

## 국내외 신용등급 차이의 의미와 결정요소\*

김현아(주저자)  
고려대학교 경영대학  
(kukolo@korea.ac.kr)  
정석우(교신저자)  
고려대학교 경영대학  
(jeong@korea.ac.kr)

본 연구는 국내 신용등급과 해외 신용등급을 모두 보유하고 있는 상장기업을 대상으로 국내외 신용등급 차이의 의미를 설명하고, 국내외 신용등급 차이를 설명하는데 있어 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달 변수가 중요한 역할을 수행하는지를 분석한다. 자본시장에서 신용평가가 경영자와 투자자간의 정보비대칭을 낮추는 중요한 역할을 수행함에도 불구하고 국내 신용등급이 과대평가되어 신뢰성이 낮다는 비판이 지속되고 있다. 이에 본 연구는 국내외 신용등급 차이를 이용하여 국내 신용등급의 과대평가 정도를 추정하고 국내외 신용등급 차이의 변화에 따라 이후 기간의 주가수익률의 변화가 어떻게 나타나는지를 분석함으로써 국내 신용등급 고평가에 대한 실증증거를 보충한다. 이와 더불어 정보환경, 기업 특성, 지배구조 및 자금조달을 나타내는 다양한 변수와 국내외 신용등급 차이 간의 관계를 통해 국내외 신용등급 차이가 이들 변수에 의해 설명되는지를 확인한다.

분석결과, 국내외 신용등급 차이의 변화가 클수록 등급 변경 이후 3개월 비정상보유수익률은 유의한 양(+)의 값을 가지지만, 2분기 및 3분기 수익률과는 음(-)의 관련성이 존재하는 것으로 나타나 강한 결과는 아니지만 상대적으로 고평가된 국내 신용등급에 근거하여 형성된 높은 주가가 이후 기간에 하향 조정됨을 확인할 수 있었다. 그러나 4분기의 주가수익률은 다시 증가하는 것으로 나타났는데 이는 1년 단위의 신용등급 재평가를 앞두고 기업들이 우호적인 정보의 제공을 통해 신용등급을 유지하고자 하는 유인이 반영된 것으로 추정된다. 한편 정보환경이 양호할수록 국내외 신용등급 차이가 줄어들어 가는 것으로 나타났으며, 기업규모가 크고 수익성이 양호한 기업에 대해 국내 신용등급이 보다 우호적으로 평가되고 있는 것으로 나타났다. 제한적인 결과이긴 하지만 경영자지분율이 높은 기업에 대해 국내 신용평가가 보다 긍정적으로 평가하고 있으며, 주식발행을 통한 자금조달 예정 기업일수록 국내외 신용등급의 차이가 큰 것으로 나타났다. 이는 다양한 변수에 대해 국내 신용평가사와 해외 신용평가사의 관점이 다를 수 있음을 보여주는 결과라 할 수 있다. 본 연구결과는 새로운 관점에서 국내 신용등급의 고평가와 관련한 실증증거를 제시했다는 점에서 의의를 가진다.

주제어: 국내외 신용등급 차이, 신용등급 과대평가, 주가수익률, 결정요소

### 1. 서론

본 연구는 국내 신용등급과 해외 신용등급을 모두 보유하고 있는 상장기업을 대상으로 국내외 신용등급 차이의 변화와 이후 기간의 주가수익률 간의 관계를 통해 국내외 신용등급 차이의 의미를 분석한

다. 나아가 국내외 신용등급 차이를 설명하는데 있어 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달과 관련한 변수가 유용한지도 살펴본다. 또한 국내외 신용등급 차이와 기업의 투자효율성과의 관련성도 살펴본다.

자금을 빌려주는 채권자의 주된 관심사는 채무자의 상환능력이며, 이러한 상환능력을 평가하는데 있

최초투고일: 2015. 4. 1      수정일: (1차: 2015. 7. 31, 2차: 2016. 1. 26)      게재확정일: 2016. 5. 10  
\* 본 연구는 고려대학교와 고려대학교 기업경영연구원 회계세무센터에서 지원된 연구비로 수행되었습니다.

어 신용평가사의 신용등급은 주된 정보원천으로 이용된다(White, 2010). 신용평가사는 보다 많은 기업의 정보에 대한 접근이 가능하기 때문에 신뢰성 있는 신용등급의 제공을 통해 기업과 시장참여자 간의 정보비대칭을 낮춤으로써 자원배분의 효율성을 제고시키는데 기여할 수 있다(Healy and Palepu, 2001). 이와 같이 신용평가사가 자본시장에서 중요한 역할을 수행할 수 있음에도 불구하고, 국내 신용평가사의 신용등급에 대한 비판은 오랜 기간 지속되어 왔다. 이러한 비판은 STX와 동양사태에서 보는 바와 같이 주로 기업의 채무불이행 시점에 집중되고 있기 때문에 국내 신용평가사가 평균적으로 신뢰성이 낮은 신용등급을 제공하는지 여부에 대해서 많은 투자자들이 의구심을 갖고 있는 실정이다. 그러나 최근 들어 우량기업에 대해서도 국내 신용등급이 해외 신용등급에 비해 고평가된 것으로 나타나면서 국내 신용등급에 대한 신뢰성 문제가 다시 제기되고 있다.<sup>1)</sup>

신용등급은 채권발행금리에 직접적으로 영향을 미치기 때문에 고평가된 신용등급은 발행기업의 조달금리를 낮추는 혜택으로 작용하지만, 채권자의 입장에서는 채권가격의 과대평가로 수익률이 낮아짐과 동시에 이후 신용등급 하향조정으로 인한 추가적인 가치하락을 감수해야하는 등의 부정적인 영향을 미친다. 이는 고평가된 신용등급이 채권시장에서 효율적인 자원배분을 저해하여 채권자의 부를 기업으로 이전시킬 수 있음을 의미한다. 과거 서브프라임 모기지의 부실화 원인으로 신용평가사의 부실위험에 대한 사전 경고기능이 제대로 작동하지 않았음이 지

적되는 바와 같이 신뢰성 없는 신용등급의 제공은 시장실패를 초래할 수 있다(오세경 · 황인덕, 2012). 따라서 이러한 채권시장의 비효율성이 어떤 요소로 설명되는지에 대한 분석도 필요하다.

국내외 신용등급 차이는 기본적으로 코리아디스카운트에서 비롯될 수 있지만, 국내 신용평가사의 낮은 신뢰성이 반영된 결과일 수도 있다. 해외 신용등급이 실제보다 보수적일수록 국내외 신용등급 차이에서 코리아디스카운트의 영향이 크고, 국내 신용등급이 과대평가 될수록 낮은 신뢰성이 미치는 영향이 커진다. 따라서 국내 신용평가사가 실제로 신뢰성 낮은 신용등급 즉 고평가된 신용등급을 제공하고 있는지를 확인하기 위해서는 국내외 신용등급 차이의 변화와 이후 기간의 주가수익률 간의 관계를 살펴볼 필요가 있다. 신용등급은 주가 형성에 영향을 미치기 때문에 신용등급이 과대평가 될수록 주가 역시 고평가되었을 가능성이 높다(김문현, 2013). 만약 국내외 신용등급 차이가 고평가된 국내 신용등급의 영향을 주로 받는다면 과대평가 된 주가는 이후 기간에 본질가치로 하향조정 될 가능성이 높으므로 국내외 신용등급 차이가 상향조정될수록 이후 주가수익률은 유의하게 낮아질 가능성이 높다. 이와 달리 국내외 신용등급 차이가 해외 신용등급의 보수성에서 주로 영향을 받는다면 이는 평가대상 기업에 공통적으로 영향을 미치는 요소이기 때문에 국내외 신용등급 차이와 주가수익률 간에 유의한 관련성이 나타나지 않을 것으로 예상된다.

신용평가사가 신뢰성 있는 신용등급을 제공하기 위해서는 독립성 확보가 필수적이다. 그러나 다수의

1) 조선비즈(2014. 2. 28 “신호등 모두 초록색인 격” 신용평가 인플레이션 심각)에 따르면 포스코 신용등급의 경우 무디스는 2009년 3월 A1, 2010년 8월 A2, 2011년 4월 A3, 2012년 10월 Baa1, 11월 Baa2로 외부 환경 변화에 대응하여 등급 조정이 이루어졌지만 국내 신용평가사 3사는 모두 AAA를 유지하는 실정이다. 이러한 비탄력적인 등급조정으로 인해 국내 금융기관마저도 해외 신용평가사의 신용등급을 보다 신뢰하고 있는 것으로 나타났다.

언론보도에서 지적하는 바와 같이 발행 기업은 평가 대상임과 동시에 신용평가사의 고객이기 때문에 국내 신용평가사의 독립성은 유지되기 어려우며, 이러한 경향은 경제적 의존도가 다소 높은 대기업 계열사의 경우 더욱 뚜렷하게 나타난다.<sup>2)</sup> 이에 비해 해외신용평가사의 경우 고객기반과 평판의 중요성을 고려할 때 그 독립성이 국내 신용평가사에 비해 높을 것으로 예상된다. 이와 더불어 국내 자본시장의 특수한 제도인 '의무 복수 신용평가제'의 도입은 복수의 신용평가사에서 평가를 받은 후 좋은 신용등급을 선택할 수 있게 하여 평가대상자가 되는 채권발행 기업이 등급쇼핑을 할 수 있도록 하기 때문에 국내 신용평가사의 신용등급 인플레이션 가능성을 높이는데 일조하고 있다(강경훈·이준서, 2011).<sup>3)</sup>

국내외 신용등급 차이의 의미를 파악하는 것도 투자자에게 매우 유용한 정보가 되지만 이러한 차이를 설명해주는 요소가 무엇인지에 대한 정보도 투자자들에게 매우 유용하다. 왜냐하면 이러한 요소의 파악을 통해 투자자들은 신용등급의 과대평가로 인한 부정적인 영향을 줄일 수 있기 때문이다. 본 연구에서는 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달의 4가지 측면에서 국내외 신용등급 차이에 영향을 미치는 요인을 분석한다. 먼저 정보환경 측면을 살펴보면 양호한 정보환경은 투자자가 경영자의 사적 정보 등을 획득하여 기업의 실질가치를 평가할 수 있게 함으로써 국내 신용등급의 적정성 여부의 확인을 가능하게 한다(Healy and Palepu, 2001; 김지홍·장진호·여은정, 2005). 따라서 정보환경이 좋을수록 국내 신용평가사의 과대평가 유인이 낮아져 국내

외 신용등급 차이 역시 줄어들 것으로 기대된다.

선행연구에서 신용등급을 결정하는데 중요한 요인으로 지적되는 기업특성과 지배구조에 대해서는 국내 신용평가사와 해외 신용평가사의 관점에 차이가 존재할 수 있다(Horrigan, 1966; Kaplan and Urwitz, 1979; 전영순·최국현·길형용, 2006; 김성환·김태동, 2014). 다른 조건이 동일하다면, 국내 신용평가사는 해외 신용평가사에 비해 우리나라 시장 및 기업환경에 대한 이해가 높기 때문에 국내 기업과 관련한 정보를 신속하고 정확하게 반영할 수 있다. 그러나 앞서 설명한 바와 같이 국내 신용평가사는 상대적으로 독립성을 유지하기 어려워 신용등급 인플레이션 압력으로부터 자유롭지 못하다. 따라서 이러한 영향들이 결국 국내 신용평가사와 해외 신용평가사가 신용등급을 결정하는데 있어 중요하게 여기는 요인에 차이를 가져올 것으로 예상된다. 한편 자금조달 측면에서는 자금조달 직전에 경영자가 이익조정 등의 다양한 방법을 이용하여 기업의 성과를 실제보다 양호하게 보고할 유인을 가짐을 고려할 때 자금조달은 국내 신용등급의 과대평가에도 기여할 것으로 예상된다(Teoh, Welch, and Wong, 1998).

연구질문에 답하기 위해 본 연구는 2002년부터 2013년까지 유가증권 시장 및 코스닥 시장에 상장된 기업 중에서 해당연도 말에 국내 신용등급과 해외 신용등급을 모두 보유한 158기업-연도를 대상으로 분석을 실시하였으며, 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 국내외 신용등급 차이의 변동은 이후 3개월 비정상보유수익률(buy and hold abnormal return)과 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났으며,

2) 조선비즈 2014. 2. 28 “신호등 모두 초록색인 격” 신용평가 인플레이션 심각 외

3) “복수평가제도는 회사채 및 CP 등 유가증권을 발행, 유통하고자 할 때 2이상의 신용평가업자로부터 신용평가를 받도록 의무화시킨 국내 자본시장의 특수한 제도이다. 국내에서는 발행업체가 신용평가기관에 대한 우월적 지위를 이용하여 자료제출 회피, 등급상향 압력 등 신용평가의 신뢰성 및 공정성을 훼손하는 등 단순평가의 문제점을 극복하고 평가사간 상호견제 및 선의의 경쟁을 통해 보다 공정한 평가를 유도하기 위해 1994년 7월 1일부터 복수평가제를 도입하였다.”(오세경·황인덕, 2012 p.30)

6개월, 12개월 비정상보유수익률에 대해서는 유의한 관련성을 발견하지 못하였다. 12개월을 3개월 단위로 구분하여 분석한 결과에서는 2분기에서는 유의하지 않은 음(-)의 관계가 나타났고, 3분기에서는 유의한 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 이는 국내외 신용등급의 차이가 코리아디스카운트에서 비롯된다는 주장을 지지하지 않는 결과이며, 국내 신용등급이 과대평가되어 있음을 나타내는 결과로 해석할 수 있다. 한편 4분기의 추가수익률은 유의한 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났는데 이는 1년 단위 재평가를 앞둔 기업들이 신용등급을 유지하기 위해 호재성 정보를 제공한 결과로 추정된다. 둘째, 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달 변수는 국내외 신용등급 차이를 결정하는데 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 구체적으로 정보환경 변수 중 재무분석가 예측산인이 작을수록 국내외 신용등급 차이가 작은 것으로 나타났으며, 공정공시 여부 및 한국채택국제회계기준 도입(K-IFRS)과 국내외 신용등급 차이 간에 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타나 정보환경이 양호할수록 국내외 신용등급 차이가 줄어들음을 확인할 수 있었다. 다음으로 기업특성에 대해서는 기업규모가 크고 수익성이 양호한 기업일수록 국내 신용등급이 해외 신용등급에 비해 상대적으로 높은 것으로 나타났으며, 변동성이 큰 기업일수록 국내외 신용등급 차이가 작음을 확인할 수 있었다. 지배구조 측면에서는 일부 모형에서만 경영자지분율이 높을수록 국내 신용등급이 우호적으로 평가됨을 확인할 수 있었다. 마지막으로 자금조달 변수에 대해서는 주식발행을 통해 자금을 조달하는 경우에만 국내외 신용등급의 차이가 큰 것으로 나타났다. 이상의 결과는 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달에 따라 국내외 신용등급이 차별적으로 평가되고 있음을 나타낸다.

