

기업지배구조가 이익과 신용등급간의 관련성에 미치는 효과

신재용(제1저자)
서울대학교 경영대학 경영학과 부교수
(jshin@snu.ac.kr)
서정우(공동저자)
국민대학교 경영대학 경영학부 교수
(cwsuh@kookmin.ac.kr)
박종일(교신저자)
충북대학교 경영대학 경영학부 부교수
(parkjil@chungbuk.ac.kr)

본 논문은 유가증권상장기업을 대상으로 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 회사채 신용등급이 상향 조정되는가를 분석하고, 더 나아가 기업지배구조 점수가 좋은 기업의 이익의 질이 높으면 이익과 신용등급간의 관련성이 더 강화되는가를 규명하는데 목적이 있다. 이를 위하여 본 연구는 한국기업지배구조원(KCGS)의 기업지배구조 평가점수와 이들의 세부 항목인 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분에 관한 지배구조점수를 이용하였고, 신용평가기관의 신용등급은 회사채 신용등급을 사용하였다. 분석기간은 2003년부터 2009년까지 이용가능한 자료원을 활용하여 총 956개 기업/연 자료가 분석에 이용되었다. 본 연구는 기업평가에 전문성을 가지고 있는 신용평가기관에서 신용등급을 산정할 때 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 신용등급이 더 상향조정되고, 또한 기업지배구조가 좋은 기업에서 산출된 회계이익의 질이 높다면 신용평가기관은 지배구조와 이익의 질을 연계시켜 평가할 수 있으므로, 기업지배구조가 좋은 기업이면 그렇지 않은 경우보다 회계이익과 신용등급간의 양(+)의 관계가 더 강화될 것으로 예상하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 일정 변수를 통제한 후에도 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록, 신용등급은 유의하게 상향조정된 결과로 나타났다. 이러한 사항은 기업지배구조의 5 가지 항목인 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분에 관한 지배구조점수 모두에서 이들 점수가 높을수록 신용등급은 유의하게 높게 나타났다. 이는 신용평가기관은 기업지배구조 점수를 반영하여 신용등급을 결정하고 있음을 의미한다. 둘째, 총체적인 기업지배구조 점수가 높은 기업의 이익과 신용등급간의 양(+)의 관계가 더 강화된다는 결과는 관찰되지 않았다. 그러나 공시나 감사기구에 관한 지배구조점수가 높은 기업이면 이익과 신용등급간 양(+)의 관계는 더 강화된 결과로 나타났다. 이는 신용평가기관은 감사와 관련한 지배구조가 좋을 때에만 이익과 신용등급을 연계시켜 이익의 질을 평가한다는 발견이다. 이러한 결과를 재량적 발생액 수준과 자산규모에 따라 표본을 세분화시켜 추가분석을 수행하면, 재량적 발생액이 덜 공격적인 음(-)의 표본에서 주로 나타나며, 또한 자산총액이 2조원 이상의 표본에서 주로 나타남이 관찰되었다. 이상의 결과들은 OLS 회귀분석뿐만 아니라 서열변수의 특성 및 군집성을 통제한 Ordered Probit 회귀분석의 검증 결과에서도 강건한 것으로 나타났다.

본 연구의 실증적 결과는 기업지배구조 점수가 좋은 기업이 신용등급이 높아지고, 더 나아가 감사기구에 대한 지배구조점수가 좋은 기업이면 신용평가기관은 이를 회계이익과 연계시켜 신용등급에 긍정적으로 반영하고 있음을 보여주었다는데 의의가 있다. 이러한 결과는 학술적으로는 관련연구에 추가적 공헌점을 제공할 뿐 아니라, 지난 몇 년간 규제기관에서의 기업의 지배구조 개선을 위한 노력이 실효성이 있다는 것을 제시해 준다는 점에서 본 연구의 결과는 정책적으로도 시사점을 제공한다. 이와 더불어 좋은 지배구조 및 감사기구를 갖춘 기업이 보다 높은 신용등급을 받는다는 사실은 실무계에서 경영자가 기업가치를 제고시키고자 하거나 자본비용을 낮출 유인이 있으면, 이와 관련한 유용한 시사점을 제공해 줄 것으로 기대된다.

주제어: 기업지배구조, 이익의 질, 재량적 발생액, 신용평가기관, 회사채 신용등급

1. 서론

본 논문은 좋은 기업지배구조를 갖춘 기업이 높은 신용등급을 받는가와, 좋은 기업지배구조를 갖춘 기업에서 산출된 회계이익의 질이 보다 높은 신용등급으로 고려되는가를 규명하는데 목적이 있다. 이를 위하여 본 연구는 우리나라 상장기업의 지배구조 개선을 지원하기 위해서 한국기업지배구조원(KCGS)이 평가한 기업지배구조 점수와 세부 부문별 5가지 항목인 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분 자료를 이용하여 회사채 신용등급과의 관련성을 분석하고자 한다.

기업지배구조(corporate governance)의 개별 측정치를 이용하여 기업지배구조에 대한 효과성이나 그 실효성 여부를 살펴본 연구들은 국내외도 상당히 많은 연구가 진행되었다. 그러나 기업지배구조와 관련한 총체적 측정치를 이용해서 분석된 연구는 매우 적은 편이다. 또한 과거 선행연구들은 주로 기업지배구조 평가점수와 기업성과, 기업가치 및 초과수익률과의 관계를 살펴보거나(윤봉한과 오재영 2005; 박경서 등 2009), 이익조정 측정치와의 관계를 살펴보거나(최정호 2007; 김유찬과 강운식 2011), 주주 부의 분배와의 관계를 살펴보았다(박광우 등 2005; 김성민과 이은정 2008). 그러나 정보중개인의 역할을 담당하고 기업평가에 보다 전문성을 가지고 있는 신용평가기관이 기업지배구조 평가점수를 고려한 신용등급을 산출하고 있는가를 살펴본 연구는 아직까지 미미하며, 특히 본 연구와 같이 총체적인 기업지배구조 평가점수를 이용한 국내외 연구는 매우 드물다. 특히 이전 연구에서는 기업지배구조를 나타내는 개별 측정치와 신용등급 간의 관련성만을 위주로 살펴본데 반해(Ashbaugh-Skaife et al.

2006; 김병호 2010, 2011), 본 연구에서는 이들의 연구범위를 확장시켜 총체적 또는 하위부분의 지배구조점수와 신용등급과의 관계를 살펴보는 것뿐만 아니라 이익과 신용등급 간의 관계에서 기업지배구조가 미치는 영향이 다른가에 보다 초점을 맞추었다. 따라서 본 연구는 아직 선행연구들이 본격적으로 다루지 않은 연구주제를 살펴본다는 점에서 잠재적 공헌성을 제공한다.

신용평가제도는 회사채에 투자하는 채권자들이 발행회사의 미래 수익전망이나 투자위험의 정도를 직접 파악하는 것이 수월하지 않다는 점을 감안하여, 그리고 회사채 발행회사에서 회사채 발행을 통한 자본조달이 원활하게 진행될 수 있도록 기업평가에 전문성을 갖춘 신용평가기관이 이를 대신하여 회사채 발행회사의 신용위험을 분석·평가한 후 이를 신용등급의 형태로 공시하는 제도이다. 이러한 점에서 신용평가란 신용평가기관이 회사가 발행한 채권의 원금과 이자의 상환능력이 있는가를 판정해서 이해하기 쉬운 부호나 수치의 형태로 신용등급(credit ratings)을 결정하고 이를 자본시장에 공시한다. 따라서 신용평가기관의 중요한 역할은 자본시장에 회사채와 관련한 신용위험 정보를 공시하여 투자자 및 채권자들의 의사결정에 반영될 수 있게 함으로써 이들의 권리 보호를 도모하는데 있다. Forst(2007)은 신용평가기관의 역할을 크게 두 가지로 제시하였다. 하나는 자본시장 참여자들을 위한 기업평가(valuation)의 역할을 수행하는 것이고, 다른 하나는 계약(contracting)의 역할을 보다 용이하게 돕는데 있다. 전자의 역할은 신용평가기관이 신용의 질을 평가하기 위하여 기업관련 정보를 수집하고 분석하며, 또한 분석된 결과를 투자자, 채권자, 경영자 등의 기업의 이해관계자들을 위해 널리 정보를 배포시키는데 있다. 후자의 역할은 신용등급이 기업신용

의 질에 대한 효과적인 기준이 될 수 있기 때문에 신용등급은 사적 계약의 형태, 예로, 대출계약, 부채차입계약 및 기타 재무적인 계약 등에 직·간접적인 영향을 미치는데 있다. 이러한 측면에서 신용평가기관이 제공하는 신용등급 정보는 자본시장에서 기업과 외부 이해관계자들 사이의 정보불균형(information asymmetry)을 해소시키는데 중요한 매개 역할을 하게 된다. 특히 신용등급은 자본시장에서 투자자 및 채권자들의 경제적 의사결정에 정보로 활용되어 직·간접으로 영향을 주며, 주식수익률이나 기업의 자본비용은 신용등급의 결과에 따라 영향을 받게 된다.

신용평가기관은 신용등급을 결정할 때 훈련받은 기업분석가들이 양적인 모형과 질적인 분석을 통해 제반 기업의 내부 및 외부의 위험요소와 재무적 그리고 비재무적 요소 등을 종합적으로 반영하는 것으로 알려져 있다(Beaver et al. 2006). 실무적으로도 기업지배구조는 신용등급의 중요한 결정요소로 알려져 왔다. 예를 들어, 스탠더드앤드푸어스(S&P)의 관계자는 채무자의 이해관계보다는 관련계열사 등 가족의 이해관계를 중요히 하는 한국기업의 지배구조가 신용등급에 부정적인 영향을 미친다는 점을 강조하며 “기업지배구조와 경영관행은 기업신용도 평가의 주요 요인이므로 특정기업의 지배구조 성향을 통해 신용도 하락을 예측할 수 있다”고 말한 바

있다(서울신문 2004. 10.19).

또한 신용등급은 보고이익의 양적 수치뿐 아니라 이익의 질적 속성도 함께 고려되어 산출된다(박종일과 남혜정 2010; 김문철과 최 관 1999).¹⁾ 보고이익의 양은 기업의 경영성과와 관련되지만, 이익의 질(earnings quality)은 기업지배구조와 밀접한 관련성이 있다. 즉 건전하고 좋은 기업지배구조를 갖춘 기업이 보고이익의 질을 향상시킬 유인이 더 높기 때문에 좋은 내부지배구조체계에서 산출된 회계 정보는 신뢰성이 제고되어 이익의 질이 더 높아질 수 있다(Klein 2002; Ahmed and Duellman 2007). 이러한 논의를 바탕으로 본 연구에서는 한국기업지배구조원에서 평가된 기업지배구조 점수가 높은 기업이 신용등급이 더 상향조정되는가와, 더 나아가 기업지배구조 점수가 높은 기업에서 산출된 이익에 대해 신용평가기관의 신용등급이 더 상향조정되는가를 살펴보고자 한다.

본 연구는 과거의 선행연구와 비교했을 때 다음과 같은 차별성을 가진다. 첫째, 김병호(2010, 2011)의 연구는 지배구조와 관련하여 연구자의 판단에 의해 선택된 개별 변수들을 중심으로 회사채 신용등급과의 관계를 살펴보았다.²⁾ 이와 달리 본 연구는 기업지배구조 평가에 전문성을 갖춘 KCGS의 총체적인 기업지배구조 평가점수 및 5가지 부문별 지배구

1) 예를 들어, 김문철과 최 관(1999)은 주요 회계정보이용자인 재무분석가, 신용분석가, 공인회계사들이 의사결정에서 이익의 질에 대한 개념을 사용하고 있는가를 설문조사한 결과에서, 234명의 응답자 중 61%가 이익의 질에 대하여 생각하거나 사용한 적이 있으며, 이들 중 91%가 이익의 질에 관한 개념이 의사결정에 유용하였다고 응답하였다. 이는 회계정보이용자들 중 회계정보에 전문성을 가지고 있는 집단들에서는 이익의 질을 고려한 의사결정을 수행하고 있음을 나타내는 것이다.

2) 김병호(2010)는 기업지배구조 관련 변수로 기관투자자 지분율과 사외이사비율을 중심으로 분석한데 반해, 김병호(2011)는 Ashbaugh-Skaife et al.(2006)의 연구와 같이 Standard & Poor에서 2002년에 개발한 4가지 지배구조 요소에 기초한 기업지배구조 평가 모형에 따라 지배구조 관련 변수를 측정하였다. 즉 이 연구들은 S&P(2002)가 기업의 지배구조 및 지배실무관행을 평가하기 위하여 개발된 방법을 연구자들에 의해 측정된 것이다. S&P 지배구조 관련 변수는 다음과 같다(김병호 2011). (1) 기업 소유구조와 관련된 특성, (2) 주주의 권리와 관련된 특성, (3) 재무적 투명성과 관련된 특성, (4) 이사회 구조와 관련된 특성이 포함된다. 한편 김병호(2011)는 본 연구와 같이 KCGS의 총체적인 지배구조 평가점수를 이용한 것은 아니다. 다만, 부문별 지배구조 중 주주의 권한 변수만 KCGS의 자료를 이용하였다. 따라서 두 연구는 S&P(2002)에서 제안된 지배구조 관련변수에 대해 연구자들이 개별적으로 측정된 변수라면, 이와 달리 본 연구는 지배구조평가 업무에 보다 전문성이 있는 KCGS라는 외부기관의 총체적 지배구조 관련변수를 이용했다는 점에서 분석자료상 차이가 있다.

조점수(주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분)를 이용하여 이들과 회사채 신용등급과의 관계를 분석한다는 점에서 차이가 있다. 둘째, Ashbaugh-Skaife et al.(2006)와 김병호(2010, 2011)의 두 연구 모두 지배구조 관련 변수와 회사채 신용등급 간의 관계만을 살펴보았다. 이에 반해 본 연구는 이러한 사항을 총체적 관점에서의 지배구조와 신용등급과의 관계를 살펴보는 것 외에도, 더 나아가 연구범위를 확장하여 이익과 회사채 신용등급 간의 관련성에 지배구조가 미치는 효과에 따라 신용등급이 달라지는가를 분석한다. 이러한 측면은 지배구조의 영향이 이익과 연계되어 신용등급 결정에 반영되는지를 살펴보는 것으로 과거 선행연구들에서 다루지 않았던 사항이라는 점에 본 연구는 과거 선행연구와 비교해 차별성을 가지고 있다.³⁾

1997년말 외환위기 이후 불투명한 기업의 경영관행을 개선하고 회계투명성을 높이기 위한 정부의 일련의 제도개선 노력과 효과적인 기업지배구조 장치 마련을 위한 국내기업들의 자구 노력들이 함께 반영된 기업지배구조 정보에 대하여 외부 정보중개인의

역할을 수행하는 신용평가기관에서 어떻게 평가하고 이를 인식하고 있는가는 매우 중대한 사항 중 하나이다. 왜냐하면 회사채 신용등급 정보는 투자자 및 채권자들의 경제적 의사결정시에 활용되고 있기 때문에 만일 신용평가기관이 기업지배구조 정보를 신용등급에 적절히 반영하지 못한다면 이를 신뢰하고 투자한 채권투자자들이 경제적 손실을 입게 될 수 있고, 그 결과로 자본시장에서 자원의 효율적 배분에도 부정적인 효과를 초래할 수 있기 때문이다. 또한 신용평가기관이 암묵적으로 기업지배구조를 신용등급에 고려한 경우라도 만약 공시된 기업지배구조 정보를 신뢰하지 않는다면 이는 정량적인 지배구조 지표의 향상을 통한 기업의 지배구조 개선노력이 제 기능을 제대로 발휘하지 못하고 있음을 의미할 수도 있기 때문이다. 이러한 맥락에서 볼 때 신용평가기관이 기업지배구조와 기업지배구조체계에서 산출된 회계이익의 질을 정확히 인지하여 이를 신용등급에 적절히 반영하고 있는가는 자본시장의 효율성 측면에서 매우 중요한 문제가 될 수 있다. 따라서 본 연구는 기업지배구조에 대한 정보효과를 자본시장의

3) 본 연구와 밀접한 관련연구로는 Ashbaugh-Skaife et al.(2006)와 김병호(2010, 2011)의 연구가 있으며, 이들 연구는 주로 기업지배구조의 효과성을 살펴보기 위해 지배구조가 신용등급에 어떻게 반영되는가에 초점을 두고 있다. 여기서 기업지배구조는 본 연구와 달리 연구자에 따라 측정된 개별 측정치가 사용되었다. 그러나 기업평가에 전문성을 가지고 있는 신용평가기관의 경우 기업지배구조의 개별 항목 위주의 단편적 정보만을 고려하여 신용등급 결정에 반영하지는 않을 것이다. 즉 지배구조의 부문별 요소가 모여 전체적인 지배구조를 구성하기 때문에 기업지배구조의 전반적인 사항이 개별적인 사항들보다 신용평가에 더 큰 영향요인으로 작용할 수 있다. 이러한 점에서 신용평가기관이 신용등급을 결정할 때 이들은 기업평가에 전문성을 가지고 있기 때문에 총체적인 관점에서의 기업지배구조 관련 사항을 고려할 것이다. 따라서 본 연구는 이러한 특성을 분석에 고려하기 위해 개별 지배구조를 이용한 접근보다는 기업지배구조 평가에 있어 전문성을 갖춘 KCGS의 총체적인 기업지배구조 평가점수 자료를 이용해 앞서의 연구주제를 다루고자 한다. 한편, 이전 연구들은 기업지배구조를 신용등급과 직접 관련시키는 방향으로만 주로 연구되었다. 이러한 사항은 재무관리 영역에서 주로 기업지배구조의 효과성을 살펴본 것과 같다. 본 연구는 과거 선행연구에서 개별적 지배구조 변수를 총체적인 지배구조 관점에서 살펴본다는 측면 외에도, 더 나아가 회계학 분야에서 논의될 수 있는 주제로 연구범위를 확장시키고자 하였다. 구체적으로, 기업지배구조가 신용등급에 미치는 자체의 효과 외에도 좋은 지배구조를 갖춘 기업에서 산출된 이익의 질이 높을 수 있다는 점에 착안하여 신용평가기관에서 이를 어떻게 인지하고 있는가를 살펴보고자 한다. 즉 이익과 신용등급 간의 관련성이 기업지배구조 수준에 따라 영향에 차이가 있는지를 검증하였다. 이는 이익의 질이 기업지배구조 수준에 따라 좌우될 수 있으므로, 신용평가기관이 이익의 질을 평가하는데 있어 지배구조의 효과를 적절히 반영하는가를 알아보기 위한 것이다. 이러한 맥락에서 본 연구의 범위는 이전 연구의 범위를 포괄할 뿐 아니라 회계학 관점으로 논의를 이전하고 있으며, 특히 기업지배구조, 이익의 질 및 이에 대한 인지된 시장반응 간을 상호연계시켜 이들의 연관성에 보다 초점을 두었다. 이러한 사항은 이전 연구에서 체계적인 분석이 이루어지지 않아 잘 알려지지 않았던 논의와 실증적 증거일 것이다. 따라서 본 연구의 접근방법과 그에 따른 검증결과는 학계간 관련연구에 대해서도 각각 추가적이면서 확장된 새로운 정보를 제공해 줄 것으로 기대된다.

