

한국기업에서 지배대주주와 외국인주주가 신용등급에 미치는 영향

김충환¹, 공재식^{2*}

¹공주대학교 산업과학대학, ²대구대학교 경상대학

The effects of dominating large shareholders and foreign blockholders on the Korean firms' credit ratings

Choong-hwan Kim¹ and Jaisik Gong^{2*}

¹College of Industrial Science, Kongju National University

²College of Business & Economics, Daegu University

요약 최근의 국내의 많은 기업들은 지배구조의 실패로 인해 곤경에 처하였거나 영업활동을 중단하였다. 지배구조가 취약하면 기업의 자본시장 이용이 지장을 받아, 채권자, 거래처, 종업원, 고객 등과의 경영관계에 손상이 발생할 수 있다. 이에 본 논문은 국내기업에서 지배구조가 채권자들에게 얼마나 중요하게 평가되고 있는지를 살펴보기 위해, 지배구조가 신용위험 및 신용등급 등 신용의 질에 통계적으로 유의적인 영향을 주는지에 대한 실증 분석을 수행한다. 본 논문은 구체적으로 외환위기가 종료된 2000년부터 시작하여 2010년까지 한국거래소에 상장되어 있는 기업들에 대하여 지배 대주주와 외국인 주주가 기업의 신용등급에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 순차적 프로빗 회귀모형을 사용하여 실증분석을 실시하였다. 효과적인 지배구조는 기업의 부도위험을 감소시킴으로써 신용등급을 제고시킬 것으로 기대되었다. 분석결과, 국내기업에서 지배 대주주들은 신용등급평가에 부정적인 요인이 되나 그 영향은 통계적으로 유의적이지 못하고, 외국인주주들은 통계적으로 매우 유의성 있게 신용등급평가에 긍정적인 영향을 주고 있는 것이 확인되었다. 외국인 투자자들은 국내기업의 신인도 제고에 크게 기여하고 있다고 평가된다.

Abstract This paper examines the effects of dominating large shareholders and foreign blockholders on credit ratings. An effective governance mechanism is expected to lead to higher credit ratings through its impact on default risk of the firm. Our results show that dominating large shareholders have an adverse impact on credit ratings of domestic firms on the level of its statistical significance.

Foreign shareholders are positively associated with credit ratings, contributing to the higher credit worthness of domestic firms.

Key Words : Credit ratings, Corporate governance, Foreign investors, Large shareholders, Ordered probit regression model

1. 서론

최근의 국내의 많은 기업들은 지배구조의 실패로 인해 곤경에 처하였거나 영업활동을 중단하였다. 지배구조가 취약하면 기업의 자본시장 이용이 지장을 받아, 채권자, 거래처, 종업원, 고객 등과의 경영관계에 손상이 발생할 수 있다. 이에 본 논문은 국내기업에서 지배구조가 채권

자들에게 얼마나 중요하게 평가되고 있는지를 살펴보기 위해, 지배구조가 신용위험 및 신용등급 등 신용의 질에 통계적으로 유의적인 영향을 주는지에 대한 실증 분석을 수행한다.

기업 지배구조(corporate governance)가 신용위험에 어느 정도 영향을 미칠 것인가? 기업 지배구조와 신용의 질(credit quality) 사이에 체계적인 계량적인 관계 설정이

이 논문은 대구대학교 2011년도 연구년지원에 의한 논문임.

*Corresponding Author : Jaisik Gong(Daegu Univ.)

Tel: +82-53-850-6264 email: bkgong@daegu.ac.kr

Received October 4, 2013

Revised (1st December 10, 2013, 2nd December 23, 2013)

Accepted January 9, 2014

가능한가? 만일 그렇다면 지배구조를 계량적 신용평가 과정에 포함시키는 것이 바람직하지 않은가?

최근의 많은 기업 지배구조 실패 사례에서 보듯이 지배구조가 취약하면 신용위험과 신용의 질에 부정적이다. 지배구조 평판이 나쁘면 기업의 자본시장 이용이 지장을 받고, 종업원, 거래처, 고객 등 중요한 기업 경영관계에 손상이 발생할 수 있다.

2000년대 초반을 중심으로 중요한 지배구조 실패 사례를 몇 가지 열거하면 아래와 같다.

기업	국가	지배구조 실패 유형
Adelphia Comm.	미국	경영자 사기, 부패
Ahold	네덜란드	이익 과대계상 등 회계부정
Enron	미국	이익 과대계상, 부채은닉 등 회계부정
Parmalat	이탈리아	부정거래 및 경영자 사기
Tyco	미국	CEO 횡령, 부정 주식거래, 회계위조
WorldCom	미국	비용의 자본지출 처리 등 회계부정
Xerox	미국	수익 조기 인식 등 회계부정

이와 같은 기업 지배구조의 실패는 우선, 투자자 신뢰 (investor confidence)와 시장가치(market value)의 붕괴를 가져왔다. 예를 들어, 2002년 3월에 10,632를 기록하였던 Dow Jones Index는 2002년 10월에는 7,286까지 급락하였다.

