

등급전망(Rating Outlook)의 정보가치와 신용개선효과*

김범**

김진산***

<초록>

신용등급은 금융기관의 주요 기능인 참여자 간 중개기능, 위험의 감소 기능 및 정보의 비대칭의 문제를 해결한다는 측면에서 그 필요성은 자명하다. 하지만, 신용등급의 경우 향후 일어날 수 있는 기업 신용도의 변화와 관련된 방향성을 제시할 수 있는가라는 점에서 제한적인 면이 있다. 이에 본 연구에서는 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 결과, 부정전망에 대한 주가는 반대로 반응하는 것으로 나타났는데 이는 부정전망의 정보가치가 존재함을 얘기한다. 3가지 평정유형 중에서 본평정이 주가에 미치는 영향력은 수시평정과 정기평정보다 큰 것으로 나타나 본평정을 고려하지 않고서는 수시평정과 정기평정의 효과를 제대로 분석할 수 없다는 점을 발견하였다. 특히 정기평정 부정전망의 경우, 본평정에서 나타난 주가에 대한 부정적 효과가 유의하지 않아 부정전망 후 기업의 신용개선효과를 예상할 수 있다. 프로빗모형 분석결과에 따르면, 부채비율이 높은 기업의 경우 부정전망이 실제 등급 하락으로 이어질 가능성이 높고 특히 신용등급이 “A”인 기업의 경우 빈번하게 나타날 수 있는 것으로 보인다. 부정전망 후 중기 누적초과수익률에 영향을 미치는 변수를 분석한 다중회귀분석 결과, 부채비율이 높고, 성장가능성이 낮으며, 시장대비 위험이 높고 채무불이행등급으로 하락할 가능성이 높은 기업의 부정전망 이후 중기 누적초과수익률은 낮다는 결론을 보였다. 특히 채무불이행등급으로 하락할 가능성이 높은 기업의 경우 누적초과수익률이 개선되는 경향을 보였는데 이는 기업의 신용개선효과가 존재한다는 간접적 실증결과라고 할 수 있다.

주제어: 신용평가제도, 등급변경, 등급감시, 정보가치, 신용개선효과

* 본 논문은 나이스신용평가㈜의 지원을 받아 작성되었음

** 주저자, 숭실대학교 금융학부 부교수

*** 교신저자, 경북대학교 경영학부 조교수 (jsk89@knu.ac.kr)

1. 서론

금융시장(financial markets)은 여유자금을 지닌 주체(주로 가계)로부터 자금을 필요로 하는 주체(주로 기업)로의 자금 흐름을 중개하는 기능을 주로 수행하는데 이러한 중개기능이 효율적으로 이루어지기 위해서는 거래당사자 간에 존재하는 정보 불균형이 해소되어야 한다. 특히 자금을 빌려주는 채권자는 돈을 빌리는 채무자가 갚을 능력이 있는지 여부를 가장 중요하게 여기는데, 채권자는 아무래도 채무자보다 그런 정보가 부족할 수밖에 없는 정보비대칭(information asymmetry)이란 구조적 문제를 안고 있다. 이런 정보비대칭을 해결하기 위한 하나의 방법으로 신용평가제도가 도입되었으며 자금을 조달하는 기업이나 자금을 투자하는 투자자 양측에서 신용평가제도를 활용하고 있다. 이처럼 금융시장에서 중요한 역할을 수행하는 신용평가제도이니 만큼 제도가 지닌 경제적 역할과 신용등급이 나타내는 정보의 가치에 대해서는 국내외에서 많은 연구가 진행되어 왔다.

우선 Boot, Milbourn and Schmeits(2006)와 Bannier and Hirsch(2010)은 신용평가제도의 기본적 기능을 “정보전달(delivering information)”과 “모니터링(monitaring)”의 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(implicit contract)”이라는 특성인데 신용등급이 기업과 신용평가사 간에 암묵적으로 체결되는 계약의 역할을 수행한다는 것이다. 한편 이준서·강경훈(2013)은 Chung, Frost, and Kim(2012)와 유사한 방식으로 등급감시(credit watch)가 정보전달과 암묵적 계약의 역할을 수행하는 가를 실증적으로 분석하여 “등급감시는 암묵적 계약보다 정확한 정보전달 기능을 보다 충실히 수행”하는 것으로 발견하였다.

신용평가제도와 등급감시에 관한 연구는 많이 있지만 등급전망을 주로 다른 연구로 Altman and Rijken(2007)을 들 수 있다. 그들은 신용평가사는 평가에 대한 지속성(stability)을 주요 목표로 추구하는데 이런 영속성을 추구하다보면 시의 적절한 평가(rating timeliness)와 부도예측성(default prediction)이 떨어진다고 보았다. 영속성과 정확성이라는 두 마리 토끼를 쫓기 위해 신용평가사는 정기적으로 이루어지는 채권평가에 더해 전망(outlooks)을 발표하는데, 전망은 다시 등급전망(rating outlooks)과 등급감시(rating reviews/watchlist))로 나눌 수 있다.

Altman and Rijken(2007)은 전망이 회사채 등급에 부여하는 추가적 가치를 정량화한 후, 전망이 신용등급 지속성을 어떻게 보완하는지 알아보았다. 연구 결과, 전망은 주기적인 관점(through-the-cycle perspective)과 일시적 관점(point-in-time perspective) 사이에서 발생하는 간극(gap)을 일부 메워 주는 역할을 하는 것으로 나타났다.

등급전망과 등급감시 모두 신용등급과 마찬가지로 정보전달과 모니터링의 역할을 수행할 수 있지만 본 연구가 등급전망에 더 주목하는 이유는, 신용등급에 단기적 영향을 미칠 것으로 판단되는 사건이 발생하거나 환경이 조성되는 경우에 부여되는 “등급감시”보다 중기적(intermediate) 변화의 방향성을 전달하는 “등급전망”이 기업이 자율적으로 신용을 개선하도록 유도하는 데 더 효과적일 수 있다고 판단하였기 때문이다. 또한, 선행연구에서 등급감시의 경우에는 등급변경에 대한 선행적 또는 부가적인 정보를 전달하는 역할을 하는 것으로 밝혀졌으나 등급전망에 대한 국내연구는 부재한 상태이며 등급전망의 경우에서 등급감시와는 다른 연구 결과를 예상할 수 있기 때문이다.

