

이사회 독립성이 기업어음 신용등급에 미치는 영향 - 사외이사 선임비율을 중심으로 -

변정희* · 박준령**

요약

본 연구는 이사회 독립성이 기업어음 신용등급에 미치는 영향에 대해 살펴보았다. 구체적으로 사외이사 비율이 기업어음 신용등급에 미치는 영향에 대해 회귀 분석하였으며, 추가로 이러한 분석 결과가 거래소(유가증권, 코스닥) 상장유형에 따라 유의한 차이가 존재하는지도 살펴보았다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 이사회 독립성은 기업어음 신용등급과 비선형관계가 존재하여 '이해일치가설'과 '이익침해가설'의 효과가 모두 반영되어 나타났다. 둘째, 이사회 독립성과 기업어음 신용등급 간의 비선형관계는 코스닥 상장기업보다는 유가증권 상장기업에서 유의하게 나타났다. 이는 거래소 상장유형에 따른 기업지배구조 수준이나 이익조정 유인, 공시 정책 및 관행 등 구조적 차이에서 기인한 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 대리인문제와 이해관계를 구체적으로 분석한 면에서 시사점이 있을 것으로 여겨진다. 즉, 거래소 상장유형에 따라 차별적으로 적용할 수 있는 제도적인 장치 마련이나 기업어음 신용등급 관련 규정의 개정과 제재 수준 결정 등에 활용할 수 있을 것으로 여겨진다.

핵심 주제어 : 사외이사, 독립성, 기업어음 신용등급, 비선형관계

* 제1저자, 단국대학교 박사, byun7894@hanmail.net

** 교신저자, 배재대학교 경영학과 초빙교수, sadjr20@naver.com

<논문 투고일> 2023.3.19

<논문 수정일> 2023.4.17

<게재 확정일> 2023.4.23

I. 서론

본 연구는 이사회와 독립성과 기업어음 신용등급 간의 관계를 살펴본 연구이다. 구체적으로 이사회와 사외이사 선임비율이 기업어음 신용등급에 미치는 영향에 대해 분석하고 이러한 분석 결과가 거래소(유가증권, 코스닥) 상장유형에 따라 유의한 차이가 존재하는지도 살펴본다.

기업지배구조란 광의적인 의미로 기업의 경영과 관련된 의사결정에 영향을 미치는 각각 요소로 이해할 수 있으며, 기업경영자가 이해관계자(특히, 주주)의 이익을 위해 제 역할을 다할 수 있도록 통제·감시하는 시스템을 말한다. 기업지배구조를 개선하는 방법에는 사외이사제도 도입, 회계감사제도 및 소액주주권한 강화 등이 있다(기획재정부, 2017). 여기서 기업지배구조는 소유구조¹⁾을 포괄하는 개념으로 소유구조와 관련된 선행연구에서는 ‘이해일치가설’을 지지하는 결과를 나타내거나 ‘이익침해가설’을 지지하는 결과를 나타내는 등 혼재된 방향성을 제시하고 있다. 그밖에 ‘이해일치가설’과 ‘이익침해가설’을 모두 지지하는 비선형적 특성을 제시하는 결과도 존재한다(Byun & Kim, 2021a, b 등)²⁾.

기업지배구조는 소유구조 외에도 사외이사제도 도입으로 기업의 경영투명성을 개선할 수 있게 되었다. 사외이사는 증권거래법 제2조에 의하면 당해 회사의 상무에 종사하지 아니하는 이사로서 이사회 구성원으로 회의에 출석하여 제출된 의안에 대하여 회사의 경영의사결정에 관여하는 이사이다(Park, 2007). 사외이사와 관련한 국내·외의 선행연구에서는 이사회 내 사외이사 비율이 높아질수록 기업가치가 증가하는 결과가 보고한 반면(Fama & Jensen, 1983; Lee et al, 1992;

1) 소유구조는 기업의 구성원인 경영자, 채권자, 주주, 기타 이해관계자 지분의 총체적 관계를 의미한다(박범진, 2007).

2) 소유구조와 관련된 연구에서는 소유주주가 소액주주와 주주의 부나 기업가치의 극대화에 이해관계를 일치시킴으로써 대리인비용을 감소시키고 경영자를 감시·통제하는 역할에 수행할 것으로 예상하는 ‘이해일치가설’이 존재한다(Kim & Kim, 2007; Kim et al, 1988; Oswald & Jahera, 1991; Park et al, 2004). 반면, 소유주주가 경영자를 감시·통제하는 역할보다는 자신의 사적이익을 추구하는 과정에서 소액주주의 이익을 침해할 것으로 예상하는 ‘이익침해가설’이 존재한다(Lee et al, 2012; Park et al, 2009). 이외에 소유지분율에 따라 ‘이해일치가설’과 ‘이익침해가설’을 모두 지지하는 비선형성을 제시하는 결과도 존재한다(Byeon et al, 2018; Byun & Kim, 2021a).

Park et al, 2004 등) 이사회 규모에 따라 이사회의 의사결정에 비용과 효익이 상충관계에 있으며 이는 이사회 내에 사외이사 비율의 규모도 효율적인 감시와 견제를 위해 효익과 비용이 고려되는 적정 수준의 비율이 존재함을 시사한다고 보고하였다(Park, 2007). Park(2007)의 연구에서도 국내 코스닥 상장법인에서 사외이사의 비율과 기업가치 간에 비선형적 특성이 존재하는 것으로 나타났다. 또한, Byun & Kim(2021b)의 연구에서도 코스닥 상장법인에서 사외이사의 독립성과 공시품질(불성실공시법인의 지정, 누적벌점) 간에 유의한 비선형관계가 나타났다.

이에 본 연구에서는 기업지배구조의 대용치로 사외이사의 독립성을 사외이사 선임비율을 대용치로 하여 기업어음 신용등급에 미치는 영향을 살펴보았다. 또한, 거래소 상장유형에 따라 사외이사의 독립성과 기업어음 신용등급의 관계에 차이가 존재하는지를 살펴보았다. 구체적으로 기업어음 신용등급과 관련된 선행연구에서 사용된 모형을 통해 추정된 값을 경영 의사결정자의 사익 추구행위 대용치로 설정하여 사외이사의 독립성과 어떠한 관련성이 있는지 살펴보고, 거래소 상장유형에 따라 차이가 존재하는지도 살펴보았다.

