

신용평가사의 역할에 대한 고찰 : 사건연구를 통한 분석*

류두원¹ · 류두진^{2†} · 양희진² · 홍기택³

¹고려대학교 경영학과 · ²성균관대학교 경제학과 · ³중앙대학교 경제학부

A Study on the Role of Korean Credit Rating Agencies

Doowon Ryu¹ · Doojin Ryu² · Heejin Yang² · Kyttack Hong³

¹Korea University, Business School

²College of Economics, Sungkyunkwan University

³School of Economics, Chung-Ang University

■ Abstract ■

Through the event study methodology and the case study on the Company T and its subsidiaries, this study analyzes the effect of credit rating downgrade in the Korean stock market. Our empirical results cast some doubts on whether credit rating agencies made adequate credit rating adjustments on the Chaebol companies, and suggest that little information was provided to the bond market investors. This study provides some policy implications by recommending that regulators encourage credit rating agencies to provide more accurate and appropriate information to market participants.

Keywords : Bond, CP, Event Study, Credit Rating Changes, Credit Rating Agencies

논문접수일 : 2015년 05월 18일 논문게재확정일 : 2015년 08월 30일

논문수정일(1차 : 2015년 08월 17일)

* 유익한 조언과 도움을 주신 강창희 교수님, 나원찬 교수님, 황준호 교수님, 성균관대학교 경제연구소(한국연구재단 중점 연구소)에 감사드립니다. 이 논문은 2014년 정부(교육부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2014S1A5B8060964).

† 교신저자, sharpjin@skku.edu

1. 서 론

T모그룹 사태¹⁾는 작게는 금융상품투자자들에게 직접적인 금전적 손해를 끼쳤으며, 크게는 우리나라의 경제와 사회에 파장을 일으켰다. 일차적인 원인은 해당 그룹차원의 문제에 있을 것이나, 금융당국의 관리감독이나 관련금융기관들의 역할과 책임 또한 고려해 봐야 할 것이다. T모그룹 사태의 문제가 심각하게 받아들여졌던 가장 큰 이유 중 하나는 개인투자자들의 상당한 피해가 예상되었기 때문이다.²⁾ T모그룹 사태와 관련하여 학계나 여러 시민단체에서 관련된 토론회가 열리기도 하고 의회에서도 각종 제도 및 법적 규제를 마련하려는 움직임을 지속적으로 보이고 있으며, 금융감독원에서는 T모그룹 사태 발생 이후 철저한 대응을 약속하였다.³⁾ 지난 2015년에는 T모그룹 전 회장이 유죄를 선고받는 등의 법적처분이 이루어지는 등 사태가 마무리되어 가고 있는 것으로 보이나, 여전히 논란과 피해의 여파는 지속되고 있다. 또한 T모그룹 사태에 대한 신용평가사의 책임을 물어야 한다는 주장이 있었으며, 2015년 4월 금융위원회에서는 국내 3사 신용평가사 기관, 임·직원에게 ‘개선’, ‘문책경고’, ‘감봉’ 등의 조치를 내리는 등 신용평가사에 대한 제재⁴⁾가 이루어졌다. 이를 계기로 신용평가제도 개선을 위한 방안이 더욱 필요해지고 이에 따른 정·재·학계의 논의와 움직임이 계속되고 있다.

금융감독원(이하, 금감원)은 은행업감독업무 시행세칙 제50조⁵⁾에 따라 주 채무계열 현황을 보고 및

관리하고 있다. 2013년 10월을 기준으로, 주 채무계열 선정 기준은 신용공여 잔액이 전전년말(2011년 말) 금융기관 전체 신용공여의 0.1% 이상인 계열기업군을 주 채무계열로 선정하고 있다. T모그룹은 필요한 자금을 가장 안전하게 조달할 수 있는 은행을 통하여 부채를 조달하였지만, 조달하는 금액이 금감원의 은행업감독업무 시행세칙에 위반되지 않도록 즉, 주 채무계열로 선정되지 않는 한도 내에서 조달을 하게 된다. 그럼에도 불구하고 충분한 양의 자본을 조달할 수 없었기 때문에 채권을 발행한다. 이후, T모그룹과 관련된 대부분의 금융자산들은 위험도가 높은 자산이 되게 되었으며 투기등급의 채권을 발행하여 시중에 유통시키는데서 그치는 것이 아니라 기업어음(CP)을 발행하여 개인투자자들에게 판매하였다.

물론 금융자산 자체나 매각과정 등에 있어서 법적인 문제가 없는 이상 금융자산을 구입한 결과에 대해서는 투자자 본인이 책임져야 하는 것이 당연하다. 투자등급의 채권보다 투기등급의 채권이 더 높은 수준의 수익률을 제공하는 이유는 더 위험하기 때문이며, 기업어음이 높은 수준의 수익률을 주는 것 또한 마찬가지이다. 기업에 충분한 여유 자금이 있다면 기업의 입장에서 높은 이자를 지급하면서 까지 위험한 방법을 사용하면서 자금을 조달한 유인이 없기 때문이다.

T모그룹의 채권과 기업어음을 개인투자자에게 판매한 것이 적법했는지, 불완전판매에 해당하는지에 대해서는 문제는 차치하고 만약 T모그룹의 행위가 위법성이 없다고 한다면 해당사건은 투자에 대한 책임은 본인에게 있다는 투자자들이 전적으로 모든 책임을 져야하는 논리가 적절인가에 대해서는 생각해볼 문제이다. 위에서 언급한 금감원의 은행업감독규정 제79조는 부채가 많은 기업집단에 대하여 주채권은행이 관리·감독하는 것으로 그룹의 부채를 관리하고 있다. T모그룹 사태의 여파로 금융당국에서는 주 채무계열 선정에 기업어음과 회사채등의

1) 이와 관련하여 2012년 12월부터 2015년 2월까지의 T모그룹 사태의 진행과정을 일지형태로 부록(Appendix)의 <표 A1> 으로 정리하였다.

2) 2013년 9월 30일자 “T모그룹 계열사 기업회생절차 개시 신청 관련” 금융감독원 보도자료에 따르면, 개인투자자의 비율이 99%를 넘는다. 이와 관련된 내용을 부록 <표 A2>로 정리하였다.

3) 2013년 12월 26일자 “T모그룹 사태 발생 이후 대응현황” 금융감독원 보도자료 참고하시오.

4) 금융위원회는 2015년 4월 24일자로 국내 3사 신용평가기관, 임원, 직원을 대상으로 제재조치를 시행하였다. 자세한 내용은 금융위원회 2015년 4월 25일자 의결정보, 제재정보를 참고하시오.

5) 자세한 내용은 금융감독원 은행업감독업무 시행세칙을 참고하시오.

이른바 ‘시장성 차입금’을 포함시켜야 하는지 여부에 대하여 논쟁 중에 있다. 또한, 금감원은 시장성 차입금의 50% 정도를 신용공여액 기준에 포함시키거나, 현행 0.1%인 기준을 조금 더 낮추는 방안 등을 금융위에 제시한 상태이다.

기본적으로 주 채무계열선정의 가장 큰 목적은 거시경제적인 입장에서 거대그룹의 파산 등으로 인하여 경제전체가 흔들리는 것을 방지하기 위함이다. 그러나 T모그룹 사태의 최대 피해자는 개인투자자들이다. 물론, 현재 금감원에서 제시한 방안은 개인투자자들을 보호할 수 있는 내용도 포함되어 있으나, 목적자체가 차이가 있는 만큼 개인투자자들을 무분별한 부적격 금융자산으로 부터 보호하기 위한 방안이 새롭게 정립되어야할 필요성이 있다. 이러한 일련의 과정에서 신용등급평가회사(이후, 신용평가사)의 위치는 매우 중요하다.⁶⁾ 때문에 이번 T모그룹 사태에 신용평가사의 역할이 적절했는지, 또한 시장에 시장참가자들에게 유용한 정보로써 인식되었는지 알아보는 것은 국내 금융시장의 안정을 위하여 중요한 의의를 갖는다고 할 수 있다. 다만, 본 연구는 학술연구로써, T모그룹의 불법행위가 있음을 밝히려는 것이 아니며, 전적인 책임을 특정 기관이나 신용평가사의 탓으로 돌리고자 함도 아니다. 실제 자료에 근거한 분석을 수행함으로써, T모그룹 사태와 같이 경제 전반에 영향을 주는 큰 사건이후에 책임 여부를 파악해 내는 것도 중요하지만, 사태에 대한

적절한 대응과 더 나아가 이후 벌어질 수 있는 또 다른 사건의 예방까지도 고려한 정책과 제도를 수립하기 위한 근거를 마련하는 것이 중요하다.

본 연구는 이러한 맥락에서 신용평가사가 적절한 등급조정을 하였는지 또한 채권투자자들이 과연 적절한 정보를 가지고 있었는지를 간접적으로 알아보기 위하여 각 신용평가사의 신용등급공시 내역을 중심으로 살펴본다. 또한 사건연구를 통하여 T모계열사의 신용등급하락변경에 대한 주식시장의 반응을 분석하였다. 그 결과 주식시장의 반응은 사건일(event day) 즉 신용등급 변경공시일 이전인 -20일에서 0일, -10일에서 0일 등의 구간에서 유의한 음(-)의 비정상수익률이 관찰되었다. 즉, 주식시장 투자자들이 T모그룹의 위험성에 대해서 인지하고 공시일 이전부터 민감한 반응을 보였다고 할 수 있다. 반면 채권수익률의 경우는 공시 이후에서야 수익률의 변화를 관찰 할 수 있었다. 이러한 결과는 채권투자자와 주식투자자간에 정보비대칭(information asymmetry)이 있었다는 것을 의미하며, 채권투자자들이 적절한 정보를 전달받지 못했다고 할 수 있다.