본 연구는 신용등급과 등급감시에 대한 기존의 선행연구를 바탕으로 두고 일차적으로 신용전망이 가치는 정보효과를 분석하여 부정전망에 대해 주가는 음의 반응을 보임을 발견하였다. 다음으로 신용평가사가 실시하는 본평정, 정기평정, 그리고 수시평정을 살펴보았는데, 본평정의 영향력이 다른 두 평정보다 크다는 것을 발견하였고 이는 정기평정과 수시평정을 활용할 때 본평정을 반드시 고려해야 함을 알게 되었다. 마지막으로 등급전망이 실질적으로 등급하락이나 등급상승으로 이어지는 지를 회귀분석을 통해 알아보았다. 그 결과 신용등급이 "A"인 기업이 부정전망을 받을 경우 실제 등급하락으로 이어질 가능성이 높음을 알게 되었고, 채무불이행등급으로 떨어질 가능성이 있는 기업에 대해 시장에서는 오히려 긍정적으로 반응함을 발견하였다.

위에서 발견한 결과를 바탕으로 볼 때 본 연구는 다음과 같은 차별성과 기여도를 지닌다고 여겨진다. 첫째, 신용평가제도와 등급감시에 대한 연구를 있었지만 등급전망을 다룬 국내 연구로는 본 연구가 첫 번째라는 점에서 기존 신용평가제도에 대한 연구에 기여한다고 생각한다. 둘째, 등급전망에 대한 다양한 시장반응을 살펴본 결과 실제로 시장이 어떻게 반응하는지를 어느 정도 알게 되었고 이는 투자자들에게 시사하는 바가 있다고 여겨진다. 마지막으로 등급전망에 대해 투자자들이 반응한다면 해당 기업은 이에 맞춰 향후 신용을 개선하기 위한 노력을 해야

할 것이다.

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·설병문·김진수(2007)에서도 신용등급이 기업의 자본구조 등 재무적 거래에 영향을 주는 경향이 있음을 밝히고 신용등급의 정보적 가치를 제시한바 있다.

오세경·황인덕(2012)에 의하면 2011년 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%(7.7%)에 불과하나 신용평가사는 발행기업에 대해 신용등급 외에도 등급전망과 등급감시라는 형태로 평가대상 기업에 대한 정보를 시장에 제공하고 있어 신용등급을 보완하는 부가적 평가제도를 병행하고 있다.

이준서·강경훈(2013)은 “신용등급감시의 정보가치에 대한 실증적 분석”에서 Bannier and Hirsch(2010)이 주장한 내용을 인용하여 등급감시의 정보가치에 대해 분석하였고 등급감시가 정보전달(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.

서론에서 이미 언급된 Altman and Rijken(2007)의 연구가 등급전망에 대해 다루고 있는데 이들은 전망을 rating outlooks(등급전망)과 rating watchlist(등급감시)로 구분한 후에 전망이 회사채 등급에 어떤 부가적인 의미를 지니는 지를 모형을 통해 정량화를 시도하였다. 그 결과, 전망은 신용등급을 보완하는 일종의 보완재의 역할을 수행한다는 것을 알아내었다.

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 2003년부터²⁾ 2014년8

2) “신용등급”과 더불어 “등급전망”을 부여하기 시작한 것이 2003년부터이다

월까지 나이스신용평가(주)에서 등급을 부여하는 거래소에 상장된 251개와 코스닥에 상장된 78개의 기업이 발행한 회사채 신용등급정보를 입수하여 분석한다. <표 1>은 거래소시장과 코스닥시장에서의 등급전망자료에 대한 분포이다.

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

거래소시장 (251개 기업)					
	긍정전망	안정전망	부정전망	유지전망	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 (78개 기업)					
	긍정전망	안정전망	부정전망	유지전망	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 긍정(Positive)전망, 안정(Stable)전망, 부정(Negative)전망 및 유지(Developing)전망은 각각 6%, 89.4%, 4.3% 및 0.3%이고 코스닥시장에서는 8.8%, 82.1%, 4.7% 와 4.4%의 수준을 보이고 있어 안정, 긍정, 부정, 그리고 유지 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, 코스닥 시장에서는 정기평정의 비중이 가장 높은 것으로 나타난다.

본 연구를 위해 2003년부터 2014년 8월까지 전체 8,736개의 회사채등급자료를 입수하였고, 시장 반응을 분석하기 위해 상장기업만을 연구대상으로 하였다. 실질적으로 신용등급정보가 많지 않은 코스닥 상장기업을 제외한 후, 전체 신용등급 자료는 3,317개로 줄어들었다. 추가적으로 거래일이 아닌 경우에 신용등급이 공시된 자료를 추가적으로 제외한 후 최종 표본 수는 3,096개이다.

<표2>를 살펴보면 전체적으로는 안정전망(2,769건)이 긍정전망(186건)과 부정전망(132건)보다 훨씬 많다. 하지만 2008년 금융위기 이전에는 긍정전망이 부정전

망보다 많지만 그 후 부정전망이 상대적으로 늘어나는 추세를 보이고 있어 등급전망의 변화추세가 경제의 순환적 특성과 유사하다는 것을 알 수 있다.

<표2> 연도별 등급전망 변화추이

연도	긍정전망	안정전망	부정전망	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: 유지전망의 표본 수가 적어 제외하였다.

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

대차대조표상의 총부채를 총자산으로 나누어 산출한 부채비율은 안정전망이 가장 낮고 부정전망이 가장 높게 나타나 부채비율이 낮은 기업이 안정적 전망을, 부채비율이 높아 파산의 위험에 노출되는 기업이 부정전망을 받는 경향을 보이고 있다. 수익성을 나타내는 ROA와 ROE의 경우는 긍정전망 기업이 가장 높고 부정전망 기업은 음(-)의 값을 가져 향후 등급변화의 가능성을 보이는 변수로는 기업의 수익성을 고려되어야 한다는 판단을 가능케 한다.