한편, 본 연구는 기존의 선행연구와 다음과 같은 관점에서 차별성이 존재한다. 전영순 등(2006), 김문태와 김영환(2007)의 연구에서는 이사회의 사외이사 비율과 신용등급과의 관계를 회사채인 장기자금 조달 측면에서 선형적 접근까지만 분석하였다. 그러나 본 연구는 기업어음인 단기자금 조달 측면에서 실증적으로 분석하였으며 선형성과 더불어 비선형적 접근까지 분석에 포함하였다. ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’의 적용을 받는 채권이나 증권과 달리, 기업어음은 ‘어음법’의 적용을 받기에 발행 절차가 간소하며 코로나로 자금조달이 어려운 기업에서 기업어음의 발행이 늘어나고 있다(매일경제, 2020.04.22.). 그리고 2022년 3월에 미국 연방준비제도가 금리 인상을 단행한 여파로 투자심리가 위축되면서 기업이 금융비용이 큰 단기자금 조달을 늘린 것으로 나타났다(아시아경제, 2022.04.26.). 기업어음은 신용 상태가 양호한 기업이 단기의 운전자금을 조달하기 위해 자기신용으로 발행하는 만기 1년 이내의 유통어음으로 기업어음 신용등급은 현재 기업에서 부담하는 이자비용을 나타내고 있으며(정광화 등, 2013), 코로나 상황 등으로 인하여 기업의 타인자본조달 활동에 있어 보증인이나 담보 없이 단기 신용도에 의해서 발행되는 단기자금 조달 측면도 자본조달의 중요한 원천(변정희와 박준령, 2022)이다.

반면 기업어음은 은행 대출이나 회사채 발행이 막히는 상황에서도 발행이 가능한 경우가 있고 해당 기업의 기업어음이 얼마나 발행되고 있는지에 대한 정보도 회사채 시장에 비해서 부족한 편이어서 만기가 돌아오는 회사채 상환과 은행 대출을 기업어음 발행을 통해 메우다가 도산하게 된다. 이러한 피해를 최소화하기 위해서는 경영투명성을 높여야 하므로 이사회내 사외이사 비율과 기업어음 신용등급의 관계를 살펴보는 본 연구의 목적에 적합하다.

본 연구의 구성은 제1장 서론에 이어 제2장에서는 사외이사의 독립성에 관한 선행연구를 바탕으로 가설을 설정한 후, 연구방법과 표본 선정을 제시하였다. 제3장에서는 실증분석 결과를 제시하였다. 끝으로 제4장에서는 결론을 맺으면서 시사점 및 한계점을 제시하였다.

II. 선행연구 및 연구방법

1. 선행연구와 가설 설정

사외이사제도에 관한 국내외의 선행연구에서는 이사회 내 사외이사 비율이 커질수록 기업가치가 증가하는 결과가 나타났다(Fama & Jensen, 1983; Lee et al, 1992; Park et al, 2004 등). 국외의 Klein(2002)는 이사회 내 사외이사 비중이 높아질수록 경영자에 대한 효과적인 감시와 견제 기능을 수행하여 주주와 경영자 간에 존재하는 대리인비용을 감소시키고 있음을 주장하였다. 이는 이사회 내 사외이사 비율이 높아질수록 이사회의 독립성이 제고되어 경영자와 객관적 입장에서 조언과 비판 및 독립된 의사결정을 할 수 있음을 시사한다(Cheon et al, 2006). 국내의 Kim & Kim(2007)의 연구에서도 사외이사 비율이 커질수록 회사채 신용등급과 신용평점이 양호하게 부여된 결과가 나타났다. 이는 사외이사의 비율이 높아질수록 대리인문제를 통제할 신호로 작용하여 회사채 신용등급과 신용평점에 긍정적으로 반영되고 있음을 시사한다(Kim & Kim, 2007). 반면 Vafeas(2000)는 이사회 규모에 따라 이사회의 의사결정에 비용과 효익이 상충관계에 있으며 이는 이사회 내에 사외이사 비율의 규모도 효율적인 감시와 견제를 위해 효익과 비용이 고려되

는 적정 수준의 비율이 존재함을 시사한다고 하였다(Park, 2007). Park(2007)의 연구에서도 국내 코스닥 상장법인에서 사외이사의 비율과 기업가치 간에 비선형적 특성이 존재하는 것으로 나타났다. 또한, Byun & Kim(2021b)의 연구에서도 코스닥 상장법인에서 사외이사의 독립성과 불성실공시법인의 지정 및 누적벌점 간에 유의한 비선형관계가 나타났다. Cheon et al.(2006)의 연구에서는 유가증권 상장법인에서 사외이사의 비율과 회사채 신용등급 간에 유의한 음의 관계가 나타났다. 이는 두 변수(사외이사의 비율, 회사채 신용등급) 간에 'U'자형 관계인 비선형관계가 존재하는 것으로 추정하였다.

이처럼 사외이사의 비율이 기업가치와 불성실공시, 회사채 신용등급에 비선형적 관련성이 있으며, 소유구조 연구처럼 '이해일치가설'과 '이익침해가설'의 효과가 모두 반영된 입장이 논리적으로 제시될 수 있다면 기업가치와 불성실공시, 회사채 신용등급과 관련이 있는 기업어음 신용등급에도 비선형적으로 영향을 미칠 가능성을 예측하는 것은 합리적이다. 이에 본 연구에서는 사외이사의 비율을 분석대상으로 하는 선행연구의 분석 결과와 소유구조 연구처럼 '이해일치가설'과 '이익침해가설'의 효과가 모두 반영된 입장을 바탕으로 사외이사의 선임비율이 기업어음 신용등급에 비선형적으로 영향을 미칠 가능성이 존재한다고 예측할 수 있어 다음 가설 1을 설정하였다.

가설 1 : 사외이사의 독립성(선임비율)과 기업어음 신용등급 간에는 유의한 비선형관계가 존재한다.

한편, 가설 1의 분석 결과는 거래소(유가증권, 코스닥) 상장유형에 따라 유의한 차이가 나타날 수 있다. 다수의 선행연구에 따르면, 거래소 상장유형에 따라 회계의 정보 질에 유의한 차이가 존재할 수 있음을 나타내주고 있다(김도연 등, 2013; 박종일과 전규안, 2003; 윤순석, 2001). 예를 들어 김도연 등(2013)의 연구는 유가증권 상장기업에서의 수익과 순이익으로 측정된 회계정보의 가치관련성이 코스닥 상장기업보다도 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 유가증권 상장기업이 제공하는 회계정보에 대해 투자자들이 전반적으로 더 높은 신뢰성을 부여하고 있음을

의미한다고 하였다. 이처럼 코스닥 상장기업보다 유가증권 상장기업이 제공하는 회계의 정보 질이 높은 이유는 코스닥 상장기업은 상대적으로 정보의 비대칭 현상이 심하며, 자본시장의 압력이 높고 기업지배구조의 수준이나 공시의 관행 및 정책 등 구조적 차이가 존재할 수 있기에 이익조정 가능성 등이 높아질 수 있기 때문으로 볼 수 있다(변정희와 김상헌, 2021a). 이에 사외이사의 선임비율과 기업어음 신용등급 간의 비선형적 특징은 거래소 상장유형에 따라 차별적으로 나타날 가능성이 존재할 수 있으므로 다음과 같이 가설 2를 수립하였다.

가설 2 : 사외이사의 선임비율과 기업어음 신용등급 간의 영향은 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업에 따라 차이가 존재한다.

