

재벌기업집단의 propping 효과 -기업 신용평가등급 변경-

오현탁^{1*}

¹전북대학교 경영학부

Chaebolgroups Propping: Evidence from the Stock-Price Effects by Changing of Corporate Bond Rating

Hyun-Tak Oh^{1*}

¹Dpt. of Business Administration, Chonbuk National University

요 약 한국기업에는 한국특유의 기업집단 형태인 재벌기업집단이 있고 그 영향도 매우 크다. 재벌의 경제에 미치는 영향도 매우 커서 이에 따른 경제정책도 많은 변화가 있어 왔다. Propping은 지배주주가 일방적 이익을 위해 계열사의 소수주주의 부를 착취하는 tunneling의 개념과는 달리 재벌기업집단의 전체이익을 위해 재벌기업내의 자원을 공유하며 상호 지원과 위험의 공유할 수 있다는 개념이다. 재벌계열기업 간 propping을 분석하는 것은 그룹내의 여러 가지 중요문제를 풀고 재벌에 대한 규제정책에 대한 중요한 핵심을 주는 결정적 키가 될 수 있다. 본 논문의 사건연구결과를 보면 신용등급변경 전후의 누적초과수익률(CAR)은 신용등급이 상향 조정되었을 때에 유의한 추가반응이 없었으나 하향변경의 경우 재벌, 비재벌 모두 유의한 음의 반응을 보였고 특히, 하향변경의 경우 재벌그룹에 속한 기업군이 상대적으로 평균적 초과수익률의 하락 정도가 매우 낮음을 보여주고 있어서 재벌집단기업의 propping 현상이 존재한다는 것을 입증하고 있다. 2002년 실시한 상호출자제한제도를 전후한 다중회귀분석에서도 상호출자제한제도 이후 신용등급 하향조정시 propping 효과를 크게 감소시킨 것으로 나타나 재벌기업에 대한 규제정책과 propping효과와 매우 관계가 깊은 것으로 분석되었다.

Abstract I examine propping within chaebolgroups, using changes of bond rating events made by corporate credit evaluation institutions. Much studies related to the internal capital market and tunneling have enhanced our understanding of the important function of chaebolgroups in emerging market, but relatively little is known about propping within affiliated firms. In a common sense, propping implies capital reallocation within affiliated firms to save a financially troubled affiliate.

In event study on announcement the changes of corporate bond rating, I found most positive numbers in chaebolgroup's CAR. Particularly when lower change than higher change, decrease ratio of CAR is higher positively in chaebolgroups, which relatively shows that there is more propping effects in chaebolgroups than non-chaebolgroups. In multi-regression analysis, after strengthen restriction of internal mutual investment, propping effects are decreased positively in chaebolgroups than non-chaebolgroups when credit rating adjust lower, which implies there was more propping in chaebolgroups.

Key Words : Tunneling, Propping, Cumulative average abnormal return(CAR)

1. 서론

한국 기업에 대한 많은 연구가 한국 특유의 기업집단

형태인 재벌기업집단에 영향에 대해 이루어지고 있다. 많은 지식인들이 재벌기업집단이 한 나라의 경제에 대해 미치는 막대한 영향에 대해 같은 인식을 하고 있다. 그

본 연구는 전북대학교 연구기반조성 연구비의 지원에 의해 연구되었음.

*교신저자 : 오현탁(oh@jbnu.ac.kr)

접수일 11년 03월 23일

수정일 11년 04월 17일

게재확정일 11년 05월 12일

인식의 바탕으로 말미암아 기업재벌에 대한 정책도 많은 변화가 있었다. 즉, 재벌기업집단내의 상호출자를 허용하다가 2002년 4월부터는 상호출자를 제한하는가 하면 2010년 2월 다시 상호출자를 어느 정도 허용하는 정책규제의 변화가 있었다. 그 만큼 재벌기업의 경제에 대해 미치는 영향을 간과하지는 않는다는 점을 말해 주고 있다.

