

내부회계관리제도의 취약점과 이익의 질, 정보비대칭 및 자본시장평가*

장 석 진** / 이 명 곤***

- I. 서론
- II. 선행연구 검토
- III. 가설설정 및 연구방법
- IV. 실증분석결과
- V. 결론

개 요

엔론(Enron), 월드컴(WorldCom), 대우 등과 같은 대규모 회계부정사건은 회계정보 신뢰성의 훼손이 자본시장의 효율적 운영에 장애 요인으로 작용할 수 있다는 점을 보여준 가장 대표적인 사건이라 할 수 있다. 대규모 회계부정사건을 계기로 회계처리기준뿐만 아니라 회계정보 및 공시정보를 산출하는 과정인 내부통제시스템의 투명성 확보를 위한 규정의 필요성이 제기됨에 따라 국내에서 내부회계관리제도가 제정되어 시행되고 있다.

이러한 배경에서 본 연구는 내부회계관리제도의 효익에 대한 종합적인 고찰을 수행하고자 한다. 구체적으로 본 연구는 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질, 정보비대칭 및 자본시장평가에 미치는 영향을 분석한다. 여러 선행연구에서 이익의 질은 회계정보 신뢰성에 대한 대응치로 널리 사용되고 있다. 내부회계관리제도의 취약점을 보고한다는 것은 회계정보 및 공시정보를 산출하는 과정에 문제점이 존재한다는 것을 의미하므로 취약기업일수록 회계정보의 신뢰성이 낮을 것으로 예상된다. 따라서 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질에 미치는 영향은 직접적인 영향이지만, 정보비대칭과 자본시장평가에 미치는 영향은 직접적인 영향과 간접적인 영향으로 구분될 수 있다. 즉, 내부회계관리제도의 취약점은 직접적으로 정보비대칭에 영향을 미칠 뿐만 아니라 이익의 질을 낮춤으로써 간접적으로 정보비대칭에 영향을 줄 수 있다. 또한 내부회계관리제도의 취약점이 자본시장평가에 직접적으로 부정적인 영향을 미칠 수 있으나, 내부회계관리제도 취약점으로 인해 낮아진 이익의 질과 정보비대칭의 심화를 통해서 간접적으로 영향을 줄 수 있다. 종합해보면 내부회계관리제도의 효익을 정확하게 파악하기 위해서는 내부회계관리제도 취약점의 직접적인 영향뿐만 아니라 간접적인 영향

* 본 논문은 저자인 장석진의 한양대학교 회계학과 박사학위논문을 기초로 작성되었습니다. 박사학위논문을 지도해주신 이명곤 교수님과 심사과정에서 많은 도움과 조언을 주신 신호영 교수님과 나인철 교수님, 조중석 교수님(이상 한양대), 정석우 교수님(고려대)께 진심으로 감사드립니다.

** 한양대학교 회계학과 박사(제1저자), E-mail : seokjin3@hanyang.ac.kr

*** 한양대학교 경영학부 교수(교신저자), E-mail : leemg@hanyang.ac.kr

투고일(2013년 6월 24일), 1차수정일(2013년 7월 30일), 2차수정일(2013년 8월 20일), 게재확정일(2013년 8월 27일)

에 대해서도 살펴볼 필요가 있다. 이를 위해 본 연구는 구조방정식 모형을 통해 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭 및 자본시장평가에 미치는 직·간접적인 영향이 존재하는지를 분석한다.

분석결과에 의하면 내부회계관리제도가 취약할수록 이익의 질은 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 내부회계관리제도의 취약점이 직·간접적으로 정보비대칭을 심화시킨다는 결과를 확인할 수 있었다. 뿐만 아니라 내부회계관리제도 취약점에 대한 자본시장의 평가는 부정적인 것으로 나타났다. 특히 내부회계관리제도의 취약점이 자본시장평가에 미치는 영향은 직접적인 영향보다 이익의 질 훼손 및 정보비대칭 심화를 통한 간접적인 영향이 강하다는 것을 확인하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 본 연구는 구조방정식 모형을 사용하여 매개변수에 대한 고려를 통해 내부회계관리제도의 효익을 종합적으로 분석한다는 점에서 선행연구와 차별된다. 둘째, 본 연구는 내부회계관리제도의 효익과 비용에 대한 많은 논의가 이루어지고 있는 상황에서 내부회계관리제도의 유용성에 대한 단편적인 증거가 아닌 종합적인 증거를 제시한다는 점에서 의의를 가질 것이다. 셋째, 본 연구는 자본시장이 내부회계관리제도 취약점을 부정적으로 평가한다는 결과를 제시함으로써 내부회계관리제도를 운영하는 기업, 감독을 수행하는 감독기관, 자본시장 참여자, 감사인 등에게 중요한 시사점을 제공할 것이다.

주제어 : 내부회계관리제도, 이익의 질, 정보비대칭, 자본시장평가, 구조방정식

I. 서론

엔론(Enron), 월드컴(WorldCom), 대우 등과 같은 대규모 회계부정사건은 회계정보의 신뢰성 훼손이 자본시장의 효율적 운영에 장애 요인으로 작용할 수 있다는 점을 보여준 가장 대표적인 사건이라 할 수 있다. 대규모 회계부정사건을 계기로 회계처리기준뿐만 아니라 회계정보 및 공시정보를 산출하는 과정인 내부통제시스템의 투명성을 확보하기 위한 규정의 필요성이 제기되었다. 그 결과로 국내에서는 2003년 주식회사의 외부감사에 관한 법률(외감법)에 내부회계관리제도에 관한 규정이 제정되어 시행되고 있다.