그렇다면 국내에서도 기업 지배구조가 채권자들에게 얼마나 중요하게 평가되고 있는가? 기업 지배구조가 신용위험, 신용등급, 차입비용 등 신용의 질에 통계적으로 유의적인 영향을 주는지를 분석할 필요성이 제기된다. 지배구조는 기업 신용평가에서 중요한 영향을 미치는 여러 요소들 중의 하나임이 틀림없다. 그러므로 지배구조와 기업 신용위험 및 신용등급평가의 학문적, 통계적, 실증적 분석이 요구되는 것이다.

신용평가기관들은 기업의 신용등급을 채무불이행 확률에 따라 판단한다. 기업의 채무불이행 확률 또는 부도 가능성이 높을수록 채권자들의 손실로 이어질 개연성이 크기 때문에, 신용평가기관들은 해당 기업의 전반적인 신인도와 채무상환능력에 대해 일정한 척도에 따라 등급을 정하여 평가하여 채권자 및 투자자들에게 제공한다. Standard & Poor's, Fitch Ratings, 한국신용평가정보(주) 등이 기업의 신용평가등급을 정기적으로 평가하여 시장에 공시하는 대표적인 신용평가기관들이다.

그동안 Kaplan and Urwitz [7] 등 여러 학자들이 기업

의 채무불이행을 초래할 수 있는 재무적 위험 특성들을 확인하여 신용평가모형의 기초를 제공하여 왔다. 그러나 최근 들어 Jensen and Meckling [5] 등이 주장한 경영자와 주주사이에 대리인문제를 신용평가모형에 도입하여, 경영자가 사적 이익을 추구하면서 기업가치 극대화와 괴리된 경영 의사결정을 하여 소액주주들과 채권자들에게 손실을 입히게 되므로 채무불이행 확률을 높인다는 주장이 제기되었다. 투명하고 효율적인 기업 지배구조가 대리인위험을 통제할 수 있다면, 강력한 지배구조를 갖춘 기업은 대리인위험을 감소시켜 채무불이행 가능성을 줄이므로 신용평가등급이 제고될 수 있다는 주장이다. 기관투자자는 경영자의 행동을 적극적으로 감시하고 일반 소액주주들의 이해를 보호하는 대리인위험의 통제활동을 수행할 수 있다. 이론적으로 Shleifer and Vishny [16]는 기관투자자가 대규모 주식보유로 인해 경영자를 감시할 유인이 크고 필요하다면 견제시정조치를 요구할 수 있는 의결권을 다수 보유함으로써 인해 대리인위험을 감소시킬 수 있는 감시역할을 수행한다는 적극적 감시가설(Active Monitoring Hypothesis)을 제기하였다.

신용평가에 관한 기존 국내연구로, 전영순, 최국현, 김형용 [6]는 소유구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 영향을 미치는지를 분석하였으며, 김문태, 김영환 [10]는 외국인 투자자의 소유와 사외이사의 특성이 신용평가에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 선형회귀모형을 통해 확인하였다. 박길영, 김문태 [13]는 이익지속성과 신용평점과의 상호관계를 실증 연구하였다.

기업 지배구조(corporate governance)는 기업 경영에서 매우 중요하다. 이는 기업 경영에 내재되어 있는 전통적인 대리인 문제(agency problem)를 해결하려 하기 때문이다. 경영자(agents)와 외부 투자자(principals) 사이의 이해갈등을 해결하고, 자본(자금) 공급자가 기업 내부경영자의 행동을 모니터할 수 있는 메커니즘을 구축하는 것이다.

기업 지배구조의 핵심은 기업이 자산을 어떻게 경영하며, 리스크를 어떻게 통제하는가의 문제이다. 강력한 지배구조는 리스크 투명성 문화를 촉진하고, 효율적인 자원 배분을 가능케 하나, 취약한 지배구조는 기업의 재무적 자원을 그릇되게 사용하게 하고 기업의 신뢰도를 손상시키게 한다. 기업 지배구조의 실패(corporate governance failures)로 인해 국내외 많은 기업들이 곤경에 처하였거나, 영업활동을 중단하였다.

따라서 이와 관련하여 본 연구가 갖는 의의와 차별성은, 기업 지배구조가 신용위험, 신용등급 등에 통계적으로 유의적인 영향을 주는지에 대한 실증적 분석을 통해, 기업 지배구조가 국내 신용평가기관들의 기업 신용평가 과정에서 실제로 중요한 평가요인으로 작용하고 있다는

증거를 제시하고자 하는 점에 있다.

특히 기업 지배구조 변수로서 외국인 보통주 지분보유율을 뿐만 아니라 국내 기존 연구에서 사용되지 않은 지배대주주 지분율을 사용함으로써, 대리인비용의 관점에서 지배구조 변수가 신용등급 변화에 미치는 영향을 폭넓게 실증 분석하고자 한다. 외국인 기관투자자가 적극적인 감시활동을 수행하고, 아울러 지배대주주가 기업가치 극대화에 노력한다면 대리인 위험을 감소시켜 신용등급의 향상에 기여할 것으로 기대한다.

