

가족지배에 의한 경영과 소유지분이 회사채신용등급에 미치는 영향

김선구
한세대학교 국제경영학과 교수

The Effect of Management and Ownership Share by Family Governance on the Credit Ratings of Corporate Bonds

Seon-Gu Kim
Professor, Division of Business Administration, Hansei University

요 약 본 연구에서는 신용평가기관이 소유구조 형태가 가족지배에 의한 경영 참여와 소유지분율이 회사채신용등급을 높게 평가하는지를 검증하였다. 실증분석을 위한 표본은 2011년부터 2016년까지 한국거래소에 상장된 1,449개 비금융기업의 기업/년 자료를 대상으로 회귀분석을 실시하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 가족기업 여부가 기업의 신용등급 평가에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 둘째, 가족기업의 소유지분이 높을수록 기업의 신용등급이 더욱 높게 나타났다. 이러한 결과는 가족기업임과 동시에 그들의 소유지분이 높을수록 해당 기업의 신용등급에 매우 긍정적인 영향을 미치고 있음을 의미하는 것이다.

본 연구는 가족기업의 대리인 문제를 완화시키고 정보비대칭을 감소시키는 효과를 검증하였다는 측면에서 의미가 있으며, 소유구조의 역할에 의한 후속 연구에 기여할 수 있다는 점에서 학문적인 의의도 있다.

주제어 : 기업지배구조, 가족기업, 신용등급, 회사채, 신용평가

Abstract The purpose of this study is to test whether credit rating agencies highly evaluate the credit ratings of corporate bonds based upon management participation and ownership share by family governance in ownership structure forms. The samples of this study for empirical analysis were 1,449 non-financial companies listed on Korean Exchange from 2011 to 2016, over whose firm/year data this study conducted regression analysis.

The results of empirical analysis in this study are as follows. First, family businesses had positive effects on the evaluation of corporate credit ratings. Second, if the ownership share of family businesses was higher, corporate credit ratings were higher. This result means that high ownership share in family businesses has very positive effects on the credit ratings of related businesses. It is meaningful that this study tested the effect that family businesses can alleviate agency problems and reduce information asymmetry. Furthermore, it is also academically meaningful that this study can contribute to future studies on the role of ownership structure.

Key Words : corporate governance, family businesses, credit ratings, corporate bonds, ownership share

1. 서론

최근의 신용평가는 애널리스트에 의한 비계량적 요소

의 비중을 높게 적용하고 있다. 본 연구주제와 관련된 비계량적 항목의 경영관리 평가요소로 기업의 중요한 의사결정을 책임지고 있는 최고경영진의 역할은 해당 기업의

*Corresponding Author : Seon-Gu Kim(sgkim610@hansei.ac.kr)

Received January 18, 2019

Accepted April 20, 2019

Revised February 26, 2019

Published April 28, 2019

미래를 좌우한다. 경영의 질적수준 및 예측가능성, 경영진의 의중, 경영계획 및 전략 등과 연관되어, 회계 및 재무정책에 대한 철학, 재무위험에 대한 성향 등을 평가한다. 따라서 신용평가의 입장에서 경영자의 자질에 대한 평가도 매우 중요한 평가항목이 된다. 다른 하나는 지배구조평가는 지분 구조상의 경영권장악력, 이사회 구성 및 의결권, 규정과 감사제도를 통한 내부통제, 정보의 공유 등에 대해 투명성과 안정성 등에 대한 평가를 바탕으로 한다(한국신용평가, 2018).

신용평가요소의 경영관리 평가항목에 영향을 미치는 요인으로, 정보비대칭을 완화함으로써 대리인 문제를 해결해야 하는 경영진의 역량과 지배주주의 영향력이 고려된다. 선행연구에서 지분 구조상 우수한 지배구조를 갖춘 기업이 양호한 신용등급을 받는다고 보고한 바 있다 [1,2]. 이에 본 연구에서는 신용평가기관이 기업의 지배구조가 신용등급 평가요소로 고려된다는 점에 착안하여, 기업 소유지배구조의 가족기업 여부와 지분을 차이가 신용평가에 어떠한 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다.

본 연구의 목적은 신용평가기관의 소유구조의 비중이 높아질수록 정보비대칭을 완화함으로써 대리인 문제를 해결하고, 투명한 재무환경 조성으로 기업가치가 극대화되어 기업 신용평가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는지를 살펴본다. 연구목적 달성을 위하여, 2011년부터 2016년까지 한국거래소에 상장된 1,449개 비금융기업의 기업/연도 자료를 대상으로 다음과 같이 분석한다. 첫째, 가족기업일수록 회사채신용등급이 높아지는지를 분석한다. 둘째, 가족기업의 소유지분율이 높아질수록 회사채신용등급이 높아지는지를 검증한다.

