

# 등급전망(Rating Outlook)의 정보가치와 신용개선효과<sup>1</sup>

김 범<sup>2</sup>

김 진산<sup>3</sup>

2014. 11. 14.

## 초록

신용등급은 금융기관의 주요 기능인 참여자 간의 중개기능, 위험의 감소 기능 및 정보의 비대칭의 문제를 해결한다는 측면에서 그 필요성은 자명하다. 하지만, 신용등급의 경우에 향후 기업 신용도의 변화와 관련된 방향성을 제시할 수 있는가라는 면에서 제한적인 면이 존재한다. 본 연구에서는 신용평가제도에서도 기업의 신용에 관한 정보를 시장에 전달하는 기능은 물론 기업의 신용개선효과가 존재할 것으로 판단되는 등급전망에 대한 실증적 분석을 실시하고 등급전망의 정보가치와 다른 유형의 평정을 통한 기업의 신용개선효과를 살펴보았다.

연구 결과에 따르면, 등급전망의 상향전망에 대한 긍정적 주가반응은 유의하지 않지만 하향전망에 대한 부정적 주가반응은 중기적으로 등급변경에 관한 선행연구와 일치된 유의하다는 결론을 도출하여 하향전망의 정보가치가 존재함을 실증적으로 검증하였다. 3가지 평정유형 중에서 본평정이 가지는 주가에 대한 영향력이 수시평정과 정기평정의 효과보다 우세하여 평정을 고려하지 않는 경우에는 수시평정과 정기평정의 효과를 제대로 분석할 수 없다는 점을 발견하였고, 특히 정기평정 하락전망의 경우에는 본평정에서 나타난 주가에 대한 부정적 효과가 유의하지 않아 하락전망 후의 기업의 신용개선효과를 예상할 수 있었다. 프로빗모형 분석결과에 의하면, 부채비율이 높은 기업의 경우에 하락전망이 실질적인 등급하락으로 이어질 가능성이 높고 특히 신용등급이 "A"인 기업의 경우에 빈번하게 나타날 수 있다는 결론을 보였다. 마지막으로, 하락전망 후 중기 누적초과수익률에 영향을 미치는 변수를 분석한 다중회귀분석에서는 채무비율이 높고, 성장가능성이 낮으며, 시장대비 위험이 높고 채무불이행등급으로 하락할 가능성이 높은 기업의 하락전망 이후 중기 누적초과수익률은 낮다는 결론을 보였다. 특히 채무불이행등급으로 하락할 가능성이 높은 기업의 경우에는 누적초과수익률이 개선되는 경향을 보였는데 이는 기업의 신용개선효과가 존재한다는 간접적 실증결과라고 할 수 있다.

주제어: 신용평가제도, 등급변경, 등급감시, 정보가치, 신용개선효과

---

<sup>1</sup> 본 논문의 나이스신용평가(주)와의 산학협동세션을 위해 작성되었음

<sup>2</sup> 숭실대학교, 서울대학교(초빙교수)

<sup>3</sup> 경북대학교, 교신저자

## 등급전망(Rating Outlook)의 정보가치와 신용개선효과

### 1. 도입

금융시장은 흑자지출단위(Surplus Spending Units)로부터 적자지출단위(Deficit Spending Units)로 효율적으로 자금의 흐름을 중개하는 행위를 주요 기능으로 하고 있다. 중개과정에서 거래상대방의 신용도에 대한 올바른 평가 없이는 거래가 신속하고도 완전하게 체결될 수 없을 것이다. 이처럼 금융시장의 기본 기능을 수행하는데 필요조건인 신용평가 및 정보전달의 문제를 해결하기 위해 도입된 것이 신용평가제도이며 대부분의 기업들이 자본시장에서 자금을 조달하기 위해 신용평가제도를 이용하고 있다. 따라서, 신용평가제도의 경제적 역할과 신용등급이 지니고 있는 정보의 가치에 대해서는 많은 연구가 진행되어 왔다.

Boot, Milbourn and Schmeits(2006)와 Bannier and Hirsch(2010)은 신용평가제도의 기본적 기능을 정보전달과 모니터링의 두 가지 측면으로 구분하고, 그 중 기업에 대한 정보를 평가하고 전달하는 기능의 필요성에 관해서는 이미 이해관계자들 간에 높은 수준의 공감대가 존재한다고 밝혔다. 그들이 보다 강조한 것은 신용평가제도가 지니는 기관투자자의 투자결정과 관련된 “암묵적 계약”이라는 특성인데 신용등급이 기업과 신용평가사 간에 암묵적으로 체결되는 계약의 역할을 한다는 것을 뜻한다. 다시 말해 신용평가사가 특정 신용등급을 부여하는 경우에 기업은 신용등급 유지 및 하락방지를 위한 제반 노력을 경주할 것이라는 암묵적 약속을 하게 되며 이러한 약속에 효력이 발생하는 근거가 기관투자자들로 하여금 투자결정에 있어서 특정한 신용등급 이상의 투자 자산에만 투자하도록 요구하는 실무적 제약이 존재하기 때문이라는 것이다. 이러한 신용평가의 암묵적 계약으로서의 효과는 “등급감시(credit watch)”라는 보조적 수단을 통해서 명확하게 나타난다는 점을 주장하였다.

국내의 연구로는 이준서·강경훈(2013)이 Boot, Milbourn and Schmeits(2006)와 Bannier and Hirsch(2010)이 주장한 내용을 인용하면서 Chung, Frost, and Kim(2012)와 유사한 방식으로 등급감시의 정보가치에 대해 분석하고 등급감시가 정보전달(delivering information)과 암묵적 계약(implicit contract)의 역할을 수행하는 가를 실증적으로 분석한 바 있다. 이들의 연구에서는 “등급감시는 암묵적 계약보다 정보적 정확한 정보전달 기능을 보다 충실히 수행”하는 것으로 나타났다.

본 논문은 Boot, Milbourn and Schmeits(2006)와 Bannier and Hirsch(2010)에서 언급한 신용평가의 2가지 기능이 등급전망(rating outlook)에도 존재하는 가에 관한 연구이다.

신용등급이 특정 채무자나 채권의 신용도에 대한 의견을 정태적으로 표시하는 수단이라면 등급전망 및 등급감시는 기업 신용의 변화의 방향성을 제시하는 보조적인 수단이다. 나이스신용평가사의 자료에 의하면, 등급전망(rating outlook)은 “중기적인 관점에서의 등급 변동 방향성을 의미”하고, 등급감시(credit watch)는 “기존의 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 특별한 사건이 발생

하거나 사업 환경이 당초 기대했던 추세로부터 상당히 이탈함에 따라 새로운 신용등급 결정을 위한 추가적인 정보가 필요하다고 판단될 때 부여” 한다고 밝히고 있다 (나이스신용평가㈜, 2014).

신용등급은 등급부여 시점에서 신용평가사가 지니는 발행기업이나 발행채권의 신용도에 대한 의견을 표시하는 수단이므로 향후 등급의 변화에 대한 방향성을 제시하는 측면에서는 제한적일 수 있다. 따라서, 등급전망이나 등급감시와 같은 보조적인 수단을 통해서 향후 등급변화의 방향성을 선제적으로 제시할 수 있을 것이며, 전체 신용평가제도의 등급시스템에서 동적인 정보를 전달하는 기능을 수행한다. 이처럼 신용정보의 동적 측면을 전달한다는 점은 “등급전망”과 “등급감시”가 지니는 신용평가제도로서의 기능이 “신용등급”과는 상이한 측면이 있으며, “신용등급”보다는 “등급전망”이나 “등급감시”가 기업으로 하여금 자율적으로 기업신용을 개선시키는 노력을 경주하도록 격려하는 “신용개선효과”를 촉진시키는 역할을 수행한다는 추론을 가능하게 한다.

등급전망과 등급감시 모두 신용등급과 마찬가지로 정보전달과 모니터링의 역할을 수행할 수 있다. 본 연구가 등급감시보다는 등급전망에 주목하는 이유는, 단기적으로 신용등급에 영향을 미칠 것으로 판단되는 사건이 발생하거나 환경이 조성되는 경우에 부여되는 “등급감시”보다는 중기적인 변화의 방향성을 전달하는 “등급전망”의 경우에 기업의 자율적 신용개선행위를 유도하는 보다 효과적인 수단일 수 있다고 판단하였기 때문이다. 또한, 선행연구에서 등급감시의 경우에는 등급변경에 대한 선행적 또는 부가적인 정보를 전달하는 역할을 하는 것으로 밝혀졌으나 등급전망에 대한 연구는 부재한 상태이며 앞서 말한 바와 같은 차별적인 측면 때문에 등급전망의 경우에서 등급감시와는 다른 연구 결과를 예상할 수 있기 때문이다.

본 연구는 신용등급과 등급감시에 대한 기존의 선행연구를 바탕으로 신용전망이 가치는 정보효과를 분석하는 것을 일차적 목적으로 한다. 선행연구 결과를 바탕으로 상향(Positive), 안정(Stable), 하향(Negative) 및 관찰(Developing) 등의 등급전망에 관한 사건연구를 실시하여 등급전망이 공시되는 경우에 발생하는 시장의 반응을 살펴볼 것이다. Holthausen and Leftwich(1986)가 언급한 바 있는 신용등급변경의 “비대칭적 정보효과”에 의하면 피평가기업이 시장에 소식을 전달하는 속도가 긍정적인 소식의 경우에 상대적으로 빠르기 때문에 사건에 대한 시장의 반응이 비대칭적으로 나타날 수 있다. 또한, Kothari, Shu, and Wysocki(2009)도 일반적으로 시장의 반응이 긍정적 소식보다는 부정적 소식에 더 민감하게 반응한다고 밝힌바 있다. 또한 등급변경과 관련하여 분석한 선행연구에 의하면 등급상향의 경우에는 시장반응이 유의하지 않아 등급상향의 정보전달 기능은 다소 미흡한 반면에 등급하향의 경우는 시장반응이 유의한 수준에서 음(-)의 값을 보여 부정적 소식에 대한 반응이 강하게 발생하고 있다. 이러한 연구의 결과를 고려한다면 하향전망에 대한 주가하락이 보다 유의하게 나타날 것이라 예상되기 때문에, 본 연구에서도 주요 유형의 등급전망에 대해 유사한 분석을 실시할 것이다.

다음으로, 앞서 실시한 상향전망, 안정전망, 및 하향전망 (관찰전망은 표본수가 부족하여 생략)

등의 3가지 유형의 등급전망 공시에 대한 시장반응을 본평정, 수시평정 및 정기평정 등 3개의 평정별로 세분하여 사건연구를 실시할 것이다. 평정별로 사건연구를 실시하는 이유는 수시평정의 경우에는 공시일 초과수익률이 통계적 유의한 결과를 보여 등급감시는 긴박한 사건에 의해 평가가 요구된 수시평정의 경우에 정보전달의 기능을 수행하고 있다는 것을 보인 Chung, Frost and Kim.(2012)의 연구결과에 의한 것이다.

본평정은 기업이 회사채를 발행하는 경우에 기업의 의뢰에 의해서 요청되는 평정인 반면에 수시평정과 정기평정은 기업의 의뢰와 관계없이 신용평가사의 판단에 의해 수시로 또는 정기적으로 시행되는 특성이 있다. 표면적으로는 본평정이 기업의 의뢰에 의해 이루어지는 것이지만 자율적 의사에 의해 요청된 것인가는 발행기업의 등급전망결과에 대한 예상에 따라 상이하게 해석된다. 만약에, 발행기업이 등급전망 결과가 상향일 것이라 예상한다면 시장에서의 긍정적 효과를 기대할 수 있기 때문에 자율적으로 본평정을 통해 기업의 건전한 신용등급을 시장에 전달하고자 할 것이다. 그러나, 예상등급전망이 하향이라면 기업의 자율적인 의사라기 보다는 회사채 발행 시에 절차상 요구되기 때문에 신용등급평가를 의뢰해야만 하는 다소 수동적인 측면이 존재할 것이다. Kothari, Shu, and Wysocki(2009)가 주장한 바처럼, 일반적으로 시장의 반응이 긍정적 소식보다는 부정적 소식에 더 민감하게 반응한다는 점을 고려한다면 하향전망에 대한 추가하락이 보다 유의하게 나타날 것이라 예상될 것이며 자율적인 의사에 의한 평정이 아닌 경우에 시장의 민감도는 더욱 크게 나타날 것이라 예상할 수 있다.

추가적으로, 등급감시에 관한 분석을 실시한 Chung, Frost and Kim(2012)과 이준서,강경훈(2013)과 유사한 방식으로 하향전망의 등급하락에 대한 설명력에 관한 연구를 진행할 것이다. 전체 표본 중에서 등급전망 후에 등급이 하락한 경우를 추출한 후 하향전망 후 등급하락한 경우만을 나타내는 더미변수를 종속변수로 하는 프로빗(Probit)분석을 실시한다. 설명변수의 유의성 검정을 통해서 하향전망 이후의 등급하락을 설명할 수 있는 요인을 선별하면 하향전망이 지니는 정보가치에 대한 해석이 가능할 것이다.

마지막으로, 하향전망이 부여된 이후에 거래일 기준으로 60일이 경과된 시점까지의 누적초과 수익률에 대한 다중회귀분석을 실시한다. 기존의 연구에서 고려된 사건일 당시의 초과수익률을 설명하는 신용평가와 관련된 변수 및 시장모형에서 고려하는 예상수익률에 관한 변수를 포함하여 누적초과수익률에 대한 설명력을 분석할 것이다. 특히, 본평정에서 하향전망이 부여된 후 거래일 이후의 중기 누적초과수익률이 유의하게 나타나고 있어 본평정이 지니는 역할에 대한 보다 명확한 이해가 가능해질 것으로 판단된다.

본 논문의 순서는 아래와 같다. 2장에서는 신용평가제도의 정보가치와 모니터링 기능 및 신용평가제도에서도 등급감시와 관련된 일련의 선행연구에 대해서 살펴볼 것이다. 3장에서는 등급전망의 정보가치와 신용조정효과에 관한 분석자료와 모형에 관해 설명할 것이고 4장에서는 분석결과를

제시할 것이다. 마지막으로 5장에서는 결론을 요약한 후에 본 연구의 시사점에 대해 논할 것이다.

## 2. 선행연구

Holthausen and Leftwich(1986)는 신용등급변경의 공시가 주가에 미치는 영향이 상승과 하락의 경우에 상이하게 나타난다고 밝히고 있고 다수의 후속 연구들도 신용등급 하락의 경우에만 초과수익률이 유의한 음(-)의 값을 보여 정보효과가 존재함을 주장한다. (Goh and Ederington, 1993; Dichev and Piotroski, 2001; Jorion, Liu, and Shi, 2005; Jorion and Zhang, 2007; Kim and Nabar, 2007).

Kothari, Shu, and Wysocki(2009)는 피평가기업이 긍정적 소식은 시장에 빠르게 공표하는 반면에 부정적 소식은 늦춰 공표하는 경향이 있기 때문에 이러한 기업의 선별적 정보공개가 신용등급변경의 시장반응이 비대칭적으로 나타나는 원인일 수 있다고 주장한다.

회사채 신용등급의 변경에 대한 시장반응에 대한 국내 연구에서도 유사한 결과를 보인다. 주상룡(2001)과 박현섭, 송인만(2005)에서도 Holthausen and Leftwich(1986)가 언급한 신용등급변경에 대한 주가의 비대칭적 반응현상이 나타나고 있으며 특히 외환위기 이후에 더 큰 반응이 나타난다고 밝혔다.

김태규(2012)는 1999년부터 2011년까지 회사채 신용등급 정보를 이용하여 사건연구를 실시하였다. 연구 결과에 따르면 신용등급 하락의 경우에 주식은 유의한 비정상수익률을 보이지만 상승의 경우에는 유의한 결과를 얻지 못했으며 신용등급 하락의 경우에 정보비대칭이 높은 기업의 주식이 더 큰 하락폭을 보이는 것으로 나타났다. 김태규(2014)에서는 기업어음의 신용등급변경에서도 회사채연구와 유사한 신용등급변경에 대한 비대칭적 시장반응현상이 존재하고 있음을 보였다.

김성태, 이필상(2007)은 1994년부터 2005년까지 무보증회사채 신용등급을 보유한 기업의 경우에 신용평가가 자본구조 결정에 유의한 수준에서 영향을 미치는 것을 보였다. 김석진 등(2007)에서도 신용등급이 기업의 자본구조 등 재무적 거래에 영향을 주는 경향이 있음을 밝히고 신용등급의 정보적 가치를 제시한바 있다.