그리고 본 연구는 사용하는 통계기법에서도, 기존 연구들에서처럼 신용평점의 순위 등급변수를 선형 회귀분석에 적용할 경우, 심각한 편의(bias)가 초래되므로 (H. Ashbaugh et al. [1] 참조), 차별되게 순차적 프로빗 모형(Ordered Probit Model)을 사용하여 추정 편의와 오류를 방지하고자 한다.

2. 선행연구 검토

기업의 지배구조가 신용등급에 미치는 영향에 대한 국내 연구는 최근에 본격적으로 시작되고 있다. 김병호 [8]는 1999년부터 2003년 까지 5년간의 상장기업에 대해 신용등급과 지배구조와의 관련성에 대한 실증 분석을 실시하였다. 그는 다중회귀분석을 통해 기업의 지배구조가 채권의 신용등급 결정과 양의 관련성이 있다고 보고하였다.

김요환, 박준령 [11]도 2004년부터 2009년 까지 3,003개 표본에 대해 기업 지배구조가 신용등급에 미치는 영향을 분석하였다. 이들은 분석 결과, 기업 지배구조 개선이 대리인 문제와 채무불이행 위험을 감소시켜 기업의 신용등급에 긍정적인 영향을 갖는 유의적인 증거를 발견하였다.

김병호 [9]는 다시 기업의 지배구조가 채권의 신용등급에 미치는 영향을 Standard & Poor's 의 4 가지 유형의 지배구조 특성변수를 사용하여 실증 분석하였다. 그는 2004년부터 2008년 까지 5개년 동안 비금융 상장기업들을 대상으로 분석하여, 우리나라 자본시장에서 더 좋은 지배구조를 갖춘 기업이 더 높은 신용등급을 부여 받는다는 결과를 제시하였다.

박준령, 김요환 [14]는 2005년부터 2009년 까지 2,542개 거래소 상장기업들을 대상으로 기업 지배구조가 신용등급과 자본비용에 미치는 영향을 검증하였다. 이들은 실증 분석을 통해, 우수한 기업 지배구조 정보가 신용등급 결정에 중요한 정보로 작용하고 있으며, 지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 자본시장에서 긍정적으로 평가되어 비교적 낮은 자본비용을 지불하고 있다고 보고하였다.

신재용, 서정우, 박종일 [15]는 2003년부터 2009년 까지 총 956 개 기업을 대상으로 기업 지배구조가 이익과 신용등급 간의 관련성에 미치는 효과를 분석하였다. 실증 분석결과를 통해, 이들은 신용평가기관에서 신용등급을 산정할 때 기업 지배구조 평가점수가 높은 기업 일수록 신용등급이 더 상향 조정되고, 감사기구에 대한 지배구조 점수가 좋은 기업에 대해서는 신용평가기관이 회계이익의 질을 더 높게 평가하여 회계이익과 신용등급 간의 양의 관계를 더 강화하여 반영하고 있다고 주장하였다.

3. 실증자료와 연구모형

본 연구는 외환위기가 종료된 2000년부터 시작하여 한국거래소에 2010년까지 상장되어 있는 기업주식들에 대하여 기업별-연도별 표본 변수들 관련 실증 분석을 실시한다.

본 연구 모형에서 사용되는 변수들은 Ashbaugh, H. et al. [1], Bhojraj, S. et al. [2], Kaplan, R. et al. [7], Klock, M. S. et al. [9], Ziebart, D. et al. [13] 등에서 원용한다. 표본변수들은 다음과 같이 정의한다. Rate 는 한국신용정보와 한국신용평가정보가 합병하여 설립된 NICE신용평가정보(주)의 KIS신용평가등급으로서, 기업의 신용등급을 1등급(최상급)에서 10등급(불량)까지 10단계로 등급화하여 평가한다. Foreign 는 외국인 보통주 지분보유율을 표시한다. CS 는 지배 대주주를 나타내는 터미변수로서, 최대 대주주의 지분율이 20%이상이면 CS=1이고 최대 대주주의 지분율이 20%미만이면 CS=0이다. Lev 는 총차입금/자본금 부채비율로 계산되는 재무레버리지 비율이다. IntCov 는 세후순영업이익 대비 이자보상 배율을 표시한다. ROA 는 총자산수익률을 나타낸다. MKBK 는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율로 계산된다. Assets 는 자산총계액으로서 기업규모의 대용변수이다. Currnt 는 유동비율을 표시하며 유동자산/유동부채로 산출된다. CFDStd 는 기업 현금흐름의 변동성을 표시하는 지표이며, 2000년부터 2010년 까지 11년 동안의 장기차입금 대비 영업이익(손실) 비율의 표준편차로 산출하여 사용한다.