반응을 통해 알아보는데 있어 기존연구들과 달리, 정보중개인인 신용평가기관이라는 외부 기업평가에 전문성이 있는 정교한(sophisticated) 분석가의 시각에서 접근하여 살펴보고자 한다. 본 연구에서 기업 지배구조 평가점수가 신용등급에 미치는 효과 및 기업지배구조 평가점수가 회계이익과 신용등급간의 관련성에 추가적인 정보가치(Incremental information value)를 가지고 있는가를 신용등급 관점에서 알아보는 작업은 신용평가기관이 기업지배구조의 질을 고려하여 기업의 이익의 질을 어떻게 평가하고 있는가에 관한 신용평가기관의 정보산출 과정을 이해하는데 있어서도 도움이 되며, 그러한 점에서 바람직한 기업지배구조에 관심이 있는 학계, 실무계 및 회계기준 제정기관이나 규제기관에게도 여러 유용한 시사점을 제공해 줄 것으로 기대될 수 있다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어, 제II장에서 기업지배구조와 관련한 선행연구들에 대해 검토하고, 이를 바탕으로 연구가설을 설정한다. 제III장에서는 설정된 가설을 검증하기 위한 연구설계로서 연구모형의 제시, 변수의 측정과 정의 및 표본의 선정과정을 기술한다. 제IV장에서는 실증분석 결과를 제시하고 그 결과를 논의하며, 제V장에서는 연구결과를 요약하고 본 연구에서의 공헌점과 한계점을 기술한다.

II. 선행연구의 검토와 가설의 설정

2.1 기업지배구조 관련 선행연구의 검토

기업지배구조를 연구한 해외의 선행연구들은 주로 주주의 시각에서 기업지배구조와 기업가치 간의 관

계를 규명하는 데 초점을 맞추고 있다. 이 분야의 대표적인 논문인 Gompers et al.(2003)은 기업의 주주보호 관련 지배구조의 질을 G-score란 총괄평가 지수로 측정하고 주주보호가 잘 되어 있는(G-score가 낮은) 지배구조를 가진 기업들의 기업가치와 영업성과 등이 유의적으로 높음을 발견하였다. 그러나 우수한 지배구조가 높은 기업가치와 영업성과, 낮은 자기자본조달비용으로 이어지는 지에 대해서는 지배구조와 기업가치 등 재무성과간의 관계에 내재하는 내생성(endogeneity) 등의 방법론 문제로 인해 이 분야의 많은 연구에도 불구하고 아직 명확하게 밝혀지지 않은 상태이다(Core et al. 2006; Larcker et al. 2007).

위에서 보듯 기업지배구조의 효과를 연구한 많은 해외의 연구들이 대체로 주주의 시각에서 기업지배구조와 주식수익률, 추가, 그리고 Tobin's Q 등 기업가치 간의 관계에 집중하였으나, 몇몇 해외 선행 연구들은 채권자의 시각에서 기업지배구조가 채권신용등급과 부채조달비용(cost of debt)에 미치는 영향을 연구하였다. 본 연구와 밀접한 관계연구는 전자 보다는 후자로서 Sengupta(1998)와 Bhojraj and Sengupta(2003), Ashbaugh-Skaife et al.(2006) 등이 채권자 시각에서 기업지배구조가 부채시장에 미치는 영향을 규명한 대표적인 연구들이다. 예를 들어, Sengupta(1998)는 기업공시의 질이 부채조달비용을 낮추는 효과가 있음을 보여주었으며, Bhojraj and Sengupta(2003)는 사외이사비율과 기관투자자지분율이 낮은 채권수익률(bond yields)과 회사채 신규발행시 높은 신용등급과 관련되어 있음을 발견하였다. Ashbaugh-Skaife et al.(2006)은 Standard & Poors의 지배구조 측정방법론을 이용하여 앞의 두 연구를 확장하였다. 앞서 두 연구가 공시의 질, 사외이사비율 등 지배구조의

일부 항목만을 측정하는 단편적이고 개별적인 변수를 분석에 이용한 것과 달리 Ashbaugh-Skaife et al.(2006)은 Standard & Poors의 지배구조 측정 방법론을 이용해 기업지배구조를 소유구조, 주주보호, 재무투명성, 이사회 등 각 지배구조항목으로 구분하고 각 항목별로 다양한 세부 변수를 이용하여 기업채권의 신용등급과 지배구조 세부항목간의 관계를 연구하였다. 그들은 채권신용등급이 발생액의 질, 이익의 적시성, 이사회 독립성 등의 변수들과 양(+)의 관계를, 주주보호를 나타내는 변수와는 음(-)의 관계를 가지고 있음을 발견하였다. 이는 채권자와 주주간의 잠재적인 대리문제를 시사하는 것으로 주주보호가 잘되어 있는 지배구조를 가진 기업의 경우 상대적으로 최고경영진의 의사결정 등에 있어 주주의 이해만을 중시하고 채권자 이해관계보호에 상대적으로 소홀할 수 있어 채권등급에 부정적인 영향을 미치는 것이라고 해석될 수 있다.

이상의 국외에서 다루어진 연구들을 요약하면, 주주시각에서 지배구조와 기업가치의 관계를 분석한 선행연구들에 비해 채권자 시각에서 지배구조의 영향을 연구한 해외논문은 상대적으로 적은 편이며, 이에 대한 추가연구가 필요한 상황이다. 또한 지배구조 연구의 추세가 기존의 지배구조의 일부만을 측정하는 몇몇 단편적인 개별변수를 이용해 지배구조의 효과를 측정하던 것에서 전체 기업지배구조의 질을 측정하는 총괄평가지표를 이용하거나 이를 구성하는 분야별 항목을 파악하고 각 항목에 따라 다양한 세부정량지표를 사용하여 효과를 살펴보는 방향으로 바뀌고 있다(Ashbaugh-Skaife et al. 2006; Larcker et al. 2007). 이는 최근 들어 미국을 중심으로 기업지배구조의 질을 계량적으로 측정하는

방법론을 개발하고 이들 평가결과를 투자자 및 채권자 등의 정보이용자에게 판매하는 전문적인 분석 회사들(예로, RiskMetrics)이 등장해 회사별 지배구조등급 정보를 제공하기 때문인 것으로 사료된다(Daines et al. 2010).

한편 한국기업지배구조원의 총계적인 기업지배구조 평가점수를 이용한 국내연구는 주로 다음과 같은 주제를 다루었다.⁴⁾ 기업지배구조가 기업성과와 기업가치 및 주식수익률에 미치는 효과를 분석한 연구(윤봉환과 오재영 2005; 박경서 등 2009), 기업지배구조가 이익의 질에 미치는 영향을 분석한 연구(최정호 2007; 김유찬과 강윤식 2011), 기업지배구조가 주주부의 배분에 미치는 효과를 분석한 연구(박광우 등 2005; 김성민과 이은정 2008) 등이다. 이상과 같이 아직까지 본 연구에서 다루고자 하는 지배구조평가에 전문성이 있는 KCGS에서 산출된 기업지배구조 평가점수를 이용해 신용평가기관의 신용등급에 미치는 영향을 분석하거나 회계이익과 신용등급간의 관련성에 기업지배구조가 고려되고 있는가에 관한 효과성을 살펴본 국내연구는 거의 없다. 다만, 총계적인 기업지배구조 평가점수를 이용한 연구는 아니지만, 지배구조의 개별 측정치와 신용등급간의 관계를 살펴본 연구로는 김병호(2010, 2011)의 연구가 있다. 김병호(2010)는 지배구조 관련변수로 최대주주 지분율과 기관투자자 지분율, 사외이사비율 및 감사위원회의 구성과 회사채 신용등급과의 관계를 살펴본 결과에서 기관투자자 지분율 및 사외이사비율이 신용등급과 양(+)의 관계가 있음을 보고하였다. 또한 김병호(2011)는 Ashbaugh-Skaife et al.(2006)의 방법론을 한국자료에 적용하여 분석하였다. 구체적으로, 이 연구는 Ashbaugh-

4) 여기서는 개별 지배구조를 대상으로 분석된 연구들보다 본 연구의 측정치와 직접 관련된 기업지배구조 평가점수를 이용한 연구들을 중심으로 살펴본다.

Skaife et al.(2006)이 이용한 Standard & Poors의 지배구조 측정방법론에 따라 기업지배구조를 4가지 주요 항목별로 분류한 후 각 항목별로 선택된 지배구조 변수들이 회사채 신용등급과 관련이 있는지를 분석하였다. 분석결과, 기관투자자 지분율, 발생액의 질, 이익의 적시성, 이사회 독립성이 신용등급과 양(+)의 관계가 나타남을 발견하였다. 그러나 이 연구는 회계이익을 통제하였으나, 본 연구에서 살펴보고자 하는 가설 2와 관련해서 회계이익과 신용등급간의 관련성에 지배구조의 질이 영향을 미치는지에 대한 분석은 다루지 않았다.

2.2 가설의 설정

본 연구에서 분석할 내용은 다음의 두 가지이다. 첫째, 좋은 기업지배구조를 갖춘 기업이 높은 신용등급을 받는지를 분석한다. 둘째, 좋은 기업지배구조를 갖춘 기업에서 산출된 회계이익의 질이 보다 높은 신용등급으로 고려되는지를 분석한다.

2.2.1 기업지배구조와 신용등급과의 관계

경제활동의 건전성을 유지하기 위해서는 기업 차원의 경영투명성과 회계투명성에 대한 제고 노력이 필요하며, 또한 기업지배구조 개선에 대한 노력은 자본시장의 건전한 발전을 위해서는 필수적인 조건이다. 좋은 지배구조를 갖추고 경영투명성과 회계투

명성을 유지하려는 기업들이 자본시장에서 투자자들로부터 더 높은 평가를 받으면 기업가치는 향상되고, 자금조달시 자본비용은 낮아질 수 있어 바람직한 지배구조는 여러 유리한 효익이 수반된다. 더 나아가 좋은 지배구조를 갖춘 기업이 많아질수록 사회 전체적으로도 자원의 효율적 배분에 보다 긍정적인 효과를 초래한다.

2000년도 초반에 미국은 엔론의 파산과 타이코, 월드컴 등의 초대형기업들의 회계부정 사건 등으로 인한 파장효과가 커지면서 기업지배구조와 회계투명성 개선에 대한 요구가 세계 각국에서 초미의 사회적 관심사항이 되었다. 이에 미국의 증권거래위원회(SEC)는 보다 강화된 감사위원회 관련 규정을 제정비한 후 감사위원회의 기능, 책임 및 권한을 확대시키는 일련의 제도개혁을 시행하였다. 국내의 경우도 이러한 시대적 조류에 예외일 수 없어 1997년말 외환위기를 경험하면서 이를 극복하기 위한 자구책으로 지배주주의 전횡에 따른 기업지배구조 문제와 경영투명성과 회계투명성의 개선이 중요한 시대적 패러다임으로 부각되었으며, 정부는 경영투명성과 회계투명성을 개선하기 위해서는 무엇보다 기업지배구조 개선이 보다 질실한 과제로 판단해 상장기업을 중심으로 여러 가지 회계제도개혁을 새롭게 추진한 바 있었다.⁵⁾ 이에 기업지배구조의 개선에 대한 사회적 요구와 관심이 그 어느 때 보다도 크게 증폭되었다. 그러나 기업이 좋은 지배구조를 갖추기 위해서는 정부의 요구사항을 충족하는 강제화된 제도개혁

5) 그중 기업의 내부 감독체계를 강화하기 위해서 사외이사제도와 감사위원회제도가 도입되었다. 특히, 감사위원회제도는 이사회 산하의 위원회 중 하나로 이사회에 위임을 받아 경영진에 대한 감독기능을 수행하게 함으로써 지배주주를 견제하기 위한 수단으로 도입된 제도이다. 정부는 1999년 12월 상법 개정을 통해 감사위원회 도입을 명문화한 후, 2000년에 들어 증권거래법을 개정하여 자산총액 2조원 이상인 상장기업에 대해 감사위원회 설치를 의무화하였다. 이에 따라 현행 감사위원회는 재무보고의 신뢰성을 확보하기 위하여 외부감사인의 선임, 외부감사인에 대한 감사보수의 결정과 업무감독을 비롯한 내부와 외부의 감사관련 제반 감독업무를 담당한다. 이러한 점에서 감사위원회는 기업회계과정에 대한 효율적인 감시기능을 담당하여 회계투명성 및 더 나아가 경영투명성을 유지하는 역할을 수행한다.

만으로는 부족하다. 기업지배구조에 대한 개선노력은 규제기관의 정책상 의지도 중요한 변수이지만, 기업 스스로가 지배구조를 개선시키고자 하는 노력이 무엇보다 중요한 변수로 작용한다. 또한 선진화된 지배구조 개선을 위한 제도들이 국내 상장기업에 대상으로 도입되었지만, 그 운영의 효과성이 제대로 발휘되고 있는지를 살펴보는 다양한 논의와 여러 측면에서의 실증적 증거들이 필요하다.

앞서의 KCGS의 기업지배구조 평가점수를 이용한 과거 선행연구들에서는 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 기업성과나 기업가치가 높고, 좋은 지배구조를 갖춘 기업에 투자하면 초과수익률이 실현된다는 결과가 보고되었다. 또한 좋은 지배구조를 갖춘 기업일수록 이익의 질을 제고하기 위해 기회주의적 이익조정을 억제시킬 뿐 아니라, 주주 부의 관점에서 배당수익률이 높다는 사실이 보고되었다. 이러한 과거 선행연구들의 논의와 실증적 증거를 바탕으로 본 연구의 가설 1에서는 신용평가기관이 회사채 발행기업의 신용등급을 결정할 때 기업지배구조의 수준을 반영할 것으로 기대되며, 또한 기업지배구조 수준이 좋은 기업일수록 신용등급은 보다 상향조정될 것으로 예상된다. 따라서 가설 1은 다음과 같이 선택가설(alternative hypothesis)의 형태로 설정한다.

가설 1: 기업지배구조 점수가 높은 기업일수록 신용평가기관의 신용등급이 더 높을 것이다.

2.2.2 기업지배구조에 따른 이익과 신용등급과의 관련성

투자자들은 회계이익을 다른 어떤 기업성과 측정치보다 중요한 기업성과지표로 활용하고 있음을 여러 회계학 문헌이나 실증적 증거⁶⁾에서 밝혀진 바 있는 사실이다. 자본시장에서 회계의 기능은 투자자들의 의사결정시 수익성과 위험에 관한 유용한 정보를 제공함으로써 경제적 자원의 효율적인 배분에 기여하는데 있다. 이러한 회계정보에 대한 신뢰성을 확보하기 위해서는 무엇보다도 좋은 기업지배구조와 경영투명성이 뒷받침되어야 한다. 왜냐하면 바람직한 기업지배구조를 가진 기업일수록 경영자의 사적이익을 추구할 유인이 보다 효과적으로 통제되는 지배구조체계를 갖추고 있기 때문이다.