또한, 본 연구의 결과는 신용평가사의 T모그룹 계열사에 대한 신용등급의 하락변경공시 이력을 살펴봐왔을 때, 과연 해당등급이 적절하였는가에 대한 고려를 할 필요성이 있음을 암시하고 있다. 즉, 기업의 일반적인 재정악화나 기업의 성장 등의 좋은 상황에서의 채권등급 평가는 적절히 이루어지고 있으나, 기업의 파산이나 도산상황에서의 등급 조정에 있어서 금융당국이나 신용평가사의 반응이나 대응이 다소 늦었을 가능성을 제시하고 있다.⁷⁾

이러한 결과들을 토대로 본 연구는 개인투자자를 보호하기 위한 정책 및 제도 개선에 대한 필요성을 제언하고자 한다.⁸⁾ 첫째, 신용평가사에 수수료를 납부하고 해당 기업의 등급변화나 특이사항 등

6) 신평사 C(<http://www.kisrating.com/>)는 “신용평가는 전문적이고 객관적인 위치에 있는 신용평가사가 특정 유가증권(CP, 회사채 등)의 원리금이 상환조건대로 상환될 확실성 혹은 발행자의 금융채무 전반에 대한 상환능력을 일정한 기호, 즉 ‘신용등급’으로 표시하여 투자자 등 이해관계자에게 공시하는 제도를 말한다. 원리금 상환능력은 미래의 특정 시기에 특정 규모의 현금이 창출될 가능성에 의해 좌우되기 때문에 현금흐름에 영향을 주는 모든 요소들을 고려하여 미래의 현금흐름을 정확하게 예측하는 것이 신용평가의 핵심이라고 할 수 있다.”고 밝히고 있으며, 신평사 B의 신용평가의 이해와 활용, 새로운 제안(2009), pp.20-22에서 “신용평가의 의의는 크게 정보의 비대칭성 완화, 발행자의 자금조달 비용 감소, 시장의 투명성과 자금배분의 효율성을 제고시키는데 있다.”라고 밝히고 있다.

7) Jorion and Zhang[21]은 신용평가사의 등급조정은 좋은 뉴스(good news)로 인한 등급인상조정보다 나쁜 뉴스(bad news)로 인한 등급하향조정이 더 늦게 이루어진다고 밝히고 있다.

8) 이와 관련된 자세한 내용은 결론에서 구체적으로 제시한다.

에 대한 정보를 간소한 형태로 투자자에게 지속적으로 제공하도록 하는 제도를 마련한다. 둘째, 현재 신용평가사에서 사용하고 있는 등급에 대한 모호한 설명을 정확하게 고쳐서 제시하여야 한다. 셋째, 회사채와 같은 직접금융시장에서는 투자자 스스로의 판단이 매우 중요하기 때문에 채권 투자자들에게 정확한 정보 전달이 되었는지 확인하는 절차를 마련한다. 넷째, 현재의 신용평가사는 사실 상의 독과점 형태로써 경쟁적이지 못하며 또한 신용평가기체대로 이루어지는지에 대해서 확인하기가 어렵다. 때문에 이와 같은 과정에서 금융당국의 관리가 필요할 것으로 보인다.

본 연구는 다음과 같은 실무 및 정책적 함의를 갖는다. 첫째, 최근의 T모그룹 사태를 바탕으로 하여 신용평가사에 대한 정책적 함의를 제시하고자 한다. 둘째, 실증분석을 통하여 정책시행에 근거를 제시하고자 한다. 셋째, 이후 T모그룹 사태와 같이 투자자와 금융시장 전반에 큰 영향을 미치는 사건이 생기더라도 피해를 완화 할 수 있는 방안을 제언하고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 투자자보호정책이 자본시장에 미치는 영향에 대한 선행연구들을 통하여 이론적 배경을 제시한다. 제 3장에서는 T모그룹 계열사의 신용등급 변경에 대한 주식시장 및 채권시장 반응을 살펴본다. 마지막으로 제 4장에서는 이러한 실증분석 결과를 설명하고, 마지막 제 5장에서는 국내에 투자자보호법의 필요성을 제시하고 정부의 투자자보호정책을 제언한다.

2. 이론적 배경 및 가설 설정

2008년 금융위기 이후 국내외 다수의 연구들이 금융위기의 원인을 제공한 미국 발 서브프라임 모기지론(sub-prime mortgage loan) 사태의 책임이 글로벌 신용평가사에 있다는 비판적인 시각의 연구를 발표해왔다[17, 23]. 진정으로 중요한 것은 이러한 비판이후에 비슷한 문제가 재발하지 않기 위한

특정한 조치가 이루어 져야 한다는 것이다.

국내시장에서 오세경, 황인덕[8]의 연구에서는 글로벌신용평가사의 문제점을 지적하고 국내 신용평가사에 대한 정책과 관련하여 등급쇼핑, 등급인플레이의 문제와 복수평가제에 대한 문제 등에 대하여 고찰하였다. 해당 연구에서 제시한 방안이나 정책에 대한 쟁점은 신용평가사의 당시의 국제적으로 신용평가사에 대한 규제를 강화하는 움직임을 국내에도 똑같이 적용해야 하는 가에 대한 의문을 제시하였다. 그러나 작금의 사태에 비추어 볼 때 해당 의견이 현재에도 적용가능 할 것인가에 대한 의문을 일부나마 해소하고자 한다. 언뜻 보기에 T모그룹 사태와 같은 금융투자자 및 국내경제에 큰 파장을 주는 사건이 일어나는 것을 예견 및 적절한 조치를 취하지 못한 것에 대하여 신용평가사가 일정 부분 책임이 있을 수 있을 것으로 보인다. 그렇기 때문에 본 연구에서는 신용등급 변경 공시 내역과 그에 따른 비정상수익률의 비교를 통하여 T모그룹의 신용등급 변경공시가 어떠한 형태로 주식시장에 반영이 되었는지에 대하여 살펴보고자 한다.

다수의 연구에 의하면 신용등급 하락 변경공시는 주가에 유의한 영향을 미치는 것으로 알려져 있다[15, 16, 18, 20]. 이는 국내 시장을 대상으로 한 연구들의 실증분석 결과 또한 마찬가지이다[4, 14, 1, 2]. 만약 신용평가사에서 T모그룹에 대한 적절한 판단을 했다면 사건연구를 통하여 해당 정보가 주식시장에 반영되었다는 결과가 나타났을 것이다. 또한 이러한 결과는 주식시장에 T모그룹에 대한 위협이 반영되었으나 채권투자자들에게는 적절하게 반영되지 않았을 가능성에 대하여 분석해보도록 한다.

3. 연구 방법

3.1 표본선정방법

앞에서 설정한 가설을 검증하기 위하여, 사건연구를 통한 비정상 주식수익률을 계산하여 알아보고자

<표 1> 신용등급 변경 공시 표본

본 표는 연구에서 사용된 표본들을 정리한 것이다. 사용된 총 표본의 개수는 8건이다. Bond는 회사채이며 CP은 기업어음을 뜻한다. 평가기관은 국내 신용평사가 3사(신평사A, 신평사B, 신평사C)를 의미한다.

기업명	구 분	공시일	평가기관	평가종류	등급
㈜T모	CP	20121207	신평사A	정기평가	B
㈜T모	CP	20130614	신평사C	수시평가	B-
㈜T모	CP	20130911	신평사B	수시평가	B-
T모시멘트(주)	CP	20121226	신평사B	정기평가	A3-
T모시멘트(주)	CP	20130829	신평사B	수시평가	B+
T모시멘트(주)	CP	20130927	신평사B	수시평가	B-
T모증권	BOND	20121218	신평사A	수시평가	A
T모증권	BOND	20130829	신평사A	정기평가	A-

한다. 이를 위하여 2012년 1월 1일부터 2013년 9월 31일까지의 연구기간을 설정하고 T모그룹에 속하는 계열기업 중 KOSPI와 KOSDAQ에 상장된 회사 중에 신용등급 변경공시가 이루어진 기업인 T모, T모증권, T모시멘트를 대상으로 진행하였다. 이와 같이 연구기간을 설정한 이유는 소위 말하는 T모그룹사태가 연일 보도되며 불거져 나오기 시작한 때가 2013년 9월경이기 때문에 이전 기간에 적절한 등급변경이 이루어져 있는지 등에 대해서 살펴보기 위함이다. 그룹 계열사 중 일부만 선택이 된 이유는 금융감독원에서 특별감리 대상으로 삼은 T모파이낸셜대부, T모레저, T모인터내셔널, (주)T모, T모시멘트, T모네트웍스 6개사와 T모증권 중 해당 기간에 회사채 및 기업어음 신용등급의 하락공시가 이루어진 기업이 3개의 계열사뿐이기 때문이다.⁹⁾ 본 연구에 사용되는 기업의 추가자료 및 신용등급 변경 공시자료는 KIS-Value와 금융감독원 전자공시시스템(DART)을 통하여 추출하였으며, 채권 관련 정보는 FN-Guide를 이용하여 추출하였다. 또한 다음과 같은 방법을 사용하여 사전적으로 편향되지 않은 연구를 진행하였다. 표본선정의 절차는 다음과 같다.

- ① KOSPI에 상장된 기업을 대상으로 2012년 1월 1일부터 2013년 9월 30일까지 기간의 회사채 및 CP 신용등급 이력을 추출한다.

9) 실제로 분석에 사용되는 표본대상은 다음에 설명되는 표본추출 방법에 의하여 선정되었다.

- ② 국내 신용평가사 3사의 각 신용평가등급(하락)변경공시를 추출 한 뒤 동일 신용평가사에서 일주일 이내에 공시된 건은 최초 공시된 표본만을 사용하고 나머지는 제외한다.
- ③ 위의 과정에서 신용평가사별로 나누었던 데이터를 합하여 공시일이 일주일 이내인 경우, 마찬가지로 최초 공시된 표본만을 사용하고 나머지는 제외한다.
- ④ 거래일 기준 -180일에서 -21일에 해당하는 160일 간의 기간을 정상수익률의 추정기간(estimation period)으로 삼는다.
- ⑤ (주)T모 및 T모시멘트(주)의 경우 2013년 9월 30일과 10월 1일자에 시행된 매매거래정지 처분¹⁰⁾과 매우 근접해 있는 표본을 제외하고, 검증일을 -20일에서 +1일로 한정한다. +1일로 한정 한 이유는 매매거래정지 처분으로 인하여 분석에 필요한 자료가 존재하지 않기 때문이다.

위와 같은 방법을 통하여 선정된 표본을 <표 1>로 정리하였다.¹¹⁾

10) (주)T모는 2013년 9월 30일, T모시멘트(주)는 2013년 10월 1일자로 매매거래정지가 되었다. 자세한 내용은 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)에서 (주)T모 및 T모시멘트(주)의 주권매매거래정지 공시를 참고하십시오.

11) 또한 표본기업들의 추가변화와 채권수익률 변화를 한 눈에 파악 할 수 있도록 [그림 A-1]로 정리하여 부록에 첨부하였다.