본 연구는 국내외 신용등급 차이의 변화가 일정 기간 이후에 음(-)의 추가수익률과 관련성을 갖는다는 결과를 통해 국내 신용등급의 고평가가 기업 가치에 부정적인 영향을 미치고 있음을 보여준다. 그러나 이는 간접적인 관계를 나타낼 뿐 국내외 신용등급의 차이가 기업 가치를 어떻게 훼손하고 있는지에 대한 답을 직접적으로 제공하지 못한다. 이에 본 연구에서는 추가적으로 국내외 신용등급 차이가 기업의 비효율적인 투자와 관련이 있는지를 분석함으로써 이에 대한 질문에 답하고자 하였다. McNichols and Stubben(2008)의 모형을 이용하여 투자효율성 변수를 측정된 후 국내외 신용등급 차이와의 관계를 분석한 결과 10% 수준에서 유의하게 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타나 약한 결과이긴 하지만 국내외 신용등급 차이가 클수록 비효율적인 투자와 관련됨을 확인할 수 있었다. 이는 과대평가된 신용등급에 기초하여 낮은 금리로 조달된 자금이 효율적으로 투자되지 않음을 나타내는 결과로 해석할 수 있으나, 조달 자금과 투자 간의 명확한 관계를 정의할 수 없는 만큼 조심스러운 해석이 필요할 것으로 보인다. 본 연구는 동일기업이 계속 반복되기 때문에 발생 가능한 시계열 상관(serial correlation)을 조정하기 위해 기업에 대해 클러스터링(firm clustering)을 이용하여 표준오차를 산정하였으나, 표본이 일부 산업에 집중되어 있음을 고려하여 추가적으로 산업에 대해 클러스터링을 이용하여 표준오차를 산정한 결과에서도 본 연구결과가 강건함을 확인하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 먼저 본 연구는 계속해서 논란이 되고 있는 국내 신용등급의 신뢰성을 해외 신용등급과의 차이를 이용하여 실증적으로 분석했다는 점에서 의의를 가진다. 선행연구에서는 신용등급에 영향을 미치는 요인을 통제된 후에도 신

용등급이 시계열적으로 상향됨을 보임으로써 신용등급의 고평가에 대한 실증증거를 제시하였다(김성환·김태동, 2014). 이러한 결과는 시간에 따라 신용등급의 상향경향이 높아짐을 보여주기는 하지만 국내 신용등급의 고평가 수준과 과대평가에 따른 부정적인 영향을 분석하기에는 다소 부족하다. 본 연구는 국내 신용등급과 해외 신용등급의 차이를 이용함으로써 이러한 한계점을 극복하고 국내외 신용등급의 차이가 커질수록 일정기간 이후의 추가수익률이 낮아짐을 보임으로써 국내 신용등급의 고평가 가능성에 대한 새로운 실증증거를 제시하였다는 점에서 그 의의를 찾을 수 있다. 그러나 본 연구결과는 국내외 신용등급의 차이가 클수록 국내 신용등급이 고평가되었을 가능성이 높음을 의미할 뿐 국내 신용등급과 해외 신용등급 중 어느 것이 기업의 실질을 적절하게 평가하고 있는지에 대해서는 명확한 의견을 제시하지는 못하는 한계점을 가진다. 추후 이에 대한 연구가 이루어지면 국내외 해외의 신용등급을 이해하는데 있어 많은 도움을 줄 것으로 기대된다.

둘째, 본 연구는 국내외 신용등급 차이를 설명하는 요인을 밝혔다는 점에서도 추가적인 공헌점을 갖는다. 본 연구결과에서 볼 수 있는 바와 같이 국내 신용등급의 고평가는 채권시장 뿐 아니라 추가수익률에도 부정적으로 작용하여 기업 가치를 감소시킬 수 있다. 따라서 국내 신용평가사가 어떤 특성을 지닌 기업들을 과대평가하는지에 대한 분석결과는 투자자에게 유용한 정보를 제공할 뿐 아니라 신용평가사에 대한 감독당국이 어떤 특성을 지닌 기업의 신용등급을 집중적으로 검토해야 하는지에 대해서도 시사점을 제공한다.

이하에서 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II절

에서는 선행연구의 검토와 연구가설을 제시하고, 제III절에서는 연구방법론에 대해 논의한다. 제IV절에서는 실증분석 결과와 추가분석 결과를 제시하고, 마지막으로 제V절에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

## II. 선행연구 검토 및 가설설정

### 2.1 신용평가에 대한 선행연구와 국내신용평가사의 고평가 가능성

신용평가는 독립적인 신용평가사가 전문적인 분석능력을 바탕으로 기업의 신용위험에 대한 정보를 투자자에게 전달함으로써 경영자와 투자자 간의 정보 비대칭성을 낮추는 역할을 수행한다(Wakeman, 1981). 이와 더불어 신용평가는 투자자의 정보 획득 비용을 감소시킴으로써 채권시장에서 자원의 효율적 배분에 기여할 수 있다(Healy and Palepu, 2001). 그러나 이와 같이 신용평가가 자본시장에서 중요한 역할을 수행함에도 불구하고 신용평가사가 제공하는 신용등급의 신뢰성에 대한 비판이 지속되고 있다.

국내 신용평가시장은 시장의 필요에 의해 자생적으로 발전된 미국의 신용평가시장과 달리 자본시장을 육성하고자 하는 정부의 주도로 발전되어 왔으며 신용평가 시장의 규모와 상장기업에 대한 커버리지는 미국과 비교하여 매우 미미한 실정이다.<sup>4)</sup> 신용평가사는 매출구조가 채권 등급평가에 치중될수록 신용등급을 과대평가 할 가능성이 높다(Mathis, McAndrews, and Rochet, 2009). 국내 신용평가사의 2012년 기준 평가수수료 비중은 한국신용평가와 한국기업평

4) 국내 신용평가산업의 성장과정과 현황에 대해서는 오세경·황인덕(2012)의 4.1절에 상세하게 설명되어 있다.

가가 각각 96%와 60%로 상당히 높은 수준으로 국내 신용평가사는 신용등급을 평가할 때 발행사의 영향으로 과대평가를 할 가능성이 높을 것으로 예상된다.<sup>5)</sup> 최근 언론보도에서도 동일 기업에 대한 국내 신용등급과 해외 신용등급의 격차가 큰 것으로 보도되고 있다.<sup>6)</sup> 예를 들어 포스코의 경우 국내 신용평가사 3사로부터 AAA로 신용도가 매우 우수한 것으로 평가되었으나, 해외 신용평가사에서는 BBB수준으로 투자적격등급을 간신히 상회하는 것으로 나타나 국내의 신용등급 차이가 상당함을 알 수 있다.

특히 발행 기업이 신용평가 수수료를 지급하는 발행자지급 모델(issue-pays model)도 신용등급의 인플레이션을 악화시키는 요인이다. 발행자 지급모델에서 매출 증대 목적을 가지는 신용평가사는 기본적으로 수수료를 지급하는 채권발행 기업이 요구하면 실제평가등급보다 고평가된 신용등급을 제공할 가능성이 높아지기 때문이다. 이와 더불어 국내 자본시장의 특수한 제도인 의무 복수평가제도 발행기업의 등급쇼핑 가능성을 높여 신용등급의 과대평가에 기여할 가능성이 높다.

신용등급 고평가와 관련한 국내 선행연구로는 강경훈·이준서(2011), 김성환·김태동(2014)을 들 수 있다. 강경훈·이준서(2011)은 신용평가모형을 통해 의무 복수평가제 도입의 신용평가에 대한 영향을 분석한 결과 해당 제도의 도입이 신용등급의 과대평가 가능성을 높이지만, 신용평가사가 신뢰성 높은 신용등급을 제공하는 경우에는 발행 기업의 등급쇼핑을 억제시킴으로써 사회후생에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 보여 준 바 있다. 김성환·김태동(2014)는 신용평가에 영향을 미치는 변수들을 추가로 고려한 후에도 신용등급이 시간에 따라 상향되고

있음을 보이고, 이러한 현상이 투자등급에서 집중적으로 나타남을 보임으로써 국내 신용등급에 대한 낙관적인 평가가 이루어지고 있다는 실증증거를 제시하였다.

선행연구는 국내 신용등급이 시계열적으로 고평가되었다는 증거를 제시하지만 이 결과는 국내 신용등급의 과대평가 정도와 과대평가가 미치는 영향에 대해서 설명하기에는 다소 부족하다. 이에 본 연구에서는 국내의 신용등급 차이의 변화와 이후 1년 동안의 추가수익률 간의 관계를 통해 국내 신용등급의 과대평가에 대한 보충적인 실증증거를 제시하고자 한다. 일반적으로 회사채에 대한 신용평가는 회사채 발행시점뿐 아니라 1년 단위로 기 공시된 신용등급에 대한 재검토(정기평가)가 이루어진다. 따라서 국내의 신용등급 차이의 변화가 투자자들에게 미치는 영향을 분석하기 위해서는 1년 동안 추가수익률이 어떻게 변화하는지를 살펴볼 필요가 있다. 만약 국내의 신용등급 차이의 변화가 투자자들에게 유용한 정보라면 공시 이후 단기간의 추가수익률과 유의한 관계가 나타날 것이며, 이러한 추가수익률의 변동이 국내 신용등급의 과대평가에서 비롯된다면 시간이 지남에 따라 기업과 관련한 새로운 정보의 유입으로 주가가 조정되는 양상을 보일 가능성이 높기 때문이다. 이와 더불어 기업과 신용평가사 모두가 1년 단위로 신용등급에 대한 재검토가 이루어짐을 인지하고 있음을 고려할 때 기업은 재평가 시점에 다가감에 따라 긍정적인 정보 유출을 통해 고평가된 신용등급을 유지하고자 할 유인도 존재한다.

국내의 신용등급 차이는 코리아디스카운트에서 비롯될 수 있지만, 국내 신용등급에 대한 낮은 신뢰성을 반영한 결과일 수도 있다. 고객기반과 평판의 중

5) 김성환·김태동(2014) 주석 2 및 오세경·황인덕(2012) 표 5 참조

6) CEO스코어데일리 2014. 6.19 '대기업 신용등급 고평가 논란...국내외 괴리 커'.

요성을 고려할 때 해외 신용평가사는 국내 신용평가사에 비해 독립적일 가능성이 높다. 또한 국내 신용등급이 신뢰할만한 정보라면 해외 신용평가사는 해당 정보를 반영할 것이므로 국내외 신용등급의 차이는 크지 않을 것이다. 반면 국내 신용등급이 과대평가 등으로 인해 신뢰성 낮은 정보를 전달한다면 해외 신용평가사는 이러한 정보를 신용등급에 반영하지 않을 가능성이 높으므로 국내외 신용등급의 차이는 클 것으로 예상된다.

국내외 신용등급 차이가 코리아디스카운트와 국내 신용등급의 과대평가 중 어떤 요소에 의해 주로 영향을 받는지에 따라 신용등급 공시 후 일정기간이 지난 다음의 추가수익률과의 관계가 다르게 나타날 것으로 기대된다. 만약 국내외 신용등급 차이가 코리아디스카운트에서 비롯된다면 신용등급 공시와 관련한 정보가 시장에 반영된 후에는 추가수익률과 유의한 관련성을 가지지 않을 것이다. 그러나 국내외 신용등급 차이가 국내 신용등급의 고평가에서 비롯된다면 신용등급 공시시점에 나타난 국내 신용등급의 상향조정에 대한 투자자의 긍정적인 추가반응이 새로운 정보의 유입에 따라 실질가치로 수렴하는 과정을 겪을 것이므로 국내외 신용등급 차이의 변화는 이후 추가수익률과 유의한 관련성을 가질 것으로 기대된다. 이러한 두 가지 영향을 고려하여 본 연구가설 1을 다음과 같이 귀무가설의 형태로 설정한다.

연구가설 1: 국내외 신용등급 차이의 변화는 공시 이후 기간의 추가수익률과는 유의한 관련성을 갖지 않을 것이다.

## 2.2 국내외 신용등급 차이에 영향을 미치는 요소

채권의 발행금리는 신용등급에 기초하여 결정되므로 고평가된 신용등급은 발행 기업에 긍정적인 영향을 미친다. 이와 반대로 채권매수자는 고평가된 신용등급에 기반하여 실질가치 보다 과대평가된 금액으로 채권을 매수하기 때문에 낮은 채권수익률을 경험하고, 향후 추가적인 신용등급 하향조정으로 인한 가치하락에 잠재적으로 노출될 가능성이 높다. 이는 신용등급의 과대평가가 채권자의 부를 발행 기업에 이전되게 함으로써 효율적인 자원배분에 부정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 대한해운의 사례와 같이 고평가된 신용등급은 신용도에 결정적으로 영향을 미치는 요인 예를 들어 채무불이행 등의 발생 시에 급격하게 하향조정 됨으로써 채권자에게 대규모의 손실을 초래하는 등 시장실패의 한 요인으로 작용할 수 있다.<sup>7)</sup> 만약 첫 번째 가설에서 국내외 신용등급의 차이가 국내 신용등급의 고평가와 관련성을 가지는 것으로 나타난다면, 국내외 신용평가사간의 신용등급 차이를 설명해 주는 요인을 파악하는 것은 투자자들에게 매우 유용할 수 있다. 왜냐하면 투자자가 국내 신용등급의 고평가에 영향 미치는 요소를 미리 파악한다면 신용등급의 과대평가로 인한 부정적인 영향을 줄일 수 있기 때문이다.

본 연구에서는 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달의 4가지 측면에서 국내외 신용등급 차이에 영향을 미치는 요인을 살펴보고자 한다. 정보환경에 대해서는 재무분석가 예측분산, 공정공시 및 한국채택국제회계기준의 도입(K-IFRS)의 영향을 분석한다. 재무분석가는 자본시장의 정보중개자로서 기업

7) 오세경·황인덕(2012)에서 제시한 사례에 따르면 2011년 1월 25일 대한해운의 법정관리 신청에 따라 국내 신용평가사는 신용등급을 BBB+에서 D로 10단계 하향조정 된 바 있다.