본 연구는 이상에서 정의된 변수에 대해 시계열 횡단면 자료를 대상으로 다음과 같은 모형의 시계열 횡단면 회귀분석을 실시한다.

$$\begin{aligned} \text{Rate}_{j,t} = & \alpha_{j,t} + \beta_1 \text{CS}_{j,t} + \beta_2 \text{Foreign}_{j,t} + \beta_3 \text{Lev}_{j,t} + \beta_4 \text{IntCov}_{j,t} \\ & + \beta_5 \text{ROA}_{j,t} + \beta_6 \text{MKBK}_{j,t} + \beta_7 \text{Size}_{j,t} \\ & + \beta_8 \text{Currnt}_{j,t} + \beta_9 \text{CFDStd}_{j,t} + e_{j,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Rate}_{j,t} = & \alpha_{j,t} + \beta_2 \text{Foreign}_{j,t} + \beta_3 \text{Lev}_{j,t} + \beta_4 \text{IntCov}_{j,t} \\ & + \beta_5 \text{ROA}_{j,t} + \beta_6 \text{MKBK}_{j,t} + \beta_7 \text{Size}_{j,t} \\ & + \beta_8 \text{Currnt}_{j,t} + \beta_9 \text{CFDStd}_{j,t} + e_{j,t} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{Rate}_{j,t} = & \alpha_{j,t} + \beta_1 \text{CS}_{j,t} + \beta_2 \text{Foreign}_{j,t} + \beta_3 \text{Lev}_{j,t} + \beta_4 \text{IntCov}_{j,t} \\ & + \beta_5 \text{ROA}_{j,t} + \beta_6 \text{MKBK}_{j,t} + \beta_7 \text{Size}_{j,t} \\ & + \beta_8 \text{Currnt}_{j,t} + \beta_9 \text{CFDStd}_{j,t} + e_{j,t} \end{aligned}$$

단, j=1, 2, ..., 644. t=2000, 2001, ..., 2010.

본 연구의 지배구조변수 중 지배대주주 더미변수 CS와 외국인주주 지분율 변수 Foreign에 대한 귀무가설은 아래와 같다.

H₀: 지배대주주는 기업의 신용등급 변화에 영향을 주지 못한다.

H₀: 외국인주주는 기업의 신용등급 변화에 영향을 주지 못한다.

현재 우리나라의 국민연금 등 공적연금의 주요 기관투자자의 주주권 행사는 기업의 수익성 또는 가치 극대화가 아니라, 공공이익을 추구하거나 정부의 정책적 목적 또는 정치적 동기와 영향력에 의해 행사되고 있는 실정이다. 그러므로 국내에서는 외국인투자자를 제외하고는, 국민연금 등 주요 기관투자자들은 원래의 주주권 행사가 가지고 있는 본래의 목적인 주주 이익 극대화나 기업가치의 개선을 추구하기가 어렵다.

따라서 본 연구에서는 지배대주주의 경영활동을 감시하고, 대리인 비용을 통제하는 견제자 기능을 수행할 수 있는 기관투자자로서, 외국인투자자의 역할에 집중하여 분석한다.

4. 분석 결과

Table 1은 표본변수에 대한 요약통계량을 나타내고 있다. NICE신용평가정보(주)의 KIS신용평가등급은 최상급인 1등급에서 불량등급인 10등급까지 10단계로 평가되는바, 신용등급변수 Rate에 대해 한국거래소 상장 644개 기업의 2000년에서 2010년까지 기업별-연도별 관측개수 6,857의 평균은 5.18이고 표준편차는 1.88이다. 표본기업의 외국인 보통주 지분 보유율 Foreign에 대한 기업별-연도별 평균은 10.84%이고, 표준편차는 15.09%이다. 자본금 대비 총차입금 비율인 재무레버리지 비율 Lev의 표본 평균은 167.15%이며, 표준편차는 773.98%이다. 총

자산수익률 ROA의 표본평균은 3.86%이고 표준편차는 31.41%이다.

[Table 1] Descriptive statistics

Var	Obs	Avg	Std Dev	Min	Max
Rate	6,857	5.18	1.88	1.00	10.00
Foreign (%)	5,150	10.84	15.09	0.01	93.35
Lev (%)	6,765	167.15	773.98	0.94	40,990.72
IntCov	6,687	10,360,929.40	711,912,745	-9,217,214.88	57,959,646,942
ROA (%)	6,846	3.86	31.41	-292.86	2,357.53
MKBK	6,213	10.42	31.76	0.02	540.00
Assets (mil)	6,848	1,190,675	4,488,255	97.9	107,179,010
Currnt (%)	6,847	238.12	1,959.23	0.69	148,670.27
CFDStd	3,256	12.73	50.54	0.04	590.52

『Rate는 한국신용정보와 한국신용평가정보가 합병하여 설립된 NICE신용평가정보(주)의 KIS신용평가등급이다. KIS는 기업의 신용등급을 1등급(최상급)에서 10등급(불량)까지 10단계로 등급화 하여 평가한다. Foreign는 외국인 보통주 지분보유율을 나타낸다. Lev는 재무레버리지 비율로서 총차입금/자본금 부채비율이다. IntCov는 세후순영업이익 대비이자보상배율을 나타낸다. ROA는 총자산수익률이다. MKBK는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율이다. Assets는 자산총계액으로 기업규모를 나타낸다. Currnt는 유동자산/유동부채로서 유동비율을 나타낸다. CFDStd는 기업 현금흐름의 변동성을 나타내는 지표로서, 장차입금 대비 영업이익(손실) 비율의 2000년-2010년간 11년의 표준편차로 계산한다.』

Table 2는 본 연구 분석에서 사용되는 변수들에 대한 피어슨 상관계수를 나타내주고 있다. 각 상관관계 아래의 괄호 안의 통계치는 상관관계의 유의성을 P-value로 나타내고 있다. CS는 지배대주주를 나타내는 더미변수로서, 최대대주주의 지분율이 20% 이상이면 CS=1이고 최대대주주의 지분율이 20% 미만이면 CS=0이다.