이러한 배경에서 본 연구는 내부회계관리제도의 효익을 세 가지 관점에서 살펴보고자 한다. 즉, 본 연구는 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질, 정보비대칭 및 자본시장평가에 미치는 영향을 분석한다. 내부회계관리제도의 취약점이 정보비대칭과 자본시장평가에 미치는 영향은 직접적인 영향과 간접적인 영향으로 구분될 수 있다. 구체적으로 내부회계관리제도가 취약하다는 것은 회계정보 및 공시정보를 산출하는 과정에 문제점이 존재한다는 것이므로 내부회계관리제도 취약점은 정보비대칭을 심화시키는 직접적인 요인으로 작용할 수 있다. 한편, 내부회계관리제도의 취약점으로 인해 낮아진 이익의 질이 정보비대칭을 심화시킬 수 있다. 따라서 내부회계관리제도의 취약점은 직접적으로 정보비대칭에 영향을 미칠 뿐만 아니라 이익의 질을 낮춤으로써 간접적으로 정보

비대칭에 영향을 줄 수 있다.

내부회계관리제도가 취약하다는 것은 기업이 한정된 자원을 관리하고 활용하는 운영의 제도적 기반에 문제점이 존재한다는 것을 의미한다. 취약기업은 보유한 자원의 비효율적인 관리와 사용으로 인해 경영활동을 비효율적으로 수행할 가능성이 높다. 따라서 자본시장은 내부회계관리제도의 취약점 자체를 부정적으로 평가할 것이다. 뿐만 아니라 자본시장은 내부회계관리제도 취약점으로 인해 낮아진 이익의 질과 정보비대칭의 심화에 대해서도 부정적으로 평가할 것이다. 종합해보면 내부회계관리제도 취약점이 자본시장평가에 미치는 영향을 정확하게 분석하기 위해서는 자본시장평가에 직접적으로 미치는 영향과 이익의 질 훼손 및 정보비대칭의 심화를 통해 간접적으로 미치는 영향을 모두 고려해야 한다.

따라서 내부회계관리제도의 효익을 정확하게 파악하기 위해서는 내부회계관리제도 취약점의 직접적인 영향뿐만 아니라 간접적인 영향에 대해서도 살펴볼 필요가 있다. 이를 위해 본 연구는 구조방정식 모형을 통해 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭 및 자본시장평가에 미치는 직·간접적인 영향이 존재하는지를 분석한다. 즉, 본 연구는 선행연구들이 내부회계관리제도의 취약점이 자본시장평가에 미치는 영향을 분석함에 있어 간과하였던 이익의 질과 정보비대칭이 매개변수로 작용할 수 있다는 점을 살펴보고자 한다.

분석결과에 의하면 내부회계관리제도가 취약할수록 이익의 질은 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 내부회계관리제도의 취약점이 직·간접적으로 정보비대칭을 심화시킨다는 결과를 확인할 수 있었다. 뿐만 아니라 내부회계관리제도 취약점에 대한 자본시장의 평가는 부정적인 것으로 나타났다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 본 연구는 구조방정식 모형을 사용하여 매개변수에 대한 고려를 통해 내부회계관리제도의 효익을 종합적으로 분석한다는 점에서 선행연구와 차별된다. 구체적으로 본 연구는 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭과 자본시장평가에 미치는 직접적인 영향뿐만 아니라 이익의 질을 통한 간접적인 영향을 분석한다는 점에서 의의를 가진다. 둘째, 본 연구는 내부회계관리제도의 효익과 비용에 대한 많은 논의가 지속적으로 이루어지고 있는 상황에서 내부회계관리제도의 효익을 종합적으로 고찰한다는 점에서 공헌점을 가진다. 셋째, 본 연구는 자본시장이 내부회계관리제도 취약점을 부정적으로 평가한다는 결과를 제시함으로써 내부회계관리제도를 운영하는 기업, 감독을 수행하는 감독기관, 자본시장 참여자, 감사인 등에게 중요한 시사점을 제공할 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토하고, 제Ⅲ장에서는 가

설을 설정하고 이를 검증하기 위한 연구방법을 설명한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 살펴보고, 제Ⅴ장에서는 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 검토

내부회계관리제도에 대한 선행연구들은 크게 두 가지로 분류할 수 있다. 우선 내부회계관리제도의 효익을 살펴본 연구들로 내부회계관리제도의 취약점 보고와 이익의 질 간에 관련성을 분석한 연구들이다. 두 번째 분류의 선행연구들은 내부회계관리제도의 취약점 보고에 대한 자본시장의 반응을 살펴보았다.

1. 내부회계관리제도 취약점과 이익의 질에 대한 선행연구

Doyle et al.(2007)은 과거부터 존재했던 내부통제의 취약점이 Sarbanes-Oxley Act 시행의 결과로 외부에 공시되었을 가능성이 높다고 판단하고 취약점이 공시되기 이전 7년간 이익의 질을 분석하였다. 분석결과에 의하면 내부회계관리제도의 취약점을 보고하지 않은 기업(정상기업)과 비교하여 취약기업, 특히 중요한 취약점을 보고한 기업에서 이익의 질이 유의하게 낮은 것으로 나타났다.

이명곤 등(2007)은 내부회계관리제도의 취약점과 이익의 질 간에 관련성이 존재하는지를 분석하고 내부회계관리제도의 취약점과 자본시장이 평가하는 정보위험 간의 관련성을 살펴보았다. 분석결과에 따르면 취약기업은 정상기업과 비교하여 이익의 질이 낮았으며, 자본시장은 취약기업이 공시하는 회계정보에 대하여 정보위험을 높게 평가하는 것으로 나타났다.