2. 연구방법 및 표본 설정

본 연구는 <가설 1>을 검증하기 위해 종속변수에 기업어음의 신용등급을, 독립변수에 사외이사의 선임비율을 넣어 우선 연구모형 식(1)과 같이 살펴보았으며, 사외이사 비율의 증분 효과가 기업어음 신용등급에 대한 영향에 비선형성으로 나타나는지를 살펴보기 위해 기업어음 신용등급을 종속변수로, 사외이사의 비율(OUT)과 함께 사외이사 비율의 자승값(OUT²)을 독립변수로 투입하여 다음 모형 식(2)로 살펴보았다. 추가로 <가설 2>를 검증하기 위하여 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업을 각각 구분하여 모형 식(1)과 식(2)로 각각 살펴보았다.

$$\begin{aligned}
 \text{CPRating}_{t+1} = & \alpha_0 + \beta_1\text{OUT}_t + \beta_2\text{DEBT}_t + \beta_3\text{SIZE}_t + \beta_4\text{ROA}_t + \beta_5\text{OWN}_t \\
 & + \beta_6\text{OWN}^2_t + \beta_7\text{FORT}_t + \beta_8\text{BIG}_t + \beta_9\text{MTB}_t + \beta_{10}\text{CFOT} \\
 & + \beta_{11}\text{Betat} + \beta_{12}\text{Growth}_t + \beta_{13}\text{IntCovt} + \sum_k \beta_{14}\text{YRkt} \\
 & + \sum_i \beta_{15}\text{IDit} + e_t
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

$$\begin{aligned}
 \text{CPRating}_{t+1} = & \alpha_0 + \beta_1 \text{OUT}_t + \beta_2 \text{OUT}_t^2 + \beta_3 \text{DEBT}_t + \beta_4 \text{SIZE}_t + \beta_5 \text{ROA}_t \\
 & + \beta_6 \text{OWN}_t + \beta_7 \text{OWN}_t^2 + \beta_8 \text{FOR}_t + \beta_9 \text{BIG}_t + \beta_{10} \text{MTB}_t \\
 & + \beta_{11} \text{CFO}_t + \beta_{12} \text{Beta}_t + \beta_{13} \text{Growth}_t + \beta_{14} \text{IntCov}_t + \sum_k \beta_{15} \text{YR}_k \\
 & + \sum_i \beta_{16} \text{ID}_i + e_t
 \end{aligned}
 \tag{2}$$

- CPRating : 기업어음의 신용등급에 대해 내림차순으로 각각 점수(12~1) 부여
 OUT : 사외이사 비율 (사외이사 수/등기임원 총수)
 OUT² : (사외이사 비율)²
 DEBT : 부채비율 (총부채/총자산)
 SIZE : 총자산에 대해 자연로그를 취한 값
 ROA : 법인세차감전순이익률 (법인세차감전순이익/총자산)
 OWN : 최대주주지분율(대주주와 투수관계인의 지분율 합)
 OWN² : (최대주주지분율)²
 FOR : 외국인지분율
 BIG : BIG4 감사법인에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0
 MTB : 시가 대 장부가 비율 (시가총액/순자산)
 CFO : 영업활동현금흐름비율 (영업활동 현금흐름/총자산)
 Beta : 유가증권(코스닥) 상장기업의 과거 1년에 대해 일별 로그수익률을 KOSPI(KOSDAQ) 로그수익률로 회귀하는 시장모형의 추정계수
 Growth : 매출액성장률 (당기매출액-전기매출액)/전기매출액
 IntCov : 이자보상비율 EBITDA(영업이익+유, 무형자산 감가상각비)/이자비용
 YR : 연도더미(관측값이 k년도에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0)
 ID : 산업더미

회계 연말까지의 주가 및 재무 정보가 신용등급에 반영되도록 차기 3월 말(t+1)에 부여된 기업어음 신용등급을 사용한다(김문태와 김영환, 2007 ; 김상헌과 김병모, 2017). 구체적으로 기업어음 신용등급에 대한 점수(CPRating)는 신용등급이 한 등급 하락할 때마다 수치가 1점씩 감소하도록 순차적으로 계량화한다. 이에 종속변수인 기업어음 신용등급은 [표 1]과 같이 내림차순으로 가장 높은 A1 등급에 12, 가장 낮은 D 등급에 1로 부여한 값을 사용하였다. 즉, 기업어음 신용등급 점수가 높을수록 신용도가 높다는 것을 의미한다.

[표 1] 기업어음 신용등급의 체계

구분	A1	A2			A3			B			C	D
등급	A1	A2+	A2	A2-	A3+	A3	A3-	B+	B	B-	C	D
부여	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1

기업어음의 신용등급에 대해 영향을 미칠 수 있는 통제변수로는 선행연구를 바탕으로 투입하였다(김문태 등, 2006; 김문태와 김영환, 2007; 김상헌과 김병모, 2017; 김유라와 김선미, 2015; 노민영과 채수준, 2014; 변정희와 박준령, 2022; 유흔원 등, 2020; 이장희와 정설희, 2015; 정광화 등, 2013). 구체적으로 부채비율(DEBT)이 증가할수록 채무불이행위험 및 위험프리미엄이 높아 타인자본비용은 늘어나므로 기업어음 신용등급은 낮아진다. 이에 부채비율과 기업어음 신용등급 사이에는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다(정광화 등, 2013). 기업규모(SIZE)가 클수록 타인자본비용은 줄어들 수 있기에 기업규모와 기업어음 신용등급 사이에 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다(김문태 등, 2006; 김문태와 김영환, 2007; 정광화 등, 2013).

법인세차감전순이익률(ROA)은 수익성이 증가할수록 채무불이행위험은 낮아 타인자본비용이 줄어들므로 법인세차감전순이익률과 기업어음 신용등급 사이에 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다(김문태 등, 2006; 김문태와 김영환, 2007; 정광화 등, 2013). 최대주주지분율(OWN)이 일정한 수준에 도달할 때까지는 경영자의 의사결정권이 높아져 자신의 사적이익을 위해 행동하게 될 유인이 많아짐에 따라 기업가치가 낮아진다는 사적이익가설이 있으나 최대주주지분율이 일정한 수준을 넘어서면 경영자와 주주의 이해관계가 일치하게 되어 기업가치가 다시 높아진다는 이익일치가설이 있다(Morck et al, 1988; 김상헌, 2005; 김영숙과 이재춘, 2000; 김우택 등 1993; 김주현 1992; 박기성 2002). 또한 변정희와 박준령(2022)의 연구에서도 최대주주지분율(OWN)과 기업어음 신용등급 간에 비선형적 관계가 나타났다.

