

## 계속기업 의견이 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향

박종성([jongsung@sm.ac.kr](mailto:jongsung@sm.ac.kr), 02-710-9215)<sup>\*1)</sup>  
황선영([syhwang@sookmyung.ac.kr](mailto:syhwang@sookmyung.ac.kr), 02-710-9215)<sup>\*\*</sup>  
유상훈([ablecpa@naver.com](mailto:ablecpa@naver.com), 02-768-4024)<sup>\*\*\*</sup>

2014.11.24.

---

\* 숙명여자대학교 경영학부 교수  
\*\* 숙명여자대학교 대학원 경영학과 박사과정  
\*\*\* 대우증권 심사부

## I. 서론

본 연구는 감사의견은 적정의견이지만 특기사항 문단<sup>1)</sup>에 계속기업으로서의 존속능력이 의문된다는 내용이 포함된 감사보고서의 공시가 신용등급 및 타인자본비용에 미치는 영향을 분석한다. 즉, 전문가로서의 감사인의 판단이 채권시장에서 유용한 정보로 활용되고 있는지를 검증하고자 하는 것이 본 연구의 목적이다.

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 주식으로 적절히 기재되었는지 검토한다. 중요한 불확실성이 존재한다는 사실이 주식으로 공시되었다면 감사인은 적정의견을 표명하되, 계속기업으로서의 존속능력이 의심된다는 내용을 특기사항 문단으로 기술할 것인지를 결정한다. 중요한 불확실성에 대한 공시가 부적절한 경우에는 그 중요성에 따라 감사인은 한정적견 또는 부적정의견을 표명한다. 계속기업의 가정이 타당하지 않은 경우에는 주식공시 여부에 관계없이 부적정의견을 표명하며, 계속기업 존속능력에 대한 검토를 수행하지 못한 경우에는 의견거절을 표명한다.

지금까지 많은 연구들이 주식시장을 대상으로 감사의견의 유용성을 검증하였다(Chow and Rice 1982, Dodd et al. 1984, 박주철과 이남우 2003 등). 즉, 감사의견이 공표되는 시점에서 주가가 어떻게 반응하는지를 살펴봄으로써 감사의견이 투자자들에게 유용한 정보로 활용되고 있는지 여부를 확인하고자 하였다. 그런데 주가반응을 통해 감사의견의 유용성을 검토하는 것은 쉽지 않다. 왜냐하면 감사의견만 별도로 공시되는 것이 아니라 감사의견 공시 시점에서 재무제표도 함께 공시되기 때문에 감사의견 효과만을 정확히 포착해 내기 어렵기 때문이다. 이러한 문제점 때문에 Dopuch et al.(1986)은 언론에 감사의견만 별도로 공표된 기업을 표본으로 감사의견이 주식시장에 미치는 영향을 분석하기도 하였다.

감사의견의 유용성을 검증하는 또 하나의 방법은 그것이 채권시장에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 권수영(1999)도 감사의견의 유용성을 주식시장에 기초하지 않고 검증하는 방법으로 감사보고서에 표명된 감사의견이 정보이용자의 투자·대출 등의 의사결정을 더 효율적으로 내릴 수 있도록 하는지 여부를 파악하는 연구를 들고 있다. 이러한 유형의 선행연구로는 감사의견이 도산예측에 유용한 지를 분석한 연구(Hopwood et al. 1989, 권수영 1999 등)가 있다.

본 연구 역시 감사의견의 유용성을 채권시장을 통해서 검증하고자 하는 것으로, 계속기업 불확실성과 관련된 감사인의 판단이 신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 한다. 구체적으로 계속기업 불확실성 관련 특기사항 문단이 포함된 감사보고서 공시 후 신용등급이 하향 조정되는지 그리고 타인자본비용이 상승하는지를 검토한다. 본 연구는 적정의견을 받았지만 특기사항 문단에 계속기업으로서의 존속능력이 의심된다는 내용이 포함된 기업만을 표본으로 하여 분석을 수행한다는 점에서 선행연구들과 차별성을 갖는다. 본 연구에서 비적정의견 기업을 표본에서 제외한 이유는 첫째, 비적정의견을 받은 기업 자체가 많지 않으며, 둘째, 의견거절 또는 부적정의견을 받거나 2년 연속 감사범위 제한으로 한정적견을 받는 경우에는 상장폐지 대상이 되어 그 정보효과를 분석하는 것이 의미가 없기 때문이다.