<표3> 등급전망별 기업특성

전망	변수	평균	표준편차	중위수	최소값	최대값
긍정전망	자산(log)	28.80	1.33	28.87	25.42	31.62
	부채비율	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	자산(log)	28.83	1.47	28.85	23.95	32.95
	부채비율	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
부정전망	자산(log)	28.36	1.14	28.63	24.67	30.67
	부채비율	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

신용등급 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) Hill, Brooks and Faff(2010)에서는 세계 국고채 시장에서 등급전망이 등급감시보다 등급변경에 대한 설명력이 있다는 연구결과를 보였기에 본 연구는 국내 신용평가제도에서도 유사한 현상이 존재하는 가를 분석하기 위해 등급전망에 대한 시장의 반응을 확인하려 한다.

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

$R_{i,t}$: 개별 기업 i 의 t 일 주가수익률

$R_{m,t}$: t 일 시장수익률 (KOSPI지수)

$\epsilon_{i,t}$: 기업별(i) t 일의 오차항

우선 정보전망이 등급변경과 유사한 정보를 전달하는가를 알기 위해서 등급전망과 등급감시 등재시점에서 발행기업의 누적초과수익률(CAR: cumulative

abnormal return)을 등급전망 공시일을 기준으로 60일 전(-60)부터 60일 후(+60)까지의 120일을 추정기간으로 정하고 추정기간 동안의 각 주가수익률의 일별 자료를 이용하여 식(1)의 α 와 β 를 추정한다.

이차적으로 식(1)에서 추정된 α 와 β 를 이용하여 사건기간 동안의 초과수익률 (AR: abnormal return)을 산출한다.

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

$AR_{i,t}$: 개별 기업 i 의 t 일 초과수익률

$[\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}]$: 개별 기업 i 의 t 일 시장모형 추정수익률

그 다음으로 식(2)를 통해 산출된 개별기업의 초과수익률을 식(3)을 이용해서 각 사건일별 평균초과수익률(AAR: average abnormal return)을 계산한 후에 식 (4)를 통해 누적초과수익률(CAR)을 구한다.

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

AAR_i : 사건일 t 의 평균 초과수익률

n : 사건기간의 표본수

본 연구에서는 - t 일부터 공시일 까지 사전 누적초과수익률[$CAR(-t,0)$]과 공시 일 이후 t 일까지 사후 누적초과수익률 [$CAR(0,+t)$]을 계산한다.

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

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

마지막으로, CAR이 지니는 통계적 유의성은 아래 식(5)을 이용한 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 긍정전망, 안정전망 및 부정전망이 공시되는 사건일 전후의 초과수익률, CAR(-60,0), 그리고 CAR(0,+60)의 통계적 유의성을 우선 검증한다. 우선 등급전망의 방향성이 과거 주가의 변화와 일치하는지 여부를 CAR(-60,0)을 통해 살펴본다. 그 다음으로 사건일 전후 CAR의 유의성 검정을 통해 등급전망공시가 지니는 정보효과를 알아본다. 그 후 CAR(0,60)에 대한 통계적 검정을 통해 등급전망의 중기적 예측력을 살펴볼 수 있을 것으로 판단한다.

사건연구를 위하여 살펴볼 연구가설은 아래와 같다. 우선 등급하락에 의한 부정적 주가반응만이 유의하다고 밝힌 Holthausen and Leftwitch(1986), Cantro(2004), Behr and Gnttler(2008) 및 Kothari et al.(2009)의 연구결과가 등급전망에서도 유사하게 발견될 것으로 보고 아래와 같이 가설을 설정한다.

가설1A: 긍정전망에 대한 긍정적 주가반응은 유의하지 않지만 부정전망에 대한 부정적 주가반응은 유의할 것이다.

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

가설1B: 등급전망에 대한 주가반응은 평정에 따라 다르게 나타날 것이다.

좀 더 구체적으로 말하면, 가령 부정전망이 예상되는 기업이 있다고 하자. 이 기업이 회사채를 발행하기 위해서는 원하든 원치 않던, 본(main)평정이란 형태로 신용평가를 받게 될 것이다. 회사채를 발행하면서 이미 부정전망을 받은 기업이라면 이금 채권발행을 통해 자금을 조달한 마당에 향후 신용을 개선할 동기부여가 아무래도 작을 수가 있기 때문에 부정전망 후 주가반응은 부정적일 수 있다. 반면에 정기적으로 신용평가를 받는 정기(scheduled)평정의 경우에는 사전적으로 신용평가에 대한 준비와 노력이 가능할 것이므로 신용개선효과가 존재할 수 있으므로

같은 부정전망이라고 할지라도 정기평정 부정전망에 대한 주가반응은 본평정 부정전망과 상이할 것으로 예상된다.

3.3. 프로빗(Probit)분석과 다중회귀분석³⁾

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. 가설1A에 따르면 부정전망과 관련된 CAR은 유의하게 나타날 것을 예상된다. Hill et al.(2010)은 각국 국고채 시장에 관한 연구를 통해 등급전망이 등급감시보다 등급변경에 대한 설명력이 있다는 결과를 보인 적이 있어 국내 회사채시장에서도 유사한 연구결과가 나타나는지 다음 가설에 대한 실증적 분석을 통해 확인해볼 것이다.

가설2: 기업의 부채비율이 높은 경우, 하락전망 후의 등급하락 가능성은 증가한다.

본 연구에서 사용된 프로빗모형은 아래와 같다. 등급이 하락한 표본만을 추출한 후, 등급하락 이전 신용평가사의 등급전망이 하락이었다면 “1”의 값을, 안정이었다면 “0”의 값을 갖는 더미변수(DnRateNegOut)를 종속변수로 설정한다. 설명변수로는 발행기업의 규모를 나타내는 시가총액의 로그값(LnCap), 발행기업의 신용도에 결정적 역할을 할 것으로 예상되는 부채비율(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 사용하여 분석한다.