기업성과의 요약측정치인 회계이익은 영업현금흐름에 발생주의적 조정을 더한 것으로 나타난다. 회계이익은 발생주의회계에 따라 산출된다는 점에서 기업의 재량적 판단에 근거한 발생주의조정은 경영자의 기회주의적 이익관리로 이용될 수 있고(Dechow 1994), 다른 한편으로는 경영자의 사적정보(private information)를 신호하는 수단으로 활용될 수 있다(Healy and Palepu 1993). 그런데 경영자의 기회주의적 이익조정 행위는 오히려 투자자들에게 미래 현금흐름을 예측하는데 있어 정보위험(information risk)을 보다 증가시킨다(Francis et al. 2005). 지배구조가 건전하고 좋은 기업들은 투명한 경영과 회계처리를 보다 선호할 수 있기 때문에 경영자의 기회주의적 이익조정행위는 낮아지고(Klein 2002; Ahmed and Duellman 2007), 이익조정의 감소

6) 예를 들면, Dechow et al.(1998)에 의하면 미래의 현금흐름을 예측하기 위해서는 당기의 현금흐름보다 회계이익이 더욱 유용한 정보를 제공하며, Barth et al.(2001)은 회계이익만을 사용하는 것보다 발생액 정보를 함께 이용하는 것이 미래 현금흐름의 예측에 유용함을 발견하였다.

는 회계정보의 질을 개선시켜 이익의 질을 향상시킨다. 이러한 점에서 좋은 기업지배구조체계에서 산출된 회계이익의 질이 보다 높은 기업은 투자자들에게 미래 현금흐름의 추정에 불확실성을 감소시킬 수 있기 때문에 신용평가기관은 좋은 지배구조체계에서 산출된 회계이익의 질을 보다 높게 평가할 수 있고 이를 신용등급에 보다 긍정적으로 반영시킬 것으로 기대된다. 따라서 회계이익과 신용등급 간의 양(+)의 관계는 좋은 지배구조를 갖춘 기업이면 그렇지 않은 경우와 비교해 더 뚜렷한 양(+)의 관련성이 나타날 것으로 예상되므로, 본 연구가설 2의 경우도 앞서와 마찬가지로 선택가설의 형태로 다음과 같이 설정한다.

가설 2: 기업지배구조 점수가 높은 기업이면 그렇지 않은 기업에 비해 회계이익과 신용등급 간의 양(+)의 관계가 더 강화될 것이다.

한편, 가설 2의 경우에는 모든 부문별 기업지배구조 평가점수에서 위의 가설이 지지될 것으로 예상되지는 않는다. 특히 본 연구에서는 보고이익의 질에 보다 직접적인 영향을 미치는 감사기구에 관한 지배구조가 좋은 기업일수록 위의 가설이 지지될 것으로 예상된다. 왜냐하면 감사기구에 관한 지배구조의 경우에는 예를 들어, 감사위원회나 감사와 같은 사항이 포함되어 있기 때문이다. 자산규모 2조원 이상의 기업에서 의무설치된 감사위원회제도는 기존 상법상의 감사제도의 한계점을 극복하여 독립성이 있는 사외이사의 참여를 높여, 궁극적으로 외부감사인의 선임과 보수결정 및 경영진에 대한 감시·감독의 역할을 수행하도록 함으로써 기업의 투명성을 개선시켜 회계정보의 신뢰성을 높이려는데 그 도입의 취지가 있다. 그러한 점에서 감사위원회는 재무제표의 신뢰

성을 제고시키는데 있어 기업의 감시자로서의 역할을 수행한다. 또한 감사위원회가 설치되지 않은 기업의 지배구조라도 효과적으로 운영된다면 바람직한 지배구조를 갖춘 기업이라고 할 수 있다.

III. 연구설계 및 표본

3.1 연구모형의 설정

본 연구는 지배구조가 좋은 기업이 회사채 신용평가에 어떻게 평가되고 있는가와 신용평가기관이 지배구조가 좋은 기업에서 산출된 이익의 질을 신용등급에 연계시켜 평가하고 있는가를 검증하는데 목적이 있다. 이를 위하여 다음과 같은 식(1)과 식(2)의 모형식을 설정하여 분석한다.

$$\begin{aligned}
 RATING_{t+1} &= \beta_0 + \beta_1 CG_Score_t (CG_S1_t \sim CG_S5_t) \\
 &+ \beta_2 ROA_t + \beta_3 DAP_t + \beta_4 SIZE_t \\
 &+ \beta_5 LEV_t + \beta_6 FOR_t + \beta_7 BIG4_t \\
 &+ \beta_8 LOSS_t + \beta_9 LNBMT_t + \beta_{10} BETA_t \\
 &+ \beta_{11} VOL_t + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon \quad (1)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 RATING_{t+1} &= \beta_0 + \beta_1 D_CG_Score (D_CG_S1_t \sim D_CG_S5_t) \\
 &+ \beta_2 ROA_t + \beta_3 ROA_t * D_CG_Score \\
 &\quad (D_CG_S1_t \sim D_CG_S5_t) \\
 &+ \beta_4 DAP_t + \beta_5 SIZE_t + \beta_6 LEV_t \\
 &+ \beta_7 FOR_t + \beta_8 BIG4_t + \beta_9 LOSS_t \\
 &+ \beta_{10} LNBMT_t + \beta_{11} BETA_t + \beta_{12} VOL_t \\
 &+ \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon \quad (2)
 \end{aligned}$$

여기서,

dependent variable

$RATING_{t+1}$ = t+1년도 회사채 신용등급

test variables: CG_Score, CG_S1~CG_S5,

ROA*CG_Score, ROA*(D_CG_S1~D_CG_S5)

CG_Score_t = t년도 KCGS의 기업지배구조 평가점수

CG_S1_t = t년도 주주의 권리보호에 관한 지배구조 점수

CG_S2_t = t년도 이사회 특성에 관한 지배구조점수

CG_S3_t = t년도 공시에 관한 지배구조점수

CG_S4_t = t년도 감사기구 특성에 관한 지배구조 점수

CG_S5_t = t년도 경영과실배분에 관한 지배구조 점수

$D_CG_Score_t$ = t년도 기업지배구조 평가점수가 중위 수보다 높으면 1, 아니면 0인 더미변수

$D_CG_S1_t \sim D_CG_S5_t$ = t년도 각 기업지배점수가 중위수보다 높으면 1, 아니면 0인 더미변수

$ROA_t * D_CG_Score_t$ = t년도 ROA와 D_CG_Score 간의 상호작용변수

$ROA_t * (D_CG_S1_t \sim D_CG_S5_t)$ = t년도 ROA와 D_CG_S1~D_CG_S5간의 상호작용변수

control variables

ROA_t = t년도 총자산이익률(=당기순이익/기초총자산)

DAP_t = t년도 ROA 성과조정 재량적 발생액

(Kothari et al. 2005)

$SIZE_t$ = t년도 기업규모(총자산에 자연로그를 취함)

LEV_t = t년도 부채비율(=총부채/총자산)

FOR_t = t년도 외국인 지분율

$BIG4_t$ = t년도 Big 4 제휴법인이면 1, 아니면 0

$LOSS_t$ = t년도 손실발생기업이면 1, 아니면 0

$LNBM_t$ = t년도 자기자본의 시장가치 대비 장부가치

(자연로그를 취함)

$BETA_t$ = t년도 1년간의 시장모형으로 추정된 체계적 위험

VOL_t = t년도 1년간의 주식수익률의 분산

ΣIND = 산업별 더미변수

ΣYD = 연도별 더미변수

ϵ = 잔차항

편의상 i 기업에 대한 아래첨자는 생략함

식(1)과 식(2)에서 종속변수는 회사채 신용등급(bond ratings; 이하 RATING)이다. 우리나라에서는 회사채를 발행하고자 하는 기업은 신용평가기관 두 군데 이상을 선정 한 후 회사채 발행을 위한 신용평가를 받고 이를 공시하도록 의무화하고 있다.⁷⁾ 이는 회사채를 발행하는 기업의 신용상태를 알려줌으로써 회사채에 투자를 도모하려는 채권자들을 보호하기 위해 마련된 제도이다. 본 연구는 회사채 신용등급 자료를 Fn-DataGuidePro 데이터베이스에서 추출하였으며, 이 자료원은 회사채 신용등급이 둘 이상이면 보다 낮은 등급을 제공한다. 또한 본 연구는 과거 선행연구들의 방법에 따라 신용등급이 가장 높은 등급이면 20을, 가장 낮은 등급이면 1이 되도록 측정하였다.⁸⁾

식(1)의 관심변수는 가설 1과 관련해서 총계적인 지배구조 평가점수인 CG_Score와 이들의 하위 지배구조의 구성항목 5가지(주주 권리의 보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분)이며, 본 연구는 이를 CG_S1~CG_S5로 지칭한다. 이들 자료 모두는 KCGS⁹⁾으로부터 제공받은 변수가 분석에 이용

7) 국내 신용평가기관으로는 NICE신용평가정보(주), 한국기업평가(주), 한국신용정보(주) 등이 있다.

8) 구체적인 측정방법으로는 회사채 신용등급을 이용한 과거 선행연구들과 같이 가장 상위 신용등급 AAA에 대해 20의 값을 부여하고, 다음으로 순차적으로 낮은 등급 순위에 따라 1의 값을 추가로 부여해 나갔다. 즉, AAA 다음의 하위 등급 AA+에 대해서는 19의 값을, AA에 대해서는 18의 값을 그리고 가장 하위 신용등급 D는 순차적 적용에 따라 1의 값이 할당되도록 하였다.

9) KCGS는 한국거래소, 금융투자협회, 상장회사협의회, 코스닥상장법인협의회를 사원기관으로 하여 2002년에 설립되어 2003년부터 매년 한국거래소의 유가증권상장기업과 코스닥상장기업에 있는 전체 상장기업을 대상으로 기업지배구조평가를 실시하고 이를 홈페이지에 공시하고 있다.

되었다.¹⁰⁾ KCGS로부터 CG_Score와 CG_S1~CG_S5 모두는 지배구조점수에 대해 100점으로 환산된 수치 자료를 제공받았다. 이러한 수치 변수가 가질 수 있는 이분산성(heteroskedasticity)을 통제할 목적에서 각 지배구조점수에 대해 100으로 다시 나누어 비율변수로 변환하였다.¹¹⁾

만일 가설 1에 부합되면 신용평가기관은 기업지배구조가 좋은 기업일수록 바람직한 기업지배구조를 갖춘 기업으로 평가해 회사채 발행결정시 신용등급을 상향조정할 것으로 기대된다.¹²⁾ 따라서 식(1)의 회귀계수 β_1 은 유의한 양(+)의 값이 예상된다($\beta_1 > 0$). 여기서 5가지 지배구조의 개별 부분의 경우도 총체적인 기업지배구조와 동일할 것으로 예상된다.

식(2)의 관심변수는 가설 2와 관련해서 상호작용변수($ROA * D_CG_Score$ 및 $ROA * D_CG_S1 \sim ROA * D_CG_S5$)이다. 만일 가설 2에 부합된다면 기업지배구조 평가점수 및 지배구조의 부문별 점수 중 특히 $ROA * D_CG_S4$ 의 경우¹³⁾에서 유의한 양(+)의 계수값이 나타날 것이다($\beta_3 > 0$). 즉 식(2)의 β_3 가 유의한 양(+)의 값이 관찰되면 신용평가기

관은 기업지배구조 점수가 높은 기업에서 산출된 이익의 질이 더 높다고 인지한 후 그렇지 않은 경우와 비교해 신용등급을 추가로 더 상향조정할 것을 나타낸다. 한편 상호작용변수의 경우 다중공선성 문제를 회피하기 위하여 식(2)에서 CG 변수는 지시변수(indicator variable)로 측정하였다. 즉 각 지배구조점수가 중위수를 기준으로 높으면 1, 낮으면 0으로 측정하였다. 이를 D_CG_Score 또는 $D_CG_S1 \sim D_CG_S5$ 로 지칭한다.

본 연구는 신용등급과 관련한 과거 선행연구들의 방법과 같이 종속변수는 t+1시점으로 측정하고, 설명변수 모두는 t시점으로 측정하였다(Jiang 2008; 박종일 등 2011; 김문태 등 2006 등).¹⁴⁾ 이러한 본 연구의 측정방법은 종속변수와 관심변수간의 관계에 대한 관련성 연구(association study)에서 인과관계(casuality relation)가 고려된 검증결과를 제공하며, 또한 종속변수와 관심변수에 대해 모두 t시점으로 측정하는 방법과 달리 내생성(endogeneity) 문제를 회피할 수 있다는 장점도 있다(Jiang 2008).

식(1)과 식(2)에서 통제변수로 선정된 변수는 선

10) 본 연구는 지배구조가 좋은 기업의 대응변수로 KCGS에서 평가된 지배구조 점수가 높은 기업일수록 지배구조가 좋은 기업으로 보았다. 이러한 사항은 이전 연구들에서도 보편적으로 가정한 사항이다(윤봉환과 오재영 2005; 박광우 등 2005; 최정호 2007; 김성민과 이은정 2008; 박경서 등 2009; 김유찬과 강윤식 2011).

11) KCGS의 자료를 활용한 종전 연구들에서는 기업지배구조 평가점수를 300점으로 제공받아서 연구자들이 3으로 나누어 100점으로 환산하고 이 수치점수를 분석상에 이용한 경우가 많았다.

12) 본 연구는 기업지배구조 평가점수가 높은 기업을 기업지배구조가 좋은 기업으로 보았다.

13) 보고이익의 질을 결정하는 부문은 모든 부문이라기보다는 지배구조의 개별 부문 중 감사기구와 관련한 지배구조 점수(CG_S4)가 보다 직접적으로 보고이익을 결정하는데 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어, 지배구조 점수 중 감사기구에 관한 부문 사항은 감사제도와 관련한 사항으로 감사위원회의 설치, 구성 및 운영이나 외부감사인의 선임절차 등에 관한 재무제표의 신뢰성을 제고시킬 수 있는 사항이 다수 포함되어 있다. 이와 달리 감사기구를 제외한 나머지 부문의 지배구조 항목은 내부와 외부 메커니즘이 보다 중점적으로 배점이 부여되어 있어 재무제표의 신뢰성을 제고시키는 항목과는 무관하거나 관련성이 낮은 관계로 간접적인 영향을 미칠 뿐이다. 따라서 본 연구는 $ROA * D_CG_S4$ 의 상호작용변수에서 유의한 양(+)의 결과가 관찰될 것으로 예상된다. KCGS에서의 기업지배구조 평가점수의 항목별 구체적 사항은 다음 절에 후술한다.

14) 이는 신용평가기관은 전기 기업의 재무적·비재무적 특성을 고려한 후 신용등급을 산출하기 때문이다. 예를 들어, 2011년 사업보고서에 수록된 재무 자료의 경우 공시환경의 특성상 2011년 당기 회계연도(t시점)에는 외부정보이용자들에게 정보로서 활용될 수 없고, 2011년말에 회계기간이 끝난 후 재무제표가 마감되고 외부감사를 받은 후 2012년도 1월부터 3월말 사이에 가져야 감사받은 재무제표가 자본시장에 공개되므로, 외부정보이용자들은 t+1시점 3월말(재무제표 제출마감일) 이후 보다 완전한 회계정보에 대해 이용이 가능하다.

행연구에 기초하여 회사채 신용등급에 영향을 미치는 변수를 모형식에 고려하였다(Ashbaugh-Skaife et al. 2006; Jiang 2008; 김병호 2010, 2011; 박종일 등 2011; 최 관 등 2010; 나인철과 김종현 2009; 김문태 등 2006 등). 선정된 통제변수로는 총자산이익률(ROA), 재량적 발생액(DAP), 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 외국인 지분율(FOR), 감사인 유형(BIG4), 손실발생여부(LOSS), 자기자본의 시장가치 대비 장부가치(LNBM), 체계적 위험(BETA), 주식수익률의 분산(VOL) 등이며, 또한 기업의 산업특성 차이가 신용등급의 변화에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위하여 산업더미(Σ IND)를, 경제적 환경 변화가 기업의 전반적인 특성에 미칠 수 있는 영향을 통제하기 위하여 연도더미(Σ YD)를 모형식에 추가로 고려하였다. 변수에 대한 구체적인 정의와 측정방법은 식(2)의 하단에 제시된 사항과 같으며, 통제변수의 선정 이유는 다음과 같다.

