (-0.28)		
HIGHDUMMY <sub>25</sub>		0.096 (0.48)		
U_TYPEDUMMY <sub>28.7</sub>			0.148 (0.96)	
U_TYPEDUMMY <sub>40</sub>				0.082 (0.46)
FRNOWN	0.008 (0.91)	0.008 (0.97)	0.008 (0.95)	0.008 (0.97)
BODOUT	0.004 (1.09)	0.004 (1.00)	0.004 (1.02)	0.004 (1.18)
BODFRN	-0.008 (-0.45)	-0.009 (-0.52)	-0.007 (-0.44)	-0.010 (-0.58)
AUDCOMM	1.600 (2.36)**	1.708 (2.43)**	1.648 (2.42)**	1.581 (2.33)**
GROUP30	-0.854 (-1.23)	-0.892 (-1.26)	-0.858 (-1.25)	-0.793 (-1.14)
MV	-0.092 (-1.10)	-0.105 (-1.24)	-0.098 (-1.18)	-0.094 (-1.12)
ROE	0.003 (1.30)	0.003 (1.20)	0.003 (1.19)	0.003 (1.24)
LEVERAGE	-0.002 (-3.42)***	-0.002 (-3.45)***	-0.002 (-3.51)***	-0.002 (-3.54)***
INTCOVERAGE	0.0007 (4.21)***	0.0007 (4.27)***	0.0007 (4.17)***	0.0007 (4.30)***
Adjusted R <sup>2</sup> (F-value)	0.508 (7.73)***	0.501 (6.95)***	0.511 (7.80)***	0.505 (7.63)***
표본수	66			

1) RATING은 AAA부터 C까지 9개의 무보증회사채등급에 대해 각각 9부터 1까지 부여한 값이며 독립변수들의 정의는 〈표 4〉의 주석1)과 같다. 첫 번째 수치와 괄호안의 수치는 각각 추정된 회귀계수와 t-값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함을 나타낸다.

에 높은 상관관계가 존재한다. 이러한 높은 상관관계로 인한 다중공선성이 회귀식의 추정에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위해 두 변수를 각각의 회귀식에 포함하여 추정하였다. 추정결과는 두 변수를 한 회귀식에 포함한 경우와 다르지 않다.

본 연구에서 분석의 단위는 회사채이므로 한 회사가 표본기간동안 회사채를 여러 번 발행한 경우 표본에 여러 번 포함된다. 이 경우에도 회사채를 발행한 연도가 다른 각 표본의 종속변수 및 독립변수의 값은 달라진다. 그럼에도 불구하고 한 회사가 표본에 여러 번 포함됨에 따라 그 회사의 표본들은 서로 독립적이지 않을 수 있으며 이 경우 t-값이 과대 추정될 수 있다. 회귀분석 결과가 이러한 횡단적 종속성(cross-sectional dependence) 문제에 민감한지를 검토하기 위해 두 가지의 민감도 분석을 수행한다. 첫 번째 분석으로 동일한 회사의 표본간에 종속성을 허용하여 t-값을 계산하는 Froot(1989) 방법에 따라 t-값을 재계산한다. Froot의 방법에 의해 계산된 t-값은 OLS 회귀분석에 의한 t-값보다 작게 나타나지만 결과는 매우 유사하다. 횡단적 종속성을 통제할 수 있는 또 하나의 방법은 기업별 더미변수를 회귀식에 포함하는 방법이다. 이 방법은 무보증회사채의 신용등급결정에 영향을 미칠 수 있는 기업특성이 기업별 더미변수에 반영되어 다른 기업특성변수들이 유의하지 않을 수 있는, 즉 “throwing the baby out with the bathwater” 문제가 있다. 그럼에도 불구하고 기업별 더미변수를 포함한 결과는 OLS 회귀분석 결과와 유사하다. 다만 앞에서 언급한 문제점으로 인해 거래소표본에서는 LARGEST와 U\_TYPEDUMMY 및 BODOUT이 더 이상 유의하지 않다. 코스닥표본의 결과는 OLS 회귀분석 결과와 유사하다. Froot 방법과 기업별 더미변수를 사용한 결과는 한

회사가 표본에 여러 번 포함됨으로써 발생할 수 있는 횡단적 종속성이 회귀분석에 중요한 영향을 미치지 않음을 의미한다.