3.2 사건연구

3.2.1 비정상수익률

본 연구의 사건일(event day)은 신용등급 변경 공시일로 정한다. 가설검증을 위하여 검증기간 동안의 조정비정상수익률(adjusted abnormal return)을 시장모형(market model)과 시장조정모형(adjusted market model)의 두 가지 방법을 사용하여 기대 수익률과 실제 수익률을 t검정에 의한 차이분석을 실시하였다. 시장모형의 경우에는 식 (1), 시장조정모형의 경우에는 식 (2)를 사용하여 분석하였다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (1)$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (2)$$

식 (1)과 식 (2)에서 $R_{i,t}$ 는 개별주식 i의 t일 수익률을, $R_{m,t}$ 은 KOSPI(KOSDAQ)지수의 수익률을 사용한 시장(Market; m)의 t일 수익률을 뜻한다. 즉, 개별주식의 비정상수익률(Abnormal Return; 이하 AR)은 i주식의 수익률($R_{i,t}$)과 시장지수에 의한 수익률($\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}$ 또는 $R_{m,t}$)과의 차이로 산출한다.

개별기업의 비정상수익률의 검증일 별 평균비정상수익률(Average Abnormal Return; 이하 AAR)은 다음의 식 (3)과 같다.

$$AAR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} \quad (3)$$

식 (3)에서 AAR_t 는 t시점의 평균비정상수익률을 나타내고, n은 표본 수이다.

다음으로, 누적평균비정상수익률(Cumulative Abnormal Return; 이하 CAR)은 다음의 식 (4)을 통하여 계산한다.

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

CAR은 사건일을 기준으로 하여 사건일 전후 일정기간 동안의 AR의 합이 보이는 형태를 알아보기 위한 것으로, 식 (4)에서의 t_1 은 시작 시점, t_2 는 마지막 시점이다.

검증기간 동안의 AAR과 CAR은 식 (5)와 식 (6)을 이용하여 통계적 유의성을 검정을 위한 t통계량 값을 계산한다.

$$t = \frac{AAR_t}{\sigma_t / \sqrt{n_t}}$$

$$\text{단, } \sigma_t = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (AR_{i,t} - AAR_t)^2}{n-1}} \quad (5)$$

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

$$\text{단, } \text{var}(CAR(t_1, t_2)) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \text{var}(AAR_t) \quad (6)$$

앞에서 설정한 전체 표본과 하위 표본에 대한 누적비정상수익률이 유의한 차이를 보이는지를 파악하여 T모그룹 계열사들의 신용등급하락 변경 공시가 시장에 유의하게 반영되었는지를 알아보도록 한다.

3.2.2 비정상거래량

T모그룹 사태 전후의 주식거래량 변화를 알아보기 위하여 비정상 거래량(Volume Ratio¹²); 이하 VR)을 추정한다. 비정상 거래량의 추정방법은 Harris and Gurel[19]의 연구에서 사용된 방법을 사용하여 계산한다. 먼저 시장참여자 전체의 비정상 거래량을 계산하는 방법은 식 (7)과 같다.

$$VR^i = \frac{\frac{V_t^i}{V_t^m}}{\frac{V^i}{V^m}} \quad (7)$$

여기서 V^i 는 거래일 기준 공시일로부터 -180일에서 -21일까지의 주식 i의 평균거래량이며, V^m 은 거래일 기준 공시일로부터 -180일에서 -21일까지의 기준 주

12) 직역하면 거래량 비율이지만, 보다 쉽게 이해하기 위하여 비정상거래량 이라는 용어를 사용하도록 한다.

식시장(KOSPI 및 KOSDAQ) 전체의 평균 거래량, V_t^i 는 t일 주식 i의 거래량, V_t^m 는 t일 주식시장 거래량을 뜻한다. 즉, VR_t^i 의 값이 1을 기준으로 유의하게 크면 과거 평균 거래량대비 검증기간의 거래량이 증가하였다는 것을 뜻하고, 유의하게 1보다 작은 경우는 거래량이 감소하였다는 것을 뜻한다.

다음으로 투자자별(기관, 개인 외국인) 비정상거래량(Volume Ratio by Investor types; 이하, VRI)의 계산방법은 식 (8)과 같다.

$$VRI_t^i = \frac{\frac{V_t^i}{V_t^m}}{\frac{V_t^m}{V_t^m}} \quad (8)$$

여기서, V_t^i 는 거래일 기준 공시일로부터 -180일에서 -21일까지의 주식 i의 투자자별 평균 거래량, V_t^i 는 t일 주식 i의 투자자별 거래량, V_t^m 는 거래일 기준 공시일로부터 -180일에서 -21일까지의 주식시장평균 거래량, V_t^m 는 t일 주식시장의 거래량을 뜻한다.

또한 투자자 별 매매동향 파악을 위한 순매수 비율(Net Order Imbalance; 이하, NOI)을 구하기 위하여 식 (9)를 이용한다.

$$NOI = \left[\frac{BV_t^i}{(BV_t^i + SV_t^i)} \right] - 0.5 \quad (9)$$

여기서, BV_t^i 는 t일 주식 i의 매수량, SV_t^i 는 t일 주식 i의 매도량을 뜻한다. 즉, 해당 식 (9)의 값이 0이 나오면 매도량과 매수량이 같다는 뜻이며, 음수 값이 나오는 경우 순매도를 하였다는 것을 뜻한다.

3.2.3 채권 수익률의 변화

신용등급 변경공시가 채권투자자에게는 어떠한 영향을 주었는지 알아보기 위해 신용등급 변경에 따른 채권수익률의 변화를 알아보고자 한다. 채권수익률 비교를 위한 계산절차와 계산은 다음의 방법에 따른다.

① 먼저 채권등급 변경 공시 표본은 앞의 표본선

정 방법을 따른다.

- ② 거래일별 각 채권의 만기수익률(YTM)을 거래금액 기준으로 가중평균을 하여 거래일별 만기수익률을 구한다.
- ③ 위에서 구한 해당 거래일의 만기수익률에서 해당 거래일의 3년 만기 국고채의 만기수익률을 차감한다.
- ④ 신용등급 변경공시일(0일)을 기준으로 거래가 발생한 날만을 대상으로 -5, -4, -3, -2, -1, 0, +1일에 해당하는 각각의 만기수익률을 구한다.
- ⑤ 각 표본의 -5일에서 +1일에 해당하는 만기수익률의 평균을 구한다.

이를 정리하면 식 (10)과 같다.

$$YS_{i,t} = SY_{i,t} - TY_{i,t} \quad (10)$$

여기서 $YS_{i,t}$ 는 표본기업 i기업의 t일의 채권수익률 스프레드이며, $SY_{i,t}$ 는 표본기업 i기업의 t일의 채권수익률을, $TY_{i,t}$ 는 t일의 국채수익률을 의미한다.¹³⁾ 이런 방법을 통하여 구한 채권수익률의 변화를 확인하여 채권등급변경 공시가 채권에 미친 영향을 알아보고, 앞에서 구한 비정상수익률(거래량)과 비교하여 주식투자자와 채권투자자간의 차이를 간접적으로 알아본다.

4. 실증분석 결과

4.1 신용등급평가 내역

사건연구 분석결과를 살펴보기에 앞서서 2013년도 9월 직전의 채권등급 공시 내역에 대해서 살펴보고자 한다. <표 2>는 T모그룹 계열사¹⁴⁾의 2012년도 12월부터 2013년 9월 말까지의 등급 평가내역이다.

13) Kwan[22]과 정무권[9]의 연구와 마찬가지로 3년 만기 국채를 벤치마크로서 사용하여 이자율곡선의 변화를 통제한다.

14) <표 2>와 <표 3>에서는 사건연구에서 사용된 표본 이외의 공시내역 또한 제시한다.

〈표 2〉 T모그룹 계열사의 신용등급 평가내역(유효등급)

본 표는 T모그룹 계열사 중 2012년 12월부터 2013년 9월까지 신용등급평가 공시가 된 기업과 공시일 유효등급을 나타낸 표이다. 회사채와 기업어음으로 나누어서 제시하였으며 취소된 내역은 삭제하였다.

회사채(Bond)			기업어음(CP)		
기업명	공시일	유효등급	기업명	공시일	유효등급
T모	20130930	D	T모	20130930	D
T모	20130614	BB-	T모	20130614	B-
T모	20130409	BB	T모	20121207	B
T모	20121214	BB	T모인터내셔널(주)	20130930	D
T모증권	20130927	BBB	T모인터내셔널(주)	20130614	B-
T모증권	20130927	BBB+	T모인터내셔널(주)	20121226	B
T모증권	20130926	BBB	T모시멘트	20131001	D
T모시멘트	20131001	D	T모시멘트	20121226	A3-
T모시멘트	20130320	BBB-	(주)T모레저	20130930	D
T모시멘트	20121228	BB+	(주)T모레저	20130614	B-
			(주)T모레저	20121231	B
			T모파이낸셜대부(주)	20130927	C
			T모파이낸셜대부(주)	20121226	B+

유효등급 결과를 살펴보면 대체적으로 2012년 12월부터 2013년 9월 말경 T모그룹 전체의 안정성에 대해 공공연하게 대두되기 이전의 회사채등급은 대략 B-에서 BBB+의 분포를 보이고 있으며, 기업어음의 경우는 B-에서 A3-의 분포를 보이고 있다. 회생 절차를 신청하지 않은 T모증권과 T모파이낸셜대부(주)를 제외하면 회사채는 BB-에서 BB+ 등급을, 기업어음의 경우에는 B-에서 A3-의 등급을 보인다. 해당 등급이 적절한지에 대해서 의문이 가는 수준이다. BB+ 등급 이하는 투기등급으로 위험성이 높은 채권이라는 것을 뜻하지만 각 신용등급회사에서 제시한 등급체계를 살펴보면 모호한 표현이 상당히 많다.¹⁵⁾ 예를 들어, AA 등급에 대하여 AAA등급에 비하여 ‘다소 열등한 요소’, ‘다소 낮은 요소’, ‘다소 열위’ 등의 표현을 사용하고 있으며, BBB 등급에서는 ‘장래’라는 단어를 사용하고 있다. 이러한 표현을 일반 투자자들이 투기등급에 대하여 정확하게 이해하고, 투자자들이 받아들여야 하는 위험에 대하여 인지할 수 있었는지 또한 미지수이다.¹⁶⁾ 각 신용평가사 별 등급공시

15) 각 신용평가사별 채권등급 및 기업어음 등급에 대한 등급 체계표는 부록의 <표 A3>과 <표 A4>로 정리하였다.