오세경, 황인덕(2012)에 의하면 '11.6월 말 현재 기업신용등급(ICR), 회사채 또는 CP 신용등급을 보유 중인 업체는 1,728개사 상장사 중 336개 업체로 19.4%, 코스닥 상장기업은 1,006개 중 77개로 5%(7%?)에 불과하나 신용평가사는 발행기업에 대해 신용등급 외에도 등급전망(Outlook)과 등급감시(Watchlist)라는 형태로 평가대상 기업에 대한 정보를 시장에 제공하고 있어 신용등급을 보완하는 부가적 평가제도를 병행하고 있다.

이준서와 강경훈은 "신용등급감시의 정보가치에 대한 실증적 분석"에서 Bannier and

Hirsch(2010)이 주장한 내용을 인용하여 등급감시의 정보가치에 대해 분석하였고 등급감시가 정보 전달(delivering information)과 암묵적 계약(implicit contract) 으로서 역할을 수행하는 가를 실증적으로 분석하였다. 그 결과에 의하면, 국내 신용평가등급은 미국에 비해 부정적 등급감시 의견이 많았으며 (1) 등급감시 등재 시에 음(-)의 누적초과수익률을 보이고 (2) 등급감시 등재 이후의 등급하락의 경우에 더 큰 음(-)의 누적초과수익률을 보이며, (3) 투자등급, 수시평정, 등급변경과 동시에 진행된 등급감시가 더 큰 규모의 음(-)의 누적초과수익률을 보였다는 결론을 제시하였다.

### 3. 분석자료와 방법론

#### 3.1. 분석자료

일반적으로 신용평가사가 제공하는 신용등급은 발행기업의 기업신용등급, 회사채 등급과 CP 등급이 있는데 기업신용등급과 회사채신용등급은 동일한 경우가 대부분이므로 회사채 등급을 연구의 자료로 사용한다. 특히 2003년부터<sup>4</sup> 2014년8월까지 나이스신용평가(주)에서 등급을 부여하는 거래소에 상장된 251개와 코스닥에 상장된 78개의 기업이 발행한 회사채 신용등급정보를 입수하여 분석한다. <표1>은 거래소시장과 코스닥시장에서의 등급전망자료에 대한 분포이다.

<표1> 등급전망(Rating Outlook)의 분포 (2003.1월부터 2014년 8월까지)

거래소시장 (251 개 기업)					
	상향전망	안정전망	하향전망	관찰전망	계
본평정	110	1,684	67	2	1,863
수시평정	7	153	12	2	174
정기평정	69	932	53	5	1,059
계	186	2,769	132	9	3,096
코스닥시장 (78 개 기업)					
	상향전망	안정전망	하향전망	관찰전망	계
본평정	18	144	8	5	175
수시평정	2	12	1	2	17
정기평정	14	162	9	10	195
계	34	318	18	17	387

거래소시장에서의 상향(Positive)전망, 안정(Stable)전망, 하향(Negative)전망 및 관찰(Developing)전망은 각각 6%, 89.4%, 4.3% 및 0.3%이고 코스닥시장에서는 8.8%, 82.1%, 4.7% 와

<sup>4</sup> "신용등급"과 더불어 "등급전망"을 부여하기 시작한 것이 2003년부터이다

4.4%의 수준을 보이고 있어 안정전망, 상향전망, 하향전망, 관찰전망의 순서로 빈도가 높은 것으로 나타난다. 평정 별로 살펴보면 거래소시장에서는 본평정, 수시평정 및 정기평정의 비중이 각각 60.2%, 5.6%, 34.2%이고 코스닥시장에서는 45.2%, 4.4%, 50.4% 로 나타나 거래소시장에서는 본평정이 가장 많으나 코스닥시장에서는 정기평정의 비중이 가장 높은 것으로 나타난다.

최초에는 2003년부터 2014년 8월까지 전체 8,736개의 회사채등급자료를 입수하였다. 시장의 반응을 분석하기 위해 상장된 기업만을 대상으로 하고, 실질적으로 신용등급정보가 많지 않은 코스닥 상장기업을 제외하자, 전체 신용등급자료는 3,317개로 감소되었다. 추가적으로 거래일이 아닌 경우에 신용등급이 공시된 자료를 추가적으로 제외한 후의 최종적인 표본 수는 3,096개이다.

<표2>에서 보는 바와 같이 안정전망의 경우가 상향전망과 하향전망의 경우보다 훨씬 많다. 금융위기 이전에는 상향전망의 경우가 하향전망보다 많은 경향을 보였으나 최근에는 하향전망이 부여되는 경우가 상대적으로 많아지는 추세를 보이고 있어 등급전망의 변화추세가 경제의 순환적 특성과 유사하다는 것을 알 수 있다.

<표2> 연도별 등급전망 변화추이

연도	상향전망	안정전망	하향전망	합계
2003	23	178	5	206
2004	18	203	9	230
2005	11	183	2	196
2006	15	132	7	154
2007	13	207	1	221
2008	8	211	4	223
2009	9	266	22	297
2010	30	270	17	317
2011	23	305	9	337
2012	17	319	18	354
2013	13	282	17	312
2014	6	213	21	240
합계	186	2,769	132	3,087

주: 관찰전망의 표본 수가 적어 제외하였다.

<표3>은 개별 등급전망에 속한 기업들의 특성을 보여준다. 상향전망, 안정전망 및 하향전망을 부여받은 기업들의 자산에 로그를 취한 값을 비교하면 상대적으로 기업의 규모가 큰 기업이 안정전망을 받고 있으며 하향전망의 기업은 상대적으로 규모가 작아 규모가 작은 기업의 신용등급이 하락할 개연성이 존재함을 알 수 있다.

대차대조표상의 총채무를 총자산으로 나누어 산출한 채무비율은 안정전망이 가장 작고 하향 전망이 가장 크게 나타나 채무비율이 낮은 기업이 안정적 전망을, 채무비율이 높아 파산의 위험에 노출되는 기업이 하향전망을 받는 경향이 보인다. 수익성을 나타내는 ROA와 ROE의 경우는 상향전망이 가장 높고 하향전망은 음(-)의 값을 가져 등급변화의 가능성을 보이는 변수로는 기업의 수익성을 고려되어야 한다는 판단을 가능케 한다.

<표3> 등급전망별 기업특성

전망	변수	평균	표준편차	중위수	최소값	최대값
상향전망	로그(자산)	28.80	1.33	28.87	25.42	31.62
	채무비율	0.60	0.17	0.59	0.09	0.92
	ROA(%)	5.09	9.41	3.42	-21.85	80.00
	ROE(%)	11.39	16.62	11.74	-74.15	108.94
안정전망	로그(자산)	28.83	1.47	28.85	23.95	32.95
	채무비율	0.57	0.20	0.58	0.03	1.50
	ROA(%)	2.63	8.00	2.60	-76.32	56.05
	ROE(%)	4.75	22.98	6.88	-286.83	135.44
하향전망	로그(자산)	28.36	1.14	28.63	24.67	30.67
	채무비율	0.73	0.18	0.68	0.35	1.50
	ROA(%)	-6.92	16.30	-0.56	-75.62	7.25
	ROE(%)	-15.91	31.15	-1.63	-115.93	14.04

### 3.2. 방법론과 관련가설

신용등급의 변경이 시장에 기업의 신용에 대한 정보를 전달한다는 것은 이미 밝혀진 사실이지만 등급하락에 대한 부정적 주가반응에 비하여 등급상승에 대한 긍정적 주가반응은 유의하지 않다고 밝혀져 있다 (Cantor, 2004; Behr and Gnttler, 2008). 아직도 신용정보변화의 정보효과에 대한 결론은 최종적이지 못한 점이 존재하지만 Hill, Brooks and Faff(JBF,2010)에서는 세계 국고채시장에서 등급전망이 등급감시보다 등급변경에 대한 설명력이 있다는 연구결과를 보였기 때문에 본 연구는 국내 신용평가제도에서도 유사한 현상이 존재하는 가를 분석하기 위해 등급전망에 대한 시장의 반응을 확인하려 한다.

정보전망이 지니는 정보효과에 대한 연구가 본 연구의 일차적인 목적이 될 것이다. 정보전망이 등급변경과 유사한 정보를 전달하는가를 검정하기 위해서 우선적으로 등급전망과 등급감시의 등재시점에서 발행기업의 누적초과수익률을 추정한 후에 t-test를 실시할 것이다.

일차적으로, 등급전망의 공시일을 기준으로 -60일부터 +60일까지의 120일을 추정기간으로 정하고 추정기간 동안의 각 주식수익률의 일별자료를 이용하여 식(1)의  $\alpha$ 와  $\beta$ 를 추정한다.

$$R_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \text{ ----- 식(1)}$$

$R_{i,t}$  : 개별 기업 i의 t일의 주식수익률

$R_{m,t}$  : t일의 시장수익률 (KOSPI지수)

$\epsilon_{i,t}$  : 기업별(i) t일의 오차항

이차적으로 식(1)에서 추정된  $\alpha$ 와  $\beta$ 를 이용하여 사건기간 동안의 초과수익률을 산출한다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \text{ ----- 식(2)}$$

$AR_{i,t}$  : 개별 기업 i의 t일의 초과수익률

$(\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t})$  : 개별 기업 i의 t일의 시장모형 추정수익률

다음으로, 식(2)를 통해 산출된 개별기업의 초과수익률을 식(3)을 이용해서 각 사건일별 평균 초과수익률(AAR: Average Abnormal Return)을 계산한 후에 식(4)를 통해 누적초과수익률(CAR; Cumulative Abnormal Return)을 구한다.

$$AAR_i = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \text{ ----- 식(3)}$$

$AAR_i$  : 사건일 t의 평균 비정상수익률

n : 사건기간의 표본수

본 연구에서는 -t일부터 공시일까지의 사전 누적초과수익률(CAR(-t,0))과 공시당일부터 이후 t일까지의 사후 누적초과수익률 (CAR(0,t))을 구한다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \text{ ----- 식(4)}$$

$CAR(t_1, t_2)$  :  $t_1$ 부터  $t_2$ 일까지의 누적초과수익률

마지막으로, 누적초과수익률의 통계적 유의성은 다음의 식(5)을 이용하여 t-검정을 통해 검증한다.

$$t = \frac{CAR(t_1, t_2)}{\sqrt{var(CAR(t_1, t_2))}} \text{ ----- 식(5)}$$

본 연구에서는 식(5)를 이용하여 상향전망, 안정전망 및 하향전망이 공시되는 사건일 전후의 초과수익률, 사건일 기준 -60일부터 공시일까지 누적초과수익률, 그리고 공시일 이후 60일 까지 누

적초과수익률의 통계적 유의성을 검증할 것이다. 사건일 -60일부터 공시일까지의 누적초과수익률을 통해서 등급전망의 방향성이 과거 주가의 변화와 일치하는 면이 존재하는가를 살펴볼 것이고, 사건일 전후의 누적초과수익률의 유의성 검정을 통해 등급전망공시가 지니는 정보효과를 검증할 수 있을 것이며, 공시일 이후 60일까지의 누적초과수익률에 대한 통계적 검정을 통해 등급전망의 중기적 예측력을 살펴볼 수 있을 것으로 판단한다. 사건연구를 위하여 살펴볼 연구가설은 아래와 같다.

등급하락에 의한 부정적 주가반응만이 유의하다고 밝힌 Holthausen and Leftwitch(1986), Cantro(2004), Behr and Gnttler(2008) 및 Kothari, Shu and Wysocki(2009)의 연구결과가 등급전망에서 유사하게 발견될 것으로 판단한다. 따라서 관련 연구가설을 아래와 같이 설정한다.

*가설1A: 상향전망에 대한 긍정적 주가반응은 유의하지 않지만 하향전망에 대한 부정적 주가반응은 유의할 것이다.*

가설1A의 연구결과를 분석한 후에 평정별로 지니는 특성으로 인해 분석결과가 상이하게 나타날 것으로 판단한다. 기업이 처한 신용평가의 자율성 여부에 따라 등급전망에 대한 투자자의 정보해석은 다르게 나타날 것으로 판단되어 아래와 같이 연구가설을 설정한다.

*가설1B: 등급전망에 대한 주가반응은 평정에 따라 다르게 나타날 것이다.*

구체적으로 말하자면 하향전망이 예상되는 기업의 경우에 반드시 신용평가를 받아야만 하는 경우(예를 들어 회사채발행을 위한 본평정과 같은 경우)에는 하향전망이 등재된 후에도 신용개선 노력을 통한 신용도 개선이 불가능한 경우도 존재할 수 있을 것이기 때문에 하향전망 후에 주가반응은 부정적일 수 있다. 하지만 정기적으로 신용평가를 받게 되는 정기평정의 경우에는 사전적으로 신용평가에 대한 준비와 노력이 가능할 것이므로 신용개선효과가 존재할 수 있을 것으로 판단되기 때문에 정기평정 하향전망에 대한 주가반응은 본평정과 하향전망과 상이할 것으로 예상된다.

### 3.3. 프로빗(Probit)분석과 다중회귀분석<sup>5</sup>

---

<sup>5</sup> 프로빗모형과 다중회귀분석에 유사한 설명변수를 사용하였다. 프로빗모형에 제시한 변수 외에도 2등급 이상의 등급변경(MultiNotch), 채무불이행등급으로 하락하는 경우(ToDefault), 기업의 시장대비 위험(Beta), 시장가대비 장부가(BtM), 2007년과 2008년의 금융위기 기간(Crisis) 및 신용등급 BBB군(BBB+, BBBo, BBB-)을 속하는 경우를 의미하는 더미변수 등을 설명변수로 고려하였으나 변수 간의 높은 상관지수와 모형전체의 유의성을 저하시키는 경향을 보여 제외하였다.

사건연구의 결과를 바탕으로 Chung, Frost and Kim(2012)과 이준서,강경훈(2013)에서 사용된 프로빗(Probit)모형과 다중회귀분석에 등급전망과 관련된 변수를 추가하여 계수의 유의성을 검증한다.

가설1A의 결과에 의하면 하향전망과 관련된누적초과수익률이 유의하게 나타난다. Hill, Brooks and Faff(2010)은 글로벌 국고채시장에 관한 연구를 통해 등급전망이 등급감시보다 등급변경에 대한 설명력이 있다는 결과를 보인 적이 있어 국내 회사채시장에서도 유사한 연구결과가 발견되는 것을 실증적 분석을 통해 확인해볼 것이다.

*가설2: 기업의 채무비율이 높은 경우에 하락전망후의 등급하락 가능성은 증가한다.*

본 연구에서 사용된 프로빗모형은 아래와 같다. 등급이 하락한 표본만을 추출한 후에 등급하락 이전에 신용평가사의 등급전망이 하락이었다면 "1"의 값을 갖고 등급전망이 안정이었다면 "0"의 값을 갖는 더미변수(DnRateNegOut)를 종속변수로 하여 프로빗모형을 분석한다. 설명변수로는 발행기업의 규모를 나타내는 시가총액의 로그값(LnCap), 발행기업의 신용도에 결정적 역할을 할 것으로 예상되는 채무비율(Lev), 신용등급이 투자등급에서 투기등급으로 하락하는 경우를 나타내는 더미변수(FallAngel), 발행기업의 수익성 변수(ROA)와 등급전망 당시의 발행기업의 회사채 신용등급이 "A"인 경우를 나타내는 더미변수(A)를 프로빗모형에 사용하여 분석한다.

$$DnRateNegOut_i = \beta_1 + \beta_2 LnCap_i + \beta_3 Lev_i + \beta_4 FallAngel_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 A_i + \epsilon_i \quad \text{----- 식(6)}$$

*i*: 개별 등급하락

*DnRateNegOut*: 등급하락 이전에 하향전망의 여부를 나타내는 더미변수로 하향전망 후에 등급이 하락하는 경우에 1, 그 외 전망 후에 등급이 하락하면 0의 값

*LnCap*: 발행기업의 규모를 나타내는 로그화된 개별주식의 시가총액

*Lev*: 발행기업의 총채무를 총자산으로 나눈 채무비율

*FallAngel*: 신용등급이 투자등급(BBB-이상)에서 투기등급(BB+이하)으로 하락하는 경우

*ROA*: 발행기업의 수익성을 나타내는 총자산순이익률

*A*: 등급변경 전의 신용등급이 A군(A+, A0, A-) 경우를 나타내는 더미변수

시가총액의 로그값(LnCap)은 발행기업의 규모를 나타내는 변수로 규모가 큰 기업의 경우에는 하락전망의 효과가 소규모 기업에 비해서는 상대적으로 작을 것으로 예상되어 음(-)의 부호를 가질 것으로 예상된다. 채무비율(Lev)은 기업의 총자산대비 부채의 비율이 높은 경우에는 기업의 신용에 문제가 발생할 소지가 있어 채무비율변수의 계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 판단된다.