이에 본 연구에서는 최대주주지분율(OWN)과 함께 최대주주지분율 자승값(OWN²)을 통제변수로 포함시켰다. 박헌준 등(2004)은 외국인지분율(FOR)과 기업 가치 간에 긍정적인 관계가 있음을 제시하였으며 김문태와 김영환(2007)의 연구에서도 외국인지분율이 증가할수록 회사채 신용평가에 긍정적인 관련성이 나타났다. 이에 따라 외국인지분율이 증가할수록 경영자에 대한 견제기능과 효율적 감시활동으로 인해 기업어음 신용등급에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예측되어 외국인지분율과 기업어음 신용등급 사이에 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. BIG4 감사법인 여부(BIG)는 감사인 규모가 기업어음 신용등급에 영향을 미칠 것으로 예측되어 통제변수로 추가하였다. 시가 대 장부가 비율(MTB)은 높은 성장의 기회와 낮은 위험을 나타내기에 시가 대 장부가 비율과 기업어음 신용등급 사이에는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 영업활동현금흐름비율(CFO)이 증가할수록 영업활동에서 현금 조달이 용이하여 타인자본비용은 낮아지므로 영업활동현금흐름비율과 기업어음 신용등급 사이에는 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

체계적위험(Beta)은 투자 분산 불능 위험을 의미하기에 체계적위험과 기업어음 신용등급 사이에는 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다(김문태와 김영환, 2007). 그밖에 기업어음 신용등급에 영향을 미칠 수 있는 잠재적 누락 변수 문제를 완화하기 위해 매출액성장률(Growth) 및 이자보상비율(IntCov)을 모형에 추가하였다. 마지막으로 연도와 산업의 효과를 통제하기 위하여, YR(연도별 더미) 및 ID(산업별 더미)를 각각 사용하였다.

한편, 본 연구의 최종표본은 2012년부터 2018³⁾년까지의 유가증권시장과 코스닥 시장에 상장된 제조기업을 대상으로 상장폐지기업은 포함하고 재무 자료가 누락된 기업 및 12월 말 미결산기업은 제외하였다. 종속변수인 기업어음의 신용등급(CPRating)과 통제변수인 체계적 위험(Beta) 및 이자보상비율(IntCov)은 FnGuide에서, 그 외 재무 자료는 TS2000에서 수집하였다. FnGuide는 국내 3개 신용평가사(한국신용평가, 한국기업평가, NICE신용평가)에서 평가한 가장 보수적인 등급을 제공한다. 마지막으로 연구모형에 포함된 종속변수인 기업어음 신용등급을 제외하고 모든 변수를 상·하위 1% 수준으로 윈저화하였다. 이에 분석에 사용된 최종표본은 537(기업-년)로 구체적인 표본 선정은 [표 2]에 제시하였다.

3) 2019년 국제적인 코로나로 인한 경제위기의 영향을 통제하기 위함이다.

[표 2] 표본 선정

2012년부터 2018년까지 유가증권 및 코스닥의 상장기업		10,167
제 거	재무 자료가 누락된 기업, 12월 말 미결산기업	2,941
	기업어음 신용등급이 없는 기업	6,689
최종표본		537

Ⅲ. 분석결과

1. 기술통계와 상관관계분석

본 연구에서의 주요 변수에 대한 기술통계량을 [표 3]에 제시하였다. 주된 관심 변수인 기업어음 신용등급(CPRating)에 대한 평균, 중위수는 각각 10.318, 11.000으로 이는 A2+에 가까운 등급으로 2010년 이후 기업어음 신용등급이 비교적 약간 관대하게 부여되고 있음을 알 수 있다⁴⁾.

사외이사의 비율(OUT)에 대한 평균은 47.2%로 기업어음을 발행한 기업에서 사외이사의 비율이 높은 것을 의미한다. 부채비율(DEBT)의 평균은 0.501로 높게 나타났으나 기업규모(SIZE)의 평균은 14.728로 낮게 나타났다. 법인세차감전순이익률(ROA)의 평균은 0.024로 근소하게 양의 값이 나타났다. 최대주주지분율(OWN)의 평균은 0.442로 나타났으며, 외국인지분율(FOR)의 평균은 0.161로 나타났다. BIG4 감사법인 여부(BIG)의 평균은 0.965로 나타났다. 시가 대 장부가 비율(MTB)의 평균은 1.393으로 나타났으며 영업활동현금흐름비율(CFO)은 0.053으로 나타났다. 그러나 체계적위험(Beta)은 0.793으로 높게 나타났다. 매출액성장률(Growth)의 평균은 0.023이었으며 이자보상비율(IntCov)의 평균은 39.876으로 나타났다.

4) 이는 2006년부터 2010년까지 연구한 Jeong et al.(2013)의 평균, 중위수는 각각 9.16과 10으로써 A2 등급보다 약간 높은 수치이다.

[표 3] 기술통계량

변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
CPRating	10.318	11.000	2.302	1.000	12.000
OUT	0.472	0.546	0.162	0.095	0.750
DEBT	0.501	0.495	0.191	0.029	0.971
SIZE	14.728	14.616	1.274	11.699	18.107
ROA	0.024	0.029	0.066	-0.233	0.207
OWN	0.442	0.414	0.159	0.111	0.832
FOR	0.161	0.130	0.135	0.000	0.553
BIG	0.965	1.000	0.185	0	1
MTB	1.393	0.975	1.441	0.227	8.449
CFO	0.053	0.051	0.066	-0.099	0.300
Beta	0.793	0.760	0.402	0.020	1.907
Growth	0.023	0.020	0.222	-0.902	1.126
IntCov	39.876	8.045	147.022	-22.091	1,227.154

[표 4]에는 본 연구의 주된 관심변수 사이의 상관관계 분석 결과를 제시하였다. 먼저 사외이사의 비율(OUT)은 기업어음 신용등급(CPRating)과 1% 유의수준에서 양(+)의 상관성이 나타났다. 이는 사외이사의 비율이 기업어음 신용등급에 영향을 미칠 가능성을 보여준다. 통제변수 중에서도 기업규모(SIZE), 법인세차감전순이익률(ROA), 외국인지분율(FOR), BIG4 감사법인 여부(BIG), 시가 대 장부가 비율(MTB), 영업활동현금흐름비율(CFO) 및 이자보상비율(IntCov)은 기업어음 신용등급(CPRating)과 1% 유의수준에서 모두 통계적으로 양(+)의 상관관계가 나타났다. 매출액성장률(Growth)은 기업어음 신용등급(CPRating)과 5% 유의수준에서 양(+)의 상관관계가 나타났다. 즉, 기업규모가 클수록, 법인세차감전순이익률, 외국인지분율, 시가 대 장부가 비율, 영업활동현금흐름비율, 매출액성장률, 이자보상비율이 높아질수록, BIG4 감사법인일수록 좋은 기업어음 신용등급이 부여되는 것을 의미한다. 반면, 부채비율(DEBT)은 기업어음 신용등급(CPRating)과 1% 유의수준에서 음(-)의 상관성이, 체계적위험(Beta)은 기업어음 신용등급(CPRating)과 5% 유의수준에서 음(-)의 상관관계가 관찰되어 부채비율 및 체계적위험이 높아질수록 기업어음 신용등급이 낮아지는 것을 의미한다. 반면 최대주주지분율(OWN)은 기업어음 신용등급과 유의하지 않은 음(-)의 상관관계로 나타났다.