한국 자본시장에서 지배가족의 비중이 증가하고 있으나 그 비중이 선진국에 비해 낮은 수준이다. 따라서 소유구조의 역할 강화를 위한 제도적 여건이 정비되어야 할 것이다. 따라서 본 연구의 검증결과는 한국 자본시장에서 실질적 지배력에 대한 제도 개선의 필요성을 충족시키는데 기여할 수 있다는 의의가 있다. 또한, 가족기업의 실질적 지배력에 의한 신용평가에 영향을 미치는 변수임에도 불구하고, 자료에 대한 접근이 어려워 선행연구에서 다루지 못했던 기업의 신용평가에 미치는 영향을 실증적으로 검증하였다. 또한, 본 연구는 지배구조의 지분율이 높아질수록 신용평가기관의 신용평가 수준이 높아진다고 가정하는 선행연구의 한계점을 극복하기 위해 독립적인 가족지분율로 구분하였다. 본 연구결과는 신용평

가기관의 신용평가등급을 평가하는데 소유구조의 역할에 의한 후속 연구에 기여할 수 있다는 점에서 학문적인 의의가 있다.

본 연구는 구성은 다음과 같다. 2장은 선행연구를 검토하였다. 3장에서는 연구가설 및 연구모형의 설정, 표본 선정에 대해 설명한다. 4장에서는 가설의 검증결과를 설명한다. 마지막으로 5장에서는 본 연구에 대한 분석결과를 기술한다.

2. 선행연구 검토

신용평가기관이 기업 신용평가에 중요 지표로 여기는 기업의 경영능력과 재무구조에 대한 선행연구를 살펴본다. 먼저, 가족의 직접 경영 참여에 대한 기존연구에서, 대규모 기업을 대상으로 CLSA의 기업차원 기업지배등급(CLSA's Firm-Level Corporate Governance Ranking)을 이용하여 기업지배구조가 개선될수록 영업 성과가 향상되고 Tobin's Q가 증가하는 것을 발견하였다[3]. 국내 기업을 대상으로 한 연구에서 기업지배구조가 개선되면 지배주주의 비합리적 의사결정과 사적이익 추구를 효과적으로 견제할 수 있으며, 이는 기업의 재무적 성과의 개선으로 이어질 것이라 주장하였다[4]. 안세연과 박동준(2013)은 가족소유경영 기업의 성장정체(stagnation) 등의 문제는 나타나지 않았다.

위의 연구들은 기업지배구조가 재무성과와 기업가치간에 유의적인 관계가 있음을 보여주고 있다. 한편, 이들 연구와는 다른 결과를 보여주는 연구도 있다. 기업지배구조와 EVA 및 MVA 관계를 분석한 결과, 기업지배구조는 재무적 성과에 유의적인 영향을 미치지 않았다고 주장하였다[5].

다음으로 우수 지배구조 구성에 의한 효과를 분석한 기존연구에서, Fitch Ratings(2004)는 지배구조가 부실할 경우 기업의 재무상태가 손상되고 채권자가 원리금을 회수하지 못할 가능성이 높아지며, 지배구조가 우수할수록 높은 신용등급을 부여받고 낮은 자본비용을 감내한다[6]. 국내기업을 대상으로 한 연구에서 신용평가사들 역시 채권자의 이러한 기대를 반영하여 효과적인 기업지배구조를 갖춘 기업들에 비해 양호한 신용등급을 부여할 것이다[7].

반면, 우수지배구조에 의한 기업가치 효과가 하락 또는 지분을 차이가 나타났다는 연구도 있다. 소유구조와

기업가치는 양(+) 또는 음(-)의 선형관계가 아니라 지분율에 따라 부호가 변한다는 결과를 제시하였다[8]. 국내 기업 대상으로 한 연구에서 지배 대주주들의 지분이 높을수록 기업가치가 하락하며, 소유구조가 분산될 경우 기업가치가 상승하는 것으로 나타났다. 즉, 소유구조로 인해 기업가치가 극대화되지 않을 가능성이 있다는 연구 결과를 제시하였다[9].

위에서 살펴본 바와 같이 이전의 연구에서 기업지배구조와 재무적 성과-기업가치의 관련성에 대한 연구가 많이 이루어졌다. 연구결과도 기업지배구조가 재무적 성과 또는 기업가치에 미치는 영향이 다양하게 나타났다. 본 연구는 연구대상 기간을 국제회계기준을 도입한 이후부터 최근까지 지배구조를 나타내는 대표성 있는 가족기업을 척도로 하였다. 가족의 직접 경영 참여와 소유지분율이 신용평가에 미치는 영향을 분석하였다는 점에서 기존연구와 차별성이 있다고 판단하였다.