투기등급하락 더미변수(FallAngel)는 다양한 해석이 가능하다. 양(+)<sup>1</sup>의 값을 가질 것으로 예상되는 것이 일반적인 해석이다. 투기등급으로 하락할 가능성이 높은 발행기업의 경우에게 하락전망이 부여되면 기업의 재무적 제약을 극복하지 못하고 등급하락으로 연결될 가능성이 높다는 설명이 가능하다. 반면에 발행기업이 재무적 제약을 극복할 수 있다면 투기등급하락 가능성은 오히려 기업으로 하여금 신용개선을 위한 노력을 경주해야 한다는 일종의 경고로 작용할 수 있을 것이기 때문에 투기등급하락 더미변수의 계수는 음(-)의 값을 가질 수 있다.

기업의 수익성은 신용개선을 가능하게 할 원천을 제공하는 의미를 고려한다면 음(-)의 값을 보일 것을 예상 가능하다. 마지막으로 등급더미변수는 특정 등급에 있는 발행기업들이 하락전망을 통해 등급하락의 가능성이 인지되는 경우에 어떻게 반응할 것인가에 대한 해석이 가능하다. "A" 등급을 받은 발행기업들의 경우에 하락전망이 부여되는 경우에 신용의 개선이 불가능하거나 개선의 노력이 따르지 않은 경우, 또는 등급하락이 기업차원에서 부담이 없다고 판단되는 경우에는 등급하락으로 이어질 것이다.

추가적인 분석으로 등급전망 공시일로부터 60일 이후의 누적초과수익률을 설명하는 변수에 대한 분석모형으로 하향전망이 부여된 표본의 누적초과수익률을 이용하여 분석하였다. 하향전망으로 분석을 제한한 이유는 하향전망 60일 이후의 누적초과수익률이 사건연구를 통해서 통계적으로 유의한 값을 갖는다는 검증결과를 보이고 있기 때문이다. 이에 따라 아래와 같은 가설을 설정한다.

*가설3: 채무비율이 높고, 성장가능성이 낮으며, 시장대비 위험이 높고 채무불이행등급으로 하락할 가능성이 높은 기업의 하락전망 이후 중기 누적초과수익률은 낮다*

식(7)은 누적초과수익률을 종속변수로 하는 다중회귀분석의 모형이다.

$$CAR(0,60)_i = \beta_1 + \beta_2 Lev_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 ToDefault_i + \beta_5 BtM_i + \beta_6 Beta_i + \beta_7 A_i + \beta_8 BB_i + \epsilon_i$$

----- 식(7)

*i*: 개별 등급전망

*CAR(0,60)<sub>i</sub>*: 등급전망 공시 이후 60일까지의 누적초과수익률

*Lev*: 발행기업의 총채무를 총자산으로 나눈 채무비율

*ROA*: 발행기업의 수익성을 나타내는 총자산순수익률

*ToDefault*: 신용등급이 채무이행등급(B-이상)에서 채무불이행등급(CCC+이하)으로 하락하는 경우

*BtM*: 발행기업 총자산의 시장가대비 장부가치

*Beta*: 체계적으로 발생하는 개별발행기업의 시장포트폴리오에 대한 상대적 위험수준

A : 등급변경 전의 신용등급이 A군(A+, A0, A-) 경우를 나타내는 더미변수

BB : 등급변경 전의 신용등급이 BB군(BB+, BBo, BB-) 경우를 나타내는 더미변수

누적초과수익률을 종속변수로 하는 다중회귀분석의 설명변수의 계수에 대한 예측은 다음과 같다. 발생기업이 하락전망을 받은 이후에 채무비율(Lev)이 악화되어 증가하는 경우에는 누적초과수익률은 하락하게 될 것이므로 채무비율변수의 계수는 음(-)의 부호를 보일 것이라 예상된다. 수익성비율(ROA)가 증가하는 경우는 긍정적인 변화로 판단되기 때문에 누적초과수익률은 양(-)의 계수를 가질 것이다. 채무불이행으로 등급이 하락하는 경우를 나타내는 채무불이행하락더미(ToDefault)의 종속변수에 대한 영향은 양면성을 지닐 수 있다. 등급전망이 채무불이행등급으로 하락될 가능성이 인지될 때 발행기업이 신용개선의 노력을 기울이는 경우에는 누적초과수익률이 상대적으로 상승하는 효과가 발생하여 양(+의 부호를 보이게 되지만 개선에 실패하는 경우에는 음(-)의 값을 가질 수 있다. 시장가대비 장부가치(BtM)은 발행기업의 무형가치가 인정되고 기업의 성장가능성이 있는 경우에는 낮아지는 경향이 있는 변수이다. 기업의 신용도가 하락하여 채무이행의 문제가 발생하는 경우에는 시장가치가 급감하게 될 것이므로 시장가대비 장부가치가 크다는 것은 신용의 하락을 의미하게 되고 누적초과수익률에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 발행기업의 베타값을 의미하는 베타변수(Beta)는 발행기업의 자본시장의 위험을 나타내는 변수이므로 위험증가에 따라 누적초과수익률은 감소하게 될 것이므로 계수는 음(-)의 값을 보일 것이다. 마지막으로, 특정신용등급 더미변수를 고려한다. 특정신용등급 더미변수(A, BB) 는 앞서 프로빗 모형에서와 마찬가지로 특정신용등급에 있는 기업들이 하락전망을 부여받는 경우에 발생하는 신용의 변화를 의미하는 측면이 있어 양(+의 값은 해당 기업의 신용개선을 음(-)의 값은 해당기업의 개선 실패를 의미한다.

#### 4. 분석결과

##### 4.1. 등급전망에 있어서의 비대칭적 시장반응

<표 4>~<표 6>는 3가지 유형의 등급전망에 대해 등급전망 공시일 -60일부터 +60일까지 실시한 사건연구방법론에 의한 분석결과를 보여준다.

상향전망(Positive)의 결과를 <표 4>에서 살펴보면 등급전망이 있기 -3일까지 지속적으로 유의한 양(+의 누적초과수익률을 보이고 있다. 이러한 양상은 상향전망과 관련된 정보가 사전적으로 주가에 이미 반영되어 공시일 전후 3일 동안(-1,1)의 기간에서는 누적초과수익률이 유의하지 못하는 결과를 낳고 있다고 판단된다. 상향전망 이후의 주가는 별다른 변화를 보이지 못하고 있다.

<표4> 상향전망의 누적초과수익률 분석결과: (-t,0) 또는 (0,t)

상향전망전체 (N=186)													
date	CAR	t	p		date	CAR	t	p		date	CAR	t	p
-60	0.0601	4.0304	0.0001	**	-19	0.0144	1.8213	0.0702		20	0.0028	0.3089	0.7577
-59	0.0600	4.0134	0.0001	**	-18	0.0135	1.7405	0.0834		21	0.0005	0.0513	0.9592
-58	0.0597	3.9155	0.0001	**	-17	0.0141	1.8198	0.0704		22	-0.0017	-0.1696	0.8655
-57	0.0607	4.0526	0.0001	**	-16	0.0137	1.7778	0.0771		23	0.0004	0.0365	0.9709
-56	0.0591	4.0103	0.0001	**	-15	0.0142	1.8764	0.0622		24	-0.0020	-0.1903	0.8493
-55	0.0582	3.9186	0.0001	**	-14	0.0147	2.0755	0.0393	*	25	-0.0033	-0.3164	0.7520
-54	0.0572	3.8605	0.0002	**	-13	0.0138	2.0417	0.0426	*	26	-0.0031	-0.2923	0.7704
-53	0.0526	3.6078	0.0004	**	-12	0.0147	2.2619	0.0249	*	27	-0.0026	-0.2460	0.8059
-52	0.0551	3.7801	0.0002	**	-11	0.0133	2.1232	0.0351	*	28	-0.0010	-0.0887	0.9294
-51	0.0514	3.5467	0.0005	**	-10	0.0122	1.9266	0.0556		29	-0.0014	-0.1271	0.8990
-50	0.0481	3.3639	0.0009	**	-9	0.0129	2.0723	0.0396	*	30	-0.0010	-0.0860	0.9316
-49	0.0495	3.5026	0.0006	**	-8	0.0119	1.9655	0.0509		31	0.0040	0.3436	0.7316
-48	0.0464	3.3488	0.0010	**	-7	0.0111	1.8961	0.0595		32	0.0041	0.3455	0.7301
-47	0.0469	3.3889	0.0009	**	-6	0.0126	2.1801	0.0305	*	33	0.0072	0.5894	0.5563
-46	0.0425	3.1331	0.0020	**	-5	0.0119	2.1579	0.0322	*	34	0.0081	0.6503	0.5163
-45	0.0384	2.9198	0.0039	**	-4	0.0119	2.2505	0.0256	*	35	0.0106	0.8424	0.4006
-44	0.0360	2.8006	0.0057	**	-3	0.0095	2.1025	0.0369	*	36	0.0095	0.7582	0.4493
-43	0.0371	2.9458	0.0036	**	-2	0.0065	1.4337	0.1534		37	0.0086	0.6799	0.4974
-42	0.0339	2.7996	0.0057	**	-1	0.0059	1.4589	0.1463		38	0.0115	0.8991	0.3698
-41	0.0365	3.0123	0.0030	**	0	0.0049	1.2867	0.1998		39	0.0128	0.9681	0.3342
-40	0.0328	2.8635	0.0047	**	1	0.0023	0.5956	0.5522		40	0.0135	1.0176	0.3102
-39	0.0305	2.7626	0.0063	**	2	0.0004	0.0860	0.9316		41	0.0138	1.0391	0.3001
-38	0.0297	2.7537	0.0065	**	3	0.0010	0.2138	0.8310		42	0.0166	1.2383	0.2172
-37	0.0293	2.7152	0.0073	**	4	0.0026	0.5299	0.5968		43	0.0166	1.2304	0.2201
-36	0.0209	2.0273	0.0441	*	5	0.0035	0.6774	0.4990		44	0.0149	1.0911	0.2766
-35	0.0212	2.0705	0.0398	*	6	0.0030	0.5807	0.5622		45	0.0138	0.9889	0.3240
-34	0.0192	1.8651	0.0638		7	0.0027	0.4870	0.6268		46	0.0124	0.8788	0.3807
-33	0.0226	2.2563	0.0252	*	8	0.0017	0.2900	0.7722		47	0.0108	0.7512	0.4535
-32	0.0243	2.4460	0.0154	*	9	0.0044	0.7607	0.4478		48	0.0125	0.8544	0.3940
-31	0.0243	2.5134	0.0128	*	10	0.0033	0.5484	0.5840		49	0.0136	0.9533	0.3417
-30	0.0185	2.0019	0.0468	*	11	0.0021	0.3215	0.7482		50	0.0160	1.1187	0.2647
-29	0.0187	2.0512	0.0417	*	12	0.0026	0.3940	0.6940		51	0.0180	1.2378	0.2174
-28	0.0172	1.8807	0.0616		13	0.0037	0.5333	0.5945		52	0.0155	1.0582	0.2913
-27	0.0199	2.1748	0.0309	*	14	0.0028	0.3783	0.7056		53	0.0147	0.9862	0.3253
-26	0.0200	2.1824	0.0303	*	15	-0.0015	-0.2024	0.8398		54	0.0109	0.7342	0.4638
-25	0.0174	1.9093	0.0578		16	-0.0014	-0.1747	0.8615		55	0.0105	0.7106	0.4782
-24	0.0146	1.6084	0.1095		17	-0.0018	-0.2261	0.8214		56	0.0147	0.9681	0.3343
-23	0.0175	1.9915	0.0479	*	18	-0.0004	-0.0528	0.9579		57	0.0174	1.1460	0.2533
-22	0.0171	2.0026	0.0467	*	19	-0.0011	-0.1374	0.8909		58	0.0195	1.2831	0.2011
-21	0.0161	1.9229	0.0560							59	0.0171	1.1288	0.2604
-20	0.0164	1.9961	0.0474	*						60	0.0205	1.3498	0.1787

안정전망(Stable)의 경우(<표5>)에는 공시일 주변에서는 유의하지 못하나 등급공시일 -22일까지 그리고 공시일 이후 +6일부터 유의한 양(+)의 누적초과수익률을 보인다. 이러한 현상은 <표3>에서 살펴본 바처럼 안정전망을 받는 대부분의 발행기업이 규모가 크고 채무비율이 비교적 낮고 수익성도 높은 기업들로 이루어져 있어 등급전망 이전과 이후에 지속적으로 긍정적인 주가 추세를 보이고 있다고 판단된다. 한편으로는 상향전망을 부여하는 기업이 성장가능성이 있는 기업일 것이라는 추론도 가능하다.

<표5> 안정전망의 누적초과수익률 분석결과: (-t,0) 또는 (0,t)

안정전망전체 (N=2769)														
date	CAR	t	p		date	CAR	t	p		date	CAR	t	p	
-60	0.0253	2.8276	0.0047	**	-19	0.0053	1.9470	0.0516		20	0.0039	1.8462	0.0650	
-59	0.0255	2.8590	0.0043	**	-18	0.0038	1.8656	0.0622		21	0.0034	1.5524	0.1207	
-58	0.0255	2.8559	0.0043	**	-17	0.0033	1.6502	0.0990		22	0.0034	1.5102	0.1311	
-57	0.0248	2.7882	0.0053	**	-16	0.0037	1.9105	0.0562		23	0.0032	1.4278	0.1534	
-56	0.0242	2.7179	0.0066	**	-15	0.0044	2.3504	0.0188	*	24	0.0034	1.4738	0.1406	
-55	0.0232	2.6170	0.0089	**	-14	0.0030	1.6772	0.0936		25	0.0037	1.5740	0.1156	
-54	0.0229	2.5814	0.0099	**	-13	0.0024	1.3464	0.1783		26	0.0034	1.4533	0.1462	
-53	0.0224	2.5305	0.0114	*	-12	0.0030	1.7459	0.0809		27	0.0047	1.9424	0.0522	
-52	0.0204	2.3249	0.0202	*	-11	0.0016	1.0057	0.3147		28	0.0058	2.3721	0.0178	*
-51	0.0217	2.4794	0.0132	*	-10	0.0019	1.1898	0.2342		29	0.0056	2.2670	0.0235	*
-50	0.0215	2.4549	0.0142	*	-9	0.0016	1.0384	0.2992		30	0.0052	2.0603	0.0395	*
-49	0.0216	2.4732	0.0135	*	-8	0.0015	1.0159	0.3098		31	0.0054	2.1162	0.0344	*
-48	0.0132	3.3742	0.0008	**	-7	0.0010	0.7243	0.4689		32	0.0054	2.0487	0.0406	*
-47	0.0126	3.2520	0.0012	**	-6	0.0010	0.8077	0.4193		33	0.0059	2.2085	0.0273	*
-46	0.0118	3.0778	0.0021	**	-5	0.0010	0.8189	0.4129		34	0.0057	2.1088	0.0351	*
-45	0.0122	3.1839	0.0015	**	-4	0.0002	0.1824	0.8553		35	0.0060	2.1432	0.0322	*
-44	0.0128	3.3780	0.0007	**	-3	0.0001	0.0954	0.9240		36	0.0068	2.4207	0.0156	*
-43	0.0132	3.5122	0.0005	**	-2	0.0004	0.4734	0.6360		37	0.0071	2.4832	0.0131	*
-42	0.0138	3.6694	0.0002	**	-1	0.0010	1.3937	0.1635		38	0.0073	2.5355	0.0113	*
-41	0.0127	3.4406	0.0006	**	0	-0.0002	-0.3855	0.6999		39	0.0073	2.5399	0.0111	*
-40	0.0116	3.1492	0.0017	**	1	-0.0006	-0.7814	0.4346		40	0.0071	2.4298	0.0152	*
-39	0.0116	3.2067	0.0014	**	2	0.0005	0.5335	0.5937		41	0.0075	2.5123	0.0121	*
-38	0.0119	3.2780	0.0011	**	3	0.0011	1.0471	0.2952		42	0.0074	2.4518	0.0143	*
-37	0.0121	3.3677	0.0008	**	4	0.0017	1.4288	0.1532		43	0.0084	2.7463	0.0061	**
-36	0.0116	3.2525	0.0012	**	5	0.0024	1.9165	0.0554		44	0.0090	2.8863	0.0039	**
-35	0.0115	3.2638	0.0011	**	6	0.0032	2.3143	0.0207	*	45	0.0132	2.6414	0.0083	**
-34	0.0105	3.0061	0.0027	**	7	0.0030	2.0598	0.0395	*	46	0.0143	2.8203	0.0048	**
-33	0.0102	2.9679	0.0030	**	8	0.0032	2.0789	0.0377	*	47	0.0144	2.8039	0.0051	**
-32	0.0101	2.9405	0.0033	**	9	0.0039	2.4063	0.0162	*	48	0.0141	2.7178	0.0066	**
-31	0.0099	2.9093	0.0037	**	10	0.0034	1.9756	0.0483	*	49	0.0139	2.6702	0.0076	**
-30	0.0104	3.0974	0.0020	**	11	0.0037	2.0980	0.0360	*	50	0.0143	2.7455	0.0061	**
-29	0.0094	2.8501	0.0044	**	12	0.0040	2.2666	0.0235	*	51	0.0151	2.9064	0.0037	**
-28	0.0090	2.7432	0.0061	**	13	0.0042	2.3403	0.0193	*	52	0.0154	2.9573	0.0031	**
-27	0.0078	2.4110	0.0160	*	14	0.0044	2.3448	0.0191	*	53	0.0146	2.8171	0.0049	**
-26	0.0077	2.3851	0.0171	*	15	0.0041	2.1056	0.0353	*	54	0.0147	2.8069	0.0050	**
-25	0.0077	2.4239	0.0154	*	16	0.0047	2.3728	0.0177	*	55	0.0160	3.0472	0.0023	**
-24	0.0078	2.4644	0.0138	*	17	0.0050	2.4821	0.0131	*	56	0.0158	3.0101	0.0026	**
-23	0.0067	2.1346	0.0329	*	18	0.0048	2.3294	0.0199	*	57	0.0158	2.9982	0.0027	**
-22	0.0064	2.0910	0.0366	*	19	0.0049	2.3451	0.0191	*	58	0.0165	3.1212	0.0018	**
-21	0.0053	1.9378	0.0527							59	0.0168	3.1674	0.0016	**
-20	0.0051	1.8834	0.0597							60	0.0170	3.1713	0.0015	**