#### 4.2.2 로짓 회귀분석

앞에서 수행된 OLS 회귀분석은 기업의 소유지배구조변수들이 무보증회사채 각각의 신용등급결정에 미치는 영향을 조사하는 한편, 로짓 회귀분석은 기업의 소유지배구조변수들이 무보증회사채의 투자등급과 투기등급 결정에 미치는 영향을 조사한다. 로짓 회귀분석은 신용등급이 투자등급(AAA부터 BBB)인 경우에는 '1'의 값을, 투기등급(BB부터 C)인 경우에는 '0'의 값을 갖는 더미변수를 종속변수로 하며 독립변수는 OLS 회귀분석에 사용된 변수들이다. <표 7>은 회귀식(2)의 로짓분석결과를 보고한다.

모형1~3은 거래소표본을 대상으로 로짓분석을 수행한 결과이다. 모형1은 LARGEST 변수를 포함한 회귀식으로, LARGEST와 GROUP30은 유의한 양의 계수를 보인다. 이는 대주주1인 지분율이 높고, 대규모기업집단에 소속된 기업이 발행하는 무보증회사채는 투자등급을 받을 확률이 높음을 의미한다. OLS 회귀분석에서 유의한 양의 계수를 보인 외국인지분율과 유의한 음의 계수를 보인 사외이사비율은 로짓분석에서는 유의하지 않다. 나머지 기업지배구조 변수들 또한 유의하지 않다. 대주주1인 지분율 대신 MIDDUMMY<sub>25</sub>와 HIGHDUMMY<sub>25</sub>를 포함한 모형2에서 두 변수 모두 유의하지 않다. 대주주1인 지분율 대신 U\_TYPEDUMMY<sub>28.7</sub>을 포함한 결과는 OLS 회귀분석 결과와 마찬가지로 유의하지 않아 지면생략을 위해 보고하지 않는다. 대주주1인 지분율 대신 U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>을 포

기업의 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 미치는 영향

〈표 7〉 로짓 회귀분석<sup>1)</sup>

종속변수 : 무보증회사채등급 더미변수(투자등급=1, 투기등급=0)						
변수	거래소 표본			코스닥 표본		
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
절편	-26.87 (20.30)***	-28.62 (21.04)***	-27.54 (20.50)***	76.415 (3.96)**	103.60 (4.21)**	71.09 (3.96)**
LARGEST	0.016 (3.19)*			0.008 (0.08)		
MIDDUMMY <sub>25</sub>		-0.222 (0.11)			-2.636 (1.16)	
HIGHDUMMY <sub>25</sub>		0.740 (1.39)			0.075 (0.00)	
U_TYPEDUMMY <sub>40</sub>			0.833 (4.29)**			-0.965 (0.46)
FRNOWN	0.002 (0.64)	0.019 (0.42)	0.023 (0.67)	0.125 (2.67)*	0.146 (3.06)*	0.129 (2.97)*
BODOUT	-0.021 (1.83)	-0.020 (1.71)	-0.016 (1.13)	-0.023 (0.47)	-0.027 (0.60)	-0.019 (0.33)
BODFRN	-0.026 (0.32)	-0.029 (0.41)	-0.035 (0.57)	-0.082 (0.00)	-0.089 (0.00)	-0.119 (0.00)
AUDCOMM	0.124 (0.04)	-0.073 (0.01)	0.005 (0.00)	28.094 (0.00)	34.845 (0.00)	26.693 (0.00)
GROUP30	1.691 (6.53)**	1.610 (6.15)**	1.600 (5.72)**	-5.573 (0.00)	-10.791 (0.00)	-4.368 (0.00)
MV	1.122 (21.62)***	1.199 (22.86)***	1.155 (22.01)***	-2.971 (3.83)**	-4.062 (4.10)**	-2.751 (3.81)**
ROE	0.002 (0.13)	0.003 (0.18)	0.003 (0.18)	0.092 (1.53)	0.068 (0.68)	0.093 (1.68)
LEVERAGE	-0.005 (13.30)***	-0.005 (12.47)***	-0.005 (12.80)***	-0.065 (6.65)***	-0.069 (5.95)**	-0.024 (7.99)***
INTCOVERAGE	0.005 (12.94)***	0.005 (12.96)***	0.005 (12.94)***	0.004 (3.07)*	0.006 (3.44)*	-0.061 (6.94)***
Likelihood $\chi^2$ (p-value)	156.88 (0.000)	160.38 (0.000)	158.04 (0.000)	46.20 (0.000)	48.71 (0.000)	46.64 (0.000)
표본수	319			66		