3. 연구가설 및 모형의 설정

3.1 가설의 설정

본 연구에서는 아래와 같이 두 가지 가설을 설정하였다. 첫째는 지배구조와 신용등급과의 관계에 대한 가설이며, 두 번째는 지배주주의 영향력을 활용하여 사적 이익을 추구할 가능성에 대한 신용등급과의 관계에 대한 가설이다.

지배구조가 우수한 기업일수록 경영자의 기회주의적인 사익추구가 효과적으로 통제되어 대리인 문제가 낮아지므로 양호한 신용등급을 부여받는다고 보고하였다[2]. 즉, 우수한 기업지배구조는 경영자와 투자자 간의 정보비대칭을 완화함으로써 투명한 재무환경을 조성하기 때문에 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 만약 신용평가기관에서 기업의 실질적 소유주가 최고경영자 및 이사회 구성원으로 참석하는 가족기업에 대해 우수한 기업지배구조를 갖춘 기업이라고 판단한다면 보다 높은 신용등급을 부여할 것이다[10]. 신용평가기관이 이러한 상황을 감지하여 신용등급에 영향을 미치는지 검증하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 1> 가족기업은 그렇지 않은 기업에 비해 신용등급이 높을 것이다.

한편, 가족기업의 소유지분율이 낮은지 혹은 높은지에 따라 신용등급 정도는 다를 수 있다. 신용등급은 장기적 안정성 및 현금흐름 등 실질적인 재무상황을 향상시킬 유인을 중시하고, 대리인 문제가 낮고 기업 가치를 향상시키는 지배구조라면 우수한 신용등급을 부여할 것이다[11]. 즉, 신용평가기관의 신용평가에 중요 지표로 지배구조 및 이사회 구성과 절차에 의한 대리인 문제와 정보비대칭이 감소하는 기업에 우수한 신용등급을 부여하는 것으로 보고하였다[12]. 신용평가사들 역시 채권자의 이러한 기대를 반영하여 효과적인 기업지배구조를 갖춘 기업들에 보다 양호한 신용등급을 부여할 것이다[1,10]. 신용평가기관이 이러한 상황을 우수한 지배구조로 포착하여 신용등급에 영향을 미치는지 검증하기 위하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

<가설 2> 가족기업의 신용등급은 가족지분율에 따라 차별적 특성을 가질 것이다.

3.2 연구모형의 설정

본 연구에서는 소유구조의 가족경영이 신용평가 전문기관에서 제시한 회사채신용등급에 미치는 영향을 파악하기 위하여, 식(1)과 같은 회귀분석 모형을 설정하였다.

$$GRADE_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 FAMILY_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 SALE_{it} + \beta_5 DA_{it} + \beta_6 INCOR_{it} + \beta_7 CN_{it} + \beta_8 BIG_{it} + \beta_9 IND_{it} + \beta_{10} YD_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

가족경영기업의 소유지분율(FAM-a)이 신용등급에 미치는 영향을 파악하기 위하여, 식(2)와 같은 회귀분석 모형을 설정하였다.

$$GRADE_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 FAM-a_{it} + \beta_2 ROA_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 SALE_{it} + \beta_5 DA_{it} + \beta_6 INCOR_{it} + \beta_7 CN_{it} + \beta_8 BIG_{it} + \beta_9 IND_{it} + \beta_{10} YD_{it} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

본 연구에서는 신용평가의 대리변수로 신용등급은 TS-2000 상장협의회 데이터베이스에서 추출하였으며, 가족기업의 분류를 위해 필요한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 입수하였다. 신용등급 자료는 한국신용정보(주), 한국신용평가(주), 한국기업평가(주) 등의 신용평가회사에서 발행한 신용등급이며, 신용평가회사 간 신용등급이 다른 경우는 낮은 등급을 기업의 신

용등급으로 설정하였다. 가족기업의 소유지분율이 신용등급에 미치는 영향을 살펴보고자 시차모형¹⁾을 설정하였다. 신용평가등급은 TS-2000 상장협 데이터베이스에서 제공하는 신용등급을 AAA부터 C까지 총 20개의 등급으로 제시하고 있다. 신용등급의 최상위 등급인 AAA에 20점을 부여하고, ... 최하위 등급 D에 1점을 주는 방식으로 점수를 부여하였다[10,13,14].