하향전망(<표6>)의 경우는 등급공시 -1일까지 음(-)의 누적초과수익률을 보이고 있어 긍정적인 등급전망의 정보가 사전적으로 모두 반영되는 상향전망과 안정전망과는 다른 모습을 보이는 것이 특징이다. 또한, 공시일 28일 후부터 다시 유의한 음(-)의 누적초과수익률이 나타나고 있어 하향전망의 방향성이 비교적 유의한 수준에서 예측력을 지니고 있다고 추론할 수 있다.

<표6> 하향전망의 누적초과수익률 분석결과: (-t,0) 또는 (0,t)

하향전망전체 (N=132)														
date	CAR	t	p		date	CAR	t	p		date	CAR	t	p	
-60	-0.0902	-4.7156	0.0000	**	-19	-0.0295	-2.8187	0.0056	**	20	-0.0116	-1.0354	0.3024	
-59	-0.0917	-4.6935	0.0000	**	-18	-0.0299	-2.8112	0.0057	**	21	-0.0103	-0.8324	0.4067	
-58	-0.0914	-4.7789	0.0000	**	-17	-0.0313	-2.9582	0.0037	**	22	-0.0124	-1.0629	0.2898	
-57	-0.0921	-4.7884	0.0000	**	-16	-0.0309	-2.8759	0.0047	**	23	-0.0156	-1.3232	0.1881	
-56	-0.0917	-4.6676	0.0000	**	-15	-0.0299	-2.8613	0.0049	**	24	-0.0197	-1.5763	0.1174	
-55	-0.0923	-4.6869	0.0000	**	-14	-0.0249	-2.4083	0.0174	*	25	-0.0217	-1.6777	0.0958	
-54	-0.0864	-4.4677	0.0000	**	-13	-0.0205	-2.0561	0.0418	*	26	-0.0225	-1.6443	0.1025	
-53	-0.0798	-4.3988	0.0000	**	-12	-0.0146	-1.5185	0.1313		27	-0.0248	-1.8085	0.0728	
-52	-0.0824	-4.5733	0.0000	**	-11	-0.0188	-2.1640	0.0323	*	28	-0.0266	-1.9606	0.0520	
-51	-0.0826	-4.6713	0.0000	**	-10	-0.0168	-2.0606	0.0413	*	29	-0.0242	-1.7825	0.0770	
-50	-0.0823	-4.7835	0.0000	**	-9	-0.0163	-1.9899	0.0487	*	30	-0.0261	-1.8415	0.0678	
-49	-0.0833	-4.8770	0.0000	**	-8	-0.0197	-2.5707	0.0113	*	31	-0.0239	-1.6640	0.0985	
-48	-0.0831	-4.8527	0.0000	**	-7	-0.0200	-2.9937	0.0033	**	32	-0.0239	-1.6299	0.1055	
-47	-0.0795	-4.7573	0.0000	**	-6	-0.0192	-3.2127	0.0017	**	33	-0.0254	-1.7135	0.0890	
-46	-0.0797	-4.7566	0.0000	**	-5	-0.0146	-2.5549	0.0118	*	34	-0.0247	-1.6747	0.0964	
-45	-0.0785	-4.7202	0.0000	**	-4	-0.0108	-2.2137	0.0286	*	35	-0.0263	-1.7560	0.0814	
-44	-0.0762	-4.6666	0.0000	**	-3	-0.0119	-2.7400	0.0070	**	36	-0.0259	-1.7572	0.0812	
-43	-0.0715	-4.4770	0.0000	**	-2	-0.0103	-2.8711	0.0048	**	37	-0.0230	-1.5399	0.1260	
-42	-0.0688	-4.3364	0.0000	**	-1	-0.0060	-1.9789	0.0499	*	38	-0.0282	-1.8736	0.0632	
-41	-0.0692	-4.3452	0.0000	**	0	0.0001	0.0373	0.9703		39	-0.0274	-1.8472	0.0670	
-40	-0.0698	-4.5213	0.0000	**	1	-0.0050	-1.0903	0.2776		40	-0.0289	-1.9483	0.0535	
-39	-0.0677	-4.4460	0.0000	**	2	-0.0061	-1.0060	0.3163		41	-0.0274	-1.8246	0.0703	
-38	-0.0690	-4.5940	0.0000	**	3	-0.0124	-1.8245	0.0703		42	-0.0318	-2.0475	0.0426	*
-37	-0.0687	-4.6251	0.0000	**	4	-0.0097	-1.5079	0.1340		43	-0.0269	-1.7834	0.0768	
-36	-0.0694	-4.7777	0.0000	**	5	-0.0116	-1.6601	0.0993		44	-0.0323	-2.0864	0.0389	*
-35	-0.0671	-4.6530	0.0000	**	6	-0.0110	-1.7244	0.0870		45	-0.0351	-2.2388	0.0269	*
-34	-0.0596	-4.2118	0.0000	**	7	-0.0108	-1.8011	0.0740		46	-0.0372	-2.3712	0.0192	*
-33	-0.0614	-4.3996	0.0000	**	8	-0.0068	-1.0649	0.2889		47	-0.0365	-2.2774	0.0244	*
-32	-0.0601	-4.4328	0.0000	**	9	-0.0074	-1.0946	0.2757		48	-0.0384	-2.3271	0.0215	*
-31	-0.0594	-4.6443	0.0000	**	10	-0.0116	-1.5850	0.1154		49	-0.0401	-2.5096	0.0133	*
-30	-0.0575	-4.6192	0.0000	**	11	-0.0121	-1.4571	0.1475		50	-0.0351	-2.1775	0.0312	*
-29	-0.0535	-4.2534	0.0000	**	12	-0.0106	-1.0961	0.2751		51	-0.0344	-2.0557	0.0418	*
-28	-0.0483	-3.9857	0.0001	**	13	-0.0110	-1.1345	0.2587		52	-0.0376	-2.2070	0.0291	*
-27	-0.0442	-3.5775	0.0005	**	14	-0.0089	-0.8989	0.3704		53	-0.0357	-2.0463	0.0427	*
-26	-0.0439	-3.6980	0.0003	**	15	-0.0083	-0.7880	0.4321		54	-0.0391	-2.1987	0.0297	*
-25	-0.0398	-3.3737	0.0010	**	16	-0.0070	-0.6436	0.5209		55	-0.0407	-2.2545	0.0258	*
-24	-0.0432	-3.6844	0.0003	**	17	-0.0073	-0.6542	0.5141		56	-0.0454	-2.4662	0.0149	*
-23	-0.0416	-3.6537	0.0004	**	18	-0.0107	-0.9710	0.3333		57	-0.0435	-2.4043	0.0176	*
-22	-0.0374	-3.3430	0.0011	**	19	-0.0115	-1.0829	0.2809		58	-0.0415	-2.2297	0.0275	*
-21	-0.0339	-3.0840	0.0025	**						59	-0.0400	-2.1472	0.0336	*
-20	-0.0297	-2.8293	0.0054	**						60	-0.0391	-2.1320	0.0349	*

등급전망을 상향전망, 안정전망, 하향전망의 유형별로 살펴본 일차분석의 결과는 아래처럼 요약 된다. 등급전망 공시일의 초과수익률이 유의하지 않아 등급전망의 사건일의 정보효과는 미비한 것으로 밝혀졌으며, 등급전망 공시일 -60일부터 공시일까지의 누적초과주가수익률은 상향전망과 안정전망에서는 양(+)의 값을 하향전망에서는 음(-)의 값을 보여 등급전망의 유형이 과거 주가

수익률을 반영하고 있다. 등급전망 공시일 이후 60일까지의 누적초과수익률은 안정전망과 하향전망의 경우에는 공시일 이전과 같은 부호를 보이고 있어 등급전망이 지나는 중기간 추가수익률을 예측한다는 추론이 가능하다. 하지만 상향전망의 경우에는 공시일 이후의 주가에 별다른 변화를 보이고 있지 않아 상향전망의 중기 예측력은 제한적인 것으로 보인다.

이러한 현상은 Holthausen and Leftwich(1986), Kothari, Shu and Wysocki(2009), 김태규(2012, 2014), 이준서,강경훈(2013) 등의 선행연구와 유사한 결과로 신용등급과 등급감시에 존재하는 신용정보의 비대칭적 시장반응현상과 부정적 신용정보에 대한 추가반응만 통계적으로 유의한 현상이 등급전망에도 존재하고 있음을 알 수 있다.

#### 4.2. 평정별 등급전망에 관한 사건연구 분석결과 (<표7>,<표8>,<표9>)

3가지 유형의 등급전망에 관한 사건연구에서는 선행연구의 분석결과와 매우 유사한 분석결과를 얻었다. 사전적으로는 상향전망의 추가수익률은 양(+)<sup>1</sup>의 값을 보이고 하향전망의 추가수익률은 음(-)<sup>2</sup>의 값을 보이는 점은 직관적으로 설명할 수 있으나 등급전망 공시 이후의 시장반응이 하향전망에 대해서만 유의하게 음(-)<sup>3</sup>의 값을 갖는 점은 추가적인 분석이 필요하다. 본 연구에서는 사후적으로 비대칭적인 추가수익률에 대한 원인이 3가지로 분류되는 평정 유형에 의해서 설명될 수 있다고 판단하고 등급전망을 평정별로 구분한 후에 추가적으로 사건연구를 아래와 같이 진행하였다.

##### 4.2.1. 본평정

본평정은 원칙적으로 피평가기업의 의뢰에 의해서 이루어진다. 따라서 피평가기업으로서 신용평가의뢰의 목적이 명확하고 목표로 하는 등급의 부여 가능성이 높은 상황에서만 평가를 의뢰할 것이다. 단지 김태규(2012)가 언급한 바처럼 본평정의 경우에 기업에 대한 신용정보의 불확실성이 존재할 수 있는 개연성이 있어 등급전망의 영향이 다소 크게 나타날 수 있을 것을 추론된다. 본 평정에서 상향(Positive)전망을 부여 받은 기업은 평가의뢰 이전까지 양의 누적초과수익률을 보이고 있어 앞서 언급한 사전적으로 신용평가의 여건이 긍정적이라고 판단되는 기업들이 “본평정”을 통해 신용평가를 의뢰하는 경향이 있을 것으로 판단된다. “Stable” 전망을 부여받은 기업들은 “Positive”전망의 경우보다 높은 수준의 양의 누적초과수익률을 보이던 기업들이며 등급부여 이후에도 대체적으로 유의한 양의 누적초과수익률을 보이고 있어 기업의 긍정적인 경영환경이나 향후 사업에 대한 측면을 지속적으로 시장에 전달하려는 목적이 있는 기업들일 것으로 판단된다. 흥미로운 점은 “Stable”전망을 받은 기업에 비해 “Positive”전망을 받은 기업들의 등급부여 이후의 수익률이 양의 부호를 보이지만 통계적으로는 유의하지 않다는 점이다. 이러한 경향은 일차적으로 전망부여가 가지는 긍정적 측면이 거래일 기준 60일 이후까지는 주가에 반영되지 못하고 있다

<표7> 등급전망의 평정별 사건연구 분석결과 CAR(-60,-20)

