

세무와회계저널

제16권 제6호 2015년 12월 pp.9~41

한국세무학회

계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재가 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향*

박종성** · 황선영*** · 유상훈****

<요 약>

본 연구는 감사의견은 적정의견이지만 계속기업으로서의 존속능력이 의문시된다는 특기사항이 기재된 감사보고서의 공시가 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 2000년부터 2012년까지 유가증권 상장기업 및 코스닥 상장기업을 대상으로 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미친 영향을 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 계속기업 불확실성 의견은 신용등급 및 타인자본비용의 수준을 결정하는 다른 변수들을 통제한 뒤에도 매우 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났다. 다른 조건이 동일할 때, 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업의 경우 그렇지 않은 기업보다 더 낮은 신용등급과 더 높은 타인자본비용이 산정되는 것으로 나타났다. 둘째, 계속기업 불확실성 의견을 받은 표본과 통제표본 간 특성 차이를 고려하여 신용등급과 타인자본비용의 변화에 대하여 분석한 결과 신용등급의 변화에 대해서는 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난 반면, 타인자본비용의 변화에 대해서는 유의한 양(+)의 효과를 보이는 것으로 나타났다. 이는 계속기업 불확실성 관련 특기사항이 기재된 후 신용등급에는 유의한 변화가 없지만 타인자본비용은 유의하게 증가하였다는 의미이다.

연구 결과의 강건성을 위하여 계속기업 불확실성 의견을 받은 표본과 동일한 연도, 동일한 산업에 속하면서 파산 가능성이 유사한 기업을 통제표본으로 선정하여 대응표본 분석을 수행하였을 때에도 결과는 전체 표본 분석의 결과와 동일하게 나타나 표본의 크기가 연구 결과에 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다.

본 연구는 전문가로서의 감사인의 판단이 채권시장에서 유용한 정보로 활용되고 있는지를 실증적으로 검토한다는 점에서 선행연구와 차별화된다.

<주제어> 계속기업 불확실성, 신용등급, 타인자본비용

* 본 연구는 숙명여자대학교 2014학년도 교내연구비 지원에 의해 수행되었음(과제번호 1-1403-0085).

** 숙명여자대학교 경영학부 교수, jongsung@sm.ac.kr, 주저자

*** 숙명여자대학교 대학원 경영학과 박사과정, syhwang@sookmyung.ac.kr, 교신저자

**** 중앙대학교 대학원 회계학과 박사과정, ablecpa@naver.com, 공동저자

논문접수일 2015년 3월 16일

1차수정일 2015년 7월 23일

게재확정일 2015년 11월 8일

I. 서 론

본 연구에서는 계속기업 불확실성과 관련된 감사인의 판단이 채권시장에서 유용한 정보로 활용되고 있는지를 검증하고자 한다. 이러한 연구목적은 달성하기 위해, 감사의견은 적정의견이지만 특기사항 문단¹⁾에 계속기업으로서의 존속능력이 의문시된다는 내용이 포함된 감사보고서의 발행이 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향을 분석한다.

감사인이 감사보고서를 통해 제공하는 가장 중요한 정보는 감사의견이다. 감사의견은 적정의견, 한정 의견, 부적정의견 및 의견거절로 구분되는데, 감사인과 경영자간 중요한 의견불일치 사항이 있거나 감사범위 제한이 있는 경우 적정의견 이외의 의견이 표명된다. 비적정의견을 받게 되면 기업가치가 하락하고 자금조달에 어려움을 겪을 뿐만 아니라 관리종목 지정이나 상장폐지 사유가 될 수 있기 때문에²⁾ 감사의견은 매우 중요한 정보로서의 가치를 지닌다.

감사인이 감사의견 외에 감사보고서를 통해 제공하는 또 하나의 중요한 정보는 특기사항이다. 특기사항이란 감사의견에는 영향을 미치지 않지만 감사보고서 이용자의 의사결정에 영향을 줄 수 있을 것으로 감사인이 판단하는 사항을 별도의 문단으로 기술한 것이다. 계속기업으로서의 존속문제에 관한 중요한 사항, 유의적인 불확실성의 존재 등이 여기에 해당된다. 감사의견은 재무제표가 일반적으로 인정된 회계원칙에 따라 적정하게 작성되었는지 여부에 대한 평가인 반면, 계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재는 장래에 대한 감사인의 판단이라는 점에서 감사의견과 차별성이 있다.

경영자는 일정기간 동안 계속기업으로서 존속할 가능성이 있는지를 평가해야 하며, 감사인은 경영자의 평가가 타당한지를 검토하여 감사의견에 반영하여야 한다. 계속기업의 가정이 타당하지만 중요한 불확실성이 존재하는 경우 감사인은 그러한 내용이 주석으로 적절히 기재되었는지 검토한다. 계속기업으로서 존속할 가능성에 대한 중요한 불확실성이 존재함에도 불구하고 경영자가 그러한 사실을 주석으로 공시하지 않은 경우 감사인은 그 중요성에 따라 한정 의견 또는 부적정의견을 표명한다. 반면에 기업이 해당 사실을 적절히 주석으로 공시하였다면 감사인은 적정의견을 표명하되, 계속기업으로서의 존속능력이 의심된다는 내용을 특기사항 문단에 기술할 것 인지를 결정해야 한다.

지금까지 전문가로서 감사인의 판단이 투자자나 채권자들에게 유용한 정보로서의 가치를 갖

1) 2013년 11월 27일 금융위원회에서 승인되어 2013년 12월 31일 이후 개시되는 보고기간의 재무제표에 대한 감사부터 시행예정인 개정 감사기준에서는 강조사항 문단이라는 표현을 쓰고 있다.

2) 예를 들면 감사보고서상 감사의견이 감사범위 제한으로 인한 한정 의견이거나 반기 검토보고서상 검토 의견이 부정적 또는 의견거절인 경우 관리종목으로 지정될 수 있으며, 최근사업연도 감사보고서상 감사의견이 부정적 또는 의견거절이거나 2년 연속 감사보고서상 감사의견이 감사범위 제한에 따른 한정 의견인 경우 상장이 폐지될 수 있다.

는지에 대한 검증은 대부분 감사의견을 중심으로 이루어져 왔다. 예를 들면 감사의견 공표시점에서 주가반응을 분석한 연구(Chow and Rice 1982, Dodd et al. 1984, Dopuch et al. 1986, 박주철과 이남우 2003 등), 감사의견이 도산예측에 유용한지를 검토한 연구(Hopwood et al. 1989, 권수영 1999 등) 등이 주를 이루었다. 또한 검증 대상 시장도 채권시장보다는 주식시장에 초점이 맞추어졌다.

본 연구는 기존의 선행연구에서 나아가 감사의견이 아닌 특기사항의 유용성을 채권시장에서 검증한다는 점에서 선행연구들과 차별화된다. 특히, 재무제표의 적정성에 대한 판단이 아닌 미래에 대한 감사인의 판단이 정보로서의 가치를 갖는지를 검토하고 있다는 점에서 의미가 있다. 이러한 차별성을 달성하기 위하여 본 연구는 적정의견을 받았지만 특기사항 문단에 계속기업으로서의 존속능력이 의심된다는 내용이 포함된 기업만을 표본으로 하여 분석을 수행한다. 주식시장이 아닌 채권시장을 대상으로 감사인 판단의 유용성을 검증한다는 점도 본 연구가 갖고 있는 차별성이다. 당기의 계속기업 불확실성 의견 여부가 차기의 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향을 살펴봄으로써, 이전까지는 직관적으로 예상하였던(anecdotal) 계속기업 불확실성 의견의 부정적인 영향을 실증적으로 분석하였다는 데 의의가 있다. 또한 본 연구를 통하여 감사의견이 아닌 특기사항의 정보 유용성을 제고하고, 특기사항 기재에 관한 제도 및 의식 개선에 공헌할 수 있을 것으로 기대된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 계속기업 불확실성 의견과 신용등급, 타인자본비용의 이론적 배경 및 선행연구를 검토하고, 제Ⅲ장에서는 연구모형 및 표본을 설정하였다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시하였으며, 끝으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결론을 기술하였다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구 검토

1. 계속기업 불확실성과 감사의견

재무제표는 계속기업의 가정을 전제로 작성된다. 따라서 경영자는 재무제표일로부터 적어도 1년 이상의 기간 동안 계속기업으로서의 존속능력을 평가하여야 하며, 감사인은 경영진의 계속기업가정 사용의 적합성에 대하여 충분하고 적합한 감사증거를 입수하여 계속기업으로서의 존속능력에 대한 중요한 불확실성이 존재하는지 여부에 대하여 결론을 내려야 한다(감사기준서 570).

계속기업으로서의 존속능력에 중대한 불확실성이 존재하는 경우 감사인은 어떤 의견을 표명할 것인지를 결정하여야 한다. 먼저 중요한 불확실성이 존재하기는 하지만 계속기업가정의 적용이 적합한 경우 감사인은 해당 내용이 적절히 주석으로 공시되었는지를 확인한다. 계속기업 불확실성 관련 내용이 주석으로 공시되었다면 적정의견을 표명하되, 계속기업으로서의 존속능력

에 유의적 의문을 초래할 수 있는 사건이나 상황과 관련하여 중요한 불확실성이 존재한다는 내용을 특기사항 문단에 포함시킨다. 다만, 재무제표 전반에 유의적인 영향을 미치는 여러 가지 중요한 불확실성이 연루된 상황이라면 특기사항 문단에 기재하기 보다는 의견거절을 표명하는 방안을 고려한다. 경영자가 계속기업 불확실성 관련 내용을 주석으로 공시하지 않은 경우 그 중요성에 따라 한정 의견 또는 부적정의견을 표명한다. 재무제표가 기업회계기준에 근거하여 작성되었지만 재무제표에 대한 경영진의 계속기업가정 적용이 적합하지 않다고 판단되면 부적정의견을 표명한다. 또한 감사인의 요구에도 불구하고 경영자가 계속기업의 가정에 대한 평가를 하지 않거나 평가의 확대를 하지 않으려는 경우에는 재무제표 작성 시 계속기업 가정의 사용에 대한 충분하고 적합한 감사증거를 감사인이 입수하는 것이 가능하지 않을 수 있으므로 그 정도에 따라 한정 의견이나 의견거절을 표명한다.

본 연구는 계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재가 기업의 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하는 것이므로, 연구대상 표본을 감사 의견은 적정의견이나 특기사항 문단에 계속기업으로서의 존속능력이 의문시된다는 내용이 포함된 기업으로 한정한다. ‘2012년 상장법인 감사보고서 특기사항 분석 보고서’에 따르면 계속기업 불확실성 관련 사항이 특기사항으로 기재된 경우 이로부터 2년 이내에 상장폐지 되는 비율이 2010년 27%, 2011년 25%에 달하는 것으로 나타나, 계속기업과 관련된 감사인의 판단이 의미있는 것으로 평가된다.

계속기업 불확실성과 관련된 감사인의 판단에 영향을 미치는 요인은 재무적 요인과 비재무적 요인으로 구분될 수 있다. 재무적 요인으로는 기업의 영업이익률 등 수익성, 이자보상비율과 총차입금 대비 영업활동현금흐름배수 등 커버리지, 부채비율과 차입금의존도 등 레버리지, 유동비율 등 유동성, 영업활동현금흐름 창출력, 반복적인 손실누적, 운전자금의 부족 등이 있다(Mutchler 1984). 또한 부채계약 위반, 이자지불연체, 구조조정부채, 청산문제, 기업규모 등도 계속기업과 관련된 감사인의 의사결정에 영향을 미친다(Geiger et al. 2006). 비재무적 요인으로는 기업전략의 변화, 경영진의 교체, 법률 위반에 따른 소송위험, 고객위험, 산업경기의 변동 등이 있다(Fargher and Jiang 2008, Xu et al. 2011).