본 연구는 전문가로서의 감사인의 판단이 채권시장에서 유용한 정보로 활용되고 있는지를 검토한다는 점에서 의의가 있다. 본 연구는 개인투자자들에게 훨씬 더 의미있는 결과를 제공

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

해 줄 것으로 기대된다. 2013년 동양사태가 발생되었을 때 손해를 본 투자자들의 99%가 개인투자자들로 드러났다. 그런데 (주)동양의 2012년 감사보고서를 보면 계속기업으로서의 존속가능성이 의심된다는 내용이 특기사항 문단에 포함되어 있다. 개인투자자들이 이 감사보고서를 주의 깊게 살펴보았다면 손해를 줄일 수 있었을 것이다.

## II, 이론적 배경 및 선행 연구

### 2.1 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 확인해야 한다. 계속기업 불확실성 관련 내용이 주석으로 공시되었다면 적정의견을 표명하되, 계속기업으로서의 존속능력에 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 계속기업기준에 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.

계속기업 불확실성과 관련한 감사의견 결정에 영향을 미치는 요인은 재무적 요인과 비재무적 요인으로 분류될 수 있다. 재무적 요인으로는 기업의 영업이익율 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(Lee et al. 2005 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).

계속기업 불확실성과 관련한 감사인의 의견은 경영자에게 재무적 어려움을 극복하는 자구 활동을 유도하는 효과가 있다(Kinney 2000). 즉, 감사인의 계속기업 불확실성 관련 의견이 구조조정을 촉진하는 긍정적인 측면이 존재하는데, 실제로 계속기업 불확실성 관련한 감사의견을 받은 미국의 기업들은 재무구조 개선을 위해서 추가자금 조달 혹은 기업구조 개선작업 등

을 통하여 기업의 계속성에 대한 중요한 의심을 줄이는 시도를 하는 것으로 나타났다. 우리나라의 경우도 계속기업 관련 불확실성의견을 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. 계속기업 불확실성 관련한 감사인 의견의 부정적인 측면으로는 주식시장에서 당해 기업 가치를 하락시키고 자본조달비용을 증가시키는 것 외에 기업의 파산까지 초래시킬 수 있다(Ball, Walker, Whittre 1979).

우리나라의 경우 '2012년 상장법인 감사보고서 특기사항 분석 보고서'에 따르면 계속기업 불확실성 관련한 감사인의 의견이 특기사항으로 기재된 경우 이로부터 2년 이내에 상장폐지 되는 비율이 2010년 27.0%, 2011년 25%에 달하는 것으로 나타나 계속기업 불확실성과 관련한 감사인의 의견이 자본시장에 전달하는 정보 효용성이 상당히 높은 것으로 인식된다.

## 2.2 계속기업 의견 관련 선행연구

계속기업 의견 관련 선행연구로는 재무상황 변수 및 회계처리특성과 계속기업 의견의 관계를 분석한 연구, 계속기업 의견에 대한 주식시장반응 등 정보효과를 다룬 연구, 규제제도의 시행 이후 계속기업 의견 표명가능성이 증대되었는지를 분석한 연구, 감사인 변수와 계속기업 의견을 다룬 연구 등이 있다.