date	본평정			date	본평정			date	본평정			date	수시평정			date	정기평정			date	정기평정			date	정기평정		
	상향전망				안정전망				하향전망				안정전망				상향전망				안정전망				하향전망		
	CAR	t-값	p값		CAR	t-값	p값		CAR	t-값	p값		CAR	t-값	p값		CAR	t-값	p값		CAR	t-값	p값		CAR	t-값	p값
-60	0.0562	2.6862	0.0084 **	-60	0.0149	3.2541	0.0012 **	-60	-0.0545	-2.2762	0.0262 *	-60	-0.0134	-0.6641	0.5077	-60	0.0755	3.4378	0.0010 **	-60	0.0501	2.0100	0.0447 *	-60	-0.0894	-2.7825	0.0075 **
-59	0.0580	2.7575	0.0069 **	-59	0.0154	3.3977	0.0007 **	-59	-0.0561	-2.2400	0.0286 *	-59	-0.0158	-0.7772	0.4383	-59	0.0729	3.3339	0.0014 **	-59	0.0504	2.0197	0.0437 *	-59	-0.0864	-2.7254	0.0088 **
-58	0.0570	2.6890	0.0083 **	-58	0.0155	3.4160	0.0007 **	-58	-0.0549	-2.2549	0.0276 *	-58	-0.0137	-0.6776	0.4991	-58	0.0717	3.1173	0.0027 **	-58	0.0497	1.9980	0.0460 *	-58	-0.0870	-2.7647	0.0079 **
-57	0.0579	2.7878	0.0063 **	-57	0.0151	3.3635	0.0008 **	-57	-0.0547	-2.2169	0.0302 *	-57	-0.0138	-0.7021	0.4837	-57	0.0723	3.1965	0.0021 **	-57	0.0485	1.9510	0.0514	-57	-0.0910	-2.8568	0.0062 **
-56	0.0559	2.7202	0.0076 **	-56	0.0146	3.2590	0.0011 **	-56	-0.0559	-2.1312	0.0369 *	-56	-0.0115	-0.6045	0.5464	-56	0.0719	3.2743	0.0017 **	-56	0.0472	1.8972	0.0581	-56	-0.0890	-2.8126	0.0070 **
-55	0.0545	2.6395	0.0096 **	-55	0.0139	3.1239	0.0018 **	-55	-0.0550	-2.1416	0.0360 *	-55	-0.0125	-0.6588	0.5110	-55	0.0730	3.2794	0.0016 **	-55	0.0457	1.8424	0.0657	-55	-0.0945	-2.9009	0.0055 **
-54	0.0557	2.7039	0.0080 **	-54	0.0135	3.0565	0.0023 **	-54	-0.0528	-2.1143	0.0384 *	-54	-0.0137	-0.7231	0.4708	-54	0.0688	3.0702	0.0031 **	-54	0.0457	1.8397	0.0661	-54	-0.0870	-2.6527	0.0106 *
-53	0.0514	2.4844	0.0146 *	-53	0.0131	3.0005	0.0027 **	-53	-0.0525	-2.1966	0.0317 *	-53	-0.0104	-0.5372	0.5919	-53	0.0636	3.0189	0.0036 **	-53	0.0444	1.7905	0.0737	-53	-0.0751	-2.4417	0.0181 *
-52	0.0533	2.6069	0.0105 *	-52	0.0120	2.7777	0.0055 **	-52	-0.0528	-2.3132	0.0239 *	-52	-0.0126	-0.6395	0.5235	-52	0.0659	3.0557	0.0032 **	-52	0.0408	1.6582	0.0976	-52	-0.0794	-2.5346	0.0144 *
-51	0.0476	2.3414	0.0211 *	-51	0.0143	3.3357	0.0009 **	-51	-0.0530	-2.3317	0.0229 *	-51	-0.0130	-0.6534	0.5145	-51	0.0654	3.0238	0.0035 **	-51	0.0407	1.6539	0.0985	-51	-0.0813	-2.6631	0.0103 *
-50	0.0439	2.1972	0.0302 *	-50	0.0146	3.4393	0.0006 **	-50	-0.0530	-2.3284	0.0231 *	-50	-0.0108	-0.5516	0.5821	-50	0.0624	2.9103	0.0049 **	-50	0.0391	1.5915	0.1118	-50	-0.0818	-2.8178	0.0069 **
-49	0.0467	2.3286	0.0218 *	-49	0.0147	3.5174	0.0004 **	-49	-0.0543	-2.4212	0.0183 *	-49	-0.0085	-0.4325	0.6660	-49	0.0605	2.9246	0.0047 **	-49	0.0388	1.5807	0.1143	-49	-0.0816	-2.8293	0.0067 **
-48	0.0450	2.2486	0.0266 *	-48	0.0147	3.5470	0.0004 **	-48	-0.0532	-2.4178	0.0185 *	-48	-0.0062	-0.3201	0.7493	-48	0.0570	2.9640	0.0042 **	-48	0.0136	1.6408	0.1012	-48	-0.0794	-2.7272	0.0087 **
-47	0.0469	2.3491	0.0207 *	-47	0.0143	3.4956	0.0005 **	-47	-0.0469	-2.2219	0.0298 *	-47	-0.0115	-0.6044	0.5465	-47	0.0548	2.8613	0.0056 **	-47	0.0134	1.6199	0.1056	-47	-0.0767	-2.7374	0.0085 **
-46	0.0428	2.1922	0.0306 *	-46	0.0137	3.3861	0.0007 **	-46	-0.0484	-2.2802	0.0259 *	-46	-0.0146	-0.7615	0.4476	-46	0.0498	2.6509	0.0100 **	-46	0.0127	1.5490	0.1217	-46	-0.0756	-2.7017	0.0093 **
-45	0.0396	2.0855	0.0394 *	-45	0.0137	3.4044	0.0007 **	-45	-0.0509	-2.3834	0.0201 *	-45	-0.0168	-0.9016	0.3687	-45	0.0449	2.4864	0.0154 *	-45	0.0141	1.7206	0.0857	-45	-0.0743	-2.6520	0.0106 *
-44	0.0357	1.9381	0.0553	-44	0.0142	3.5576	0.0004 **	-44	-0.0502	-2.3857	0.0200 *	-44	-0.0152	-0.8452	0.3993	-44	0.0434	2.4025	0.0190 *	-44	0.0148	1.8187	0.0693	-44	-0.0695	-2.5617	0.0134 *
-43	0.0388	2.1397	0.0347 *	-43	0.0146	3.6925	0.0002 **	-43	-0.0486	-2.3491	0.0219 *	-43	-0.0111	-0.6262	0.5322	-43	0.0408	2.3194	0.0234 *	-43	0.0147	1.8057	0.0713	-43	-0.0670	-2.4788	0.0165 *
-42	0.0339	1.9461	0.0543	-42	0.0155	3.9475	0.0001 **	-42	-0.0440	-2.2295	0.0293 *	-42	-0.0092	-0.5242	0.6009	-42	0.0388	2.3043	0.0243 *	-42	0.0143	1.7667	0.0776	-42	-0.0652	-2.3678	0.0217 *
-41	0.0362	2.0612	0.0417 *	-41	0.0144	3.7458	0.0002 **	-41	-0.0457	-2.2883	0.0254 *	-41	-0.0140	-0.8154	0.4162	-41	0.0415	2.4981	0.0149 *	-41	0.0140	1.7395	0.0823	-41	-0.0655	-2.3836	0.0209 *
-40	0.0328	1.9567	0.0530	-40	0.0135	3.5570	0.0004 **	-40	-0.0468	-2.4719	0.0161 *	-40	-0.0148	-0.8724	0.3844	-40	0.0363	2.3613	0.0211 *	-40	0.0122	1.5292	0.1265	-40	-0.0648	-2.4230	0.0190 *
-39	0.0303	1.8944	0.0609	-39	0.0131	3.5234	0.0004 **	-39	-0.0434	-2.3685	0.0209 *	-39	-0.0150	-0.8829	0.3787	-39	0.0340	2.2074	0.0307 *	-39	0.0133	1.6697	0.0953	-39	-0.0648	-2.4335	0.0185 *
-38	0.0273	1.7634	0.0807	-38	0.0133	3.6100	0.0003 **	-38	-0.0488	-2.6823	0.0093 **	-38	-0.0161	-0.9306	0.3536	-38	0.0374	2.4562	0.0166 *	-38	0.0137	1.7279	0.0843	-38	-0.0667	-2.5066	0.0154 *
-37	0.0262	1.7117	0.0899	-37	0.0134	3.6670	0.0003 **	-37	-0.0454	-2.6033	0.0114 *	-37	-0.0114	-0.6949	0.4882	-37	0.0369	2.3588	0.0212 *	-37	0.0135	1.7053	0.0885	-37	-0.0692	-2.5681	0.0132 *
-36	0.0171	1.1890	0.2371	-36	0.0127	3.5266	0.0004 **	-36	-0.0503	-2.9507	0.0044 **	-36	-0.0111	-0.6725	0.5023	-36	0.0293	1.9199	0.0591	-36	0.0131	1.6705	0.0952	-36	-0.0656	-2.4702	0.0169 *
-35	0.0197	1.3680	0.1742	-35	0.0116	3.2410	0.0012 **	-35	-0.0428	-2.5219	0.0141 *	-35	-0.0095	-0.5960	0.5521	-35	0.0258	1.7270	0.0887	-35	0.0147	1.8850	0.0597	-35	-0.0655	-2.5464	0.0139 *
-34	0.0203	1.4032	0.1635	-34	0.0113	3.2073	0.0014 **	-34	-0.0361	-2.2575	0.0273 *	-34	-0.0100	-0.6396	0.5234	-34	0.0205	1.3575	0.1791	-34	0.0123	1.5865	0.1130	-34	-0.0587	-2.2548	0.0285 *
-33	0.0216	1.5382	0.1269	-33	0.0114	3.2805	0.0011 **	-33	-0.0429	-2.7569	0.0076 **	-33	-0.0094	-0.6262	0.5321	-33	0.0267	1.7927	0.0775	-33	0.0114	1.4701	0.1419	-33	-0.0559	-2.1520	0.0362 *
-32	0.0203	1.4488	0.1503	-32	0.0115	3.3595	0.0008 **	-32	-0.0457	-2.9648	0.0042 **	-32	-0.0092	-0.6164	0.5386	-32	0.0322	2.1954	0.0316 *	-32	0.0105	1.3691	0.1713	-32	-0.0498	-2.0148	0.0492 *
-31	0.0187	1.3764	0.1716	-31	0.0116	3.4171	0.0006 **	-31	-0.0460	-3.1487	0.0025 **	-31	-0.0051	-0.3539	0.7239	-31	0.0334	2.3250	0.0231 *	-31	0.0092	1.2039	0.2289	-31	-0.0506	-2.1665	0.0350 *
-30	0.0151	1.1718	0.2439	-30	0.0117	3.5129	0.0005 **	-30	-0.0436	-3.0096	0.0037 **	-30	-0.0047	-0.3271	0.7440	-30	0.0265	1.8782	0.0646	-30	0.0104	1.3732	0.1700	-30	-0.0525	-2.2945	0.0259 *
-29	0.0163	1.2673	0.2078	-29	0.0104	3.1907	0.0014 **	-29	-0.0417	-2.8570	0.0057 **	-29	-0.0038	-0.2673	0.7896	-29	0.0260	1.9739	0.0525	-29	0.0099	1.3069	0.1916	-29	-0.0469	-1.9985	0.0510
-28	0.0143	1.0794	0.2828	-28	0.0099	3.0936	0.0020 **	-28	-0.0378	-2.6558	0.0099 **	-28	-0.0061	-0.4475	0.6551	-28	0.0238	1.8998	0.0617	-28	0.0097	1.2957	0.1954	-28	-0.0424	-1.8835	0.0653
-27	0.0167	1.2511	0.2136	-27	0.0085	2.6750	0.0075 **	-27	-0.0372	-2.5695	0.0125 *	-27	-0.0078	-0.5929	0.5541	-27	0.0280	2.2579	0.0272 *	-27	0.0092	1.2313	0.2185	-27	-0.0329	-1.4183	0.1622
-26	0.0175	1.3237	0.1884	-26	0.0081	2.6295	0.0086 **	-26	-0.0390	-2.7854	0.0070 **	-26	-0.0075	-0.5753	0.5660	-26	0.0279	2.1908	0.0319 *	-26	0.0092	1.2442	0.2138	-26	-0.0310	-1.3926	0.1698
-25	0.0125	0.9541	0.3422	-25	0.0081	2.6648	0.0078 **	-25	-0.0391	-2.8368	0.0061 **	-25	-0.0112	-0.8747	0.3831	-25	0.0279	2.2171	0.0300 *	-25	0.0100	1.3541	0.1760	-25	-0.0229	-1.0298	0.3080
-24	0.0106	0.8037	0.4233	-24	0.0080	2.6673	0.0077 **	-24	-0.0436	-3.2166	0.0020 **	-24	-0.0089	-0.7107	0.4784	-24	0.0237	1.9009	0.0616	-24	0.0100	1.3565	0.1753	-24	-0.0253	-1.1362	0.2612
-23	0.0143	1.1450	0.2548	-23	0.0071	2.4233	0.0155 *	-23	-0.0400	-3.0039	0.0038 **	-23	-0.0120	-0.9434	0.3470	-23	0.0271	2.1805	0.0327 *	-23	0.0087	1.2003	0.2303	-23	-0.0288	-1.3164	0.1939
-22	0.0148	1.2276	0.2223	-22	0.0068	2.3571	0.0185 *	-22	-0.0377	-2.8792	0.0054 **	-22	-0.0070	-0.5619	0.5750	-22	0.0247	1.9839	0.0513	-22	0.0080	1.0989	0.2721	-22	-0.0228	-1.0626	0.2930
-21	0.0106	0.8876	0.3767	-21	0.0063	2.2383	0.0253 *	-21	-0.0342	-2.5953	0.0117 *	-21	-0.0029	-0.2392	0.8113	-21	0.0292	2.4557	0.0166 *	-21	0.0049	0.8050	0.4210	-21	-0.0208	-0.9937	0.3251
-20	0.0124	1.0609	0.2911	-20	0.0060	2.1724	0.0300 *	-20	-0.0292	-2.2589	0.0272 *	-20	-0.0062	-0.5139	0.6081	-20	0.0270	2.3549	0.0214 *	-20	0.0054	0.8876	0.3750	-20	-0.0179	-0.8995	0.3726

<표8> 등급전망의 평정별 사건연구 분석결과 CAR(-19,+20)