본 연구의 독립변수는 지배구조의 가족경영기업 여부 및 소유지분율이다. 가족경영기업 여부(FAMILY)는 가족이 최고경영자이거나 이사회 등재 임원 2인 이상인 경우, 가족기업이면 “1”, 그렇지 않으면 “0”의 더미변수, 가족이 소유한 지분율 20% 이상으로 측정하였다²⁾. 추가하여 소유지분율을 4단계로 분류하여 최상위 등급과 최하위 등급 간 차이가 나타나는지를 분석한다.

선행연구에서 회사채신용등급 산정에 영향을 미치는 것으로 파악된 요인을 통제할 필요가 있다. 총자산수익률(ROA)은 수익성을 나타내는 성과지표로 수익성이 높을수록 채무불이행 가능성이 낮으므로, 회사채신용등급과 양(+)의 관계가 예상된다[15,16]. 기업규모(SIZE)는 총자산에 자연로그를 취하여 측정하였다. 매출액(SALE)은 활동성(자산회전율)을 나타내는 지표이다. 따라서 회사채신용등급에 대하여 양(+)의 관계가 예상된다[17]. 부채비율(DA)은 재무적 위험을 나타내는 지표로 높을수록 채무불이행 가능성이 있으므로 회사채신용등급에 음(-)의 관계가 예상된다[15]. 이자보상비율(INCOR)은 이자 지급능력을 나타내는 측정치로, 이자보상비율이 높을수록 이자 지급능력이 우수하여 회사채신용등급과 양(+)의 관계가 예상된다[18]. 영업활동으로 인한 현금흐름(CN)은 신용평점에 음(-)을 관계를 보일 것이다[7]. 대형감사법인(BIG)에 의한 감사품질 판단은 감사인의 규모(BIG)에 의해 결정된다. 감사의견이 적정하다면, t+1 시점에 신용평가기관이 이를 양호한 감사품질로 인식할 것이다[19]. 그리고 산업 및 시간 특성에 의한 환경변화를 통제하기 위하여, 통제변수로 산업(IND), 연도(YD)를 고려하였다.

1) 김문태와 김영환(2007)은 시차모형을 사용할 경우, 내생성(Endogeneity) 문제가 통제되므로 당기 변수들만을 사용한 모형에 비해 인과관계를 명확하게 규명할 수 있다.
 2) 가족기업의 정의를 Faccio et al.(2001)의 지배가족 소유지분율이 20% 이상 보유, 가족이 임원으로 2인 이상 등재한 경우를 실질적 지배력을 행사할 수 있다고 판단하여 가족기업으로 분류하였다.

3.3 표본의 선정

본 연구의 종속변수 신용평점(GRADE)은 2012년부터 2017년까지(t+1)이며, 가족기업 여부를 비롯한 통제변수는 2011년부터 2016년까지이다. 다음 조건을 만족하는 기업들을 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 결산 월이 12월인 기업
- (3) 신용등급(t+1) 입수 가능 기업
- (4) 가족지분율 및 이사회 임원 자료 입수 가능

본 연구에서 금융업에 속하는 기업을 제외한 것은 회계처리의 특수성으로 비금융기업과의 비교가능성이 낮기 때문이며, 12월 말 결산 기업으로 선정 한 이유는 변수값의 일관성을 유지하고, 신용등급 추출은 해당연도 재무자료를 이용하여 다음연도(t+1) 12월까지의 기간에 걸쳐 공지한 자료이기 때문이다³⁾. 본 연구의 재무자료는 KIS-VALUE에서, 신용등급 및 소유지분율과 이사회임원 여부는 상장회사협의회 데이터베이스에서 제공하는 자료는 TS-2000에서 수집하였다. 전체 표본을 구성하는 과정에서 극단치가 미치는 영향을 최소화하기 위하여, 더미 변수를 제외한 모든 변수에 대하여 양극단 1%에 해당하는 관측치를 제거하였다.

이러한 관측치를 거쳐 4,218기업/연도 표본대상에서 최종 확정된 표본은 1,449건의 기업/연도 자료로 Table 1과 같이 구성되어 있다.

Table 1. Sample distribution

sample subjects : a total of firm/year samples from 2011 to 2016 (closing date of the fiscal year: the end of December, except financial firms)	4,218
excluded samples: firms/years unavailable for credit ratings or analysis data - samples unavailable for credit rating data - samples unavailable for family ownership share or board member data - samples unavailable for all data necessary for analysis	2,769
final samples	1,449

3) Ederington and Yawitz(1986)는 신용등급은 사전적 기업 상황에 대하여 사후적으로 부여된다고 가정하기 때문에 직전 연도(t-1)의 사업보고서에 대한 인증절차가 완료된 t시점에서 평가받은 등급으로 정의하였다.