1) 투자등급은 AAA부터 BBB까지이며 투기등급은 BB부터 C까지이다. 로지스틱분석은 신용등급이 투자등급일 확률을 추정한다. 독립변수들의 정의는 〈표4〉의 주석1)과 같다. 첫 번째 수치와 괄호안의 수치는 각각 추정된 회귀계수와 Chi-square값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함을 나타낸다.

합한 모형3에서 U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub>은 유의한 양의 계수를 갖는다. 즉, 대주주1인 지분율이 40%를 초과하는 기업이 발행하는 무보증회사채는 투자등급을 받을 확률이 높음을 의미한다.

모형4~6은 코스닥표본을 대상으로 로짓분석을 수행한 결과를 보고한다. 코스닥표본의 경우 회귀분석에 이용 가능한 총 관찰치 중 투자등급이 15개에 불과하여 SAS 프로그램을 이용한 모형의 추정결과 모형의 적합도가 의심스럽다는 경고를 제시되었다. 따라서 결과의 해석에 주의를 요하지만 OLS 회귀분석과 일관성을 유지하기 위해 추정결과를 보고한다. 모형4~6에서 대주주1인 지분율, MIDDUMMY<sub>25</sub>와 HIGHDUMMY<sub>25</sub>, U\_TYPEDUMMY<sub>40</sub> 변수는 모두 유의하지 않은 계수를 갖는다. OLS 회귀분석과는 달리 외국인지분율이 유의한 양의 계수를 갖는다. 이는 외국인지분율과 기업규모 사이의 높은 상관관계에 기인한 것으로 보인다. 기업가치 대신 기업규모를 사용할 경우 외국인지분율의 계수는 더 이상 유의하지 않다. 기업가치 대신 기업규모를 사용하여 로짓분석을 수행한 결과는 <표 8>에 제시된다. 다른 지배구조 변수들은 유의하지 않다. 이러한 결과는 코스닥기업이 발행하는 무보증회사채의 신용등급은 발행기업의 소유지배구조에 중요한 영향을 받지 않는다는 OLS 회귀분석 결과를 지지한다.

통제변수를 살펴보면, 기업가치(MV)는 거래소표본을 대상으로 한 로짓분석에서는 유의한 양의 계수를 보이는 반면 코스닥표본을 대상으로 한 로짓분석에서는 유의한 음의 계수를 보인다. 이는 거래소시장에서는 기업가치가 높은 기업이 발행하는 회사채가 투자등급을 받을 가능성이 높지만 코스닥시장에서는 오히려 투자등급을 받을 확률이 낮아짐을 의미한다. 이는 코스닥시장에서 IT버블 등으로

주가가 폭등하여 기업가치가 높아졌다 하더라도 이들 기업이 발행한 회사채는 투기등급을 받았을 가능성을 의미한다. 모든 회귀식에서 이자보상배율(INTCOVERAGE)은 유의한 양의 값을, 부채비율(LEVERAGE)은 유의한 음의 값을 보인다. 이는 주권이 거래되는 시장에 상관없이 부채비율이 낮으며 이자지급여력이 높은 기업일수록 투자등급을 받을 확률이 높음을 의미한다. OLS 회귀분석과 로짓분석 결과는 거래소 상장기업의 경우 재무적 안정성과 더불어 기업의 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 주요한 요소임을 시사한다. 그러나 코스닥상장기업의 경우에는 기업의 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 중요한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난다.