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

둘째, 계속기업 의견의 정보효과를 분석한 연구들이 있는데, 이윤원과 박홍철(2003)에 따르면 계속기업 의견이 포함된 감사보고서가 공시되는 경우 주식시장이 부정적인 반응을 보이는 것으로 나타났다. 손성규(2005)는 계속기업 의견에 따른 정보이용자의 부정적 반응으로 인해 오히려 기업이 도산할 가능성이 있음을 보고하였으며, 유관희 외 2인(2007)은 감사인의 계속기업 의견 표명이 상장 폐지 전에 시장에서 유의한 정보역할을 수행하는 지를 분석해 본 결과, 코스닥시장에서는 통계적으로 유의한 정보역할을 하는 것으로 나타난 반면 유가증권시장에서는 그렇지 않음을 보였다.

셋째, 규제제도의 시행 이후 계속기업 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)의 연구에 따르면 증권집단소송제 도입 이후 감사인의 계속기업 의견 표명가능성이 증대되는 것으로 나타났다. Dorothy and William(2010)은 SOX(Sarbanes-Oxley Act) 시행 이후 감사인의 계속기업 불확실성 관련한 의견이 증가하여 감사의견이 보수화되는 경향이 있음을 보였다.

넷째, 감사인 변수와 계속기업 의견을 다룬 해외연구 결과를 살펴보면, 미국 제조업내 파산 기업들을 대상으로 분석해 본 결과 산업별전문성을 가진 감사인일수록 계속기업 의견을 내는 것으로 나타났고, 사업위험관련 감사방법론을 적용하는 감사인일수록 재무적곤경에 대한 자구책 등을 실행한 기업들에게 계속기업 의견을 덜 표명하는 것으로 나타났다(Liesbeth et al. 2011, Krishnan 2003).

### 2.3 신용평가와 신용등급

신용평가(제도)는 전문성과 객관성을 지닌 신용평가사가 발행자 및 특정채무에 대해 발행자의 채무전반에 대한 상환능력 혹은 특정채무의 원리금에 대한 적기상환의 확실성을 일정한 기호인 ‘신용등급’으로 표시하여 관련 이해관계자에게 공시하는 제도를 말한다.

자본시장에는 기업·개인투자자·은행·증권사 등 다양한 이해관계자가 존재하며 이들은 다시 자금의 수요와 공급 측면에서 크게 발행자와 투자자로 나뉠 수 있는데 발행자는 유리한 조건의 자금조달을 위해 자신에게 불리한 정보를 투자자에게 제공하지 않으려는 경향이 있다. 이런 상황하에서 투자자가 발행자가 제공하는 정보에만 의존해 투자시에는 예상치 못한 손실을 입게 될 가능성이 높아지게 되어 투자자가 발행자와 관련된 위험에 대한 조사를 많은 비용을 들여가면서 수행해야 하는 문제가 생기는 등 투자위험에 대해 발행자와 투자자간의 정보의 접근성차이에 기인하는 정보의 양 및 정확성 측면에서의 불균형, 즉 정보비대칭(Informational Asymmetry)이 존재하게 된다. 이는 또한 자본시장의 비효율성을 야기하게 된다. 신용평가(제도)는 전문적인 분석능력과 발행자와 투자자의 이해관계로부터 독립된 객관성을 지닌 신용평가사가 발행자의 신용위험에 대해 적절한 정보를 투자자에게 제공함으로써 합리적 투자 의사 결정에 도움을 주면서 정보비대칭과 정보획득 비용 문제를 완화시켜 자본시장의 효율성을 증대시키는 역할을 하는데 그 의의가 있다.

신용등급은 외부환경·산업 등 환경분석, 시장지위·사업전략 등 기업분석의 정성(비재무)적인 평가와 수익성·현금흐름·채무구조 및 재무용통성 등 재무분석의 정량(재무)적인 평가를 종합적으로 수행한 후 산출된다. 산출된 신용등급은 주로 기업의 영업활동현금흐름과 기타 재무용통성에 기반한 현금유입 요소에 대한 평가를 통해 발행자가 만기도래하는 특정채무의 원리금을 적기에 상환할 수 있을지에 대한 예측정보를 제공한다. 신용등급은 신용위험에 대한 분석기간에 따라 장기 신용등급(국내등급체계 ; AAA, AA, ~ D/ BBB- 이상 투자등급, BB+이하 투기등급)으로 분류)과 단기신용등급(A1, A2, ~ D/ A3- 이상 투자등급, B+이하 투기등급)으로 분류)으로 구분되는데 산출방법은 동일하며 둘간에 일정 수준의 상관관계가 성립해 대응이 가능하다. 실무적인 신용등급 산출과정은 아래와 같다.