최종표본 1,449기업/연도의 연도별 신용등급 단계 분포는 Table 2와 같이 구성되어 있다.

Table 2. Credit rating distribution by year and rating

class	scoer	2011	2012	2013	2014	2015	2016	계
AAA	20	7	7	6	7	7	7	41
AA+	19	12	14	16	13	14	15	84
AA	18	17	18	17	18	22	22	114
AA-	17	27	25	26	29	30	29	166
A+	16	25	28	25	22	18	22	140
A	15	28	23	29	32	36	35	183
A-	14	25	30	33	29	33	35	185
BBB+	13	22	21	14	17	17	15	106
BBB	12	9	8	11	8	11	11	58
BBB-	11	14	15	13	18	15	18	93
BB+	10	8	7	9	14	17	11	66
BB	9	5	3	7	7	12	11	45
BB-	8	5	7	8	9	9	9	47
B+	7	4	5	5	3	4	5	26
B	6	0	0	1	1	1	1	4
B-	5	0	1	3	2	1	1	8
CCC	4	8	10	8	9	8	8	51
CC	3	0	0	0	0	1	2	3
C	2	0	0	0	2	2	1	5
D	1	3	3	4	5	4	5	24
합계		219	225	235	245	262	263	1,449

class scoer

4. 실증분석결과

4.1 주요변수의 기술통계

본 연구에서 활용되는 주요 변수들에 대한 기술통계량은 Table 3에 제시되어 있다. 연구기간 2011년부터 2016년까지 신용평가사로부터 신용등급을 부여받은 1,449개 기업/연도 표본에 대한 기술통계량을 제시하였다.

관심변수 GRADE의 평균(중위수) 0.687(0.750)로 표본들의 평균 신용등급이 BBB+에서 AAA 사이에 있다는 것을 알 수 있다. 가족소유지분이 20% 이상으로 정의된 가족기업과 비가족기업은 각각 55%, 45%로 나타났다. 분석대상 기업 중 약 19% 이상 기업들이 음(-)의 영업현금흐름을 보고하고 있는 것으로 나타났으며, 약 86%의 기업들이 대형 회계법인으로부터 감사 받고 있는 것으로 확인되었다.

Table 3. Descriptive statistics

Variables	Mean	Std.	Min	Med	Max
GRADE	0.687	0.208	0.050	0.750	1.000
FAMILY	0.553	0.497	0.000	1.000	1.000
ROA	0.010	0.088	-0.473	0.022	0.201
SIZE	20.977	1.526	17.570	20.860	24.840
SALES	0.899	0.546	0.020	0.825	3.003
DA	0.513	0.202	0.051	0.523	1.021
INCOR	40.632	181.230	-29.026	3.605	1487.117
CN	0.191	0.393	0.000	0.000	1.000
BIG	0.862	0.345	0.000	1.000	1.000

4.2 상관관계분석

주요 변수 간의 피어슨 상관관계 분석결과는 Table 4에 제시되어 있다.

가족기업여부(FAMILY), 총자산수익률(ROA), 기업규모(SIZE), 매출규모(SALES), 이자보상비율(INCOR), 감사인규모(BIG)는 신용등급과 각각 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 가족기업일수록, 수익률이 높을수록, 기업 및 매출 규모가 클수록, 금융비용 부담능력이 높을수록, BIG4 감사인으로부터 외부감사를 받는 기업일수록 신용등급이 더 높게 나타나고 있음을 의미하는 결과라 할 수 있다. 반면, 부채비율(DA)과 음의 영업현금흐름과는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 갖는 것으로 확인되었다.

Table 4. Correlation matrix

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) GRADE	1.000								
(2) FAMILY	0.254	1.000							
(3) ROA	0.447	0.117	1.000						
(4) SIZE	0.528	0.061	0.152	1.000					
(5) SALES	0.065	-0.038	0.206	-0.091	1.000				
(6) DA	-0.461	-0.186	-0.441	0.002	0.178	1.000			
(7) INCOR	0.146	-0.025	0.164	0.042	0.105	-0.213	1.000		
(8) CN	-0.218	-0.082	-0.268	-0.119	0.012	0.225	-0.033	1.000	
(9) BIG	0.363	0.099	0.092	0.361	0.040	-0.128	0.075	-0.126	1.000

1) †, * 는 각각 1%, 5%의 수준에서 유의함을 의미함. (양측검정)

4.3 회귀분석 결과

가족기업의 소유구조에 따라 신용등급이 부여되는지에 대한 식 (1)의 분석결과는 Table 5에 제시되어 있다.