<표 6>에 나타난 대로 코스닥표본을 대상으로 한 OLS 회귀분석에서 감사위원회설치 변수(AUDCOMM)는 유의한 양의 계수를 갖는다. 또한, <표 7>의 로짓분석에서는 외국인지분율(FRNOWN)은 유의한 양의 계수를, 기업가치(MV)는 유의한 음의 계수를 보인다. 이러한 결과가 기업규모(SIZE)와의 높은 상관관계에 기인한 것인지를 살펴보기 위해 <표 8>에서는 코스닥표본을 대상으로 MV 대신 SIZE를 포함하여 회귀식을 추정한 결과를 보고한다.

OLS 회귀분석결과를 보고하는 모형1~3에서 기업규모를 통제 한 후에는 소유지배구조 변수중 어느 것도 유의하지 않다. 즉, 코스닥시장에서는 기업의 소유지배구조는 회사채의 신용등급에 중요한 영향을 미치지 못한다. 반면, 기업규모인 SIZE 변수와 이자보상배율은 유의한 양의 계수를, 부채비율은 유의한 음의 계수를 보인다. 이는 기업규모가 크고, 부채비율이 낮으며 이자지급여력이 큰 코스닥기업이 발행하는 회사채일수록 높은 신용등급을 받을음을 의미한다.

〈표 8〉 기업규모를 사용한 코스닥기업에 대한 OLS 및 로짓 회귀분석<sup>1)</sup>

변수	OLS 회귀분석			로짓 회귀분석		
	종속변수=무보증회사채등급 (RATING)			종속변수=무보증회사채등급 더미변수(투자등급=1, 투기등급=0)		
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
절편	2.254 (1.55)	2.414 (1.64)	2.510 (1.75)*	-22.507 (3.34)*	-24.321 (3.57)*	-24.547 (2.93)*
LARGEST	0.003 (0.91)			-0.004 (0.02)		
MIDDUMMY <sub>25</sub>		0.018 (0.09)			0.974 (0.19)	
HIGHDUMMY <sub>25</sub>		0.113 (0.56)			0.970 (0.22)	
U_TYPEDUMMY <sub>40</sub>			0.079 (0.45)			-1.970 (1.78)
FRNOWN	0.005 (0.61)	0.005 (0.68)	0.005 (0.68)	0.022 (0.26)	0.021 (0.24)	0.044 (0.79)
BODOUT	0.005 (1.33)	0.005 (1.32)	0.005 (1.43)	-0.000 (0.00)	-0.003 (0.01)	-0.001 (0.00)
BODFRN	-0.009 (-0.54)	-0.010 (-0.60)	-0.012 (-0.69)	-0.204 (0.00)	-0.170 (0.00)	-0.223 (0.00)
AUDCOMM	0.555 (0.84)	0.580 (0.86)	0.561 (0.85)	8.898 (0.00)	8.766 (0.00)	8.187 (0.00)
GROUP30	-0.354 (-0.48)	-0.294 (-0.40)	-0.272 (-0.37)	-1.819 (0.00)	-1.774 (0.00)	0.174 (0.00)
SIZE	0.367 (2.01)**	0.351 (1.90)*	0.345 (1.89)*	3.221 (3.80)**	3.335 (4.09)**	3.503 (3.34)*
ROE	0.001 (0.55)	0.001 (0.49)	0.001 (0.54)	0.031 (0.52)	0.031 (0.46)	0.030 (0.49)
LEVERAGE	-0.002 (-3.47)***	-0.002 (-3.42)***	-0.002 (-3.55)***	-0.039 (8.61)***	-0.040 (8.24)***	-0.039 (8.67)***
INTCOVERAGE	0.0005 (3.56)***	0.0005 (3.58)***	0.0005 (3.69)***	0.0008 (0.35)	0.0007 (0.27)	0.009 (0.32)
Adjusted R <sup>2</sup> 또는 Likelihood $\chi^2$	53.37	52.19	52.94	42.26	42.49	44.46
표본수	66					