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

3) 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+, BBB-, BBB-)을 속하는 경우를 의미하는 더미변수 등을 설명변수로 고려하였으나 변수 간의 높은 상관지수와 모형전체의 유의성을 저하시키는 경향을 보여 제외하였다.

i : 개별 등급하락

$DnRateNegOut$: 등급하락 이전에 부정전망의 여부를 나타내는 더미변수로
부정전망 후에 등급이 하락하는 경우에 1, 그 외 전망 후에 등급이 하락
하면 0의 값

$LnCap$: 발행기업의 규모를 나타내는 개별주식의 시가총액의 로그값

Lev : 발행기업의 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율

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

ROA : 발행기업의 수익성을 나타내는 총자산순수익률

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

$LnCap$ 은 발행기업 규모를 나타내는 변수로 규모가 큰 기업일수록 하락전망 효과가 소규모 기업에 비해 상대적으로 작을 것(-)으로 예상된다. 부채비율(Lev)은 기업의 총자산대비 부채의 비율이 높은 경우에는 기업의 신용에 문제가 발생할 소지가 있어 채무비율변수의 계수는 음(-)의 값을 가질 것으로 판단된다.

투기등급하락 더미변수($FallAngel$)의 경우, 투기등급(speculative grade)으로 떨어질 가능성이 높은 발행기업에 하락전망이 부여되면 기업의 재무적 제약을 극복하지 못하고 등급하락으로 연결될 가능성이 높으므로 양(+)의 값을 예상할 수 있다. 반면에 발행기업이 재무적 제약을 극복할 수 있다면 투기등급을 떨어질 수 있다는 가능성은 오히려 기업으로 하여금 신용개선을 위한 노력을 해야 한다는 “채찍질”로 작용할 수도 있으므로 투기등급하락 더미변수의 계수는 음(-)의 값을 가질 수도 있을 것이다.

수익성은 신용개선을 가능하게 할 원천인 자금을 제공하는 의미에서 음(-)의 값을 예상한다. 마지막으로 등급더미변수는 특정 등급에 있는 발행기업들이 하락전망을 통해 등급하락의 가능성이 인지되는 경우에 어떻게 반응할 것인가를 본다. “A” 등급을 받은 발행기업에 하락전망이 부여되는 경우, 신용개선의 여지가 거의 없거나 개선의 노력이 따르지 않은 경우, 또는 ‘밑져야 본전’식으로 등급하락이 기업차원에서 부담이 없다고 판단되는 경우 신용개선에 별 노력을 기울이지 않을 것이므로 등급하락으로 이어질 가능성이 높다.

추가분석으로 $CAR(0,+60)$ 을 설명하는 변수에 대한 분석모형으로 부정전망이 부여된 표본의 CAR 을 이용하여 분석하였다. 부정전망으로 분석을 제한한 이유는

부정전망 60일 이후의 CAR이 사건연구를 통해서 통계적으로 유의한 값을 갖는다는 검증결과를 보이기 때문이다. 이에 따라 다음 가설을 설정하고 식(7)은 이 가설을 검증하기 위한 다중회귀분선 모형이다.

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

$$CAR(0,+60)_i = \beta_1 + \beta_2 Lev_i + \beta_3 ROA_i + \beta_4 ToDefault_t + \beta_5 BTM_i + \beta_6 Beta_i + \beta_7 A_i + \beta_8 BB_i + \epsilon_i \quad \text{식(7)}$$

i : 개별 등급전망

$CAR(0,+60)_i$: 등급전망 공시 이후 60일까지 누적초과수익률

Lev : 발행기업의 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율

ROA : 발행기업의 수익성을 나타내는 총자산수익률

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

BTM: 발행기업 총자산의 시장가대비 장부가치

Beta: 체계적으로 발생하는 개별기업의 시장포트폴리오에 대한 상대적 위험 수준

A : 등급변경 전 신용등급이 A군(A+, Ao, A-)인 경우를 나타내는 더미변수

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

CAR(0,+60)을 종속변수로 하는 다중회귀분석의 설명변수의 계수에 대한 예측은 다음과 같다. 발행기업이 하락전망을 받은 후에 부채비율이 악화되는 경우, CAR은 하락하게 될 것이므로 Lev 계수는 음(-)의 부호를 예상한다. ROA가 증가할 경우는 긍정적인 변화로 판단되기 때문에 CAR은 양(+)의 계수를 가질 것이다.

채무불이행하락더미(ToDefault)는 신용등급이 채무불이행등급인 CCC+이하로 하락하는 경우를 말한다. 우선 등급전망이 채무불이행등급으로 하락될 가능성이

인지될 때 발행기업이 신용개선의 노력을 기울이는 경우 CAR이 상대적으로 상승하는 효과가 발생하여 양(+)의 값을 나타낼 것이다. 하지만 개선에 별다른 노력을 하지 않는 경우 음(-)의 값을 가질 수도 있다.

시장가대비 장부가치(BTM)은 발행기업의 무형가치가 인정되고 기업의 성장가능성이 높은 때 낮아지는 경향이 있는 변수이다. 채무이행의 문제가 발생하여 기업의 신용도가 하락할 경우 시장가치는 급감하게 될 것이므로 BTM이 크다는 것은 신용의 하락을 의미하게 되고 CAR에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 발행기업의 베타값을 의미하는 베타변수(Beta)는 발행기업이 지닌 자본시장에 대한 상대적 위험을 나타내는 변수이므로 위험증가에 따라 CAR은 감소하게 될 것이므로 계수는 음(-)의 값을 보일 것이다.

마지막으로, 특정신용등급 더미변수를 고려한다. 특정신용등급 더미변수(A와 BB)는 프로빗 모형에서와 마찬가지로 특정신용등급에 있는 기업들이 하락전망을 부여받는 경우에 발생하는 신용의 변화를 의미하므로 양(+)의 값은 해당 기업의 신용개선을, 음(-)의 값은 해당기업의 개선실패를 의미한다.

4. 분석결과

4.1. 등급전망에 있어서의 비대칭적 시장반응

<표 4>~<표 6>는 3가지 유형의 등급전망에 대해 등급전망 공시일 전후 60일간을 대상으로 한 사건연구 분석결과를 보여준다. 긍정전망(Positive)에 대한 결과를 <표 4>에서 살펴보면 등급전망이 있기 60일 전부터 3일 전까지 지속적으로 유의한 양(+)의 CAR을 나타내다가 막상 공시일을 전후한 기간(-1,1)에 와서는 CAR이 유의하지 못하는 결과를 보여 준다. 그리고 긍정전망 이후의 주가는 별다른 변화를 보이지 못하고 있다.