2. 계속기업 불확실성 의견³⁾ 관련 선행연구

계속기업 불확실성 의견 관련 선행연구로는 재무상황 변수 및 회계처리특성과 계속기업 불확실성 의견의 관계를 분석한 연구, 계속기업 불확실성 의견의 효과를 다룬 연구, 규제제도의 시행 이후 계속기업 불확실성 의견 표명가능성이 증대되었는지를 분석한 연구, 감사인 변수와 계속기업 불확실성 의견을 다룬 연구 등이 있다.

3) 여기서 계속기업 불확실성 의견이라 함은 계속기업 불확실성으로 인해 비적정의견을 받은 경우뿐만 아니라 감사 의견은 적정의견이나 계속기업 불확실성 내용이 특기사항에 기재된 경우도 포함한다.

첫째, 기업의 재무상황 변수 및 회계처리특성과 계속기업 불확실성 의견을 다룬 연구 결과를 살펴보면 기업규모가 작고 부채비율이 높을수록, 영업현금흐름 수준이 낮고 파산위험이 높을수록 그리고 손실기업일수록 계속기업 불확실성 의견(특기사항)을 받는 것으로 나타났다. 또한 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업들은 감사인의 소송위험을 줄이기 위한 동기와 경영자의 재무곤경에 대한 자구책을 마련하려는 동기에서 자산 가치를 하향평가하는 등의 보수적인 회계처리를 하는 것으로 나타났다(김학운 외 2013). 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업의 재무보고 특성을 검증해 본 결과에 따르면 전기와 당기에 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업은 공격적인 회계처리 성향을 나타내고 있으며, 재무적 곤경에 따라 발생액 또는 실물활동을 통한 회계조정을 선택적으로 활용하는 것으로 나타났다(김학운 2013).

둘째, 계속기업 불확실성 의견의 효과를 검토한 연구는 계속기업 불확실성 의견이 갖는 부정적인 효과를 다룬 연구와 긍정적인 효과를 다룬 연구로 구분된다. 이윤원과 박홍철(2003)에 따르면 계속기업 불확실성 의견이 포함된 감사보고서가 공시되는 경우 주식시장이 부정적인 반응을 보이는 것으로 나타났다. 손성규 외(2005)는 계속기업 불확실성 의견에 따른 정보이용자의 부정적 반응으로 인해 오히려 기업이 도산할 가능성이 있음을 보고하였으며, 유관희 외(2007)는 감사인의 계속기업 불확실성 의견 표명이 상장폐지 전에 시장에서 유의한 정보역할을 수행하는지를 분석해 본 결과, 코스닥시장에서는 통계적으로 유의한 정보역할을 하는 것으로 나타난 반면 유가증권시장에서는 그렇지 않음을 보였다.

계속기업 불확실성 의견은 경영자에게 재무적 어려움을 극복하는 자구 활동을 유도하는 효과가 있다는 주장도 있다(Kinney 2000). 즉, 감사인의 계속기업 불확실성 의견이 구조조정을 촉진하는 긍정적인 측면이 존재하는데, 실제로 계속기업 불확실성 의견을 받은 미국의 기업들은 재무구조 개선을 위해서 추가자금 조달 혹은 기업구조 개선작업 등을 통하여 기업의 계속성에 대한 중요한 의심을 줄이는 시도를 하는 것으로 나타났다. 우리나라의 경우도 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업들이 채권자로부터의 일부부채 탕감과 출자전환 등을 받아 갱생의 길을 걷는 것으로 나타났다(손성규 2002). 재무구조가 개선되지 않을 경우에는 극단적으로 감사인으로부터 의견거절을 받게 되어 상장폐지로 이어지기 때문에 채권자는 부채탕감 등의 구조조정에 적극적으로 참여하게 된다.

셋째, 규제제도의 시행 이후 계속기업 불확실성 의견 표명가능성이 증대되는지를 분석한 연구들이 있다. 박주철과 이남우(2012)는 코스닥시장에서 부실감사에 대한 법률적·행정적 제재 강화 등의 결과로서 외부감사인의 감사의견이 이전보다 보수화되는 경향이 있기는 하나 그 정도가 유의적이지는 않음을 보였다. 반면에 박종성과 김성환(2013)에 따르면 증권집단소송제 도입 이후 감사인의 계속기업 불확실성 의견 표명가능성이 증대되는 것으로 나타났다. Feldmann and Read(2010)는 SOX(Sarbanes-Oxley Act) 시행 이후 감사인의 계속기업 불확실성 의견이 증가하여 감사의견이 보수화되는 경향이 있음을 보였다.

넷째, 감사인 변수와 계속기업 불확실성 의견을 다룬 해외연구 결과를 살펴보면, 미국 파산기업들을 대상으로 분석해 본 결과 산업별전문성을 가진 감사인일수록 계속기업 불확실성 의견을 표명하는 것으로 나타났고, 사업위험관련 감사방법론을 적용하는 감사인일수록 재무적 곤경에 대한 자구책 등을 실행한 기업들에게 계속기업 불확실성 의견을 덜 표명하는 것으로 나타났다(Bruynseels et al. 2011, Krishnan 2003).

3. 신용등급과 타인자본비용에 영향을 미치는 요인

신용등급 및 타인자본비용에 영향을 미치는 변수는 크게 (1) 재무상황 변수, (2) 지배구조 변수, (3) 주식시장 변수, (4) 감사인 변수 등으로 구분될 수 있다. 선행연구들에서 그동안 언급되었던 변수들 그리고 그 결과를 정리하면 <표 1>과 같다.

선행연구들에서 사용된 재무상황 관련 변수로는 기업규모, 기업연령, 유동비율, 부채비율, 매출액성장성, 총자산이익률, 이자보상비율, 영업현금흐름, 손실발생여부, 자본잠식여부, 유형자산비중 등이 있다. 이러한 재무상황 변수가 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향은 대부분의 연구에서 일관되게 나타나고 있다. 기업규모가 상대적으로 더 크고, 기업연령이 더 높을수록, 유동비율이 높을수록, 부채비율이 낮을수록, 매출액성장성·총자산이익률·영업현금흐름이 높을수록, 손실발생빈도가 낮을수록 유의적으로 신용등급이 높아지는 것으로 나타났다. 이자보상비율과 신용등급간의 유의한 양(+)의 관계는 김병호(2010)와 전영순 외(2006)에서 나타났다. 실무에서는 이러한 변수들 외에도 경쟁력과 관련된 기술력, 제품 포트폴리오 및 사업다각화 등의 사업항목, 총차입금/영업활동현금흐름 등 커버리지지표 등도 신용등급 평가 시 사용되고 있다.

주식시장 관련 변수들의 경우 코스닥기업일수록, 개별기업의 체계적위험인 베타가 클수록, 주식수익률의 변동성인 분산이 클수록 유의적으로 신용등급이 낮고, 베타가 클수록, 주식수익률의 분산이 클수록 타인자본비용이 높아지는 것으로 나타났다.

감사인변수로는 감사의견, 감사인 교체여부, 감사품질(Big4 vs. Non-Big4, 산업전문감사인), 감사시간 등의 변수가 선행연구들에서 사용되었다. 연구결과에 따르면 적정의견을 받은 기업일수록, 고품질 감사인으로부터 감사를 받은 기업일수록 신용등급이 높아지고 타인자본비용은 낮아지는 것으로 나타났다. 박종일 외(2011b)는 비상장기업을 대상으로 감사품질이 신용등급에 미치는 영향을 분석하였는데, 상장기업에 비하여 공시여건이 열악한 비상장기업들 중에서도 고품질 감사인을 선임한 기업들은 그렇지 않은 기업들에 비해 신용평가기관으로부터 추가적으로 더 높은 신용등급을 받는 것으로 나타났다. 또한, 전규안과 박종일(2014)에 따르면 비정상 감사시간이 클수록 신용등급이 높아지는 것으로 나타났다.

본 연구는 선행연구들에서 언급되었던 재무상황 변수 등을 통제한 후에도 계속기업 불확실성과 관련된 감사인의 판단이 신용등급 및 타인자본비용에 영향을 주는지 검토한다. 감사의견은 재무제표의 적정성에 대한 판단인 반면, 계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재는 미래의 불확

실성에 대한 감사인의 판단이라는 점에서 의미가 있다.

〈표 1〉 신용등급 및 타인자본비용에 영향을 미치는 변수들

변 수		박종일 · 윤소라 (2013)	전규안 · 박종일 (2014)	신재용 · 서정우 · 박종일 (2012)	박준령 · 김요환 (2012)
재무상황 변수	기업규모	- / -	- / (-)	(+) /	(+) / (-)
	기업연령	(+) / (+)	- / (+)	N/A	N/A
	유동비율	(+) / -	- / -	N/A	- / -
	부채비율	(-) / (+)	(-) / (+)	(-) /	(-) / -
	매출액성장성	(+) / -	(+) / -	N/A	N/A
	총자산이익률	N/A	(+) / (-)	(+) /	(+) / (-)
	이자보상비율	N/A	N/A	N/A	N/A
	영업현금흐름	(+) / (-)	N/A	N/A	(+) /
	손실발생여부	(-) / (+)	(-) /	(-) /	N/A
	자본잠식여부	(+) / (-)	(+) / (-)	N/A	N/A
	유형자산비중	N/A	N/A	N/A	- / (-)
주식시장 변수	코스닥/거래소여부	(-) / -	- / -	N/A	N/A
	체계적 위험 베타	(-) / -	- / (+)	(-) /	(-) / (+)
	주식수익률분산	(-) / (+)	(-) / (+)	(-) /	N/A
	감사의견	(-) / -	- / (+)	N/A	/ (-)
감사인 변수	감사인교체여부	(-) / -	- / -	N/A	N/A
	Big4감사인여부	(+) / -	- / (-)	- /	/ -
	산업전문감사인	N/A	N/A	N/A	N/A
	감사시간	N/A	(+) / -	N/A	N/A

주1) 신용등급에 미치는 영향 / 타인자본비용에 미치는 영향

주2) 유의하게 양의 영향을 미친 경우 (+), 유의하게 음의 영향을 미친 경우 (-), 유의성이 없는 것으로 나타난 경우 -, 해당 변수가 연구에 사용되지 않은 경우 N/A로 표시

III. 연구모형 및 표본

1. 연구모형

본 연구의 목적은 계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재가 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 이러한 연구목적을 달성하기 위해 다음과 같은 연구모형을 설정

한다. 종속변수 및 통제변수는 수준변수(level)와 변화변수(change) 두 가지로 측정하였다. 수준변수는 특정시점에서 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업과 받지 않은 기업 간에 신용등급 및 타인자본비용이 차이가 있는지를 보여준다. 반면, 변화변수는 계속기업 불확실성 의견을 받기 전후 신용등급 및 타인자본비용의 변화를 보여줌으로써 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 효과를 좀 더 정확하게 포착하게 해준다.