본 논문에서는 신용평가기관의 기업 신용평가등급 조정이 재벌기업집단과 비재벌기업집단간에 어떠한 차이를 보이는데에 대한 정보효과를 분석하려는 것이다. 일반적으로 재벌기업집단의 지배주주는 집단전체의 부를 창출하는 것을 목표로 계열기업 모두에 대해 책임을 감수하는 입장을 취하기보다는 지배주주 자신의 부를 증가시키기 위한 입장을 취한다는 것이 일반적 통념이다. 따라서 지배주주는 본인의 소유가 낮은 계열기업으로부터 소유가 높은 계열기업으로 부를 이전(tunneling)하려 한다(Friedman 2003). (Tunneling이란 계열기업간 부의 이전 현상으로 소유구조가 낮은 기업에서 높은 기업으로 이전되는 것이 일반적이며 이를 정(positive)의 tunneling이라고 하고, 반대로 소유가 높은 곳에서 낮은 곳으로의 이전은 부(negative)의 tunneling이라 하며 이를 propping이라 함).

Propping은 지배주주가 일방적 이익을 위해 계열사의 소수주주의 부를 착취하는 tunneling의 개념과는 달리 재벌기업집단의 전체이익을 위해 재벌기업내의 자원을 공유하며 상호 지원과 위협의 공유할 수 있다는 개념인데 이는 재벌계열기업의 긍정적 측면을 말해주기도 한다.

재벌계열기업 간 propping을 분석하는 것은 경제규제정책의 여러 가지 중요문제를 푸는 결정적 키가 될 수 있다. 소수주주는 지배주주가 자신의 부를 박탈하는 것을 알면서 왜 자신이 속한 계열기업에 계속 투자하는 것일까? 그것은 propping을 통해 재벌의 개입에 의한 자신기업의 신용이 보증되어 미래성과가 양호해지거나 각종 금융상 혜택을 받을 수 있는 경우에 대한 기대일 것이다.

한국의 재벌기업은 propping에 아주 적합한 성향이 있다. 그 중에서도 소유권과는 다소 상이하게 지배구조관계가 형성되어 개인이 그룹전체를 지배할 수 있다. 이러한 지배구조는 한국의 취약한 법률환경과 결합하여 소유경영자들이 계열사간 자금을 용이하게 이동할 수 있다. 필요하다면 계열사간 자금을 이리 저리 움직여서 재무관정에 처한 기업을 지원할 수 있게 한다. 97년 금융위기 후 반부에 처한 기업은 금융상 많은 어려움을 겪었다. 97년 - 98년 동안 한국의 은행들은 신용경색과 기업에 빌려준 돈을 회수하지 못하는 국면을 맞이하게 되었다. 그리하여 계열기업들은 내부거래를 하기 시작하였고 금융위기 전보다 propping현상이 더욱 만연하게 되었다.(Financial Times, 12/18/1998)

한국에서 아직까지 신용등급 변화가 주는 Propping 현상에 대한 재벌기업집단과 비재벌기업집단과의 차이에 대한 연구가 없다. 본 연구에서는 1990년 - 2007년간 표본기업을 선정하여 신용등급조정이 주는 재벌기업집단과 그렇지 못한 기업집단간 propping효과를 분석하고 또한 상호출자제한제도의 변화에 따르는 propping현상을 분석하였다.

2. Tunneling과 Propping에 대한 선행연구

재벌그룹의 지배주주의 소유권과 지배권에 대한 견해는 무수히 많다. Johnson et al.(2000b)는 기업그룹의 지배주주들은 그들의 부를 증가시키기 위해 기업의 자원을 이전시키려는 tunneling 동기가 있다고 하였다. 특히 지배주주의 소유권(cash flow right)을 능가하여 지배권이 있거나 영향력을 행사할 수 있는 기업의 소유권(owner-ship)이 집중되어 있는 경우 소수주주의 부에 손실을 입히는 경우가 더욱 심하다고 주장하였다.(La Porta, Lopez-de-Silanes & Shleifer,1999) 이는 투자자의 법적 보호 장치가 없는 약소 국가에서 tunneling을 많이 이용한다는 연구결과들이 있다.(Friedman, Johnson and Millton 2003 ; Baek, kang and Lee 2006)