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 긍정전망을 부여하는 기업이 성장가능성이 있는 기업일 것이라는 추론도 가능하다. 부정전망(<표6>)의 경우는 등급공시 -1일까지 음(-)의 누적

<표4> 긍정전망의 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

<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	**

<표6> 부정전망의 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 *

초과수익률을 보이고 있어 긍정적인 등급전망의 정보가 사전적으로 모두 반영되는 긍정전망과 안정전망과는 다른 모습을 보이는 것이 특징이다. 또한, 공시일 28일 후부터 다시 유의한 음(-)의 CAR이 나타나고 있어 부정전망의 방향성이 비교적 유의한 수준에서 예측력을 지니고 있다고 추론할 수 있다.

등급전망을 긍정전망, 안정전망, 부정전망의 유형별로 살펴본 일차분석의 결과는 아래와 같다. 등급전망 공시일의 초과수익률이 유의하지 않아 등급전망의 사건일 정보효과는 미비한 것으로 밝혀졌으며, $CAR(-60,0)$ 은 긍정전망과 안정전망에서는 양(+)의 값을, 부정전망에서는 음(-)의 값을 보여 등급전망의 유형이 과거 주가수익률을 반영하고 있음을 알 수 있다. $CAR(0,+60)$ 은 안정전망과 부정전망의 경우, 공시일 이전과 같은 부호를 보이고 있어 등급전망이 지니는 중기 주가수익률을 예측한다는 추론이 가능하지만 긍정전망의 경우 공시일 이후 주가에 별다른 변화를 보이고 있지 않아 긍정전망의 중기 예측력은 제한적인 것으로 보인다. 이런 현상은 선행연구와 유사한 결과로 신용등급과 등급감시에 존재하는 신용정보의 비대칭적 시장반응현상이 등급전망에도 존재함을 알 수 있다.

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

앞에서 언급한 3가지 유형의 등급전망에 관한 사건연구에서는 선행연구의 분석결과와 매우 유사한 분석결과를 얻었다. 사전적(ex ante)으로는 긍정전망의 주가수익률은 양(+)의 값을 보이고 부정전망의 주가수익률은 음(-)의 값을 보이는 점은 직관적으로 설명할 수 있으나 등급전망 공시 이후 시장반응이 부정전망에 대해서만 유의하게 음(-)의 값을 갖는 점은 추가적인 분석이 필요하다. 따라서 본 연구에서는 사후적(ex post)으로 비대칭적인 주가수익률에 대한 원인이 세 가지로 분류되는 평정 유형에 의해서 설명될 수 있다고 판단하고 등급전망을 평정별로 구분한 후에 추가적으로 사건연구를 아래와 같이 진행하였다.

4.2.1. 본평정

본평정(main evaluation)은 원칙적으로 피평가기업의 의뢰에 의해서 이루어진다. 따라서 채권발행과 같이 신용평가 의뢰 목적이 명확하고 목표로 하는 등급 부여 가능성이 높은 상황에서만 평가를 의뢰할 것이다. 단지 김태규(2012)가 언급한 바처럼 본평정의 경우, 기업에 대한 신용정보의 불확실성이 존재할 수 있는 개연성이 있어 등급전망의 영향이 다소 크게 나타날 수 있을 것으로 추론한다.

<표7> 등급전망의 평정별 사건연구 분석결과 CAR(-60,-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
-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	2.3																					

<표8> 등급전망의 평정별 사건연구 분석결과 CAR(-19,+20)

본평정				본평정				본평정				수시평정				정기평정				정기평정				정기평정			
상황전망		N=110		안정전망		N=1684		하향전망		N=67		안정전망		N=153		상황전망		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	0.4889
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				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

본평정에서 긍정전망을 받은 기업은 평가의뢰 이전까지 양(+)의 CAR을 보이고 있어 앞서 언급한 사전적으로 신용평가 여건이 괜찮다고 판단되는 기업들이 “본평정”을 통해 신용평가를 의뢰하는 경향이 있을 것으로 판단된다. “Stable” 전망을 부여받은 기업들은 “Positive” 전망을 받은 기업보다 높은 수준의 양의 CAR을 나타내는데 이들은 등급을 부여한 후에도 대체로 유의한 양(+)의 CAR을 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 이후 수익률은 양(+)의 부호를 보이지만 통계적으로는 유의하지 않다는 점이다. 이런 경향은 일차적으로 전망부여가 가지는 긍정적 측면이 거래일 기준 60일 이후까지는 주가에 반영되지 못하고 있으며, 동시에 “본평정” 의뢰 이전에 긍정적 주가변화를 보였던 기업들이 “Positive” 전망을 받을 가능성은 존재하지만 중기적 기업가치 상승을 의미하지는 않는다고 해석할 수 있겠다.

“Negative” 전망을 받은 기업은 대부분 등급부여 이전에 음(-)의 CAR을 보이고, 등급부여 이후 거래일 기준 40일 이후부터 음(-)의 CAR을 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 미약하게 나타나고 있다고 판단된다. 이는 Chung et al.(2012)이 언급한 신용평가제도의 암묵적 계약 기능에도 불구하고 신용개선에 실패하는 기업도 존재한다는 맥락에서 이해할 수 있을 것이다. 게다가, “Negative” 전망의 경우 등급부여 당일에는 양(+)의 초과수익률을 보이고 있어 미래에 대한 부정적 전망에도 불구하고 시장에서는 오히려 불확실성이 해소되는 긍정적인 효과가 나타나고 있다는 추론이 가능하다. 이와는 달리 “Positive” 전망과 “Stable” 전망의 경우, 등급부여 당일 주가초과수익률은 유의한 수준에서의 변화를 보이지 않고 있는 것으로 나타난다. “Developing” 전망의 경우에는 전체 3,096개의 자료에서 단지 9개에 그치고 있어 유의한 수준의 통계적인 분석이 불가하였다.