16) 이러한 부분. 소위 불완전판매가 T모그룹 사태의 법적 및 도의적 책임에 대한 핵심쟁점이라 하겠으나,

를 정리한 <표 3>을 통하여 이러한 내용에 대하여 상세히 알아보도록 한다.

먼저 채권을 보게 되면 T모시멘트의 경우, 각 신용평가사에서 D 등급, 즉, 상환불가능 판정을 내리기 시작한 9월 30일에서 10월 1일 직전인 9월 27일 등급이 신평사 C과 신평사 A 두 기업에서 B+ 즉 “원리금 지급능력이 결핍되어 투기적이며 불황 시에 이자지급이 확실하지 않음.”과 “원리금 지급능력에 당면문제는 없으나, 장래의 안정성 면에서는 투기적인 요소가 내포되어 있다.” 정도로 받아들여지고 있다. 불과 한 달 전, 이보다 높은 BB+ 및 BB 등급을 주었다. 물론 신용평가사에서 지속적으로 짧은 기간 동안 계속해서 T모그룹에 대한 평가를 하고 주시하고 있으며, 하향검토 및 부정적인 견해를 나타내고 있으나, 회생절차신청 한 달 전에 “원리금 지급능력이 당장은 문제가 되지 않으나 장래 안전에 대해서는 단언할 수 없는 투기적인 요소를 내포하고 있음.”이나 “원리금 지급능력에 당면문제는 없으나, 장래의 안정성 면에서는 투기적인 요소가 내포되어 있다.”와 같이 판단내린 결과, 채권 투자자들에게 적절한 정보전달이 되지 않았을 가능성을 내포하고 있다.

본 연구는 이러한 T모그룹 사태의 책임 여부에 대한 것을 다루는 것이 아님을 다시 한 번 밝힌다.

〈표 3〉 T모그룹 계열사의 신용등급 평가내역(신용평가사 별)

본 표는 T모그룹 계열사 중 T모, T모시멘트, T모레저, T모인테리어서비스(주), T모파이낸셜대부에 대한 2013년 8월 이후 신용등급 평가 내역을 정리한 표이다. 각 신용평가사, 그리고 회사체와 기업어음으로 나누어서 제시하였으며 취소된 내역은 제시하지 않는다. 또한 수시평가, 본 평가에 무관하게 구성하였으며, 발행번호가 다르더라도 등급과 동급과 등급 공시일이 같은 경우에는 하나로 표시하였다.

Panel A : 회사체

Name	신평사A				신평사B				신평사C			
	Date	Grade	Out Look	Watch List	Date	Grade	Out Look	Watch List	Date	Grade	Out Look	Watch List
T모시멘트	1001	D	비대상	비대상	1001	D	-	-				
T모시멘트	0927	B+	비대상	하향검토	0927	B+	-	하향검토				
T모시멘트	0829	BB+	비대상	하향검토	0829	BB+	-	하향검토				
T모	0927	B-	비대상	하향검토	0927	B-	-	하향검토	0926	CCC	비대상	하향검토
T모	0911	B+	비대상	하향검토	0911	B+	-	하향검토	0911	B	비대상	하향검토
T모	0829	BB	비대상	하향검토	0829	BB	-	하향검토				
T모	0813	BB	부정적	비대상	0813	BB	부정적	-				

Panel B : 기업어음(CP)

Name	신평사A				신평사B				신평사C			
	Date	Grade	Out Look	Watch List	Date	Grade	Out Look	Watch List	Date	Grade	Out Look	Watch List
(주)T모레저	0930	D	비대상	비대상	0930	D	-	-				
(주)T모레저	0927	C	비대상	비대상	0927	C	-	-				
(주)T모레저	0911	B-	하향검토	하향검토	0911	B-	하향검토	하향검토				
(주)T모레저	0829	B	하향검토	하향검토	0829	B	하향검토	하향검토				
T모인테리어서비스(주)	0930	D	비대상	비대상	0930	D	-	-				
T모인테리어서비스(주)	0927	C	비대상	비대상	0927	C	-	-				
T모인테리어서비스(주)	0911	B-	하향검토	하향검토	0911	B-	하향검토	하향검토				
T모인테리어서비스(주)	0829	B	하향검토	하향검토	0829	B	하향검토	하향검토				
T모	0930	D	비대상	비대상	0930	D	-	-				
T모	0911	B-	하향검토	하향검토	0911	B-	하향검토	하향검토				
T모	0829	B	하향검토	하향검토	0829	B	하향검토	하향검토				
T모시멘트	1001	D	비대상	비대상	1001	D	-	-				
T모시멘트	0927	B-	하향검토	하향검토	0927	B-	하향검토	하향검토				
T모시멘트	0829	B+	하향검토	하향검토	0829	B+	하향검토	하향검토				

CP의 경우에는 (주)T모레저, T모인터내셔널(주), T모에 대하여 9월 11일에 B- 등급을 T모시멘트의 경우는 9월 27일에 B- 등급을 공시하였다. 신평사 A와 신평사 B의 등급 구성에 따르면 B- 등급은 '적기상환능력은 인정되지만 투기적 요소가 내재되어 있음'과 '최소한의 적기상환능력은 인정되나, 그 안정성은 환경변화로 저하될 가능성이 있어 투기적인 요소를 내포하고 있다'를 의미한다. 투자자의 입장에서 매우 위험하다고 파악하기에는 무리가 있다고 본다.

4.2 사건연구 분석결과

본 절에서는 앞 장에서 소개한바와 같이 비정상 수익률, 비정상거래량, 순매수 비율 등의 사건연구

분석 결과를 제시한다. 먼저, <표 4>는 전체표본을 대상으로 사건연구를 분석한 결과이다. 시장모형과 시장조정모형에 상관없이 사건일(0일)을 기준으로 하여 -20일에서 0일 구간, -15일에서 0일 구간, -10일에서 0일 구간 -5일에서 0일 구간에 해당하는 기간에서 매우 유의한 음(-)의 누적비정상수익률이 나타난 것을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 주식시장 투자자들이 T모그룹에 대해 주시하고 있었으며 때문에 등급조정이 이루어지기 전에 이미 해당 정보에 민감하게 반응하여 공시일 전부터 유의하게 주가가 하락한 것으로 보인다. 국내 신용등급 변경공시가 주식수익률에 미치는 영향에 관한 연구들에 의하면, 각각 연구들의 기간, 표본 선정 등의 차이를

<표 4> 비정상수익률 분석결과

본 표는 사건연구를 통한 누적비정상수익률에 대한 결과표이다. 시장모형과 시장조정모형을 이용하여 분석하였으며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미한다. 괄호 안은 t통계량 값이다.

검증일	CAR(Cumulative Abnormal Return)(N = 9)	
	Market model	Market adjusted model
(-20, 0)	-11.6747 [*] (-2.30)	-10.4475 [*] (-2.32)
(-15, 0)	-12.7230 ^{**} (-2.48)	-11.6625 ^{**} (-2.43)
(-10, 0)	-11.4053 ^{**} (-2.51)	-10.7788 ^{**} (-2.64)
(-5, 0)	-7.5464 ^{**} (-2.75)	-7.1963 ^{**} (-2.76)
(-2, 0)	-2.2872 (-0.80)	-2.2425 (-0.81)
(-1, 0)	-1.6061 (-0.69)	-1.6350 (-0.75)
(0, +1)	0.0415 (0.04)	0.0663 (0.06)
(-20, -15)	0.5006 (0.32)	0.8963 (0.59)
(-20, -10)	-2.5424 (-0.93)	-1.8975 (-0.78)
(-15, -10)	-3.5906 (-1.56)	-3.1125 (-1.43)
(-15, -5)	-5.2575 (-1.44)	-4.2625 (-1.26)
(-10, -5)	-3.9398 (-1.31)	-3.3788 (-1.27)
(-1, +1)	-1.1991 (-0.95)	-1.1650 (-0.85)

감안하더라도 하락공시에서 유의한 음(-)의 비정상 수익률이 관찰되고 있다[1, 2, 4, 10, 14]. 때문에 이와 같은 결과는 언뜻 신용평가 상에 문제가 없는 것처럼 보인다. 그러나 채권신용등급 하락변경 공시에 대한 유의한 주가반응은 대부분 공시일 기준 직전, 직후인 (-1, 0), (0, +1), (-1, +1) 등의 구간에서 유의한 누적비정상수익률이 관찰됨은 물론 공시일 이후 또한 유의한 누적비정상수익률이 보고되었다. 표본의 차이와 본 연구에서 이후 기간에 대한 분석이 어쩔 수 없이 이루어지지 못한 부분이 있어서 해당 연구 결과들과의 직접 비교는 어렵지만 적

절한 신용등급 조정이 낮은 것은 아닌가에 대한 간접적인 증거는 될 수 있을 것이다.

다음 <표 5>는 주식시장 참여자별 구분을 통한 비정상거래량에 대한 사건연구 결과이다. 전체 표본은 -20일에서 -10일 구간, -15일에서 -10일 구간에서, 기관 및 개인은 -20일에서 -15일 구간, -20일에서 -10일 구간, 그리고 -15일에서 -10일 구간에서 유의하게 1보다 작은 비정상거래량이 관찰되어 해당 구간의 거래량이 과거 평균거래량 대비 유의하게 감소한 것을 확인 할 수 있었다. 즉, 주식시장 참여자들은 T모그룹 사태 관련사의 신용등급

<표 5> 비정상거래량 분석결과

본 표는 사건연구를 통해 분석한 비정상거래량에 대한 결과표이다. 시장 전체에 대한 T모계열사들의 비정상거래량, 그리고 투자자별로 기관, 개인, 외국인에 대한 분석결과를 제시하였다. 비정상거래량은 1을 기준으로 분석하기 때문에 계수값이 양수여도 t값 및 p값은 음수가 될 수 있다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미하며, 괄호 안은 t통계량 값이다.