$$\begin{aligned} SCORE_{t+1}(COD_{t+1}) = & \beta_0 + \beta_1 GC_t + \beta_2 BANKRUPTCY_{t+1} + \beta_3 AUDITOR_t \\ & + \beta_4 LNASSET_t + \beta_5 LIQ_t + \beta_6 DEBT_t + \beta_7 PPE_t \\ & + \beta_8 CFO_t + \beta_9 LOSS_t + \beta_{10} ROA_t + \beta_{11} BTM_t \\ & + \beta_{12} BETA_t + \beta_{13} VOLATILITY_t + \Sigma YD + \Sigma ID + \epsilon_t \quad (1) \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \Delta SCORE_{t+1}(\Delta COD_{t+1}) = & \beta_0 + \beta_1 GC_t + \beta_2 BANKRUPTCY_{t+1} + \beta_3 DOWNWARD_t \\ & + \beta_4 UPWARD_t + \beta_5 \Delta LNASSET_t + \beta_6 \Delta LIQ_t \\ & + \beta_7 \Delta DEBT_t + \beta_8 \Delta PPE_t + \beta_9 \Delta CFO_t + \beta_{10} \Delta LOSS_t \\ & + \beta_{11} \Delta ROA_t + \beta_{12} \Delta BTM_t + \beta_{13} \Delta BETA_t \\ & + \beta_{14} \Delta VOLATILITY_t + \Sigma YD + \Sigma ID + \epsilon_t \quad (2) \end{aligned}$$

식 (1)에서,

$SCORE_{t+1}$	= t+1년도 회사채 신용등급으로, 가장 높은 AAA등급은 20으로, 가장 낮은 D 등급은 1로 환산
COD_{t+1}	= t+1년도 타인자본비용 (이자비용/이자지급부채)
GC_t	= t년도 계속기업 불확실성 의견을 받았을 경우 1, 아니면 0
$BANKRUPTCY_{t+1}$	= t+1년도 관리종목으로 지정되었거나, 상장폐지되었거나, 워크아웃을 신청한 기업이면 1, 아니면 0
$AUDITOR_t$	= t년도 감사인이 Big4 법인이면 1, 아니면 0
$LNASSET_t$	= t년도 ln(총자산)
LIQ_t	= t년도 유동비율 (유동자산/유동부채)
$DEBT_t$	= t년도 부채비율 (총부채/총자산)
PPE_t	= t년도 유형자산 (유형자산/총자산)
CFO_t	= t년도 영업현금흐름 (영업현금흐름/총자산)
$LOSS_t$	= t년도 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0
ROA_t	= t년도 총자산이익률 (당기순이익/총자산)
BTM_t	= t년도 Book-to-Market비율(자기자본/시가총액)
$BETA_t$	= t년도 주식 베타
$VOLATILITY_t$	= t년도 주식 수익률 변동성
YD	= 연도더미
ID	= 산업더미
ϵ_t	= 잔차항

식 (2)에서,

Δ 는 각 변수별로 당기에서 전기 값을 차감한 것임.

$DOWNWARD_i$ = 감사인을 Big4 감사인에서 Non-big4 감사인으로 교체했으면 1, 아니면 0

$UPWARD_i$ = 감사인을 Non-big4 감사인에서 Big4 감사인으로 교체했으면 1, 아니면 0

$\Delta LOSS$ = 손실로 전환된 경우 1, 아니면 0

편의상 i 기업에 대한 아래첨자는 생략함.

가. 종속변수

본 연구모형에서 종속변수는 신용등급(SCORE)과 타인자본비용(COD)이다. 본 연구에 사용된 신용등급은 회사채 신용등급으로, 최고등급 AAA등급부터 최저등급인 D등급까지 20개 등급으로 구분되어 있다. 해석의 편의를 위하여 가장 높은 등급인 AAA를 20으로, 가장 낮은 등급인 D를 1로 환산하여 SCORE 변수를 계산하였다.

신용등급의 경우, 연속형 변수가 아니기 때문에 일반적인 선형회귀분석이 적합하지 않다. 선행연구들은 신용등급처럼 서열이 정해져있는 범주형 변수인 경우 Ordered probit 또는 Ordered logit 분석을 사용하는데(Kraft 2009, Walid et al. 2013), Ordered probit 모형이 Ordered logit 모형에 비해 개선된 모형으로 평가된다(박종일과 윤소라 2013). 이러한 이유로 본 연구에서도 종속변수가 신용등급인 경우 Ordered probit 분석을 실시한다.

다른 종속변수인 타인자본비용은 선행연구들(Fortin and Pittman 2007, 박종일 외 2011a 등)과 유사하게 금융비용을 이자지급부채로 나누어 측정한다. 타인자본비용은 신용등급과는 달리 연속형 변수이므로 타인자본비용을 종속변수로 한 분석에서는 최소자승(OLS) 회귀분석을 사용한다.

나. 독립변수

본 연구에서 독립변수는 계속기업 불확실성 의견(GC)⁴⁾으로, 감사의견은 적정이지만 ‘계속기업으로서의 존속가능성이 의문시 된다’는 내용이 특기사항에 포함된 경우 1, 아니면 0의 값으로 측정된다. 비록 감사의견은 적정의견을 받았다 할지라도 계속기업 불확실성 관련 사항이 특기사항으로 기재된 경우, 투자자 및 채권자들은 해당 기업에 대해 부정적으로 반응할 것으로 기대된다. 따라서 계속기업 불확실성 의견 이후 해당기업의 신용등급은 하락하고 타인자본비용은 상승할 것으로 예측된다.

다. 통제변수

본 연구의 실험표본은 감사의견은 적정의견이나 계속기업 불확실성 관련 내용이 특기사항에

4) 본 연구에서 계속기업 불확실성 의견(GC)이라 함은 감사의견은 적정의견이나 특기사항에 계속기업으로서의 존속가능성이 의문시된다는 내용이 포함된 경우를 말한다.

포함된 기업들이다. 계속기업 불확실성 의견을 받았다는 것은 그만큼 파산가능성이 높음을 의미하며, 실제로 계속기업 불확실성 의견을 받은 그 다음해에 파산하는 기업들이 많다. 기업이 파산하게 되면 신용등급이 하향조정되고 타인자본비용이 상승하는 것은 당연한 것이다. 본 연구는 계속기업 불확실성 의견이 그 다음 연도 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하는 것인데, 만약 계속기업 불확실성 의견을 받은 다음 연도 중간에 파산하였다면 연말기준으로 측정된 신용등급 및 타인자본비용은 파산에 의해 상당한 영향을 받을 수밖에 없다. 따라서 본 연구 표본의 특성상 파산여부를 통제변수로 추가하는 것이 필요하다. 본 연구에서 파산여부 변수(*BANKRUPTCY*)는 $t+1$ 기 중에 관리종목으로 지정되거나 워크아웃 신청을 한 경우 1, 아니면 0의 값으로 측정된다.

나머지 통제변수들은 선행연구 및 실무에서 적용되는 변수들을 참고하여 선정되었는데 (Cheng and Subramanyam 2008, 박종일과 윤소라 2013, 김성환과 김태동 2014 등), 감사인 (*AUDITOR*), 총자산(*LNASSET*), 유동비율(*LIQ*), 부채비율(*DEBT*), 담보가능유형자산(*PPE*), 장부가액 대 시장가치비율(*BTM*), 총자산이익률(*ROA*), 베타(*BETA*), 변동성(*VOLATILITY*) 등이다.

AUDITOR 변수는 당해 연도의 감사인이 Big4이면 1, 아니면 0의 값을 부여하였다. *AUDITOR* 변수의 경우 감사품질을 나타내는 변수로서 오랫동안 선행연구에서 사용되어 왔다. 감사품질은 재무제표의 신뢰성과 직결되는 것으로, *AUDITOR* 변수와 신용등급과는 양(+)의 관계를 보일 것으로 예상된다. 기업의 규모를 나타내는 총자산(*LNASSET*) 변수는 다른 통제변수로 설명되지 않는 효과들 중 기업의 규모로 인한 효과를 통제하기 위해 추가하였다. 규모가 클수록 기업이 안정적이라는 선행연구의 결과에 따라 신용등급과 *LNASSET* 변수는 양(+)의 관계를 예상할 수 있다. 기업의 유동성 및 위험을 나타내는 지표로서 유동비율(*LIQ*)과 부채비율(*DEBT*)을 사용하였다. 기업의 단기 안정성을 반영하는 지표인 유동비율(*LIQ*) 변수는 신용등급과 양(+)의 관계를 보일 것으로 예상되며, 장기 안정성을 반영하는 부채비율(*DEBT*)은 신용등급과 음(-)의 관계를 가질 것으로 예측된다(Kaplan and Urwitz 1979). 기업의 수익성을 나타내는 지표인 총자산이익률(*ROA*)과 영업현금흐름(*CFO*)은 신용등급과 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. Francis et al.(2005)과 Bhojraj and Sengupta(2003)에 따라 추가된 주가 관련 변수인 베타(*BETA*)와 주가수익률 변동성(*VOLATILITY*)은 신용등급과 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 다만, 성장성을 나타내는 Book-to-Market 비율(*BTM*)은 선행연구와 마찬가지로 부호를 예측하지 않기로 한다. *BTM*비율이 높을수록 해당 기업의 주식은 저평가되었다고 보는데, 성장성이 높은 기업은 또한 위험도 높은 것으로 해석할 수 있기 때문에(Bhojraj and Sengupta 2003) 신용등급에 미치는 영향을 판단하기가 다소 어려운 측면이 있다. 실제로 Cheng and Subramanyam(2008)은 *BTM* 비율이 신용등급에 부정적인 영향을 미친다는 선행연구(Bhojraj and Sengupta 2003) 결과를 언급하는 동시에, 높은 *BTM*은 높은 성장기회를 의미하여 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 판단하여 *BTM*이 신용등급에 미치는 영향을 별도로 예측하지 않았다(실제 결과는 유

의하지 않은 것으로 나타났다).

이상 신용등급에 대한 통제변수들의 부호 예측은 타인자본비용의 경우 반대 방향으로 예측 가능하다. 재무건전성이 높은 기업일수록 신용등급은 높아질 것이며, 타인자본비용은 낮아질 것이기 때문이다.

2. 표 본

본 연구는 2000년~2013년 기간 동안 유가증권시장 및 코스닥 시장에 상장된 기업 중에서 다음 조건을 충족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 비금융업
- (2) 12월 결산기업
- (3) 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)에서 감사보고서를 입수할 수 있는 기업
- (4) 적정의견을 받은 기업
- (5) 계속기업 불확실성 의견을 연속적으로 받지 않은 기업
- (6) TS2000, FN-GUIDE DB에서 재무자료 및 신용등급 자료 등을 입수할 수 있는 기업

금융업의 경우 재무제표의 양식과 계정과목이 비금융업과 다르기 때문에 표본에서 제외되었으며, 표본의 동질성을 확보하기 위하여 12월 결산법인으로 한정하였다. 본 연구는 계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재여부를 전자공시시스템에 공시된 감사보고서를 검토하여 수집하였다. 이 때 어느 기업이 연속적으로 계속기업 불확실성 관련 의견을 받았으면 첫 번째 연도만 남기고 나머지 연도는 표본에서 제외하였는데, 그 이유는 본 연구가 종속변수 및 독립변수를 수준(level) 뿐만 아니라 변화(change)로도 측정하고 있기 때문이다. 계속기업 불확실성 의견을 연속적으로 받은 경우 첫째에는 계속기업 불확실성 의견이 신용등급 및 타인자본비용의 변동에 미치는 효과를 파악할 수 있지만 그 다음연도부터는 파악하기 어렵기 때문에 최초 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업-연도로 표본을 제한하였다. 다만, 계속기업 불확실성 의견을 받은 이후 3년 연속 적정의견(계속기업 불확실성 특기사항 포함 안 됨)을 받다가 다시 계속기업 불확실성 의견을 받은 경우에는 최초 계속기업 불확실성 의견을 받은 것으로 간주하여 표본에 포함시켰다. 적정의견을 받은 기업으로 표본을 한정한 이유는 본 연구의 목적이 특기사항 기재와 관련된 감사인의 판단이 채권시장에 미치는 영향을 분석하는 것이기 때문이다.