신용등급변수 Rate은 지배대주주 변수 CS를 제외하고는, 설명변수들과의 상관관계가 통계적 유의성을 갖고 있음을 보여주고 있다. 다음 본 연구에서 규명할 지배구조변수 중 지배대주주 변수와 외국인주주 변수와의 관계에 대한 예비적인 시사점을 준다.

[Table 2] Pearson correlation matrix

Var	Foreign	CS	ROA	Lev	IntCov	Curmt	Size	Rate	MKBK
Foreign									
CS	-0.039 (0.00)								
ROA	0.057 (0.00)	0.017 (0.20)							
Lev	-0.037 (0.00)	-0.046 (0.01)	-0.051 (0.00)						
IntCov	0.049 (0.00)	-0.007 (0.58)	0.004 (0.73)	-0.002 (0.84)					
Curmt	0.044 (0.06)	-0.006 (0.61)	0.004 (0.72)	-0.012 (0.32)	-0.0005 (0.96)				
Size	0.302 (0.00)	-0.089 (0.00)	0.011 (0.33)	-0.002 (0.83)	-0.002 (0.84)	-0.01 (0.26)			
Rate	0.541 (0.00)	0.008 (0.77)	0.405 (0.00)	-0.193 (0.00)	0.075 (0.00)	0.076 (0.00)	0.449 (0.00)		
MKBK	0.297 (0.00)	0.019 (0.14)	0.000 (0.00)	-0.034 (0.00)	0.029 (0.02)	0.004 (0.74)	0.189 (0.00)	0.305 (0.00)	
CFDStd	-0.007 (0.72)	0.003 (0.84)	-0.0005 (0.97)	-0.018 (0.30)	0.059 (0.00)	0.090 (0.00)	0.022 (0.20)	0.056 (0.08)	0.043 (0.01)

『본 표에서 Rate은 10 단계의 신용등급을 점수화한 값에 대하여 상관관계를 나타내고 있다.』
귀무가설 $H_0 : \rho = 0$ 가정 하에서 $\text{Prob} > |r|$ 』

[Table 3] The effects of dominating large shareholders and foreign blockholders on the Korean firms' credit ratings - Ordered Probit Regression Model

Var	Sign	Est. Coefficient Value (P-value)		
		Model 1	Model 2	Model 3
CS	-	-0.016 (0.69)		-0.060 (0.225)
Foreign	+		1.463 ($<.0001$)**	1.456 ($<.0001$)**
Lev	-	-0.091 ($<.0001$)**	-0.107 ($<.0001$)**	-0.107 ($<.0001$)**
IntCov	+	0.00034 (0.0047)**	0.00033 (0.0091)**	0.00033 (0.0082)**
ROA	+	5.925 ($<.0001$)**	6.114 ($<.0001$)**	6.152 ($<.0001$)**
MKBK	+	0.0062 ($<.0001$)**	0.0054 ($<.0001$)**	0.0054 ($<.0001$)**
Size	+	0.031 (0.017)*	-0.038 (0.032)*	-0.040 (0.025)*
Curmt	+	0.362 ($<.0001$)**	0.416 ($<.0001$)**	0.415 ($<.0001$)**
CFDStd	-	0.00075 (0.044)*	0.00091 (0.026)*	0.00091 (0.026)*
Wald χ^2 P(χ^2)		1,282.9 0.000	1,255.5 0.000	1,255.3 0.000

『당초 종속변수는 KIS 신용평가등급인 Rate로서, 기업신용등급이 1등급에서 10등급까지 10단계인바, 분석결과와 해석 편의상 10등급을 최상급 평가등급으로 하고, 1등급을 불량 등급으로 하는 역으로 변환한 평가등급변수 Rate를 종속변수로 사용한다. CS는 지배 대주주를 나타내는 더미변수로

서, 최대 대주주의 지분율이 20% 이상이면 CS=1이고 최대 대주주의 지분율이 20% 미만이면 CS=0이다. Foreign는 외국인 보통주 지분보유율을 나타낸다. Lev는 총차입금/자본금 부채비율을 나타내는 재무레버리지 비율이다. IntCov는 세후순영업이익 대비 이자보상 배율을 표시한다. ROA는 총자산수익률을 나타낸다. MKBK는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율로 계산된다. Assets는 기업규모를 나타내며 대응변수로 자산총계액이며, 통계분석에는 자산총계액의 자연대수인 $\text{Size}=\ln(\text{Assets})$ 을 사용한다. Curmt는 유동자산/유동부채로서 유동비율을 표시한다. CFDStd는 기업현금흐름의 변동성의 대응변수이며, 장기차입금 대비 영업이익(손실)비율의 표준편차를 사용하고 2000년-2010년간 11년의 시계열 자료에서 산출하여 사용한다. 연도별 더미변수를 통계 분석에 삽입하여 추정하였으나 편의상 추정결과는 생략한다.』

Table 3은 지배대주주와 외국인주주가 기업의 신용등급변화에 미치는 영향을 분석하기 위해 순차적 프로빗(Ordered Probit) 회귀분석을 실시한 결과를 보여주고 있다.