검증일	VR(Volume Ratio) (N = 9)			
	전체	기관	개인	외국인
(-20, 0)	1.2371 (0.81)	0.5681 (-1.61)	1.2447 (0.82)	1.3533 (1.41)
(-15, 0)	1.4074 (1.06)	0.6026 (-1.40)	1.4224 (1.08)	1.4042 (1.46)
(-10, 0)	1.7980 (1.31)	0.8046 (-0.47)	1.8347 (1.33)	1.4118 (1.43)
(-5, 0)	2.1566 (1.14)	1.0652 (0.11)	2.2112 (1.15)	1.3894 (1.31)
(-2, 0)	2.1855 (1.19)	1.4238 (0.37)	2.2358 (1.19)	1.3357 (1.15)
(-1, 0)	2.2643 (1.20)	1.1852 (0.22)	2.3055 (1.19)	1.4762 (1.46)
(0, 1)	2.9603 (1.21)	20.3681 (0.98)	3.0047 (1.20)	1.6536 (1.64)
(-20, -15)	0.7576 (-1.79)	0.4044* (-2.20)	0.7406* (-1.94)	1.2711 (1.09)
(-20, -10)	0.7476* (-2.35)	0.3481** (-3.20)	0.7283** (-2.51)	1.3142 (1.31)
(-15, -10)	0.7334** (-3.06)	0.2383*** (-6.05)	0.7114** (-3.15)	1.3876 (1.40)
(-15, 5)	1.0338 (0.11)	0.3892* (-2.02)	1.0277 (0.09)	1.4430 (1.52)
(-10, -5)	1.3277 (0.62)	0.5188 (-0.99)	1.3383 (0.62)	1.4770 (1.60)
(-1, 1)	2.6558 (1.20)	14.3886 (0.97)	2.6931 (1.19)	1.6019* (2.00)

이 조정되기 이전에 이미 반응했다고 볼 수 있다. 국내의 기존의 연구들에 의하면 신용등급 하락변경공시의 경우에는 정보효과를 가지고 있어서 신용등급 하락변경공시 이후에 주식수익률이 유의하게 하락했다고 밝히고 있다. 그러나 T모그룹 관련 분석의 결과에서는 이미 이전부터 주식시장 참여자들이 유의한 반응을 보이고 있어 신용평가사의 대응이 다소 늦은 것이 아닌가 하는 의문을 갖게 하는 결과이다.

T모그룹 사태에 대한 각 투자자별 반응을 살펴보기 위한 순매수비율은 <표 6>과 같다. 다른 투자자들과는 달리 기관의 일부 구간에서 유의한 음

의 순매수(양의 순매도) 비율이 관찰되었는데 이는 기관이 다른 투자자들과는 달리 정보적우위에서 빠르게 행동에 나섰음을 알려주는 결과이다.

4.3 채권수익률 변화 분석결과

T모 사태와 관련하여 주식시장 참여자와 채권시장 참여자의 차이에 대해 간접적으로 알아보기 위하여 앞 장에서 설명한 방법을 이용하여 채권수익률 변화를 분석한 결과를 <표 7>과 [그림 1]로 제시하였다.

분석결과에서 검증일 이전에는 채권 수익률의 별

<표 6> 순매수비율 분석결과

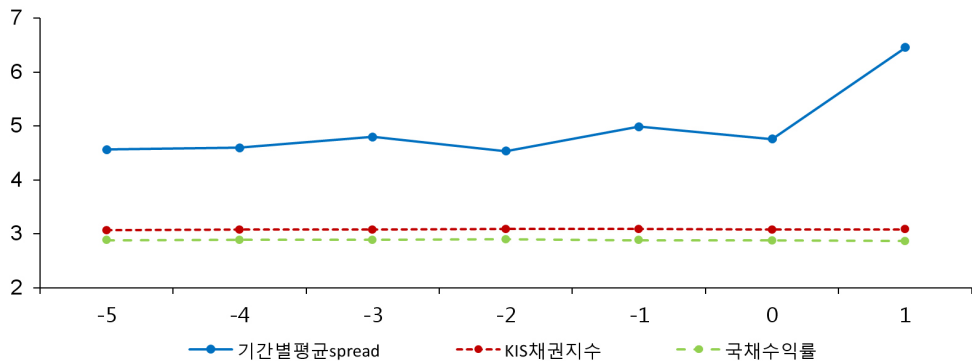
본 표는 사건연구를 통해 분석한 순매수비율에 대한 결과표이다. 투자자별로 기관, 개인, 외국인의 T모계열사에 대한 순매수비율의 분석결과를 제시하였다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미하며, 괄호 안은 t통계량 값이다.

검증일	순매수비율		
	기관	개인	외국인
(-20, 0)	-0.1678 (-1.45)	-0.0068 (-0.90)	0.0870 (1.35)
(-15, 0)	-0.1187 (-1.13)	-0.0064 (-0.84)	0.0802 (1.17)
(-10, 0)	-0.1133 (-1.13)	-0.0039 (-0.59)	0.0742 (1.22)
(-5, 0)	-0.1805 (-1.63)	-0.0038 (-0.52)	0.0943 (1.71)
(-2, 0)	-0.3054* (-2.34)	0.0040 (0.52)	0.0966 (1.60)
(-1, 0)	-0.1875 (-1.43)	0.0006 (0.07)	0.1381** (2.41)
(0, +1)	-0.1699 (-1.34)	-0.0035 (-0.26)	0.0700 (0.73)
(-20, -15)	-0.2470** (-2.66)	-0.0126 (-1.38)	0.1120 (1.36)
(-20, -10)	-0.1084 (-0.85)	-0.0162 (-1.58)	0.1177 (1.45)
(-15, -10)	-0.0713 (-0.49)	-0.0208 (-1.61)	0.1164 (1.28)
(-15, 5)	0.0049 (0.05)	-0.0140 (-1.50)	0.0770 (0.95)
(-10, -5)	-0.1093 (-1.58)	-0.0103 (-1.44)	0.0673 (0.91)
(-1, +1)	-0.2337 (-1.79)	-0.0024 (-0.26)	0.1244** (2.52)

<표 7> 채권수익률 변화 분석결과

본 표는 T모계열사들의 거래일별 각 채권의 만기수익률(YTM)을 거래금액 기준으로 가중평균을 하여 만기수익률을 구한 해당 거래일의 3년 만기 국고채의 만기수익률을 차감하여 구한 채권수익률의 변화에 대한 결과(기간별 평균 spread)이다. KIS 채권지수는 신평사 C에서 제공하는 KIS 종합채권지수를 의미하며, 국채수익률은 3년 만기 국고채 수익률이다.

검증일	기간별 평균 spread	KIS 채권지수	국채수익률
-5	4.5611	3.0683	2.8800
-4	4.5974	3.0763	2.8886
-3	4.7986	3.0794	2.8857
-2	4.5358	3.0877	2.8957
-1	4.9908	3.0865	2.8825
0	4.7610	3.0790	2.8729
1	6.4593	3.0833	2.8638



이 그림은 <표 7>에서 제시한 결과를 꺾인 선 그래프로 표시한 것이다. 가로축은 검증일(0) 전후 기간을 의미하며, 세로축은 만기수익률(%)을 의미한다. 실선은 기간별 평균 스프레드(spread), 사각점선은 KIS채권지수, 파선은 국채수익률을 의미한다.

[그림 1] 채권수익률 변화 Graph

다른 변화를 감지 할 수 없으며, 검증일 이후에나 채권등급 변경 공시의 영향을 받았음을 알 수 있다. 박형진, 이순희[5]의 연구에서는 공시일 기준 -2일이나 -3일 정도부터 수익률의 변화가 감지된다는 결과를 보고하였으나, 본 연구에서는 공시일 이후에 큰 변화를 보였음을 알 수 있다.

이러한 실증분석 결과를 통하여 주식시장 참여자와 채권시장참여자 간에 차이가 있음을 유추해 볼 수 있다. 채권수익률과 주식비정상수익률의 검증일을 둘 다 거래일 기준으로 했지만 실제 분석에 반영된 채권수익률의 거래빈도가 상대적으로 낮음을 감안하더라도 채권수익률의 변화가 주식시장보다 반응이 느리다는 것을 파악 할 수 있다. 즉, 채권시장 참여자가 주식시장 참여자에 비하여 늦은

반응을 보였다고 할 때, 일반적으로 크게 두 가지 원인을 생각해 볼 수 있을 것이다. 먼저, 가능성은 적으나 채권시장 참여자가 주식시장 참여자 보다 위험회피성향이 오히려 낮은 경우이다. T모 관련 채권의 경우 기업에서 높은 수익률을 제공하였기 때문에, 채권투자자들이 이것을 위험에 대한 보상으로 받아들였을 가능성이 있으나,¹⁷⁾ 이것은 대부분의 연구에서 제시한 바와 일치하지 않으며, 주식시장이 채권시장에 비해 높은 수익률을 제공하고,

17) 앞서서도 언급한 바와 같이 T모그룹 사태의 피해자들이 이러한 위험을 사전에 알고 받아들였는지, 아니면 불완전판매였는지가 가장 중요한 쟁점이라 하겠으나, 본 연구에서는 이러한 책임이 누구에게 있는가를 밝히고자 함이 아니며, 결과에 대한 모든 가능성을 자료를 가지고 학술적으로 검토하고 있는 것임을 밝힌다.

채권시장이 주식시장에 비하여 위험이 적다는 것이 합리적인 가정이므로 가능성이 낮다 하겠다. 두 번째로, 채권시장 참여자가 주식시장 참여자에 비하여 정보의 전달이 늦은 일종의 정보비대칭이 원인인 경우이다. 채권시장 참여자들은 안정적이거나, 예금 등에 비하여는 비교적 높은 수익률을 원하기 때문에 채권을 구입하는 경우가 많다. 물론 일반적으로 채권시장이 주식시장에 비하여 유동성이 부족하고 정보비대칭이 심한 것을 감안하더라도 이렇게 큰 차이가 나타나는 이유는 앞서 언급한 바와 같이 (주)T모 채권투자자의 절대다수(99.11%)가 개인투자자이기 때문으로 보인다. 이러한 채권시장의 개인투자자들에게는 신용등급정보이외의 뚜렷한 정보전달 경로가 부족할 뿐만 아니라, 다른 정보에 민감하게 반응하지 않으며 개인 주식투자자가 주가변화에 촉각을 곤두세우고 정보를 접하고 있는 것과는 달리, 채권투자 후 기업의 정보 변화에 크게 신경 쓰지 않는 행동을 보였을 것이다.