본평정				본평정				본평정				수시평정				정기평정				정기평정				정기평정			
상향전망		N=110		안정전망		N=1684		하향전망		N=67		안정전망		N=153		상향전망		N=69		안정전망		N=932		하향전망		N=53	
date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값
-19	0.0122	1.0648	0.2893	-19	0.0058	2.1567	0.0312 *	-19	-0.0266	-2.0229	0.0471 *	-19	-0.0048	-0.4001	0.6897	-19	0.0219	2.0299	0.0463 *	-19	0.0059	0.9646	0.3350	-19	-0.0191	-0.9939	0.3250
-18	0.0139	1.2158	0.2267	-18	0.0052	1.9782	0.0481 *	-18	-0.0314	-2.3379	0.0224 *	-18	0.0010	0.0803	0.9361	-18	0.0169	1.6516	0.1032	-18	0.0018	0.5507	0.5820	-18	-0.0175	-0.8816	0.3821
-17	0.0152	1.3505	0.1797	-17	0.0037	1.4592	0.1447	-17	-0.0287	-2.3896	0.0197 *	-17	0.0027	0.2221	0.8245	-17	0.0164	1.5334	0.1298	-17	0.0026	0.8190	0.4130	-17	-0.0216	-1.0273	0.3091
-16	0.0174	1.5832	0.1163	-16	0.0043	1.7384	0.0823	-16	-0.0274	-2.3119	0.0239 *	-16	0.0016	0.1381	0.8904	-16	0.0124	1.1220	0.2658	-16	0.0029	0.9516	0.3415	-16	-0.0193	-0.9218	0.3610
-15	0.0158	1.4563	0.1482	-15	0.0049	2.0274	0.0428 *	-15	-0.0260	-2.2437	0.0282 *	-15	0.0002	0.0136	0.9892	-15	0.0156	1.4622	0.1483	-15	0.0042	1.4331	0.1522	-15	-0.0178	-0.8813	0.3823
-14	0.0159	1.5685	0.1197	-14	0.0038	1.6124	0.1071	-14	-0.0248	-2.2057	0.0309 *	-14	-0.0041	-0.3871	0.6992	-14	0.0159	1.5564	0.1243	-14	0.0029	1.0010	0.3171	-14	-0.0071	-0.3575	0.7222
-13	0.0148	1.5226	0.1308	-13	0.0039	1.6864	0.0919	-13	-0.0201	-1.9465	0.0559	-13	-0.0086	-0.8272	0.4094	-13	0.0136	1.4332	0.1564	-13	0.0014	0.5296	0.5965	-13	-0.0044	-0.2226	0.8247
-12	0.0167	1.7799	0.0779	-12	0.0051	2.2337	0.0256 *	-12	-0.0142	-1.4127	0.1624	-12	-0.0060	-0.6162	0.5387	-12	0.0134	1.4998	0.1383	-12	0.0007	0.2734	0.7846	-12	-0.0030	-0.1551	0.8773
-11	0.0138	1.5389	0.1267	-11	0.0039	1.8445	0.0653	-11	-0.0205	-2.0748	0.0419 *	-11	-0.0039	-0.4131	0.6801	-11	0.0140	1.5777	0.1193	-11	-0.0016	-0.6497	0.5161	-11	-0.0073	-0.4360	0.6647
-10	0.0145	1.6091	0.1105	-10	0.0045	2.2155	0.0269 *	-10	-0.0151	-1.5994	0.1145	-10	-0.0060	-0.6392	0.5237	-10	0.0111	1.2350	0.2211	-10	-0.0016	-0.6836	0.4944	-10	-0.0132	-0.8376	0.4062
-9	0.0166	1.8722	0.0639	-9	0.0047	2.4198	0.0156 *	-9	-0.0131	-1.3808	0.1720	-9	-0.0071	-0.7730	0.4407	-9	0.0088	0.9971	0.3223	-9	-0.0027	-1.2011	0.2300	-9	-0.0154	-0.9702	0.3365
-8	0.0154	1.8112	0.0729	-8	0.0037	1.9645	0.0496 *	-8	-0.0134	-1.4435	0.1536	-8	-0.0063	-0.7194	0.4730	-8	0.0078	0.9000	0.3713	-8	-0.0013	-0.5910	0.5547	-8	-0.0201	-1.3937	0.1695
-7	0.0136	1.6915	0.0936	-7	0.0025	1.4288	0.1532	-7	-0.0103	-1.2066	0.2319	-7	-0.0044	-0.5020	0.6164	-7	0.0086	0.9693	0.3359	-7	-0.0009	-0.4297	0.6675	-7	-0.0253	-2.2019	0.0322 *
-6	0.0141	1.7757	0.0786	-6	0.0024	1.4600	0.1445	-6	-0.0110	-1.3012	0.1977	-6	-0.0075	-0.8835	0.3784	-6	0.0106	1.2087	0.2310	-6	0.0000	-0.0087	0.9930	-6	-0.0262	-2.7781	0.0076 **
-5	0.0134	1.7916	0.0760	-5	0.0026	1.6824	0.0927	-5	-0.0080	-1.0690	0.2890	-5	-0.0068	-0.8797	0.3804	-5	0.0111	1.2865	0.2026	-5	-0.0006	-0.3573	0.7210	-5	-0.0203	-2.0683	0.0437 *
-4	0.0124	1.7361	0.0854	-4	0.0013	0.9137	0.3610	-4	-0.0067	-1.0013	0.3203	-4	-0.0084	-1.2228	0.2233	-4	0.0129	1.5233	0.1323	-4	-0.0004	-0.2287	0.8192	-4	-0.0123	-1.6109	0.1134
-3	0.0124	1.7561	0.0819	-3	0.0013	0.9613	0.3365	-3	-0.0083	-1.3407	0.1846	-3	-0.0078	-1.2753	0.2042	-3	0.0052	1.1706	0.2459	-3	-0.0007	-0.4597	0.6458	-3	-0.0142	-2.0438	0.0461 *
-2	0.0076	1.0715	0.2863	-2	0.0015	1.3060	0.1917	-2	-0.0045	-0.9100	0.3661	-2	-0.0089	-1.7309	0.0855	-2	0.0044	1.0303	0.3065	-2	0.0000	-0.0159	0.9873	-2	-0.0148	-2.6527	0.0106 *
-1	0.0058	0.8839	0.3787	-1	0.0021	2.1532	0.0314 *	-1	-0.0031	-0.7065	0.4824	-1	-0.0060	-1.3421	0.1816	-1	0.0058	1.7794	0.0796	-1	0.0002	0.1999	0.8416	-1	-0.0077	-1.6495	0.1051
0	0.0053	0.8652	0.3888	0	0.0005	0.7929	0.4279	0	0.0049	1.8525	0.0684	0	-0.0085	-2.5934	0.0104 *	0	0.0040	1.3877	0.1698	0	-0.0002	-0.2129	0.8315	0	-0.0022	-0.5794	0.5648
1	0.0006	0.1017	0.9192	1	-0.0003	-0.3257	0.7447	1	0.0069	1.4833	0.1428	1	-0.0114	-2.0125	0.0459 *	1	0.0043	1.0083	0.3169	1	0.0007	0.6560	0.5120	1	-0.0087	-1.0157	0.3145
2	-0.0024	-0.3822	0.7031	2	0.0005	0.4655	0.6416	2	0.0088	1.4397	0.1547	2	-0.0071	-1.1649	0.2459	2	0.0038	0.6667	0.5072	2	0.0016	1.2549	0.2098	2	-0.0162	-1.6482	0.1053
3	-0.0055	-0.8328	0.4068	3	0.0011	0.8485	0.3963	3	0.0025	0.3981	0.6918	3	-0.0016	-0.2307	0.8178	3	0.0106	1.5942	0.1155	3	0.0014	0.9283	0.3535	3	-0.0251	-2.0229	0.0482 *
4	-0.0033	-0.4858	0.6281	4	0.0022	1.4304	0.1528	4	0.0061	0.9421	0.3496	4	-0.0050	-0.7210	0.4720	4	0.0111	1.5126	0.1350	4	0.0017	1.0500	0.2940	4	-0.0231	-2.0773	0.0427 *
5	-0.0008	-0.1145	0.9091	5	0.0032	1.9074	0.0566	5	0.0061	0.9364	0.3525	5	-0.0039	-0.4851	0.6283	5	0.0085	1.2233	0.2254	5	0.0021	1.1468	0.2518	5	-0.0271	-2.0536	0.0451 *
6	-0.0010	-0.1333	0.8942	6	0.0037	2.0619	0.0394 *	6	0.0020	0.3496	0.7278	6	0.0025	0.2637	0.7923	6	0.0083	1.1841	0.2405	6	0.0025	1.2090	0.2270	6	-0.0234	-1.9473	0.0569
7	-0.0014	-0.1724	0.8634	7	0.0034	1.8308	0.0673	7	0.0004	0.0683	0.9458	7	0.0061	0.6235	0.5339	7	0.0072	0.9247	0.3584	7	0.0018	0.7995	0.4242	7	-0.0224	-2.2141	0.0312 *
8	-0.0014	-0.1667	0.8679	8	0.0036	1.8911	0.0588	8	0.0043	0.6318	0.5297	8	0.0076	0.7673	0.4441	8	0.0062	0.7564	0.4520	8	0.0016	0.6633	0.5073	8	-0.0206	-1.9080	0.0619
9	0.0017	0.2048	0.8381	9	0.0043	2.1509	0.0316 *	9	0.0027	0.3517	0.7262	9	0.0068	0.6443	0.5204	9	0.0105	1.2738	0.2071	9	0.0025	0.9896	0.3226	9	-0.0172	-1.5100	0.1371
10	0.0001	0.0071	0.9944	10	0.0042	1.9544	0.0508	10	-0.0027	-0.3394	0.7354	10	0.0062	0.5342	0.5940	10	0.0086	1.0276	0.3078	10	0.0014	0.5427	0.5875	10	-0.0216	-1.6114	0.1132
11	0.0004	0.0455	0.9638	11	0.0042	1.9444	0.0520	11	-0.0065	-0.7552	0.4528	11	0.0026	0.2276	0.8203	11	0.0063	0.6972	0.4880	11	0.0028	0.9901	0.3224	11	-0.0183	-1.1695	0.2475
12	0.0012	0.1226	0.9026	12	0.0043	1.9281	0.0540	12	-0.0106	-1.0697	0.2886	12	0.0011	0.1036	0.9177	12	0.0051	0.5319	0.5965	12	0.0040	1.3640	0.1729	12	-0.0078	-0.4097	0.6837
13	0.0039	0.3780	0.7062	13	0.0045	2.0120	0.0444 *	13	-0.0101	-1.0006	0.3207	13	-0.0018	-0.1680	0.8668	13	0.0035	0.3696	0.7128	13	0.0047	1.5540	0.1205	13	-0.0097	-0.5215	0.6042
14	0.0018	0.1675	0.8672	14	0.0040	1.6817	0.0928	14	-0.0055	-0.5037	0.6162	14	0.0016	0.1375	0.8908	14	0.0035	0.3553	0.7234	14	0.0057	1.8267	0.0681	14	-0.0118	-0.6422	0.5236
15	-0.0044	-0.4009	0.6893	15	0.0029	1.1981	0.2311	15	-0.0034	-0.2956	0.7685	15	0.0018	0.1505	0.8806	15	0.0015	0.1454	0.8848	15	0.0066	2.0577	0.0399 *	15	-0.0111	-0.5702	0.5710
16	-0.0049	-0.4367	0.6632	16	0.0033	1.3494	0.1774	16	0.0021	0.1599	0.8735	16	0.0050	0.4042	0.6866	16	0.0028	0.2675	0.7899	16	0.0072	2.1614	0.0309 *	16	-0.0127	-0.6727	0.5041
17	-0.0069	-0.5953	0.5529	17	0.0039	1.5723	0.1161	17	-0.0016	-0.1196	0.9052	17	0.0100	0.7839	0.4343	17	0.0050	0.4674	0.6417	17	0.0062	1.8176	0.0694	17	-0.0103	-0.5264	0.6008
18	-0.0062	-0.5392	0.5909	18	0.0043	1.6931	0.0906	18	-0.0036	-0.2820	0.7788	18	0.0099	0.7869	0.4326	18	0.0087	0.7927	0.4307	18	0.0049	1.3941	0.1636	18	-0.0136	-0.6783	0.5006
19	-0.0082	-0.6882	0.4928	19	0.0045	1.7267	0.0844	19	-0.0047	-0.4040	0.6876	19	0.0066	0.5052	0.6142	19	0.0094	0.8256	0.4119	19	0.0054	1.5492	0.1217	19	-0.0137	-0.6809	0.4989
20	-0.0045	-0.3824	0.7029	20	0.0033	1.2303	0.2188	20	-0.0035	-0.2840	0.7773	20	0.0033	0.2568	0.7977	20	0.0143	0.9264	0.3575	20	0.0053	1.4700	0.1419	20	-0.0146	-0.6981	0.4882

<표9> 등급전망의 평정별 사건연구 분석결과 CAR(+21,+60)

본평정				본평정				본평정				수시평정				정기평정				정기평정							
상향전망		N=110		안정전망		N=1684		하향전망		N=67		안정전망		N=153		상향전망		N=69		안정전망		N=932		하향전망		N=53	
date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값	date	CAR	t-값	p값
21	-0.0061	-0.4864	0.6276	21	0.0027	0.9942	0.3203	21	-0.0005	-0.0338	0.9732	21	-0.0007	-0.0568	0.9548	21	0.0075	0.4714	0.6388	21	0.0052	1.4559	0.1457	21	-0.0147	-0.6287	0.5323
22	-0.0098	-0.7223	0.4717	22	0.0032	1.1446	0.2525	22	0.0014	0.1040	0.9175	22	0.0010	0.0772	0.9386	22	0.0082	0.5160	0.6075	22	0.0041	1.0955	0.2736	22	-0.0206	-0.9586	0.3422
23	-0.0095	-0.6844	0.4951	23	0.0027	0.9340	0.3505	23	-0.0058	-0.4359	0.6644	23	-0.0027	-0.2053	0.8376	23	0.0122	0.7768	0.4400	23	0.0053	1.3819	0.1673	23	-0.0160	-0.7662	0.4470
24	-0.0135	-0.9583	0.3400	24	0.0026	0.8948	0.3710	24	-0.0114	-0.7941	0.4300	24	-0.0016	-0.1209	0.9039	24	0.0116	0.7153	0.4769	24	0.0056	1.4705	0.1418	24	-0.0151	-0.6747	0.5029
25	-0.0163	-1.1711	0.2441	25	0.0032	1.0768	0.2817	25	-0.0156	-0.9588	0.3412	25	-0.0046	-0.3595	0.7198	25	0.0133	0.8117	0.4198	25	0.0059	1.5263	0.1273	25	-0.0159	-0.7297	0.4688
26	-0.0160	-1.0983	0.2745	26	0.0031	1.0367	0.3000	26	-0.0209	-1.2066	0.2319	26	-0.0045	-0.3565	0.7220	26	0.0144	0.8987	0.3720	26	0.0053	1.3429	0.1796	26	-0.0160	-0.6903	0.4931
27	-0.0173	-1.1711	0.2441	27	0.0046	1.4803	0.1390	27	-0.0261	-1.4191	0.1606	27	-0.0054	-0.4252	0.6713	27	0.0166	1.0097	0.3162	27	0.0065	1.6363	0.1021	27	-0.0136	-0.5925	0.5561
28	-0.0158	-1.0557	0.2934	28	0.0059	1.8726	0.0613	28	-0.0276	-1.5616	0.1232	28	-0.0012	-0.0900	0.9284	28	0.0187	1.0947	0.2775	28	0.0069	1.6956	0.0903	28	-0.0166	-0.7025	0.4855
29	-0.0166	-1.0886	0.2787	29	0.0062	1.9425	0.0522	29	-0.0246	-1.4138	0.1621	29	-0.0045	-0.3377	0.7361	29	0.0180	1.0687	0.2890	29	0.0064	1.5438	0.1230	29	-0.0168	-0.7017	0.4860
30	-0.0151	-0.9584	0.3400	30	0.0059	1.8361	0.0665	30	-0.0272	-1.5497	0.1260	30	-0.0054	-0.3920	0.6956	30	0.0170	0.9992	0.3213	30	0.0057	1.3559	0.1755	30	-0.0173	-0.6633	0.5101
31	-0.0094	-0.5728	0.5680	31	0.0056	1.7042	0.0885	31	-0.0261	-1.5382	0.1288	31	-0.0010	-0.0708	0.9436	31	0.0198	1.1883	0.2388	31	0.0062	1.4629	0.1438	31	-0.0148	-0.5583	0.5791
32	-0.0085	-0.5036	0.6155	32	0.0051	1.5365	0.1246	32	-0.0286	-1.6618	0.1013	32	0.0060	0.4161	0.6779	32	0.0179	1.0704	0.2882	32	0.0057	1.3165	0.1883	32	-0.0172	-0.6568	0.5142
33	-0.0069	-0.4074	0.6845	33	0.0055	1.6071	0.1082	33	-0.0261	-1.5274	0.1314	33	0.0077	0.5377	0.5916	33	0.0238	1.3242	0.1899	33	0.0063	1.4393	0.1504	33	-0.0261	-1.0248	0.3102
34	-0.0108	-0.6320	0.5287	34	0.0057	1.6267	0.1040	34	-0.0247	-1.3869	0.1701	34	0.0050	0.3331	0.7395	34	0.0318	1.6915	0.0953	34	0.0060	1.3476	0.1781	34	-0.0272	-1.0616	0.2933
35	-0.0074	-0.4271	0.6702	35	0.0063	1.7523	0.0799	35	-0.0308	-1.6824	0.0972	35	0.0039	0.2498	0.8031	35	0.0323	1.6973	0.0942	35	0.0058	1.2834	0.1997	35	-0.0223	-0.8641	0.3915
36	-0.0085	-0.4944	0.6220	36	0.0069	1.9074	0.0566	36	-0.0277	-1.5507	0.1258	36	0.0065	0.4292	0.6684	36	0.0320	1.6869	0.0962	36	0.0067	1.4599	0.1447	36	-0.0204	-0.7900	0.4331
37	-0.0092	-0.5279	0.5986	37	0.0068	1.8560	0.0636	37	-0.0217	-1.1424	0.2574	37	0.0078	0.5167	0.6061	37	0.0310	1.6472	0.1041	37	0.0075	1.5944	0.1112	37	-0.0238	-0.9499	0.3466
38	-0.0074	-0.4104	0.6823	38	0.0064	1.7472	0.0808	38	-0.0236	-1.1989	0.2348	38	0.0115	0.7666	0.4445	38	0.0349	1.8467	0.0691	38	0.0081	1.7099	0.0876	38	-0.0302	-1.1994	0.2358
39	-0.0048	-0.2592	0.7960	39	0.0064	1.7290	0.0840	39	-0.0276	-1.4035	0.1651	39	0.0103	0.6990	0.4856	39	0.0362	1.9084	0.0606	39	0.0084	1.7829	0.0749	39	-0.0251	-1.0188	0.3130
40	-0.0055	-0.2959	0.7678	40	0.0065	1.7247	0.0848	40	-0.0373	-1.9843	0.0514	40	0.0097	0.6382	0.5243	40	0.0396	2.0635	0.0429 *	40	0.0078	1.6220	0.1051	40	-0.0151	-0.6006	0.5507
41	-0.0043	-0.2268	0.8210	41	0.0066	1.7043	0.0885	41	-0.0309	-1.6634	0.1010	41	0.0121	0.8016	0.4241	41	0.0386	2.0428	0.0450 *	41	0.0083	1.7250	0.0849	41	-0.0189	-0.7326	0.4671
42	-0.0031	-0.1619	0.8717	42	0.0067	1.6818	0.0928	42	-0.0344	-1.7505	0.0847	42	0.0108	0.7085	0.4797	42	0.0440	2.3262	0.0230 *	42	0.0082	1.7017	0.0891	42	-0.0223	-0.8502	0.3991
43	-0.0038	-0.1979	0.8435	43	0.0079	1.9539	0.0509	43	-0.0408	-2.0735	0.0420 *	43	0.0146	0.9529	0.3421	43	0.0463	2.4864	0.0154 *	43	0.0084	1.7216	0.0855	43	-0.0160	-0.6059	0.5472
44	-0.0065	-0.3342	0.7389	44	0.0088	2.1762	0.0297 *	44	-0.0475	-2.3148	0.0237 *	44	0.0144	0.9030	0.3680	44	0.0472	2.4445	0.0171 *	44	0.0083	1.6750	0.0943	44	-0.0199	-0.7393	0.4631
45	-0.0087	-0.4417	0.6596	45	0.0091	2.2261	0.0261 *	45	-0.0443	-2.1566	0.0347 *	45	0.0139	0.8560	0.3933	45	0.0486	2.4136	0.0185 *	45	0.0206	1.6320	0.1030	45	-0.0267	-0.9657	0.3387
46	-0.0113	-0.5782	0.5643	46	0.0096	2.3533	0.0187 *	46	-0.0497	-2.3898	0.0197 *	46	0.0114	0.6731	0.5019	46	0.0495	2.3611	0.0211 *	46	0.0232	1.8103	0.0706	46	-0.0277	-1.0022	0.3209
47	-0.0095	-0.4744	0.6361	47	0.0088	2.1219	0.0340 *	47	-0.0512	-2.4355	0.0176 *	47	0.0112	0.6363	0.5255	47	0.0436	1.9954	0.0500	47	0.0251	1.9340	0.0534	47	-0.0228	-0.7988	0.4280
48	-0.0061	-0.3020	0.7632	48	0.0089	2.1420	0.0323 *	48	-0.0584	-2.7175	0.0084 **	48	0.0093	0.5192	0.6044	48	0.0417	1.8600	0.0672	48	0.0243	1.8495	0.0647	48	-0.0235	-0.7987	0.4281
49	-0.0050	-0.2528	0.8009	49	0.0093	2.2126	0.0271 *	49	-0.0574	-2.8659	0.0056 **	49	0.0104	0.5775	0.5645	49	0.0436	2.0171	0.0476 *	49	0.0229	1.7374	0.0826	49	-0.0255	-0.8727	0.3868
50	-0.0026	-0.1332	0.8943	50	0.0096	2.2617	0.0238 *	50	-0.0578	-2.9100	0.0049 **	50	0.0078	0.4251	0.6714	50	0.0466	2.1086	0.0387 *	50	0.0238	1.8202	0.0691	50	-0.0128	-0.4323	0.6673
51	-0.0006	-0.0282	0.9775	51	0.0101	2.3796	0.0174 *	51	-0.0561	-2.6620	0.0097 **	51	0.0126	0.6873	0.4929	51	0.0501	2.2132	0.0302 *	51	0.0245	1.8787	0.0606	51	-0.0142	-0.4744	0.6372
52	-0.0027	-0.1333	0.8942	52	0.0113	2.6083	0.0092 **	52	-0.0576	-2.6014	0.0115 *	52	0.0135	0.7270	0.4683	52	0.0503	2.2179	0.0299 *	52	0.0232	1.7841	0.0747	52	-0.0170	-0.5655	0.5742
53	-0.0038	-0.1874	0.8517	53	0.0109	2.5179	0.0119 *	53	-0.0597	-2.5819	0.0121 *	53	0.0100	0.5302	0.5967	53	0.0499	2.1815	0.0326 *	53	0.0222	1.7130	0.0871	53	-0.0111	-0.3647	0.7168
54	-0.0044	-0.2154	0.8298	54	0.0103	2.3785	0.0175 *	54	-0.0647	-2.7320	0.0081 **	54	0.0125	0.6646	0.5073	54	0.0398	1.7712	0.0810	54	0.0231	1.7592	0.0789	54	-0.0142	-0.4598	0.6476
55	-0.0041	-0.2017	0.8406	55	0.0108	2.4678	0.0137 *	55	-0.0625	-2.5691	0.0125 *	55	0.0146	0.7663	0.4447	55	0.0378	1.6804	0.0975	55	0.0257	1.9633	0.0499 *	55	-0.0187	-0.6027	0.5493
56	0.0032	0.1508	0.8804	56	0.0097	2.1979	0.0281 *	56	-0.0700	-2.7561	0.0076 **	56	0.0102	0.5382	0.5912	56	0.0380	1.6597	0.1016	56	0.0277	2.1287	0.0335 *	56	-0.0219	-0.7070	0.4827
57	0.0048	0.2286	0.8196	57	0.0094	2.0915	0.0366 *	57	-0.0709	-2.9376	0.0046 **	57	0.0113	0.5869	0.5581	57	0.0410	1.7544	0.0839	57	0.0282	2.1636	0.0308 *	57	-0.0191	-0.6181	0.5392
58	0.0094	0.4495	0.6539	58	0.0093	2.0635	0.0392 *	58	-0.0713	-2.9839	0.0040 **	58	0.0146	0.7393	0.4609	58	0.0401	1.7118	0.0915	58	0.0297	2.2884	0.0223 *	58	-0.0142	-0.4329	0.6669
59	0.0105	0.4953	0.6214	59	0.0100	2.1979	0.0281 *	59	-0.0715	-3.0275	0.0035 **	59	0.0148	0.7283	0.4676	59	0.0329	1.4524	0.1510	59	0.0293	2.2589	0.0241 *	59	-0.0067	-0.1997	0.8425
60	0.0150	0.7122	0.4779	60	0.0103	2.2283	0.0260 *	60	-0.0709	-3.2251	0.0020 **	60	0.0090	0.4372	0.6626	60	0.0347	1.4994	0.1384	60	0.0305	2.3181	0.0207 *	60	-0.0076	-0.2211	0.8259