총자산이익률(ROA)은 가설 2와 관련하여 상호작용변수에서 관심변수 중 하나이며, 일반적으로 기업의 경영성과를 대표하는 요약성과 측정치이다. 즉 ROA는 발생주의회계에서 산출되는 최종의 성과지표로서 수익성(profitability)을 나타내는 측정치이다(Cheng and Subramanyam 2008). 따라서 본 연구는 ROA 변수를 모형식에 고려한 것이다(Ashbaugh-Skaife et al. 2006; Jiang 2008; 박종일 등 2011; 김병호 2010, 2011; 박종일과 남혜정 2010; 김문태 등 2006 등). ROA와 신용등급(RATING) 간에 양(+)의 관계가 예상된다. 재량적 발생액(DAP)은 경영자의 기회주의적 이익조정 행위뿐 아니라 경영자의 미래 이익에 관한 사전정보를 전달하는 수단으로 알려져 있다(Dechow

et al. 1995; Subramanyam 2006 등). 그러나 이익조정과 관련한 많은 연구들에서는 공격적인 이익조정, 즉 DAP 수준이 높은 기업일수록 경영자의 기회주의적 이익조정행위가 높다고 주장한다. 이는 DAP 수준이 높은 기업일수록 이익의 질은 낮다(Cheng and Subramanyam 2008; Dechow and Dichev 2002; Dechow et al. 1995; 박종일 등 2011; 김문태 등 2006 등). 따라서 DAP와 RATING간에는 음(-)의 관계가 예상된다(Ashbaugh-Skaife et al. 2006; Jorion et al. 2009; 박종일 등 2011; 김문태 2006 등).¹⁵⁾

기업규모(SIZE)는 일반적으로 규모가 클수록 계속기업으로써 지속적인 성장을 실현하고 있는 기업이라는 점에서 규모가 작은 기업에 비해 재무안정성이 높다. 또한 SIZE는 여러 다양한 생략된 변수(omitted variable)의 대용변수이다(Becker et al. 1998 등). 기업의 규모가 클수록 담보제공능력과 안정성이 높기 때문에 SIZE와 RATING 간에는 양(+)의 관계가 예상된다(박종일과 남혜정 2010). 부채비율(LEV)은 재무적 위험의 측정치로서 부채비율이 높은 기업일수록 채무불이행 위험이 증가할 수 있으므로, LEV와 RATING간에 음(-)의 관계가 예상된다(Jiang 2008; Cheng and Subramanyam 2008; 박종일 등 2011; 김문태 등 2006 등). 외국인 지분율(FOR)은 소유구조 변수를 모형식에 고려하기 위한 변수이다. 외국인 지분율이 높은 기업은 감시·감독의 효과성이 높을 수 있으므로, FOR과 RATING간에 양(+)의 관계가 예상된다(박종일 등 2011; 김문태 등 2006). 감사인 유형(BIG4)는 감사품질의 측정치로 과거 선행연구들은 Big 4 감사인이 감사하면 그렇지 않은 감사인의 경우보다 감

15) ROA 성과대응 측정은 Kothari et al.(2005)의 방법에 따라 측정하였다. 측정방법은 박종일 등(2011)의 연구방법에 따라 측정되었다. 이와 관련한 추정과정은 지면상 생략하므로, 선행연구인 박종일 등(2011)의 연구방법을 참고하기 바란다.

사품질이 더 높다는 것을 기술적 설명이나 실증적 증거로 제시하였다(Teoh and Wong 1993; Becker et al. 1998; Francis et al. 1999; Krishnan 2003; Behn et al. 2008 등). 선행연구에 기초할 때 BIG4와 RATING간에 양(+)의 관계가 예상된다(박종일 등 2011; 박종일과 남혜정 2010; 위준복과 김문태 2006 등). 손실발생여부(LOSS)은 이익발생기업과 비교해 신용등급에 미치는 영향에 차이가 있을 수 있으므로, 모형식에 고려하였다. LOSS와 RATING간에 음(-)의 관계가 예상된다(박종일 등 2011; 박종일과 남혜정 2010). 자기자본의 시장가치 대비 장부가치(LNBM)는 기업성과(firm performance)의 측정치이면서 동시에 성장성에 대한 변수이다(Jiang 2008; 박종일 등 2011). 박종일 등(2011)의 연구는 LNBM과 RATING간에 유의한 음(-)의 관계가 나타남을 보고하였다. 체계적 위험(BETA)와 주식수익률의 분산(VOL)은 기업의 고유위험을 나타내는 변수이다. 기업의 고유위험이 클수록 신용등급은 낮아질 수 있어 BETA 및 VOL는 RATING과 음(-)의 관계가 예상된다(박종일 등 2011; 나인철과 김종현 2009).

3.2 한국기업지배구조원의 기업지배구조 평가점수

KCGS는 2002년에 설립된 이후 2003년부터 기업지배구조 평가점수(이하 CG)를 5개 부문으로 구분하여 각 항목별로 설문조사방법과 공시된 자료 및 관련기업의 기사검색 사항을 토대로 주권상장기업에 대해 매년 CG를 산출하고 이를 홈페이지에 공시하

고 있다.

CG는 기업지배구조개선위원회가 제정한 기업지배구조 모범규준의 내용에 기초하고 있다. 1997년 동아시아 외환위기 등을 겪고 기업에 대한 감독 강화 차원에서 기업지배구조의 혁신이 이루어졌다. 이러한 차원에서 한국도 기업지배구조 모범규준을 1999년 9월 제정하여 기업의 지배구조를 개선하는 데 큰 기여를 하였다. 그러나 1999년 중반에 불거진 대우 사태 등과 2001년 발생한 미국의 엔론, 월드컴 등의 회계부정 사건은 다시 기업지배구조 모범규준의 개정을 촉발하였다. 이러한 기업 환경에 변화에 적절히 대응하기 위하여 기업지배구조개선위원회는 2003년 2월에 모범규준을 대대적으로 개정하였다. 이러한 모범규준의 많은 내용은 상법과 자본시장법 등 관련법에도 적절히 반영되었다. 그러나 기업의 지배구조 개선이 기업투명성 제고에는 도움이 되나 다른 사회적 비용이 있는 점도 주의하여야 한다.¹⁶⁾ 또한 최근 들어 기업의 지배구조는 단순한 지배구조 뿐만 아니라 기업의 사회적 책임과 지속가능경영을 수행하는 기업의 사회적 역할 그리고 기업의 지속가능한 발전에 있어 중요한 변수인 환경의 질을 개선하기 위한 환경경영을 구현하는 역할도 같이 강조되고 있다. 이를 위하여 KCGS는 관련 모범규준을 제정하고 이를 위한 ESG 평가를 시작하였다.¹⁷⁾ 2008년에 불거진 미국의 금융위기 그리고 그 이후 계속되는 유럽의 소비린부채 위기는 향후 지배구조에 대한 논의가 다시 중요한 사안이 될 것으로 예상된다. 이러한 정황으로 볼 때 기업지배구조 모범규준은 사회적 수요에 부합하기 위해 지속적으로 개선될 것이다.

16) 김인준과 이창용(2008)는 기업지배구조의 개선이 주식시장을 정상화시키는 데 기여하지만, 기업이 실물투자와 고용창출보다 주가와 소유권 방어에 더 관심을 갖는 부작용을 초래할 수 있다고 지적하였다.

17) 여기서 ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 일컫는 말로 UN PRI (UN 사회책임투자 원칙)에서 투자의사결정시 고려하도록 하고 있는 핵심 요소로서 '지속가능경영'과 연관성이 있는 용어이다. KCGS에서 ESG평가는 국내 상장법인들의 지속가능한 발전을 도모하고 촉진시키기 위하여 기존의 지배구조평가에서 사회·환경부문의 평가를 보완한 것이다.

〈표 1〉 CG의 배점기준 및 평가항목과 내용

부 문	문항수	평가점수	평 가 항 목
1. 주주의 권리보호	34	90	<ul style="list-style-type: none"> • 기업지배구조헌장 및 임직원 윤리규정의 도입여부 • 집중투표제 및 서면투표제 도입여부 • 이사 시차임기제 도입여부 • 적대적 기업인수에 대한 원칙적 방어수단 도입여부 • 이해관계자의 지분을 • 최대주주들과의 거래실적 • 주주제안, 위임장 권유안내 등 소액주주 보호여부 등
2. 이사회	35	90	<ul style="list-style-type: none"> • 사외이사 선임비율 및 이사회 참석률 • 이사회 안건에 대한 사외이사의 반대 또는 수정의견 제시 및 채택여부 • 사외이사 추천형태 • 이사들의 주식보유 현황 • 추천위원회, 보상위원회의 설립 • 대표이사와 이사회회장의 분리여부 • 성과연동형 Stock Option의 부여여부 • 이사회 활동의 자체평가 및 평가결과 공시 등
3. 공시	38	60	<ul style="list-style-type: none"> • IR 실적 • 자진·조회·정정공시 등 공시실적 • 개별이사의 이사회 참석률 공시 및 찬반여부 공시 • 인터넷 홈페이지, 감사보고서 등의 영문 공시여부 등 • 이사 개인별 보수총액 공시여부 등
4. 감사기구	18	50	<ul style="list-style-type: none"> • 감사위원회 설치, 구성, 운영 • 내부 신고자 보호제도의 구축여부 • 외부감사인 추천형태, 컨설팅 여부 등
5. 경영과실배분	3	10	<ul style="list-style-type: none"> • 시가배당수익률, 자사주 매입 • 3년간 평균배당성향, 중간배당 등
CG_Score	130	300	1+2+3+4+5의 합계(300점)에 3으로 나누어 100점으로 환산된 점수임.

주) 위에 사항은 박경서 등(2009)과 김유찬과 강윤식(2011)의 연구를 참고하여 작성됨.

〈표 1〉에서는 CG의 5개 하위 부문인 주주의 권리 보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분에 대한 각 부분의 평가 문항수와 평가점수, 그리고 평가항목의 내용을 정리한 것이다. 예를 들면, 이사회의 경우 문항수는 35개, 평가점수는 총계 300점 중 90점, 평가항목은 사외이사 선임비율, 이사회 참석률 등으로 구성된다. 문항수, 평가점수와 평가항목은 매년 조금씩의 변화는 있었으나 대체로 기본구조는 유지되어 왔다.

3.3 표본의 선정

본 연구는 2003년부터 2009년까지 한국선물증권 거래소에 상장된 유가증권상장기업을 대상으로 다음의 조건을 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) KCGS로부터 기업지배구조 평가점수에 대해 수집가능한 기업
- (2) 금융업에 속하지 않는 기업

- (3) 12월 결산법인
- (4) FnGuide 데이터베이스로부터 회사채 신용등급 자료가 이용가능한 기업
- (5) NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE에서 감사인 명단, 시장자료 및 분석에 필요한 기타 재무자료가 입수가 가능한 기업
- (6) 자본잠식기업은 제외

본 연구의 분석대상 표본은 유가증권상장기업이고, 분석기간은 $t+1(t)$ 시점의 종속변수(관심변수와 설명변수)를 기준으로 2004년부터 2010년까지(2003년부터 2009년까지) 7년간이다. 조건 (1)은 자료원에 기초한 사항이다.¹⁸⁾ 조건 (2)에서 금융업을 제외한 이유는 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반기업과 상이할 수 있어 선정된 표본의 동일한 조건하에서 비교가능성을 제고하기 위함이다. 조건 (3)은 표본의 동질성 확보를 위하여 추가된 사항이고, 조건 (4) 및 (5)는 분석에 필요한 자료에 대한 사항이다. 앞서 설명한 것처럼 본 연구는 신용평가기관의 회사채 신용등급 자료는 FnGuide 데이터베이스로부터 추출하였고, 나머지 식(1)과 식(2)의 모형식 설정을 위해 필요한 자료는 모두 NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE에서 추출하였다. 조건 (6)에서 자본잠식기업을 제외시킨 이유는 정상기업과 달리 이들 기업은 회계정보의 왜곡가능성이 높기 때문이다. 본 연구는 변수들에 대한 극단치 처리를 식(1)에서 종속변수와 관

심변수, 그리고 자연로그 값을 취한 변수 및 더미변수를 제외한 나머지 연속변수에 대해서는 각 변수의 상하 1% 내에서 조정(winsorization) 하였다. 한편 이상의 조건을 만족시키는 최종표본은 분석기간 동안에 956개 기업/연 자료였다.

〈표 2〉에는 표본의 특성을 나타내었다. 산업의 구분은 NICE신용평가정보(주)의 주식분류 기준에 따라 보고하였다. 〈표 2〉의 Panel A부터 C까지는 산업별, 연도별, 기업규모별로 기업지배구조 평가점수(CG_Score)의 평균을 보고하였다. Panel A를 보면, 분석에 포함된 표본의 빈도수는 건설업(165개, 17.3%), 화학(131개, 13.7%), 서비스업(130개, 13.6%) 순으로 높고, 이들 산업의 표본은 10% 이상을 차지한다. 반면, 의료장비(1개, 0.1%)와 통신업(2개, 0.2%)이 가장 적은 빈도수를 보인다. 그러나 전반적으로 전 업종에 고루 분포되어 있음을 볼 수 있다. CG_Score는 운수장비(42.7점)과 전기가스업(40.3점)이 40% 이상으로 평균 37점보다 높고, 의료장비(28.0점)가 가장 낮게 나타났다. Panel B에서 회사채 발행기업의 수는 시간이 경과되면서 점차 증가되는 추세이다. CG_Score는 2003년의 39.7점에서 2004년에는 23.5점으로 낮아졌으나, 이후 다시 증가세를 보인다.¹⁹⁾ 특히 2006년부터는 전체 평균인 37점을 상회한다. Panel C에서 기업규모가 클수록 CG_Score의 평균이 대체로 높게 나타나고 있다. 이는 기업규모가 클수록 기업지배구조 평가점수가 높다는 것을 의미한다. 특히 1조원 이상

18) KCGS의 도움으로 기업지배구조 평가점수와 관련한 자료는 기업지배구조 총점수 및 5개 지배구조 부문에 대한 총계점수에 대해 2003년부터 2011년도까지 유가증권상장기업에 상장된 모든 자료를 확보할 수 있었다. 그러나 2011년도 자료는 현재 분석상 시점에서 회사채 발행을 위한 신용등급이 모두 발행되지 않은 시점이라서 분석기간을 종속변수 $t+1$ 시점에 2010년도로 제한하였고, 종속변수의 측정시점이 $t+1$ 이므로, 관심변수인 기업지배구조 평가점수와 부문별 점수의 경우 연구설계상에 t 시점에 해당되기 때문에 2003년부터 2009년까지의 자료가 이용되었다. 또한 본 연구의 경우 회사채를 발행하지 않은 기업은 지배구조 평가점수를 활용할 수 없기 때문에 분석에서 제외되었다. 이는 회사채 신용등급을 이용한 연구들에서의 분석상 공통되는 특성이다.

19) 2004년과 2005년도의 기업지배구조 점수가 상대적으로 낮은 결과를 보이는 것은 KCGS의 평가항목별 구성과 배점이 변경된 결과로 판단된다.

〈표 2〉 표본의 분포 특성

Panel A : 표본의 산업별 분포와 평가점수 분포								
Industry	전체표본							
	표본수	백분율(%)	CG_Score(평균)					
건설업	165	17.3%	36.6					
기계	21	2.2%	35.6					
비금속광물	30	3.1%	35.1					
서비스업	130	13.6%	38.3					
섬유, 의복	12	1.3%	33.3					
운수장비	44	4.6%	42.7					
운수장고	42	4.4%	36.2					
유통업	86	9.0%	36.8					
음식료업	64	6.7%	32.5					
의료장비	1	0.1%	28.0					
의약품	38	4.0%	34.8					
전기, 전자	64	6.7%	36.8					
전기가스업	23	2.4%	40.3					
종이, 목재	31	3.2%	31.3					
철강, 금속	56	5.9%	39.1					
통신업	2	0.2%	63.5					
화학	131	13.7%	38.3					
업종미분류	16	1.7%	30.8					
합 계	956	100%	37.0					

Panel B : 표본의 연도별 평가점수 분포								
구 분	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	합계/평균
표본수	98	141	136	136	139	146	160	956
CG_Score	39.7	23.5	26.7	40.7	41.2	42.8	43.8	37.0

Panel C : 기업규모별 평가점수 분포		
SIZE	표본수	CG_Score(평균)
2조원 이상	258	45.4
1조원 이상~2조원 미만	196	37.5
5천억원 이상~1조원 미만	156	33.9
1천억원 이상~5천억원 미만	306	32.2
1천억원 미만	40	28.4

주) 산업별 구분은 NICE신용평가정보(주)의 KISVALUE에 수록된 주식분류 기준에 따라 보고함.

~2조원 미만에서는 평균을 조금 상회한 수준이지만, 2조원 이상의 자산규모이면 45.4점으로 월등히 높다. 반면 1조원 이상~2조원 미만은 평균보다 낮고, 특히 1천억원 미만의 기업들은 가장 낮은 점수(28.4점)로 나타났다.

〈표 3〉에는 종속변수 RATING의 신용등급과 관련한 각 등급별 표본의 빈도수와 지배구조 평가점수를 나타내었다. 〈표 3〉을 보면, 분석기간 중 표본의 신용등급이 'A-'(14점)인 경우가 13.4%로 가장 빈도수가 높다. 'A-'의 신용등급의 CG_Score는 37.7

점으로 평균(37점)과 유사한 수준이다. 'AAA' 신용등급의 CG_Score는 가장 높은 50.2점으로 나타나고 있으며, 등급이 낮아질수록 점차 CG_Score도 동시에 낮아지는 추세를 보인다. 이러한 추세는 'B-' 등급까지 나타나며, 낮은 신용등급인 'CCC'와 'D'의 경우는 이러한 패턴을 따르는 않았다. 그러나 이들 표본은 상대적으로 빈도수가 적기 때문에 전반적으로는 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 신용등급이 높아진다는 사실을 알 수 있다.

〈표 3〉 회사채 신용등급의 표본 분포와 평가점수 분포

Grade	RATING	전체표본		
		빈도수	백분율 (%)	CG_Score
AAA	20	8	0.8%	50.2
AA+	19	26	2.7%	47.5
AA	18	42	4.4%	44.2
AA-	17	87	9.1%	43.4
A+	16	92	9.6%	42.1
A	15	111	11.6%	40.0
A-	14	128	13.4%	37.7
BBB+	13	115	12.0%	33.8
BBB	12	121	12.7%	32.2
BBB-	11	91	9.5%	32.2
BB+	10	38	4.0%	32.8
BB	9	31	3.2%	31.1
BB-	8	13	1.4%	29.0
B+	7	13	1.4%	31.6
B	6	15	1.6%	28.5
B-	5	4	0.4%	21.9
CCC	4	13	1.4%	36.7
CC	3	1	0.1%	24.3
C	2	4	0.4%	25.0
D	1	3	0.3%	39.6
합 계		956	100%	

주) 본 연구에서 회사채 신용등급은 FnGuide 데이터베이스로부터 추출된 자료를 이용했으며, 분석기간 2003년부터 2009년까지의 자료를 통합한 결과임.