5. 결론 및 정책함의

본 연구는 최근의 T모그룹 사태에 대하여 신용등급 평가기관의 적절성에 대하여 실증적으로 분석하였다. 그 결과 전체 표본에서는 신용등급 변경공시가 적절하게 이루어져 진 것처럼 보이지만, 실제로 대중에게 위험성이 알려지기 전인 2013년 8월까지의 신용등급 변경공시가 적절하게 이루어졌는가에 대해서는 고려해봐야 한다. 신용등급하락 변경공시가 이루어지기는 했으나 그 등급이 B와 B+로 한 달 이내에 큰 문제가 생길만한 기업의 신용등급이라고 판단하기에는 어려움이 있을 수 있다. 해당 등급이 투기적인 성향을 띠고 있다는 것을 설명하고 있으나, 일반 투자자들이 그러한 정보를 매우 위험하게 받아들여졌는지에 대해서는 의문시된다. 또한 앞의 <표 1>의 표본선정 결과와 해당 결과를 논리적으로 연결해보면, 표본선정 기간을 2012년 1월 1일부터 2013년 9월까지의 기간으로 설정했음에도 불구하고 최초 신용등급 하락변경공

시 표본은 2012년 12월경이다. 즉, 그 전까지는 신용평가사에서 신용등급 하락변경을 할 만한 판단을 내리지 못했다는 것이다. 이는 신용평가사의 판단이 투자자에게 적절하게 전달되지 못했을 가능성이 존재한다는 것이다.

실증분석 결과에서 신용등급 변경공시가 이루어지기 이전에 이미 시장의 주가에 유의한 영향을 주었던 것으로 미루어보아 주식시장 투자자들이 T모그룹에 대한 위험성에 주시하고 있었던 것으로 예상된다. 그러나 이와는 달리 실제로 피해를 본 채권투자자들은 상대적으로 정확한 정보를 얻지 못했을 수 있다는 것을 유추해 낼 수 있다. 이상의 결과를 종합해보면 T모그룹 사태의 불법적 행위여부를 떠나서 금융시장참여자 간에 분명한차이가 있었으며, 이러한 차이가 개별 투자자의 책임에서 비롯된 것인지 아니면 신용평가사의 정보가 제대로 전달되지 못한 것인지는 미지수라고 볼 수 있겠다.

대다수의 일반적인 상황에서 채권에 대한 신용평가사의 평가는 신뢰 할 수 있다고 할 수 있다. 그러나 T모그룹 사태와 같은 긴박한 상황에서는 제대로 그 역할을 하지 못한다고도 볼 수 있다. 신용평가사는 모든 투자자에게 정확한 정보를 전달해야 할 책임과 의무가 있는 만큼, 잘못된 정보를 가지고 신용평가가 이루어질 가능성까지도 염두하고 신용평가에 임해야 할 것이다. 연구의 성격상 표본수가 부족하지만, T모그룹 사태의 심각성을 비추어 볼 때, 금융당국과 신용평가사가 좀 더 민감하고 빠르게 대처에 나서어야 했다는 것을 보여주고 있다. 추후에도 국가경제에 큰 영향을 미칠 수 있는 대기업의 파산이나 도산이 발생 할 가능성은 충분히 존재한다. 때문에 T모그룹 사태를 경험삼아 추후에 일어날 수 있는 피해를 줄이고 미리 대처할 수 있는 방안이 필요하다. 그 방안으로는 신용평가제도 개선과 신용평가사의 정보를 이용하는 개인투자자들의 보호 측면을 생각해 볼 수 있다.

신용평가제도 개선 측면에서, 현재의 신용평가사는 사실 상의 독과점 형태로써 경쟁적이지 못하며 또한 신용평가가 제대로 이루어지는지에 대해서 확

신하기 어렵다. 신용평가제도 개선 방안으로 많이 논의되고 있는 독자신용등급 도입, 발생사가 신용평가사에 지불하는 수수료 체계 개편 등을 통해 신용평가사의 객관성과 신뢰성을 높일 필요가 있다. 국내 신용평가사는 개별기업의 평가에는 계열기업의 지원가능성을 고려하여 평가한다.¹⁸⁾ 이러한 평가방법은 개별기업의 채무불이행의 위험이 과소평가 될 수도 있음을 의미한다. 따라서 이번 T모그룹 사태에서도 개인투자자들은 계열기업의 지원가능성에 대한 평가가 포함된 개별기업의 신용평가등급을 정보로써 받아들이면서 개별기업의 원리금 지급능력을 과대평가 한 것 일 수도 있다. 때문에 이와 같은 과정에서 나오는 문제점들의 해소를 위해 신용평가사의 독자신용등급 도입이 필요할 것으로 보인다. 현재 발생사가 신용평가사에 지불하는 수수료가 신용평가사의 수입이 되는 현재의 수수료 체계개선을 신용평가사의 객관성을 제고 시킬 필요가 있다. 신용평가사의 수수료 관련 문제에 대한 인식과 수정방안은 이미 국내 여러 연구자들에게서 제시되고 있다[3, 6, 7, 8].

신용평가사의 제도개선과 함께, 신용평가사를 통한 금융당국의 개인투자자들 보호를 위한 적극적인 대처방안 또한 필요 할 것이다. 구체적으로 본 연구는 다음과 같은 방안을 제안한다.

첫째, 신용평가사에 수수료를 납부하고 해당 기업의 등급변화나 특이사항 등에 대한 정보를 간소한 형태로 투자자에게 지속적으로 제공하도록 하는 제도를 마련한다. 이는 비단 신용평가사에서만 할 수 있는 것은 아니다. 예를 들어 일종의 보험과 같이 소정의 수수료를 납부하고 금융당국의 관리 하에 신용평가사 또는 채권평가사가 또는 은행 등에서 해당 채권자들을 관리하고 정보를 제공하는 일종의 보호방안이라고 할 수 있다. 이들 기관은 해당 기업에 대한 정보를 가지고 있으며, 이것을 일종의 보험상품처럼 판매하는 것이 될 것이다. 이

정책은 채권구매자에게 의무가 될 수도 있고, 강권하는 정도로 그칠 수도 있을 것이다. 전달방법은 전자우편이나 문자전송 등이 있을 수 있으나, 기본적으로 간략하게 중요한 내용을 전달하는 것이 핵심이다. 복잡하고 어려운 내용이나 장문의 내용이 들어갈 경우 투자자들이 적절한 판단을 못하거나, 제대로 인지하지 못할 수 있기 때문이다. 해당 방안은 신용평가사의 발생사로부터 수수료를 받는데서 생길 수 있는 구조적 폐해를 수익구조를 변환시키는 데 일조 할 수 있을 것으로 보이나, 구체적인 실행방안은 많은 논의를 거쳐야 할 것이다. 둘째, 현재 신용평가사에서 사용하고 있는 등급에 대한 모호한 설명을 정확하게 고쳐서 제시하여야 한다. 예를 들어 ‘장래의’라는 표현을 단기 또는 장기로 나누어서 추후 3개월 이내, 또는 1년 이내 등의 조금 더 정확한 표현을 사용하는 것을 추천한다. 셋째, 회사채와 같은 직접금융시장에서는 투자자 스스로의 판단이 매우 중요하기 때문에 채권 투자자들에게 정확한 정보 전달이 되었는지 확인하는 절차를 마련한다. 이러한 절차에는 여러 방안이 있을 수 있으며, 무엇보다도 이러한 정보는 투자자들이 누구나 이해하기 쉬우며 투자의 책임이 어디까지 인지를 정확하게 전달받았는지 확실하게 하는 것이 중요할 것이다. 넷째, 금융소비자에게 수익률은 중요한 요인이며[11, 12], 선택에 있어서 소비자의 심리 상태가 금융상품 선택에 영향을 미칠 수 있다[13]. 따라서 단순히 높은 수익률에 현혹 되지 않도록 투자자들이 해당금융상품에 대한 필수적인 정보전달 및 확인 작업이 반드시 필요 할 것으로 보인다.

확실히 할 점은 본 연구가 T모그룹 사태와 관련하여 T모그룹의 불법행위가 있음을 밝히려는 것이 아니며, 특정 기관이나 신용평가사의 탓으로 돌리고자 함도 아니며, 공적 신뢰도가 필요한 신용평가사에서 정확한 정보를 채권투자자에게 적절하게 제공할 수 있는 제도가 마련되어 있는가에 대한 의문을 밝히기 위함이다. T모그룹 사태와 같은 경제 전반에 영향을 주는 큰 사건이후에 관련 기관이나 책임자를 추궁하는 것도 중요하지만 사태에 대한

18) 자세한 내용은 신평사 C의 “계열분석방법론(2006)” 및 “독자신용도 및 계열지원가능성 평가방법론(2012)”을 참고하시오.

적절한 대응과 더 나아가 이후 벌어질 수 있는 또 다른 사건의 예방까지도 고려한 정책과 제도를 세우는 것이 중요하다고 생각한다. 본 연구를 통하여 추후 국내에서 보완된 투자자보호에 대한 연구들이 활발하게 이루어져서 국내 시장상황이 고려된 적합한 금융정책 및 규제방안을 선택하고 결정하는데 도움이 되기를 기대한다.