지배그룹의 소유구조가 피라미드 혹은 다계층구조인 계열사들은 tunneling 또는 popping이 용이하다고 한다.(Friedman, Johnson and Millton 2003) 가끔 재벌그룹의 지배주주들은 소수주주로 구성된 계열사에 자신의 부를 주입하는데 이것은 미래에 이들 기업으로부터 수익을 박탈하려는 권리를 얻으려는 행위로 본다. 그러므로 지배주주에 있어 propping과 tunneling은 경제적인 반대의 결과를 가져온다. 즉, 지배주주는 소수주주에 타격을 입히면서 그들의 부를 이전하여 이득을 얻기도 하고 반대로 성과가 좋지 못한 기업을 지원하기 위해 자신의 부를 사용하므로 그 계열사의 소수주주들에게 이득을 주기도 한다(삼성그룹은 1995년 삼성자동차(주)로 자동차업계에 뛰어 든다. 그러나 불황과 수요쇠퇴로 인하여 매출은 심하게 하락하고 법정관리의 기로에 서게 된다. 이 때 삼성자동차의 총채무 4조 3000억원의 55% 이상을 이견회 회장 지분 중 3천 500백만 주를 내고 떠 맡게 된다. Financial times 8/25,1999). 그러나 이러한 부의 tunneling(propping)도 지배주주의 미래의 부를 증가시키는 기회를 제공할 수 있다. 성과가 좋지 못한 계열사 기업을 지원함으로써 미래에 자신이 제공할 propping 비용을 회수 할 수 있기 때문이다.

지배주주는 재무곤경의 기업을 지원하기 위해 개인의 부를 사용하지 않고 다른 계열사로부터 자금을 이전할 수 있다. 피라미드구조에 있어서 하위부분에 속한 기업을 지원하기 위해 상위부분에 속한 기업의 자금을 이용한다면 이러한 부의 tunneling은 개인의 부를 주입하는 것과 동일한 결과를 가져올 것이다.

계열사 간 부의 이전 현상인 tunneling과 propping의 구별은 계열사내 지배주주들의 소유권 비율을 보면 확연히 알 수 있다. Bertran, Mehta and Mullainathan(2002)은 피라미드구조하의 그룹내에서 지배주주의 tunneling 형태 모델을 개발하였는데 소유권이 높은 계열사에 더 많은 부가 있다면 지배주주의 부가 증가할 것이기 때문에 tunneling은 소유권이 낮은 기업에서는 tunneling을 시도하지 않고 소유권이 낮은 기업에서 높은 기업으로 부가 이전된다는 것이다. 이렇게 볼 때 propping은 소유권이 높은 기업에서 낮은 기업으로 부가 이전되는 현상을 보일 것이다. (Friedman, Johnson and Millton 2003)

그룹내의 효율적인 자본시장에 대한 propping의 관점이나 전통적인 내부시장관점은 계열사간 자원을 이동한다는 점에서 동일하다. 그러나 두 관점의 근본적인 차이는 전통적 내부자본시장관점에서 내부시장은 선진국에만 존재하는 시장 메카니즘 중 유익한 부분의 기능만을 흉내 낼 수 있게 해준다는 점이다. 외부시장이 발달하지 않았거나 접근이 용이하지 않을 때 내부자본시장의 운영으로 계열사들은 외부시장을 대체할 수 있다. 그리하여 경영자와 외부투자자의 정보의 불균형 문제를 감소시켜 준다. 지배주주들은 계열사에 대한 투자전망을 식별할 수 있으므로 전망이 나쁜 기업에서 전망이 우량한 기업으로 부를 이전할 수 있다. 내부자본시장의 "winner-picking" (우량기업선별) 기능은 계열사 간 가치증가를 위한 재 할당을 실행함으로써 그룹 전체의 부를 증가시킬 수 있다. (Williamson, 1975; Stein 1997)

이와 같이 그룹 내의 내부자본시장을 이용하여 외부시장에 존재하는 정보 불균형을 완화할 수 있다고 보는 주장이 있는가 하면 propping은 이와 같은 입장과 다르다. propping의 경우 지배주주가 소유권이 낮은 곤경기업을 개인적인 부 혹은 높은 소유권을 지닌 계열사간의 부모 이들을 지원하는 것이 주된 동기가 된다. 그러므로 propping의 경우 계열사간 자원의 할당은 지배주주의 상대적인 소유권의 문제이지 미래 투자전망에 대한 이점을 고려하지 않는다. 왜냐하면 가치를 증가시키는 방향으로만 재 할당을 하지 않기 때문이다. Bae, Kang, Kim(2002)는 87개의 표본기업을 대상으로 분석한 결과 재벌기업이 합병할 때 피합병기업의 가치는 하락하는 반면 다른 재벌계열사의 가치는 상승함을 보고하고 있다. 이는 재벌소

유자가 합병결정을 할 때 피합병기업의 주주의 부모보다는 재벌그룹 자신의 이익을 우선 고려하기 때문에 나타나는 현상으로 풀이된다. 즉, 대부분의 소액주주는 재벌의 자기중심적 행동에 의해 정당한 이익을 보장받지 못하는 질적으로 낮은 수준의 기업지배구조 현상을 시사하고 있다.