4.2.2. 정기평정과 수시평정

수시평정(unscheduled evaluation)과 정기평정(scheduled evaluation)은 본

평정 이후 사후관리를 목적으로 이루어지고 피평가기업의 의뢰 없이 이루어진다. 정기평정은 본평정을 거친 기업 모두를 대상으로 본평정 시 부여한 신용등급의 적정성을 주기적으로 검토하는 것으로 매년 실시한다. 수시평정은 기존 신용등급의 유효기간 동안 등급변경사유가 발생하거나 발생할 가능성이 있다고 판단될 경우 시행하는 신용등급평정을 말한다.⁴⁾ 따라서 본평정과 달리 피평가기업의 의뢰 없이 매년 정기적으로 이루어지는 정기평정과 불특정 시점에 신용평가사의 결정에 의해 이루어지는 수시평정이 어떤 경제적 의미를 지니는 가를 알 필요가 있다.

우선 정기평정은 비록 의뢰 없이 ‘정기적으로’ 이루어지므로 명시적인 평가의 회피 존재 여부는 큰 의미가 없다고 생각할 수도 있지만, 한편으로는 정기적으로 평가가 시행되므로 발행기업 입장에서는 자발적으로 신용을 개선해야 할 필요성도 느낄게 될 것이다. 전체 1,863개 본평정 중 절반이 조금 넘는 1,059개(56.8%) 기업이 정기평정을 받은 것으로 나타났다. “Positive” 전망의 경우 사전적으로 매우 강한 양의 CAR이 나타난 기업에 부여된 경향이 있고 이들 기업은 사후적으로 30일이 지난 시점에 이르러 낮은 수준의 양의 CAR을 보이고 있다. 정기평정에서 “Stable” 전망을 부여받은 기업은 평가 이전에 낮은 수준의 유의한 양(+)의 CAR을 나타내고, 이후에도 유사한 수준의 지속적인 양(+)의 CAR을 보이고 있어 부여된 전망의 특성을 잘 드러내고 있다. “Negative” 전망을 받은 기업은 사전적으로 매우 강한 음(-)의 CAR을 보이거나 사후적으로는 주가가 음을 보이지 않아 전망의 신호가 부정확하게 나타나고 있다. 이를 볼 때, 본평정과는 달리 정기평정에서 “Negative” 전망을 부여받은 피평가기업들의 경우 전망의 특성이 이후에도 나타나지 않는 신호의 부정확한 측면이 존재하고 있는 것으로 판단된다.

거래소에 상장된 피평가기업 중 174개 기업에 대한 수시평정이 이루어졌으며, 이중 153개 기업이 “Stable”전망을 받아 이에 대한 통계적 분석을 실시하였다. 기존 신용등급의 유효기간 동안에 등급변경 사유가 발생했거나 발생할 가능성이 있는 기업에 대해 이루어진다는 수시평정의 경우에 대부분의 기업이 “Stable” 전망을 받았으며 전망 부여 이전과 이후에 주가의 변화가 크지 않았다는 점에서 수시평정의 의미가 불명확한 측면이 존재한다. 다만 피평가기업이 수시평정을 받는다는 사실 때문인지 “Stable” 전망에도 불구하고 평가 당일과 다음 날 주가는 하락하는 것으로 나타난다.

4) “NICE 신용평가 일반론, 나이스신용평가(주), 2014

4.2.3. 평정별 등급전망 사건분석의 시사점

등급전망 유형별로 실시한 사건연구의 분석결과, 등급하락의 경우에만 유의한 주가하락을 보이는 것으로 나타났는데 이는 선행연구와 대체적으로 일치한다. 본 연구에서는 긍정전망과 부정전망의 평정유형에 주목하여 등급전망의 정보효과 보다 세밀하게 분석하고자 하였다. 그 결과, 본평정의 특성이 정기평정의 특성보다 우세하기 때문에 평정을 구분하지 않고 등급전망을 분석하는 경우에 본평정의 특성만 나타나게 된다는 사실을 발견했다.

긍정전망의 정기평정만을 분석한 결과에 의하면, 전체 긍정전망의 분석에서는 유의하지 않았던 중기 CAR이 공시일 40일 이후에는 부분적으로 유의하게 나타나는 것으로 나타났다. 이러한 분석결과는 정기평정의 중기 주가수익률 예측력이 부분적으로 존재함을 의미한다. 부정전망의 정기평정에 집중한 분석에 의하면, 전체 부정전망에서 보였던 유의한 음(-)의 CAR이 관찰되지 않았다. 본평정 부정전망 이후 발행기업의 주가수익률이 매우 유의한 수준에서 떨어지고 있다는 사실은 발행기업이 회사채발행 이후에 재무적 상황을 개선하지 못하고 있다는 것을 의미한다. 반면에 정기평정 부정전망에서는 주가하락이 나타나지 않는데, 이는 본평정과 달리 정기평정에서 부정전망이 내려진 기업은 전망공시 이후 재무적 상황을 개선하기 위한 노력을 기울이는 신용개선효과가 존재한다는 추론을 가능하게 한다.

4.3. 하락전망후 등급하락에 관한 프로빗(Probit)모형 분석결과

<표10>은 등급전망 등재 후 실제 발생한 등급변경 분포를 보여준다. 긍정전망이 등급하락으로 이어지는 경우는 전체 3,096개 표본에서 단 하나에 불과하고, 2,769개 안정전망 중에서 등급하락으로 이어지는 경우는 66개(2.38%)이며, 부정전망이 등급하락으로 이어지는 경우는 132개 중 32개(24.2%) 수준을 보이고 있다.

등급하락 경우가 비교적 존재하는 안정전망과 부정전망을 표본으로 등급하락을 설명하는 실증분석을 실시하였다. Hill et al.(2010)에 의하면 부정적 등급감시 이후 실제 등급하락으로 이어지는 경우가 많다고 밝혀진 바 있으나 등급감시는 단기적 변화에 대한 평가이므로 부정전망이 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 부정전망이 등급하락을 설명할 수 있는가는 실증적 이슈라고 판단된다.