F 값은 1% 수준에서 유의한 결과를 보이며, 모형의 설명력을 나타내는 Adjusted R^2 값 또한 61% 수준으로 매우 높은 것으로 나타났다.⁴⁾ 회귀분석 결과, 가족기업 여부가 기업의 신용등급에 미치는 영향을 의미하는 β_1 의 값이 1%(t-value 8.39) 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이는 것을 확인하였다. 이는 선행연구의 지배구조가 우수할수록 기업의 대리인 문제를 완화시키고 정보비대칭이 감소하여 기업 신용평가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 결과와 일관되는 것으로 나타났다[2,6,10]. 이러한 결과는 수익률, 기업규모 등 일반적으로 우량기업들이 갖는 기업 특성들이 그 기업의 신용등급에 긍정적으로 영향을 미치는 것과 같이, 가족기업 여부 또한 기업의 신용등급에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것이라 할 수 있다. ROA, SIZE, SALES, BIG 변수 또한 신용등급(GRADE)과 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타났으며, DA 변수의 경우 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다.

Table 5. The results of analyzing the effect of family businesses on credit ratings

Variables	Coeff.	t-stat
Intercept	-0.538	-10.35***
FAMILY	0.060	8.39***
ROA	0.325	6.75***
SIZE	0.061	23.99***
SALES	0.058	7.68***
DA	-0.369	-16.58***
INCOR	0.000	-0.27
CN	0.002	0.16
BIG	0.066	5.96***
Σ IND		Included
Σ YEAR		Included
Model Fit	Adjusted R ²	0.614
	F value	93.27***
Sample Size		1,449

가족기업의 소유지분율에 따라 신용등급이 부여되는 지에 대한 식 (2)의 분석결과는 Table 6에 제시되어 있다.

TOT-s(전체 표본)을 대상으로 분석을 실시함과 동시에⁵⁾, 연구결과에 강건성을 더하기 위하여 가족기업 표본

- 4) 분산팽창계수의 값은 모든 변수에서 2 이하로 나타남. 이에 변수 간 다중공선성 문제는 없음을 확인함.
- 5) 신용등급을 부여받은 기업으로 지배가족의 경영참여(최고경영자 또는 이사회임원 2인 이상)의 조건을 만족하지만 소유지분율 20%이상을 충족하지 못하는 기업의 경우 소유지분율 값이 '0'의 값을 갖게 됨.

만을 대상으로 소유지분율에 따른 차별적 영향을 추가로 검증하였다. F값은 두 모형 모두에서 1% 수준에서 유의한 결과를 보이고, 모형의 설명력을 나타내는 Adjusted R^2 값은 각각 61%, 62% 수준인 것으로 나타났다.⁶⁾ 먼저, 전체 표본을 대상으로 실시한 회귀분석 결과, 가족기업 소유지분율이 기업의 신용등급에 미치는 영향을 의미하는 β_1 의 값이 1%(t-value 7.20) 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이는 것을 확인하였다. 이는 예측한 바와 같이, 가족기업의 소유지분이 높을수록 기업의 신용등급이 더욱 높게 나타나고 있음을 의미하므로 <가설 2>를 지지하는 결과이다. 이는 지배구조가 우수할수록 높은 신용등급을 부여받을 것이라는 결과와 일관되는 것으로 나타났다[6].

FAM-s(가족기업 표본)을 대상으로 분석한 결과 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이는 것으로 나타났다. 기타 통계변수들의 값은 <가설 1> 검증의 경우와 일관된 결과를 보이고 있다.

Table 6. The results of analyzing the effect of ownership share in family businesses on credit ratings

Variables	TOT-s		FAM-s	
	Coeff.	t-stat	Coeff.	t-stat
Intercept	-0.538	-10.35***	-0.589	-9.12***
FAMILY	0.060	8.39***	0.051	1.71*
ROA	0.325	6.75***	0.491	6.02***
SIZE	0.061	23.99***	0.065	21.70***
SALES	0.058	7.68***	0.040	4.87***
DA	-0.369	-16.58***	-0.284	-10.00***
INCOR	0.000	-0.27	0.000	-2.06**
CN	0.002	0.16	-0.005	-0.50
BIG	0.066	5.96***	0.057	4.27***
Σ IND		Included		Included
Σ YEAR		Included		Included
Model Fit	Adjusted R ²	0.614	Adjusted R ²	0.615
	F value	93.27***	F value	56.55***
Sample Size		1,449		801

1) ***, **, *는 각각 1, 5, 10% 수준에서 유의함을 의미함. (양측검정)
 2) 변수의 정의 : FAM-a = 가족기업 소유지분율(20% 이상보유)

4.4 추가분석 결과

가족기업의 지분율 차이에 의한 신용등급에 미치는 영향을 추가 분석한 결과는 Table 7에 제시되어 있다. Table 7은 본 연구에서 가족기업으로 분류된 기업 중 가족기업 지분율 최상위 집단과 최하위 집단 간 주요 변수

- 6) 분산팽창계수의 값은 모든 변수에서 2 이하로 나타남. 이에 변수 간 다중공선성 문제는 없음.