강준구, 백재승(2003)는 재벌기업집단의 사모주식 발행과 더불어 재벌지배구조현상의 비효율성을 지적한다. 즉, 비재벌기업이 사모주식을 발행한다면 재무적 곤경 해소와 관련이 있는 정보시그널로 받아들여지는 반면 재벌 그룹사가 사모주를 발행하는 것은 재벌계열사의 경영악화의 시그널로 받아들일 가능성이 있다는 점을 지적하고 있다. 더 나아가 재벌계열사가 사모주를 발행하는 경우 계열사 전체의 주가에 부정적 반응을 보이고 있는데 이는 시장에서 재벌계열사의 정보는 재벌그룹 전체의 정보로 받아들여지고 있음을 말해 준다. 이러한 현상은 지배구조행태상 재벌소유자에게 일방적으로 유리한 구조를 말해주는 'tunneling'현상이라고 할 수 있다.

Baek, Kang, Lee(2006)은 사모주발행에 관한 77개의 재벌내부거래와 185개의 비재벌집단간의 거래를 중심으로 차이를 분석하였는데 재벌그룹이 발행한 경우 그들의 소유주에게 가격이 유리하게 책정되어 비정상적 수익률을 보이고 있다. 이는 재벌그룹내의 경영진 중심의 자본 이동이 있다는 것을 보여주는 증거로 재벌기업의 비효율적 지배구조현상을 지적한다.

Bae, Cheon, Kang(2008)은 1993-2001년 사이의 재벌기업의 수익공시가 계열사의 기업가치에 어떠한 영향을 주었는가에 대해 연구하고 있다. 즉, 재벌기업의 수익성이 증대된 경우 해당 계열사의 주가도 긍정적 반응을 보이는 것으로 나타났다. 이는 재벌계열사간 상호원조와 지원공유형태를 보이는 근거로 propping현상의 존재를 말해주고 있다.

3. 실증분석

3.1 가설의 설정, 연구모형과 표본

본 연구는 신용등급변동의 정보효과에 대한 재벌기업 그룹과 비재벌그룹의 기업지배구조의 영향 중 propping 효과를 파악하려는 것이다. 선행연구에서 살펴 본바와 같이 재벌그룹에 속한 기업은 소액주주의 경우 다소 부정적 영향을 부정할 수는 없지만 내부자본시장을 통한 자원배분 등 많은 propping효과를 기대하고, 또한 97년 외환위기 이후 도입된 상호출자제도가 대규모집단간 비효

울적인 상호지원을 막기 위해 2002년 4월부터 상호출자 제한제도를 도입하였다. 재벌그룹집단내 상호지원이 그룹기업의 가치에 영향을 줄 수 있다면 제한 제도 전 후를 구분하여 신용등급변경을 할 때 재벌기업과 비재벌기업 그룹간에 추가반응을 비교 분석할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정한다.

- 가설1) : 신용등급하락에 따르는 추가하락이 비재벌기업보다 재벌기업이 작게 나타날 것이다.
- 가설2) : 재벌기업과 비재벌기업의 신용등급하락에 따르는 추가반응의 차이는 상호출자 제한제도 도입 이후 희미해질 것이다.

본 연구는 먼저 회사채 신용등급변경이 기업가치에 주는 영향을 사건연구를 통해 분석한다. 사건연구의 사건일(D-day)은 한국신용평가(한신평), 한국기업평가(한기평), 한국신용정보(한신정)의 3개 신용평기관이 변경 공시한 날로 하였으며, 검증기간동안의 초과수익률은 시장조정 모형에서 기대수익률을 구하고 실제수익률과의 차이에서 평균초과수익률(AARt)과 누적평균초과수익률(CARt)을 관찰하였다.