<표10> 등급전망과 등급변경의 분포

	긍정전망		안정전망		부정전망		유지전망		전체	
	표본수	변경	표본수	변경	표본수	변경	표본수	변경	표본수	변경
본 평 정	110 (4)	33	1684 (45)	84	67 (1)	0	2	0	1863 (50)	117
		73		1525		55		2		1655
		0		30		11		0		41
수 시	7	2	153 (7)	8	12 (2)	0	2	0	174 (9)	10
		5		132		3		2		142
		0		6		7		0		13
정 기	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
전 체	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 238개의 경우(괄호표시)는 변경에서 제외

<표11>은 부정전망 이후 등급하락으로 이어진 경우 “1”, 안정전망 이후 등급이 하락하는 경우에는 “0”의 값을 취하는 “하락전망후 등급하락”(DnRateNegOut)을 종속변수로 하는 프로비트(Probit) 모형 분석결과이다. 3개 상이한 모형을 통해 살펴본 부정전망이 등급하락으로 이어질 가능성을 설명하는 변수로는 발행기업의 부채비율(Lev)과 발행기업의 신용등급이 A군에 속하는 경우를 나타내는 더미변수(A)가 유의하게 나타났다. 부채비율은 부분적으로 유의하지만 계수가 양(+)의 값을 가지므로 부채비율이 높아지면 부정전망이 등급하락으로 이어질 가능성이 높다는 것이다. 등급더미인 “A” 역시 유의한 양(+)의 값을 가지는데 이는 “A”등급 표본의 경우에 부정전망이 등급하락으로 이어질 가능성이 비교적 높다는 것을 의미한다.

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

<표11> 프로빗모형 분석결과

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

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

i : 개별 등급하락, DnRateNegOut : 등급하락 이전에 부정전망의 여부를 나타내는 더미변수로 부정전망 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 부채비율, ROA : 발행기업의 수익성을 나타내는 총자산순이익률, A : 등급변경 전의 신용등급이 A군(A+, A0, A-)에 속한 경우를 나타내는 더미변수, FallAngel: 신용등급이 투자등급(BBB-이상)에서 투기등급(BB+이하)으로 하락하는 경우, ToDefault: 채무불이행등급(CCC)으로 하락하는 경우를 나타내는 더미변수, Beta: 발행기업의 베타값을 의미한다.

종속변수 (DnRateNegOut)														
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	-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			

신용등급이 “A”(A+, A0, A-)인 표본을 의미하는 더미변수가 유의하게 나왔는데, 다른 등급에 비해 “A”등급 기업이 하락전망을 받는 경우에 등급하락으로 이어질 가능성이 높다는 것이다. 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 투자자 입장에서 다른 신용등급 간 차이보다 “A”등급과 “BBB”등급 간 차이가 심리적으로 크게 느껴질 수 있다.

4.4. 중기 누적초과수익률의 다중회귀모형 분석결과

Bannier and Hirsch(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, 국내에서는 이준서·강경훈(2013)이 등급감시 변화가 등급변경으로 이어지는 경우에 등급감시의 정보효과가 존재함을 연구하였다. 본 연구 역시 부정적 등급감시 등재의 경우에만 CAR이 유의한 결과를 보였고 부정적 등급감시 이후 등급하락이 발생하는 경우에 유의한 CAR이 나타났다.

<표12>는 Bannier and Hirsch(2010)와 이준서·강경훈(2013)의 방법론을 차용하여 CAR(0,+60)을 종속변수로 실시한 회귀분석의 결과이다. 선행연구와 달리 등급전망 공시일의 CAR은 유의하지 않고 공시일 이후 CAR도 유의하지 않은 경우가 많아 본평정에서 부정전망이 등재된 표본을 추출하여 하락전망이 기업의 중기 성과에 대해 설명할 수 있는지를 실증적으로 분석한다. 기업의 시장가대비 장부가치(BTM) 계수는 모형1에서만 부분적으로 유의한 음(-)의 값을 가지는데 이는 성장가능성이 제한적이고 시장의 평가가 호의적이지 않은 기업의 경우에 CAR이 악화될 수 있다는 것을 의미한다. Beta변수의 경우에는 모형1과 모형2에서 부분적으로 유의한 음(-)의 계수를 보이고 있어 기업의 체계적위험이 증가하는 경우에 CAR은 더욱 낮아지게 됨을 의미한다.

프로빗모형 분석결과와 같이 “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 후 발생하는 CAR 수준이 더 낮은 것이라는 예측이 가능하다 앞서 설명한 바와 같이 투자자의 “A”등급과 “BB”등급에 대한 부정적 인식이 주가에 중기적으로 반영되고 있다고 설명할 수 있다.

<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): 등급전망 공시 이후 60일까지의 누적초과수익률, Lev : 발행기업의 총부채를 총자산으로 나눈 채무비율, ROA : 발행기업의 수익성을 나타내는 총자산순수이익률, BTM: 발행기업 총자산의 시장가대비 장부가치, Beta: 체계적으로 발생하는 개별발행기업의 시장포트폴리오에 대한 상대적 위험수준, ToDefault: 신용등급이 채무이행등급(B-이상)에서 채무불이행등급(CCC+이하)으로 하락하는 경우, A : 등급변경 전의 신용등급이 A군(A+, Ao, A-) 경우를 나타내는 더미변수, BB : 등급변경 전의 신용등급이 BB군(BB+, BBo, BB-) 경우를 나타내는 더미변수를 의미한다.

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				

마지막으로 회사채 등급이 채무불이행등급인 CCC+ 이하로 하락하는 경우 “1”의 값을 갖는 채무불이행등급하락 더미변수(ToDefault)는 모든 모형에서 계수 값이 양(+)의 부호를 보이고 있고 모형1에서만 부분적으로 유의하다. 신용등급이 채무불이행등급으로 하락하는 경우, 주가가 부정적으로 반응할 것이라는 게 일반적인 예상이지만 본 연구에서는 신용등급이 하락전망 이후 채무불이행등급으로 하락하는 표본의 경우에는 CAR의 상승하는 것으로 나타났다. 물론 본평정 하락전망이 등재된 경우에 국한되는 분석결과이므로 CAR의 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 비대칭의 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 물론기업의 신용개선효과가 존재할 것으로 판단되는 등급전망에 대한 실증적 분석을 실시하고 등급전망의 정보가치와 다른 유형의 평정을 통한 기업의

신용개선효과를 살펴보았다.