이명곤과 이세철(2009)은 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업과 보고하지 않은 기업의 이익 유연화, 회계처리 보수성, 적시성, 예측가능성, 가치관련성 등을 비교하였다. 연구결과를 살펴보면 취약점을 보고한 기업일수록 이익조정을 통해 이익을 유연화시키고 있으며, 비보수적으로 회계처리하는 것으로 나타났다.

김정교 등(2009)은 취약기업 이익의 질이 정상기업보다 더 낮은지를 분석하였다. 뿐만 아니라 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업 중 향후 취약점이 개선된 기업이 그렇지 않은 기업보다 개선연도에 이익의 질이 더 향상되는지를 조사하였다. 분석결과에 의하면 취약점을 보고한 기업일수록 이익의 질이 낮은 것으로 나타났다. 또한 김정교 등(2009)은 내부회계관리제도의 취약점이 개선된 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 개선연도에 이익의 질이 높다는 결과를 보고하였다.

양대천 등(2011)은 내부회계관리제도의 취약점을 공시하는 기업일수록 실제이익조정을 수행하는지를 살펴보았다. 연구결과에 따르면 내부회계관리제도 취약점 공시는 실제 이익조정과 유의한 양(+)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다.

위에 언급한 선행연구들은 내부회계관리제도가 취약한 기업일수록 이익의 질이 낮아진다는 동일한 결과를 보고하고 있다. 기업의 내부회계관리제도는 재무제표에 부정이나 오류가 포함될 가능성을 감소시키는 역할을 수행한다. 따라서 내부회계관리제도가 취약하다는 것은 재무제표에 부정이나 오류가 포함될 가능성이 높다는 것을 의미한다. 이와 같은 관점에서 이상의 선행연구들은 내부회계관리제도 시행 초기에 제도의 실효성을 살펴보았다는 점에서 의의를 가질 것이다.

2. 내부회계관리제도 취약점에 대한 자본시장평가를 분석한 선행연구

외감법에 의해 감사인의 내부회계관리제도 검토의견 공시가 의무화되기 이전에는 자본시장 참여자들이 기업의 내부회계관리제도와 관련된 정보를 이용하는데 어려움이 있었다. 그러나 내부회계관리제도의 시행으로 인해 자본시장의 참여자들은 기업의 회계정보를 산출하는 과정, 즉 내부회계관리제도에 대한 정보를 의사결정에 활용할 수 있게 되었다. 이러한 측면에서 내부회계관리제도의 취약점에 대한 자본시장의 평가를 분석한 연구들을 살펴보면 다음과 같다.

Gupta and Nayar(2007)는 내부통제의 취약점을 보고한 기업을 대상으로 취약점 보고에 대한 자본시장의 반응을 조사하였다. 분석결과에 따르면 취약점 보고일에 주식수익률이 하락하는 것으로 나타났다. 또한 Gupta and Nayar(2007)는 감사품질이 높은 감사인(BIG4)이 감사할 경우 자본시장의 부정적인 반응이 상대적으로 약화된다는 결과를 제시하였다.

최순재 등(2009)은 국내에서 자본시장이 내부회계관리제도의 취약점 보고를 어떻게 평가하는지를 살펴보았다. 분석결과에 의하면 취약점이 보고된 일자를 기준으로 전과 후 3일 간의 규모조정누적초과수익률이 유의한 음(-)의 값을 보이는 것으로 나타났다.

Munsif et al.(2012)은 내부통제가 취약할수록 감사보고서 제출일이 지연된다는 연구결과를 보고하였다. Munsif et al.(2012)의 결과는 내부통제의 취약점이 회계정보의 적시성에 부정적인 영향을 미친다는 것을 의미하는 것이다.

Dhaliwal et al.(2011)은 내부통제의 취약점을 보고한 기업의 자본비용을 분석하였다. 분석결과를 살펴보면 내부통제의 취약점을 보고한 기업일수록 자본비용이 높은 것으로 나타났다.

Gordon and Wilford(2012)는 내부통제의 취약점을 반복적으로 보고한 기업의 자본비용

을 분석하였다. Gordon and Wilford(2012)는 내부통제의 취약점을 개선하지 않고 연속적으로 보고한 기업의 자본비용이 높아진다는 연구결과를 보고하였다.

이명곤 등(2012)은 내부회계관리제도 취약점을 보고한 기업의 당해 연도 및 차기 연도 일별주식수익률의 변동성을 살펴보고 주식수익률이 악화되는지를 분석하였다. 연구결과에 따르면 내부회계관리제도의 취약점을 보고하지 않은 기업에 비해 취약기업에서 일별주식수익률의 변동성은 크고, 주식수익률은 낮은 것으로 나타났다.

이상의 연구들은 자본시장 관점에서 내부회계관리제도의 효익을 살펴보았다는 점에서 시사점을 제공한다고 할 수 있다. 그러나 이상의 연구들은 내부회계관리제도의 취약점에 대한 자본시장의 평가를 분석함에 있어 내부회계관리제도 취약점의 직접적인 영향에만 초점을 두고 있다. 본 연구는 구조방정식 모형을 통해 내부회계관리제도 취약점의 직접적인 영향과 간접적인 영향을 동시에 분석한다는 점에서 차별성을 가진다.

Ⅲ. 가설설정 및 연구방법

1. 가설설정

내부회계관리제도는 기업의 재무제표가 일반적으로 인정된 회계처리기준에 따라 작성·공시되었는지의 여부에 대한 합리적 확신을 제공하기 위해 설계·운영되는 내부통제제도의 일부분으로서 이사회, 경영진 등 기업의 모든 조직구성원들에 의해 지속적으로 실행되는 과정을 의미한다(내부회계관리제도 모범규준 문단 9, 문단 10). 따라서 기업의 내부회계관리제도가 취약하다는 것은 회계정보를 산출하는 과정이 투명하지 못하다는 것을 의미한다. 즉, 내부회계관리제도가 취약할수록 기업의 재무제표에 부정이나 오류가 포함될 가능성이 높다고 볼 수 있는 것이다.