$$\text{시장모형} : R_{jt} = \alpha + \beta_j \cdot R_{mt} + \epsilon_{jt}$$

R_{jt} : t일의 j 기업의 보통주 일별수익률

R_{mt} : t일의 시장수익률

ϵ_{jt} : t 일의 i 주식의 잔차항

$$\begin{aligned} E(\epsilon_{jt}) &= 0, \\ Cov(\epsilon_{jt}, R_{mt}) &= 0, \\ Cov(\epsilon_{jt}, R_{kt}) &= 0, k \neq j, \\ Cov(\epsilon_{jt}, \epsilon_{jt-1}) &= 0, \\ Var(\epsilon_{jt}) &= \sigma^2 \end{aligned}$$

$$AAR_t = \sum_{j=1}^n \frac{AR_{jt}}{N_t}$$

$$AR_{jt} = R_{jt} - \widehat{R_{jt}} = R_{jt} - (\widehat{\alpha}_{jt} + \widehat{\beta}_{jt} \cdot \widehat{R_{mt}})$$

$$CAR_{t_1, t_2} = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t$$

또한 가설1, 2의 통계적 차이 및 유의성을 분석하기 위하여 회사채등급 변경에 의한 누적평균초과수익률(CARt)을 종속변수로 하고 초과수익률에 영향을 줄 수 있는 통제변수와 기타변수를 독립변수로 하여 다중회귀 분석을 하였다.

$$CAR = \beta_0 + \beta_1(MV) + \beta_2(DTA) + \beta_3(ROA) + \beta_4(PBR) + \beta_5(CHAEVOL)$$

- CAR(종속변수) : 사건연구에 의한 누적초과수익률
- MV(시가총액:Market value) : 등급변경공시 이전 회계연도의 시가총액으로 기업의 규모의 통제변수
- DTA(총자산 대비 부채비율) : 등급변경공시 이전 회계연도의 기업의 재무 불이행 위험성 등 재무의 건전성을 나타내는 통제변수
- ROA(총자산이익률) : 등급변경공시 이전 회계연도의 기업의 자산대비 당기순이익률
- PBR(주가 대 장부가비율) : 등급변경공시 이전 회계연도의 기업의 장부가 대비 시장가격
- CHAEVOL(재벌소속 더미변수) : 1=재벌, 0=비재벌

본 연구에서 위의 4가지 통제변수는 표본기업의 규모, 재무건전성, 수익률, 시장가격에 대한 것으로 등급변경에 영향을 미칠 수 있는 표본기업의 변수를 통제하기 위한 것이다.

실증을 위하여 표본은 비교적 신용평가가 안정기에 접어든 1990년부터 2007년까지 한신평, 한기평, 한신정으로 부터 무보증 회사채의 신용평가를 받은 신용등급변경이 있는 상장기업을 대상으로 하여 평가기관의 평가가 30일 이내 중복되는 경우를 제외하고 등급변경 전 258일과 변경후 10일의 일별 수익률을 선정하였다. 이렇게 선정된 기업 중 이전평가와 비교하여 신용등급의 상향 또는 하향 조정되는 경우의 총 표본은 총 1,857(한신 873, 한기 581, 한정 403)개이다. 이 중 등급 상향기업은 899(한신 421, 한기 287, 한정 191)이며, 등급하향은 958(한신 452, 한기 294, 한정 212) 개이다.

이 중 재벌기업과 비재벌그룹의 구분은 공정거래위원회가 발표한 상호출자제한 기업집단의 소속여부로 구분하여 재벌기업은 997개, 비재벌기업은 860개이다.

여기서 가설2)를 검증하기 위해서는 물론 2002년 4월을 전후하여 표본이 나누어진다.

3.2 실증분석 결과

<부록>은 표본 업체에 대한 기술통계이다. 우선 제시할 수 있는 결과를 볼 수 있다. 즉, 기업신용등급상향시의 표본업체의 통제변수의 수치를 보면 대부분의 변수들이 재벌기업군과 비재벌기업군의 차이가 크게 나타나지 않는 반면 신용등급하향시 시가총액과 부채비율의 변수에서 재벌기업군에 속하는 기업의 수치가 비재벌기업에 비해 현저히 크다는 것을 알 수 있다. 또한 재벌기업군의 경우 신용등급이 하향하더라도 PBR은 오히려 증대되고

있다. 이와 같은 결과들을 미루어 볼 때 어느정도 propping효과를 암시한다고 할 수 있다.

표 1의 신용등급공시일 사건연구의 초과수익률을 보면 상향 조정시에는 유의한 주가반응이 없고, 하향변경의 경우 재벌, 비재벌 모두 유의한 음의 반응을 보였으나 재벌그룹에 속한 기업군이 상대적으로 평균적 초과수익률의 하락 정도가 낮게 나타났다. 이는 재벌기업 집단간의 내부자본시장을 통한 내부거래나 상호출자 등으로 재벌기업 집단내 기업의 채무이행능력에 긍정적 영향을 준다는 propping효과가 있다는 것을 검증하는 결과라 할 수 있다.