참고 문헌

- [1] 김태규, “정보비대칭과 신용등급 변경 공표의 효과”, 『재무관리연구』, 제29권, 제2호(2012), pp.165-188.
- [2] 류두원, 류두진, 양희진, “시장경쟁은 회사채 신용등급 변경공시에 따른 주식가격반응에 어떠한 영향을 주는가?”, 『경영학연구』, 제42권, 제4호(2013), pp.929-957.
- [3] 박임출, “신용평가 규제법제의 입법론적 과제”, 『증권법연구』, 제10권, 제2호(2009), pp.219-267.
- [4] 박현섭, 송인만, “회사채 신용등급에 대한 차별적 시장반응”, 『회계학연구』, 제30권, 제2호(2005), pp.277-305.
- [5] 박형진, 이순희, “신용등급 변경공시의 정보효과”, 『재무관리연구』, 제22권, 제2호(2005), pp.107-133.
- [6] 박원일, “글로벌 금융위기로 대두된 신용평가사 이해상충 문제의 해결방안”, 『증권법연구』, 제12권, 제1호(2011), pp.111-143.
- [7] 여은정, “기업 신용평가사의 문제점과 향후 과제”, 『금융연구』, 제26권, 제3호(2012), pp.191-220.
- [8] 오세경, 황인덕, “글로벌 금융위기 이후 신용평가산업의 환경변화 고찰과 주요 현안에 대한 정책제안”, 『한국증권학회지』, 제41권, 제1호(2012), pp.1-39.
- [9] 정무권, “스톡옵션 보유가 자사주매입 공시에 따른 투자자 반응에 미치는 영향”, 『한국증권학회지』, 제37권, 제3호(2008), pp.425-464.
- [10] 주상룡, “회사채 신용등급 변경이 주가에 미치는 영향에 관한 연구 : IMF 이전과 이후를 중심으로”, 『한국증권학회지』, 제29권, 제1호(2001), pp.407-440.
- [11] 천성용, “금융소비자 특성별 금융서비스 중요요인에 대한 탐색 연구”, 『한국경영과학회지』, 제36권, 제4호(2011), pp.125-141.
- [12] 천성용, “금융 소비자 만족도에 영향을 미치는 요인”, 『한국경영과학회지』, 제38권, 제1호(2013), pp.89-101.
- [13] 천성용, 윤호식, “조절초점과 해석수준이 금융상품 태도에 미치는 영향”, 『한국경영과학회지』, 제39권, 제1호(2014), pp.69-81.
- [14] 최윤희, 남기석, “회사채 신용등급 변경공시가 주가에 미치는 영향 : 금융위기(2008) 이전과 이후를 중심으로”, 『한일경상논집』, 제52권(2011), pp.115-150.
- [15] Cornell, B., W. Landsman, and A. Shapiro, “Cross-sectional Regularities in the Response of Stock Prices to Bond Rating Changes,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, Vol.4(1989), pp.460-479.
- [16] Dichev, I.D. and J.D. Piotrovski, “The Long-run Stock Returns Following Bond Ratings Changes,” *Journal of Finance*, Vol.56(2001), pp.173-203.
- [17] Griffin, J. and D. Tang, “Did Subjectivity Play a Role in CDO Credit Ratings?,” *Journal of Finance*, Vol.67, No.4(2012), pp.1293-1328.
- [18] Hand, J.R.M., R.W., Holthausen, and R.W. Leftwich, “The Effect of Bond Rating Agency Announcements on Bond and Stock Prices,” *Journal of Finance*, Vol.47(1992), pp.733-752.
- [19] Harris, L. and E. Gurel, “Price and Volume Effects Associated with Changes in the S&P 500 List : New Evidence for the Existence of Price Pressures,” *Journal of Finance*, Vol.41, No.4(1986), pp.815-829.
- [20] Holthausen, R.W. and R.W. Leftwich, “The

- Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices,” *Journal of Financial Economics*, Vol.17(1986). pp.57-89.
- [21] Jorion, P. and G. Zhang, “Information Effects of Bond Rating Changes : The Role of the Rating Prior to the Announcement,” *Journal of Fixed Income*, Vol.16, No.4(2007), pp.45-59.
- [22] Kwan, S., “Firm-specific information and the correlation between individual stocks and bonds,” *Journal of Financial Economics*, Vol.40(1996), pp.63-80.
- [23] Pagano, M. and P. Volpin, “Credit Ratings Failures and Policy Options,” *Economic Policy*, Vol.25, No.62(2010), pp.491-431.

〈부 록〉

〈표 A1〉 T모그룹 사태 일지

본 표는 2012년 12월 12일부터 2015년 2월 28일까지의 T모그룹 사태를 정리한 것이다. 각각의 일지는 공신력있는 신문 기사를 위주로 정리하였으며, 일부 추측성 기사 등은 제외하였으며, 언론에서 중요하게 다루는 사건을 기준으로 하였다. 소환조사, 영장발부, 구형, 선고 등의 주요 사건의 경우 따로 출처를 표시하지 않았다.

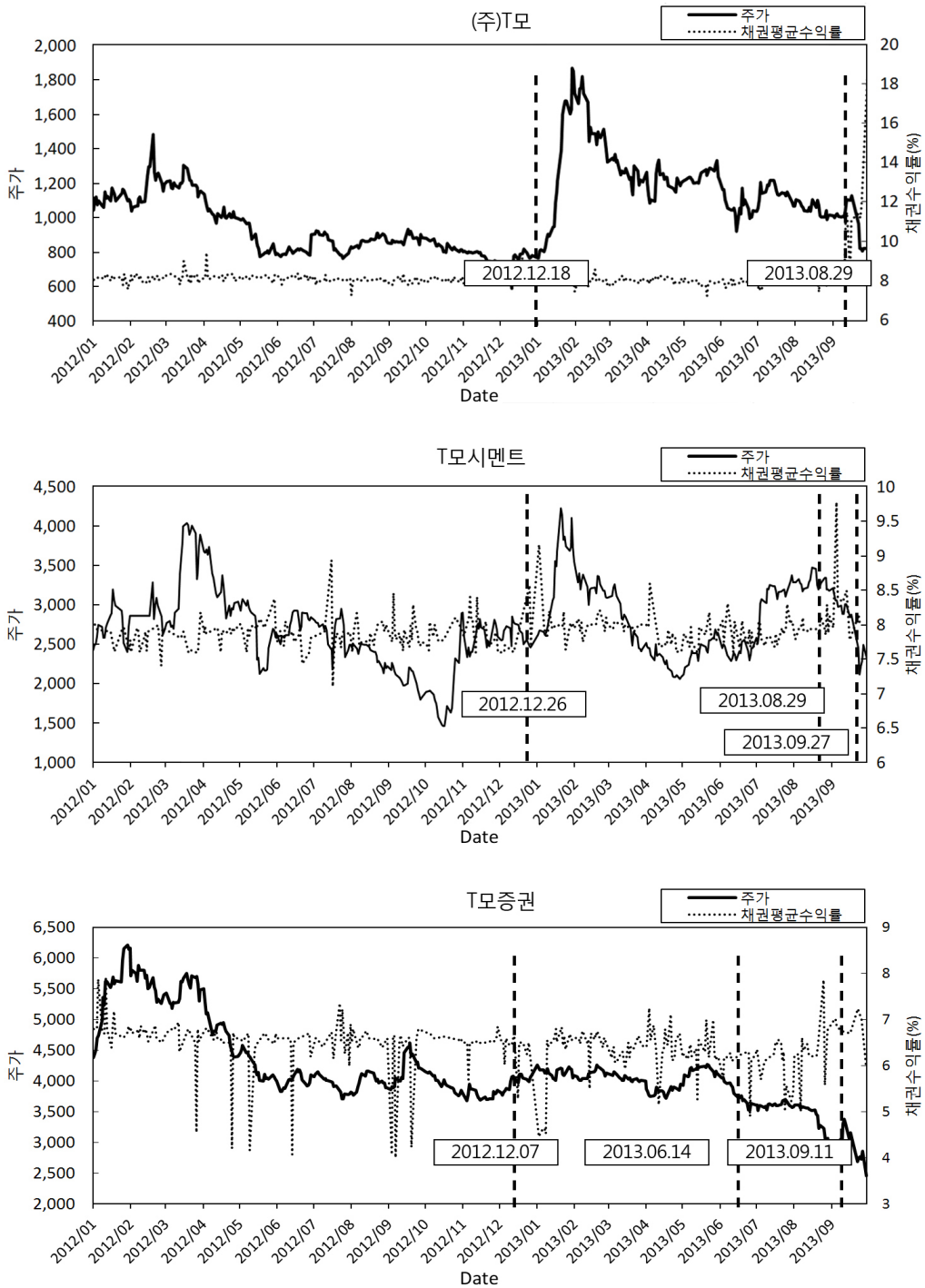
일 자	개 요
2012. 12. 12	T모그룹, 고강도 구조조정 착수(세계일보)
2012. 12. 20	T모네트웍스, 창업주 부인으로부터 O기업 주식 16만주 차입(조선비즈) T모그룹, O기업 주식 16만주 매각 완료(이데일리)
2013. 1. 17	T모그룹, 부산 소재 냉동창고 매각 ... 345억 원 자금 유입(아주경제)
2013. 2. 20~ 2013. 5. 23	T모그룹, 일본 T모생명에서 203억 유치(연합뉴스)
2013. 4. 9	T모그룹, 9개 레미콘공장(사업부지 포함) 영업양도 결정 자율공시
2013. 5. 20	T모그룹, 6개 레미콘공장 영업양도 등 결정 자율공시
2013. 6. 3	T모그룹, 3개 레미콘공장 자산양도 등 결정 자율공시
2013. 7. 12	T모그룹, K컨소시엄과 T모매직 매각 절차 진행 공시(연합뉴스)
2013. 7. 15	T모그룹, 파일사업부 영업양도 자율공시
2013. 7. 25	T모그룹, 3개 레미콘공장 영업양도 등 결정 자율공시
2013. 8. 29	T모그룹 계열사 신용등급·전망 무더기 강등(연합뉴스)
2013. 9. 2	T모그룹, T모시멘트 폐열 발전소 400억 원에 매각(조선비즈)
2013. 9. 11	T모그룹 계열사 신용등급 일제 강등 “불확실성 여진”(아주경제)
2013. 9. 13	T모, ‘만기도래 CP문제’ 형제그룹 O모기업에 도움 요청(연합뉴스)
2013. 9. 23	O기업 D회장, 지원 거부 ... T모, 베팅 끝 물렸다(한국경제)
2013. 9. 24	T모그룹 창업주 미망인, T모네트웍스에 O기업 주식 증여(매일경제)
2013. 9. 24	T모그룹, T모과워 지분 전량 매각 검토(아시아경제)
2013. 9. 25	금융감독원, T모그룹 금융계열사 특별 점검 착수(SBS)
2013. 9. 25	T모, 650억 회사채 발행 전격 철회 ... 자금난 가중(매일경제)
2013. 9. 27	T모그룹 계열사 신용등급 무더기 강등(연합뉴스)
2013. 9. 30	T모 계열사들, 신용등급 ‘디폴트’ 강등(이투데이)
2013. 9. 30	(주)T모, T모레저, T모인터내셔널 기업회생절차 개시 신청 공시
2013. 10. 1	T모네트웍스, T모시멘트 기업회생절차 개시 신청 공시
2013. 10. 2	금융소비자원, T모 CP 사태 국민검사청구 ... 검찰에 수사의뢰(조선비즈)
2013. 10. 3	H회장, ‘법정관리 불가피한 선택, 경영권 포기’ 입장 표명(연합뉴스)
2013. 10. 4	금융감독원, T모그룹 관련 투자피해자 지원 T/F 설치(보도자료)
2013. 10. 6	금융감독원, T모증권 무기한 특별검사 ... IMF 이후 처음(연합뉴스)
2013. 10. 7	금융감독원, H회장 검찰에 수사의뢰(연합뉴스)
2013. 10. 8	검찰, T모그룹 수사 착수(한국경제)
2013. 10. 15	검찰, T모 계열사·H회장 자택 등 10여 곳 압수수색 착수(연합뉴스)
2013. 10. 17	서울중앙지법, T모그룹 5개 계열사 기업회생절차 개시 결정 및 5개사 관리인 선임(금융감독원 보도자료)
2013. 10. 23	T모그룹 사태 피해자, 첫 손해배상 소송(뉴스1)
2013. 11. 4	T모그룹 사태 피해자들, 첫 집단소송 제기(연합뉴스)
2013. 11. 20	경실련, T모그룹 사태 경영진 39명 검찰에 고발(연합뉴스)
2013. 11. 21	금융위·금감원, T모그룹 문제 유사사례 예방방지 종합대책 마련(보도자료)
2013. 11. 22	T모 피해자, 금융위원장·금감원장 검찰 고발(아시아경제)
2013. 12. 9	“T모그룹 사태” J, K 前 사장 소환조사(연합뉴스)