의 정보환경을 형성함에 있어 중요한 역할을 수행하며, 다수의 선행연구에 따르면 재무분석가의 예측분산이 기업의 정보환경 수준을 반영하는 것으로 보고되고 있다(Kothari, 2001; Barron, Byard, and Yu, 2008; Brown and Han, 1992 등).<sup>8)</sup> 이와 유사하게 공정공시도 경영자의 사적정보 공시를 통해 기업과 정보이용자 간의 정보비대칭을 줄이는 등 정보환경에 중요한 영향을 미치며, 국내 연구에서도 공정공시가 투자자의 의사결정에 유의한 영향을 미침을 보여준다(Healy and Palepu, 2001; 김지홍 외, 2005). 또한 IFRS 도입의 경제적 효과에 대해 문헌연구를 수행한 최관·박종일·최성호(2013)에 따르면 IFRS의 도입이 정보환경에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다. 우리나라의 경우 한국채택국제회계기준(K-IFRS)이 2011년 이후 의무적으로 도입되어 현재까지 활발한 연구가 이루어지는 않았지만, K-IFRS 도입으로 회계의 질이 향상되었다는 연구와 회계의 질적 특성에 유의한 영향을 미치지 않는다는 선행연구가 상존하고 있어 K-IFRS 도입이 기업의 정보환경에 미치는 영향에 대해서는 명확하게 예상하기 어려운 실정이다(최관 외, 2013).

정보환경에 따라 투자자는 신용평가사가 제공하는 신용등급의 적절성 여부에 대해 다른 평가를 내릴 수 있다. 양호한 정보환경은 국내외 신용평가사들의 이용 가능한 정보 양의 차이를 줄이고, 투자자로 하여금 다양한 정보를 이용하여 신용평가사의 평가등급에 대해 보다 면밀하게 분석하고 평가하는 것을

가능하게 하기 때문이다. 이에 따라 양호한 정보 환경에 속한 기업일수록 국내 신용평가사의 과대평가 유인이 낮을 것으로 예상되며 이는 국내외 신용등급 차이를 줄이는 결과로 이어질 것이다. 이에 근거하여 다음의 가설 2-1을 설정한다.

연구가설 2-1: 정보환경이 양호할수록 국내외 신용등급 차이는 작을 것이다.

신용등급은 기업의 다양한 재무비율을 고려하여 산정되며, 다수의 선행연구에 따르면 기업규모 및 수익성 등의 기업특성과 지배구조가 신용등급을 결정하는데 중요하게 영향을 미치는 것으로 보고되고 있다(Horrigan, 1966; Kaplan and Urwitz, 1979; 전영순 외, 2006; 김성환·김태동, 2014). 다른 조건이 일정하다면, 국내 신용평가사는 우리나라 시장과 기업에 대한 이해가 높기 때문에 국내 기업과 관련한 정보를 신속하고 정확하게 반영할 가능성이 높다. 그러나 앞서 설명한 바와 같이 높은 평가수수로 비중과 의무 복수 평가제 등은 국내 신용평가사로 하여금 신용등급을 과대평가 할 유인을 제공한다. 이와 달리 해외 신용평가사는 상대적으로 높은 독립성은 확보되지만, 국내 시장과 기업에 대한 지식과 경험이 국내 신용평가사에 비해 부족할 수 있다. 이러한 영향을 고려할 때 국내 신용평가사와 해외 신용평가사는 동일한 기업특성 및 지배구조에 대해서 차별적으로 판단하여 신용등급에 반영할 가

8) 이와 더불어 재무분석가는 기업지배구조의 한 축으로서 경영자를 감시하는 역할도 수행한다. Dyck, Morse, and Zingales(2010)은 SEC(Securities and Exchange Commission)와 감사인은 경영자의 부정을 발견하는데 미미한 역할(minor role)을 수행하지만, 재무분석가가 컴팩 컴퓨터(Compack Computer), 모토로라(Motorola) 등 다수의 기업의 부정을 적발하는데 관련되어 있음을 보여줌으로써 가장 효율적인 외부의 내부 고발자라는 증거를 제시하였다. 이와 더불어 Yu(2008)은 재무분석가 수가 많을수록 경영자가 이익조정에 덜 가담한다는 연구결과를 통해 기업지배구조에서 재무분석가의 역할에 대해 추가적인 증거를 제시한 바 있다. 이 외에도 간접적이긴 하지만, Chung and Jo(1996)이 재무분석가 커버리지 수준과 Tobin's q 간에 양(+)의 관계가 존재함으로써 보이고, Chang, Dastupta, and Hilary(2006)이 재무분석가 커버리지가 증권 발행과 자본 구조에 영향을 미침을 보임으로써 재무분석가가 기업지배구조로서의 역할도 수행하고 있음을 보여준다.

능성이 존재한다. 이와 일관되게 국내 신용평가사의 고평가 논란과 관련한 언론보도는 국내외 신용등급 차이가 국내 신용평가사와 해외 신용평가사가 중요시하는 요소가 다름에서 비롯될 수 있음을 언급하고 있다.<sup>9)</sup> 따라서 기업특성과 지배구조에 대해서 국내외 신용평가사의 관점차이가 존재할 것으로 기대되며, 이에 따라 다음의 가설 2-2를 설정한다.

연구가설 2-2: 기업특성과 지배구조는 국내외 신용등급 차이와 관련성을 가질 것이다.

자금조달을 계획하는 경영자는 보다 양호한 조건으로 자금을 조달하기 위해 이익조정 등을 행할 유인이 존재한다(Teoh et al., 1998). 이와 같이 경영자가 실제에 비해 기업을 좋게 보이려는 노력은 국내 신용평가사에 대한 고평가 압력으로 이어져 국내 신용등급의 과대평가에 기여할 수 있다. 왜냐하면 자금조달 직전의 경영자는 다양한 방법을 이용하여 기업을 보다 좋게 보이도록 할 가능성이 높으므로 신용평가사에 대해서도 고평가 압력을 행사할 것으로 기대되기 때문이다. 해외 신용평가사는 이러한 압력으로부터 비교적 자유로움을 감안할 때 자금조달은 국내외 신용등급 차이를 설명하는 중요한 한 요인일 것으로 기대된다. 이에 따라 다음의 가설 2-3을 설정한다.

연구가설 2-3: 자금조달 예정 기업일수록 국내외 신용등급 차이가 클 것이다.

### III. 연구방법론

#### 3.1 표본선정 및 자료수집

본 연구는 2002년부터 2013년까지 유가증권 상장 및 코스닥 등록법인 중에서 아래의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 해당연도 말에 국내 신용등급과 해외 신용등급이 모두 존재하는 기업
- (2) 금융업이 아닌 기업
- (3) 12월말 기업
- (4) 변수측정 위한 모든 재무정보가 입수 가능한 기업

본 연구는 국내외 신용등급 차이를 산출하기 위해 해당연도 말에 국내 신용등급과 해외 신용등급이 모두 존재하는 기업을 표본으로 선정하였다. 이 중에서 금융업의 신용평가는 비금융업과 상이할 수 있어 표본에서 배제하였으며, 결산월에 따른 차이를 통제하기 위해 12월 결산법인으로 국한하였다. 국내외 신용등급 자료는 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에서 제공하는 해당연도 사업보고서에서 직접 추출하였으며, 주가수익률 및 재무분석가 정보는 DataGuide 5.0에서 추출하였고, 기타 재무자료 및 통제변수와 관련한 정보는 TS2000과 KisValue에서 추출하였다. 분석에 사용된 최종 표본은 24개 기업 158 기업-연도 관측치이며, 연도별 산업별 표본 구성은 <표 1>에 제시되어 있다. <표 1>에서 보는 바와 같이 연도별 표본의 수는 증가세를

9) 매경닷컴(2014.6.19. "대기업, 국내 신용평가 '거품' 논란...해외보다 24% 고평가")에 따르면 국내외 신용평가 차이는 국내 신용평가사 국내 시장에서의 경쟁력 혹은 모기업의 지원 가능성 등 우리나라 대기업의 특수성에서 비롯되는 것으로 추정된다.

〈표 1〉 표본 구성

[패널 A] 연도별 표본 구성

연도	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	합계
표본수	4	9	8	12	10	12	13	18	19	19	17	17	158

[패널 B] 산업별 표본 구성

산업명	표본수	산업명	표본수
제조업	85(11)	도매 및 소매업	9(2)
전기, 가스, 증기 및 수도사업	10(3)	출판, 방송통신 및 정보서비스업	36(5)
건설업	6(1)	전문 과학 및 기술서비스업	12(2)
합계		158(24)	

(\*) 괄호안의 숫자는 산업에 포함된 기업 수를 나타냄

[패널 C] 신용등급 차이별 표본 구성

신용등급 차이	2	3	3.5	4	4.5	5	5.5	6	6.5	7	7.5	8	합계
표본수	1	2	3	6	5	34	3	55	9	32	3	5	158

(\*) 신용등급 차이는 해외 신용등급의 중위수에서 국내 신용등급의 중위수를 차감하여 산출하였으며, 신용등급 차이가 작을수록 국내 신용등급이 해외 신용등급과 차이를 나타내지 않음을 의미함

나타내고 있어 해외 신용평가를 받는 기업의 수가 늘어나고 있음을 알 수 있다. 업종별로는 제조업이 50% 이상을 차지하고 있으며, 출판, 방송통신 및 정보서비스업이 그 뒤를 잇고 있다. 〈표 1〉의 [패널 C]는 국내외 신용등급 차이별 표본의 분포를 나타낸다. 본 연구는 신용등급이 우량할수록 낮은 점수를 부여하고, 신용등급 차이를 해외 신용평가사의 신용등급 중위수에서 국내 신용평가사의 신용등급 중위수를 차감하여 산출한다. 따라서 신용등급 차이가 클수록 해외 신용평가사에 비해 국내 신용평가사의 신용등급이 과대평가되어 있음을 의미한다. [패널 C]의 신용등급 차이는 모두 양(+)의 값을 나타내어

본 연구에 포함된 표본들의 국내 신용등급이 해외 신용등급 보다 낙관적으로 평가되고 있음을 알 수 있으며, 특히 신용등급 차이가 5~7에 집중되어 있어 국내 신용등급이 해외 신용등급에 비해 1등급 이상 긍정적으로 평가되고 있음을 보여준다.<sup>10)</sup>

### 3.2 연구모형

#### 3.2.1 국내외 신용등급 차이의 변화와 투자자 반응

본 연구의 가설 1은 국내외 신용등급 차이의 변화와 투자자의 반응 간의 관계를 통해 국내 신용등

10) 회사채 신용등급은 AAA~D로 정의되며, 이 중 AA등급부터 CCC등급(국내 신용평가사의 경우 B등급)까지는 +, -부호를 부기하여 등급을 나타낸다. 따라서 회사채 신용등급은 AAA, AA+, AA, AA-, A+, A, A-, BBB+, BBB, BBB-, BB+, BB, BB-, B+, B, B-, CCC+, CCC, CCC-, CC, C, D의 22단계로 나뉜다. AAA등급은 최상위 신용등급으로 '원리금 지급능력'이 최상급임을 의미하고, 일반적으로 BBB-등급이상을 투자등급으로 미만을 투기등급으로 정의한다. 신용등급 차이(Diff)가 5라는 의미는 국내 신용등급이 AA일 때, 해외 신용등급이 BBB임을 의미하므로 +, - 부호를 넘어 등급 간에 상당한 차이가 존재함을 의미한다.

급의 과대평가 여부를 분석하고자 하는 것이다. 이를 위해 다음의 식 (1)과 같은 연구 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 BHAR_{it+1} = & a_0 + a_1 C\_Diff_{it} + a_2 C\_Dis_{it} \\
 & + a_3 SIZE_{it} + a_4 MTB_{it} + a_5 LEV_{it} \\
 & + a_6 VOL_{it} + a_7 lnAF_{it} + \sum ID \\
 & + \sum YD + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \quad (1)$$

*BHAR* : 국내 혹은 해외 신용등급이 공시되어 국내의 신용등급 차이가 산출되는 월의 다음 3, 6, 12개월 동안의 비정상 보유수익률로서 연도별로 국내 신용등급이 유사한 기업 중 기업규모(시가총액 기준)와 자본총계 대비 시가총액의 비율이 유사한 기업의 수익률을 차감하는 방식(SIZE/MTB matched approach)으로 산정함

*C\_Diff* : 해외 신용등급 중위수에서 국내 신용등급 중위수를 차감한 값의 변동분, 신용등급은 최고 신용등급 AAA가 1점, 최하 신용등급 D가 22점을 나타내도록 점수를 부여함

*C\_Dis* : 연도별, 산업별 국내의 신용등급 차이 평균의 변동분

*SIZE* : 시가총액(백만원)의 자연로그 값

*MTB* : 시가총액/자본총계

*LEV* : 부채총계/자산총계

*VOL* : 일별주가수익률의 표준편차

*lnAF* : (1+재무분석가 보고서 수)의 자연로그 값

*ID, YD* : 산업더미, 연도더미

본 연구에서 종속변수로 이용되는 비정상보유수익률(*BHAR*, buy and hold abnormal return)은 국내 혹은 해외 신용등급 공시시점을 기준으로 다음의 방식을 이용하여 산출하였다. 국내 혹은 해외 신용등급이 공시되어 국내의 신용등급 차이가 산출되는 월의 다음 3개월, 6개월, 12개월 간 보유수익률을

측정한 후 연도별로 국내 신용등급이 유사한 기업 중에서 시가총액이 해당기업의 50%에서 150%에 속하는 기업을 선정하고 그 중 자본총계 대비 시가총액의 비율이 가장 유사한 기업의 수익률을 차감하는 방식으로 산출하였다.