위 조건에 따라 수집된 최초 표본 수는 18,975개 기업-연도이다. 신용등급 표본의 경우, 신용등급이 존재하지 않는 14,570개 기업-연도와 결측치 및 극단치인 433개 기업-연도가 제거되어 분석에 사용된 최종 표본 수는 3,972개 기업-연도이다. 타인자본비용 표본에서는 타인자본비용이 존재하지 않는 3,179개 기업-연도와 결측치 및 극단치인 3,109개 기업-연도가 제거되어 분석에 사용된 최종 표본 수는 12,687개 기업-연도이다.

〈표 2〉 표본추출과정 요약

(단위 : 기업-연도)

표본추출과정	신용등급			타인자본비용		
	실험표본	통제표본	합계	실험표본	통제표본	합계
최초 표본 수	480	18,495	18,975	480	18,495	18,975
신용등급 또는 타인자본비용이 존재하지 않는 표본 수	(382)	(14,188)	(14,570)	(84)	(3,095)	(3,179)
결측치 및 극단치	(41)	(392)	(433)	(183)	(2,926)	(3,109)
분석에 사용된 최종 표본 수	57	3,915	3,972	213	12,474	12,687

주) 실험표본 : 계속기업 불확실성 의견을 받은 표본

통제표본 : 계속기업 불확실성 의견을 받지 않은 표본

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

〈표 3〉은 실증분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 보여준다.

〈표 3〉 기술통계량

variables	Panel A : 신용등급 검증 표본 기술통계량(N=3,972)				
	mean	median	s.d	max	min
$SCORE_{t+1}$	11.767	12	3.887	20	1
GC_t	0.014	0	0.119	1	0
$BANKRUPTCY_{t+1}$	0.011	0	0.102	1	0
$AUDITOR_t$	0.624	1	0.484	1	0
$LNASSET_t$	19.807	19.562	1.632	24.757	15.998
LIQ_t	1.412	1.196	0.958	9.278	0.004
$DEBT_t$	0.503	0.513	0.176	1.054	0.025
PPE_t	0.331	0.325	0.192	0.911	0.000
CFO_t	0.046	0.045	0.085	0.352	0.255
$LOSS_t$	0.211	0	0.408	1	0
ROA_t	0.020	0.029	0.084	0.364	0.473
BTM_t	1.640	1.266	1.280	7.119	0.360
$BETA_t$	0.828	0.826	0.399	2.069	0.415
$VOLATILITY_t$	0.560	0.523	0.217	2.284	0.000

〈표 3〉 기술통계량 (계속)

variable	Panel B : 타인자본비용 검증 표본 기술통계량(N=12,687)				
	mean	median	s.d	max	min
COD_{t+1}	0.065	0.057	0.040	0.311	0.000
GC_t	0.017	0	0.129	1	0
$BANKRUPTCY_{t+1}$	0.012	0	0.110	1	0
$AUDITOR_t$	0.466	0	0.499	1	0
$LNASSET_t$	18.564	18.330	1.321	22.959	15.378
LIQ_t	1.949	1.434	1.745	15.567	0.004
$DEBT_t$	0.454	0.456	0.183	1.059	0.010
PPE_t	0.305	0.291	0.185	0.869	0.000
CFO_t	0.037	0.038	0.094	0.396	0.336
$LOSS_t$	0.256	0	0.437	1	0
ROA_t	0.009	0.029	0.113	0.657	0.691
BTM_t	1.483	1.174	1.141	7.281	1.623
$BETA_t$	0.793	0.800	0.446	2.193	0.538
$VOLATILITY_t$	0.628	0.598	0.247	2.115	0.000

주1) $SCORE_{t+1}$ =t+1년도 회사채 신용등급으로, 가장 높은 AAA등급은 20으로, 가장 낮은 D등급은 1로 환산, COD_{t+1} =t+1년도 타인자본비용 (이자비용/이자지급부채), GC_t =t년도 계속기업 불확실성 의견을 받았을 경우 1, 아니면 0, $BANKRUPTCY_{t+1}$ =t+1년도 관리종목으로 지정되었거나, 상장폐지되었거나, 워크아웃을 신청한 기업이면 1, 아니면 0, $AUDITOR_t$ =t년도 감사인이 Big4 법인이면 1, 아니면 0, $LNASSET_t$ =t년도 ln(총자산), LIQ_t =t년도 유동비율 (유동자산/유동부채), $DEBT_t$ =t년도 부채비율 (총부채/총자산), PPE_t =t년도 유형자산 (유형자산/총자산), CFO_t =t년도 영업현금흐름 (영업현금흐름/총자산), $LOSS_t$ =t년도 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0, ROA_t =t년도 총자산이익률 (당기순이익/총자산), BTM_t =t년도 Book-to-Market비율(자기자본/시가총액), $BETA_t$ =t년도 주식 베타, $VOLATILITY_t$ =t년도 주식 수익률 변동성

주2) 분석기간은 2000-2012년

주3) 모든 변수는 결측치 및 평균 $\pm 3\sigma$ 범위를 초과하는 극단치를 제거함

Panel A는 종속변수가 $SCORE$ 인 경우를, Panel B는 COD 인 경우를 각각 나타낸다. 본 연구에서는 극단치를 제거하기 위하여 평균 $\pm 3\sigma$ 범위를 초과하는 극단치를 제거하였다. 앞서 제시한 바와 같이, 표본 선정 시 조건을 모두 만족하는 표본 중 결측치 및 극단치를 제거한 최종 표본의 수는 신용등급과 타인자본비용 표본이 각각 3,972개 기업-연도 및 12,687개 기업-연도이다.

종속변수의 기술통계량을 먼저 살펴본 결과, 신용등급의 평균은 11.761, 중위수는 12로 신용등급의 평균($\sum_{i=1}^{20}/20 = 10.5$)보다는 다소 높은 수준을 보였다. 타인자본비용의 평균과 중위수는 각각 0.065, 0.057이었다. 관심변수인 GC 의 기술통계량을 보면 평균은 신용등급 검증 표본 및 타인자본비용 검증 표본에서 각각 0.014(0.017)이고, 중위수는 0(0)인 것으로 나타났다. 통제변수

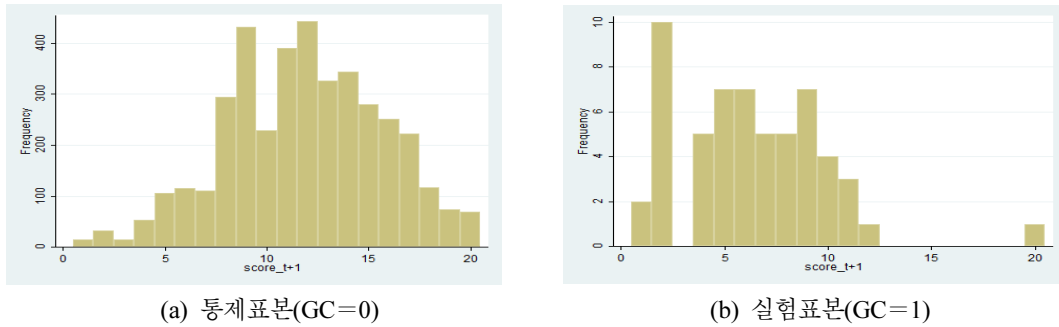
의 기술통계량을 살펴보면, *SCORE* 검증 표본과 *COD* 검증 표본 대부분의 통제변수들이 차이의 정도는 다르지만 평균과 중위수가 크게 다르지 않음을 알 수 있다. Panel A를 중심으로 주요 통제변수들의 기술통계량을 보면, *LNASSET*은 최소값과 최대값이 각각 15.998, 24.757로 나타났다. 자연로그를 취했음에도 현저한 차이를 보이고 있다. *DEBT*는 평균이 중위수보다 낮은 값을 보이고 있다(0.503, 0.513). *SCORE*, *AUDITOR*, *ROA*도 이러한 패턴을 보이고 있는데, 표본 내에 해당 변수의 값이 매우 낮은 표본이 존재함을 의미한다.

<표 4>와 <그림 1>은 통제표본(GC=0)과 실험표본(GC=1)의 신용등급 분포를 나타낸 것이다. 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업-연도와 그렇지 않은 기업-연도로 나누어 신용등급의 분포를 비교한 결과, 통제표본이 B-등급에서 AAA등급까지 비교적 고른 분포를 보이고 있는 반면, 실험표본은 보다 낮은 등급에 몰려있는 것을 관찰할 수 있다.

〈표 4〉 통제표본(GC=0)과 실험표본(GC=1)의 신용등급 분포

신용등급	환산점수	표본 수(통제표본)	표본 수(실험표본)
D	1	15	2
C	2	33	10
CC	3	15	0
CCC	4	53	5
B-	5	105	7
B	6	115	7
B+	7	110	5
BB-	8	294	5
BB	9	431	7
BB+	10	228	4
BBB-	11	390	3
BBB	12	443	1
BBB+	13	326	0
A-	14	344	0
A	15	280	0
A+	16	251	0
AA-	17	222	0
AA	18	117	0
AA+	19	74	0
AAA	20	69	1
합 계		3,915	57
		3,972	

〈그림 1〉 통제표본(GC=0)과 실험표본(GC=1)의 신용등급 분포



<표 5>는 통제표본(GC=0)과 실험표본(GC=1)의 타인자본비용 기술통계량을 나타낸 것이다. 통제표본의 타인자본비용 평균은 0.0644, 실험표본의 타인자본비용 평균은 0.1062로 실험표본의 평균이 더 높으며, 중위수 또한 실험표본에서 더 큰 것으로 나타났다. 이상의 통제표본과 실험표본 비교 결과에서 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업들은 대체로 낮은 신용등급과, 평균적으로 더 높은 타인자본비용을 갖는 것을 확인할 수 있다.

〈표 5〉 통제표본(GC=0)과 실험표본(GC=1)의 타인자본비용 기술통계량

variable	Panel A : 통제표본(GC=0)의 타인자본비용 기술통계량(N=12,474)				
	mean	median	s.d	max	min
COD_{t+1}	0.0644	0.0565	0.0392	0.3109	0.0000
variable	Panel B : 실험표본(GC=1)의 타인자본비용 기술통계량(N=213)				
	mean	median	s.d	max	min
COD_{t+1}	0.1062	0.0941	0.0536	0.3080	0.0061

2. 상관관계 분석

<표 6>과 <표 7>은 상관관계 분석 결과를 보여준다. <표 6>은 신용등급 검증 표본의 상관관계 분석결과이며, <표 7>은 타인자본비용 검증 표본의 상관관계 분석결과이다.