표 2의 다중회귀분석에서는 등급상향조정시에는 통계적 유의성을 찾아 볼 수 없었는데 이는 기업의 긍정적 정

보는 등급변경 고시 이전에 등급상향에 관한 정보가 이미 주가에 반영된다는 점을 암시한다. 그러나 등급하향의 경우 재벌기업군의 기업은 비재벌기업에 비하여 상대적으로 주가 반응이 작은 것으로 나타났다. 이는 재벌그룹 기업집단 내에서 내부자본시장을 통하여 상호출자나 내부거래 등의 상호지원이 가능하여 그렇지 않은 기업에 비해 다소 유의하게 주가의 반응이 작다고 해석할 수 있다. 재벌 기업집단 내에서의 상호 소유구조에 의한 기업간의 상호협조 및 분업 등을 통한 'propping'은 기업집단에 속한 기업의 자금조달 능력 및 채무이행 능력에 긍정적인 요소로 작용 하는 까닭에 신용등급이 하향 변경되었을 경우에도 재벌그룹집단에 소속되지 않은 기업에 비하여 상대적으로 주가가 작게 반응한 것으로 추론할 수

[표 1] 신용등급 변경시 재벌 및 비재벌기업의 기간별 누적초과 수익률

		0, +1	-1, 0	-1, +1	-5, +5
신용등급 상향조정	총표본(899)	0.00178 (0.2629)	-0.00069 (0.6731)	-0.00051 (0.7996)	-0.00610 (0.1317)
	재벌기업(555)	0.00202 (0.3725)	-0.00307 (0.2152)	-0.00079 (0.6902)	-0.00815 (0.0596)*
	비재벌기업(344)	0.00173 (0.4977)	0.00192 (0.4007)	0.00278 (0.4079)	-0.0020 (0.7960)
신용등급 하향조정	총표본(958)	-0.01398 (0.0000***)	-0.01009 (0.0000***)	-0.01913 (0.0000***)	-0.03135 (0.0000***)
	재벌기업(442)	-0.01089 (0.0019)***	-0.00401 (0.0019)***	-0.01310 (0.0019)***	-0.01204 (0.1950)
	비재벌(516)	-0.01793 (0.0000)***	-0.01517 (0.0024)***	-0.02216 (0.0000)***	-0.04219 (0.0000)***

주) 1) 재벌기업집단 여부는 공정거래위원회의 상호출자제한 기업집단 소속여부로 구분.
2) *는 10%, ** 는 5%, *** 는 1% 수준에서 유의함.

[표 2] 등급하향조정시 다중회귀분석

기간	등급변경	MV	DTA	ROA	PBR	CHAEBOL	R ²
전기 (2002년 제외)	등급상향	-5.48E-16 (0.315)	-0.01122 (0.295)	0.01245 (0.206)	-0.00131 (0.794)	-0.05752 (0.130)	0.0062
	등급하향	1.78E-15 (0.120)	-0.03917 (0.002)	-0.01112 (0.049)	0.00059 (0.788)	0.01210 (0.014)**	0.0179
상호출자제한제도 전 (2001년 이전)	등급상향	-5.20e-16 (0.507)	0.096287 (0.599)	0.0394988 (0.120)	0.005993 (0.707)	-0.00582 (0.331)	0.0091
	등급하향	1.15e-15 (0.696)	-0.01082 (0.589)	0.07704 (0.031)**	-0.00067 (0.799)	0.01919 (0.000)***	0.0060
상호출자제한제도 후 (2003년 이후)	등급상향	-3.29e-16 (0.692)	-0.01959 (0.078)	0.01971 (0.415)	-0.00101 (0.611)	-0.00714 (0.112)	0.0179
	등급하향	1.52e-15 (0.181)	-0.05521 (0.003)***	-0.014471 (0.010)***	0.00159 (0.581)	-0.02030 (0.039)**	0.2811

주)*는 10%, ** 는 5%, *** 는 1% 수준에서 유의함.

있다.