관심변수인 국내외 신용등급 차이의 변동(*C\_Diff*)은 국내 신용평가사의 신용등급과 해외신용평가사의 신용등급 간 차이의 변동을 나타낸다. 여기서 국내외 신용등급 차이는 최고 신용등급인 AAA가 1점, 최하 신용등급이 D가 22점을 나타내도록 점수를 부여하고 해외 신용등급점수의 중위수에서 국내 신용등급점수의 중위수를 차감하는 방식으로 산출하였다. 따라서 국내외 신용등급 차이가 클수록 해외 신용등급에 비해 국내 신용등급이 과대평가되었음을 나타낸다. 만약 투자자가 국내외 신용등급 차이의 증가를 긍정적으로 평가한다면 3개월 비정상수익률과는 양(+ )의 관계를 나타낼 것으로 예상되며, 이러한 긍정적인 평가가 국내 신용등급의 과대평가에서 비롯된다면 정보의 유입에 따라 6개월, 12개월에 대해서는 유의하지 않거나 음(-)의 관계를 나타낼 것으로 기대된다.

코리아디스카운트의 변동(*C\_Dis*)은 코리아디스카운트 정도의 변화가 주가수익률에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함하였으며, 연도별, 산업별로 국내외 신용등급 차이의 평균을 산출하고 직전연도 대비 당해연도의 변동분으로 측정하였다. 코리아디스카운트는 국내 주가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대되므로 코리아디스카운트의 변동(*C\_Dis*)와 비정상보유수익률 간에 음(-)의 관계가 관찰될 것으로 예상된다.

기타 통제변수로는 선행연구에서 수익률과 관련하여 이상현상(returns anomalies)과 관련 있는 것으로 나타난 기업 특성변수들을 포함하였다(Fama and

French, 1996). 규모효과를 통제하기 위해 시가총액을 자연로그로 변환한 값을 기업 규모(*SIZE*) 변수로 포함하였다. 장부가치대비 시장가치 비율(*MTB*, market to book ratio)와 레버리지(*LEV*) 변수는 각각 성장성과 안정성을 나타내는 변수로 이러한 요소들이 수익률에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함하였으며, 보통주 시가총액을 자기자본으로 나눈 값과 총 부채를 총 자산으로 나눈 값으로 산정하였다. 변동성(*VOL*) 변수는 추가수익률의 표준편차로 측정하였으며 추가변동성이 수익률에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함하였다. *InAF*는 재무분석가 수를 나타내는 변수로 정보환경이 수익률에 미치는 영향을 통제하기 위해 포함하였다.

### 3.2.2 국내의 신용등급 차이에 영향을 미치는 요소

본 연구의 가설 2는 국내의 신용등급 차이를 설명하는 요인을 살펴보고자 하며 이를 위해 다음의 식 (2)와 같은 연구 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 Diff_{it} = & \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 DISP_{it} + \beta_3 KIFRS_{it} \\
 & + \beta_4 FLR_{it} + \beta_5 Mgmt_{it} + \beta_6 OUTR_{it} \\
 & + \beta_7 FOR_{it} + \beta_8 Big4_{it} + \beta_9 DLoan_{it} \\
 & + \beta_{10} DCap_{it} + \beta_{11} SIZE_{it} + \beta_{12} ROE_{it} \\
 & + \beta_{13} MTB_{it} + \beta_{14} LEV_{it} + \beta_{15} VOL_{it} \\
 & + \sum ID + \sum YD + \varepsilon_{it} \quad (2)
 \end{aligned}$$

*Diff* : 해외 신용등급 중위수-국내 신용등급 중위수, 신용등급은 최고 신용등급 AAA가 1점, 최하 신용등급 D가 22점을 나타내도록 점수를 부여함  
*FD* : 기업이 공정공시를 하면 1, 아니면 0  
*DISP* : 예측 EPS의 표준편차/평균 EPS 예측치의 절대값

*KIFRS* : 한국채택국제회계기준(K-IFRS)을 적용하면 1, 아니면 0  
*FLR* : 장기채무(장기차입금+사채)에서 외화가 차지하는 비중  
*Mgmt* : 경영자(임원) 지분율  
*OUTR* : 사외이사비율(사외이사 수/총 이사 수)  
*FOR* : 외국인주주지분율\*100  
*Big4* : 기업이 대형회계법인에게 감사받으면 1, 아니면 0  
*DLoan* : 당해연도 혹은 차기연도에 장기차입부채가 증가하면 1, 아니면 0  
*DCap* : 당해연도 혹은 차기연도에 자본금이 증가하면 1, 아니면 0  
*SIZE* : 시가총액(백만원)의 자연로그 값  
*ROE* : 당기순이익/자본총계  
*MTB* : 시가총액/자본총계  
*LEV* : 부채총계/자산총계  
*VOL* : 일별주가수익률의 표준편차  
*ID, YD* : 산업더미, 연도더미

종속변수인 신용등급 차이(*Diff*)는 앞서 설명한 바와 같이 국내의 신용등급의 차이를 나타내며 해외 신용등급의 중위수에서 국내 신용등급의 중위수를 차감하여 산출한다. 국내의 신용등급 차이(*Diff*)에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수는 크게 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달 변수로 구분된다. 먼저 정보환경부터 살펴보면, 공정공시 여부(*FD*) 변수는 기업이 자발적으로 공정공시를 한 경우에는 1 아니면 0으로 측정하였으며, 재무분석가 예측분산(*DISP*) 변수는 재무분석가 예측분산을 해당연도의 예측된 평균 EPS의 절대값으로 규모 조정하여 산출하였다(배성호, 2014). 또한 한국채택국제회계기준(*KIFRS*) 변수는 *KIFRS*를 적용한 기업-연도는 1 아니면 0으로 측정하였다. 정보환경이 양호할수록 신용평가사들이 등급을 평가하는데 있어 이용 가능한 정보의 차이가 크지 않을 것으로 기대되므로 정

보환경 변수는 국내외 신용등급 차이(Diff)와 음(-)의 관계를 가질 것으로 기대된다.

다음으로 기업특성 변수를 살펴보면, 기업규모(SIZE) 변수는 기업 규모가 신용등급 평가에 가장 큰 영향을 미친다는 선행연구 결과에 따라 포함하였다(Horrigan, 1966; Kaplan and Urwitz, 1979; 전영순 외, 2006). 수익성(ROE) 변수는 이익창출 능력을 나타내며 수익성이 높을수록 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 고려하여 모형에 포함하였으며, 레버리지(LEV) 변수는 부채비율이 신용등급에 대한 부정적인 영향을 미칠 수 있어 포함하였다(전영순 외, 2006). 성장성변수(MTB)는 국내 신용평가사와 해외 신용평가사가 기업의 성장성에 대해 차별적인 평가를 할 가능성이 존재하므로 이를 검증하기 위해 포함하였다. 변동성(VOL) 변수는 주가수익률의 표준편차로 측정하였으며, 변동성이 높은 기업의 파산가능성을 고려하여 포함하였다(김성환·김태동, 2014). 기업특성 변수와 국내외 신용등급 차이(Diff)간의 관계는 국내 신용평가사와 해외 신용평가사가 어떤 요소를 중요시하여 평가등급을 산정하는지에 따라 달라질 수 있으므로 그 방향성을 예측하기 어렵다.

지배구조 변수로는 외화장기채무비율(FLR), 경영자지분율(Mgmt), 사외이사비율(OUTR), 외국인주주지분율(FOR), 대형감사인여부(Big4)를 포함하였다. 이 변수들은 대부분 국내 신용평가사와 해외 신용평가사 모두 신용평가시 기업지배구조를 중요한 요소 중 하나로 지적하고 있을 뿐만 아니라 선행연구에서도 신용평가에 중요한 영향을 미치고 요소임을 밝히고 있어 모형에 포함하였다(전영순 외, 2006). 그러나 앞선 기업특성 변수와 마찬가지로 지배구조

변수와 국내외 신용등급 차이(Diff)의 관계에 대해서는 예측하기 어렵다. 마지막으로 자금조달 변수로는 장기차입부채의 증가(DLoan)와 자본금의 증가(DCap)를 포함시켰으며, 경영자가 당기 혹은 차기에 자금조달을 계획하는 경우 국내 신용등급을 과대평가할 유인이 존재함을 고려하여 포함하였다. 따라서 자금조달 변수는 국내외 신용등급 차이(Diff)와 양(+)의 관계를 나타낼 것으로 예상된다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계량

〈표 2〉는 연도별, 산업별 국내외 신용등급 차이를 나타낸다. 연도별로 국내외 신용등급 차이의 변동은 크지 않으며 대체로 6 수준으로 나타나 국내 신용등급이 AAA일 때 해외 신용등급은 A- 정도임을 알 수 있다. 그러나 산업별로 국내외 신용등급 차이는 서비스업이 7.3으로 가장 크고 전기, 가스 공급업이 3.9 수준으로 작음을 알 수 있다.<sup>11)</sup>

분석에 이용된 변수들의 기술통계량은 〈표 3〉에 제시되어 있다. [패널 A]와 [패널 B]는 각각 가설 1과 가설 2를 검증하기 위해 이용되는 표본의 기술통계량을 나타낸다. 가설 1은 국내 혹은 해외 신용등급 공시를 주요 변수로 하기 때문에 기업-연도를 하나의 표본으로 하는 가설 2에 비해 전체 표본수가 많음을 확인할 수 있다. 먼저 [패널 A]를 살펴보면, 비정상보유수익률(BHAR)의 평균은 3개월, 6개월, 12개월이 각각 0.014, 0.030, 0.098을 나타내고

11) 이는 국내외 신용등급의 차이가 산업을 바라보는 관점의 차이에서 비롯될 수 있다는 신용평가사의 입장과 일치한다(파이낸셜뉴스 2013. 9. 2 '엇갈린 해외와 국내 신용등급, 제대로 된 시각으로 바라봐야')

〈표 2〉 신용등급 차이

[패널 A] 연도별 신용등급 차이

연도	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	합계
표본수	6.6	5.9	6.6	5.4	5.6	5.4	5.8	5.8	5.9	5.8	5.9	6.1	5.9

[패널 B] 산업별 신용등급 차이

산업명	신용등급차이	산업명	신용등급차이
제조업	6.2	도매 및 소매업	5.2
전기, 가스, 증기 및 수도사업	3.9	출판, 방송통신 및 정보서비스업	5.4
건설업	5.0	전문 과학 및 기술서비스업	7.3

〈표 3〉 기술통계량

[패널 A] 국내의 신용등급 차이의 변동과 비정상보유수익률의 관계를 분석하기 위한 표본

변수명	표본수	평균	표준편차	1분위수	중위수	3분위수
<i>BHAR3</i>	315	0.014	0.206	-0.109	0.010	0.152
<i>BHAR6</i>	315	0.030	0.309	-0.155	0.011	0.209
<i>BHAR12</i>	315	0.098	0.509	-0.170	0.084	0.338
<i>C_Diff</i>	315	0.021	0.353	0.000	0.000	0.000
<i>C_Dis</i>	315	0.079	0.526	0.000	0.000	0.500
<i>SIZE</i>	315	16.031	1.006	15.629	16.249	16.627
<i>MTB</i>	315	1.370	0.632	0.953	1.302	1.580
<i>LEV</i>	315	0.457	0.119	0.385	0.477	0.556
<i>VOL</i>	315	0.404	0.137	0.293	0.371	0.480
<i>lnAF</i>	315	5.115	1.126	5.081	5.505	5.756

1) 변수 정의:

- BHAR* : 국내 혹은 해외 신용등급이 공시되어 국내의 신용등급 차이가 산출되는 월의 다음 3, 6, 12개월 동안의 비정상 보유수익률로서 연도별로 국내 신용등급이 유사한 기업 중 기업규모(시가총액 기준)와 자본총계 대비 시가총액의 비율이 유사한 기업의 수익률을 차감하는 방식(SIZE/MTB matched approach)으로 산정함
- C\_Diff* : 해외 신용등급 중위수에서 국내 신용등급 중위수를 차감한 값의 변동분, 신용등급은 최고 신용등급 AAA가 1점, 최하 신용등급 D가 22점을 나타내도록 점수를 부여함
- C\_Dis* : 연도별, 산업별 국내의 신용등급 차이 평균의 변동분
- SIZE* : 시가총액(백만원)의 자연로그 값
- MTB* : 시가총액/자본총계
- LEV* : 부채총계/자산총계
- VOL* : 일별주가수익률의 표준편차
- lnAF* : (1+재무분석가 보고서 수)의 자연로그 값

〈표 3〉 기술통계량 (계속)

[패널 B] 국내외 신용등급 차이에 영향을 미치는 요소를 분석하기 위한 표본

변수명	표본수	평균	표준편차	1분위수	중위수	3분위수
<i>Diff</i>	158	5.864	1.073	5.000	6.000	7.000
<i>FD</i>	158	0.962	0.192	1.000	1.000	1.000
<i>DISP</i>	121	0.341	0.617	0.113	0.154	0.340
<i>KIFRS</i>	158	0.354	0.480	0.000	0.000	1.000
<i>FLR</i>	157	0.364	0.276	0.100	0.340	0.569
<i>Mgmt</i>	158	0.046	0.088	0.000	0.000	0.055
<i>OUTR</i>	158	0.650	0.151	0.571	0.667	0.750
<i>FOR</i>	158	34.779	14.808	23.990	34.800	47.700
<i>Big4</i>	158	0.975	0.158	1.000	1.000	1.000
<i>DLoan</i>	158	0.753	0.433	1.000	1.000	1.000
<i>DCap</i>	158	0.335	0.474	0.000	0.000	1.000
<i>SIZE</i>	158	15.989	1.068	15.488	16.238	16.672
<i>ROE</i>	158	0.109	0.121	0.054	0.115	0.164
<i>MTB</i>	158	1.377	0.658	0.920	1.251	1.670
<i>LEV</i>	158	0.455	0.128	0.364	0.477	0.561
<i>VOL</i>	158	0.377	0.147	0.279	0.338	0.434

1) 변수 정의:

- Diff* : 해외 신용등급 중위수-국내 신용등급 중위수, 신용등급은 최고 신용등급 AAA가 1점, 최하 신용등급 D가 22점을 나타내도록 점수를 부여함
- FD* : 기업이 공정공시를 하면 1, 아니면 0
- DISP* : 예측 EPS의 표준편차/평균 EPS 예측치의 절대값
- KIFRS* : 한국채택국제회계기준(K-IFRS)을 적용하면 1, 아니면 0
- FLR* : 장기채무(장기차입금+사채)에서 외화가 차지하는 비중
- Mgmt* : 경영자(임원) 지분율
- OUTR* : 사외이사비율(사외이사 수/총 이사 수)
- FOR* : 외국인주주지분율\*100
- Big4* : 기업이 대형회계법인에게 감사받으면 1, 아니면 0
- DLoan* : 당해연도 혹은 차기연도에 장기차입부채가 증가하면 1, 아니면 0
- DCap* : 당해연도 혹은 차기연도에 자본금이 증가하면 1, 아니면 0
- SIZE* : 시가총액(백만원)의 자연로그 값
- ROE* : 당기순이익/자본총계
- MTB* : 시가총액/자본총계
- LEV* : 부채총계/자산총계
- VOL* : 일별주가수익률의 표준편차

있어 기간이 길수록 비정상 보유수익률이 증가함을 알 수 있다. 국내외 신용등급 차이의 변동(*C\_Diff*)는 평균이 0.021로 신용등급의 변경은 국내외 신용등급 차이를 증가시키는 방향으로 이루어지지만 그 비중은 낮음을 알 수 있다. 코리아디스카운트의 변동(*C\_Dis*)는 평균이 0.079로 나타나 앞서 언급한 바와 같이 국내외 신용등급 차이의 변동이 많이 이루어지지 않음을 알 수 있다.