IV. 실증분석결과

4.1 주요 변수의 기술통계

식(1)에 사용된 주요 변수들의 기술통계는 <표 4>에 나타내었다. 표를 보고할 때 전체표본의 결과 외에도 CG_Score의 중위수를 기준으로 높은 집단과 낮은 집단으로 표본을 나누어 각 변수의 평균과 중위수를 보고한 후, 이들 두 집단에 대한 각 변수의 차이검증을 실시하였다.

<표 4>를 보면, 전체표본의 경우 신용등급(RATING)의 평균(중위수)이 13.385(14)이다. 이는 앞서 살펴본 <표 3>의 결과와 같이 표본에서 신용등급의 평균이 'A-'를 받았음을 나타낸다. CG_Score의 평균(중위수)은 앞서 살펴본 바와 같이 100점 만점 중 37점이다. 세부 부문에서는 CG_S1(주주의 권리보호)의 평균이 49.8점으로 가장 높고, CG_S4(감사기구, 39.2점), CG_S3(공시, 39.2점), CG_S5(경영과실배분, 27.4점), CG_S2(이사회, 24.8점) 순으로 나타났다. CG_S1, CG_S3, CG_S4는 평균인 37점 이상을, CG_S2와 CG_S5는 평균보다 낮았다. 이는 이사회 특성이나 경영과실배분의 경우가 국내의 유가증권시장기업들의 지배구조 측면에서 열악한 수준임을 보여준다. 반면 앞서의 두 부문 점수와 비교해 주주의 권리보호, 공시 수준 및 감사제도는 기업지배구조 수준이 보다 나은 편이다.

총자산이익률(ROA)은 평균과 중위수 모두 양(+)

의 값이며, ROA 성과조정 채량적 발생액(DAP)은 모두 영(0)보다 낮은 음(-)의 값이다.²⁰⁾

기업규모(SIZE)의 평균(중위수)은 27.511(27.553)이고,²¹⁾ 부채비율(LEV)의 평균과 중위수는 모두 50%를 조금 상회하며, 외국인 지분율(FOR)의 평균은 5.5% 정도였다. BIG4의 평균이 83.1%로 나타나 회사채 발행기업들은 대형 회계법인으로부터의 감사를 선호하는 것으로 나타났다. 손실발생기업 비중(LOSS)은 13.7%였다. 또한 자기자본의 시장가치 대비 자기자본(LNBM)의 평균(중위수)은 0.107(0.137)로 로그 값을 취하기 전으로 치환하면 1.113(1.147)이다. 체계적 위험(BETA)의 평균(중위수)은 0.920(0.923)으로 1보다 조금 낮은 수준이며, 주식수익률의 분산(VOL)은 0.522(0.488)였다.

CG_Score의 중위수를 기준으로 나누어 각 표본의 특성을 살펴보면 기업지배구조 점수가 높은 기업들이 낮은 경우보다 신용등급, 총자산이익률, 기업규모, 외국인 투자비율, Big 4 감사인의 선임비율, 체계적 위험이 높거나 크다. 그러나 자기자본의 시장가치 대비 장부가치 비중은 낮았다.

4.2 상관관계 분석

식(1)의 모형식에 사용된 변수간의 피어슨 상관관계 결과는 <표 5>에 나타내었다. 지면상 Panel A에는 식(1)의 변수들 중 종속변수, CG_Score, 통제변수 간의 상관성을, Panel B에는 종속변수와 관심변수(CG_Score, CG_S1~CG_S5) 간의 상관성을

20) DAP의 평균이 영(0)보다 약간 낮은 음(-)의 값을 가지는 것은 본 연구의 경우 상장기업 전체를 대상으로 채량적 발생액이 추정되었기 때문이다. 이러한 결과는 회사채 신용등급이 있는 기업을 대상으로 표본이 구성되었기 때문에 회사채 신용등급을 발행되지 않은 기업들이 보다 높은 양(+)의 값을 가지고 있음을 나타낸다.

21) 자연로그를 취하기 전의 값으로 다시 환산하면 886,901(924,944)백만원이었다. 이는 동일 분석기간의 전체표본에서 총자산의 평균(중위수)이 105,699(82,201)백만원이라는 점을 고려하면 회사채 발행기업들은 평균적으로 자산규모가 매우 큰 기업임을 알 수 있다.

〈표 4〉 주요 변수의 기술통계 및 차이검증

Variable	전체표본 (N = 956)					D_CG_Score = 1 (high, N = 478)		D_CG_Score = 0 (low, N = 478)		Difference Test	
	Mean	Median	STD	Min	Max	Mean	Median	Mean	Median	t test	W test
<i>RATING</i>	13.385	14	3.269	1	20	14.454	15	12.316	12	10.695***	10.835***
<i>CG_Score</i>	0.370	0.363	0.112	0.157	0.710	—	—	—	—	—	—
<i>CG_S1</i>	0.498	0.494	0.102	0.222	0.756	0.553	0.556	0.443	0.444	9.608***	6.804***
<i>CG_S2</i>	0.248	0.233	0.137	0.011	0.785	0.346	0.337	0.150	0.140	31.406***	22.971***
<i>CG_S3</i>	0.382	0.360	0.154	0.050	0.912	0.469	0.450	0.297	0.283	20.830***	7.819***
<i>CG_S4</i>	0.392	0.366	0.238	0	1	0.554	0.570	0.231	0.200	8.536***	1.196***
<i>CG_S5</i>	0.274	0.300	0.217	0	1	0.299	0.300	0.248	0.267	3.670***	3.424***
<i>ROA</i>	0.042	0.043	0.067	-0.234	0.208	0.046	0.046	0.039	0.038	1.680*	1.627*
<i>DAP</i>	-0.003	-0.002	0.073	-0.246	0.192	-0.003	-0.006	0.003	0.000	0.107	1.000
<i>SIZE</i>	27.511	27.553	1.306	23.937	30.892	27.996	28.024	27.025	26.941	2.385***	11.430***
<i>LEV</i>	0.537	0.559	0.166	0.125	0.895	0.528	0.558	0.537	0.565	-1.817*	-1.510
<i>FOR</i>	0.055	0	0.101	0	0.615	0.062	0	0.048	0	2.077**	2.668***
<i>BIG4</i>	0.831	1	0.375	0	1	0.887	1	0.774	1	4.704***	4.653***
<i>LOSS</i>	0.137	0	0.344	0	1	0.126	0	0.149	0	-1.034	-1.034
<i>LNBM</i>	0.107	0.137	0.779	-1.818	1.921	-0.002	0.052	0.217	0.225	-4.374***	-4.347***
<i>BETA</i>	0.920	0.923	0.379	0.079	1.750	1.003	1.012	0.838	0.844	6.830***	6.398***
<i>VOL</i>	0.522	0.488	0.165	0.240	1.042	0.521	0.490	0.523	0.484	-0.172	-0.483

주1) 변수의 정의: $RATING_{t+i} = t+1$ 년도 회사채 신용등급, $CG_Score_t = t$ 년도 KCGS의 기업지배구조 평가점수, $CG_SI_t = t$ 년도 주주의 권리보호에 관한 지배구조점수, $CG_S2_t = t$ 년도 이사회 특성에 관한 지배구조점수, $CG_S3_t = t$ 년도 공시에 관한 지배구조점수, $CG_S4_t = t$ 년도 감사기구 특성에 관한 지배구조점수, $CG_S5_t = t$ 년도 경영과실배분에 관한 지배구조점수, $ROA_t = t$ 년도 총자산이익률(=당기순이익/기초총자산), $DAP_t = t$ 년도 ROA 성과조정 재량적 발생액(Kothari et al. 2005), $SIZE_t = t$ 년도 기업규모(총자산에 자연로그를 취함), $LEV_t = t$ 년도 부채비율(=총부채/총자산), $FOR_t = t$ 년도 외국인 지분율, $BIG4_t = t$ 년도 Big 4 제휴법인이면 1, 아니면 0, $LOSS_t = t$ 년도 손실발생기업이면 1, 아니면 0, $LNBM_t = t$ 년도 자기자본의 시장가치 대비 장부가치(자연로그를 취함), $BETA_t = t$ 년도 1년간의 시장모형으로 추정된 체계적 위험, $VOL_t = t$ 년도 1년간의 주식수익률의 분산임. 단, D_CG_Score = 1은 CG_Score 점수의 중위수보다 높으면 기업이고, D_CG_Score = 0은 CG_Score 점수의 중위수보다 낮은 기업임.

주2) 2003년부터 2009년까지 자료를 통합하여 보고함.

주3) 평균에 대해서는 t 검증을, 중위수에 대해서는 Wilcoxon 부호순위합검증(W 검증)을 보고함.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

지면상 나누어 보고하였다.²²⁾ 〈표 5〉를 보면, Panel A와 B에서 CG_Score 및 이들의 부문별 CG_S1~CG_S5는 RATING과 모두 유의한 양(+)의 상관성을 가지고 있다. 즉 신용평가기관은 좋은 기업지

배구조 평가점수를 받는 기업에 대하여 보다 높은 신용등급을 부여한다는 것을 의미한다. 그러나 이들의 관계는 RATING에 영향을 미칠 수 있는 다른 일정 변수들이 통제되지 않은 결과이므로, 다변량 회

22) CG_Score와 CG_S1~CG_S5를 식(2)의 모형식에 고려된 사항과 같이 이들 변수를 더미변수로 측정할 경우에도 RATING과 모두 유의한 양(+)의 상관성이 나타났다.

〈표 5〉 주요 변수간 상관관계

Panel A : 식(1)의 변수간의 상관성

Variable	<i>RATING</i>	<i>CG_Score</i>	<i>ROA</i>	<i>DAP</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>FOR</i>	<i>BIG4</i>	<i>LOSS</i>	<i>LNBM</i>	<i>BETA</i>	<i>VOL</i>
<i>RATING</i>	1	0.398 (0.000)	0.482 (0.000)	-0.083 (0.010)	0.590 (0.000)	-0.443 (0.000)	0.203 (0.000)	0.261 (0.000)	-0.355 (0.000)	-0.287 (0.000)	-0.006 (0.860)	-0.442 (0.000)
<i>CG_Score</i>		1	0.061 (0.060)	-0.028 (0.388)	0.502 (0.000)	-0.065 (0.044)	0.106 (0.001)	0.214 (0.000)	-0.024 (0.467)	-0.232 (0.000)	0.350 (0.000)	0.001 (0.000)
<i>ROA</i>			1	0.017 (0.608)	0.190 (0.000)	-0.413 (0.000)	0.128 (0.000)	0.095 (0.003)	-0.658 (0.000)	-0.290 (0.000)	-0.020 (0.533)	-0.314 (0.000)
<i>DAP</i>				1	-0.064 (0.049)	-0.047 (0.151)	0.006 (0.861)	-0.061 (0.058)	0.033 (0.310)	0.124 (0.000)	-0.036 (0.265)	0.008 (0.795)
<i>SIZE</i>					1	0.083 (0.011)	0.156 (0.000)	0.317 (0.000)	-0.110 (0.001)	-0.201 (0.000)	0.409 (0.000)	-0.096 (0.003)
<i>LEV</i>						1	-0.106 (0.001)	-0.021 (0.514)	0.254 (0.000)	-0.017 (0.592)	0.221 (0.000)	0.352 (0.000)
<i>FOR</i>							1	-0.032 (0.317)	-0.059 (0.070)	-0.122 (0.000)	-0.037 (0.249)	-0.186 (0.000)
<i>BIG4</i>								1	0.026 (0.423)	-0.151 (0.000)	0.141 (0.000)	-0.102 (0.002)
<i>LOSS</i>									1	0.088 (0.007)	0.083 (0.011)	0.267 (0.000)
<i>LNBM</i>										1	-0.201 (0.000)	0.026 (0.425)
<i>BETA</i>											1	0.428 (0.000)
<i>VOL</i>												1

Panel B : 종속변수와 지배구조 평가점수 간의 상관성

Variable	<i>RATING</i>	<i>CG_S1</i>	<i>CG_S2</i>	<i>CG_S3</i>	<i>CG_S4</i>	<i>CG_S5</i>	<i>CG_Score</i>
<i>RATING</i>	1	0.182 (0.000)	0.293 (0.000)	0.334 (0.000)	0.335 (0.000)	0.275 (0.000)	0.398 (0.000)
<i>CG_S1</i>		1	0.347 (0.000)	0.171 (0.000)	0.342 (0.000)	0.054 (0.097)	0.581 (0.000)
<i>CG_S2</i>			1	0.601 (0.000)	0.782 (0.000)	-0.013 (0.680)	0.885 (0.000)
<i>CG_S3</i>				1	0.523 (0.000)	0.038 (0.315)	0.718 (0.000)
<i>CG_S4</i>					1	-0.025 (0.448)	0.862 (0.000)
<i>CG_S5</i>						1	0.102 (0.002)
<i>CG_Score</i>							1

주1) 분석기간 2003년부터 2009년까지 전체표본을 대상으로 보고함(N=956 기업/연).

주2) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 같음.

주3) 괄호안의 수치는 p 값임(양측검증).

귀분석을 통해 확인할 필요가 있다.

한편, CG_S4, CG_S3, CG_S2, CG_S5, CG_S1 순으로 RATING과의 양(+)의 상관성이 높고, CG_Score는 세부 부문 중 CG_S2, CG_S4, CG_S3, CG_S1, CG_S5 순으로 양(+)의 상관성이 높게 나타났다. 즉 다른 지배구조 부문에 비해 이사회 및 감사기구에 대한 지배구조 부문이 신용등급과 보다 높은 양(+)의 상관성이 있으며, 또한 기업지배구조 평가점수는 세부 항목 중 이사회 특성, 감사기구 및 공시에 관한 지배구조 부문이 주주의 관리보호나 경영과실배분보다 높은 상관성이 있다. 전반적으로 이들의 결과는 신용평가기관이 기업지배구조를 고려한 신용등급을 산출하고 있음을 나타낸다. 또한 RATING에 미치는 효과가 높은 변수는 SIZE로 두 변수간 상관성이 59%로 가장 높고, LEV와 VOL이 대략 44%를, CG_Score도 39.8%로 높게 나타났다. 앞서 <표 2>의 Panel C에서 살펴보았듯이, 일반적인 기대와 같이 SIZE와 CG_Score 변수간에는 50.2%로 통제변수 중 가장 높은 양(+)의 상관성을 보인다. 따라서 이들 변수간의 다중공선성 문제를 극복할 필요가 있다.²³⁾

RATING과 통제변수와의 관계는 모두 유의한 상관성을 보인다. 구체적으로는 ROA, SIZE, FOR, BIG4는 RATING에 대해 유의한 양(+)의 상관성을, DAP, LEV, LOSS, LNBM, BETA, VOL은 RATING에 대해 유의한 음(-)의 상관성을 가지고 있다. 이는 대체로 예상과 일치된 결과로서 총자산 이익률이 높을수록, 기업규모가 클수록, 외국인투자

자 지분율이 높을수록, Big 4 감사인이 감사하면 신용등급이 높는데 반해, 재량적 발생액이 높을수록, 부채비율이 높을수록, 손실발생기업이면, 자기자본의 시장가치 대비 장부가치의 비중이 높을수록, 체계적 위험이 클수록, 주식수익률의 분산이 클수록 신용등급은 낮아진다는 결과이다.

4.3 가설 1의 검증결과

가설 1의 검증을 위하여 식(1)의 모형을 이용한 회귀분석 결과는 <표 6>에 나타내었다. Panel A에는 OLS의 회귀결과와 군집성이 통제된 Cluster-adjusted Ordered Probit 회귀분석 결과를 비교목적상에 각각 제시하였다. 또한 모형 1과 3은 CG_Score의 결과를, 모형 2와 4는 지배구조 부문별 항목(CG_S1~CG_S5)의 결과를 보고하였다. Panel A에서는 지배구조 부문별 항목을 모두 포함한 결과를, Panel B와 C에서는 개별 회귀분석한 결과를 비교목적상에 보고하였다. 지면상 Panel B와 C는 주된 관심변수를 중심으로 요약하여 보고하였다. 한편, 회귀분석시에는 산업(ΣIND)과 연도(ΣYD) 더미변수가 모형식에 고려된 결과이지만, 표의 간결성을 위하여 보고는 생략한다. 따라서 본 연구의 검증결과들은 산업과 연도별 차이가 통제된 후의 결과이다.