2013. 12. 12	법원, T모증권 조기매각 허가(한국경제)
2013. 12. 13	매각 앞둔 T모증권, 조직 대대적 축소 통폐합 단행(헤럴드경제)
2013. 12. 16	검찰, T모그룹 H회장 1차 소환조사
2013. 12. 17	검찰, T모그룹 H회장 2차 소환조사
2013. 12. 19	검찰, T모그룹 H회장 3차 소환조사
2014. 1. 7	검찰, H회장 등 경영진 4명 사전구속영장 청구
2014. 1. 13	검찰, H회장 등 경영진 4명 구속영장 발부
2014. 1. 28	검찰, T모그룹 비리 관련 중간 수사결과 발표(아시아투데이)
2014. 2. 13	검찰, H회장 추가조작 혐의 추가 수사(연합뉴스)
2014. 3. 13	대만 A증권, T모증권 인수
2014. 3. 21	법원, (주)T모 회생계획안 인가 결정(아시아투데이)
2014. 3. 27	H회장, 첫 공판 출석
2014. 4. 4	T모증권 소액주주들, H회장 상대 주주대표 소송(연합뉴스)
2014. 4. 9	법원, H회장 소유 골동품 330여점 가압류(뉴시스)
2014. 5. 8	T모 투자자들, H회장 추가 고소(조세일보)
2014. 5. 12	검찰, H회장 추가조작 혐의로 추가 기소(연합뉴스)
2014. 5. 23	T모증권, A증권과 공동대표 체제 ... H회장 해임(아시아경제)
2014. 6. 9	T모증권, 임시주주총회 개최하여 임원진 선임
2014. 6. 10	T모그룹 사내 피해자, T모증권 상대 증권관련 집단소송 제기(한국경제)
2014. 6. 12	T모그룹 사내 피해자 1,200명, 460억대 추가 집단소송 제기(머니투데이)
2014. 7. 15	법원, H회장 구속영장 직권으로 발부(연합뉴스)
2014. 7. 31	T모 피해자 배상 비율 결정
2014. 8. 21	검찰, H회장에 징역 15년 구형
2014. 10. 17	검찰, H회장에 징역 12년 선고
2014. 11. 25	T모채권자협의회 금융위 및 금융감독원 상대 손해배상소송(헤럴드경제)
2014. 11. 26	T모그룹 사내 피해자들, T모증권 이사진·A증권아시아대표 형사고발(이투데이)
2015. 1. 27	T모, 회생채권자에 183만 1806주 유상증자(머니투데이)
2015. 1. 28	금융위원회, T모증권에 1개월 부분 영업정지 결정(연합뉴스)
2015. 2. 10	T모그룹 H회장, 전경련 회장단서 퇴임(머니투데이)
2015. 2. 5	T모시멘트, 물적 분할 ... 부인권 소송 전담 회사 신설(연합뉴스)
2015. 2. 26	T모시멘트·T모네트웍스, 법원에 회생절차 종결 신청서 제출(서울경제)

〈표 A2〉 T모증권 판매 계열회사 CP 및 채권 현황

다음 표는 2013년 9월 29일 기준 T모증권 판매 계열회사인 T모레저(CP), T모인터내셔널(CP), (주)T모(채권)의 고객수(명) 및 금액(억 원)에 대하여 정리한 것이다. 해당 자료를 2013년 9월 30일자 금융감독원 보도자료를 기반으로 하여 정리·수정하였다.

구 분	개인		법인		총계	
	고객 수	금액	고객 수	금액	고객 수	금액
T모레저(CP)	5,620 (99.07%)	1,566 (93.38%)	53 (0.93%)	101 (6.62%)	5,673 (100%)	1,677 (100%)
T모인터내셔널(CP)	8,757 (99.17%)	2,739 (93.83%)	73 (0.83%)	180 (6.27%)	8,830 (100%)	2,919 (100%)
(주)T모(채권)	27,981 (99.11%)	7,989 (90.53%)	187 (0.89%)	736 (9.47%)	28,168 (100%)	8,725 (100%)



본 연구에서 사용된 표본기업인 (주)T모, T모시멘트, T모증권의 2012년 1월부터 2013년 9월까지의 주가 및 채권수익률을 그래프로 표현한 것이다. 각 사각상자 안에 날짜는 등급하락 변경 공시일이다.

[그림 A1] 표본기업 주가 및 채권수익률 추이

〈표 A3〉 국내 신용평가사의 회사채평가 등급체계

각 신용평가사 별 회사채평가 등급체계는 다음과 같다.

	신평가사 A	신평가사 B	신평가사 C
AAA	원리금 지급확실성이 최고 수준이며, 현 단계에서 합리적으로 예측가능한 장래의 어떠한 환경변화에도 영향을 받지 않을 만큼 안정적인.	원리금 지급확실성이 최고 수준이다.	원리금 지급능력이 최상급임.
AA	원리금 지급확실성이 매우 높지만 AAA등급에 비해 다소 열등한 요소가 있음.	원리금 지급확실성이 매우 높지만, AAA등급에 비하여 다소 낮은 요소가 있다.	원리금 지급능력이 매우 우수하지만 AAA의 채권보다는 다소 열위임.
A	원리금 지급확실성이 높지만 장래 급격한 환경변화에 따라 다소 영향을 받을 가능성이 있음.	원리금 지급확실성이 높지만, 장래의 환경변화에 따라 다소의 영향을 받을 가능성이 있다.	원리금 지급능력은 우수하지만 상위 등급보다 경제여건 및 환경악화에 따른 영향을 받기 쉬운 면이 있음.
BBB	원리금 지급확실성은 인정되지만 장래 환경변화로 전반적인 채무상환능력이 저하될 가능성이 있음.	원리금 지급확실성이 있지만, 장래의 환경변화에 따라 저하될 가능성이 내포되어 있다.	원리금 지급능력이 양호하지만 상위 등급에 비해서 경제여건 및 환경악화에 따라 장래 원리금의 지급능력이 저하될 가능성을 내포하고 있음.
BB	원리금 지급 확실성에 당면 문제는 없지만 장래의 안정성 면에서는 투기적 요소가 내포되어 있음.	원리금 지급능력에 당면문제는 없으나, 장래의 안정성 면에서는 투기적인 요소가 내포되어 있다.	원리금 지급능력이 당장은 문제가 되지 않으나 장래 안전에 대해서는 단언할 수 없는 투기적인 요소를 내포하고 있음.
B	원리금 지급 확실성이 부족하여 투기적이며, 장래의 안정성에 대해서는 현 단계에서 단언할 수 없음.	원리금 지급능력이 부족하여 투기적이다.	원리금 지급능력이 결핍되어 투기적이며 불황시에 이자지급이 확실하지 않음.
CCC	채무불이행이 발생할 가능성을 내포하고 있어 매우 투기적임.	원리금의 채무불이행이 발생할 위험요소가 내포되어 있다.	원리금 지급에 관하여 현재에도 불안요소가 있으며 채무불이행의 위험이 커 매우 투기적임.
CC	채무불이행이 발생할 가능성이 높아 상위등급에 비해 불안요소가 더욱 많음.	원리금의 채무불이행이 발생할 가능성이 높다.	상위등급에 비하여 불안요소가 더욱 큼.
C	채무불이행이 발생할 가능성이 극히 높고 현 단계에서는 장래 회복될 가능성이 없을 것으로 판단됨.	원리금의 채무불이행이 발생할 가능성이 지극히 높다.	채무불이행의 위험성이 높고 원리금 상환능력이 없음.
D	원금 또는 이자가 지급불능상태에 있음.	현재 채무불이행 상태에 있다.	상환불능상태임.

1) 해당 내용은 각 신용평가사 홈페이지에서 각각 추출하여 표를 구성하였다.

〈표 A4〉 국내 신용평가사의 기업어음(CP) 평가 등급체계

각 신용평가사 별 기업어음 등급체계²⁾는 다음과 같다.

	신평가사 A	신평가사 B	신평가사 C
A1	적기상환능력이 최고 수준이며, 현단계에서 합리적으로 예측가능한 장래의 어떠한 환경변화에도 영향을 받지 않을 만큼 안정적임.	적기상환능력이 최고 수준이며, 그 안정성은 현 단계에서 합리적으로 예측 가능한 장래의 환경변화에 영향을 받지 않을 만큼 높다.	적기상환능력이 최상이며 상환능력의 안정성 또한 최상임.
A2	적기상환능력이 우수하지만 A1등급에 비해 다소 열등한 요소가 있음.	적기상환능력이 우수하지만, 그 안정성은 A1등급에 비하여 다소 열등한 요소가 있다.	적기상환능력이 우수하나 그 안정성은 A1에 비해 다소 열위임.
A3	적기상환능력이 양호하지만 장래 급격한 환경 변화에 따라 다소 영향을 받을 가능성이 있음.	적기상환능력이 양호하지만, 그 안정성은 급격한 환경변화에 따라 다소의 영향을 받을 가능성이 있다.	적기상환능력이 양호하며 그 안전성도 양호하나 A2에 비해 열위임.
B	적기상환능력은 인정되지만 투기적 요소가 내재되어 있음.	최소한의 적기상환능력은 인정되나, 그 안정성은 환경변화로 저하될 가능성이 있어 투기적인 요소를 내포하고 있다.	적기상환능력은 적정시 되나 단기적 여건변화 따라 그 안정성에 투기적인 요소가 내포되어 있음.
C	적기상환능력이 의문시 됨.	적기상환능력 및 그 안정성이 매우 가변적이어서 투기적 요소가 강하다.	적기상환능력 및 안정성에 투기적인 요소가 큼.
D	지급불능상태에 있음.	현재 채무불이행 상태에 있다.	상환불능상태임.

2) <표 A4>와 마찬가지로 각 신용평가사 별 홈페이지에서 추출하여 표를 구성하였다.