다음으로 [패널 B]를 살펴보면, 국내외 신용등급 차이(*Diff*)의 평균은 5.9로 국내 신용평가사가 해외 신용평가사에 비해 고평가된 신용등급을 부여하고 있음을 알 수 있다. 기업지배구조 측면에서도 사외이사비율(*OUTR*)이 0.650으로 높고, 외국인주주비율(*FOR*)도 0.348에 이르는 등 분석에 포함된 표

본들의 지배구조는 대체로 양호한 것으로 판단된다. 또한, 표본에 포함된 기업들 중 약 75%와 약 33%는 각각 당기 혹은 차기에 장기차입부채와 자본금이 증가하였음을 알 수 있다. 한편, 기업규모(*SIZE*)의 평균은 15.989(약 8조 8천억)으로 규모가 표본으로 포함된 기업의 대부분이 대기업으로 구성되어 있으며, 레버리지(*LEV*)와 수익성(*ROE*)의 평균도 각각 0.455와 0.109로 재무구조가 건전하고 수익성이 양호함을 알 수 있다.

〈표 4〉는 가설 2를 검증하는데 이용된 주요 변수들의 피어슨 상관계수를 나타낸다. 종속변수인 국내외 신용등급 차이(*Diff*)와 기업규모(*SIZE*) 간의 상관계수는 0.33로 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 기업규모가 클수록 국내 신용평가사가

〈표 4〉 피어슨 상관계수

변수명	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
1 <i>Diff</i>	1.00															
2 <i>FD</i>	-0.07	1.00														
3 <i>DISP</i>	-0.09	0.04	1.00													
4 <i>KIFRS</i>	0.04	0.15	0.00	1.00												
5 <i>FLR</i>	-0.14	0.14	0.04	-0.15	1.00											
6 <i>Mgmt</i>	-0.06	-0.20	-0.18	-0.06	0.15	1.00										
7 <i>OUTR</i>	<b>0.25</b>	<b>0.22</b>	0.01	0.07	-0.03	<b>-0.25</b>	1.00									
8 <i>FOR</i>	0.16	0.04	-0.13	-0.05	-0.18	<b>-0.21</b>	0.11	1.00								
9 <i>Big4</i>	-0.08	0.18	0.07	0.12	-0.17	<b>-0.51</b>	0.14	0.04	1.00							
10 <i>DLoan</i>	-0.00	-0.11	0.10	-0.01	-0.02	0.10	-0.06	-0.06	-0.09	1.00						
11 <i>DCap</i>	0.18	0.00	<b>0.28</b>	-0.16	-0.07	0.17	0.10	<b>-0.25</b>	0.03	0.06	1.00					
12 <i>SIZE</i>	<b>0.33</b>	<b>0.28</b>	-0.17	0.18	-0.07	<b>-0.44</b>	<b>0.32</b>	<b>0.42</b>	0.19	-0.12	-0.00	1.00				
13 <i>ROE</i>	<b>0.23</b>	0.03	<b>-0.35</b>	-0.14	-0.13	0.00	0.05	<b>0.36</b>	-0.08	-0.06	-0.10	<b>0.26</b>	1.00			
14 <i>MTB</i>	0.04	0.17	-0.02	-0.09	-0.07	<b>-0.22</b>	0.14	0.17	0.00	-0.09	0.02	<b>0.45</b>	<b>0.35</b>	1.00		
15 <i>LEV</i>	-0.11	0.14	0.21	-0.08	-0.16	-0.07	-0.02	<b>-0.28</b>	0.03	0.20	0.18	<b>-0.37</b>	<b>-0.26</b>	-0.04	1.00	
16 <i>VOL</i>	-0.06	-0.10	0.19	<b>-0.27</b>	0.15	0.04	0.02	<b>-0.33</b>	-0.10	-0.02	<b>0.27</b>	-0.12	-0.07	0.13	0.19	1.00

(\*) 피어슨 상관계수는 〈표 3〉의 [패널 B]에 대해서만 제시함. 변수 정의는 〈표 3〉 참조. 굵은 글씨체는 1% 수준(양측 검정)에서 유의함을 의미함.

우량한 등급을 부여한다는 김성환·김태동(2014)의 연구결과와 일관된다. 또한 신용등급 차이(Diff)는 수익성(ROE) 및 사외이사비율(OUTR)과도 유의한 양(+의 상관계수 값을 보이고 있어 국내 신용평가사가 수익성과 사외이사비율에 비교적 높은 가중치를 부여하는 것으로 보인다.

#### 4.2 국내외 신용등급 차이의 변화와 투자자 반응에 대한 분석결과

본 연구의 가설 1은 국내외 신용등급 차이의 변화와 이후 기간의 추가수익률 간의 관계를 분석함으로써 국내 신용평가사가 평균적으로 고평가된 신용등급을 제시하는지 여부를 검증하고자 한다. 만약 국내외 신용등급 차이의 변화가 국내 신용등급의 고평가와 관련된다면 3개월 추가수익률과는 유의한 양(+의 관계를 6개월과 12개월 추가수익률과는 유의하지 않은 관계 혹은 음(-)의 관계를 나타낼 것으로 기대된다. 그러나 국내외 신용등급 차이가 코리아디스카운트에서 비롯된다면 국내외 신용등급 차이의 변화와 이후 기간의 추가수익률 간에 유의하지 않은 관계를 보일 것으로 예상된다. 이에 대한 분석 결과는 <표 5>에 제시되어 있다. 모형 (1), (2), (3)은 각각 3개월, 6개월 및 12개월을 대상으로 측정된 비정상보유수익률을 종속변수로 이용하였을 때의 분석 결과를 나타낸다.

<표 5>의 결과를 살펴보면 국내외 신용등급 차이의 변동(C\_Diff)에 대한 계수 값은 3개월 비정상보유수익률(BHAR3)에 대해서 0.063으로 5% 수준에

서 유의한 것으로 나타났으나, 6개월 비정상보유수익률(BHAR6)과 12개월 비정상보유수익률(BHAR12)에 대해서는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 국내외 신용등급의 차이는 해외 신용등급 점수에서 국내 신용등급 점수를 차감하여 산출되므로 해외 신용등급이 하향조정되거나 국내 신용등급이 상향조정되는 경우에 차이 폭이 커진다. 신용등급 변경에 대한 공시효과가 국내 신용평가사에 대해 두드러진다는 선행연구의 결과를 고려할 때 국내외 신용등급 차이의 변동(C\_Diff)과 3개월 비정상보유수익률(BHAR3) 간의 유의한 양(+의 관계는 국내 신용등급의 상향조정에서 비롯되는 것으로 추정할 수 있다(정영우·정현철, 2014).<sup>12)</sup> 또한 이는 신용등급이 높을수록 주가가 높게 형성된다는 김문현(2013)과 일관된 결과로 볼 수 있으며, 투자자들이 국내외 신용등급 차이의 변동(C\_Diff)을 유용한 정보로 인지하는 것으로 해석할 수 있다. 다만 새로운 정보에 대한 투자자의 반응이 공시 전후의 기간을 넘어서 3개월에 걸쳐 유의한 양(+의 값을 나타내는 것은 다소 의아한 결과로 보일 수 있다. 이는 신용등급 변경이 비탄력적으로 이루어지기 때문에 투자자들이 분·반기 및 사업보고서가 공시되는 시점에 신용등급 변경을 인지한 결과로 추론할 수 있다. 또한 다음의 <그림 2>에서 확인할 수 있는 바와 같이 국내외 신용등급 차이의 증가가 해외 신용등급 하향조정에서 비롯되는 경우 외국인 투자자들이 해외 신용등급 하향을 저가매수의 기회로 인식하여 양(+의 추가반응이 나타난 것으로 이해된다(정영우·정현철, 2014).<sup>13)</sup>

만약 투자자들이 국내외 신용등급 차이의 변화

12) 해외 신용평가사가 국내 신용평가사에 비해 독립성은 확보되지만, 국내 시장상황, 산업특성 및 기업특성에 대해 국내 신용평가사 만큼 신속하고 정확하게 파악하기 어렵기 때문에 동일한 조건이라면 투자자는 국내 상황에 정통할 것으로 기대되는 국내 신용평가사에 대한 신뢰가 높을 가능성이 존재한다.

13) 김현아·정석우·오광욱(2016)에 따르면 이익의 질이 낮은 기업일수록 국내외 신용등급 차이가 크게 나타나고 있으며, Hutton, Miller, and Skinner(2003)에서 호재성 정보는 추가적인 정보가 존재하는 경우 투자자의 신뢰도가 높아짐을 고려할 때, 국내외

〈표 5〉 국내외 신용등급 차이의 변화와 비정상보유수익률<sup>14)</sup>

$$BHAR_{it+1} = a_0 + a_1 C\_Diff_{it} + a_2 C\_Dis_{it} + a_3 SIZE_{it} + a_4 MTB_{it} + a_5 LEV_{it} + a_6 VOL_{it} + a_7 lnAF_{it} + \sum ID + \sum YD + \varepsilon_{it}$$

변수명	(1) BHAR3	(2) BHAR6	(3) BHAR12
<i>Intercept</i>	0.534 (1.25)	1.002 (1.14)	2.071 (1.35)
<i>C_Diff</i>	0.063** (2.20)	0.043 (1.31)	0.012 (0.25)
<i>C_Dis</i>	-0.034 (-1.01)	-0.039 (-0.49)	-0.121 (-1.01)
<i>SIZE</i>	-0.032 (-1.48)	-0.037 (-0.85)	-0.032 (-0.44)
<i>MTB</i>	0.019 (0.81)	-0.021 (-0.48)	-0.119 (-1.51)
<i>LEV</i>	-0.217*** (-3.72)	-0.428** (-2.39)	-0.728* (-2.01)
<i>VOL</i>	0.054 (0.19)	0.270 (0.49)	0.152 (0.17)
<i>lnAF</i>	0.008 (0.54)	-0.011 (-0.38)	0.016 (0.29)
산업더미	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함
Clustering	기업	기업	기업
Adj.R <sup>2</sup>	0.013	0.113	0.141
N	315	315	315

변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측 검정)에서 유의함을 나타냄. 괄호 안의 숫자는 t통계량을 나타냄.

(*C\_Diff*)를 긍정적으로 평가하고 이에 대한 영향이 3개월 비정상보유수익률(*BHAR3*)에 모두 반영되었다면, 6개월 및 12개월의 비정상보유수익률에 대해서도 유의한 양(+)의 관계가 유지되어야 한다.

신용등급 차이 증가에 대한 투자자의 긍정적인 반응은 이익의 질이 낮은 기업이 해당 정보에 대한 투자자의 신뢰성을 확보하기 위해 제공한 추가적인 호재성 정보에 기인할 가능성도 존재한다. 그러나 정확한 원인 파악을 위해서는 향후 이에 대한 실증분석이 필요할 것이다.

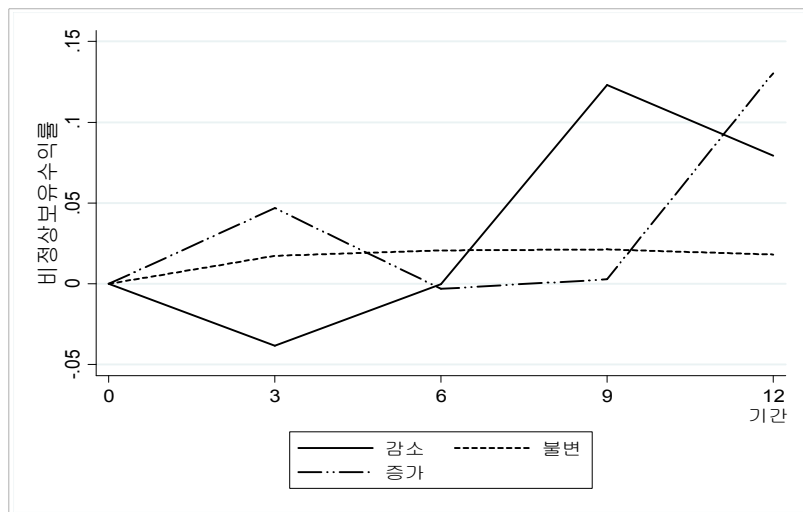
14) 본 연구는 신용등급이 연도 및 산업효과의 영향을 많이 받음을 감안하여 이를 통제하기 위해 연도 및 산업더미를 포함하여 분석을 실시하였다. 그러나 연구의 특성상 전체 표본의 크기가 크지 않아 더미변수를 포함한 분석결과에서 자유도 문제로 인해 F값이 결측치(missing)로 나타났다. 그러나 이러한 결측치는 통계 프로그램에서 설명하는 바와 같이 이용자가 오도(misleading)되지 않기 위함이지 모형 자체가 잘못되었음을 의미하지 않는다. 그러나 모형의 적정성을 평가하기 위해 연도 및 산업더미를 제외하고 분석을 실시하였으며, 모든 모형의 F값이 1% 수준에서 유의한 것으로 나타남을 확인하였다.

그러나 <표 5>에서 보는 바와 같이 시간의 흐름에 따라 국내의 신용등급 차이의 변화( $C\_Diff$ )에 대한 계수 값과 유의도가 낮아짐을 확인할 수 있다. 이는 3개월 이후 시점에 투자자들이 이들 정보에 대해 부정적으로 평가하기 때문일 수도 있다. 이에 대해 좀 더 자세히 살펴보기 위해 국내의 신용등급 차이의 변동( $C\_Diff$ ) 방향에 따른 12개월의 비정상보유수익률을 3개월 단위로 구분하여 아래의 <그림 1>에 제시하였다.