<표 6>에서 종속변수 $SCORE$ 와 독립변수들과의 관계를 보면 $BETA$ 를 제외한 모든 변수에서 유의한 상관관계가 있음을 알 수 있다. 특히 주요 관심변수인 GC 의 경우 유의한 음(-)의 상관성을 보이고 있다. GC 외에도 $BANKRUPTCY$, $DEBT$, $LOSS$, BTM , $VOLATILITY$ 가 신용등급과 유의한 음(-)의 상관성을 보이고 있다. 계속기업 불확실성 의견을 받고, 부채비율이 높을수록, 손실이 발생한 경우, 장부가 대 시장가치 비율이 높을수록(성장성이 높을수록), 주가수익률 변동성이 높을수록, 신용등급이 산정된 연도에 파산한 기업일수록 신용등급이 낮은 것으로 나타났다.

〈표 6〉 상관관계 분석(신용등급 검증 표본)

	SCORE	GC	BANKRUPTCY	AUDITOR	LNASSET	LIQ	DEBT	PPE	CFO	LOSS	ROA	BTM	BETA	VOLATILITY
SCORE	1													
GC	-0.1682 0.0000	1												
BANKRUPTCY	-0.1255 0.0000	0.1945 0.0000	1											
AUDITOR	0.3430 0.0000	-0.0244 0.1237	0.0039 0.8036	1										
LNASSET	0.7193 0.0000	-0.0717 0.0000	-0.0324 0.0409	0.3756 0.0000	1									
LIQ	-0.0357 0.0243	-0.0589 0.0002	-0.0337 0.0335	-0.0887 0.0000	-0.2286 0.0000	1								
DEBT	-0.2012 0.0000	0.1800 0.0000	0.0859 0.0000	-0.0164 0.3019	0.1231 0.0000	-0.5477 0.0000	1							
PPE	0.0946 0.0000	0.0217 0.1709	0.0151 0.3408	0.0130 0.4122	0.1668 0.0000	-0.2796 0.0000	0.1395 0.0000	1						
CFO	0.3173 0.0000	-0.1006 0.0000	-0.0558 0.0004	0.0974 0.0000	0.2151 0.0000	0.0149 0.3466	-0.1559 0.0000	0.1847 0.0000	1					
LOSS	-0.3598 0.0000	0.1818 0.0000	0.0734 0.0000	-0.0663 0.0000	-0.2033 0.0000	-0.0763 0.0000	0.2423 0.0000	0.0208 0.1905	-0.2968 0.0000	1				
ROA	0.4109 0.0000	-0.2852 0.0000	-0.1198 0.0000	0.1232 0.0000	0.2532 0.0000	0.1402 0.0000	-0.3150 0.0000	-0.0061 0.6993	0.4091 0.0000	-0.7127 0.0000	1			
BTM	-0.0968 0.0000	-0.0392 0.0135	0.0000 0.9996	-0.2031 0.0000	-0.0344 0.0301	-0.0850 0.0000	0.0221 0.1645	0.1334 0.0000	-0.0623 0.0001	-0.0061 0.7026	-0.0606 0.0001	1		
BETA	-0.0087 0.5857	-0.0015 0.9232	-0.0108 0.4953	0.1278 0.0000	0.2098 0.0000	-0.0520 0.0010	0.1319 0.0000	-0.0922 0.0000	-0.0741 0.0000	0.0956 0.0000	-0.0680 0.0000	-0.2434 0.0000	1	
VOLATILITY	-0.4397 0.0000	0.1211 0.0000	0.0536 0.0007	-0.2306 0.0000	-0.3228 0.0000	-0.0236 0.1377	0.2105 0.0000	-0.0674 0.0000	-0.2274 0.0000	0.2457 0.0000	-0.2828 0.0000	-0.0607 0.0001	0.3060 0.0000	1

〈표 7〉 상관관계 분석(타인자본비용 검증 표본)

	COD	GC	BANKRUPTCY	AUDITOR	LNASSET	LIQ	DEBT	PPE	CFO	LOSS	ROA	BTM	BETA	VOLATILITY
COD	1													
GC	0.1346 0.0000	1												
BANKRUPTCY	0.0774 0.0000	0.1586 0.0000	1											
AUDITOR	-0.0723 0.0000	-0.0162 0.0674	-0.0032 0.7226	1										
LNASSET	-0.0587 0.0000	-0.0612 0.0000	-0.0323 0.0003	0.3314 0.0000	1									
LIQ	-0.0759 0.0000	-0.0521 0.0000	-0.0408 0.0000	-0.0702 0.0000	-0.2594 0.0000	1								
DEBT	0.2008 0.0000	0.1776 0.0000	0.0974 0.0000	0.0139 0.1180	0.1995 0.0000	-0.5878 0.0000	1							
PPE	-0.0732 0.0000	0.0025 0.7763	-0.0117 0.1891	0.0172 0.0526	0.1683 0.0000	-0.2655 0.0000	0.1663 0.0000	1						
CFO	-0.1087 0.0000	-0.1311 0.0000	-0.0673 0.0000	0.0664 0.0000	0.1328 0.0000	0.0212 0.0170	-0.1256 0.0000	0.1658 0.0000	1					
LOSS	0.2031 0.0000	0.1917 0.0000	0.1056 0.0000	-0.0549 0.0000	-0.1881 0.0000	-0.0483 0.0000	0.2018 0.0000	-0.0497 0.0000	-0.3340 0.0000	1				
ROA	-0.2381 0.0000	-0.2988 0.0000	-0.1471 0.0000	0.0803 0.0000	0.2050 0.0000	0.0891 0.0000	-0.2486 0.0000	0.0662 0.0000	0.4026 0.0000	-0.7079 0.0000	1			
BTM	0.0217 0.0145	-0.0466 0.0000	-0.0230 0.0094	-0.0660 0.0000	0.1758 0.0000	-0.0990 0.0000	-0.0037 0.6789	0.1736 0.0000	-0.0092 0.3002	-0.0547 0.0000	0.0311 0.0005	1		
BETA	0.0316 0.0004	-0.0124 0.1637	-0.0154 0.0824	0.0829 0.0000	0.1283 0.0000	0.0136 0.1266	0.0276 0.0019	-0.0979 0.0000	-0.0428 0.0000	0.0657 0.0000	-0.0272 0.0022	-0.2410 0.0000	1	
VOLATILITY	0.1832 0.0000	0.1040 0.0000	0.0565 0.0000	-0.1908 0.0000	-0.3566 0.0000	0.0491 0.0000	0.1058 0.0000	-0.0892 0.0000	-0.1885 0.0000	0.2106 0.0000	-0.2307 0.0000	-0.1583 0.0000	0.2856 0.0000	1

이와 반대로, *AUDITOR*, *LNASSET*, *PPE*, *CFO*, *ROA*는 신용등급과 유의한 양(+)의 상관성을 보였다. 감사인이 Big4인 경우, 유형자산이 클수록, 영업현금흐름 수준이 높을수록, 총자산이익률이 높을수록 신용등급이 높은 것으로 나타났다.

종속변수 *COD*와 독립변수들 간의 상관관계는 <표 7>에 제시되어 있는데, 주요 관심변수인 *GC*는 *COD*와 유의한 양(+)의 상관성을 보인다. *GC*와 함께 *COD*에 대하여 양(+)의 상관성을 가지는 변수들은 *BANKRUPTCY*, *DEBT*, *LOSS*, *BTM*, *BETA*, *VOLATILITY*로, 모두 유의한 상관성을 가진다. 대출이자율 산정 전에 계속기업 불확실성 의견을 받고, 부채비율이 높으며, 손실을 기록했을수록, 장부가 대 시장가치의 비율이 높을수록, 베타와 주가수익률의 변동성이 클수록, 그리고 대출이자율 산정 연도에 파산한 기업일수록 대출이자율은 높은 것으로 나타났다. 이와 반대로 *AUDITOR*, *LNASSET*, *LIQ*, *PPE*, *CFO*, *ROA*는 *COD*와 유의한 음(-)의 상관성을 보이고 있다.

3. 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향 분석 (수준변수)

<표 8>은 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 앞서 제시된 바와 같이, 종속변수가 신용등급과 같은 서열화된 변수인 경우에는 Ordered probit 분석이 적절한 분석방법으로 쓰인다. 따라서 본 연구에서도 종속변수가 신용등급인 경우에는 Ordered probit 분석을, 타인자본비용인 경우에는 OLS 회귀분석을 실시하고 그 결과를 보고하였다.⁵⁾

먼저 신용등급을 종속변수로 한 분석결과를 살펴보면 관심변수인 계속기업 불확실성 의견(*GC*)이 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 이는 다른 재무상황 등을 통제한 후에도 계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재가 신용등급에 부정적인 영향을 미치고 있음을 보여준다. *GC* 변수 외에도 파산여부(*BANKRUPTCY*), 부채비율(*DEBT*), 손실 발생 유무(*LOSS*), 베타(*BETA*), 성장성(*BTM*)⁶⁾, 주식수익률의 변동성(*VOLATILITY*) 등이 신용등급에 부정적인 영향을 미치는 것

5) 분석모형에 계속기업 불확실성 의견 여부가 포함되었을 때와 제외되었을 때의 설명력을 비교하면, 신용등급 검증모형의 경우 Pseudo R²값이 0.0002만큼 증가(0.2330 → 0.2332)하였고 타인자본비용 검증 모형에서는 R²값이 0.0024만큼 증가(0.1448 → 0.1472. 단, 본문에서 보고한 수정 R² 기준으로는 0.1423 → 0.1446)하였다. 타인자본비용 검증모형의 Vuong test 결과는 다음과 같다.

구 분	GC 변수 포함	GC 변수 제외
R ²	0.1472	0.1448
Vuong Z 통계량	2.0007**	

** : 5% 수준에서 유의함.

6) Bhojraj and Sengupta(2003)에서도 본 연구와 마찬가지로 *BTM*이 신용등급에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으나, Cheng and Subramanyam(2008)은 *BTM*은 높은 성장기회의 대응치로서 신용등급에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으므로 *BTM*이 신용등급에 미치는 영향을 한쪽방향으로 단정하기는 어렵다고 주장한다.

으로 나타났다. Big4 감사인(AUDITOR), 기업 규모(LNASSET), 영업현금흐름(CFO) 변수 등은 신용등급에 긍정적인 영향을 미치고 있는데, 이러한 분석결과는 선행연구들의 결과와 대부분 일치한다.

〈표 8〉 계속기업 불확실성 의견이 신용등급(SCORE) 및 타인자본비용(COD)의 수준에 미치는 영향 분석

Variables	SCORE (N=3,972)	COD (N=12,687)
GC	-0.2910 (-2.01)**	0.0162 (5.96)***
BANKRUPTCY	-1.0159 (-6.22)***	0.0102 (3.34)***
AUDITOR	0.2053 (5.27)***	-0.0016 (-2.2)
LNASSET	0.8235 (48.69)***	0.0000 (0.1)
LIQ	-0.0326 (-1.46)	0.0001 (0.26)
DEBT	-2.5246 (-18.95)***	0.0337 (13.75)***
PPE	-0.1940 (-1.83)*	-0.0179 (-8.55)***
CFO	0.5521 (2.45)**	0.0087 (2.22)**
LOSS	-0.3295 (-5.72)***	0.0064 (5.89)***
ROA	0.3741 (1.22)	-0.0401 (-9.02)***
BTM	-0.2463 (-15.46)***	0.0016 (4.79)***
BETA	-0.4282 (-8.42)***	0.0009 (0.93)
VOLATILITY	-1.2931 (-12.25)***	0.0078 (4.33)***
상수	—	0.1144 (4.24)***
ΣYD	포함	포함
ΣID	포함	포함
Pseudo R ² (Adjusted R ²)	0.2332	0.1446

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

타인자본비용을 종속변수로 한 분석에서 관심변수인 계속기업 불확실성 의견(GC)은 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 이러한 분석결과는 계속기업 불확실성 관련 특기사항이 포함된 기업일수록 타인자본비용이 유의하게 높다는 것을 의미한다. GC 변수 이외에도 파산여부(BANKRUPTCY), 부채비율(DEBT), 손실 발생 유무(LOSS), 성장성(BTM), 주식수익률의 변동성(VOLATILITY) 등이 타인자본비용에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 유형자산(PPE)이 클수록 총자산이익률(ROA)이 높을수록 타인자본비용은 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 신용등급을 종속변수로 한 분석과 의미상 일치하는 결과이다.