[표 4] 상관관계분석

Variable	CPRating	OUT	DEBT	SIZE	ROA	OWN	FOR	BIG	MTB	CFO	Beta	Growth	IntCov
CPRating	1												
OUT	0.227 (0.000)	1											
DEBT	-0.516 (0.000)	0.080 (0.065)	1										
SIZE	0.313 (0.000)	0.550 (0.000)	0.097 (0.025)	1									
ROA	0.411 (0.000)	-0.053 (0.219)	-0.466 (0.000)	-0.003 (0.954)	1								
OWN	-0.029 (0.506)	-0.236 (0.000)	-0.069 (0.113)	-0.316 (0.000)	0.010 (0.813)	1							
FOR	0.354 (0.000)	0.315 (0.000)	-0.221 (0.000)	0.492 (0.000)	0.277 (0.000)	-0.431 (0.000)	1						
BIG	0.342 (0.000)	0.146 (0.001)	-0.090 (0.037)	0.159 (0.000)	0.075 (0.083)	0.013 (0.755)	0.026 (0.542)	1					
MTB	0.146 (0.001)	0.015 (0.727)	0.003 (0.936)	-0.053 (0.221)	0.261 (0.000)	-0.112 (0.010)	0.287 (0.000)	0.061 (0.156)	1				
CFO	0.221 (0.000)	0.047 (0.274)	-0.270 (0.000)	0.041 (0.345)	0.415 (0.000)	-0.013 (0.768)	0.287 (0.000)	0.064 (0.136)	0.212 (0.000)	1			
Beta	-0.103 (0.017)	0.239 (0.000)	0.161 (0.000)	0.298 (0.000)	-0.187 (0.000)	-0.311 (0.000)	0.047 (0.276)	0.013 (0.756)	0.029 (0.498)	-0.110 (0.011)	1		
Growth	0.093 (0.030)	-0.062 (0.150)	-0.102 (0.018)	-0.006 (0.890)	0.297 (0.000)	0.004 (0.933)	0.055 (0.203)	0.071 (0.098)	0.071 (0.100)	0.053 (0.223)	-0.019 (0.661)	1	
IntCov	0.152 (0.000)	0.025 (0.560)	-0.319 (0.000)	-0.073 (0.090)	0.222 (0.000)	0.017 (0.691)	0.174 (0.000)	0.023 (0.592)	0.155 (0.000)	0.103 (0.016)	-0.078 (0.070)	0.082 (0.056)	1

2. 회귀분석 결과

본 연구에서는 <가설 1>을 검증하기 위하여, 사외이사 비율(OUT)과 함께 사외이사 비율의 자승값(OUT2)을 변수로 포함하여 분석한 결과를 [표 5]의 <Panel B>에 회귀분석한 결과를 제시하였다. 우선 [표 5]의 <Panel A>에서는 사외이사의 비율의 비선형관계 분석에 앞서, 사외이사의 비율(OUT)과 종속변수인 기업어음 신용등급의 선형관계를 분석한 결과를 제시하였다. 분석 결과, 모형 (1)-1과 (1)-2에서 사외이사의 비율과 종속변수인 기업어음 신용등급은 각각 1%, 5% 유의수준에서 양의 값을 보여 사외이사의 비율이 높아 경영진을 감시와 견제하는 기능이 높을수록 기업어음 신용등급이 높아지는 것으로 나타났다. 이는 사외이사의 영향력이 훌륭한 기업지배구조를 형성하고 있음을 시사하고 있다.

다음으로 [표 5]의 <Panel B> 모형 (2)-1과 (2)-2 분석 결과에서는 사외이사 비율(OWN)의 회귀계수는 1% 유의수준에서 양(+의 값)을, 사외이사 비율 자승값(OUT2)의 회귀계수는 1% 유의수준에서 음(-)의 값으로 나타났다. 이는 사외이사의 선임비율과 기업어음 신용등급 사이에 비선형관계가 존재하는 것으로 해석할 수 있다. 기업어음 신용등급에 대한 통제변수인 기업규모(SIZE), 법인세차감전순이익률(ROA) 및 시가 대 장부가 비율(MTB)은 1% 유의수준에서 양의 관계로 나타났으나, 부채비율(DEBT)은 1% 유의수준에서 음의 관계로 나타났다. 이는 기업규모가 커질수록, 법인세차감전순이익률 및 시가 대 장부가 비율이 높아질수록 타인 자본비용이 줄어들므로 높은 기업어음 신용등급이 부여되고 있다는 것을 의미하며, 부채비율이 높을수록 낮은 기업어음 신용등급이 부여되고 있음을 의미한다. 한편 최대주주지분율은 선행연구와 같이 비선형관계가 나타났으며, 외국인지분율은 예측한 것처럼 양의 관계가 나타났으나 유의하지 않았다. BIG4 감사법인은 기업어음 신용등급과 1% 유의수준에서 양의 관계가 나타났다.

[표 5] 사외이사의 선임비율과 기업어음 신용등급에 관한 분석

<Panel A> 선형관계에 관한 분석

독립변수	구분	모형 (1)-1		모형 (1)-2	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept		3.647	3.687***	-0.219	-0.176
OUT		1.580	2.919***	1.148	2.208**
DEBT		-5.914	-11.043***	-5.797	-11.105***
SIZE		0.556	7.634***	0.549	6.738***
ROA		5.822	3.986***	5.443	3.895***
OWN				8.071	3.650***
OWN2				-8.263	-3.655***
FOR				0.146	0.196
BIG				2.494	6.637***
MTB		0.281	5.154***	0.264	4.851***
CFO		-1.997	-1.578	-1.881	-1.543
Beta		-0.353	-1.695*	-0.347	-1.684*
Growth		-0.095	-0.285	-0.358	-1.119
IntCov		-0.001	-1.716*	-0.001	-1.986**
YR		포함		포함	
ID		포함		포함	
Adj. R2		0.524		0.571	
F값		26.627***		27.469***	

<Panel B> 비선형관계에 관한 분석

독립변수	구분	모형 (2)-1		모형 (2)-2	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept		1.857	1.686*	-1.515	-1.149
OUT		10.406	4.074***	7.961	3.217***
OUT2		-10.524	-3.534***	-8.095	-2.815***
DEBT		-5.738	-10.785***	-5.650	-10.843***
SIZE		0.564	7.836***	0.556	6.870***
ROA		5.549	3.836***	5.278	3.799***
OWN				7.797	3.546***
OWN2				-7.815	-3.471***
FOR				0.214	0.289
BIG				2.386	6.362***
MTB		0.263	4.854***	0.250	4.610***
CFO		-1.347	-1.064	-1.432	-1.172
Beta		-0.331	-1.606	-0.313	-1.527
Growth		-0.056	-0.170	-0.318	-1.001
IntCov		-0.001	-1.549	-0.001	-1.847*
YR		포함		포함	
ID		포함		포함	
Adj. R2		0.534		0.577	
F값		26.610***		27.131***	

주 1) ***, **, *는 1%, 5%, 10% 수준에서 각각 유의적임.