<그림 1>을 살펴보면, 국내의 신용등급 차이의 변화가 없는 경우(불변)에는 기간 경과에 따라 비정상보유수익률이 거의 일정하게 유지됨을 확인할 수 있다. 국내의 신용등급 차이가 증가하는 경우(증가)에는 3개월간 비정상보유수익률이 증가하지만 이후 3개월간 다시 하향조정 됨을 확인할 수 있으며, 마지

막 3개월 동안 급격하게 증가하는 것으로 나타났다. 따라서 <표 5>의 6개월 및 12개월의 비정상보유수익률의 유의하지 않은 관계는 국내의 신용등급 차이의 증가에 대해 긍정적으로 반응했던 투자자들이 새로운 정보의 유입에 따라 주가를 하향조정하고 있는 것으로 해석할 수 있다. 한편 국내의 신용등급 차이의 변동과 3개월 단위로 구분한 비정상보유수익률 간의 관계에 대한 회귀분석 결과는 <표 6>에 제시되어 있다. 모형 (1), (2), (3), (4)는 각각 1분기, 2분기, 3분기, 4분기를 대상으로 측정된 비정상보유수익률을 종속변수로 이용한 경우의 분석 결과를 나타낸다.<sup>15)</sup>

<표 6>의 모형 (2)의 결과를 살펴보면  $C\_Diff$ 에 대한 계수 값이 -0.019로 음(-)의 방향이지만 유의하지 않은 관계를 나타냈으며, 모형 (3)에서는  $C\_Diff$



<그림 1> 국내의 신용등급 차이의 변동과 시간 경과에 따른 비정상보유수익률의 변화

15) 3개월 단위의 비정상보유수익률은 분기의 마지막 월에 해당하는 비정상보유수익률에서 전분기의 마지막 월에 해당하는 비정상보유수익률을 차감하여 산출한다. 예를 들어 2분기의 비정상보유수익률은 6개월 비정상보유수익률에서 3개월 비정상보유수익률을 차감하여 산정하였다.

〈표 6〉 국내외 신용등급 차이의 변화와 3개월 단위 비정상보유수익률

$$BHAR_{it+1} = a_0 + a_1 C\_Diff_{it} + a_2 C\_Dis_{it} + a_3 SIZE_{it} + a_4 MTB_{it} + a_5 LEV_{it} + a_6 VOL_{it} + a_7 lnAF_{it} + \Sigma ID + \Sigma YD + \varepsilon_{it}$$

변수명	(1) BHAR(1~3)	(2) BHAR(4~6)	(3) BHAR(7~9)	(4) BHAR(10~12)
<i>Intercept</i>	0.534 (1.25)	0.468 (0.95)	0.524 (1.09)	0.545 (1.35)
<i>C_Diff</i>	0.063** (2.20)	-0.019 (-1.12)	-0.083** (-2.33)	0.051** (2.74)
<i>C_Dis</i>	-0.034 (-1.01)	-0.004 (-0.08)	-0.025 (-0.93)	-0.058 (-1.32)
<i>SIZE</i>	-0.032 (-1.48)	-0.005 (-0.20)	0.010 (0.45)	-0.005 (-0.27)
<i>MTB</i>	0.019 (0.81)	-0.040 (-1.56)	-0.059* (-2.11)	-0.039 (-1.31)
<i>LEV</i>	-0.217*** (-3.72)	-0.211 (-1.57)	-0.244 (-1.40)	-0.056 (-0.43)
<i>VOL</i>	0.054 (0.19)	0.215 (0.76)	-0.020 (-0.09)	-0.098 (-0.37)
<i>lnAF</i>	0.008 (0.54)	-0.019 (-0.94)	0.023 (1.19)	0.004 (0.23)
산업더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Clustering	기업	기업	기업	기업
Adj.R <sup>2</sup>	0.013	0.099	0.012	0.041
N	315	315	315	315

변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측 검정)에서 유의함을 나타냄.

에 대한 계수 값이 -0.083으로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 시간이 경과함에 따라 해당 정보에 대해 투자자들의 반응이 부정적으로 조정됨을 보여주므로 비록 강한 결과는 아니지만 국내 신용등급이 과대평가되어 있음을 보여주는 증거라 할 수 있다. 모형 (4)에서 *C\_Diff*에 대한 계수 값은 0.051로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났는데

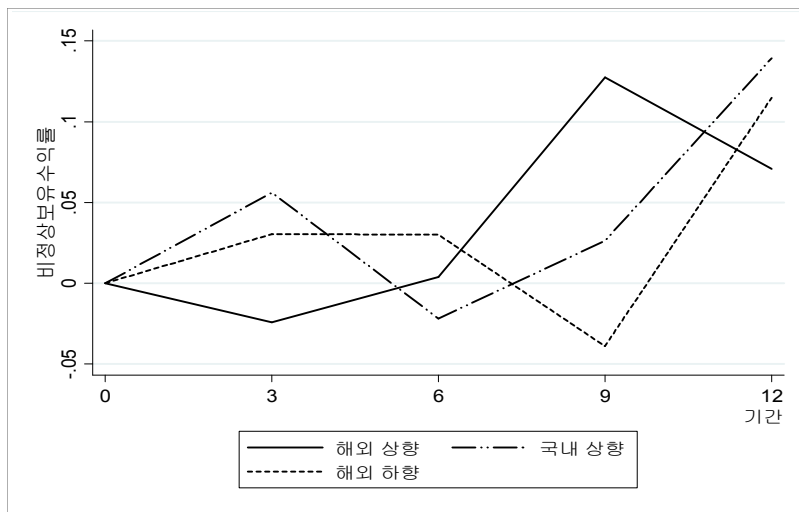
이는 1년 단위로 재검토되는 신용등급을 의식하여 기업들이 호재성 정보를 제공한 결과로 추정된다. 한편 국내외 신용등급 차이의 증가는 국내 신용등급의 상향조정 또는 해외 신용등급의 하향조정에서 비롯될 수 있음을 고려할 때 각각의 경우에 따라 이후 기간의 추가수익률 변화가 어떻게 다른지에 대해서도 살펴볼 필요가 있다. 이에 따라 〈그림 2〉에서 해

외 신용평가사의 상향(33건), 하향(13건) 및 국내 신용평가사의 상향(23건) 시 이후 기간의 주가수익률 변동이 어떻게 나타나는지를 제시한다.<sup>16)</sup>

먼저 해외 신용평가사가 하향 조정한 경우를 살펴보면, 첫 3개월의 비정상주익률이 다소 상승한 후 유지되다가 3분기에 하향 조정된 후 4분기에 급격히 증가하는 양상을 보인다. 해외 신용평가사의 하향 조정에 대한 투자자들의 초기 3개월의 긍정적인 반응은 정영우·정현철(2014)의 연구에서 해석한 바와 같이 외국인 투자자들이 신용평가 하락을 부정적인 뉴스가 아니라 저가매수의 기회로 인식한 결과로 보인다. 그러나 이후 기간의 주가수익률 하향조정은 새로운 기업정보의 유입에 따라 신용평가 하락을 악재로 인식한 결과로 해석할 수 있으며, 4분기의 급격한 주가상승은 이를 인지한 기업이 호재성 정보를 통해 부정적인 요소를 완화시키려는 노력으로 보인다. 한편 이와 상응되는 해외 신용평가사의

상향 조정에 대한 투자자들의 반응을 살펴보면 첫 3개월에는 주가수익률이 다소 하락하다가 이후 6개월 동안 수익률이 상승한 후 마지막 3개월에 소폭 조정되는 모습을 보이는 등 해외 신용평가사의 하향 조정과 대칭되는 형태를 보이고 있어 앞선 해석을 지지하는 것으로 생각된다. 다음으로 국내 신용평가사의 상향 조정에 대한 투자자들의 반응을 살펴보면 첫 3개월의 주가수익률이 더 많이 증가하고, 조정시점이 2분기라는 점에서 다르지만 대체로 해외 신용평가사의 하향 조정에 대한 투자자들의 반응과 유사하게 나타나고 있음을 알 수 있다. 이는 국내 신용평가사가 직접적으로 등급을 상향하여 국내외 신용등급 차이가 증가된 경우나 해외 신용평가사가 등급을 하향 조정하여 국내 신용등급이 상대적으로 과대평가된 경우에 이후 주가수익률에 미치는 영향은 거의 유사하게 나타남을 의미한다.

또한 <그림 2>를 통해 <표 6>의 모형 (2)의 결과



<그림 2> 국내외 신용평가사 등급 조정과 시간 경과에 따른 비정상주익률의 변화

16) 국내 신용평가사가 하향 조정하는 경우는 2건 밖에 존재하지 않아 별도로 나타내지 않음.

를 살펴보면, 국내의 신용등급 차이가 증가할수록 국내 신용평가기관의 상향 조정에 대한 영향으로 2분기의 비정상보유이익률이 하향되나, 이에 상응하는 국내의 신용등급 차이의 감소(해외 신용평가기관의 상향 조정)에 대해 투자자의 긍정적인 반응이 다소 약하여  $C\_Diff$ 에 대해 유의하지 않은 음(-)의 계수 값이 나타난 것으로 보인다.

한편 <표 5>에서 코리아디스카운트의 변동( $C\_Dis$ )에 대한 계수 값은 유의하지는 않지만 모두 음(-)의 방향을 나타내고 있어 코리아디스카운트가 커질수록 투자자들이 부정적으로 인지하고 있음을 알 수 있다. 또한 통제변수와 관련해서는 레버리지비율( $LEV$ )이 유의하게 비정상보유이익률( $BHAR$ )과 관련성을 가지는 것으로 나타나 부채비율이 높을수록 이후 기간에 비정상보유이익률이 낮음을 알 수 있다.

#### 4.3 국내외 신용등급 차이에 영향을 미치는 요소에 대한 분석결과

본 연구의 가설 2는 국내외 신용등급 차이를 설명하는 요인을 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달 측면에서 살펴본다. 이에 대한 분석결과는 <표 7>에 제시되어 있다. 모형 (1), (2), (3)은 각각 기업특성 변수를 통제변수로 포함하고 정보환경, 지배구조, 자금조달 변수를 포함한 분석 결과이고, 모형 (4)는 모든 변수를 포함한 분석 결과를 나타낸다.

먼저 정보환경 변수를 살펴보면, 모형 (1)에서는 유의한 결과가 나타나지 않았으나, 전체 변수를 포함한 모형 (4)에서는 공정공시 여부( $FD$ )와 재무분석가 예측분산( $DISP$ )에 대해서 각각 유의한 음(-)과 양(+)의 계수 값을 갖는 것으로 나타났다. 본 연구의 가설 2-1이 방향성을 가지는 점을 고려하여 단측 검정을 기준으로 모형 (1)과 (4)의 분석결과를

다시 살펴보면 모형 (1)에서도 공정공시 여부( $FD$ )와 재무분석가 예측분산( $DISP$ )이 10% 수준에서 유의하고, 모형 (4)에서는 공정공시 여부( $FD$ ), 재무분석가 예측분산( $DISP$ )이 1% 수준에서 한국채택국제회계기준( $KIFRS$ )은 10% 수준에서 유의한 것으로 나타난다. 이는 강한 결과는 아니지만 가설 2-1을 지지하는 결과로 볼 수 있으며, 정보환경이 국내외 신용등급차이( $Diff$ )에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 국내외 신용등급 차이( $Diff$ )를 국내 신용등급의 과대평가와 관련하여 해석한다면 정보환경 변수에 대한 결과는 양호한 정보환경이 투자자가 기업의 적정가치 혹은 실질가치를 평가하도록 도움을 주기 때문에 신용평가사가 과대평가에 대한 부정적인 투자자의 인식을 우려하여 과대평가 정도를 낮추는 것으로 해석할 수 있다. 한편 김성신·손판도(2010)에서 제시한 바와 같이 재무분석가의 예측분산( $DISP$ )을 투자자들의 의견불일치로 간주한다면,  $DISP$ 에 대한 결과는 투자자들의 의견불일치가 클수록 국내 신용평가사와 해외 신용평가사 간의 의견불일치도 큰 것으로 해석할 수 있다.

다음으로 지배구조인 경영자 지분율( $Mgmt$ )에 대해서는 모형 (2)에서 유의한 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 전영순 외(2006)에서 기업지배구조와 국내 신용등급 간에 유의한 양(+)의 관계가 존재함을 밝히고 있는 만큼 경영자지분율( $Mgmt$ )의 결과는 국내 신용평가사가 경영자 지분율이 높을수록 더 우호적으로 평가하고 있음을 나타내는 것으로 해석할 수 있다. 이와 달리 외국인주주지분율( $FOR$ )에 대해서는 유의하지 않은 음(-)의 관계가 관찰되었는데 이는 외국인 주주가 많은 기업일수록 해외 신용평가사가 국내 기업에 대해 보다 많은 정보를 수집할 것으로 기대되므로 국내 신용평가사와 해외 신용평가사 간의 관점의 차이가 줄어든 결과로 해석된다.