Gaver et al.(1995)은 경영자가 재량권을 사용하여 영업활동으로 인한 현금흐름을 조정하기 어렵다고 주장하였다. 이러한 주장은 경영자가 회계선택의 변경을 통해 영업활동으로 인한 현금흐름을 조정하기 힘들다는 가정을 전제로 한다. 따라서 경영자가 자신의 사적인 이득을 획득하기 위해 회계정보를 왜곡할 경우 이는 당기순이익에 한정되어 이루어질 가능성이 높다. 그러므로 이익의 질이 높다는 것은 경영자가 회계정보를 왜곡할 가능성이 낮다는 것을 의미할 뿐만 아니라 회계정보의 신뢰성이 높다는 것으로 해석할 수 있다.

당기순이익이 영업활동으로 인한 현금흐름과 발생액으로 정의된다는 점에서 발생액의 질은 결과적으로 이익의 질이라고 볼 수 있다. 이와 같은 측면에서 많은 선행연구들

은 발생액의 질을 회계정보의 신뢰성에 대한 대응치로 사용하고 있다. 구체적으로 김광호 등(2008)과 김정교 등(2009)은 내부회계관리제도가 취약할수록 발생액의 질이 낮아진다는 결과를 제시하고 있다. 따라서 본 연구는 내부회계관리제도의 취약점을 보고할수록 이익의 질이 낮은지를 살펴봄으로써 내부회계관리제도의 취약점이 회계정보의 신뢰성을 훼손하는지를 검증하고자 한다. 이를 위해 가설 1을 다음과 같이 설정한다.¹⁾

가설 1: 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업일수록 이익의 질이 낮을 것이다.

앞에서 설정한 가설 1의 논리와 같이 내부회계관리제도는 회계정보의 산출과정에 정확성과 신뢰성을 부여함으로써 회계정보의 품질을 향상시키는 것으로 이해할 수 있다. 이와 같은 내부회계관리제도의 역할에 비추어볼 때 내부회계관리제도에 취약점이 존재한다는 것은 회계정보의 품질을 향상시키는 과정, 즉 회계정보를 산출하는 일련의 과정에 문제점이 존재한다는 것을 의미한다. 따라서 내부회계관리제도의 취약점이 존재할수록 회계정보에 부정이나 오류가 포함될 가능성이 높아진다고 할 수 있다.

회계정보는 자본시장에서 자본시장의 참여자들과 기업 간의 정보비대칭을 완화하는 역할을 수행한다. Francis et al.(2005)은 회계정보의 신뢰성이 훼손될수록 정보위험이 높아진다고 주장하였다. 따라서 회계정보를 산출하는 과정에 문제점이 존재한다는 것은 자본시장의 참여자들과 기업 간의 정보비대칭을 심화시키는 요인으로 작용할 것이다. 즉, 내부회계관리제도의 취약점은 자본시장 참여자들과 기업 간의 정보비대칭을 악화시킬 것으로 예상된다. 이러한 논리를 바탕으로 가설 2를 다음과 같이 설정한다.

가설 2: 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업일수록 정보비대칭이 높을 것이다.

기업은 한정된 자원을 활용하여 경영활동을 수행한다. 내부회계관리제도의 취약점을 보고한다는 것은 기업이 한정된 자원을 관리하고 활용하는 운영의 제도적 기반에 문제점이 존재한다는 것을 의미한다(최순재 등 2009). 따라서 내부 자원의 비효율적인 관리와 활용으로 인해 취약기업은 비효율적인 경영활동을 수행할 가능성이 높다. 비효율적인 경영활동은 기업의 수익성에 악영향을 미칠 것으로 예상된다. 이러한 측면에서 Rose et al.(2010)은 설문을 통해 자본시장 참여자들이 내부통제의 취약점을 부정적으로 인식하고 있다는 결과를 제시한 바 있다.

1) 가설 1은 김정교 등(2009), 이명곤과 이세철(2009) 등의 선행연구에서 이미 검증된 가설이다. 그러나 본 연구는 내부회계관리제도의 효익을 종합적으로 살펴보기 위해 가설 1을 재검증하고자 한다.

국내에서 보고된 내부회계관리제도 취약점의 유형을 살펴보면 경영자의 횡령, 부외부채의 가능성 등과 같은 취약점들이 존재한다. 이와 같은 취약점은 내부회계관리제도의 검토보고서가 공시되는 시점에 자본시장평가에 반영되는 것이 아니라 효율적 시장가설에 따라 취약점이 발생하는 즉시 자본시장평가에 반영될 가능성이 높다. 따라서 당해 연도 취약점과 차기 연도 자본시장평가를 살펴보는 것은 효율적 시장가설에 일치하는 분석방법이라 할 수 없다.²⁾ 이러한 측면에서 본 연구는 당해 연도 내부회계관리제도 취약점이 당해 연도 자본시장평가에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 권광현 등(2012)도 본 연구와 동일한 관점에서 당해 연도의 내부회계관리제도 취약점이 당해 연도 자본시장평가에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 가설 3을 다음과 같이 설정한다.

가설 3: 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업일수록 자본시장평가는 부정적일 것이다.