주 2) 변수의 정의는 연구모형식 참조.

<가설 2>를 검증하기 위하여 거래소(유가증권, 코스닥) 상장기업을 각각 구분하여 회귀분석을 실시하였다. 우선 [표 6]의 <Panel A>에서는 집단별 사외이사의 선임비율의 비선형관계 분석에 앞서 유가증권 상장기업을 대상으로 실시한 선형관계 분석 결과에서는 종속변수로 기업어음 신용등급을 사용한 경우, 모형 (1)-1에서 사외이사 비율 변수의 회귀계수가 10% 수준에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 사외이사의 영향력이 유가증권 상장법인에서 훌륭한 기업지배구조를 형성하고 있음을 시사하고 있다.

반면, 코스닥 상장기업에 대한 모형 (1)-1과 모형 (1)-2에서는 선형관계 분석 결과에서는 유의하지 않는 값으로 나타났다. 이는 코스닥 상장기업이 제공하는 회계정보의 전반적 가치관련성은 유가증권 상장기업에 비해 낮을 수 있다는 김도연 등 (2013)의 연구와 관련이 있을 수 있다. 즉, 코스닥 상장기업의 경우 유가증권 상장기업에 비해 상대적으로 신뢰성과 안정성이 떨어지는 회계정보를 제공할 수 있으므로 신용평가기관들이 사외이사의 비율로 인하여 정보불균형과 대리인문제가 완화될 것으로 인식하지 않기 때문으로 판단된다.

다음으로 [표 6]의 <Panel B>의 분석 결과에서는 먼저 유가증권 상장기업을 대상으로 실시한 모형 (2)-1과 (2)-2 비선형관계 분석 결과에서는 종속변수로 기업어음 신용등급을 사용한 경우, 사외이사 비율(OUT) 변수의 회귀계수가 1% 유의수준에서 양의 값으로 나타났으며, 사외이사 비율 자승값(OUT2)의 회귀계수는 1% 수준에서 유의한 음의 값으로 나타났다. 이는 유가증권 상장기업에서 사외이사의 선임비율과 기업어음 신용등급 사이에 비선형관계가 존재하는 것으로 해석할 수 있다. 반면, 코스닥 상장기업의 모형 (2)-1에서 사외이사 비율과 기업어음 신용등급의 비선형관계 분석 결과에서는 종속변수로 기업어음 신용등급을 사용한 경우, 사외이사 비율(OUT)과 사외이사 비율 자승값(OUT2)의 변수에서는 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이는 거래소 상장유형에 따라 기업지배구조 측정치인 사외이사의 선임비율이 기업어음 신용등급에 미치는 영향에 차이가 존재함을 시사한다. 이러한 분석 결과는 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업의 기업지배구조 수준이나 이익조정 유인, 공시의 관행 및 정책 등 구조적 차이가 존재할 수 있다는 선행연구의 결과와 관련이 있는 것으로 해석할 수 있다.

[표 6] 사외이사의 선임비율과 기업어음 신용등급에 대한 집단별 분석

<Panel A> 선형관계에 관한 분석

구분 독립변수	유가증권 상장기업				코스닥 상장기업			
	모형 (1)-1		모형 (1)-2		모형 (1)-1		모형 (1)-2	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	3.934	4.133 ***	0.632	0.509	19.163	2.207 **	-1.608	-0.149
OUT	1.054	1.947*	0.698	1.316	2.829	1.172	-1.414	-0.449
DEBT	-5.704	-10.988 ***	-5.706	-11.067 ***	-24.400	-6.205 ***	-11.369	-2.724 **
SIZE	0.560	7.907 ***	0.568	7.085 ***	0.007	0.012	0.280	0.452
ROA	7.476	5.070 ***	6.536	4.532 ***	-14.661	-3.737 ***	-10.441	-2.867 **
OWN			6.956	3.151 ***			41.020	2.400 **
OWN2			-7.272	-3.221 ***			-42.357	-2.290 **
FOR			0.008	0.011			16.214	3.364 ***
BIG			1.994	5.093 ***			-1.316	-0.667
MTB	0.224	4.317 ***	0.217	4.115 ***	0.367	0.852	0.285	0.812
CFO	-2.467	-1.933*	-2.219	-1.778*	-2.364	-0.617	-3.070	-1.146
Beta	-0.337	-1.628	-0.352	-1.698*	-1.245	-1.231	0.578	0.649
Growth	-0.074	-0.230	-0.283	-0.909	0.822	0.408	2.148	1.652
IntCov	-0.001	-1.944*	-0.001	-2.134 **	-0.012	-2.035*	-0.002	-0.432
YR	포함		포함		포함		포함	
ID	포함		포함		포함		포함	
Adj. R2	0.559		0.587		0.777		0.914	
F값	28.233***		27.048***		8.756***		20.390***	

<Panel B> 비선형관계에 관한 분석

독립변수	유가증권 상장기업				코스닥 상장기업			
	모형 (2)-1		모형 (2)-2		모형 (2)-1		모형 (2)-2	
	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값	회귀계수	t값
Intercept	2.161	2.016 **	-0.797	-0.602	19.988	2.043 *	1.275	0.124
OUT	9.714	3.790 ***	7.902	3.137 ***	1.029	0.111	-12.317	-1.839 *
OUT2	-10.220	-3.455 ***	-8.482	-2.924 ***	2.669	0.201	15.473	1.816 *
DEBT	-5.547	-10.765 ***	-5.563	-10.825 ***	-24.520	-6.032 ***	-11.481	-2.921 **
SIZE	0.567	8.102 ***	0.576	7.246 ***	-0.028	-0.046	0.120	0.203
ROA	7.290	4.997 ***	6.427	4.491 ***	-14.585	-3.620 ***	-10.062	-2.929 ***
OWN			6.897	3.149 ***			47.206	2.869 **
OWN2			-7.086	-3.163 ***			-48.882	-2.749 **
FOR			0.047	0.065			15.464	3.393 ***
BIG			1.866	4.776 ***			-1.460	-0.786
MTB	0.209	4.057 ***	0.205	3.908 ***	0.392	0.857	0.495	1.414
CFO	-2.012	-1.586	-1.866	-1.500	-2.509	-0.630	-3.816	-1.493
Beta	-0.311	-1.520	-0.319	-1.550	-1.279	-1.221	0.343	0.405
Growth	-0.043	-0.136	-0.250	-0.809	0.782	0.378	1.834	1.483
IntCov	-0.001	-1.810 *	-0.001	-2.020 **	-0.012	-1.998 *	-0.003	-0.584
YR	포함		포함		포함		포함	
ID	포함		포함		포함		포함	
Adj. R2	0.569		0.593		0.767		0.924	
F값	28.181***		26.809***		7.935***		22.138***	