<표 6>의 결과를 보면, Panel A의 추정모형 모두 F -값($Wald X^2$)이 통계적으로 유의한 값이 나타나 본 연구에서 설정된 모형식에 적합성이 있음을 나타

23) SIZE와 CG_Score간의 높은 상관성을 통제하고 분석하는 방법으로 본 연구는 SIZE를 종속변수로 하고, CG_Score를 설명변수로 하는 회귀분석을 수행한 후, 여기서 얻어진 잔차항을 SIZE의 대용변수로 모형식(1)과 식(2)에 고려하여 분석하였다. 이렇게 분석하면 두 변수간이 서로 직교되어 다중공선성(multicollinearity) 문제를 회피할 수 있고 두 변수가 RATING에 미치는 각 개별 효과는 포착하는데 있어 유용한 방법을 제공한다. 이 방법은 과거 선행연구들에서도 변수간에 다중공선성 문제가 발생되면 사용되었던 방법이다(Jiang 2008; Fortin and Pittman 2007; 최 관 등 2010 등).

〈표 6〉 가설 1에 대한 검증결과

Panel A : OLS regression, Ordered Probit regression (test variables: continuous variable)

Variable	pred. sign	OLS regression		Cluster-adjusted Ordered Probit regression	
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>intercept</i>	?	17.187 (31.202***)	16.475 (25.638***)	7.320 (11.45***)	6.994 (9.93***)
<i>CG-Score</i>	+	8.884 (11.281***)	—	6.381 (8.33***)	—
<i>CG_S1</i>	+	—	3.495 (4.902***)	—	2.155 (3.19***)
<i>CG_S2</i>	+	—	2.488 (2.793***)	—	1.586 (2.33**)
<i>CG_S3</i>	+	—	2.282 (4.663***)	—	1.796 (4.47***)
<i>CG_S4</i>	+	—	0.674 (1.693*)	—	0.618 (1.79*)
<i>CG_S5</i>	+	—	1.303 (4.659***)	—	0.850 (3.29***)
<i>ROA</i>	+	3.475 (2.690***)	3.268 (2.522***)	0.719 (0.75)	0.656 (0.69)
<i>DAP</i>	-	-1.642 (-2.120**)	-1.513 (-1.954**)	-1.009 (-1.80*)	-0.912 (-1.65*)
<i>SIZE</i>	+	1.327 (20.359***)	1.359 (19.820***)	1.005 (12.15***)	1.024 (12.08***)
<i>LEV</i>	-	-6.466 (-15.252***)	-6.449 (-15.227***)	-4.899 (-10.13***)	-4.896 (-10.25***)
<i>FOR</i>	+	0.421 (0.728)	0.305 (0.528)	0.445 (0.54)	0.377 (0.48)
<i>BIG4</i>	+	0.146 (0.913)	0.156 (0.974)	0.035 (0.21)	0.041 (0.25)
<i>LOSS</i>	-	-0.889 (-4.006***)	-0.833 (-3.757***)	-0.517 (-3.29***)	-0.481 (-3.07***)
<i>LNBM</i>	-	-0.737 (-8.024***)	-0.779 (-8.364***)	-0.656 (-6.67***)	-0.680 (-7.11***)
<i>BETA</i>	-	-0.768 (-3.686***)	-0.711 (-3.402***)	-0.805 (-3.72***)	-0.777 (-3.65***)
<i>VOL</i>	-	-4.103 (-8.319***)	-3.786 (-7.552***)	-2.007 (-4.52***)	-1.861 (-4.16***)
<i>ΣIND</i>		Included	Included	Included	Included
<i>ΣYD</i>		Included	Included	Included	Included
<i>adj. R² (Pseudo R²)</i>		0.732	0.734	0.303	0.305
<i>F Value (Wald X²)</i>		101.152***	88.722***	6016.48***	636.94***

〈표 6〉 가설 1에 대한 검증결과 (계속)

Panel B : OLS regression- test variables (test variables: continuous variable)

Variable	pred. sign	CG_S1	CG_S2	CG_S3	CG_S4	CG_S5
coefficient (t-value)	+	3.977 (5.308***)	5.576 (7.909***)	3.511 (7.989***)	2.117 (6.236***)	1.417 (4.820***)
control variables	?	Included	Included	Included	Included	Included

Panel C : Clustered-adjusted Ordered Probit regression (test variables: continuous variable)

Variable	pred. sign	CG_S1	CG_S2	CG_S3	CG_S4	CG_S5
coefficient (t-value)	+	2.327 (3.55***)	3.829 (7.28***)	2.546 (7.03***)	1.543 (5.30***)	0.854 (3.55***)
control variables	?	Included	Included	Included	Included	Included

주1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 같음.

주2) OLS regression의 괄호안의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.

주3) Clustering-adjusted Ordered Probit regression의 설명력은 Pseudo R²이며, 모형의 적합성은 Wald X²임.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

주5) Panel B와 C의 분석결과는 CG_S1부터 CG_S5까지를 개별 회귀분석을 수행한 후 주된 관심변수만을 요약정리한 것임.

낸다.²⁴⁾ Panel A(OLS)의 회귀분석결과는 모형의 설명력(adj. R²)이 대략 73%로 높게 나타났다. 반면 Panel B(Ordered Probit)의 회귀분석결과는 모형의 설명력(Pseudo R²)이 30% 정도로 OLS의 결과보다 2.5배 정도 낮았다.

관심변수 CG_Score와 CG_S1~CG_S5 모두는 신용등급에 영향을 미치는 일정 변수들을 통제한 후에도 RATING에 대해 유의한 양(+)의 계수값을 보이고 있다.²⁵⁾ 이는 앞서 〈표 5〉의 결과와 일치한다. 또한 Panel A~C에서 볼 수 있듯이 지배구조 부문별 점수를 통합한 결과와 개별 회귀분석한 결과 모두 지배구조 부문별 점수는 RATING에 대해 유

의한 양(+)의 계수값을 가지고 있다. 즉 부문별 지배구조점수에 대해 개별 회귀분석이나 통합한 분석 결과 간에 차이가 없다. 그리고 이 결과는 OLS뿐 아니라 군집성이 통제된 Cluster-adjusted Ordered Probit 회귀분석 결과 역시 일치된 결과로 나타났다.

특히 CG_S1이 유의한 양(+)의 결과로 나타난 것은 흥미로운 결과이며 주목할 만한 사항이다. Ashbaugh-Skaife et al.(2006)의 경우 높은 주주보호장치를 가진 기업은 낮은 신용등급을 받는다는 결과를 제시한 후 이를 강력한 주주보호장치를 가진 기업에서는 채권자에서 주주로의 부의 재분배 효과가 일어날 수 있고, 이에 대한 우려가 이상의 결

24) 모형식에 포함된 변수들간 다중공선성 문제가 있는지를 분산팽창요소(variance influence factor: VIF) 값으로 확인하였다. 일반적으로 VIF 값이 10 이상을 상회하면 설정된 회귀모형식에서 변수간의 다중공선성 문제가 심각한 것으로 판단한다. 예로, 〈표 6〉에서 모형 1의 경우 VIF의 최대값은 CG_Score 변수에서 2.574이었고, 모형 2는 CG_S2 변수에서 4.999로 나타났다. 이 결과로 볼 때 〈표 6〉의 결과에서 변수간의 다중공선성 문제는 심각하지 않음을 나타낸다.

25) 지면상 표로 보고하지 않았지만, 가설 2에서 사용될 CG_Score 및 CG_S1~CG_S5에 대한 터미변수로 측정된 결과에서도 Panel A와 절적으로 유사한 결과가 나타났다. 특히 CG_S1~CG_S5의 경우 모두 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수값이 나타났다.

과를 초래한 것이라고 해석하였다. 김병호(2011)의 연구도 주주보호의 항목과 관련되는 개별항목 접근법을 이용한 결과는 이들 항목의 경우 통계적으로 유의미하지 않았다. 본 연구의 분석결과가 미국의 선행연구와 일치하지 않고 강력한 주주보호장치가 신용등급과 양(+)의 관계를 나타내는 것은 미국과 달리 한국에서는 주주와 채권자의 이해관계의 상충에 따른 대리비용이 높지 않고 미국과 달리 기업의 자금조달에 있어 자기자본조달이 차지하는 비중이 크지 않기 때문이라고 사료된다.

이상의 분석결과는 좋은 지배구조를 갖춘 기업일수록 신용평가기관은 호의적인 반응(favourable response)을 보인다는 결과로서 기업이 바람직한 지배구조를 갖추어 지배구조 평가점수가 높은 기업이면 신용등급이 보다 높아짐을 나타냈다. 이러한 결과는 주주의 권리보호를 위한 장치가 잘 갖추어지고, 이사회 구성과 운영이 효과적이고, 공시제도가 잘 정립되어 있고, 감사기구의 설치, 구성 및 운영이 잘 작동되고, 그리고 주주 부의 배분이 잘 이루어지면, 즉 지배구조가 좋은 기업일수록 자본시장의 정보중개인인 신용평가기관으로부터 해당기업의 가치는 높게 평가받고 있음을 의미한다. 따라서 가설 1은 지지된 결과로 나타났다. 또한 이러한 사항은 기업지배구조 평가점수뿐 아니라 지배구조 평가점수를 구성하는 5가지 항목별 모두에서 일치된 결과로 나타났다.

통제변수의 결과는 FOR, BIG4 변수를 제외하면 <표 5>에서의 두 변수 간의 상관관계 결과와 대체로 일치된 결과를 보이고 있다. 따라서 이와 관련한 별도의 논의는 생략한다.

4.4 가설 2의 검증결과

가설 2를 검증을 위하여 식(2)의 모형식을 이용한 회귀분석 결과는 <표 7>에 나타내었다. 표 보고 방식은 앞서 <표 6>의 Panel A의 경우와 동일하다. <표 7>의 결과를 보면, 추정모형의 F -값(Wald X^2)은 모두 유의한 수준으로 나타나고 있다.²⁶⁾ Panel A(OLS)의 회귀분석결과는 모형의 설명력(adj. R^2)이 모형 1과 2에서 대략 72%로 앞서 <표 6>의 경우와 유사한 수준이다. 반면 Panel B(Ordered Probit)의 회귀분석 결과는 모형의 설명력(Pseudo R^2)이 대략 30%로 나타났다.

ROA*D_CG_Score 및 ROA*D_CG_S1~ROA*D_CG_S5의 경우 신용등급에 영향을 미치는 일정 변수를 통제된 후에도 ROA*D_CG_Score는 OLS 및 Ordered Probit 회귀분석결과 모두 RATING에 대해 통계적으로 유의한 값이 나타나지는 않았다. 반면 OLS의 경우에는 ROA*D_CG_S3, ROA*D_CG_S4는 RATING에 대해 유의한 양(+)의 계수값을, ROA*D_CG_S5는 RATING에 대해 유의한 음(-)의 계수값을 보이고 있지만, Ordered Probit의 경우에는 ROA*D_CG_S3와 ROA*D_CG_S4만 유의한 양(+)의 계수값이 나타났다. 종속변수가 신용등급의 서열변수라는 속성을 보다 잘 반영한 분석이 Ordered Probit 회귀분석이라는 점에서 ROA*D_CG_S5의 결과는 OLS보다 Ordered Probit 분석결과로 해석될 필요가 있다.

특히 본 연구의 관심사항인 ROA*D_CG_S4의 결과는 분석방법에 관계없이 신용등급에 영향을 미치는 변수들을 통제된 후에도 유의한 양(+)의 결과로

26) <표 7>에 대해 변수간 다중공선성 문제가 있는가를 알아본 결과에 따르면, 모형 1은 ROA*CG_Score 변수에서 VIF 값이 2.562로 나타났고, 모형 2에서는 ROA*CG_S4에서 3.787로 나타났다. 이러한 결과로 볼 때 <표 7>에서의 변수간 다중공선성 문제는 심각하지 않음을 알 수 있다.

〈표 7〉 가설 2에 대한 검증결과

Variable	pred. sign	OLS regression		Clustered-adjusted Ordered Probit regression	
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>intercept</i>	?	18.194 (47.197***)	19.226 (37.086***)	8.813 (15.15***)	8.833 (15.47***)
<i>D_CG</i>	+	1.294 (7.798***)	—	0.768 (5.97***)	—
<i>D_CG_S1</i>	+	—	0.626 (4.018***)	—	0.460 (3.84***)
<i>D_CG_S2</i>	+	—	0.538 (3.012***)	—	0.301 (2.59***)
<i>D_CG_S3</i>	+	—	0.308 (1.985**)	—	0.302 (3.02***)
<i>D_CG_S4</i>	+	—	0.242 (1.434)	—	0.277 (2.12**)
<i>D_CG_S5</i>	+	—	0.903 (5.777***)	—	0.424 (3.76***)
<i>ROA</i>	+	3.184 (2.081**)	2.298 (1.282)	-0.232 (-0.21)	-0.723 (-0.52)
<i>ROA*D_CG_Score</i>	+	-0.868 (-0.482)	—	1.198 (0.85)	—
<i>ROA*D_CG_S1</i>	+	—	-1.646 (-0.916)	—	-1.287 (-1.04)
<i>ROA*D_CG_S2</i>	+	—	-0.958 (-0.474)	—	-0.023 (-0.02)
<i>ROA*D_CG_S3</i>	+	—	3.091 (1.678*)	—	2.011 (1.77*)
<i>ROA*D_CG_S4</i>	+	—	4.823 (2.346**)	—	2.496 (1.85*)
<i>ROA*D_CG_S5</i>	+	—	-7.240 (-3.677***)	—	-1.972 (-1.39)
<i>DAP</i>	-	-1.736 (-2.178**)	-1.608 (-2.051**)	-1.039 (-1.90*)	-1.014 (-1.83*)
<i>SIZE*</i>	+	1.372 (20.516***)	1.318 (19.389***)	0.989 (12.36***)	0.988 (11.95***)
<i>LEV</i>	-	-6.699 (-15.325***)	-6.801 (-15.848***)	-4.814 (-10.38***)	-5.044 (-10.82***)
<i>FOR</i>	+	0.848 (1.426)	1.033 (1.754*)	0.781 (1.08)	0.766 (1.12)
<i>BIG4</i>	+	0.283 (1.725*)	0.181 (1.116)	0.141 (0.88)	0.062 (0.38)
<i>LOSS</i>	-	-0.980 (-4.301***)	-0.787 (-3.473***)	-0.560 (-3.73***)	-0.475 (-3.13***)
<i>LNBM</i>	-	-0.875 (-9.303***)	-0.974 (-10.236***)	-0.709 (-7.31***)	-0.776 (-7.74***)
<i>BETA</i>	-	-0.520 (-2.421**)	-0.540 (-2.530**)	-0.543 (-2.42**)	-0.605 (-2.83***)
<i>VOL</i>	-	-4.506 (-8.857***)	-4.044 (-7.936***)	-2.303 (-5.01***)	-2.012 (-4.49***)
<i>ΣIND</i>		Included	Included	Included	Included
<i>ΣYD</i>		Included	Included	Included	Included
<i>adj. R² (Pseudo R²)</i>		0.716	0.727	0.287	0.299
<i>F Value (Wald X²)</i>		90.168***	73.509***	624.85***	692.00***

주1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 같음.

주2) OLS regression의 괄호안의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.

주3) Clustering-adjusted Ordered Probit regression의 설명력은 Pseudo R²이며, 모형의 적합성은 Wald X²임.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

나타났다. 즉 감사기구에 관한 지배구조점수 수준이 높은 기업이면 그렇지 않은 경우와 비교할 때 ROA와 RATING간의 양(+)의 관계가 더 강화된다는 결과로서, 이는 감사 관련 지배구조가 좋은 기업이면 신용평가기관은 회계이익과 감사 관련 지배구조를 서로 연계시켜 신용등급을 결정할 때 보다 긍정적으로 반영하고 있음을 의미한다. 따라서 가설 2의 경우는 감사기구의 지배구조가 좋은 기업이면 이익과 신용등급 간의 양(+)의 관계가 더 강화되는 것으로 나타나 가설은 지지된 결과를 얻었다.²⁷⁾ 그 외에도 ROA*D_CG_S3의 결과에서 유의한 양(+)의 결과가 나타난 것은 신용평가기관은 기업의 공시에 관한 지배구조 수준이 좋은 기업에 대해서도 이익과 연계하여 신용등급을 결정한다는 결과이며, 공시 관련 지배구조가 좋은 기업에서 산출된 회계이익은 신용등급이 보다 높아진다는 것을 의미한다.

이상의 결과로 볼 때 신용평가기관은 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 보다 높은 신용등급을 부여할 뿐 아니라, 더 나아가 감사나 공시 관련 지배구조가 좋은 기업에 대해서는 재무제표의 신뢰성이 제고된다고 평가해 감사 및 공시 관련 지배구조를 이익과 동시에 연계시켜 신용등급 결정시 긍정적으로 고려하는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구의 ROA*D_CG_S4이나 ROA*D_CG_S3의 결과는 신용평가기관이 좋은 지배구조를 갖춘 기업에서 산출된 이익의 질(earnings quality)을 신용등급의 산정에 추가로 고려하고 있음을 나타내준다.

통계변수의 결과는 앞서 <표 6>의 결과와 대체로 일치된 결과를 보이고 있다. 다만, OLS 검증결과만 FOR과 BIG4 변수는 10% 수준에서 유의한 양(+)

의 계수값이 나타났다.