가설 1에서 언급한 바와 같이 내부회계관리제도의 취약점은 회계정보의 신뢰성을 훼손시키는 직접적인 요인으로 작용할 것이다. 또한 가설 2의 논리에 비추어볼 때 내부회계관리제도의 취약점은 해당 기업의 정보비대칭을 심화시킬 것으로 예상된다. 이 때 내부회계관리제도의 취약점이 정보비대칭을 심화시키는 원인은 두 가지로 구분될 수 있다. 첫째, 가설 2를 설정한 논리와 같이 내부회계관리제도에 취약점이 존재한다는 것은 회계정보품질을 향상시키는 과정, 즉 회계정보 및 공시정보를 산출하는 일련의 과정에 문제점이 존재한다는 것을 의미한다. 따라서 이러한 문제점이 정보비대칭을 직접적으로 심화시킬 가능성이 높다.

둘째, 내부회계관리제도의 취약점으로 인해 낮아진 이익의 질로 인해 정보비대칭이 심화될 가능성이 존재한다. 많은 선행연구에서 이익의 질을 회계정보의 신뢰성에 대한 대응치로 사용했다는 점과 회계정보가 자본시장에서 자본시장 참여자들과 기업 간의 정보비대칭을 완화하는 역할을 수행한다는 점에서 내부회계관리제도의 취약점으로 인해 낮아진 이익의 질이 간접적으로 정보비대칭에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높다. 즉, 내부회계관리제도 취약점으로 인해 훼손된 회계정보의 신뢰성이 정보비대칭을 심화시키는 간접적인 영향이 존재할 것이다.

종합해보면 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭을 심화시키는 직접적인 영향과 회계정보의 신뢰성을 훼손함으로써 정보비대칭을 심화시키는 간접적인 영향이 모두 존

2) Donelson et al.(2012)은 부정적인 이익정보를 자본시장에 적시에 전달할수록 소송위험이 낮아진다는 연구결과를 보고하였다. Donelson et al.(2012)의 연구결과는 부정적인 소식을 자본시장에 조기에 전달할수록 기업이 부담하는 소송위험이 낮아진다는 것을 의미한다. 이러한 관점은 본 연구와 동일한 관점이라 볼 수 있다.

재한다고 할 수 있다. 앞에서 설정한 가설 2는 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭을 직접적으로 심화시키는지 살펴보기 위해 설정한 가설이다. 내부회계관리제도 취약점이 매개변수인 이익의 질 훼손을 통해 정보비대칭을 간접적으로 심화시키는지 분석하기 위해 가설 4를 다음과 같이 설정한다.

가설 4: 내부회계관리제도의 취약점은 이익의 질을 낮춤으로써 정보비대칭을 심화시킬 것이다.

자본시장이 내부회계관리제도 취약점을 부정적으로 평가하는 원인은 네 가지로 요약할 수 있다. 첫째, 자본시장이 취약점 자체를 부정적으로 평가할 가능성이 높다. 가설 3과 같이 취약점을 보고한다는 것은 기업이 한정된 자원을 관리하고 활용하는 운영의 제도적 기반에 문제점이 존재한다는 것을 의미한다. 따라서 자본시장은 이러한 제도적 기반이 취약하다는 것 자체를 부정적으로 평가할 것이다.

둘째, 취약점으로 인해 낮아진 이익의 질이 자본시장의 평가에 영향을 줄 수 있다. 가설 1에서 언급한 바와 같이 취약점은 이익의 질을 훼손시키는 요인으로 작용할 것이다. 이러한 이익의 질 훼손은 자본시장에서 기업의 정보위험을 증가시키는 요인으로 작용할 수 있다. 따라서 취약점이 이익의 질을 낮춤으로써 자본시장의 평가에 간접적으로 미치는 영향이 존재할 것이다.

셋째, 가설 2의 논리와 같이 취약점으로 인해 자본시장과 해당 기업 간의 정보비대칭이 심화된다면 자본시장은 정보비대칭의 심화를 부정적으로 평가할 것이다. 즉, 정보비대칭의 심화로 인해 증가되는 정보위험이 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 판단된다. 취약점이 매개변수인 정보비대칭을 통해 자본시장평가에 간접적으로 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

넷째, 가설 4에서 살펴본 바와 같이 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질을 낮춤으로써 정보비대칭을 심화시킨다면, 자본시장 평가에도 부정적인 영향을 미칠 것이다. 즉, 자본시장은 취약점으로 인해 이익의 질이 훼손되고, 정보비대칭이 심화된다는 것을 부정적으로 평가할 것이다. 따라서 취약점으로 인해 낮아진 이익의 질과 심화된 정보비대칭이 자본시장의 평가에 간접적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.³⁾

3) 조중석과 조문희(2010)는 이익의 질이 훼손될수록 정보비대칭이 심화될 뿐만 아니라 정보비대칭의 심화가 재무분석가의 예측정보정확성에 부정적인 영향을 미침으로써 해당 기업의 자본비용이 증가한다는 연구결과를 보고하였다. 조중석과 조문희(2010)의 결과는 이익의 질 훼손이 자본시장에서 정보중개인으로서 중요한 역할을 수행하고 있는 재무분석가의 예측정보정확성에 부정적인 영향을 미치는 것을 통해 자본시장평가에 영향을 준다는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 측면에서 재무제표가 왜곡될 가능성이 높다는 것을 의미하는 내부회계관리제도 취약점은 이익의 질 및 정보비대칭을 통해 자본시장평가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다.

종합해보면 내부회계관리제도 취약점에 대한 자본시장의 평가는 직접적인 영향과 세 가지 간접적인 영향으로 인해 부정적일 것으로 예상된다. 가설 3은 내부회계관리제도 취약점이 자본시장의 평가에 직접적으로 미치는 영향을 검증하기 위해 설정한 가설이다. 내부회계관리제도 취약점이 자본시장의 평가에 미치는 세 가지 간접적인 영향을 살펴보기 위해 가설 5와 가설 6 및 가설 7을 다음과 같이 설정한다.