IV. 결론

1. 연구 요약 및 한계점

기업지배구조는 소유구조 외에도 사외이사제도 도입으로 기업의 경영투명성을 개선할 수 있게 되었다. 사외이사와 관련된 국내외의 선행연구에서는 이사회 내 사외이사 비율이 높아질수록 기업가치가 증가하는 결과가 나타났다(Fama and Jensen, 1983; Lee et al, 1992; 박종일 등, 2004 등). 반면 Vafeas(2000)는 이사회 규모에 따라 이사회의 의사결정에 비용과 효익이 상충관계에 있으며 이는 이사회 내에 사외이사 비율의 규모도 효율적인 감시와 견제를 위해 효익과 비용이 고려되는 적정 수준의 비율이 존재함을 시사한다고 하였다(박범진, 2007). 박범진(2007)의 연구에서도 국내 코스닥 상장법인에서 사외이사의 비율과 기업가치 간에 비선형적 특성이 존재하는 것으로 나타났다. 또한, 변정희와 김상헌(2021b)의 연구에서도 코스닥 상장법인에서 사외이사의 비율과 불성실공시법인의 지정 및 누적 별점 사이에 유의한 비선형관계가 나타났다. 그리고 전영순 등(2006)의 연구에서는 유가증권 상장법인에서 사외이사의 비율과 회사채 신용등급 사이에 유의한 음의 관계가 나타났다. 이는 사외이사의 비율과 회사채 신용등급 사이에 'U'자형 관계인 비선형관계가 존재하는 것으로 추정하였다.

이에 본 연구에서도 사외이사 비율의 기업어음 신용등급에 대한 증분효과가 비선형적으로 나타날 것으로 예상하여 먼저 사외이사 비율과 함께 사외이사 비율의 자승값을 변수로 포함시켜 회귀분석을 실시하였다. 추가로 다수의 선행연구(김도연 등, 2013; 박종일과 전규안, 2003; 윤순석, 2001)에 따르면, 거래소 상장유형에 따라 회계의 정보 질에 유의한 차이가 존재할 수 있음을 나타내므로 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업에 따라 사외이사 비율이 기업어음 신용등급에 영향을 미치는 차이가 존재하는지도 살펴보았다.

분석 결과는 다음과 같다. 먼저 사외이사 비율이 기업어음 신용등급에 미치는 영향에 대해 회귀분석한 결과, 유의한 양의 관계가 관찰되었으며 사외이사 비율 자승값이 기업어음 신용등급에 미치는 영향은 유의한 음의 관계가 관찰되었다. 이는 사외이사의 비율과 기업어음 신용등급 사이에 비선형관계가 존재하는 것으로 해석할

수 있다. 다음으로 거래소 상장유형에 따라 사외이사 비율이 기업어음 신용등급에 미치는 영향에 차이가 존재하는지를 회귀분석한 결과, 유가증권 상장기업에서 사외이사 비율이 기업어음 신용등급에 미치는 영향은 유의한 양의 관계가 관찰되었으며 사외이사 비율 자승값이 기업어음 신용등급에 미치는 영향은 유의한 음의 관계가 관찰되었다. 반면, 코스닥 상장기업에서는 독립변수(사외이사 비율, 사외이사 비율 자승값)와 종속변수(기업어음 신용등급) 사이에 거의 유의하지 않은 관계가 관찰되었다. 이는 사외이사의 선임비율이 높아질수록 높은 기업어음 신용등급이 부여되는 현상은 코스닥 상장기업보다는 유가증권 상장기업에서 유의하게 나타나고 있음을 의미하여, 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업의 기업지배구조 수준이나 이익조정 유인, 공시 정책 및 관행 등 구조적 차이에서 기인한 것으로 해석할 수 있다.

본 연구 결과에 대한 공헌점은 다음과 같다. 사외이사의 비율이 기업어음 신용등급 사이에 비선형관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이는 일정 수준까지는 사외이사의 선임비율이 높아질수록 경영자를 감시와 통제하는 역할에 수행할 것으로 예상하는 ‘이해일치가설’이 지지되지만, 일정 수준을 넘어서는 경우에는 사외이사의 비율이 경영자의 감시와 통제 역할보다는 자신의 사적이익을 추구하는 과정에서 소액주주의 이익을 침해할 것으로 예상하는 ‘이익침해가설’이 지지될 수 있음을 나타내는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 분석 결과는 사외이사 비율 관련 비선형분석을 실시하는 경우, 기업지배구조와 경영자 그리고 기업지배구조와 소액주주 간에 발생할 수 있는 이해관계와 대리인문제를 보다 구체적으로 살펴볼 수 있다는 점에서 의미가 있을 것으로 여겨진다.

한편, 본 연구의 분석 결과는 투자자나 정부와 규제당국 입장에서도 시사하는 바가 존재할 것으로 여겨진다. 먼저 투자자 입장에서는 사외이사의 비율이 일정 수준으로 유지되어 경영자의 기본적인 감시와 통제기능이 작동할 수 있는 기업을 선별하는 등 투자 관련 의사결정에 활용할 수 있을 것으로 여겨진다. 즉, 실무적으로 기업지배구조와 감시와 통제기능에 주요한 역할을 수행할 수 있는 이사회 사외이사 선임비율 정보를 활용하여 기업어음 신용등급에 따른 위험예측에 적용할 수 있을 것으로 여겨진다. 또한 정부와 규제당국 입장에서도 기업지배구조의 수준에 따라 사외이사와 경영자 그리고 사외이사와 소액주주 사이에 발생할 수 있는 대리

인문제와 이해관계에 차별적인 결과가 나타나는 본 연구에 대한 결과를 활용하여 기업어음 신용등급의 수준 결정 등의 정책수립과 집행과정에 활용할 수 있을 것으로 여겨진다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 사외이사의 특성에는 비율, 전문성, 활동성이 존재하지만 본 연구에서는 사외이사의 비율에만 초점을 맞추었기에 향후 추가적 연구가 요구된다.

2. 미래 사회에 대한 시사점

미래 사회에도 여전한 관심사는 기업의 지속가능성과 관련한 문제이다. 이러한 기업의 지속가능성은 기업의 자본조달이 무엇보다도 선결적인 과제이다. 지속가능한 발전을 위해 기업은 기업활동에 필요한 자본조달과 관련하여 이사회 독립성을 잘 관리하여 우수한 지배구조를 갖추게 된다면 자본조달시 부담하는 자본비용도 절감될 수 있음을 시사하고 있는 것이 본 연구의 미래 사회에 대한 공헌점이라 판단된다.