는 일면이 존재함을 의미하고 동시에 “본평정” 의뢰 이전에 긍정적 추가변화를 보였던 기업들이 “Positive”한 전망을 받을 가능성은 존재하지만 중기적인 기업가치의 상승을 의미하지는 않는다고 해석된다.

“Negative”한 전망을 받은 기업은 대부분 등급부여 이전에 음(-)의 누적초과수익률을 보이던 기업들이고 등급부여 이후에 거래일 기준 40일 이후에는 음(-)의 누적초과수익률을 보이고 있어서 이러한 유형의 기업들은 등급평가의 시점을 조정할 수 있는 여건이 없거나 기업의 의지와 무관하게 등급평가를 필요로 하는 기업일 것으로 판단할 수 있다. 등급전망 또한 유의한 수준에서 “Negative”전망이 통계적으로 유의한 것으로 나타나고 있어 등급평가가 지니는 “신용개선효과”가 매우 미약하게 나타나고 있다고 판단되어 Chung, Frost, and Kim(2012)가 언급한 바처럼 신용평가 제도의 암묵적 계약의 기능에도 불구하고 신용개선에 실패하는 기업도 존재한다는 맥락에서 이해할 수 있을 것이다. 또한, “Negative”전망의 경우에는 등급부여 당일에 양(+)의 초과수익률을 보이고 있어 부정적 전망에도 불구하고 시장에서는 등급부여의 결과를 부정적 정보가 실현되면서 불확실성이 해소되는 효과가 존재한다는 추론도 가능할 것이다. 이와는 달리 “Positive”전망과 “Stable”전망의 경우에는 등급부여 당일의 추가초과수익률은 유의한 수준에서의 변화를 보이지 않고 있는 것으로 나타난다. “Developing”전망의 경우에는 전체 3,096개의 자료에서 9개에 그치고 있어 유의한 수준의 통계적인 분석이 불가하였다.

#### 4.2.2. 정기평정

“수시평정과 정기평정은 본평정 이후 사후관리를 목적으로 이루어지고 피평가기업의 의뢰 없이 이루어진다. 정기평정은 본평정 시에 부여한 신용등급의 적정성을 정기적으로 검토하는 것으로서 매년 실시되며 본평정을 거친 기업 전체를 대상으로 한다. 수시평정은 기존의 신용등급의 유효기간 동안 등급변경사유가 발생했거나 발생할 가능성이 있다고 판단될 경우 시행하는 신용등급평정을 말한다. (“NICE 신용평가 일반론”, 나이스신용평가(주), 2014) 따라서 본평정과는 달리 피평가기업의 의뢰없이 매년 정기적으로 이루어지는 정기평정과 불특정 시점에 신용평가사의 결정에 의해 이루어지는 수시평정이 지니는 의미가 무엇인가에 대한 고려가 필요하다. 우선적으로 정기평정은 비록 피평가기업의 의뢰없이 이루어지는 면이 있으나 대부분의 피평가기업에 대한 정기평정이 이루어지는 상황에서 명시적인 평가의뢰의 존재여부는 커다란 의미가 없다고 판단되지만 평가가 정기적으로 시행된다는 측면에서 발행기업의 자발적 신용개선이 이루어질 가능성도 동시에 존재한다.

전체 1863개의 본평정 중에 비교적 많은 비중인 약 1059개의 기업이 정기평정을 받은 것으로 나타났다. “Positive”전망의 경우에 사전적으로 매우 강한 양의 누적초과수익률이 나타난 기업들에 대해서 부여된 경향이 있고 이들 기업은 사후적으로 30일이 지난 시점에 이르러서야 약간

수준의 양의 누적초과수익률을 보이고 있다. 정시평정에서 “Stable” 전망을 부여받은 기업은 평가 이전에 낮은 수준의 유의한 양의 누적초과수익률을 보였지만 이후에도 유사한 수준의 지속적인 양의 누적초과수익률을 보이고 있어 부여된 전망의 특성을 잘 드러내고 있다고 판단한다. “Negative” 전망을 부여받은 기업은 사전적으로 매우 강한 음(-)의 누적초과수익률을 보이거나 사후적으로는 주가가 음을 보이지 않아 전망의 신호가 부정확하게 나타나고 있다. 본평정과는 달리 정시평정에서 “Negative”전망을 부여받은 피평가기업들의 경우에 전망의 특성이 이후에도 나타나지 않는 신호의 부정확한 측면이 존재하고 있는 것으로 판단된다.

#### 4.2.3. 수시평정

거래소에 상장된 피평가기업 중에 약 174개의 기업에 대한 수시평정이 이루어졌으며, 이중 약 153개의 기업이 “Stable”전망을 받아 이에 대한 통계적 분석이 가능하였다. 기존의 신용등급의 유효기간 동안에 등급변경 사유가 발생했거나 발생할 가능성이 있는 기업에 대해 이루어진다는 수시평정의 경우에 대부분의 기업이 “Stable” 전망을 받았으며 전망부여의 이전과 이후에 주가의 변화가 크지 않았다는 점에서 수시평정의 의미가 불명확한 측면이 존재한다. 다만 피평가기업이 수시평정을 받는다는 사실 때문인지 “Stable”의 전망에도 불구하고 당일과 익일의 주가는 하락하는 것으로 나타난다.

#### 4.2.4. 평정별 등급전망 사건분석의 시사점

등급전망의 유형별로 실시한 사건연구의 분석결과는 등급하락의 경우에만 유의한 주가하락을 보이고 있는 등급변경과 관련된 선행연구와 대체적으로 일치하는 것으로 나타났다. 본 연구에서는 상향전망과 하향전망의 평정유형에 주목하여 등급전망의 정보효과 보다 세밀하게 분석하고자 하였다. 분석결과에 의하면 본평정의 특성이 정기평정의 특성보다 우세하기 때문에 평정을 구분하지 않고 등급전망을 분석하는 경우에 본평정의 특성만 나타나게 된다는 사실을 발견했다.

상향전망의 정기평정만을 분석한 결과에 의하면, 전체 상향전망의 분석에서는 유의하지 않았던 중기 누적초과수익률이 공시일 40일 이후에는 부분적으로 유의하게 나타나는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 정기평정의 중기 주가수익률 예측력이 부분적으로 존재함을 의미한다.

하향전망의 정기평정에 집중한 분석에 의하면, 전체 하향전망에서 보였던 유의한 음(-)의 누적초과수익률이 관찰되지 않았다. 본평정 하향전망 이후 발행기업의 주가수익률은 매우 유의한 수준에서 하락하고 있다는 사실은 발행기업이 회사채발행 이후에 재무적 상황을 개선하지 못하고 있다는 것을 의미한다. 반면에 정기평정 하향전망에서는 주가하락이 관찰되지 않았다는 것은 본평정과 달리 정기평정에서 하향전망이 내려진 기업은 전망공시 이후에 재무적 상황을 개선하기 위한 노력을 기울이는 신용개선효과가 존재한다는 추론을 가능하게 한다. 하향전망 이후 중기 주

가수익률을 추가적으로 분석하여 기업의 전망 후 신용개선현상을 설명할 수 있을 것이다.

#### 4.3. 하락전망후 등급하락에 관한 프로빗(Probit)모형 분석결과

<표10>은 등급전망의 등재 이후에 실제로 발생한 등급변경의 분포를 보여준다. 상향전망이 등급하락으로 이어지는 경우는 전체 3,096개의 표본에서 한 개에 불과하고, 2,769개의 안정전망이 등급하락으로 이어지는 경우는 66개(약 2.38%)며, 하향전망이 등급하락으로 이어지는 경우는 132개 중에 32개로 24.2% 수준을 보이고 있다. 비교적 등급하락의 경우가 존재하는 안정전망과 하향전망을 표본으로 등급하락을 설명하는 실증분석을 실시하였다.

<표 10> 등급전망과 등급변경의 분포

	상향전망		안정전망		하향전망		관찰전망		전체	
	표본수	변경	표본수	변경	표본수	변경	표본수	변경	표본수	변경
본평정	110 (4)	33	1684 (45)	84	67 (1)	0	2	0	1863 (50)	117
		73		1525		55		2		1655
		0		30		11		0		41
수시	7	2	153 (7)	8	12 (2)	0	2	0	174 (9)	10
		5		132		3		2		142
		0		6		7		0		13
정기	69 (8)	37	932 (155)	76	53 (15)	1	5 (1)	0	1059 (179)	114
		23		671		23		3		720
		1		30		14		1		46
전체	186 (12)	72	2769 (207)	168	132 (18)	1	9 (1)	0	3096 (238)	241
		101		2328		81		7		2517
		1		66		32		1		100

주) 등급전망 이후에 신용평가가 없었던 238 개의 경우(괄호표시)는 변경에서 제외

Hil, Brooks and Faff(JBF,2010)의 결과에 기반하여 probit모형을 이용하여 등급전망 등재가 등급변경을 통계적으로 유의한 수준에서 예측할 수 있을 것으로 예상된다. Hil, Brooks and Faff(JBF,2010)의 결과에 의하면 부정적 등급감시 이후에 실제 등급하락으로 이어지는 경우가 많다고 밝혀진 바 있으나 등급감시는 단기적 변화에 대한 평가이기 때문에 하향전망이 반드시 등급하락으로 연결되는 것은 아니다. 등급전망은 중기적 변화에 대한 평가이며 기업의 신용조정행위로 인해 기업의 신용에 긍정적 변화가 발생하는 경우에 등급전망은 등급변화의 안정성을 도모하는 효과가 있어 하향전망이 등급하락을 설명할 수 있는가는 실증적 이슈라고 판단된다.

<표11>은 하향전망 이후에 등급하락으로 이어진 경우에 "1", 안정전망 이후에 등급하락의 경우를 "0"의 값을 갖는 종속변수(DrnRateNegOut)로 하는 프로빗(Probit)분석결과를 보여준다.

<표11> 프로빗모형 분석결과

아래의 분석결과는 하락전망후 등급하락(DnRateNegOut)의 경우에 "1", 하락전망없이 등급하락하는 경우에 "0"의 값을 갖는 더미변수를 종속변수로 하는 아래와 같은 프로빗(Probit)모형을 분석할 결과이다.

$$DnRateNegOut_i = \beta_1 + \beta_2 LnCap_i + \beta_3 Lev_i + \beta_4 FallAngel_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 A_i + \epsilon_i$$

$i$  : 개별 등급하락,  $DnRateNegOut$  : 등급하락 이전에 하향전망의 여부를 나타내는 더미변수로 하향전망 후에 등급이 하락하는 경우에 1, 그 외 전망 후에 등급이 하락하면 0의 값,  $LnCap$  : 발행기업의 규모를 나타내는 로그화된 개별주식의 시가총액,  $Lev$  : 발행기업의 총채무를 총자산으로 나눈 채무비율,  $FallAngel$  : 신용등급이 투자등급(BBB-이상)에서 투기등급(BB+이하)으로 하락하는 경우,  $ToDefault$  : 채무불이행등급(CCC)으로 하락하는 경우를 나타내는 더미변수,  $ROA$  : 발행기업의 수익성을 나타내는 총자산순이익률,  $Beta$  : 발행기업의 베타값,  $A$  : 등급변경 전의 신용등급이 A군(A+, A0, A-)에 속한 경우를 나타내는 더미변수를 의미한다.

변수	종속변수 (DnRateNegOut)																
	Model 1		Model 2			Model 3											
계수	표준오차	z값	p> z	변수	계수	표준오차	z값	p> z	변수	계수	표준오차	z값	p> z				
Constant	-4.0686	2.7238	-1.50	0.134	Constant	-4.2305	2.7623	-1.53	0.126	Constant	-5.0224	2.871	-1.75	0.08	*		
LnCap	0.0831	0.1035	0.80	0.422	LnCap	0.0925	0.1059	0.87	0.382	LnCap	0.1321	0.115	1.15	0.251			
Lev	1.5722	0.8591	1.83	0.067	*	Lev	1.5176	0.8675	1.75	0.08	*	Lev	1.3001	0.7531	1.73	0.084	*
ROA	0.007	0.0109	0.64	0.521		ROA	0.0082	0.0109	0.75	0.45							
A	0.6461	0.3102	2.08	0.037	**	A	0.6064	0.3102	2.01	0.044	**	A	0.6908	0.313	2.21	0.027	**
FallAngel	0.3621	0.4328	0.84	0.403								FallAngel	0.4126	0.435	0.95	0.343	
						ToDefault	0.3915	0.5121	0.76	0.445							
												Beta	-0.2326	0.397	-0.59	0.558	
LR Chi2(5)	10.88				LR Chi2(5)	10.76				LR Chi2(5)	10.8						
Prob>Chi2	0.0539				Prob>Chi2	0.0563				Prob>Chi2	0.0554						
Pseudo R2	0.0907				Pseudo R2	0.0897				Pseudo R2	0.09						
N	97				N	97				N	97						

3개의 상이한 모형을 통해 살펴본 하향전망이 등급하락으로 이어질 가능성을 설명하는 변수로는 발행기업의 채무비율(Lev)과 발행기업의 신용등급이 A군에 속하는 경우를 나타내는 더미변수(A)가 유의한 것으로 보인다. 채무비율은 부분적으로 유의하지만 계수가 양(+)의 값을 갖기 때문에 채무비율의 상승은 하향전망이 등급하락으로 이어질 가능성이 높다는 것이고, "A"등급더미가 비교적 높은 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 갖는 것은 마찬가지로 "A"등급 표본의 경우에 하향전망이 등급하락으로 이어질 가능성이 비교적 높다는 것을 의미한다.