가설 5: 내부회계관리제도의 취약점은 이익의 질을 낮춤으로써 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 6: 내부회계관리제도의 취약점은 정보비대칭의 심화를 통해 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 7: 내부회계관리제도의 취약점은 이익의 질 훼손 및 정보비대칭 심화를 통해 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

2. 변수의 측정

가. 내부회계관리제도의 취약점

본 연구는 내부회계관리제도의 취약점을 세 가지 방식으로 측정한다. 첫째, 많은 선행연구들과 동일하게 내부회계관리제도 취약점을 취약점의 보고여부로 측정한다. 즉, 취약점을 보고하였으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수(IC)를 분석에 사용한다(이명곤 등 2012). 둘째, 본 연구는 취약점을 경영자의 악의적인 의도가 포함된 중요한 취약점과 미미한 취약점으로 나누어 중요한 취약점을 보고하였으면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수(MW)를 분석을 수행한다(김정교 등 2009).⁴⁾ 셋째, 본 연구는 취약점을 감사인의 내부회계관리제도 검토보고서에 언급된 내부회계관리제도 취약점의 개수(ICN)로 측정하여 분석에 사용한다(이명곤 등 2008).

나. 이익의 질

본 연구는 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질을 낮추는지를 분석한다. 이를 위해 본 연구는 이익의 질에 대한 대응치로 재량적 발생액의 절대값, 성과대응 재량적 발

4) 본 연구는 김정교 등(2009)과 동일하게 경영자의 횡령, 내부회계관리제도 조직과 문서화 미비, 회계자료수집 및 회계처리에 대한 통제절차 미비, 감사 및 이사회 기능의 미비, 자금의 입출금에 대한 통제절차 미비, 자산의 관리보호 및 관련통제절차 미비, 감사인의 검토의견거절 등을 중요한 취약점으로 분류한다.

생액의 절대값, 유동발생액의 현금전환가능성, 회계처리의 보수성을 사용하여 분석을 수행한다.

(1) 재량적 발생액

재량적 발생액은 Dechow et al.(1995)이 제시한 수정 Jones 모형인 식 (1)을 사용하여 측정한다. 식 (1)에서 TA, ΔREV , ΔREC , PPE 및 A는 각각 총발생액, 매출액의 변화분, 매출채권의 변화분, 감가상각대상자산 및 총자산을 의미한다. 여기서 기업규모의 역수는 기초총자산으로 표준화하는 과정에서 발생한 것이다. 식 (1)을 산업-연도별로 적용하여 추정된 각 기업의 잔차항(ε)이 각 기업의 재량적 발생액(DA)이 된다.

$$TA_{i,t} / A_{i,t-1} = b_0 (1 / A_{i,t-1}) + b_1 [(\Delta REV_{i,t} - \Delta REC_{i,t}) / A_{i,t-1}] + b_2 (PPE_{i,t} / A_{i,t-1}) + \varepsilon_{i,t} \quad \text{식 (1)}$$

TA : 총발생액
 ΔREV : 매출액의 변화분
 ΔREC : 매출채권의 변화분
PPE : 감가상각대상자산
A : 총자산
 ε : 잔차항

본 연구는 취약기업의 경영자가 자신의 재량권을 사용하여 조정한 이익의 크기에 초점을 둔다. 따라서 식 (1)을 통해 측정한 재량적 발생액을 절대값으로 변환하여 분석에 사용한다. 또한 이익의 질이 높아질수록 해당 값이 증가하는 속성을 갖도록 하기 위해 재량적 발생액의 절대값에 (-1)을 곱하여 ABSDA를 측정한다. 결과적으로 ABSDA가 증가할수록 이익의 질이 향상된다고 할 수 있으며, 내부회계관리제도 취약점으로 인해 이익의 질이 낮아진다면 ABSDA는 작아질 것이다.

(2) 성과대응 재량적 발생액

재량적 발생액을 추정하는 모형들의 설명력을 비교한 Kothari et al.(2005)은 다른 모형들과 비교하여 성과대응 모형이 경영자의 발생액 조정을 정확하게 측정한다는 결과를 제시하였다. 이러한 결과를 바탕으로 본 연구는 수정 Jones 모형(1995)을 이용하여 재량적 발생액을 추정한 후 추정오류를 감소시키기 위하여 Kothari et al.(2005)이 제시한 방법으로 성과대응 재량적 발생액(PDA)을 측정한다.

성과대응 재량적 발생액을 측정하기 위한 방법은 다음과 같다. 첫째, ROA를 기준으로 표본을 각 연도별로 총 20개 집단으로 분류한다. 둘째, 각 집단별로 재량적 발생액

의 중위수를 계산한다. 셋째, 각 집단별로 계산된 재량적 발생액의 중위수를 각 집단에 속한 개별기업의 재량적 발생액에서 차감한다. 식 (2)는 성과대응 재량적 발생액을 계산하는 과정을 나타내고 있다. 성과대응 재량적 발생액의 절대값에 (-1)을 곱하여 ABSPDA를 추정한다. 따라서 ABSDA와 동일하게 내부회계관리제도 취약점으로 인해 이익의 질이 낮아진다면 ABSPDA는 작아질 것이다.