연구 결과에 따르면, 등급전망의 긍정전망에 대한 긍정적 주가반응은 유의하지 않지만 부정전망에 대한 부정적 주가반응은 중기적으로 등급변경에 관한 선행연구와 일치된 유의하다는 결론을 도출하여 부정전망의 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.
(Translated in English) Kim, S., B. Seol, and J. Kim, “Credit Ratings and Capital Structure,” *Korean Journal of Finance*, Vol. 20, No.2 (2007), pp. 69-92.
- 김성태·이필상, “신용등급과 이익조정이 자본구조결정에 미치는 영향에 관한 연구,” 대한경영학회지, 제20권 제5호, 2007, 2207-2227.
(Translated in English) Kim, S. and P. Lee, “Effects of Credit Ratings and Earnings Management on Capital Structure Decisions,” *Korean Journal of Business Administration*, Vol. 20, No. 5 (2007), pp. 2207-2227.
- 김태규, “정보비대칭과 신용등급 변경 공표의 효과”, 재무관리연구, 제29권 제2호, 2012, 165-188.
(Translated in English) Kim, T., “Information Asymmetry and the Effect of Credit Rating Change Announcements,” *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 29, No. 2 (2012), pp. 165-188.
- 김태규, “기업어음 신용등급 변경의 비대칭 정보효과”, 재무관리연구, 제31권 제2호, 2014, 169-192.
(Translated in English) Kim, T., “The Asymmetric Information Effect of Commercial Paper Credit Rating Changes,” *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 31, No. 2 (2014), pp. 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.
(Translated in English) Park, H. and I. Song, “Different Market Reaction to Bond Rating,” *Korean Accounting Review*, Vol. 30, No. 2 (2005), pp. 277-305.
- 오세경·황인덕, “글로벌 금융위기 이후 신용평가산업의 환경변화 고찰과 주요 현안에 대한 정책제안,” 한국증권학회지, 제41권 제1호, 2012, 1-39.

- (Translated in English) Oh, S. and I. Hwang, "Change in World Credit Rating Industry After Global Financial Crisis and Suggested Policy Issues in Korea," *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 41, No. 1 (2012), pp. 1-39.
- 이준서·강경훈, "신용등급감시의 정보가치에 대한 실증적 분석," 2013.
- (Translated in English) Lee, J. and K. Kang, "Information Value of Credit Watchlist," *working paper*.
- 주상룡, "회사채신용 등급 변경이 주가에 미치는 영향에 관한 연구 -IMF이전과 이후를 중심으로-" 한국증권학회지, 제29권 제1호, 2001, 221-243.
- (Translated in English) Joo, S., "An Empirical Study on the Effect of Corporate Bond Rating Changes on Stock Prices -Before IMF and After IMF-" *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 29, No. 1 (2001), pp. 221-243.
- Altman, E. and H. Rijken, "The Added Value of Rating Outlooks and Rating Reviews to Corporate Bond Ratings," *working paper*.
- Bannier, C. and C. Hirsch "The Economic Function of Credit Rating Agencies-What Does the Watchlist Tell US?" *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34, Iss. 12(2010), pp. 3037-3049.
- Boot, A., T. Milbourn, and A. Schmeits, "Credit Ratings as Coordination Mechanisms," *Review of Financial Studies*, Vol. 19, No. 1(2006), pp. 81-118.
- Chung, K., C. Frost, and M. Kim, "Characteristics and Information Value of Credit Watches," *Financial Management*, Spring 2012, pp. 119-158.
- Dichev, I. and J. Piotroski, "The Long-Run Stock Returns Following Bond Ratings Changes," *Journal of Finance*, Vol. 56, (2001), pp. 173-204.
- Goh, J. and L. Ederington, "Bond Rating Agencies and Stock Analysts, Who Knows What When?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 33, (1998), pp. 569-585.
- Hill, P., R. Brooks, and R. Faff, "Variations in Sovereign Credit Quality Assessments across Rating Agencies," *Journal of Banking & Finance*,

- Vol. 34, (2010), pp. 1327-1343.
- Holthausen, R. and R. Leftwich, "The Effect of Bond Rating Changes on Common Stock Prices," *Journal of Financial Economics*, Vol. 17, Iss. 1(2006), pp. 57-89.
- Jorion, P., Z. Liu, and C. Shi, "Informational Effects of Regulation FD, Evidence from Rating Agencies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, (1986), pp. 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*, Vol. 16, (2007), pp. 45-59.
- Kim, Y. and S. Nabar, "Bankruptcy Probability Changes and the Differential Informativeness of Bond Upgrades and Downgrades," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, (2007), pp. 3843-3861.
- Kothari, S., S. Shu, and P. Wysocki, "Do Managers Withhold Bad News?," *Journal of Accounting Research*, Vol. 47, (2009), pp. 241-176.

The Value of Rating Outlooks and Their Impact on Credit Rating Improvements

Bum Kim

Jin San Kim

Abstract

Credit ratings play important roles in financial markets such as financial intermediation, risk reduction, and mitigating information asymmetry. However, credit ratings have a limited ability in terms of providing future information about where a firm's credit rating is heading in the near future. In this study, we empirically analyze whether rating outlooks have the impact of firms' credit rating improvements as well as the function of delivering firms' credit information to the market. Then we investigate how rating outlooks and other credit evaluations improve firms credit ratings.

We find that stock prices negatively respond to negative outlooks and the finding is in line with previous studies. Among three types of evaluations, main evaluations have greater impacts on stock prices than scheduled and nonscheduled evaluations, so without considering main evaluations it would be difficult for the other two measures to be effective evaluations. According to probit model analysis, firms with high leverage are more likely to be actually downgraded by "negative outlooks," and firms with credit rating "A" are more likely affected by "negative outlooks." Multiple regression analysis gives us the following results. Firms with relatively higher leverage, low growth potential, high market beta, and high probability to be downgraded to below B- exhibit low intermediate cumulative abnormal returns after negative outlooks. Besides we detect a potential for credit rating improvement as firms likely to be downgraded to below B- have improving CAR.