지금까지 우리는 수준변수 분석을 통해 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 부정적인 영향을 미침을 보여주었다. 그러나 이러한 분석 결과는 계속기업 불확실성 의견의 효과일수도 있지만 표본의 근원적인 차이에 기인할 수도 있다. 다시 말해 계속기업 표본이 원래부터 신용등급이 낮고 타인자본비용이 높은 기업이기 때문에 이러한 결과가 나타났을 수도 있다는 것이다. 물론 다른 재무상황을 통제하기는 했지만 근원적인 표본의 특성 차이가 완벽하게 통제되었다고 보장할 수 없다.

계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 효과를 좀 더 정확하게 포착하는 방법은 계속기업 불확실성 의견을 받은 후 신용등급 및 타인자본비용의 변화를 검토하는 것이다. 즉, 계속기업 불확실성 의견을 받은 후 그 전에 비해 신용등급이 유의적으로 하락하였는지 그리고 타인자본비용이 유의적으로 증가하였는지를 확인하는 것이다. 이에 다음 절에서는 종속변수의 측정을 수준이 아닌 변화량으로 측정하여 계속기업 불확실성 의견의 효과를 검증하고자 한다.

4. 계속기업 불확실성 의견 전후 신용등급 및 타인자본비용 변화 분석 (단변량 분석)

<표 9>는 계속기업 불확실성 의견을 받은 표본만을 대상으로 계속기업 불확실성 의견을 받기 전후 신용등급 및 타인자본비용이 차이를 보이는지 분석한 것이다. 분석 결과, 계속기업 불확실성 의견을 받은 이후 신용등급은 그 이전에 비해 유의적으로 낮아졌으며, 타인자본비용은 유의적으로 증가하는 것으로 나타났다. 그러나 이러한 분석 결과는 다른 재무상황의 변화가 통제되지 않은 것이기 때문에 계속기업 불확실성 의견의 효과라고 단정하기 어렵다. 따라서 본 연구에서는 변화변수에 대한 다변량 분석을 통해 계속기업 불확실성 의견이 신용등급 및 타인자본비용의 변화에 미치는 영향을 검토하고자 한다.

〈표 9〉 계속기업 불확실성 의견 전후 신용등급 및 타인자본비용 차이 분석

표본(GC=1)	t	t+1	차이분석	
			(t값)	(z값)
신용등급 검증 표본(N=80)	6.350	5.925	-1.9856*	-2.036**
타인자본비용 검증 표본(N=326)	0.103	0.136	4.6152***	-5.649***

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

주2) t값은 t-검정 결과이고, z값은 윌콕슨 부호순위 검정 결과임.

5. 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용의 변화에 미치는 영향 (다변량 분석)

<표 10>은 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용의 변화에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 종속변수인 신용등급(SCORE)과 타인자본비용(COD), 그리고 계속기업 불확실성 의견(GC) 변수와 파산더미(BANKRUPTCY) 변수를 제외한 나머지 통제변수들은 모두 변화량으로 측정되었다. 감사인 변수(AUDITOR)는 감사인 교체 방향에 따라 하향교체(DOWNWARD ; Big4 감사인에서 Non-big4 감사인으로 교체하면 1, 아니면 0), 상향교체(UPWARD ; Non-big4 감사인에서 Big4 감사인으로 교체하면 1, 아니면 0)로 나누어 측정하였다. 많은 선행연구들은 Big4 감사인의 감사품질이 Non-big4 감사인의 감사품질보다 더 높다는 결과를 보고하였다. 앞서 수행한 수준변수 분석에서도 AUDITOR 변수(감사인이 Big4이면 1, 아니면 0)의 계수가 신용등급과는 유의한 양(+)의 관계를, 타인자본비용과는 유의한 음(-)의 관계를 보였음을 상기할 때, 상향교체한 경우 신용등급은 향상되고 타인자본비용은 감소될 것으로, 하향교체한 경우에는 신용등급은 하락하고 타인자본비용이 증가될 것으로 예상된다.

신용등급 변화를 종속변수로 한 분석에서는 흥미롭게도 수준변수 분석 때와는 달리 GC 변수가 Δ SCORE에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 반면에 BANKRUPTCY 변수는 유의한 음(-)의 값을 보여 파산 이후 신용등급이 유의하게 하락함을 보여준다. 이러한 분석 결과가 도출된 원인으로는 첫째, 계속기업 불확실성 의견 표본이 많지 않아 신뢰성 있는 분석결과가 도출되지 않았기 때문일 수도 있고, 둘째, BANKRUPTCY 변수가 GC 변수의 효과를 흡수하였기 때문일 수도 있다(두 변수의 상관계수는 0.1945임). 또 하나 가능한 설명은 신용평가사들의 독립성 결여로 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업들의 신용등급을 하향조정하지 않았을 가능성이 있다. 예를 들면 (주)동양의 경우 2012년 감사보고서에 계속기업으로서의 존속가능성이 의심된다는 내용이 특기사항 문단에 포함되어 있음에도 불구하고 NICE신용평가와 한국기업평가는 (주)동양의 신용등급을 B등급으로 유지하다가 법정관리 신청 소식이 전해진 이후 한꺼번에 지급불능 상태를 뜻하는 D등급으로 4~5단계씩 강등했다. 이에 금융감독원은 신용평가사들의 등급 산정 방

법이나 과정에 문제가 있었을 가능성이 있다고 판단하여 신용평가사에 대한 특별 점검에 착수 하기도 했다(조선일보 2013.11.26.). 신용평가사들의 경우 평가수수료를 평가의뢰 업체로부터 받기 때문에 독립성이 결여되어 계속기업 불확실성 의견을 받은 후에도 해당기업에 대한 신용등급을 충분한 조정을 하지 않았을 가능성이 있다.

GC 이외의 변수들은 수준변수 검증에서와 대체로 유사한 방향의 계수 값을 보였다. 부채비율이 증가하거나 적자로 전환된 경우 그리고 성장 기회가 증가하거나 주식수익률의 변동성이 증가하는 경우 신용등급은 하락하는 것으로 나타났는데, 이러한 결과는 선행연구 결과와도 대체로 일치한다.

타인자본비용의 변화를 종속변수로 한 분석에서는 신용등급 분석에서와 달리 GC 변수가 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 이는 계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재 이후 신용등급은 유의적인 변화가 없지만 타인자본비용은 유의적으로 증가함을 의미한다. 그렇다면 계속기업 불확실성 의견이 신용등급 변화에는 유의적인 영향을 미치지 않지만 타인자본비용의 변화에는 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타난 것일까? 본 연구자들은 다음과 같은 세 가지 원인 때문일 것으로 추정한다.

첫 번째는 계속기업 불확실성 의견을 받은 실험표본 크기의 차이 때문에 나타난 현상일 수 있다. 신용등급 변화를 종속변수로 한 분석에서는 계속기업 불확실성 의견 표본이 80개 밖에 되지 않는 반면, 타인자본비용 변화를 종속변수로 한 분석에서는 계속기업 불확실성 의견 표본이 326개로 4배나 많다. 이러한 실험표본 크기의 차이로 인해 통계분석 결과가 달라졌을 수 있다.

두 번째는 종속변수 속성의 차이에 기인할 수 있다. 신용등급의 경우 등급 간 총 차이가 20밖에 되지 않기 때문에 상대적으로 조정가능 범위가 넓지 않다. 특히, 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업들의 경우 이미 신용등급이 낮은 상태일 것이기 때문에 이 상태에서 다시 하향조정할 수 있는 여지는 많지 않다. 따라서 계속기업 불확실성 의견을 받은 이후에도 신용평가사들이 해당 기업의 신용등급을 하향조정하지 않아 신용등급은 변화가 없는 것으로 나타났을 수 있다. 반면에 대출이자율의 경우에는 연속형이기 때문에 조정가능 범위가 넓다. 계속기업 불확실성 의견 이후 대출담당자들이 해당 위험을 반영하여 대출이자율을 신속히 조정하였을 것으로 예측된다.

세 번째 원인으로는 의사결정자들의 독립성 문제를 들 수 있다. 신용평가사의 경우 평가 의뢰 기관으로부터 평가수수료를 받고 신용평가를 하기 때문에 평가 의뢰기관에 종속될 수 있다. 이처럼 신용평가사가 기업에 종속됨에 따라 신용평가사는 의뢰 기업에 낮은 등급을 줄 수 없는 상황에 몰려 ‘등급 인플레이션’이 발생하고, 기업 또한 더 좋은 신용등급을 받을 수 있는 신용평가사를 찾아 ‘등급쇼핑’에 나서게 된다는 비판도 만만치 않다(아시아경제 2014.8.20.). 하지만 금전을 대출해준 대출기관은 기업에 종속될 이유가 없다. 따라서 그들은 계속기업 불확실성 의견을 받음으로 인해 위험이 높아진 경우 해당 위험을 신속히 이자율에 반영하는 결정을 할 것으로 기대된다.

〈표 10〉 계속기업 불확실성 의견이 신용등급 변화($\Delta SCORE$) 및 타인자본비용의 변화(ΔCOD)에 미치는 영향 분석

Variables	$\Delta SCORE$ (N=3,480)	ΔCOD (N=11,167)
<i>GC</i>	-0.0024 (-0.01)	0.0322 (12.16) ^{***}
<i>BANKRUPTCY</i>	-1.4379 (-7.41) ^{***}	0.0169 (5.59) ^{***}
<i>DOWNWARD</i>	-0.0510 (-0.34)	0.0040 (2.08) ^{**}
<i>UPWARD</i>	-0.0949 (-0.98)	0.0016 (1.08)
$\Delta LNASSET$	0.5715 (3.60) ^{***}	-0.0239 (-11.70) ^{***}
ΔLIQ	0.0254 (0.69)	-0.0007 (-2.46) ^{**}
$\Delta DEBT$	-2.3660 (-5.94) ^{***}	0.0187 (4.02) ^{***}
ΔPPE	-0.4383 (-0.98)	-0.0334 (-5.63) ^{***}
ΔCFO	0.3720 (1.43)	0.0029 (0.88)
$\Delta LOSS$	-0.1963 (-3.09) ^{***}	0.0023 (2.72) ^{***}
ΔROA	0.6217 (1.68)	0.0158 (4.05) ^{***}
ΔBTM	-0.1701 (-6.14) ^{***}	-0.0002 (-0.53)
$\Delta BETA$	0.0427 (0.54)	-0.0006 (-0.62)
$\Delta VOLATILITY$	-0.4593 (-3.44) ^{***}	0.0048 (3.00) ^{***}
상수	—	0.0781 (6.11) ^{***}
ΣYD	포함	포함
ΣID	포함	포함
Pseudo R^2 (Adjusted R^2)	0.0621	0.1169

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

BANKRUPTCY 역시 타인자본비용의 변화와 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있는데, 파산 이후 자본조달비용이 증가하는 것은 당연한 결과이다. 또 하나 흥미로운 분석결과는 감사인 교체 변수와 관련된 것으로, *UPWARD*는 타인자본비용의 변화에 유의한 영향을 미치지 못하지만 *DOWNWARD*는 타인자본비용의 변화에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다는 점이다. 이는 채권자들이 대출의사결정 시 상향교체는 중요하게 고려하지 않지만 하향교체에 대해서는 부정적으로 인식한다는 것을 보여주는 것이다.