1) RATING은 AAA부터 C까지 9개의 무보증회사채등급에 대해 각각 9부터 1까지 부여한 값이며, 투자등급은 AAA부터 BBB까지이며 투기등급은 BB부터 C까지이다. 로지스틱분석은 신용등급이 투자등급일 확률을 추정한다. 독립변수들의 정의는 〈표4〉의 주석1)과 같다. 첫 번째 수치고 괄호안의 수치는 각각 추정된 회귀계수와 Chi-square값이다. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측검정)에서 유의함을 나타낸다.

로짓분석결과를 보고하는 모형4~6에서도 역시 기업규모를 통제한 후에는 모든 소유지배구조 변수들이 유의하지 않다. 또한 기업규모는 유의한 양의 계수를 가지며 부채비율은 유의한 음의 계수를 갖는다. OLS 회귀분석에서는 유의하게 나타난 이자보상배율은 더 이상 유의하지 않다. 이러한 결과는 코스닥시장에서는 기업규모와 부채비율이 투자와 투기등급 결정에 있어 중요한 영향을 미치고 있음을 의미하는 것으로, 거래소표본을 대상으로 한 결과와 대비된다. 거래소시장에서는 기업규모와 기업가치 사이에 매우 높은 상관관계(피어슨 상관계수=0.83)가 존재하며 상호 유사한 역할을 수행한다. 그러나 코스닥시장에서는 두 변수 사이의 상관관계가 그리 높지 않으며(피어슨 상관계수=0.63) 무보증회사채의 신용등급결정에 있어 다른 역할을 수행한다. 기업규모는 무보증회사채의 신용등급 결정에 긍정적인 영향을 미치지만 기업가치는 신용등급 결정의 중요한 요인이 아닌 것으로 나타난다.

## V. 결론

1997년 외환위기 이후 건전한 소유지배구조를 정착시키기 위해 여러 가지 제도적인 변혁이 있었다. 1998년에는 주식시장에서의 외국인 투자자에 대한 한도가 완전히 철폐되었으며, 사외이사 및 감사위원회의 요건이 2000년 이후에 법제화되었다. 건전한 소유지배구조는 경영진의 행위를 감시·견제하고 기회주의적인 행동을 제한하여 경영의 충실성과 신뢰성을 제고하게 된다. 이와 같이 건전한 소유지배구조를 구축하고 있는 기업은 대리인 위험이 감소함에 따라 경영효율성이 제고되고 사업위협

이 감소하여 긍정적인 신용등급 평가를 받으리라 예상된다. 따라서 본 연구는 외환위기 이후 기업의 경영투명성을 위해 정비된 기업의 소유지배구조와 해당 기업의 무보증회사채 신용등급과의 관련성을 분석한다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같이 정리된다. 첫째, 대주주1인 지분율은 거래소상장기업의 회사채 신용등급에 긍정적 효과를 갖는 것으로 나타난다. 거래소상장기업에서는 대주주1인의 보유지분이 높을수록 경영에 직접 개입하는 사실상(de facto)의 경영자 역할을 한다. 따라서 대주주경영자의 지분율이 높아질수록 기업의 자금조달, 투자 및 배당 등 다양한 경영의사결정에 있어 대주주경영자와 주주의 이해관계가 일치하고 대리인 위험의 감소에 따른 사업위험의 불확실성이 제고되어 신용등급이 높아지는 것으로 나타난다.

둘째, 거래소상장기업에 투자하는 외국인투자자는 회사채 신용등급에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타난다. 외국인 투자자는 기업의 재무제표 및 비재무적 자료를 분석함에 있어 국제적 경험과 전문성을 갖추고 있으며 대규모 자금조달 능력이 있어 일반투자자나 국내 기관에 비해 경영감시기능을 보다 잘 수행할 수 있다. 따라서 외국인 지분이 높을수록 경영감시기능을 통해 기업의 경영충실성과 신뢰성이 강화되고 이러한 요인은 피투자기업이 발행하는 회사채등급에 긍정적인 영향을 주는 것으로 판단된다.