4.5 추가분석 결과

앞서의 검증결과들에서는 전체표본을 대상으로 분석이 수행되었다. 본 절에서는 앞서 <표 2>의 Panel C에서 살펴본 바와 같이 자산규모 2조원 이상인 기업들의 CG_Score가 매우 높은 점수로 나타났고, 2조원 이하의 기업들에서는 낮은 점수로 나타났었다. 이는 국내 실정법상에 감사위원회의 의무설치와 이사회 사외이사 과반비중요건이 총자산규모 2조원을 기준으로 결정되기 때문에 감사위원회가 설치되고 사외이사 비중이 높은 기업이 감사위원회가 미설치된 기업과 비교할 때 기업지배구조 평가점수에서 더 유리한 배점으로 작용할 수 있다. 그렇다면 신용평가기관이 이러한 사항을 고려하여 자산규모에 따라 기업지배구조 평가점수를 신용등급 결정에 달리 반영하고 있는가에 대해서는 잘 알려져 있지 않다. 따라서 본 절에서는 이러한 실증적 의문을 알아보기 위하여 자산규모 2조원을 기준으로 표본을 나누어 앞서의 방법과 동일한 분석을 수행하였다. 이에 대한 가설 1과 관련한 추가분석은 <표 8>에 나타내었다. 지면상 주된 관심변수를 중심으로 보고하였다.

<표 8>의 결과를 보면, CG_Score는 자산규모가 2조원 이상이나 이하인 경우 모두 RATING에 대해 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 이는 OLS나 Ordered Probit 회귀분석 모두 일치된 결과이다. 반면, 자산규모 2조원 이상의 집단은 OLS나 Ordered Probit 모두 CG_S1 및 CG_S5는 RATING에 대해 유의한 양(+)의 값을, 그리고

27) 별도의 표로 보고하지는 않았지만, 통계적으로 유의한 상호작용변수였던 ROA와 ROA*D_CG_S3과 ROA와 ROA*D_CG_S4의 각 계수합이 영(0)과 차이가 있는지를 F-test으로 수행해 보았다. 그 결과에 따르면, ROA와 ROA*D_CG_S3, ROA와 ROA*D_CG_S4는 각각 계수합(p 값)이 5.389(0.016), 7.121(0.048)로 모두 유의한 결과로 나타났다. 이러한 결과는 가설 2를 지지해 준다.

〈표 8〉 가설 1에 대한 추가분석 결과: 자산규모 2조원 이상 versus 이하

Variable	pred. sign	OLS regression				Cluster-adjusted Ordered Probit regression			
		2조원 이상 (N= 258)		2조원 이하 (N= 698)		2조원 이상 (N= 258)		2조원 이하 (N= 698)	
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
<i>CG_Score</i>	+	8.828 (4.978***)	—	9.501 (8.314***)	—	8.241 (49.96***)	—	6.389 (6.04***)	—
<i>CG_S1</i>	+	—	4.668 (3.773***)	—	2.929 (3.370***)	—	3.800 (2.50**)	—	1.690 (2.35**)
<i>CG_S2</i>	+	—	2.306 (1.604)	—	2.222 (1.882*)	—	2.689 (1.99**)	—	1.132 (1.40)
<i>CG_S3</i>	+	—	1.138 (1.452)	—	2.675 (4.304***)	—	0.983 (1.44)	—	2.087 (4.32***)
<i>CG_S4</i>	+	—	0.460 (0.623)	—	1.072 (2.134**)	—	0.465 (1.13)	—	0.847 (1.90*)
<i>CG_S5</i>	+	—	1.708 (3.561***)	—	1.106 (3.188***)	—	1.734 (3.28***)	—	0.565 (2.07**)
<i>ROA</i>	+	-0.386 (-0.161)	-1.792 (-0.042)	5.038 (3.294***)	5.064 (3.302***)	-1.025 (-1.81*)	-2.371 (-1.26)	1.637 (1.36)	1.712 (1.43)
<i>control variables</i>	?	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>ΣIND</i>		Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>ΣYD</i>		Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>adj. R² (Pseudo R²)</i>		0.685	0.691	0.695	0.696	0.352	0.363	0.279	0.281
<i>FValue (Wald A²)</i>		25.322***	22.326***	61.988***	54.079***	503.000***	1512.19***	676.89***	769.80***

주1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 같음.

주2) OLS regression의 괄호안의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.

주3) Clustering-adjusted Ordered Probit regression의 설명력은 Pseudo R²이며, 모형의 적합성은 Wald X²임.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

CG_S2는 Ordered Probit에서만 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이와 달리 자산규모 2조원 이하인 집단은 OLS나 Ordered Probit 모두 CG_S2를 제외하면 CG_S1, CG_S3, CG_S4 및 CG_S5에서 일관되게 RATING에 대해 유의한 양(+)의 값이 나타났다.

서열변수의 특성을 고려한 Ordered Probit를 기준으로 볼 때 CG1 및 CG5는 자산규모에 관계없이 동일한 결과가 나타난 반면, CG_S2, CG_S3, CG_S4는 유의수준 면에서 차이가 있다. 즉 CG_S2

는 자산규모 2조원 이상만 유의한 양(+)의 값을, CG_S3와 CG_S4는 자산규모 2조원 이하만 유의한 양(+)의 결과를 보인다. 이는 주주의 권리보호나 경영과실배분에 대한 지배구조는 자산규모에 관계없이 신용평가기관들은 동질적 시각을 가지고 평가하는데 반해, 이사회, 공시 및 감사기구에 대한 지배구조는 자산규모의 수준에 따라 달리 평가한다는 결과로서 신용평가기관들이 이들 부문에 대해서는 이질적 시각을 가지고 있음을 의미한다. 이러한 결과로 볼 때 신용평가기관은 이사회 특성에 대한 지배구조

는 자산규모가 2조원 이상으로 큰 기업일수록 보다 중요한 가중치를 부여하는데 반해, 공시나 감사기구는 자산규모가 2조원 이하의 상대적으로 작은 기업일수록 보다 중요한 가중치를 부여해 신용등급 결정에 반영하고 있음을 나타낸다. 이는 기업지배구조가 신용등급에 미치는 영향에 있어 자산규모에 따라 동질적인 관점에서 평가되는 항목이 있는가 하면, 이질적인 관점에서 평가되는 항목도 있다는 발견이다.

4.6 강건성 분석결과

앞서 <표 7>의 검증결과에서는 상호작용변수 중 $ROA \cdot D_CG_S4$ 는 RATING과 유의한 양(+)²⁸⁾의 결과가 나타났었다. 또한 <표 6> 및 <표 7>의 결과 중 DAP는 RATING에 대해 유의한 음(-)의 결과였다. 즉 신용평가기관의 경우 발생액을 이용한 공격적인 이익조정 행위에 대해서는 이익의 질이 낮다고 평가한 결과이며, DAP는 경영자의 재량적 발생액이라는 점에서 보고상 이익의 질에 직접적인 영향을 미칠 수 있는 사항이다. 따라서 본 절에서는 앞서와 달리 ROA 변수 대신에 DAP 변수와 D_CG_S4 변수와의 상호작용변수를 고려하여 추가분석(additional analysis)을 별도로 수행해 보았다. 앞서의 분석결과에서 DAP와 RATING간에 음(-)의 상관성이 있다는 것은 DAP가 양(+)²⁸⁾인 경우 RATING이 낮아지는 반면, DAP가 음(-)이면 RATING이 높아진다는 결과이다. 따라서 신용평가기관은 양(+)²⁸⁾의 재량적 발생액에 대해 이익의 질을 낮게 평가하고, 음(-)의 재량적 발생액에 대해서는 이익의 질을 상대적으로 높게 평가함을 의미한다. 본 절에서는 DAP를 기준으로 양(+)²⁸⁾과 음(-)인 표본으로 나누어 식

(2)에 대한 회귀분석을 재수행해 보았다. 그 결과는 <표 9>에 나타내었다.

<표 9>의 결과를 보면, DAP가 양(+)²⁸⁾인 표본이나 음(-)인 표본 모두 $ROA \cdot D_CG_Score$ 의 상호작용변수는 RATING과 유의한 상관성이 나타나지는 않았다. 반면, 부문별 지배구조 평가점수의 경우 DAP가 양(+)²⁸⁾인 표본에서는 $ROA \cdot D_CG_S5$ 만 RATING에 대해 OLS 및 Ordered Probit 회귀분석 모두 유의한 음(-)의 값을, DAP가 음(-)인 표본의 경우는 $ROA \cdot D_CG_S3$ 및 $ROA \cdot D_CG_S4$ 는 RATING에 대해 분석방법에 상관없이 유의한 양(+)²⁸⁾의 값이 나타났다. 즉 이익조정이 높은 집단에 대해서는 신용평가기관은 경영과실배분 관련 지배구조가 좋은 기업의 회계이익에 대해 오히려 신용등급을 하향 조정한다는 결과이며, 이익조정이 낮은 집단에 대해서는 신용평가기관은 공시나 감사 관련 지배구조가 좋은 기업의 회계이익에 대해 신용등급을 상향 조정함을 나타낸다.²⁸⁾ 이는 발생액을 통한 이익조정이 덜 공격적인 (또는 보수적인) 이익조정을 수행하는 기업이고 공시나 감사 관련 지배구조점수가 좋은 기업이면 이익과 신용등급 간의 양(+)²⁸⁾의 관계가 더 강화된다는 결과이다. 따라서 신용평가기관은 공시나 감사 관련 지배구조가 좋고, 이익조정 정도가 덜 공격적인 기업의 이익의 질이 더 높다고 평가한 후 이를 신용등급에 보다 긍정적으로 반영하고 있음을 나타낸다. 반면, 경영과실배분 관련 지배구조가 좋고 이익 수준이 높아도 재량적 발생액 수준이 높은 공격적인 기업이라면 신용평가기관의 신용등급이 더 낮아졌다. 이러한 결과는 높은 이익 수준이 공격적인 이익조정을 통해 높아진 경우라면 미래 이익조정의 반전(reversal)이 예상될 수 있어 신용평가기관

28) DA^{ROA} 가 음(-)인 표본의 경우 ROA와 $ROA \cdot D_CG_S3$, ROA와 $ROA \cdot D_CG_S4$ 의 계수합이 영(0)과 차이가 있는지를 F-test로 분석하면 각 계수합(p 값)은 8.114(0.007), 11.278(0.000)로 모두 유의한 결과였다.

〈표 9〉 가설 2에 대한 추가분석 결과: $DAP > 0$ vs $DAP \leq 0$

Variable	pred. sign	OLS regression				Cluster-adjusted Ordered Probit regression			
		$DAP > 0$ (N= 455)		$DAP \leq 0$ (N= 501)		$DAP > 0$ (N= 455)		$DAP \leq 0$ (N= 501)	
		Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8
<i>D_CG</i>	+	0.888 (3.525***)	—	18.753 (34.332***)	—	0.586 (3.28***)	—	0.910 (5.77***)	—
<i>D_CG_S1</i>	+	—	-0.134 (-0.542)	—	1.133 (5.499***)	—	0.134 (0.88)	—	0.712 (4.68***)
<i>D_CG_S2</i>	+	—	0.376 (1.423)	—	0.575 (2.313**)	—	0.215 (1.32)	—	0.397 (2.62**)
<i>D_CG_S3</i>	+	—	0.393 (1.659*)	—	0.183 (0.868)	—	0.277 (1.90*)	—	0.278 (2.11**)
<i>D_CG_S4</i>	+	—	0.333 (1.320)	—	0.140 (0.603)	—	0.275 (1.69*)	—	0.268 (1.53)
<i>D_CG_S5</i>	+	—	1.140 (4.716***)	—	0.795 (3.871***)	—	0.546 (2.99***)	—	0.408 (3.20***)
<i>ROA</i>	+	0.456 (0.206)	1.444 (0.572)	5.427 (2.506***)	2.580 (0.991)	-0.997 (-0.74)	-0.310 (-0.18)	0.206 (0.13)	-1.370 (-0.80)
<i>ROA*D_CG_Score</i>	+	1.502 (0.562)	—	-2.083 (-0.833)	—	1.942 (1.09)	—	1.132 (0.68)	—
<i>ROA*D_CG_S1</i>	+	—	3.367 (1.233)	—	-4.452 (-1.793)	—	0.016 (0.01)	—	-1.467 (-0.86)
<i>ROA*D_CG_S2</i>	+	—	2.050 (0.655)	—	-1.301 (-0.477)	—	1.526 (0.90)	—	-0.654 (-0.44)
<i>ROA*D_CG_S3</i>	+	—	0.408 (0.144)	—	5.534 (2.203**)	—	1.015 (0.64)	—	3.179 (1.89*)
<i>ROA*D_CG_S4</i>	+	—	-0.704 (-0.216)	—	8.698 (3.226***)	—	-0.407 (-0.22)	—	5.162 (2.73***)
<i>ROA*D_CG_S5</i>	+	—	-9.499 (-3.248***)	—	-6.870 (-2.550***)	—	-3.543 (-1.73*)	—	-1.727 (-0.96)
<i>control variables</i>	?	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>ΣIND</i>		Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>ΣYD</i>		Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included	Included
<i>adj. R² (Pseudo R²)</i>		0.696	0.709	0.731	0.748	0.286	0.294	0.301	0.324
<i>F Value (Wald X²)</i>		40.981***	33.505***	57.493***	47.489***	359.86***	439.45***	519.92***	609.62***

주1) 변수의 정의는 〈표 4〉의 하단과 같음.

주2) OLS regression의 괄호안의 수치는 각 설명변수별 회귀계수의 t-값임.

주3) Clustering-adjusted Ordered Probit regression의 설명력은 Pseudo R²이며, 모형의 적합성은 Wald X²임.

주4) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증).

은 이익이 재투자되지 않고 주주 부의 배분으로 이 전되는 것에 대해 부정적인 반응을 보이고 있음을 나타낸다.²⁹⁾

이상의 결과는 신용평가기관의 경우 기업지배구조를 고려하여 신용등급을 산정할 때 발생액을 통한 이익조정을 고려할 뿐만 아니라 기업의 이익조정 정도에 따라 부문별 지배구조의 항목을 달리 평가한 후 신용등급 결정에 반영하고 있음을 시사한다. 따라서 DAP가 음(-)인 경우에서 유의적인 양(+)의 계수를 갖는 ROA*D.CG_S4의 결과는 앞서 <표 7>에서의 사항을 뒷받침해 주는 검증결과라고 할 수 있다. 즉 신용평가기관이 신용등급을 결정할 때 기업지배구조와 이익의 질 간의 연장선상에서 이들을 동시에 고려하고 있음을 의미하는 결과이다.

한편, 본 연구는 김병호(2010)의 연구와 같이 신용등급 결정에 영향을 미칠 수 있는 재벌기업여부³⁰⁾가 추가로 통제된 후 앞서 <표 6>부터 <표 9>의 결과를 재분석해 보았으나, 본 연구의 주된 검증결과는 질적으로 유사한 결과로 나타남을 확인하였다. 이는 재벌 변수를 추가로 통제하여도 본 연구의 주요 결과에는 차이가 없음을 나타낸다. 만일 재벌 변수를 포함하면 <표 8>의 자산규모가 2조원 이상의 경우만 신용등급과 통계적으로 유의한 음(-)의 계수 값이 나타났다.³¹⁾

V. 결론

본 연구는 좋은 기업지배구조를 갖춘 기업이 높은 신용등급을 받는지와, 좋은 기업지배구조를 갖춘 기업에서 산출된 회계이익의 질이 보다 높은 신용등급으로 연결되는지를 살펴보았다. 구체적으로는 KCGS에서 산출된 기업지배구조 평가점수를 이용해 유가증권상장기업을 대상으로 먼저 기업지배구조 평가점수 및 이들의 구성요소인 5가지 부문별 지배구조점수와 회사채 신용등급과의 관계를 분석한 후, 다음으로 회계이익과 신용등급 간의 관계가 기업지배구조 평가점수 수준에 따라 다른지를 살펴보았다. 이를 위하여 본 연구의 분석기간은 2003년부터 2009년까지이며, 분석에 이용된 최종표본은 956개 기업/연 자료였다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 신용등급에 영향을 미치는 일정 변수를 통제한 후에도 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 신용평가기관의 신용등급은 유의하게 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 사항은 총체적인 기업지배구조 평가점수뿐만 아니라 5가지 지배구조 부문인 주주의 권리 보호, 이사회, 공시, 감사기구, 경영과실배분에 대한 지배구조점수 모두에서 유의한 양(+)의 결과로 나타났다. 이는 신용평가기관이 기업지배구조 점수를 반영한 신용등급을 산출하고 있다는 결과로서 OLS

29) 그러나 ROA*D.CG_S5의 경우 유의한 음(-)의 값을 보였지만, ROA와 ROA*D.CG_S5의 계수합이 영(0)과 차이가 있는지를 F-test로 분석하면 계수합(p 값)이 -4.290(0.182)로 유의한 결과로 나타나지는 않았다.

30) 본 연구에서 재벌기업여부를 측정하기 위해 공정거래위원회 홈페이지에서 제공되는 각 연도별 '대규모기업집단 계열회사 현황' 자료를 이용하였다. 재벌기업여부 변수는 재벌계열기업에 속한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수로 측정되었다.