기타 변수들의 영향은 수준변수 검증에서와 대체로 유사하다. 부채비율이 증가하거나 적자로 전환된 경우, 주식수익률의 변동성이 증가하는 경우 타인자본비용이 유의적으로 증가하였으며, 규모가 커질수록, 유동성이 높아질수록 그리고 담보 가능한 유형자산의 비율이 높아질수록 타인자본비용은 감소하였다.

6. 추가분석

지금까지 우리는 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향을 수준변수와 변화변수를 이용하여 분석하였다. 그러나 실험표본(계속기업 불확실성 의견 표본)과 통제표본의 크기가 너무 달라 이것이 분석결과에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 본 연구에서는 실험표본과 통제표본을 1:1로 대응시켜 추가적인 분석을 수행하였다. 본 연구에서는 계속기업 불확실성 의견을 받은 표본과 동일한 연도, 동일한 산업에 속하면서 파산 가능성이 유사한 기업을 통제표본으로 선정하였다. 파산 가능성을 기준으로 통제표본을 선정한 이유는 파산 가능성을 통제한 후에도 계속기업 불확실성 의견이 신용등급 및 타인자본비용에 영향을 미치는지 검토하기 위함이다.

파산 가능성은 박종성 외(2010)의 Z 스코어로 측정하였는데, 구체적인 계산방법은 아래 식 (3)과 같다. 이렇게 계산된 Z 스코어는 기업의 재무건전성을 나타내는 지표로, 이 값이 클수록 파산가능성이 높은 것이다.

$$Z\ SCORE = -2.5288 + 0.9124 * DEBT - 1.1291 * ROA - 1.5834 * CFR + 0.9816 * LOSS \quad (3)$$

식 (3)에서,

DEBT : 부채비율(총부채/총자산)

ROA : 총자산이익률(당기순이익/총자산)

CFR : 매출액 대비 영업현금흐름비율(영업활동 현금흐름/매출액)

LOSS : 손실여부 더미변수(당기순손실이면 1, 아니면 0)

동일한 연도 및 동일한 산업에 속하면서 계속기업 불확실성 의견 기업과 파산 가능성이 유사한 기업을 통제표본으로 선정하는 과정에서 표본 수가 큰 폭으로 감소하였다. <표 11>은 계속기

업 불확실성 의견 표본과 통제표본 간에 신용등급 및 타인자본비용이 유의한 차이를 보이는지 분석한 결과이다. 분석결과, 계속기업 불확실성 의견 표본이 통제표본에 비해 신용등급은 유의하게 낮고, 타인자본비용은 유의하게 높은 것으로 나타났다.

〈표 11〉 계속기업 불확실성 의견 여부에 따른 신용등급 및 타인자본비용 차이 분석(Matching sample)

표 본	GC=1	GC=0	차이분석 (t값)	차이분석 (z값)
신용등급 검증 표본(N=92)	6.3696	9.3913	3.9496***	3.733***
타인자본비용 검증 표본(N=346)	0.1060	0.0857	-3.7090***	-4.211***

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

주2) t값은 t-검정 결과이고, z값은 윌콕슨 순위합 검정 결과임

가. 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향(수준변수)

〈표 12〉는 1 : 1 대응표본을 이용하여 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

〈표 12〉 계속기업 불확실성 의견이 신용등급(SCORE) 및 타인자본비용(COD)에 미치는 영향 분석
: Matching sample

Variables	SCORE (N=92)	COD (N=346)
<i>GC</i>	-0.7377 (-2.56)**	0.0203 (3.42)***
<i>BANKRUPTCY</i>	-0.8152 (-1.67)**	-0.0132 (-1.39)
<i>AUDITOR</i>	0.7352 (2.6)***	-0.0124 (-2.05)**
<i>LNASSET</i>	0.1387 (1.17)	0.0015 (0.48)
<i>LIQ</i>	-0.3115 (-1.49)	-0.0024 (-0.93)
<i>DEBT</i>	-0.8901 (-0.77)	0.0084 (0.45)
<i>PPE</i>	-1.5355 (-1.85)**	-0.0383 (-2.39)**
<i>CFO</i>	-0.0980 (-0.06)	0.0291 (1.01)

〈표 12〉 계속기업 불확실성 의견이 신용등급(SCORE) 및 타인자본비용(COD)에 미치는 영향 분석
: Matching sample (계속)

Variables	SCORE (N=92)	COD (N=346)
LOSS	-1.2026 (-2.26)**	0.0076 (0.71)
ROA	-0.6192 (-0.48)	-0.0117 (-0.6)
BTM	-0.2042 (-1.82)*	-0.0017 (-0.47)
BETA	1.6510 (4.07)***	0.0044 (0.53)
VOLATILITY	-4.8434 (-5.68)***	-0.0002 (-0.01)
상수	—	0.0452 (0.64)
ΣYD	포함	포함
ΣID	포함	포함
Pseudo R ² (Adjusted R ²)	0.235	0.0725

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

이 때, 종속변수 및 독립변수는 수준변수로 측정되었다. 분석 결과, 계속기업 불확실성 의견(GC)은 신용등급에는 유의한 음(-)의 영향을 미치고 타인자본비용에는 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 전체표본을 대상으로 분석한 결과와 일치한다. 나머지 통제변수들의 영향도 대응표본 분석과 전체표본 분석 간에 큰 차이를 보이지 않고 있다. 이러한 결과는 계속기업 불확실성 의견 표본과 통제표본의 크기 차이가 검증 결과에 영향을 미치지 않고 있음을 보여준다.

나. 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용의 변화에 미치는 영향 (변화변수)

<표 13>은 대응표본을 대상으로 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용의 변화에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 종속변수 및 독립변수의 측정방법은 <표 10>과 동일하다. 분석결과 계속기업 불확실성 의견(GC)은 신용등급 변화에는 유의적인 영향을 미치지 않으나 타인자본비용의 변화에는 유의적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 계속기업 불확실성 의견 이후 신용등급은 변화가 없으나 타인자본비용은 유의적으로 증가하는 것으로 나타났는데, 이러한 분석결과는 전체 표본을 대상으로 분석한 결과와 동일하다.

지금까지 분석결과를 살펴볼 때 수준변수 분석과 변화변수 분석 모두에서 대응표본을 이용한 분석결과와 전체 표본의 분석결과가 일치하고 있다. 이러한 결과는 앞서 수행된 분석의 결과가 계속기업 불확실성 의견 표본과 통제표본 간 표본 수 차이에 의해 영향을 받지 않고 있음을 보여주는 것이다.

〈표 13〉 계속기업 불확실성 의견이 신용등급 변화($\Delta SCORE$) 및 타인자본비용의 변화(ΔCOD)에 미치는 영향 분석 : Matching sample

Variables	$\Delta SCORE$ (N=76)	ΔCOD (N=316)
<i>GC</i>	-0.4192 (-1.01)	0.0152 (2.6)**
<i>BANKRUPTCY</i>	-0.2352 (-0.35)	-0.0053 (-0.58)
<i>DOWNWARD</i>	(omitted)	0.0285 (2.08)**
<i>UPWARD</i>	-0.2241 (-0.26)	-0.0009 (-0.07)
$\Delta LNASSET$	-0.6953 (-0.57)	-0.0251 (-2.03)**
ΔLIQ	0.1811 (0.55)	-0.0039 (-1.93)*
$\Delta DEBT$	2.7346 (1.09)	0.0015 (0.06)
ΔPPE	-0.1793 (-0.04)	-0.0568 (-1.35)
ΔCFO	0.4428 (0.23)	0.0236 (1.03)
$\Delta LOSS$	-0.4811 (-1.2)	0.0044 (0.7)
ΔROA	2.3863 (1.29)	0.0097 (0.58)
ΔBTM	0.0396 (0.25)	-0.0021 (-0.87)
$\Delta BETA$	1.0984 (1.68)*	-0.0011 (-0.15)
$\Delta VOLATILITY$	-0.8063 (-0.81)	0.0112 (1.06)
상수	—	0.0711 (1.88)*
ΣYD	포함	포함
ΣID	포함	포함
Pseudo R^2 (Adjusted R^2)	0.1795	0.0493

주1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 의미

V. 결 론

본 연구에서는 감사인의 계속기업 불확실성 의견이 채권시장에서 유용한 정보로 활용되고 있는지를 검증하고자 하였다. 구체적으로, 적정의견을 받았지만 계속기업으로서의 존속가능성이 의문시된다는 내용이 감사보고서에 특기사항으로 기재된 경우 차기의 신용등급이 하향 조정되는지, 그리고 차기의 타인자본비용이 상승하는지를 실증적으로 분석하였다. 이전까지는 계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 부정적인 영향에 대해 직관적으로 예상하였지만 그 효과에 대한 실증적인 연구는 이루어지지 않았다. 연구자들은 이러한 연구목적 달성을 위하여 2000년부터 2012년까지 전자공시시스템에 공시된 감사보고서를 개별적으로 검토하는 방법으로 계속기업 불확실성 관련 특기사항 기재 여부를 파악하였다.

실증분석은 계속기업 불확실성 의견이 종속변수의 수준을 결정하는 데 미치는 영향을 분석하기 위한 수준변수(Level variable) 분석과, 계속기업 불확실성 의견을 받은 전후의 종속변수 변화에 미치는 영향을 보다 강건하게 분석하기 위한 변화변수(Change variable) 분석 두 가지로 이루어졌다.

계속기업 불확실성 의견이 신용등급과 타인자본비용에 미친 영향을 분석한 결과, 계속기업 불확실성 의견은 신용등급 및 타인자본비용을 결정하는 다른 변수들을 통제한 뒤에도 매우 유의하게 영향을 미치는 것으로 나타났다. 신용등급과 타인자본비용 수준에 영향을 미치는 효과를 분석한 결과는 계속기업 불확실성 의견을 받은 기업의 경우 그렇지 않은 기업보다 더 낮은 신용등급과 더 높은 타인자본비용이 산정되는 것으로 나타났다. 계속기업 표본과 통제표본 간 종속변수의 특성 차이가 연구 결과에 영향을 미칠 가능성을 고려하여 실시한 변화변수 분석에서는 계속기업 불확실성 의견이 신용등급의 변화에 대해서는 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타난 반면, 타인자본비용의 변화에 대해서는 유의한 양(+)의 결과를 보였다. 즉, 계속기업 불확실성 의견을 받은 이후 신용등급에는 유의한 변화가 없지만 타인자본비용은 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 본 연구의 연구자들은 이러한 현상이 각 종속변수별 실험표본 크기의 차이, 종속변수 속성의 차이, 그리고 의사결정자들의 독립성 문제에서 기인한 것으로 보고 있다.