셋째, 거래소상장기업이 대규모기업집단에 소속된 경우 이는 회사채 신용등급에 긍정적 효과를 갖는 것으로 나타난다. 이는 대규모기업집단에 소속되면 기업집단차원에서 자금관리가 이루어져 소속기업간의 자금지원과 자금조달 등의 행태가 이루어져 채무지급 불이행사태가 일어날 가능성이 상대적

으로 낮아 회사채 신용등급 결정에 긍정적인 영향을 주는 것으로 판단된다.

넷째, 이사회내 사외이사 및 외국인 사외이사비율로 측정된 이사회의 독립성 및 감사위원회의 설치여부는 거래소와 코스닥 기업 모두 신용등급과 유의한 관련성이 없는 것으로 나타난다. 하지만, 본 연구의 표본기간이 사외이사 및 감사위원회 제도가 정착되기 시작한 초기단계라는 점에서 이러한 결과가 사외이사 및 감사위원회의 무용하다는 것을 단정짓기는 어렵다. 사외이사와 감사위원회의 완전히 정착된 후에 그 효과를 다시 한 번 검증할 필요성을 제시한다. 아울러 신용등급 결정에 있어서 감사위원회의 설치 자체보다는 감사위원회의 효과를 높일 수 있는 특성이 무엇인지를 파악하는 것도 중요한 것으로 판단한다.

다섯째, 기업의 소유지배구조가 거래소상장기업의 경우 회사채 신용등급 평가에 긍정적인 영향을 미치고 있는 반면, 코스닥상장기업의 경우 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타난다. 수익구조가 불안정하고 연륜이 짧은 코스닥상장기업의 경우 기업의 소유지배구조 특성보다는 기업규모와 원리금상환능력 등의 재무적 안정성이 무보증회사채의 신용등급 결정에 보다 주요한 요소로 고려되고 있는 것으로 나타난다.

본 연구의 실증분석 결과는 기업의 소유지배구조와 신용등급간의 관계가 기업의 특성과 관련되어 있음을 시사한다. 이러한 결과는 향후 정책입안자들에게 기업의 소유지배구조를 개선함에 있어 시사점을 제공할 것이다. 특히, 코스닥 기업의 소유지배구조를 개선하는 정책 마련에 있어 다른 제반 환경을 고려하여 원래 의도된 효과를 낼 수 있는 정책의 입안이 요구된다.

## 참고문헌

- 김권중 (2000), "회사채 신용등급 예측모형의 개발," **한국회계연구원 연구보고서**, 제12호, 297-337.
- 김영숙, 이재춘 (1999), "기업가치와 기업소유구조와의 관련성," **한국증권학회 제3차 학술발표대회 발표논문집**, 제12호, 311-341.
- 김재형 (2000), "감사위원회의 독립성확보를 위한 방안," **상사법연구**, 제19권 제1호, 325-348.
- 김주현 (1992), "기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구," **재무연구**, 제5호, 129-154.
- 김태정, 문남희, 문성주 (2003), "회사채 신용등급 예측에 관한 연구," **회계정보연구**, 제21권 제4호, 25-59.
- 박현준, 신현한, 최완수 (2004), "한국기업의 대리인 비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할," **경영학연구**, 제33권 제2호, 655-682.
- 안홍복, 최강득, 송준엽 (2002), "소유구조와 이익정보의 관련성 분석," **회계학연구**, 제7권 제2호, 1-30.
- 이상철, 이경태 (2003), "감사위원회 도입이 이익조정에 미치는 영향," **회계학연구**, 제28권 제3호, 143-171.
- 임웅기 (1988), "IMF 체제하에서의 대기업소유·지배구조에 대한 평가," **연세경영연구**, 제35권 제1호, 43-72.
- 장휘용, 박종갑 (1999), "경영자의 내부지분율과 기업의 재무구조 및 성장정책," **재무관리연구**, 제16권 제1호, 61-122.
- 전규안, 최종학, 박종일 (2004), "감사위원회의 설치와 이익조정사이의 관계," **회계학연구**, 제29권 제1호, 143-177.
- 전영순 (2003a), "경영자 예측정보에 대한 외국인투자자 및 국내 기관투자자의 견제기능," **대한경영학회지**, 제16권 제4호, 891-913.
- 전영순 (2003b), "외국인투자자 및 국내 기관투자자의 투자사결정과 회계이익의 질(Quality)," **경영학**