〈표 7〉 국내외 신용등급 차이에 영향을 미치는 요소

$$Diff_{it} = \beta_0 + \beta_1 FD_{it} + \beta_2 DISP_{it} + \beta_3 KIFRS_{it} + \beta_4 FLR_{it} + \beta_5 Mgmt_{it} + \beta_6 OUTR_{it} + \beta_7 FOR_{it} + \beta_8 Big4_{it} + \beta_9 DLoan_{it} + \beta_{10} DCap_{it} + \beta_{11} SIZE_{it} + \beta_{12} ROE_{it} + \beta_{13} MTB_{it} + \beta_{14} LEV_{it} + \beta_{15} VOL_{it} + \Sigma ID + \Sigma YD + \varepsilon_{it}$$

변수명	종속변수: 국내외 신용등급 차이(Diff)			
	(1) 정보환경	(2) 지배구조	(3) 자금조달	(4) 전체
<i>Intercept</i>	3.674** (2.08)	4.565** (2.26)	6.244*** (4.09)	1.715 (0.99)
<i>FD</i>	-0.818 (-1.63)			-0.971** (-2.43)
<i>DISP</i>	0.134 (1.41)			0.186** (2.63)
<i>KIFRS</i>	-0.387 (-1.02)			-0.477 (-1.57)
<i>FLR</i>		-0.267 (-0.64)		-0.021 (-0.05)
<i>Mgmt</i>		3.474** (2.66)		2.378 (1.33)
<i>OUTR</i>		-0.180 (-0.40)		0.612* (1.81)
<i>FOR</i>		-0.005 (-0.51)		-0.010 (-1.11)
<i>Big4</i>		-0.015 (-0.02)		0.108 (0.15)
<i>DLoan</i>			0.101 (0.70)	-0.070 (-0.37)
<i>DCap</i>			0.247** (2.59)	0.325* (1.98)
<i>SIZE</i>	0.236* (1.86)	0.174 (1.69)	0.045 (0.45)	0.369*** (2.87)
<i>ROE</i>	1.379*** (3.90)	1.466*** (3.98)	1.459*** (3.15)	1.439*** (7.03)
<i>MTB</i>	-0.143 (-0.90)	-0.176 (-1.16)	-0.207 (-1.22)	-0.058 (-0.36)
<i>LEV</i>	2.303** (2.13)	1.767* (1.92)	1.598** (2.27)	2.017* (1.97)
<i>VOL</i>	-3.178*** (-4.07)	-2.703*** (-4.04)	-2.911*** (-4.42)	-3.737*** (-4.46)
산업더미	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함
Clustering	기업	기업	기업	기업
Adj.R <sup>2</sup>	0.661	0.648	0.625	0.688
N	121	157	158	121

변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측 검정)에서 유의함을 나타냄.

한편 자금조달 변수를 살펴보면, 장기차입부채의 증가(*DLoan*)에 대해서는 유의하지 않은 결과가 나타났으나, 자본금의 증가(*DCap*)는 국내외 신용등급 차이(*Diff*)와 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 주식을 발행함으로써 자금을 조달하는 경우에 기업이 국내 신용등급을 상향 조정할 유인이 있음을 나타낸다.<sup>17)</sup>

마지막으로 기업특성 변수를 살펴보면, 기업규모(*SIZE*)가 크고, 수익성(*ROE*)이 양호할수록 국내외 신용등급의 차이(*Diff*)가 클 수 있다. 전영순 외(2006)에 따르면 기업규모(*SIZE*)는 신용등급에 중요한 영향을 미치는 한 요소이고, 기업규모(*SIZE*)가 클수록 국내 신용등급이 유의하게 높아진다. 따라서 기업규모(*SIZE*)와 수익성(*ROE*)의 국내외 신용등급 차이(*Diff*)에 대한 영향은 국내 신용평가사가 해외 신용평가사에 비해 기업규모(*SIZE*)가 크고 수익성이 양호한 기업에 대해 과대평가 할 가능성이 높음을 의미하는 것으로 해석된다. 레버리지(*LEV*)는 전영순 외(2006) 연구에서 국내 신용등급과 유의한 음(-)의 관계를 나타낸 것과 달리 본 연구결과에서는 신용등급 차이(*Diff*)와 유의한 양(+)의 관계를 나타내고 있다. 이는 본 연구표본은 우량한 대기업에 집중되어 있는 반면 전영순 외(2006)의 표본은 유가증권 상장기업 중 국내 신용등급이 존재하는 기업을 대상으로 하기 때문에 부채비율 측면에서 다양한 기업이 포함되었기 때문인 것으로 생각된다. 특히 본 연구대상에는 AA-이상이 약 85%를 차지한 반면, 전영순 외(2006)의 표본은 약 14%만을 구성하고 있다. 따라서 레버리지(*LEV*)와 신용등급

차이(*Diff*)의 유의한 양(+)의 관계는 부채비율이 높을수록 국내 신용등급이 과대평가되는 것으로 보기는 어렵다. 다만 부채비율이 높을수록 국내와 해외의 신용평가사들 간의 견해 차이가 존재하는 정도로 해석해야 할 것이다. 변동성(*VOL*)은 신용등급 차이(*Diff*)와 유의한 음(-)의 관계를 가지는 것으로 나타났는데 이는 국내 신용평가사가 변동성이 큰 기업에 대해서는 해외 신용평가사에 비해 과대평가 할 가능성이 낮음을 의미한다.

#### 4.4 추가분석: 국내외 신용등급 차이와 비효율적 투자

본 연구결과는 국내외 신용등급 차이가 클수록 국내 신용등급의 고평가 가능성이 높음을 보여주지만 구체적으로 고평가된 신용등급이 어떻게 기업 가치를 감소시키는지에 대한 직접적인 설명이 부족하다. 고평가된 신용등급은 발행 기업의 자금 조달 금리를 낮추기 때문에 필요이상의 자금을 조달하거나 상대적으로 유리하게 조달 된 자금을 기업 가치와 무관하게 투자할 가능성이 적지 않다. 왜냐하면 기업의 자금조달능력이 영업을 영위하고 투자를 실행함에 있어 중요한 요인임을 고려할 때 기업은 상대적으로 저렴하게 자금을 조달할 수 있다면 잉여자금이더라도 조달할 유인을 가지기 때문이다. 이러한 잉여자금은 경영자의 사적 이익 추구를 위해 이용될 가능성도 존재한다(Jensen, 1986). 따라서 고평가된 국내 신용등급은 발행 기업의 비효율적 투자와 관련성을 가질 것으로 예상된다. 국내외 신용등급 차이와 비효율적 투자와의 관련성을 살펴보기 위해 아래의 식

7) 장기차입부채의 증가와 관련한 결과를 기업이 부채로 자금을 조달하는 경우에 신용등급을 조정할 유인이 없는 것으로 해석하기는 어렵다. 신용등급과 채권발행금리가 직접적으로 연관되어 있음을 고려할 때 채권 발행 전에 기업이 신용등급을 상향 조정하고자 하는 유인이 존재하기 때문이다. 본 연구에서는 채권발행과 관련한 정보가 구체적으로 공시되지 않아 이를 이용하지 못한 한계점을 갖는다. 따라서 추후에 채권발행 자료를 이용하여 분석한다면 본 연구결과와 다른 결과가 나타날 가능성이 있다.

(3)과 같은 연구모형을 이용한다.

$$\begin{aligned}
 IE_{it} = & \delta_0 + \delta_1 Diff_{it} + \delta_2 SIZE_{it} + \delta_3 ROE_{it} \\
 & + \delta_4 LEV_{it} + \delta_5 OUTR_{it} + \delta_6 FOR_{it} \\
 & + \delta_7 OCF_{it} + \delta_8 GROWTH_{it} + \delta_9 MTB_{it} \\
 & + \delta_{10} VOL_{it} + \delta_{11} LOSS_{it} + \sum ID + \sum YD \\
 & + \varepsilon_{it} \quad (3)
 \end{aligned}$$

- IE : McNichols and Stubben(2008) 모형을 연도-산업별로 회귀분석 하여 산출된 잔차의 절대값
- Diff : 국내 신용등급 중위수-해외 신용등급 중위수, 신용등급은 최고 신용등급 AAA가 1점, 최하 신용등급 D가 22점을 나타내도록 점수를 부여함
- SIZE : 시가총액(백만원)의 자연로그 값
- ROE : 당기순이익/자본총계
- LEV : 부채총계/자산총계
- OUTR : 사외이사비율(사외이사 수/총 이사 수)
- FOR : 외국인주주지분율×100
- OCF : 영업현금흐름/자산총계
- GROWTH : 매출액 증가율
- MTB : 시가총액/자본총계
- VOL : 일별주가수익률의 표준편차
- LOSS : 당기순손실이면 1, 아니면 0
- ID, YD : 산업더미, 연도더미

종속변수인 투자효율성(IE)은 아래의 McNichols and Stubben(2008) 모형의 잔차의 절대 값으로 측정되며 그 값이 클수록 비효율적 투자의 규모가 큼을 의미한다.

$$\begin{aligned}
 INV_{it} = & \gamma_0 + \gamma_1 Q_{it-1} + \gamma_2 Q_{it-1} Quart_{2it-1} \\
 & + \gamma_3 Q_{it-1} Quart_{3it-1} + \gamma_4 Q_{it-1} Quart_{4it-1} \\
 & + \gamma_5 OCF_{it} + \gamma_6 Growth_{it-1} + \gamma_7 INV_{it-1} \\
 & + \varepsilon_{it} \quad (4)
 \end{aligned}$$

- INV : 자본적 지출액/직전연도 유형자산
- Q : (시가총액+부채총계)/자산총계
- Quart\_n: Q가 산업-연도 표본 중 n번째 분위에 속하면 1, 아니면 0
- OCF : 영업현금흐름/직전연도 유형자산
- Growth : 자산총계의 변동액/직전연도 자산총계

관심변수는 *Diff*로 국내 신용평가사의 낙관적인 평가가 비효율적인 투자와 관련성을 갖는다면 유의한 양(+ )의 관계가 관찰될 것으로 기대된다. 기타 통제변수는 투자효율성 선행연구를 참조하여 포함하였다. 기업규모(*SIZE*)가 크고 양호한 수익성(*ROE*)을 가지고 안정적인 재무구조(*LEV*)를 가진 기업일수록 안정성이 높으므로 투자효율성이 높을 것으로 기대된다(최승욱·배길수, 2014). 사외이사 비율(*OUTR*)이 높을수록 외국인주주지분율(*FOR*)이 높을수록 투자효율성이 높다는 선행연구에 따라 지배주주 변수를 포함하였다(임상균·이문영·황인이, 2014; 박진하·권대현, 2012). 영업현금흐름(*OCF*)은 현금창출력이 높은 기업일수록 대리인 문제 발생 가능성이 높으므로 이러한 영향을 통제하기 위해 포함하였으며, 성장성(*Growth*, *MTB*)은 투자기회를 나타내는 변수로 투자효율성에 미치는 영향을 통제할 목적으로 포함하였다. 변동성(*VOL*)과 손실여부(*LOSS*)는 각각 시장위험과 손실이 투자효율성에 미치는 영향을 통제하기 위해 추가하였다. 식 (3)을 이용하여 국내외 신용등급 차이와 투자효율성 간의 관계를 살펴본 분석결과는 <표 8>에 제시되어 있다.

<표 8>에서 보는 바와 같이 *Diff*에 대한 계수 값은 0.042로 10% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 국내외 신용등급 차이(*Diff*)가 클수록 즉 국내 신용등급이 과대평가될수록 비효율적인 투자가 이루어짐을 의미한다. 앞선 결과와 연계하면 국내외 신용등급 차이가 클수록 비효율적 투자와의 관련성이

〈표 8〉 국내의 신용등급 차이와 투자효율성

$$IE_{it} = \delta_0 + \delta_1 Diff_{it} + \delta_2 SIZE_{it} + \delta_3 ROE_{it} + \delta_4 LEV_{it} + \delta_5 OUTR_{it} + \delta_6 FOR_{it} + \delta_7 OCF_{it} + \delta_8 GROWTH_{it} + \delta_9 MTB_{it} + \delta_{10} VOL_{it} + \delta_{11} LOSS_{it} + \Sigma ID + \Sigma YD + \varepsilon_{it}$$

변수명	계수 값	t-값
<i>Intercept</i>	-0.371	-0.95
<i>Diff</i>	0.042*	1.62
<i>SIZE</i>	0.020	1.47
<i>ROE</i>	-0.393	-1.26
<i>LEV</i>	-0.144	-0.80
<i>OUTR</i>	-0.213	-0.72
<i>FOR</i>	-0.001	-0.57
<i>OCF</i>	0.811	1.36
<i>GROWTH</i>	-0.125	-1.14
<i>MTB</i>	-0.027	-0.49
<i>VOL</i>	0.136	0.63
<i>LOSS</i>	-0.093	-0.83
산업더미	포함	
연도더미	포함	
Clustering	기업	
Adj.R <sup>2</sup>	0.155	
N	119	

IE는 McNichols and Stubben(2008) 모형을 연도-산업별로 회귀분석 하여 산출된 잔차의 절대값이며, OCF는 영업현금흐름을 자산총계로 나누어 산출하였음. LOSS는 당기순손실인 경우 1, 아니면 0을 나타냄, 다른 변수에 대한 정의는 〈표 3〉 참조. \*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(단측 검정)에서 유의함을 나타냄. 괄호 안의 숫자는 t통계량을 나타냄.

높고 이는 이후 기간의 주가수익률로 이어짐을 의미한다. 이는 고평가된 신용등급이 채권을 매수한 채권자뿐 아니라 기업 가치에도 부정적인 영향을 초래함으로써 주주에게도 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 나타낸다.

#### 4.5 추가분석: 산업에 대한 클러스터링을 적용한 표준오차 산정

본 연구에서는 동일 기업이 여러 번 포함되는 것을 고려하여 기업에 대해 클러스터링을 적용한 표준오차를 산정하여 보고하고 있다. 그러나 〈표 1〉의 [패널 B]에서 확인할 수 있는 바와 같이 본 연구의 표본들이 제조업과 출판, 방송통신 및 정보 서비스

업 등에 집중되어 있어 산업에 대한 클러스터링을 적용할 경우 주된 연구결과가 달라질 가능성도 존재한다. 이에 따라 가설 1과 2의 검증결과에 대해 산업에 대한 클러스터링 기법은 적용하여 표준오차를 재 산정하였으며, 그 결과를 다음의 <표 9>에 제시하였다. [패널 A], [패널 B], [패널 C]는 각각 <표 5>, <표 6>, <표 7>을 산업에 대한 클러스터링 기법을 적용하여 t값을 산정한 결과를 나타낸다.

<표 9>에서 보는 바와 같이 산업에 대한 클러스터링을 적용하여 표준오차를 산정한 경우에도 본 연구 결과가 대체로 유지되는 것으로 나타났다.

## V. 결론

본 연구는 국내 신용등급과 해외 신용등급을 모두 보유하는 국내 상장기업을 대상으로 국내외 신용등급 차이가 국내 신용등급의 과대평가와 관련 있는지를 분석하고, 국내외 신용등급 차이를 설명하는데 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달 관련정보가 유용한지에 대하여 검증하였다. 신용평가는 독립적인 신용평가사가 전문적인 분석능력을 토대로 기업의 신용위험에 대한 정보를 투자자에게 전달함으로써 경영자와 투자자 간의 정보비대칭을 낮추는 역할을 수행한다(Wakeman, 1981). 그러나 자본 시장에서 신용평가가 중요한 역할을 수행함에도 불

<표 9> 강건성 분석: 산업에 대한 클러스터링

[패널 A] 국내외 신용등급 차이의 변화와 비정상보유수익률

변수명	(1) BHAR3	(2) BHAR6	(3) BHAR12
<i>C_Diff</i>	0.062*** (3.83)	0.039* (1.88)	-0.003 (-0.08)
<i>C_Dis</i>	-0.038 (-1.21)	-0.049 (-0.68)	-0.113 (-1.38)

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측 검정)에서 유의함을 나타냄.  
연도더미틀 포함하고 산업에 대해 클러스터링 기법을 적용한 결과임.