본 연구에서는 계속기업 표본과 통제표본의 크기 차이가 연구 결과에 영향을 미칠 가능성을 고려하여 추가적으로 대응표본 분석을 시행하였다. 계속기업 불확실성 의견을 받은 표본과 동일한 연도, 동일한 산업에 속하면서 파산 가능성이 유사한 기업을 통제표본으로 선정하여 분석을 수행한 결과, 전체 표본 대상의 수준변수 및 변화변수 분석 결과와 모두 일치하는 것으로 나타났다. 이는 연구결과가 표본의 크기에 영향을 받지 않음을 보여주나, 연구의 특성 상 실험표본의 크기가 너무 작기 때문에 연구결과를 일반화하는 데는 한계가 있다.

본 연구는 감사의견이 아닌 특기사항이 채권시장에 정보로서의 유용성을 가지는지 분석함으로써 선행연구와 차별화되며, 미래에 대한 감사인의 판단이 채권시장에 미치는 영향을 검증하였

다는 점에서 의의가 있다. 다만 본 연구는 신용등급 결정 모형 및 타인자본비용 결정 모형에서 비재무적 평가 요소를 반영하지 못하였다는 한계점을 지니고 있다. 비재무적 평가 요소는 그 측정 기준이 모호하고 경우에 따라서는 평가자의 주관적인 견해도 포함될 수 있기 때문에 본 연구에서는 배제하였다. 그러나 객관적인 기준으로 측정 가능한 비재무적 평가 요소를 통제변수로 반영한다면 개선된 결과가 나타날 수 있을 것으로 생각된다.

참고문헌

- 권수영. 1999. “도산예측 모형에서의 감사의견의 유용성”. 회계학연구. 제24권 제3호 : 81-107.
- 금융감독원. <2012년 상장법인 감사보고서 특기사항 분석>. 2013.09.02. http://www.fss.or.kr/fss/kr/promo/bodobbbs_view.jsp?seqno=17081
- 김병호. 2010. “우리나라 기업의 지배구조 변수와 기업 신용등급간의 관련성에 대한 실증적 분석 : 채권자관점에서”. 회계정보연구 제28권 제3호 : 59-78.
- 김성환 · 김태동. 2014. “신용평가사의 신용등급 고평가에 대한 연구”. 회계연구 제19권 제3호 : 27-49.
- 김인원. <신제윤. 계열사 독자신용등급 내년 도입>. 《아시아경제》. 2014.08.20. <http://view.asiae.co.kr/news/view.htm?idxno=2014082007393645276>
- 김학운. 2013. “계속기업 특기사항 기업의 재무보고 특성”. 회계저널 제22권 제6호 : 143-178.
- 김학운 · 손 혁 · 이효익. 2013. “계속기업 특기사항과 보수주의”. 회계저널 제22권 제1호 : 77-105.
- 박종성 · 김성환. 2013. “증권관련 집단소송제 도입 이후 감사인의 보수성 변화”. 회계저널 제22권 제1호 : 299-325.
- 박종성 · 김성환 · 조은혜. 2010. “감사인 교체와 초도감사 보수할인에 관한 연구”. 세무와 회계저널 제11권 제2호 : 103-132.
- 박종일 · 남혜정 · 전규안. 2011a. “비상장기업에서 실제 이익조정이 타인자본비용과 미래 경영 성과에 미치는 영향”. 경영학연구 제40권 제5호 : 1375-1414.
- 박종일 · 남혜정 · 최성호. 2011b. “Big4 감사인의 감사품질과 기업신용등급”. 세무와 회계저널 제12권 제3호 : 275-306.
- 박종일 · 윤소라. 2013. “이익조정구간과 수단이 기업신용등급 및 타인자본비용에 미치는 효과에 대한 비교분석”. 회계학연구 제38권 제4호 : 209-260.
- 박주철 · 이남우. 2003. “비적정 감사의견 공표에 따른 시장반응에 관한 연구”. 대한경영학회지 제16권 제1호 : 45-65.
- 박주철 · 이남우. 2012. “계속기업불확실성 감사의견과 법적채권 신청과의 관계”. 한국세무회계학회지 제33권 : 55-70.
- 박준령 · 김요환. 2012. “기업지배구조가 신용등급과 자본비용에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”. 한국회계학회 하계학술대회 발표논문.
- 손성규. 2002. “계속기업과 관련된 변형된 의견의 의미”. 회계저널 제11권 제1호 : 25-49.
- 손성규 · 이영한 · 김태동. 2005. “계속기업 의문에 대한 감사인 의견 표명의 자체예언실효효과”. 회계저널 제14권 제2호 : 169-190.

- 신재용 · 서정우 · 박종일. 2012. “기업지배구조가 이익과 신용등급간의 관련성에 미치는 효과”. 경영학연구 제41권 제6호 : 1309–1345.
- 유관희 · 허광복 · 김 영. 2007. “계속기업 존속의문 표명이 코스닥기업의 주가에 미치는 영향 : 유가증권시장과의 차별성을 중심으로”. 중소기업연구 제29권 제3호 : 1–18.
- 유한빛. <금감원. 동양사태 관련 신용평가사 특별검사>. 《조선일보》. 2013.11.26. [http : //biz.chosun.com/site/data/html_dir/2013/11/26/2013112600866.html](http://biz.chosun.com/site/data/html_dir/2013/11/26/2013112600866.html)
- 이윤원 · 박홍철. 2003. “계속기업의문 특기사항의 정보효과”. 회계저널 제12권 제2호 : 87–105.
- 전규안 · 박종일. 2014. “비정상 감사시간이 신용등급과 부채조달비용에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제15권 제5호 : 9–55.
- 전영순 · 최국현 · 길형용. 2006. “기업의 소유지배구조가 무보증회사채의 신용등급 결정에 미치는 영향”. 경영학연구 제35권 제5호 : 1393–1425.
- 한국기업평가(주) 2008. 『신용평가의 이해와 활용』. 새로운 제안.
- Bhojraj, S. and P. Sengupta. 2003. Effect of Corporate Governance on Bond Rating and Yields : The Role of institutional Investors and Outside Directors. *Journal of Business* 76(3) : 455–475.
- Bruynseels, L., W. R. Knechel, and M. Willekens. 2011. Auditor Differentiation. Mitigating Management Actions. and Audit–Reporting Accuracy for Distressed Firms. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 30(1) : 1–20.
- Cheng, M. and K. R. Subramanyam. 2008. Analyst Following and Credit Ratings. *Contemporary Accounting Research* 25(4) : 1007–1043.
- Chow, C. W. and S. J. Rice. 1982. Qualified Audit Opinions and Auditor Switching. *The Accounting Review* 57(2) : 326–335.
- Dodd, P., N. Dopuch, R. Holthausen, and R. Leftwich. 1984. Qualified Audit Opinions and Stock Prices : Information Content. Announcement Dates. and Concurrent Disclosures. *Journal of Accounting and Economics* 6(1) : 3–38.
- Dopuch, N., R. W. Holthausen, and R. W. Leftwich. 1986. Abnormal Stock Returns Associated with Media Disclosures of ‘subject to’ Qualified Audit Opinions. *Journal of Accounting and Economics* 8(2) : 93–117.
- Fargher, N. L. and L. Jiang. 2008. Changes in the Audit Environment and Auditors’ Propensity to Issue Going–Concern Opinions. *AUDITING : A Journal of Practice & Theory*. 27(2) : 55–77.
- Feldmann, D. A. and W. J. Read. 2010. Auditor Conservatism after Enron . *Auditing : A Journal*

- of Practice & Theory* 29(1) : 267–268.
- Fortin, S. and J. A. Pittman. 2007. The Role of Auditor Choice in Debt Pricing in Private Firms. *Contemporary Accounting Research* 24(3) : 859–896.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2005. The Market Pricing of Accruals Quality. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 295–327.
- Geiger, M. A., K. Raghunandanb, and D. V. Ramab. 2006. Auditor Decision—making in Different Litigation Environments : The Private Securities Litigation Reform Act. Audit Reports and Audit Firm Size. *Journal of Accounting and Public Policy* 25(3) : 332–353.
- Hopwood, W., J. McKeown, and J. Mutchler. 1989. A Test of the Incremental Explanatory Power of Opinions Qualified for Consistency and Uncertainty. *The Accounting Review* 64(1) : 28–48.
- Kaplan, R. S. and G. Urwitz. 1979. Statistical Models of Bond Ratings : A Methodological Inquiry. *Journal of Business* 52(2) : 231–261.
- Kinney, W. R., Jr. 2000. Research Opportunities in Internal Control Quality and Quality Assurance. *AUDITING : A Journal of Practice & Theory* 19(s–1) : 83–90.
- Kraft, P. 2009. Rating agency adjustments to GAAP financial statements and their effect on ratings and bond yields. *Working paper*. New York University.
- Krishnan, G. V. 2003. Audit quality and the pricing of discretionary accruals. *Auditing : A Journal of Practice & Theory* 22(1) : 109–126.
- Mutchler, J. F. 1984. A Multivariate Analysis of the Auditor’s Going—Concern Opinion Decision. *Journal of Accounting Research* 23(2) : 668–682.
- Walid. A., S. B. Bonsall IV, K. Kothari, and M. W. Penn Jr. 2013. Firms’ use of accounting discretion to influence their credit ratings. *Journal of Accounting and Economics* 55 : 129–147.
- Xu, Y., A. L. Jiang, N. Fargher, and E. Carson. 2011. Audit Reports in Australia during the Global Financial Crisis. *Australian Accounting Review* 21(1) : 22–31.

The Effects of Going - Concern Opinion on Credit Rating and Cost of Debt

Jong Sung Park^{*} · Sun Young Hwang^{**} · Sang Whun Yu^{***}

〈Abstract〉

This study examines the effects of going-concern opinion on credit rating and cost of debt using a sample of KOSPI and KOSDAQ listed firms in 2000–2012. Prior researches have reported that when firms had going-concern opinion, they have disadvantages in capital market because going-concern opinions indirectly meant that the firm is in financial distress. In this paper, we investigate whether going-concern opinion has impacts on bond market with credit rating and cost of debt. For the purpose of this research, we collected going-concern opinions in audit reports from 2000 to 2012, and set them test sample. Then we used ordered probit model(for credit rating) and OLS regression model(for cost of debt) to examine the effects of going-concern opinion.

The results of this study as follows : Going-concern opinion has significant effects on credit rating and cost of debt when other factors were controlled. In level variable test, if firm has going-concern opinion, there are lower credit ratings and higher cost of debt. In change variable test, however, going-concern opinion has insignificant effects on credit rating but it has significant effects on cost of debt. We also conducted matching sample test within same year and same industries, and its results are consistent with full-sample test's. It means that the results of this studies are robust to sample size.

This study is differentiated from prior researches by empirically analyze whether auditors' judgement is useful in bond market.

〈Key words〉 going-concern opinion, credit rating, cost of debt

* Professor, Department of Business Administration, Sookmyung Women's University, jongsung@sm.ac.kr, First Author

** Ph.D. student, Department of Business Administration, Sookmyung Women's University, syhwang@sookmyung.ac.kr, Corresponding Author

*** Ph.D. student, Department of Accounting, Chung Ang University, ablecpa@naver.com, Co-author