- 연구, 제32권 제4호, 1001-1032.
- 허화, 정기식 (1996), "기업의 소유구조가 Q비율에 미치는 영향", *대한경영학회지*, 제13권, 263-285.
- 최정호, 임창우, 김성중 (2001), "사외감사의 자발적 선임과 기업특성", *회계학연구*, 제26권 제1호, 177-197.
- Anderson, R., S. Mansi, and D. Reeb (2004), "Board Characteristics, Accounting Report Integrity, and the Cost of Debt," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 37, 315-342.
- Ashbaugh, H., D. Collins, and R. Lafond (2004), "Corporate Governance and the Cost of Equity Capital," *Working Paper*, University of Wisconsin-Madison.
- Bae, K-H, J-K. Kang, and J-M. Kim (2002), "Tunneling or Value-Added? Evidence from Mergers by Korean Business Groups," *Journal of Finance* Vol. 57, 2695-2740.
- Beasley, M. (1996), "An Empirical Analysis of the Relation between the Board of Director Composition and Financial Statement Fraud," *The Accounting Review*, Vol. 71, 443-465.
- Bertrand, M., P. Mehta, and S. Mullainathan (2002), "Ferretting out Tunneling: An Application to Indian Business Groups," *Quarterly Journal of Economics* Vol. 117, 121-148.
- Bertsch, K. (2005), "How Moody's Assesses Corporate Governance," *The Corporate Governance Advisor* Vol. 13 Issue 1, 12-19.
- Choi, J-H, K-A. Jeon, and J-I. Park (2004), "The Role of Audit Committees in Decreasing Earnings Management: Korean Evidence," *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* Vol. 1, 37-60.
- Fitch Ratings (2004), "Special Report: Evaluating Corporate Governance: The Bondholders' Perspective," *Credit Policy*, 1-18.
- Froot, K. (1989), "Consistent covariance matrix estimation with cross-sectional dependence and heteroskedasticity in financial data," *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 24, 333-355.
- Holthausen, R. W. and R. W. Leftwich (1986), "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices," *Journal of Financial Economics* Vol. 17, 57-89.
- Holthausen, R. W. and R. W. Leftwich (1992), "The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices," *Journal of Financial Economics* Vol. 72, 82-106.
- Horrigan, J. (1966), "The Determination of Long-Term Credit Standing with Financial Ratio," *Journal of Accounting Research Supplement to* Vol. 4, 42-62.
- Jensen, M. and W. Meckling (1976), "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics* Vol. 3, 305-360.
- Kaplan, R. S. and G. Urwitz (1979), "Statistical Model of Bond Rating: A Methodological Inquiry," *Journal of Business* April, 231-61.
- Klein, A. (2002), "Economic Determinants of Audit Committee," *The Accounting Review* Vol. 77, 435-452.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer (1999), "Corporate Ownership around the World," *Journal of Finance* Vol. 54, 471-517.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny (2000), "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics* Vol. 58, 3-27.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny (2002), "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance* Vol. 57, 1147-1170.
- McMullen, D and K. Raghunandan (1996), "Enhancing Audit Committee Effectiveness," *Journal of Accountancy* Vol. 27, 79-82.
- Mitton, T. (2002), "A Cross-firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis," *Journal of Financial Economics* Vol. 64, 215-241.
- Moody's (2004), "Moody's Findings on Corporate Governance in the United States and Canada: August 2003-September 2004," *Moody's Investors Service*.
- "Moody's Focuses on Governance," (2004), *Asset Securitization Report* Vol. 4 October, 4.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. W. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis," *Journal of Financial Economics* Vol. 20, 293-315.
- Peavy, J. and M. Edgar (1983), "A Multiple Discriminant Analysis of BHC Commercial Paper Ratings," *Journal of Banking and Finance* Vol. 7 Issue 2, 161-173.
- Pinches, G. E. and K. A. Mingo (1973), "A Multivariate Analysis of Industrial Bond Ratings as Risk Surrogates," *Journal of Finance* Vol. 28, 1-18.
- Pogue, T. and R. Soldofsky (1969), "What's in a Bond Rating?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* June, 201-228.
- Scarbrough, D., D. Rama, and K. Raghunandan (1998), "Audit Committee Composition and Interaction with Internal Auditing: Canadian Evidence," *Accounting Horizon*, 51-62.
- Standard & Poor's (2002, 2004) "Standard & Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions," New York. *McGraw-Hill Companies, Inc.*
- Stultz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights, Financing Policies and The Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics* Vol. 20, 25-54.
- Vicknair, D., K. Hickman, and K. Carnes (1993), "A Note on Audit Committee Independence: Evidence from the NYSE on Grey Area Directors," *Accounting Horizons* Vol. 7, 51-62.
- West, R. (1970), "An Alternative Approach to Predicting Corporate Bond Rating," *Journal of Accounting Research* Vol. 8, 118-125.
- Warfield, T. D., J. J. Wild, and K. L. Wild (1995), "Managerial Ownership, Accounting Choice, and Informativeness of Earnings," *Journal of Accounting and Economics* Vol. 20, 61-91.
- Yu, Larry (2004), "Getting Credit for Governance," *MIT Sloan Management Review* Vol. 45 Issue 4, 7-8.