$$PDA_{i,t} = DA_{i,t} - median(DA_{i,t})_p \tag{2}$$

PDA : 성과대응 재량적 발생액

DA : 수정 Jones모형(1995)에 의해 추정된 재량적 발생액

(3) 유동발생액의 현금전환가능성

Dechow and Dichev(2002)와 McNichols(2002)는 다음의 식 (3)과 같은 모형을 이용하여 유동발생액의 현금전환가능성을 측정하였다. 구체적으로 식 (3)을 통해 측정한 잔차항(ϵ)의 절대값이 클수록 유동발생액의 현금전환가능성이 낮다는 것을 의미하며, 이는 발생액의 질이 낮다는 것으로 해석할 수 있다. 본 연구도 Dechow and Dichev(2002)와 McNichols(2002)와 동일하게 식 (3)을 산업-연도별로 적용하여 추정된 각 기업의 잔차항을 절대값으로 변환하여 분석에 사용한다. 그러나 유동발생액의 현금전환가능성이 높아질수록 해당 값이 증가하도록 하기 위하여 잔차항(ϵ)의 절대값에 (-1)을 곱하여 ABSEQ를 추정한다.

$$\begin{aligned} \Delta WC_{i,t} = & b_0 + b_1 CFO_{i,t-1} + b_2 CFO_{i,t} + b_3 CFO_{i,t+1} + b_4 \Delta REV_{i,t} \\ & + b_5 PPE_{i,t} + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \tag{3}$$

ΔWC : 유동발생액

CFO : 영업활동으로 인한 현금흐름

ΔREV : 매출액의 변화분

PPE : 감가상각대상자산

ϵ : 잔차항

(4) 회계처리의 보수성

본 연구는 회계처리 보수성에 대한 대응치를 Penman and Zhang(2002)의 방식으로 측정한다. Penman and Zhang(2002)은 재무제표에서 회계처리 보수성과 관련된 계정과목을 추출하여 회계처리 보수성 지표로 정의하였다. 김정옥과 배길수(2006)는 Penman and Zhang(2002)이 제시한 재무제표 상의 계정과목을 이용하여 산출한 회계처리 보수성 지표를 이용하여 어떠한 기업 특성이 회계처리 보수성과 관련성을 가지고 있는지를 분석

하였다. 본 연구는 회계처리 보수성의 두 번째 대응치를 Penman and Zhang(2002) 및 김정옥과 배길수(2006)가 제안한 방법을 이용하여 측정한다. 구체적인 측정방법은 식 (4)와 같다. 식 (4)에서 ER은 연구개발비, 광고선전비 등과 같이 자산화할 수 있는 비용이고, NOA는 순영업자산을 의미한다. 경영자가 연구개발비 등과 같이 자산으로 계상할 수 있는 부분을 해당 회계기간의 비용으로 인식할수록 보수적인 회계처리를 수행한다고 볼 수 있다. CON이 큰 값을 가질수록 회계처리가 보수적으로 수행된다고 할 수 있다. 본 연구는 CON을 자산화 비용이라 명명한다.⁵⁾

$$CON_{i,t} = ER_{i,t} / NOA_{i,t} \tag{4}$$

CON : Penman and Zhang(2002)이 제안한 자산화 비용
 ER : 연구개발비, 광고선전비, 자산감액손실, 재고자산평가손실, 감가상각비, 대손상각비의 합
 NOA : 순영업자산

다. 정보비대칭

본 연구는 가설 2를 검증하기 위해 정보비대칭에 대한 다섯 가지 대응치를 사용한다. 구체적으로 본 연구는 일별주식수익률의 표준편차, 비기대주식수익률의 표준편차, 일별주식거래량의 표준편차, 주식거래량 및 비기대주식거래량 총 다섯 가지 대응치를 사용하여 가설 2를 검증한다.

(1) 일별주식수익률의 표준편차

본 연구의 정보비대칭에 대한 첫 번째 대응치는 일별주식수익률의 표준편차이다. Leuz and Verrecchia(2000)와 조중석과 조문희(2010)는 자본시장 참여자들과 기업 간의 정보비대칭이 심화될수록 일별주식수익률의 표준편차(변동성)가 증가한다는 연구결과를 제시하고 있다. 따라서 본 연구는 t년도 4월부터 t+1년 3월까지 1년 동안의 일별주식수익률을 사용하여 t년도의 일별주식수익률 표준편차(STDRET)를 측정한다.

$$STDRET_{i,t} = \alpha(\text{t년도 4월부터 t+1년도 3월까지 일별주식수익률})_{i,t} \tag{5}$$

STDRET : 일별주식수익률의 표준편차

5) 조건부 보수주의는 특정한 경제적 사건이 발생하였을 때 차별적으로 수익과 비용을 인식하는 것을 말하며, 비조건부 보수주의는 경제적 사건과 독립적으로 순자산과 이익의 장부금액을 낮게 계상하는 것을 의미한다(Basu 2005). 선행연구에 의하면 조건부 보수주의는 이익의 질을 높이는 것으로 인식되고 있으며, 비조건부 보수주의는 조건부 보수주의에 잡음(noise)을 더하게 되어 중립적이거나 이익의 질을 저해하는 것으로 인식되고 있다(김우영과 고종권 2009). 그러나 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업은 규모가 작고 성과가 양호하지 못하다는 점에 비추어볼 때 특정한 경제적 사건에 반응하는 것보다 순자산과 이익의 장부금액을 과대 계상하려는 유인이 강할 것으로 예상된다(이명곤 등 2007). 이러한 측면에서 본 연구는 비조건부 보수주의에 대한 대응치인 자산화 비용을 사용하여 가설을 검증한다.