의 평균 차이 분석결과를 제시한다. 신용등급은 지분을 최상위 집단이 최하위 집단에 비해 1% 수준에서 유의하게 높은 것으로 나타났다. 또한, 지분을 최상위 집단이 최하위 집단에 비해 ROA는 5% 수준에서 높게, 부채비율은 1% 수준에서 유의하게 낮게 나타났다. 반면 기업 규모의 경우 지분율이 높은 집단이 10% 수준에서 유의하게 작은 것으로 나타났다.

이러한 결과는 상관관계 분석결과와 더불어 기타 기업 특성 변수들을 통제 후 실시하는 회귀분석 결과에서 알 수 있듯이 가족기업임과 동시에 그들의 소유지분이 높을수록 해당 기업의 신용등급에 매우 긍정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 본 연구의 가설을 지지하는 결과라 할 수 있다.

Table 7. The results of analyzing the difference between groups according to the ownership share of family businesses

Variables	highest ownership share groups	lowest ownership share groups	Diff-test
GRADE	0.757	0.695	3.79***
ROA	0.021	0.007	2.36**
SIZE	20.798	21.041	-1.94*
SALES	0.878	0.854	0.43
DA	0.438	0.558	-6.59***
INCOR	35.726	20.047	1.38
CN	0.171	0.195	0.62
BIG	0.959	0.780	5.53***

1) 지분율 20%이상(가족기업-801개) 기업/년 표본을 4등분으로 구분하여 최상위 집단과 최하위 집단을 비교 분석함.
 2) ***, **, *는 각각 1, 5, 10% 수준에서 유의함을 의미함. (양측검정)
 3) 표본 수 : 399개

5. 결론

본 연구는 신용등급을 부여한 기업을 대상으로 신용평가기관이 소유구조 형태가 가족지배에 의한 경영 참여와 소유지분율이 회사채신용등급을 높게 평가하는지를 분석하였다. 더불어 추가분석에서 소유지분율의 차이에 의한 신용등급에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다. 실증분석을 위한 표본은 2011년부터 2016년까지 한국거래소에 상장된 1,449개 비금융기업의 기업/년 자료가 이용되었다. 신용등급과 가족기업 여부는 자료제공 기관 통해 입수한 후, 사업보고서 및 재무자료를 이용하여 가족경영과 소유지분율이 회사채신용등급에 미치는 영향에 대한 가설검증을 위한 회귀분석모형을 설정하고 검증

을 실시하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 가족기업 여부가 기업의 신용등급 평가에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 이는 지배구조가 우수할수록 기업의 대리인 문제를 완화시키고, 정보비대칭이 감소하여 기업 신용평가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다는 결과이다. 둘째, 가족기업의 소유지분율이 높을수록 기업의 신용등급이 더욱 높게 나타났다. 가족지분율이 높은 집단과 낮은 집단 간의 차이를 추가 분석한 결과에서도 소유지분이 높을수록 신용평가등급이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 가족기업임과 동시에 그들의 소유지분이 높을수록 해당 기업의 신용등급에 매우 긍정적인 영향을 미치고 있음을 의미하는 것이다.

본 연구의 결과는 우수지배구조에 의해 기업의 대리인 문제를 완화시키고 정보비대칭을 감소시켜 기업가치 극대화도 신용평가에 긍정적인 영향을 미친다는 기존연구에 추가적으로 가족경영기업의 기업가치에 미치는 실증적 증거를 제시할 뿐 아니라, 신용평가에서 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인하였다는 점에서 실무 및 학계에 시사점을 제공한다.

ACKNOWLEDGMENTS

본 논문은 2017년도 한세대학교 교내학술연구비 지원에 의하여 연구되었음.