## How do managerial ownership and corporate governance affect the credit ratings of bonds?

Youngsoon S. Cheon\* · Kukhyun Choe\*\* · Hyungyong Gil\*\*\*

### Abstract

Prior research suggests that good corporate governance helps firms reduce agency costs arising from the conflict of interests between management and ownership. Also, credit rating agencies assert that corporate governance is an important factor for assessing the credit quality of the firm. These suggest that corporate governance is likely to affect credit ratings of firms. Since the inception of credit rating practices, many studies have examined determinants of credit ratings of firms and documented that both financial and non-financial factors are relevant to the credit ratings of firms. However, there are nearly none that examine the role of corporate governance in assessing credit ratings of firms. Thus, this study examines whether corporate governance affects credit ratings of unsecured bonds issued by firms.

Following prior research, we examine several attributes of corporate governance. Specifically, we investigate the ownership interest held by owner-managers, monitoring of the board of directors and audit committee, monitoring of foreign investors, and affiliation with large business groups.

We find that for firms listed on the Korea Stock Exchange(KSE) the ownership interest held by owner-managers has a positive effect on the credit ratings of bonds. This positive association becomes stronger for the ownership greater than 40% of total shares, suggesting that the effect has an 'U' shape on the credit rating. The results reveal that the equity ownership held by foreign investors is positively associated with the credit ratings of bonds.

---

\* Associate professor, College of Business Administration, Chung-Ang University

\*\* Assistant Professor, College of Business Administration, Chung-Ang University

\*\*\* College of Business Administration, Chung-Ang University

This indicates that foreign investors positively affect the credit quality of firms by enhancing the transparency of firms. We also find that firms affiliated with large business groups tend to receive higher credit ratings for their bonds. An affiliate with a business group can be propped up by other firms affiliated with the same business group when it is financially troubled. Thus, it appears that the affiliation with business groups enhances credit quality of firms. Contrary to the expectations, neither the board independence nor the existence of the audit committee is significantly related to the credit ratings of bonds.

On the other hand, for firms registered in the Korea Securities Dealers Automated Quotation(KOSDAQ) market corporate governance attributes have little effects on the credit ratings of bonds. Rather, financial stability indicators such as size, liquidity, and capital structure are important for the credit ratings of the KOSDAQ firms. In sum, the results show that corporate governance has positive effects on the credit ratings of firms.

Key words: corporate governance, credit rating(s), owner-manager, board of directors, audit committee, large business group