[패널 B] 국내외 신용등급 차이의 변화와 3개월 단위 비정상보유수익률

변수명	(1) BHAR(1~3)	(2) BHAR(4~6)	(3) BHAR(7~9)	(4) BHAR(10~12)
<i>C_Diff</i>	0.062*** (3.83)	-0.023 (-1.16)	-0.084** (-2.51)	0.042*** (4.27)
<i>C_Dis</i>	-0.038 (-1.21)	-0.011 (-0.23)	-0.014 (-0.67)	-0.049 (-1.31)

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측 검정)에서 유의함을 나타냄.  
연도더미틀 포함하고 산업에 대해 클러스터링 기법을 적용한 결과임.

〈표 9〉 강건성 분석: 산업에 대한 클러스터링 (계속)

[패널 C] 국내의 신용등급 차이에 영향을 미치는 요소

변수명	종속변수: 국내외 신용등급 차이(Diff)			
	(1) 정보환경	(2) 지배구조	(3) 자금조달	(4) 전체
<i>Intercept</i>	-1.951 (-0.60)	0.767 (0.27)	1.359 (0.80)	-4.263 (-1.81)
<i>FD</i>	-1.340 (-1.13)			-1.508 (-1.61)
<i>DISP</i>	0.165 (1.21)			0.296* (2.22)
<i>KIFRS</i>	-0.404 (-0.65)			-1.202* (-2.13)
<i>FLR</i>		-0.561 (-0.83)		-0.409 (-0.96)
<i>Mgmt</i>		0.750 (0.29)		3.483 (1.52)
<i>OUTR</i>		1.393 (1.20)		0.871 (0.94)
<i>FOR</i>		-0.007 (-0.55)		-0.016 (-1.33)
<i>Big4</i>		-0.730 (-0.95)		-0.161 (-0.23)
<i>DLoan</i>			0.129 (0.85)	-0.136 (-0.61)
<i>DCap</i>			0.499*** (3.28)	0.550*** (4.36)
<i>SIZE</i>	0.604** (2.74)	0.404** (3.09)	0.342*** (3.22)	0.793*** (4.97)
<i>ROE</i>	1.705** (2.60)	1.296** (2.66)	1.643*** (3.19)	1.754*** (5.34)
<i>MTB</i>	-0.418 (-1.69)	-0.252 (-0.85)	-0.214 (-0.75)	-0.350 (-1.12)
<i>LEV</i>	1.936 (1.07)	0.103 (0.06)	-0.006 (-0.01)	1.858 (1.45)
<i>VOL</i>	-0.991 (-0.86)	-0.348 (-0.26)	-0.577 (-0.58)	-2.501* (-2.13)
연도더미	포함	포함	포함	포함
Clustering	산업	산업	산업	산업
Adj.R <sup>2</sup>	0.241	0.153	0.160	0.370
N	121	157	158	121

\*\*\*, \*\*, \*는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양측 검정)에서 유의함을 나타냄.

구하고 국내 신용등급의 과대평가 및 신뢰성에 대한 비판이 지속되고 있다. 선행연구가 시계열적으로 국내 신용등급의 고평가에 대한 실증증거를 제시하지만 이 결과만으로 국내 신용등급의 과대평가 정도와 자본시장에 미치는 영향을 알기에는 부족하다. 이에 본 연구는 국내외 신용등급 차이의 변화와 이후 기간의 주가수익률과의 관련성을 분석함은 물론 신용등급차이와 투자효율성과 관계를 분석함으로써 국내 신용등급 고평가에 대한 실증증거를 보충하고, 국내외 신용등급 차이를 설명하는데 있어 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달과 관련한 다양한 변수가 유용한지를 실증적으로 검증하였다.

본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 국내외 신용등급 차이의 변동은 신용등급 공시시점 이후 3개월 비정상보유수익률(buy and hold abnormal return)과 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이후 2분기와 3분기에 걸쳐 하향조정되는 것으로 나타났다. 이는 고평가된 신용등급에 근거하여 형성된 높은 주가가 실질가치로 조정되는 과정으로 설명될 수 있으며 국내 신용등급의 과대평가를 보여주는 실증증거라 할 수 있다. 또한 투자효율성과의 관계를 살펴본 추가적인 분석에서도 신용등급 차이가 투자효율성과 음(-)의 관련성을 보여 수익률분석과 유사하게 국내 신용등급의 과대평가 가능성을 일관되게 뒷받침하고 있다. 둘째, 정보환경, 기업특성, 지배구조 및 자금조달 변수는 국내외 신용등급 차이를 결정하는데 중요한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 양호한 정보환경 하에서 국내외 신용등급 차이가 작은 것으로 나타났으며, 기업규모가 크고 수익성이 양호할수록 국내 신용등급의 과대평가 가능성이 높은 것으로 나타났다. 또한 제한적이기는 하지만 경영자지분율이 높을수록 국내외 신용등급 차이가 큰 것으로 나타났으며, 주식발행을 통

한 자금조달 기업일수록 국내외 신용등급 차이가 큼을 확인할 수 있었다. 이는 다양한 측면에서 국내외 신용평가사의 관점이 다름을 의미하며 국내 신용평가사 기업규모, 수익성 및 경영자지분율에 보다 많은 가중치를 부여하고 있음을 나타낸다.

본 연구결과는 고평가된 신용등급으로 인한 손실이 채권자에 국한되지 않고 기업 이해관계자들에게로 잠재적으로 확대될 수 있음을 시사한다. 이러한 결과는 향후 정책입안자들에게 신용평가사의 감독과 관련한 규정을 개선함에 있어 시사점을 제공할 것이다.

## 참고문헌

- 강경훈·이준서(2011), “복수평가제도가 신용등급 쇼핑에 미치는 영향에 관한 연구,” **금융연구**, 25(3), 93-121.
- 김문현(2013), “신용등급의 주가관련성 연구,” **산업혁신연구**, 29(4), 171-192.
- 김성신·손판도(2010), “애널리스트의 이익예측에 대한 의견불일치와 주가수익률간의 관계,” **재무관리연구**, 27(3), 1-27.
- 김성환·김태동(2014), “신용평가사의 신용등급 고평가에 대한 연구,” **회계연구**, 19(3), 27-49.
- 김지홍·장진호·여은정(2005), “공정공시 전후의 이익공시에 대한 시장반응,” **경영학연구**, 34(6), 1895-1915.
- 김현아·정석우·오광욱(2016), “이익의 질과 국내외 신용등급 차이,” **2016년 한국회계학회 하계 국제학술대회 발표자료**.
- 박진하·권대현(2012), “외국인 지분율이 기업의 투자효율성이 미치는 영향,” **회계학연구**, 37(3), 277-307.
- 배성호(2014), “기업의 사회적 책임활동(CSR)과 재무분석가 이익예측특성,” **회계저널**, 23(6), 1-36.

- 오세경 · 황인덕(2012), “글로벌 금융위기 이후 신용평가산업의 환경변화 고찰과 주요 현안에 대한 정책제안,” **한국증권학회지**, 41(1), 1-39.
- 임상균 · 이문영 · 황인이(2014), “대규모기업집단 소속기업의 투자효율성,” **회계학연구**, 39(3), 91-134.
- 전영순 · 최국현 · 길형용(2006), “기업의 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 미치는 영향,” **경영학연구**, 35(5), 1393-1425.
- 정영우 · 정현철(2014), “국내의 신용평가기관의 신용등급 변경 공시가 주가에 미치는 영향,” **대한경영학회지**, 27(3), 371-391.
- 최관 · 박종일 · 최성호(2013), “IFRS 도입이 회계의 질에 미친 영향과 경제적 효과: 문헌검토와 미래연구에 대한 제안,” **회계학연구**, 38(2), 525-591.
- 최승욱 · 배길수(2014), “산업전문가 감사인과 피감사기업의 투자 의사결정,” **회계학연구**, 39(1), 185-216.
- Barron, O. E., D. Byard, and Y. Yu(2008), “Earnings Surprises that Motivate Analysts to Reduce Average Forecast Error,” *The Accounting Review* 83(2), 303-325.
- Brown, L. D., and J. C. Han(1992), “The Impact of Annual Earnings Announcements on Convergence Beliefs,” *The Accounting Review* 67(4), 862-875.
- Chang, X., S. Dasgupta, and G. Hilary(2006), “Analyst Coverage and Financing Decisions,” *Journal of Finance*, 61(6), 3009-3048.
- Chung, K. H., and H. Jo(1996), “The Impact of Security Analysts’ Monitoring and Marketing Functions on the Market Value of Firms,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(4), 495-512.
- Dyck, A., A. Morse., and L. Zingales(2010), “Who Blows the Whistle on Corporate Fraud?,” *Journal of Finance*, 65(6), 2213-2253.
- Fama, E. F., and K. R. French(1996), “Multifactor Explanations of Asset Pricing Anomalies,” *Journal of Finance*, 51(1), 55-84.
- Healy, P. M., and K. G. Palepu(2001), “Information Asymmetry, Corporate Disclosure, and the Capital Markets: A Review of the Empirical Disclosure Literature,” *Journal of Accounting and Economics*, 31(1), 405-440.
- Horrigan, J.(1966), “The Determination of Long-term Credit Standing with Financial Ratio,” *Journal of Accounting Research*, 4(Supplement), 42-62.
- Hutton, A. P., G. S. Miller, and D. J. Skinner (2003), “The Role of Supplementary with Management Earnings Forecasts,” *Journal of Accounting Research*, 41(5), 867-890.
- Jensen M. C.(1986), “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Kaplan, R. S., and G. Urwitz(1979), “Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry,” *Journal of Business*, April, 231-261.
- Kothari, S. P.(2001), “Capital Markets Research in Accounting,” *Journal of Accounting and Economics* 31(1), 105-231.
- Mathis, J., J. McAndrews, and J. C. Rochet(2009), “Rating the Raters: Are Reputation Concerns Powerful Enough to Discipline Rating Agencies?,” *Journal of Monetary Economics*, 56(5), 657-674.
- McNichols, M. F., and S. R. Stubben(2008), “Does Earnings Management Affect Firms’ Investment Decisions?,” *The Accounting Review*, 83(6), 1571-1603
- Teoh, S., I. Welch, and T. Wong(1998), “Earnings Management and the Long-run Market Performance of Initial Public Offerings,” *Journal of Finance*, 53(6), 1935-1974.

Wakeman, L.(1981), "The Real Function of Bond Rating Agencies," *Chase Financial Quarterly*, 1(1), 18-26.

White, L. J.(2010), "The Credit Rating Agencies," *Journal of Economic Perspectives*, 24(2), 211-226.

Yu, F. F.(2008), "Analyst Coverage and Earnings Management," *Journal of Financial Economics*, 88(2), 245-271.

## The Implication of the Difference between Domestic and Foreign Credit Rating and the Determinants\*

Hyun Ah Kim\*\* · Seok Woo Jeong\*\*\*

### Abstract

This study uses Korean listed firms having both domestic and foreign credit rating and investigates the implication of the credit rating difference by analyzing its relationship to post stock returns. Further, we try to identify its determinants and examine its association with investment inefficiency, leading to low stock returns.

Despite the importance of credit rating agencies in capital markets, they have been criticized for low reliable or inflated ratings in Korea. Due to the difficulty in estimating the extent of inflation, this issue is not actively addressed in prior literature. We overcome this limitation by using the credit rating difference between domestic and foreign credit rating agencies and examine what it implies through investors' response (buy and hold abnormal returns).

If the difference between domestic and foreign credit rating reflects inflated ratings, identifying its determinants is also important to information users, which enables them to detect rating inflation in advance. We posit that information environment, firm characteristics, corporate governance, and financing plan affect it.

The empirical analyses are based on 158 Korean listed firm-years from 2002 to 2013. We find that the change in the credit rating difference is positively associated with 3-month buy and hold abnormal returns(BHAR3) at the credit rating announcement, but negatively related to second quarter(4<sup>th</sup> to 6<sup>th</sup> month) and third quarter(7<sup>th</sup> to 9<sup>th</sup> month). This indicates that inflated stock price based on credit rating inflation is revised downward. This could be viewed as evidence of inflated domestic credit rating and it is supported by investment efficiency result. The change

---

\* This paper is supported by a Korea University Grant and Center for Accounting and Taxation in Institute of Business Research and Education at Korea University.

\*\* Research Professor, Korea University Business School, First Author

\*\*\* Professor, Korea University Business School, Corresponding Author

in the credit rating difference is positively associated with fourth quarter(10<sup>th</sup> to 12<sup>th</sup> month), suggesting the possibility that firms release favorable news to maintain their credit ratings. Further, our results show that better information environment such as low analysts dispersion and the existence of fair disclosure is associated with smaller credit rating difference and domestic credit rating agencies put more emphasis on firm size and profitability. In addition, we find that firms having equity financing plan are related to larger credit rating difference. The findings of this study provide supplementary evidence that credit ratings of domestic agencies in Korea are inflated through the combination of domestic and foreign credit ratings and its impact is not limited to bondholders.

Key words: Credit rating difference, Rating inflation, Stock returns, Determinants

- 
- 저자 김현아는 현재 고려대학교 경영대학 연구교수로 재직 중이다. 고려대학교 정경대학 경제학과를 졸업하였으며, 동 대학원에서 경영학 석사 및 박사를 취득하였다. 박사 학위 취득 이전에 공인회계사로 삼일회계법인과 한국증권금융에서 근무하였으며, 주요 연구분야는 기업지배구조, 회계감사 및 세무 등이다.
  - 저자 정석우는 현재 고려대학교 경영대학 회계학 전공 교수로 재직 중이다. 고려대학교 경영대학 및 대학원 경영학과를 졸업하였으며, 미국 뉴욕주립대학교에서 경영학 박사를 취득하였다. 주요 연구분야는 재무분석가의 이익예측행위, 공시, 기업의 사회적 책임과, 회계 정보, 감사품질 등이다.