등급전망의 유형과 관계없이 채무비율이 높은 경우에는 기업의 신용도에 문제가 발생할 가능성이 높아질 것이라는 것은 명확한 사실이나 분석을 통해서 밝혀진 점은 채무비율이 높은 표본에 있어서 하락전망이 등급하락을 설명하는 데에 있어 매우 중요한 역할을 수행하고 있다는 것이다. 이러한 연구 결과는 신용평가체계에 있어서 단순히 신용등급을 등재하는 경우보다 향후의 등급하락에 대한 정보를 등급전망을 통해서 시장에 전달하고 있음을 뜻하는 결과이다.

신용등급이 "A"인 표본을 의미하는 더미변수가 유의 하다는 점은 다른 등급에 비해서 "A"등급을 받은 기업이 하락전망을 받는 경우에 등급하락으로 이어진 가능성이 통계적으로 검증된 것을 의미한다. 다른 등급보다 "A"등급이 차별성을 지니는 것은 아마도 시장에서 "A"등급과 "BBB"등급 기업에 대한 인식이 상이하다는 점으로 설명할 수 있다. 보다 높은 신용을 지닌 기업에 투자하여 안정적 수익을 기대하는 투자자의 입장에서 다른 등급간의 신용의 차이보다 "A"등급과 "BBB"등급의 차이를 보다 크게 인식할 개연성이 존재한다. 따라서 기업이 "AA"를 받은 기업이 "A"로 하락할 가능성보다 "A"등급을 받는 기업이 "BBB"로 하락할 가능성이 높은 기업일 가능성이 높을 것이기 때문에 이와 같은 분석결과가 도출된 것이다.

#### 4.4. 중기 누적초과수익률의 다중회귀모형 분석결과

Bannier & Hirsch(JBF, 2010)에서 밝힌 바와 같이 신용등급의 보조정보로서 등급감시에 대한 연구는 많지 않다. Holthausen and Luftwich(1986)에서는 등급감시(credit watch)가 선행하는 등급하락의 경우는 직접적인 등급하락의 경우보다 정보효과가 크지 않다는 사실을 밝혔고, Hill and Faff(2007)는 등급감시후 등급하락의 사전적 효과와 사후적 효과를 분석한 결과에 따르면, 주식시장에서는 이러한 경우의 등급하락을 사전적으로 예상하여 부정적인 주가반응으로 나타나지만 사후에는 오히려 긍정적인 주가반응이 나타나는 결과를 보였다. 국내에서는 Bannier and Hirsch(JBF,2010)의 연구결과에 착안하여 이준서와 강경훈(2013)가 등급감시의 변화가 등급변경으로 이어지는 경우에 등급감시의 정보효과가 존재함을 연구하였다. 해외의 선행연구와 마찬가지로 부정적 등급감시 등재의 경우에만 누적초과수익률이 유의한 결과를 보였고 부정적 등급감시 이후에 등급하락이 발생하는 경우에 유의한 누적초과수익률이 나타났다.

<표12> 다중회귀분석 분석결과

아래의 분석결과는 본평정에서 하락전망이 등재된 후 60일 이후까지의 누적초과수익률(CAR(0,60))을 종속변수로 회귀분석을 실시한 결과이다.

$$CAR(0,60)_i = \beta_1 + \beta_2 Lev_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 ToDefault_i + \beta_5 BtM_i + \beta_6 Beta_i + \beta_7 A_i + \beta_8 BB_i + \epsilon_i$$

$i$  : 개별 등급전망,  $CAR(0,60)_i$  : 등급전망 공시 이후 60일까지의 누적초과수익률,  $Lev$  : 발행기업의 총채무를 총자산으로 나눈 채무비율,  $ROA$  : 발행기업의 수익성을 나타내는 총자산순수이익률,  $ToDefault$ : 신용등급이 채무이행등급(B-이상)에서 채무불이행등급(CCC+이하)으로 하락하는 경우,  $BtM$ : 발행기업 총자산의 시장가 대비 장부가치,  $Beta$ : 체계적으로 발생하는 개별발행기업의 시장포트폴리오에 대한 상대적 위험수준,  $A$  : 등급변경 전의 신용등급이 A군(A+, A0, A-) 경우를 나타내는 더미변수,  $BB$  : 등급변경 전의 신용등급이 BB군(BB+, BBo, BB-) 경우를 나타내는 더미변수

종속변수 : CAR(0,60)																	
Model 1					Model 2					Model 3							
변수	계수	표준오차	z값	p> z	변수	계수	표준오차	z값	p> z	변수	계수	표준오차	z값	p> z			
Constant	0.477	0.2678	1.78	0.081	*	Constant	0.5077	0.2645	1.92	0.06	*	Constant	0.1805	0.1024	1.76	0.084	*
Lev	-0.3224	0.2693	-1.20	0.236		Lev	-0.4076	0.2483	-1.64	0.106							
ROA	0.0019	0.0024	0.83	0.41								ROA	0.003	0.0022	1.39	0.172	
BtM	-0.0391	0.023	-1.70	0.095	*	BtM	-0.0307	0.0206	-1.49	0.142		BtM	-0.025	0.0198	-1.26	0.213	
Beta	-0.1347	0.0708	-1.90	0.062	*	Beta	-0.1305	0.0704	-1.85	0.069	*	Beta	-0.101	0.0652	-1.55	0.127	
ToDefault	0.2935	0.1691	1.73	0.088	*	ToDefault	0.2676	0.1658	1.61	0.112		ToDefault	0.2558	0.1668	1.53	0.131	
A	-0.1048	0.0433	-2.42	0.019	**	A	-0.1093	0.0428	-2.55	0.013	**	A	-0.1083	0.0433	-2.50	0.015	**
BB	-0.7972	0.2679	1.78	0.081	*	BB	-0.7519	0.1982	-3.79	0	***	BB	-0.8262	0.2055	-4.02	0	***
F(7,54)	3.7					F(7,54)	4.23					F(7,54)	4.05				
Prob>F	0.0024					Prob>F	0.0014					Prob>F	0.002				
R-squared	0.3242					R-squared	0.3156					R-squared	0.3063				
Adj. R-squared	0.2366					Adj. R-squared	0.24					Adj. R-squared	0.2306				
N	62					N	97					N	97				

<표12>는 Bannier and Hirsch(JBF,2010)와 이준서와 강경훈(2013)의 방법론을 차용하여 누적 초과수익률을 종속변수로 실시한 회귀분석의 결과이다. 선행연구와는 달리 등급전망 공시일의 누적 초과수익률이 유의하지 않고 공시일 이후의 누적 초과수익률도 유의하지 않은 경우가 많아 본평정에서 하향전망이 등재된 표본을 추출하여 하락전망이 기업의 중기 성과에 대한 설명력이 존재하는 가를 실증적으로 분석한다.

기업의 시장가대비 장부가치 변수(BtM)의 계수는 모형1에서만 부분적으로 유의한 음(-)의 부호를 보이고 있다. 시장가대비 장부가치가 크다는 것은 기업의 잠재적 성장가능성과 무형자산에 대한 시장의 평가가 긍정적이지 않다는 것을 의미한다. 따라서 유의한 음(-)의 계수는 기업의 성장가능성이 제한적이고 시장의 평가가 호의적이지 않은 표본의 경우에 누적 초과수익률이 악화될 수 있다는 것을 의미한다. Beta변수의 경우에는 모형1과 모형2에서 부분적으로 유의한 음(-)의 계수를 보이고 있어 기업의 위험이 증가하는 경우에 누적 초과수익률이 더욱 낮아지게 될 것이라는 예상이 가능한 결과이다.

프로빗모형 분석결과와 마찬가지로 "A"등급 더미변수와 "BB"등급 더미변수가 비교적 높은 수준의 통계적 유의성을 보이고 있다. 해당계수들이 음(-)의 값을 가져 "A"등급과 "BB"등급에 속한 표본의 경우에 하락전망 후에 발생하는 누적 초과수익률의 수준이 보다 더 낮은 것이라는 예측이 가능하다 앞서 설명한 바와 같이 투자자의 "A"등급과 "BB"등급에 대한 부정적 인식이 주가에 중기적으로 반영되고 있다고 설명할 수 있다.

마지막으로 회사채의 등급이 채무불이행등급으로 하락하는 경우에 "1"의 값을 갖는 채무불이행하락 더미변수(ToDefault)는 모든 모형에서 계수값이 양의 부호를 보이고 있고 모형1에서만 부분적으로 유의하다. 신용등급이 채무불이행등급으로 하락하는 경우는 신용등급이 악화되기 때문에 주가는 부정적으로 반응하는 것이 일반적인 예상이지만 신용등급이 하락전망 이후에 채무불이행등급으로 하락하는 표본의 경우에는 누적 초과수익률의 상승하는 모습을 보인다는 것이다. 물론 표본 전체가 본평정 하락전망이 등재된 경우에 국한되는 분석결과이므로 누적 초과수익률의 하락 정도가 상대적으로 작다고 해결될 수 있다. 이러한 분석결과는 신용등급제도에 있어서의 등급전망이 가지는 신용개선효과를 설명해줄 수 있는 증거이다. Chung, Frost and Kim(2012)에서 언급한 바처럼 신용등급은 발행기업과 회사채의 채무지급과 관련된 가능성에 관련된 정보를 전달하는 것이 일차적인 기능이나 신용등급을 통해서 발행기업으로 하여금 신용도를 개선하도록 유도하는 역할도 동시에 수행한다는 주장과 일치하는 결과인 것이다.

## 5. 결론 및 시사점

신용등급은 금융기관의 주요 기능인 참여자 간의 중개기능, 위험의 감소 기능 및 정보의 비

대청의 문제를 해결한다는 측면에서 그 필요성은 자명하다. 하지만, 신용등급의 경우에 향후 기업 신용도의 변화와 관련된 방향성을 제시할 수 있는가라는 면에서 제한적인 면이 존재한다. 그렇기 때문에 등급감시와 등급전망과 같은 보조적인 동적 신용정보제도를 병행하는 것은 매우 중요한 의의를 지닌다.

등급감시의 경우에는 관련 정보의 시기가 매우 긴박하다는 점으로 인해 발행기업의 신용개선을 위한 충분한 시간이 제공되지 않는다는 점에서 신용개선을 위한 기업의 노력을 촉진시키기 실효성보다는 조기경보와 같은 기업의 신용정보변화를 신속하게 시장에 전달하는 것이 그 주요 기능이라고 판단된다. 따라서, 기업으로 하여금 회사의 신용도에 대한 중기적인 방향성에 대한 정보를 신용평가사로부터 입수하고 필요한 조치를 통해 기업신용을 개선한다는 측면에서는 등급전망이 매우 적절한 제도일 것이다.

본 연구에서는 신용평가제도에서도 기업의 신용에 관한 정보를 시장에 전달하는 기능은 물론 기업의 신용개선효과가 존재할 것으로 판단되는 등급전망에 대한 실증적 분석을 실시하고 등급전망의 정보가치와 다른 유형의 평정을 통한 기업의 신용개선효과를 살펴보았다.

연구 결과에 따르면, 등급전망의 상향전망에 대한 긍정적 주가반응은 유의하지 않지만 하향전망에 대한 부정적 주가반응은 중기적으로 등급변경에 관한 선행연구와 일치된 유의하다는 결론을 도출하여 하향전망의 정보가치가 존재함을 실증적으로 검증하였다.

또한, 등급전망의 정보효과는 평정 별로 상이할 것이라는 추론을 바탕으로 등급전망을 본평정, 수시평정 및 정기평정으로 구분하여 분석하였다. 분석한 결과에 의하면 3가지 평정유형 중에서 본평정이 가지는 주가에 대한 영향력이 수시평정과 정기평정의 효과보다 우세하여 평정을 고려하지 않는 경우에는 수시평정과 정기평정의 효과를 제대로 분석할 수 없다는 점을 발견했다. 특히 정기평정 하락전망의 경우에는 본평정에서 나타난 주가에 대한 부정적 효과가 유의하지 않아 하락전망 후의 기업의 신용개선효과를 예상할 수 있었다.

하락전망후 등급하락한 표본을 나타내는 더미변수에 대한 프로빗모형 분석결과에 의하면, 부채비율이 높은 기업의 경우에 하락전망이 실질적인 등급하락으로 이어질 가능성이 높고 특히 신용등급이 "A"인 기업의 경우에 빈번하게 나타날 수 있다는 결론을 보였다. 신용등급에 따라 투자자와 시장의 인식에 차이가 존재하기 때문에 신용등급에 따라 하락전망이 등급하락으로 이어지는 가능성이 상이할 수 있음에 주목해야 한다는 실증적 분석결과라고 할 수 있다.

마지막으로, 하락전망 후 중기 누적초과수익률에 영향을 미치는 변수를 분석한 다중회귀분석에서는 채무비율이 높고, 성장가능성이 낮으며, 시장대비 위험이 높고 채무불이행등급으로 하락할 가능성이 높은 기업의 하락전망 이후 중기 누적초과수익률은 낮다는 결론을 보였다. 특히 채무불이행등급으로 하락할 가능성이 높은 기업의 경우에는 누적초과수익률이 개선되는 경향을 보였는데 이는 기업의 신용개선효과가 존재한다는 간접적 실증결과라고 할 수 있다.

## 참고문헌

- 김석진, 설병문, 김진수, "신용등급과 자본구조," 재무연구, 제20권, 2007, 69-92.
- 김성태, 이필상, "신용등급과 이익조정이 자본구조 결정에 미치는 영향에 관한 연구," 대한경영학회지, 제20권 제5호, 2007, 2207-2227.
- 김태규, "정보비대칭과 신용등급 변경 공표의 효과," 재무관리연구, 제29권 제2호, 2012, 165-188.
- 김태규, "기업어음 신용등급 변경의 비대칭 정보효과," 재무관리연구, 제31권 제2호, 2014, 169-192.
- 나이스, Special Report: 등급전망과 등급감시, 제대로 운영되고 있는가?, NICE, 2014
- 박현섭, 송인만, "회사채 신용등급에 대한 차별적 시장반응," 회계학연구, 제30권 제2호, 2005, 277-305.
- 오세경, 황인덕, "글로벌 금융위기 이후 신용평가산업의 환경변화 고찰과 주요 현안에 대한 정책 제언," 한국증권학회지, 제41권 제1호, 2012, 1-39.
- 이준서·강경훈, 신용등급감시의 정보가치에 대한 실증적 분석, xxxx, 2013
- 주상룡, "회사채신용등급 변경이 주가에 미치는 영향에 관한 연구," 한국증권학회지, 제29권 제1호, 2001, 221-243.
- Arnould W.A. Boot, Milbourn, Todd T. and Schmeits, Anjolein, "Credit Rating as Coordination Mechanisms," The Review of Financial Studies, v19 n1, 2006.
- Chung, K.H., C.A. Frost, and M. Kim, "Charateristics and Information Value of Credit Watches," Financial Management, Spring 2012, 119-158.
- Dichev, I.D. and J.D. Piotroski, "The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes," Journal of Finance, 56, (2001), 173-204.
- Goh, J.C. and L.H.Ederington, "Bond Rating Agencies and Stock Analysts, Who Knows What When?," Journal of Financial and Quantitative Analysis, 33, (1998), 569-585.
- Jorion, P., Z. Liu, and C. Shi, "Informational Effects of Regulation FD, Evidence from Rating Agencies," Journal of Financial Economics, 76, (1986), 57-89.
- Jorion, P. and G. Zhang, "Information Effects of Bond Rating Changes: The Role of the Rating Prior to the Announcement," Journal of Fixed Income, 16, (2007), 45-59.
- Kim, Y. and S. Nabar, "Bankruptcy Probability Changes and the Differential Informativeness of Bond Upgrades and Downgrades," Journal of Banking and Finance, 31, (2007), 3843-3861.
- Kothari, S.P., S. Shu, and P. Wysocki, "Do Managers Withhold Bad News?," Journal of Accounting Research, 47, (2009), 241-176.