기업이 속한 산업업종 혹은 개별 신용평가사에 따라 일부 차별적인 내용이 있을 수 있지만, 대체로 사업평가항목과 재무평가항목에 대한 개별검토를 통해 각 평가항목에 대한 평점을 산출하고 이에 기반해 개별기업의 독자적인 사업과 재무능력을 반영하여 도출된 등급에 향후전망, 재무용통성, 지배구조의 안정성 등을 고려해 독자신용등급을 산출한다. 계열에 소속된 기업의 경우에는 계열의 지원가능성을 추가로 반영하여 최종신용등급이 산출된다. 사업평가항목에는 경쟁력의 중요요소인 시장지위 및 규모와 관련한 대표지표인 매출액, 시장점유율, 성장성 및 생산관련 위험분산과 관련한 생산지역다변화 및 생산공정과 원재료 조달 특성, 본원적인 경쟁력과 관련한 기술력, 제품 및 사업 포트폴리오, 사업다각화, 설비규모, 수직계열화, 원가구조 및 판매구조, 내부역량에 근거한 사업안정성과 관련한 고객확보 및 유지능력, 외부역

량에 근거한 사업안정성과 관련한 거래처 신인도 및 다변화 등이 있다. 재무평가항목에는 기본적인 영업활동을 통해 원리금 상환 재원을 확보할 수 있는 능력으로 채무불이행 위험에 대한 근원적인 보호수단인 영업수익 창출력과 관련한 수익성지표인 EBITDA마진, 영업이익율, 금융비용과 차입금(채무원금)지급능력의 여유수준 및 시설투자 등 소요자금에 대응할 수 있는 현금창출능력과 관련한 커버리지지표인 EBITDA/금융비용, 총차입금/영업활동현금흐름, 경기침체 시점에서 기업의 대응능력을 판단하는데 도움을 주는 레버리지지표인 부채비율, 차입금 의존도 등이 있다. 영업활동으로부터의 현금창출능력은 개별기업을 둘러싼 다양한 내외적 환경요인에 의해 일정수준의 변동성을 갖게 마련이므로 영업용 자산인 유형자산 및 비영업용 자산인 투자자산 등을 활용한 추가적인 담보여력을 재무용통성 판단지표로 활용해 정상적인 영업활동 및 신용상태에 영향을 미치지 않고도 부정적인 환경변화에 효과적으로 대처하여 기업의 전반적인 채무상환 확실성을 유지할 수 있는 능력으로 고려된다.

신용평가제도의 형성은 각 나라마다 다른데, 현재와 같은 신용평가의 효시는 1909년 미국에서 Moody's가 채권신용평가 업무를 개시하면서부터이다. 특히 미국의 경우 1930년 대 대공황을 전후로 채권의 평가등급이 투자자에게 가치있는 정보로서 인정받기 시작하고, 이후 금융당국이 금융기관에 대한 자산운용 규제수단으로서 신용등급의 활용을 의무화하는 공적 규제를 도입하면서 이용도가 크게 증가하였는데 1970년대 중반 이후 미국 SEC가 일부의 신용평가기관들에 대한 경쟁상의 우위를 인정하면서 S&P, Moody's, Fitch 3사가 대부분의 시장을 점유하게 되었다. 그에 반해 은행 중심의 간접금융시장을 통한 자금조달비중이 높았던 한국에서는 신용평가에 대한 시장의 인식이 낮아 1980년대 중반에야 신용평가시장이 태동하였고 이후 한국기업평가, 한신정평가, 한국신용평가 3사가 실질적으로 시장을 주도하고 있다.