REFERENCES

- [1] S. S. Kim & J. I. Yoon. (2013). Effect of the Credit Ratings on the Capital Structure, Association of Business Administration, *Korean Journal of Business Administration*, 26(8), 2003-2019.
- [2] S. H. Ashbaugh, D. W. Collins & R. LaFond. (2006). The Effect of Corporate Governance on Firm's Credit Ratings, *Journal of Accounting and Economics*, 42, 203-243.
- [3] L. F. Klapper & I. Love. (2004). Corporate Governance Investor Protection and Performance in Emerging Markets, *Journal of Corporate Finance*, 10, 203-228.
- [4] H. G. Lee & Y. G. Son. (2009). The Effect of Corporate Governance on Financial Performance and Firm Value, Korean Academic Society of Accounting, *Korean*

- Journal of Accounting Research*, 14(2), 317-339.
- [5] R. A. Cole & J. D. Wolken. (2001). Financial Services Used by Small Businesses, *Federal Reserve Bulletin*, 18, 630-667.
- [6] S. Bhojraj & P. Sengupta. (2003). Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields, *Journal of Business*, 76, 455-475.
- [7] M. T. Kim & C. E. Lee. (2012). The Effects of Earnings Management Characteristics on Credit Evaluation in KOSDAQ, Korea International Accounting Association, *Korea International Accounting Review*, 41, 17-38.
- [8] R. Morck, A. Shleifer & R. Vishny. (1988). Management and Ownership and Market Valuation, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- [9] J. P. Choi, S. C. Ham & H. K. Kim. (2003). A Study on the Relationships among Corporate Value, Debt Level, Investment Level and Corporate Ownership of Korean Firms, Association of Korean Economic Studies, *Journal of Korean Economics Studies*, (11), 5-44.
- [10] M. T. Kim & Y. H. Kim. (2007). The Impacts of Foreign Ownership and Outside Directors on Bond Grading, *Korean Accounting Review*, 32(4), 29-58.
- [11] R. Watts. (2003). Conservatism in Accounting Part I, *Accounting Horizon*, 17, 207-221.
- [12] Standard & Poor's. (2002). *Standard & Poor's Corporate Governance Scores: Criteria, Methodology and Definitions*. McGraw-Hill Companies, Inc., New York.
- [13] D. J. Yang, W. S. Kim & D. Y. Ko. (2011). The Effect of Loan Guarantees on the Guarantor Firm's Bond Rating, *Korean Accounting Journal*, 20(3), 101-124.
- [14] R. S. Kaplan & G. Urwitz. (1979). Statistical Models of Bond Ratings : A Methodological Inquiry, *Journal of Business*, 52(2), 231-261.
- [15] J. I. Park & H. J. Nam. (2010). The Effect of Income Smoothing, Accounting Conservatism, and Discretionary Accruals on Credit Ratings, *Korean Management Review*, 40(4), 1015-1053.
- [16] J. Jiang. (2008). Beating Earnings Benchmarks and the Cost of Debt, *The Accounting Review*, 83(3), 377-416.
- [17] K. D. Choi, D. J. Yang & S. C. Seo. (2013) The Effect of BTD on Firm's Bond Rating, *Korea International Accounting Association, Korean International Accounting Review*, 51, 521-538.
- [18] P. Sengupta. (1998). Corporate Disclosure Quality and The Cost of Debt, *The Accounting Review*, 73, 459-474.
- [19] M. T. Kim. (2006). The Influence of KOSDAQ Firms' Earnings Management on Corporate Credit Grade, *Korean Journal of Business Administration*, 19(5), 1689-1709.
- [20] S. Y. Ahn & D. J. Park. (2013). The Choice of a CEO and its Impact on Long-term Corporate Performance, *Korean Strategic Management Society Journal of Strategic Management*, 16(2), 57-87.
- [21] S. Beiner, W. Drobtz, F. Schmid & H. Zimmermann. (2004). Is Board Size an Independent Corporate Governance Mechanism?, *Journal of Kyklos*, 57, 327-558.
- [22] L. H. Ederington & J. Yawitz. (1986). *The Bond Rating Process*, In *Handbook of Financial Markets and Institutions*, 6th ed, New York, John Wiley and Sons.
- [23] M. Faccio, L. Lang. & L. Young. (2001). Dividends and Expropriation, *The American Economic Review*, 9, 54-78.
- [24] Fitch Ratings. (2004). *Credit Policy Special Report: Evaluating Corporate Governance*, New York.

김 선 구 (Seon-Gu, Kim)

[정회원]



- 2001년 8월 : 고려대학교 대학원 회계학전공(경영학 석사)
- 2005년 8월 : 가천대학교 대학원 회계학과(경영학 박사)
- 2008년 3월 ~ 현재 : 한세대학교 국제경영학과 교수

· 관심분야 : 회계학(재무, 원가), 조세, 사회적경제

· E-Mail : sgkim610@hansei.ac.kr