금융당국은 재벌기업 집단내의 비효율적 상호지원을 막기위해 2002년 4월부터 상호출자제한 제도를 실시하고 있다.(2011년 월 2일 현재 상호출자-채무보증제한기업집단(51개)의 소속회사 수는 1,360개이다. 공정거래위원회 발표) 재벌그룹집단내의 상호지원이 소속기업의 기업가치에 영향을 줄 수 있다면 제도 도입의 전후를 구분하여 신용 등급 변경 시 재벌기업과 비재벌기업의 주가 반응을 비교 분석할 필요가 있다. 상호출자규제 전에 상호출자가 긍정적 요소로 작용했는지의 여부와 상호출자 이후의 제한 제도의 도입으로 도입이전과 어떤 다른 결과를 보이는지 살펴볼 필요가 있다. 표 2에서 표본을 상호출자 제한제도가 도입된 2002년을 포함하지 않은 2001년 이전과 2003년 이후로 표본을 나누었다. 그 이유는 2002년 4월에 상호출자제한이 시작되었으므로 본제도가 4월에 시행되었다 하여도 4월을 전후하여 시장의 제도시행에 대한 인식이 어느정도 이미 이루어져 있다고 한다면 2002년의 표본을 제외시키는 것이 이 제도의 효과를 확실히 분석할 수 있으리라 생각하였기 때문이다. 그 결과 등급상향시에는 유의적 결과가 없었고 등급하향시에만 주가 반응이 유의하게 나타났다. 다만 상호출자제한 이전에는 등급하향 조정이 있었어도 주가는 작은 양의 유의한 결과를 보이고 있는데 이는 재벌그룹기업내의 지원에 대한 기대감에 의한 결과라고 풀이된다. 그러나 상호출자제한 제도의 시작이후에는 그러한 대규모집단의 상호지원이 불가능하다고 판단한 결과인지 등급하향에 대한 주가의 반응은 다소 큰 음의 결과를 보이고 있다. 이와 같은 결과를 보여주는 것은 재벌기업의 propping효과를 여실히 검증하는 결과라 할 수 있다.

4. 결론 및 요약

본 연구는 한국의 고유적 기업형태인 재벌기업집단과 국내 금융시장의 주요 이슈가 되고 있는 기업지배구조와 관련, 기업신용평가 등급의 변경에 따른 재벌기업집단의 propping 효과가 과연 존재하는가에 대해 분석하였다.

한국의 재벌기업은 propping에 아주 적합한 성향이 있고 소유권과는 다소 상이한 지배구조관계가 형성되어 개인이 그룹전체를 지배하는 경우를 종종 본다. 이러한 지배구조는 한국의 취약한 법률환경과 결합하여 다소 복잡한 기업환경을 조성하기도 한다.

본 논문의 사전연구결과를 보면 신용등급변경 전 후의 누적초과수익률(CAR)은 신용등급이 상향 조정되었을 때에 유의한 주가반응이 없었으나 하향변경의 경우 재벌,

비재벌 모두 유의한 음의 반응을 보였다. 특히, 하향변경의 경우 재벌그룹에 속한 기업군이 상대적으로 평균적 초과수익률의 하락 정도가 매우 낮음을 보여주고 있다. 이는 재벌집단기업의 propping 현상이 존재한다는 것을 입증하는 결과라 할 수 있다. 이와 같은 결과는 재벌기업 집단간 내부거래나 상호출자 및 금융지원이 실질적으로 이루어지고 있거나 재벌기업집단내의 tunneling 효과를 충분히 감수할 만한 기대감이 작용하여 주가에 반영된 것이라는 시사점을 제공한다.

본 연구는 재벌기업의 propping 효과를 분석하기 위하여 상호출자제한이 다소 강화된 2002년을 기준으로 표본집단을 나누어 분석한 결과에서도 2003년부터 신용등급 하향의 경우 재벌기업집단에서 매우 유의한 음의 결과를 보여주고 있다. 이 결과는 상호출자에 대한 기대감이 매우 떨어져 재벌기업집단의 propping효과가 크게 감소하였다는 점을 보여주고 있다. 그러나 다시 2010년부터 기업의 육성정책의 일환으로 상호출자제한의 완화정책이 실시되고 있어서 2011년 이후의 propping효과를 분석해 본다면 한국의 특징적 재벌기업집단의 propping효과를 다시 살펴볼 수 있을 것이다.