## 2.4 신용등급과 타인자본비용에 영향을 미치는 요인

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

선행연구들에서 사용된 재무상황 관련 변수로는 기업규모, 기업연령, 유동비율, 부채비율, 매출액성장성, 총자산수익률, 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 오래수록, 유동비율이 높을수록, 부채비율이 낮을수록, 매출액성장성, 총자산수익률, 영업현금흐름이 높을수록, 손실발생빈도가 낮을수록 유의적으로 신용등급이 높아지는 것으로 나타났다. 이자보상비율과 신용등급간에 유의한 (+)관계는 김병호(2010)의 연구와 전영순과 최국현과 길형용(2006)의 연구에서 나타났다. 실무에서는 이러한 변수들 외에도 경쟁력과 관련한 기술력, 제품 포트폴리오 및 사업다각화 등의 사업항목, 총차입금/영업활동현금흐름 등 커버리지지표 등도 신용등급 평가 시 사용되고 있다.

지배구조변수와 관련해서는 대주주 지분율이 높을수록, 외국인투자자 혹은 기관투자자의 지분율이 높을수록, 사외이사의 비중이 높을수록 유의적으로 신용등급이 높아지고, 대주주 혹은 외국인투자자의 지분율이 높을수록 이사회나 감사위원회의 독립성이 높을수록 유의적으로 타인자본비용이 감소하는 것으로 나타났다. 또한 지배구조와 관련해서 주주의 권리보호, 이사회 구성 및 운영, 감사기구, 공시, 경영과실배분 등을 모두 포함하는 지배구조평가점수가 높을

수록 유의적으로 신용등급이 높아지고 타인자본비용이 감소하는 것으로 나타났다. 위의 선행 연구 결과내용을 실은 표에는 나타나지 않았지만, 기관투자자 지분을 및 사외이사의 비중과 신용등급 간에 유의한 (+)관계는 김병호(2010)의 연구에서, 이사회 및 감사위원회의 독립성과 타인자본비용 간에 유의한 (-)관계는 Anderson(2004)의 연구에서 나타났다.

<표 2-1> 신용등급과 타인자본비용에 영향을 미치는 변수들

변 수		박종일·윤소라 연구	전규안·박종일 연구	신재용·서정우· 박종일 연구	박준령·김요환 연구
재무상황 변수	기업규모	- / -	- / (-)	(+) /	(+) / (-)
	기업연령	(+) / (+)	- / (+)	N/A	N/A
	유동비율	(+) / -	- / -	N/A	- / -
	부채비율	(-) / (+)	(-) / (+)	(-) /	(-) / -
	매출액성장성	(+) / -	(+) / -	N/A	N/A
	총자산이익율	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	- / (-)
지배구조 변수	대주주지분율	(+) / (-)	- / (-)	N/A	- / -
	외국인투자자지분율	(+) / (-)	(+) / (-)	- /	(+) / (+)
	기관투자자지분율	N/A	N/A	N/A	N/A
	지배구조평가점수	N/A	N/A	(+) /	(+) / (-)
	사외이사비중	N/A	N/A	N/A	N/A
	이사회운영/독립성	N/A	N/A	N/A	N/A
	감사위원회 설치여부/독립성	N/A	N/A	N/A	N/A
주식시장 변수	코스닥/거래소여부	(-) / -	- / -	N/A	N/A
	체계적위험 베타	(-) / -	- / (+)	(-) /	(-) / (+)
	주식수익률분산	(-) / (+)	(-) / (+)	(-) /	N/A
감사인 변수	감사의견	(-) / -	- / (+)	N/A	/ (-)
	감사인교체여부	(-) / -	- / -	N/A	N/A
	Big4감사인여부	(+) / -	- / (-)	- /	/ -
	산업전문감사인	N/A	N/A	N/A	N/A
	감사시간	N/A	(+) / -	N/A	N/A

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