Table 3의 분석모형은 순차적 프로빗 모형으로 추정에는 최우도추정법(maximum likelihood method)를 사용하였다. Wald χ^2 는 독립성 검정으로 유의수준이 0.01 보다 작기 때문에 독립변수들 전체와 종속변수 간에 매우 연관이 높아 모형의 적합도가 크다고 판단된다. 그리고 독립변수들 상호간 상관관계 및 분산팽창계수(VIF)에 비추어, 본 분석에서 다중공선성(multicollinearity) 문제는 크지 않았다.

신용평가등급은 1, 2, 3, ..., 10 과 같은 순차적인 서수이기 때문에 단순회귀모형을 사용한 국내 기존연구 [예, 김문태·김영환 [10] 와 달리, 본 연구는 정확한 분석을 위해 순차적 프로빗 회귀모형(Ordered Probit Regression Model)을 적용하였다. 지배구조변수는 지배대주주를 나타내는 더미변수 CS 와 외국인 보통주 지분보유율 Foreign이다. 통제변수들로는 기업의 신용등급에 영향을 준다고 기존연구들에서 확인된, 재무레버리지 비율 Lev, 세후순영업이익 대비 이자보상배율 IntCov, 총자산수익률 ROA, 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율 MKBK, 기업규모변수 Size, 유동비율 Curmt, 현금흐름 변동성 CFDStd를 포함한다. 본 연구의 분석모형은 다음과 같이 요약된다.

$$\text{신용등급} = \text{Function}(\text{지배구조변수}, \text{통제변수})$$

Table 3에서 모형 1은 지배구조변수 중에서 지배대주주 더미변수 CS만이 포함된 분석이다. 모형 1의 추정계수는 기업특성관련 통제변수들 중에는 CFDStd를 제외하고는 예상된 부호와 통계적 유의성을 나타내고 있다. 모형 1에서 지배대주주 더미변수 CS는 예상대로 음의 부호를 보여주고 있으나, 통계적인 유의성을 나타내지 못하고

있다. 모형 2에서 계수측정값은 지배구조 변수중 외국인 보통주 지분보유율만 포함하여 분석한 결과이다. 기업특성 관련 통제변수들은 모두 통계적으로 유의적이면서 예상된 부호의 계수추정값을 보여주고 있다. 외국인지분율 변수 Foreign의 추정 계수값은 양의 부호를 갖고 있으며, 1%의 유의수준 범위 내에 있는 것으로 나타났다. 기업에서 외국인 지분율이 증가할수록 신용등급은 개선되는 것으로 해석된다. 모형 3은 지배구조 변수들 모두를 포함하여 분석한 결과이다. 기업특성관련 통제변수들은 모형 2의 분석과 마찬가지로 예상된 부호와 통계적 유의성을 보여주고 있다. 지배 대주주 더미변수 CS 도 예상대로 음의 부호를 나타내고 있으나 통계적으로 유의적이지 못하다. 외국인 지분율 변수 Foreign 는 모형 2의 분석결과와 동일하게, 매우 유의적인 양의 부호를 나타내고 있다. 따라서 Table 3의 분석결과에서 보면, 표본기업에서 지배 대주주의 존재는 신용등급에 부정적인 영향을 미치고 있으나, 통계적으로는 유의적이지 못하다. 그러나 외국인 지분율은 신용등급에 매우 긍정적인 영향을 주고 있으며, 통계적으로도 유의성이 큰 것으로 확인되고 있다. 국내기업에서 외국인투자의 증대는 모니터링 활동 등을 통해 기업신인도 제고에 기여하고 있다고 할 수 있다.

[Table 4] The effects of dominating large shareholders and foreign blockholders on the Korean firms' credit ratings - 2SLS

Var	Sign	Est. Coefficient Value (P-value)		
		Model 1	Model 2	Model 3
CS	-	-0.081 (0.187)		-0.030 (0.606)
Foreign	+		8.693 (<.0001)**	7.178 (<.0001)**
Lev	-	-0.133 (<.0001)**	-0.156 (<.0001)**	-0.115 (<.0001)**
IntCov	+	0.00033 (0.022)*	0.00041 (0.047)*	0.00026 (0.093)
ROA	+	7.482 (<.0001)**	8.385 (<.0001)**	6.779 (<.0001)**
MKBK	+	0.0075 (<.0001)**	0.0131 (0.019)*	0.0027 (0.033)*
Size	+	0.037 (0.039)*	0.474 (0.269)	-0.327 (<.0001)**
Curmt	+	0.539 (<.0001)**	0.672 (<.0001)**	0.428 (<.0001)**
CFDStd	-	0.0010 (0.030)*	0.0011 (0.093)	0.0010 (0.050)*
F Value		121.35	71.66	216.30
Pr > F		0.000	0.000	0.000

『당초 종속변수는 KIS 신용평가등급인 Rate로서, 기업신용등급이 1등급에서 10등급까지 10단계인바, 분석결과의 해석 편의상 10등급을 최상급 평가등급으로 하고, 1등급을 불량 등급으로 하는 역으로 변환한 평가등급변수 Ratel 을 종속변