참고문헌

- [1] 강준구, 백재승, 2003, “국내기업 자본조달정책의 효율성에 관한 실증연구: 기업집단의 사모주식발행과 기업가치”, 재무연구 16(1), 69-113.
- [2] 오현탁, 허영길, 김종만, 2005, “기업가치와 기업소유구조의 관계분석”, 산업경제연구 제18권 제4호, 1565-1585
- [3] 오희장, 1999, “기업어음 신용등급변경의 정보효과”, 경영학연구 28, 103-125.
- [4] 장경필, 2003, 채권시가평가제도와 회사채 신용등급 변경공시의 정보가치, 연세대학교 석사학위 논문
- [5] Bae, Gil, Youngsoon Cheon, Jun-Koo Kang, Intragroup Propping: Evidence from the stock-price effects of earnings announcements by Korean business groups, Review of financial studies 21(5), 2015-2060.
- [6] Bae, Kee-Hong, Jun-Koo Kang, and Jin-Mo Kim, 2002, Tunneling or value added? Evidence from mergers by Korean business groups, Journal of Finance 57, 2695-2740.
- [7] Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and In-Moo Lee, 2006, Business groups and tunneling: Evidence from private securities offerings by Korean chaebols, Journal of Finance 61, 2415-2449.

[8] Bertrand, M., Mehta and S. Mullainathan, 2002, Ferretting Out Tunneling: An Application to Indian Businessgroups, Quarterly Journal of Economics 117:121-48.

[9] Friedman, E., S. Johnson and T. Millton, 2003, Propping and Tunneling, Journal of Comparative Economics 31:731-50

[10] Johnson, S., P. Boone, A. Breach and E. Friedman, 2000, Corporate Governance in the Asian Financial Crisis 1997-98, Journal of Financial Economics 58:141-86.

[11] Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silance and A. Shleifer, 2000, Tunneling, American Economic Review Paper and Proceedings 90:22-7.

오 현 탁(Hyun-Tak, Oh)

[정회원]



- 1986년 2월 : 전북대학교 경영학 박사
- 1979년 ~ 1988년 : 해군사관학교 부교수
- 2005년 : 한국산업경제학회 회장
- 2006년 : 한국재무관리학회 회장
- 2008년 : 공인회계사 책임 출제 위원

<관심분야>
재무, 투자

<부록> 표본업체의 기술통계

			MV		DTA		ROA		PBR	
			Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD	Mean	SD
신용등 급상향 변경	비재벌	한신평	6.95E+11 (154)	1.55E+12	0.5849 (153)	0.2078	0.0126 (153)	0.1469	1.1956 (154)	1.5211
		한기평	3.11E+11 (109)	6.50E+11	0.6622 (107)	0.6904	0.0061 (107)	0.2102	1.0835 (107)	3.9073
		한신정	1.04E+12 (80)	3.33E+12	0.6683 (80)	0.1914	0.0094 (80)	0.1619	1.0325 (79)	1.0354
		소계	6.79E+11 (343)		0.6386 (340)		0.0094 (340)		1.1040 (340)	
	재벌	한신평	4.86E+11 (222)	9.84E+11	0.6278	0.1541	0.0339 (267)	0.0691	0.8553 (213)	0.9805
		한기평	4.81E+11 (135)	1.26E+12	0.6284	0.1452	0.155 (178)	0.1122	0.5624 (132)	0.5076
		한신정	7.32E+11 (82)	2.42E+12	0.6117	0.1440	0.0290 (110)	0.0663	0.8304 (78)	2.2321
		소계	5.67E+11 (439)		0.6227 (555)		0.0261 (555)		0.7487 (423)	
신용등 급하향 변경	비재벌	한신평	1.38E+11 (224)	6.79E+11	0.6748 (226)	0.1691	0.0233 (226)	0.8369	0.7623 (224)	1.4001
		한기평	8.60E+12 (158)	3.09E+12	0.6698 (125)	0.2101	-0.0494 9155)	0.1871	1.0091 (158)	1.3186
		한신정	7.03E+11 (128)	3.64E+12	0.6668 (125)	0.1910	-0.0181 (125)	0.1170	0.7792 (122)	1.1385
		소계	5.67E+11 (510)		0.6706 (506)		-0.0182 (506)		0.8502 (504)	
	재벌	한신평	1.92E+12 (266)	4.50E+12	0.7379 (225)	0.1742	-0.0156 (225)	0.0951	1.4801 (263)	1.5222
		한기평	1.01E+12 (177)	2.48E+12	0.6942 (135)	0.1356	-0.0121 (135)	0.0801	1.0721 (176)	1.0651
		한신정	1.40E+12 (1770)	4.55E+12	0.7294 (82)	0.1798	-0.0179 (82)	0.1029	1.0301 (110)	1.2217
		소계	1.44E+12 (553)		0.7211 (442)		-0.0151 (442)		1.1896 (549)	

※ ()은 표본업체수임. KIS-Value의 재무제표 자료의 부족으로 변수마다 표본수가 상이함