참고문헌

- 강신애, 민상기, 2010, 한국주식시장에서 외국인투자와 기업가치의 관계, 국제경영연구, 제21권 제1호, 27-56.
- 김도연, 권순용, 김정옥, 2013, 유가증권상장기업과 코스닥상장기업간 회계정보, 가치관련성의 차이에 대한 분석, 금융지식연구, 제11권 2호, 133-163.
- 김문태, 위준복, 전성일, 2006, 회사채신용등급의 이익조정 통제효과, 증권학회지, 제35권 5호, 47-74.
- 김문태, 김영환, 2007, 외국인투자자의 소유와 사외이사의 특성이 신용평가에 미치는 영향, 회계학연구, 제32권 4호, 29-58.
- 김상헌, 2005, 감사품질이 기업가치에 미치는 영향, 경영학연구, 제34권 5호, 1391-1416.
- 김상헌, 김병모, 2017, 회사채 신용등급 괴리와 기업의 재무 의사결정, 한국증권학회지, 제46권 5호, 1089-1119.
- 김영숙, 이재춘, 2000, 기업가치와 기업소유구조와의 관련성, 한국증권학회지, 제26권, 173-196.
- 김우택, 장대흥, 김경수, 1993, 기업가치와 소유경영구조에 관한 실증적 연구, 재무연구, 제6권, 55-75.
- 김유라, 김선미, 2015, 이익 및 그 구성요소의 변동성이 신용등급 불일치에 미치는 영향, 회계정보연구, 제33권 3호, 135-164.
- 김주현, 1992, 기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구, 재무연구, 제5권 1호, 129-154.
- 노민영, 채수준, 2014, 환위험이 신용등급에 미치는 영향, 회계저널, 제23권 5호, 349-377.
- 박기성, 2002, 소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin-Q의 관계에 관한 연구, 한국증권학회지, 제30권, 297-325.
- 박범진, 2007, 코스닥 상장법인의 소유구조 및 사외이사와 기업가치 간의 관련성 분석, 재무관리연구, 제24권 4호, 45-73.

- 박종일, 전규안, 2003. 거래소와 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이 및 기업지배구조 비교분석, 경영학연구, 제32권 2호, 343-378.
- 박종일, 2006. 이사회 구성과 기업가치, 회계정보연구, 제24권 1호, 91-123.
- 박종일, 전규안, 최종학, 박찬웅, 2009. 대주주 및 외국인 주주의 이익조정과 대형 감사인의 역할, 회계정보연구, 제27권 1호, 201-229.
- 박현준, 신현한, 최완수, 2004. 한국기업의 대리인비용과 기업가치 : 외국인 지분의 역할, 경영학연구, 제33권 2호, 655-682.
- 변정희, 김상헌, 2021a. 소유구조가 불성실공시 지정, 벌점 및 제재금 부과에 미치는 영향. 회계·세무와 감사 연구, 제63권 1호, 135-157.
- 변정희, 김상헌, 2021b. 이사회 독립성과 공시품질 간의 비선형적 특성에 관한 연구 : 코스닥상장법인을 중심으로, 경영연구, 제36권 1호, 15-26.
- 변정희, 박준령. 2022. 기업소유구조와 기업어음 신용등급 간의 비선형적 특성에 관한 연구, 경영연구, 제37권 3호, 97-110.
- 변진우, 강평경, 황국재, 2018. 최대주주지분율과 이익조정 관계의 비선형적 특성에 대한 연구: 대규모기업집단 소속여부를 중심으로, 회계와 정책연구, 제23권 3호, 293-327.
- 유현원, 김요환, 박준령, 2020. 기업지배구조가 신용등급과 자본비용에 미치는 영향에 관한 실증적 연구 : 한국과 중국 상장기업을 중심으로, 국제회계연구, 제94권 94호, 299-326.
- 윤순석. 2001. 상장기업과 코스닥기업의 이익관리에 대한 비교 연구. 한국증권학회지 (제29권 1호): 57-85.
- 이아영, 전성빈, 김성혜, 2012. 지배주주의 지분구조와 실제이익조정-소유권과 소유지배과리도를 중심으로-, 회계학연구, 제37권 제1호, 157-189.
- 이장희, 정설희, 2015. 자율공시와 신용평가등급과의 관계에 대한 연구, 국제경상교육연구, 제12권 3호, 1-19.
- 이현철, 서민교, 2011. 외국인 투자와 기업의 가치: 비선형적 접근, 국제경영리뷰, 제15권 3호, 45-67.

- 전영순, 최국현, 길형용, 2006, 기업의 소유지배구조와 무보증회사채의 신용등급 결정에 미치는 영향, *경영학연구*, 제35권 5호, 1393-1425.
- 정광화, 이동현, 정석우, 2013, 가결산이익 공시유형과 기업어음 신용등급, *경영학연구*, 제42권 2호, 383-410.
- 정유리, 안운영, 2019, Hospitality기업의 기관투자자 지분율 및 외국인투자자 지분율과 기업가치 간 비선형관계 검증, *호텔경영학연구*, 제28권 8호, 1-16.
- Fama, E. and Jensen, M. 1983, Separation of ownership and control, *Journal of Law and Economics*, 26(2), 301-325.
- Kim, W. S., Lee., J. W. and Francis, J. C. 1988, Investment Performance of Common Stocks in Relation to Insider Ownership, *Financial Review*, 23(1), 53-64.
- Klein, A. 2002, Economic Determinants of Audit Committee, *The Accounting Review*, 77 (2), 435-452.
- Lee, C., Rosenstein, S., Rangan, N., Davidson III, W. 1992, Board composition and shareholder wealth : The case of management buyouts, *Financial Management* 21 (1), 58-72.
- Morck, R., Shleifer, A., and R. Vishny, 1988, Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315.
- Oswald, S. L. and Jahera, J. S. 1991, The Influence of Ownership on Performance: An Empirical Study, *Strategic Management Journal*, 12(4), 321-326.
- Vafeas, N. 2000, Board Structure and the Informativeness of Earnings, *Journal of Accounting and Public Policy*, 19(2), 139-160.

The Effect of Board Independence on the Commercial Paper Credit Rating

- Focus on outboard rates -

Byun Jonghee* · Park Junryong**

Abstract

This paper conducted on the effect of the ratio of outside directors on the commercial paper credit rating, and in addition, it was examined whether there was a significant difference depending on the listing type(KOSPI, KOSDAQ).

We provide the following empirical results. First the board of directors has a nonlinear relationship with the commercial paper credit rating and result that supports both the expropriation of interest hypothesis and interest alignment.

Second, the nonlinear relationship between the independence of the board of directors and the commercial papers credit rating was found to be significantly more significant in KOSDAQ-listed companies.

The results of this paper can be used as information on predictions related to commercial paper credit ratings, and the government and supervisory agencies prepare institutional devices when investment decision making.

Key word : Board of director, Independence, commercial paper credit rating, nonlinear

* First Author, Ph.D Candidate, Dankook University,
byun7894@hanmail.net

** Co-Author, Department of Bussiness visiting professor at the BaeJae University, sadjr20@naver.com