수로 사용한다. CS 는 지배 대주주를 나타내는 더미변수로서, 최대 대주주의 지분율이 20% 이상이면 CS=1이고 최대 대주주의 지분율이 20% 미만이면 CS=0이다. Foreign 는 외국인 보통주 지분보유율을 나타낸다. Lev 는 총차입금/자본금 부채비율을 나타내는 재무레버리지 비율이다. IntCov 는 세후순영업이익 대비 이자보상 배율을 표시한다. ROA 는 총자산수익률을 나타낸다. MKBK 는 보통주 시가총액/보통주 장부가액 비율로 계산된다. Assets 는 기업규모를 나타내며 대용변수로 자산총계액이며, 통계분석에는 자산총계액의 자연대수인 $Size=\ln(Assets)$ 을 사용한다. Curmt 는 유동자산/유동부채로서 유동비율을 표시한다. CFDStd 는 기업현금흐름의 변동성의 대용변수이며, 장기차입금 대비 영업이익(손실)비율의 표준편차를 사용하고 2000년-2010년간 11년의 시계열 자료에서 산출하여 사용한다. 연도별 더미변수를 통계 분석에 삽입하여 추정하였으나 편의상 추정결과는 생략한다.』

5. 내생성과 강건성 검증

Table 3의 추정모형은 지배구조 변수가 신용등급의 변화를 유도할 것이라는 전제를 하고 있다. 특히 외국인투자 비중이 큰 기업은 높은 신용등급을 부여받는데 대한 검증에 초점을 두고 있다. 그러나 외국인인 단기 투자자로서 장기 기업성과 보다도 신용등급이 높은 기업 주식에 대해 투자 비중을 늘린다는 주장도 있다. 높은 신용등급이 외국인 주식투자를 유도할 수도 있다는 주장이다. 이에 따라 Table 3의 추정모형에서 지배구조 변수인 외국인 보통주 지분보유율 Foreign에 대한 내생성(endogeneity) 문제가 대두된다.

그러나 신용등급이 외국인투자자의 지분율 변화를 유도한다는 주장에도 의문이 있을 수 있다. 외국인투자자들이 신용등급이 좋은 기업을 선호한다는 것을 인정하더라도, 외국인투자자의 주식별 지분보유율 패턴은 상당히 안정적이고 단기적으로 변화하지 않는다는 점에서, 외국인 투자자 지분보유율 Foreign는 외생적(exogeneous)이어서 내생성(endogeneity)은 문제되지 않을 것처럼 보인다.

그럼에도 Table 3 추정 결과의 강건성(robustness) 검증 차원에서, 지배구조 변수인 외국인투자자 지분보유율 Foreign에 대한 내생성(endogeneity) 가능성을 통제하기 위하여 2단계 최소자승법(the two-stage least-squares method, 2SLS)을 사용하여 분석하였다. Table 4는 Table 3의 3 가지 추정모형에 대해 2SLS를 사용한 분석 결과이다. 2SLS 분석모형의 추정 1단계에서 내생변수로 외국인 투자자 지분보유율 Foreign을 설정하고, 도구변수(instrument variables)로는 Table 3의 여타 외생변수들을 투입하였다.

외국인투자자 지분보유율 Foreign의 내생성(endogeneity)을 통제하여 2SLS로 추정한 분석결과인

Table 4는 순차적 프로빗 모형(Ordered Probit Model) 추정결과인 Table 3과 일치한다. 지배구조 변수인 지배대주주 변수 CS와 외국인투자자 지분보유율 변수 Foreign이 신용평가등급에 미치는 영향은 동일한 패턴을 보인다. 즉, 외국인 보유 지분율은 신용등급에 매우 유의적인 긍정적인 영향을 주고 있으나, 지배대주주의 영향은 유의적이지 못한 것으로 나타났다. Table 4에서 통제변수들에 대한 추정 결과도 Table 3과 일치한다. 따라서 외국인투자자 지분보유율 Foreign의 내생성(endogeneity)은 Table 3의 추정 결과에 영향을 주지 못하므로, Table 3의 분석 결과는 매우 강건(robust)하다고 할 수 있다.

6. 결론

본 논문은 지배 대주주 및 외국인 주주와 신용등급변화 사이의 관계에 대해 실증 분석하였다. 효과적인 지배구조는 기업의 부도위험을 감소시킴으로써 신용등급을 제고시킬 것으로 기대된다. 지배구조 메카니즘이 잘 작동하는 경우, 경영자와 주주 또는 채권자 등과의 이해갈등이 감소되고, 경영자 모니터링이 효과적으로 이루어져 기업자금의 잘못된 배정이나 유용이 없게 되어 기업의 부도위험이 감소되어 신용등급이 상승한다는 가설을 검증하였다.