31) 김병호(2010)는 재벌기업과 신용등급 간에 유의한 양(+)의 관계가 나타남을 보고한 반면, 본 연구에서는 두 변수 간에 유의한 음(-)의 관계로 나타났다. 이러한 차이는 두 연구 간에 분석기간상 차이에 기인된 것으로 보인다. 즉 김병호(2010)는 1999년부터 2003년까지의 기간을 분석한데 반해, 본 연구는 2004년부터 2010년까지이므로, 분석대상기간에 차이가 있다. 특히 과거 선행연구의 결과에서 재벌계열기업이 비재벌계열기업보다 신용등급이 더 높았던 반면, 이후 기간인 본 연구에서는 오히려 신용등급이 더 낮아졌다는 결과는 재벌계열기업에 대한 평가가 긍정적인 측면에서 부정적인 측면으로 변화되었음을 의미할 수 있다.

뿐만 아니라 서열변수의 특성 및 군집성을 통제한 Ordered Probit 회귀분석의 결과에서도 강건한 것으로 나타났다. 둘째, 총계적인 기업지배구조 점수가 높은 기업에서 회계이익과 신용등급 간의 양(+)의 관련성이 더 강화된다는 결과는 관찰되지 않았다. 그러나 부문별 지배구조점수의 결과에서는 공시나 감사기구에 대한 지배구조점수가 높은 기업에서 산출된 이익과 신용등급 간에는 유의한 양(+)의 관계가 나타났으며, 이 경우 역시 OLS 및 Ordered Probit 회귀분석 모두 일관된 결과였다. 특히 감사기구에 대한 지배구조 점수가 높은 기업에서 산출된 이익과 신용등급 간의 양(+)의 관계는 본 연구의 예상과 일치된 결과로서 신용평가기관은 감사와 관련한 지배구조가 좋은 기업들의 재무제표의 신뢰성이 더 제고된다고 인지하여 지배구조와 이익의 질간을 동시에 고려해 신용등급을 결정하고 있음을 나타낸다. 또한 가설 2에 대한 강건성 분석결과에 따르면, 이러한 결과는 재량적 발생액이 음(-)인 표본에서 공시나 감사기구에 대한 지배구조점수가 높은 기업이면 그렇지 않은 기업들과 비교해 이익과 신용등급 간에 양(+)의 관계가 더 강화된다는 결과가 나타났다. 이와 달리 재량적 발생액이 양(+)인 표본에서는 경영과실배분의 지배구조가 좋은 기업에서 산출된 이익과 신용등급 간에 음(-)의 관계가 나타나 신용평가기관은 이익조정이 공격적인 기업들에 대해서는 이익이 높고 주주 부의 배분이 높은 기업이라도 신용등급을 낮추는 것으로 나타났다. 이러한 결과로 볼 때 신용평가기관에서는 신용등급을 결정할 때 이익조정을 고려할 뿐만 아니라 이익조정 방향에 따라서도 부문별 지배구조 항목을 달리 평가해 반영한다는 발견이다. 셋째, 앞서의 가설 1에 대한 추가분석으로 자산규모 2조원에 따라 표본을 나누어 분석한 결과에 따르면, 가설 1에 대한 Ordered

Probit 회귀분석 결과는 자산규모 2조원 이상과 이하의 경우 모두 주주의 권리보호와 경영과실배분에 대한 지배구조는 신용등급과 유의한 양(+)의 관계를 보였으나, 이사회 특성에 대한 지배구조는 2조원 이상인 표본만, 공시 및 감사기구에 대한 지배구조는 2조원 이하의 표본만 신용등급과 유의한 양(+)의 결과로 나타났다. 이러한 결과는 자산규모에 따라 기업지배구조가 신용등급에 미치는 영향 정도에 다소 차이가 있음을 나타낸다.

본 연구의 실증적 결과는 과거 선행연구보다 KCGS를 통해 총계적이고 포괄적인 기업지배구조 자료를 이용하여 지배구조가 좋은 기업에서 신용등급이 높아지고, 또한 부문별 지배구조 중 공시의 질이 높고 감사기구에 대한 지배구조점수 수준이 높은 기업은 신용평가기관이 회계이익의 질을 고려하여 신용등급을 산정할 뿐 아니라, 이들 기업은 보다 긍정적으로 평가되고 있음을 보여주었다는데 의의가 있다. 기업지배구조가 신용등급에 미치는 영향을 살펴본 김병호(2011)의 연구는 Standard & Poors의 지배구조 측정방법론을 따라 분야별 기업지배구조 요소가 신용등급과 관련이 있는지를 분석한데 의의가 있으나 해당 연구에서는 주주보호를 제외한 기타 지배구조 항목에서 연구자의 판단에 의해 선택된 개별 변수들을 항목별 지배구조의 질을 나타내는 대응변수로 사용하고 있어 지배구조의 질과 신용등급 간의 관련성을 통합적으로 파악하는데 있어서는 한계가 있었다. 본 연구의 결과는 이러한 한계를 보완할 뿐 아니라, 더 나아가 회계이익과 신용등급간의 관련성에 지배구조의 질이 중요한 역할로 작용한다는 결과를 보여줌으로써 학술적으로는 관련연구에 추가적 공헌점을 제공한다. 또한 지난 몇 년간 규제기관과 기업들의 지배구조 개선을 위한 노력에 대한 실효성이 있는지를 살펴보기 위해 기업평가에 전문성이 있

는 신용등급의 관점에서 평가한 본 연구결과는 정책적으로도 시사점을 제공할 것으로 기대된다. 결론적으로 좋은 지배구조 및 감사기구를 갖춘 기업이 보다 높은 신용등급을 받는다는 사실은 실무계에서 보다 높은 신용등급의 채권을 발행하거나 자본비용을 낮추려는 경영자들에게 유용한 정보를 제공한다. 이와 더불어 본 연구에서 기업지배구조 평가점수가 신용등급에 미치는 영향을 검증한 사항은 기업지배구조와 관련한 여러 실증적 증거가 잘 알려져 있지 않았던 신용평가기관의 신용등급 결정과정, 특히 신용평가기관들이 이익의 질을 기업지배구조에 비추어 어떻게 신용등급 결정에 반영하고 있는가를 이해하는데 있어서도 유익한 시각을 제공해 준다.

본 연구는 이상의 유익한 시사점의 제공에도 불구하고 한계점이 다음과 같다. 식(1)과 식(2)의 분석 모형식에서 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 생략된 변수의 문제는 여전히 남아 있다. 따라서 이러한 점은 결과해석상에 고려될 필요가 있다. 또한 회사채 발행을 하지 않은 기업들은 분석상에 고려할 수 없어 본 연구의 결과는 전체 상장기업에 대한 일반화에 한계가 있다. 그러나 이러한 사항은 경험적 연구가 가지는 공통된 한계점이다.

참고문헌

- 기업지배구조개선위원회. 2003. 2월. **기업지배구조 모범 기준**. 한국기업지배구조원.
- 김문철 · 최 관. 1999. 이익의 질의 개념에 관한 연구. **회계저널**(제8권 제1호): 221-249.
- 김문태 · 위준복 · 전성일. 2006. 회사채 신용등급의 이익조정 통제효과. **증권학회지**(제35권 5호): 45-74.
- 김병호. 2010. 우리나라 기업의 지배구조 변수와 기업 신용등급 간의 관련성에 대한 실증적 분석: 채권자 관점에서. **회계정보연구**(제28권 제3호): 59-78.
- 김병호. 2011. 우리나라 기업의 지배구조가 기업채권의 신용등급에 미치는 영향에 대한 실증적 분석: Standard & poor's(2002)의 측정방법을 사용하여. **회계정보연구**(제29권 제1호): 261-288.
- 김성민 · 이은정. 2008. 대리인문제 및 외부자본조달계약 하에서 지배구조와 배당정책. **증권학회지**(제37권 제5호): 949-981.
- 김유찬 · 강윤식. 2011. 기업지배구조가 실물활동에 기반을 둔 이익조정에 미치는 효과. **경영학연구**(제40권 제1호): 1-28.
- 김인준 · 이창용. 2008. 금융산업의 변화와 과제: 거시적 분석. **외환위기 10년, 한국금융의 변화와 전망**. 2008년 1월. 서울대학교 출판부.
- 나인철 · 김종현. 2009. 발생액 품질이 이익의 회사채 신용등급에 대한 정보성에 미치는 영향. **회계정보연구**(제27권 제4호): 241-273.
- 박경서 · 변희섭 · 이은정. 2009. 한국주식시장에 사후적 지배구조 프리미엄이 존재하는가? **증권학회지**(제38권 제4호): 423-454.
- 박광우 · 박래수 · 황이석. 2005. 기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구. **증권학회지**(제34권 제1호): 149-188.
- 박종일 · 남혜정. 2010. 비상장중소기업의 외부감사 및 차별적 감사수요가 기업의 신용등급에 미치는 영향. **회계와 감사연구**(제52호): 363-405.
- 박종일 · 박경호 · 최성호. 2011. 실제 이익조정과 회사채 신용등급: 유가증권상장과 코스닥등록기업의 실증적 증거. 2011년도 한국회계학회 하계 국제학술대회 발표논문.
- 위준복 · 김문태. 2006. 감사인 규모와 감사의견이 신용평가에 미치는 영향. **회계와 감사연구**(제43호): 93-118.
- 윤봉한 · 오재영. 2005. 기업지배구조와 기업성과 및 기업가치: 한국상장기업에 대한 실증연구. **증권학회지**(제34권 제1호): 227-263.

- 최 관 · 박종일 · 최성호. 2010. 계속감사기간과 자본시장의 반응. *회계학연구*(제35권 제1호): 1-36.
- 최정호. 2007. 기업지배구조와 이익의 질. *경영학연구*(제36권 제2호): 527-549.
- Ahmed, A. S. and S. Duellman. 2007. Accounting conservatism and board of director characteristics: An empirical analysis. *Journal of Accounting and Economics* 43 (2-3): 411-437.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, and R. LaFond. 2006. The effects of corporate governance of firms' credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 42: 203-243.
- Barth, M., D. Cram, and K. Nelson. 2001. Accruals and the prediction of future cash flow. *The Accounting Review* 76: 27-58.
- Beaver, W. H., C. Shakespeare, and M. T. Soliman. 2006. Differential properties in the ratings of certified versus non-certified bond-rating agencies. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3): 303-334.
- Becker, C., DeFond, M., Jiambalvo, and K. Subramanyam. 1998. The effect of audit quality on earnings management. *Contemporary Accounting Research* 15: 1-24.
- Behn, B. K., J-H. Choi, and T. Kang. 2008. Audit quality and properties of analysis earnings forecasts. *The Accounting Review* 83 (2): 327-349.
- Bhojraj, S. and P. Sengupta. 2003. The effect of corporate governance on bond ratings and yields: The role of institutional investors and outside directors. *Journal of Business* 76 (3): 455-475.
- Cheng, M. and K. R. Subramanyam. 2008. Analyst following and credit ratings. *Contemporary Accounting Research* 25 (4): 1007-1043.
- Core, J. E., W. R. Guay, and T. O. Rusticus. 2006. Does weak governance cause weak stock returns? An examination of firm operating performance and investors' expectations. *Journal of Finance* 61 (2): 655-687.
- Daines, R. M., I. D. Gow, and D. F. Larcker. 2010. Rating the ratings: How good are commercial governance ratings? *Journal of Financial Economics* 98 (3): 439-461.
- Dechow, P. 1994. Accounting earnings and cash flows as measures of firm performance: The role of accounting accruals. *Journal of Accounting and Economics* 18: 3-42.
- Dechow, P. and D. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 (Supplement): 35-59.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70: 193-225.
- Dechow, P., S. P. Kothari, and R. Watts. 1998. The relation between earnings and cash flows. *Journal of Accounting and Economics* 25: 133-168.
- Francis, J., and J. Krishnan. 1999. Accounting accruals and auditor reporting conservatism. *Contemporary Accounting Research* 16 (Spring): 135-165.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39: 295-327.
- Frost, C. A. 2007. Credit rating agencies in capital markets: A review of research evidence on selected criticisms of the agencies. *Journal of Accounting, Auditing & Finance* 22 (3): 469-492.

- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118 (1): 107-155.
- Healy, P., and K. Palepu. 1993. The effect of firm's financial disclosure strategies on stock prices. *Accounting Horizons* 7: 1-11.
- Jiang, J., 2008. Beating earnings benchmarks and the cost of debt. *The Accounting Review* 83 (2): 377-416.
- Jorion, P., C. Shi, and S. Zhang. 2009. Tightening credit standards: The role of accounting quality. *Review of Accounting Studies* 14 (1): 123-160.
- Klein, A. 2002. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. *Journal of Accounting and Economics* 33 (3): 375-400.
- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39: 163-197.
- Krishnan, G. 2003. Audit quality and the pricing of discretionary accruals. *Auditing: A Journal of Practice & Theory* 22 (1): 109-126.
- Larcker D. F., S. A. Richardson, and I. Tuna. 2007. Corporate governance, accounting outcomes, and organizational performance. *The Accounting Review* 82(4): 963-1008.
- Sengupta, P. 1998. Corporate disclosure quality and the cost of debt. *The Accounting Review* 73 (4): 459-474.
- Subramanyam, K. R. 1996. The Pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22: 249-281.
- Teoh, S. H. and T. J. Wong. 1993. Perceived auditor quality and the earnings response coefficient. *The Accounting Review* 68 (2): 346-366.

The Effect of Corporate Governance on the Association between Earnings and Credit Ratings

Jae Yong Shin* · Chung-Woo Suh** · Jong-Il Park***

Abstract

This study examines whether better corporate governance is associated with higher credit ratings. Moreover, it investigates whether better corporate governance strengthens the positive association between earnings and credit ratings. This study makes use of the quantified corporate governance scores (CG score) as computed by the Korea Corporate Governance Service which provides separate CG scores based on five categories (shareholder rights, board of directors, disclosure, audit scheme and dividend policy) along with an overall total CG score. As for the credit ratings, corporate bond ratings were considered. After imposing the data requirement, the final sample used for this study results in 956 firm-year observations based on firms listed in the Korean Stock Exchange from 2003 to 2009. For analyses purposes, this study employs OLS and clustered-adjusted ordered probit regressions.

Even after controlling for possible factors that might influence credit ratings, we find that higher corporate governance scores are associated with higher credit ratings. This result does not only apply to the overall total CG score, but also when the five corporate governance categories were considered individually which suggests that rating agencies award higher credit ratings to firms with better corporate governance.

In examining the effect of corporate governance on the association between earnings and credit ratings, we find no evidence that a higher overall total CG score strengthens the positive association between earnings and credit ratings. However, when each of the five corporate governance categories were considered individually, we find that a higher CG score related to

* Associate Professor, College of Business Administration, Seoul National University(jshin@snu.ac.kr), First Author

** Professor, College of Business Administration, Kookmin University(cwsuh@kookmin.ac.kr), Co-Author

*** Associate Professor, School of Business, Chungbuk National University(parkjil@chungbuk.ac.kr), Corresponding Author

disclosure and audit scheme is associated with a stronger positive relation between earnings and credit ratings. This suggests that rating agencies perceive earnings reported by firms with better corporate governance related to disclosure and audit scheme to be of higher quality which are ultimately translated into higher credit ratings.

The Korean Securities Law distinguishes between firms with total assets less than and more than 2 trillion KRW by imposing different requirements regarding the fraction of outside directors. Since this unique regulatory setting could result in significantly higher corporate scores for firms whose total assets exceed 2 trillion KRW than for firms whose total assets are below 2 trillion KRW, this study conducts additional analyses by dividing the total sample into firms with total assets less than and more than 2 trillion KRW. When considering the overall total CG score we are able to confirm our result that a higher CG score is associated with higher credit ratings for both subsamples. When the five corporate governance categories were considered individually, however, we find that some corporate governance categories affect credit ratings differently depending on the size of total assets. Specifically, the results show that rating agencies consider corporate governance related to disclosure and audit scheme as important for the subsample of firms with total assets less than 2 trillion, whereas corporate governance related to the board of directors is considered as important for the subsample of firms with total assets more than 2 trillion. Corporate governance related to shareholder rights and dividend policy appear to be evaluated in the same manner by rating agencies regardless of the size of total assets.

Rating agencies may interpret earnings management through discretionary accruals as degrading the quality of a firm's earnings. In other words, discretionary accruals might directly influence the quality of earnings. As a robustness test, this study, thus, also examines the effect of corporate governance on the association between earnings and credit ratings by dividing the total sample into firms with positive and negative discretionary accruals. We do not obtain significant results when considering the overall total CG score. When the five corporate governance categories were considered individually, however, we find that some corporate governance categories affect credit ratings differently depending on the degree of earnings management as measured by discretionary accruals. In particular, for firms with negative discretionary accruals (i.e. firms with smaller degrees of earnings management) rating agencies associate better corporate governance related to disclosure and audit scheme with higher earnings quality which translates into higher credit ratings. On the other hand, firms with positive discretionary accruals (i.e. firms with greater degrees of earnings management) and better corporate governance related to dividend policy are perceived to induce lower credit ratings. A possible explanation is that

high levels of earnings in such firms are expected to be paid out as dividends rather than reinvested in the firm which is negatively perceived by the rating agencies.

Our empirical results make academic and practical contributions. Academically, we have shown that better corporate governance is associated with higher credit ratings and that rating agencies perceive earnings reported by firms with better corporate governance related to disclosure and audit scheme to be of higher quality which are ultimately translated into higher credit ratings. This finding has important implications for practitioners as well in the course of firm valuation by shedding light on how corporate governance is accounted for in credit ratings.

Key words: Corporate governance, Earnings quality, Discretionary accruals, Bond rating, Credit rating agencies