한국거래소에 2000년부터 2010년까지 11년 동안 상장되어 있는 644개 기업주식에 대해 순차적 프로빗 회귀모형을 사용하여 지배 대주주와 외국인주주가 기업신용등급에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 분석결과, 국내기업에서 지배 대주주들은 신용등급평가에 부정적인 요인이 되나 그 영향은 통계적으로 유의적이지 못하고, 외국인 주주들은 통계적으로 매우 유의성있게 신용등급평가에 긍정적인 영향을 주고 있는 것이 확인되었다. 국내에서 외국인 투자자들은 모니터링 활동 등을 통해 기업신인도 제고에 크게 기여하고 있다고 평가된다.

References

[1] Ashbaugh, H, D. W. Collins, and R. Lafond, "The Effects of Corporate Governance on Firm's Credit Ratings", *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 42, pp. 203-243, 2006.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jacceco.2006.02.003>

[2] Bhojraj, S., and P. Sengupta, "Effect of Corporate Governance on Bond Rating and Yields: The Role of

Institutional Investors and Outside Directors", *Journal of Business*, Vol. 76(3), pp. 455-475, 2003.
DOI: <http://www.jstor.org/stable/10.1086/344114>

[3] Claessens, S., Djankov, S., Lang, L., "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations", *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, pp. 81-112, 2000.
DOI: [http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00067-2](http://dx.doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00067-2)

[4] Dahlquist, M., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., "Corporate Governance and the Home Bias", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 38, pp. 87-110, 2003.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S0022109000014964>

[5] Jensen, M. and W. Meckling, "Theory of The Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, pp. 305-360, 1976.
DOI: <http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VBX-45N4YVT-B/2/a755023b5a471578bbb1eb39133f9810>

[6] Jeon, Y. S., K. H. Choi, H. Y. Gil, "The Impact of Corporate Ownership Structure on the Credit Ratings of No-warranty Bond" *The Korean Journal of Business Administration*, Vol. 35(5), pp. 1383-1425, 2006.

[7] Kaplan, R., G. Urwitz, "Statistical Models of Bond Ratings: A Methodological Inquiry", *Journal of Business*, Vol. 52 (April), pp. 231-261, 1979.
DOI: <http://www.jstor.org/stable/2352195>

[8] Kim, Byung-Ho, "An Empirical Evidence on the Relationship between Korean Corporate Governance Variables and Credit Ratings", *Korean Journal of Accounting and Finance*, Vol. 28(3), pp. 59-78, 2010.

[9] Kim, Byung-Ho, "The Impact of Korean Corporate Governance Structure on the Credit Ratings of Corporate Debentures: Using the Standard & Poor's (2002) Methodology", *Korean Journal of Accounting and Finance*, Vol. 29(1), pp. 261-288, 2011.

[10] Kim, M. T., Y. H. Kim, "The Impact of Foreign Ownership and Outside Directors on the Credit Evaluations", *Korean Accounting Review*, Vol. 32(4), pp. 29-58, 2007.

[11] Kim, Yo-Hwan, Joon-Ryung Park, "The Effect of Corporate Governance Structure on the Credit Ratings", *Korea International Accounting Association Annual Conference Proceedings*, 2011.

[12] Klock, M. S., Mansi, S. A., Maxwell, W. F., "Does Corporate Governance Matter to Bondholders?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 40, pp.

693-719, 2005.

DOI: <http://dx.doi.org/10.1017/S002210900001940>

- [13] Park, G. Y., M. T. Kim, "The Effect of Earnings Quality & Earnings Continuance on the Credit Scores", *The Korean Journal of International Accounting*, Vol. 25(1), pp.71-89, 2009.
- [14] Park, Joon-Ryung, Yo-Hwan Kim, "An Empirical Study on the Impact of Corporate Governance Structure on the Credit Ratings and Capital Costs", *Korea Accounting Association Annual Conference Proceedings*, 2012.
- [15] Shin, Jae-Yong, Jung-Woo Suh, Jong-Il Park, "The Effect of Corporate Governance Structure on the Association of Earnings and Credit Ratings", *Korea Management Reviews*, Korean Academic Society of Business Administration, Vol. 41(6), pp. 1309-1345, 2012.
- [16] Shleifer, A., R. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, Vol. 94, pp. 461-488, 1986.
- [17] Shleifer, A., R. Vishny, "A Survey of Corporate Governance", *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 737-783, 1997.
DOI:<http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x>
- [18] Ziebart, D., S. Reiter, "Bond Ratings, Bond Yields and Financial Information", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 9, pp. 252-282, 1992.
DOI: <http://dx.doi.org/10.1111/j.1911-3846.1992.tb00879.x>

공 재 식(Jaisik Gong)

[정회원]



- 1981년 2월 : 서울대학교 영어교육학과 학사
- 1984년 8월 : 서울대학교 대학원 경영학과 석사
- 1992년 8월 : 미국 Louisiana State Univ. (BR), Ph.D. (경영학박사)
- 1995년 3월 ~ 현재 : 대구대학교 경상대학 금융보험학과 교수

<관심분야>
기업금융, 은행론

김 충 환(Choong-hwan Kim)

[정회원]



- 1983년 2월 : 성균관대학교 경제학과 (경제학 학사)
- 1995년 12월 : 미국 The Univ. of Texas at Austin, Ph.D. (경제학 박사)
- 1996년 3월 ~ 현재 : 국립공주대학교 산업과학대학 교수

<관심분야>
중앙은행제도, 금융론