(2) 비기대주식수익률의 표준편차

본 연구는 정보비대칭의 두 번째 대응치로 비기대주식수익률의 표준편차를 사용한다. 비기대수익률이란 자본시장 참여자들이 기대한 수익률을 벗어나는 수익률을 의미한다. Bailey et al.(2003)과 Alexandridis et al.(2007)은 비기대수익률이 발생하는 원인이 자본시장 참여자들 간의 정보비대칭 때문이라고 주장하였다. 즉, 정보비대칭으로 인해 자본시장 참여자들 간의 기대수익률에 차이가 발생하게 되며, 이러한 차이의 변동이 클수록 정보비대칭이 심각하다는 것이다. 본 연구는 Bailey et al.(2003)과 Alexandridis et al.(2007)이 제안한 방식을 적용하여 비기대주식수익률의 변동성을 측정한다. 구체적인 측정방법은 식 (6)과 같다. 식 (6)에서 시장의 기대수익률은 일별시장주식수익률로 측정하며, 각 개별기업의 일별주식수익률에서 일별시장주식수익률을 차감한 값을 비기대주식수익률로 정의한다. 이와 같은 방식으로 계산된 비기대주식수익률의 1년간 표준편차를 측정하고 분석에 사용한다.

$$UVARRET_{i,t} = \alpha(t\text{년도 4월부터 } t+1\text{년도 3월까지 } RET - MRET)_{i,t} \quad \text{식 (6)}$$

$UVARRET$: 비기대주식수익률의 표준편차
 RET : 일별주식수익률
 $MRET$: 일별시장주식수익률

(3) 일별주식거래량의 표준편차

일별주식수익률의 표준편차와 마찬가지로 일별주식거래량의 표준편차를 정보비대칭의 대응치로 사용한다. 자본시장 참여자들과 기업 간의 정보비대칭이 심각하지 않다면, 자본시장에서 해당 기업의 주식은 안정적인 가격에 거래될 것이다. 따라서 안정적인 주식가격의 형성은 일별주식수익률의 변동성을 낮출 뿐만 아니라 일별주식거래량의 변동성을 낮출 것이다. 이러한 논리에서 본 연구는 t년도 4월부터 t+1년도 3월까지 일별주식거래량의 표준편차(STDVOL)를 측정하고 분석에 사용한다. 구체적인 측정방법은 식 (7)과 같다.

$$STDVOL_{i,t} = \alpha(t\text{년도 4월부터 } t+1\text{년도 3월까지 일별주식거래량})_{i,t} \quad \text{식 (7)}$$

$STDVOL$: 일별주식거래량의 표준편차

(4) 주식거래량

Harris and Raviv(1993)는 자본시장 참여자들과 기업 간의 정보비대칭이 심화될수록 자본시장 참여자들 간의 거래가 활발하게 이루어진다고 주장하였다. Harris and Raviv(1993)

의 주장은 모든 자본시장 참여자들이 해당 기업에 대해 동일한 수준의 정보를 가진다면 주식시장에서 거래가 이루어지지 않는다는 가정을 바탕으로 두고 있다. 그러나 반대로 정보비대칭이 심화되면 주식거래가 이루어지지 않는 상황이 발생할 수 있다. 즉, 자본시장 참여자들과 기업 간의 정보비대칭이 심화될수록 자본시장 참여자들이 주식거래를 회피하게 됨에 따라 주식거래량이 감소할 수 있다(조중석과 조문희 2010). 정보비대칭에 대한 대응치인 주식거래량의 경우 서로 상반된 논리가 존재하는 것이다.

국내의 관련 연구를 살펴보면 주식거래량은 정보비대칭이 심화될수록 증가하는 것으로 나타나고 있다.⁶⁾ 따라서 본 연구는 전자의 논리를 선택하고, 주식거래량을 식 (8)과 같이 측정하여 이를 분석에 사용한다. 구체적으로 주식거래량(TURN)은 일별주식거래량을 각 일자의 상장주식수로 나눈 값의 t년도 4월부터 t+1년도 3월까지 평균으로 측정한다. 주식거래량이 증가할수록 TURN은 큰 값을 가질 것이다.

$$TURN_{i,t} = \text{mean}(\text{일별주식거래량/상장주식수})_{i,t} \quad \text{식 (8)}$$

TURN : 주식거래량

(5) 비기대주식거래량

본 연구는 주식거래량(TURN)과 동일한 논리에서 비기대주식거래량을 정보비대칭의 대응치로 사용한다. 자본시장에서 정보비대칭이 심각할수록 자본시장 참여자들 간의 의견차이가 발생할 수밖에 없다. 의견차이로 인해 시장에서 거래되고 있는 해당 기업의 주식 수는 시장에서 평균적으로 거래되는 주식수보다 많을 것으로 예상된다. 이러한 논리에서 Bailey et al.(2003)과 손성규와 전영순(2000)은 비기대주식거래량을 정보비대칭의 대응치로 사용하고 있다. 구체적인 비기대주식거래량의 측정방법은 식 (9)와 같다. 식 (9)에서 자본시장의 기대거래량은 일별시장주식거래량으로 측정하며, 각 개별기업의 거래량에서 일별시장주식거래량을 차감한 값을 비기대주식거래량으로 정의한다. 이와 같은 방식으로 계산된 비기대주식거래량의 1년간 평균(UTURN)을 측정하고 분석에 사용한다.

$$UTURN_{i,t} = \text{mean}(t\text{년도 4월부터 } t+1\text{년도 3월까지 } VOL - MVOL)_{i,t} \quad \text{식 (9)}$$

UTURN : t년도 4월부터 t+1년도 3월까지 비기대주식거래량의 평균
VOL : 일별주식거래량/상장주식수
MVOL : 일별시장전체의 주식거래량/시장전체의 상장주식수

6) 후술하는 제IV장의 실증분석결과를 살펴보면 주식거래량과 다른 정보비대칭에 대한 대응치들 간에 양(+)의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 따라서 주식거래량이 증가할수록 정보비대칭이 심화된다고 할 수 있다.

라. 자본시장의 평가

본 연구는 자본시장이 내부회계관리제도의 취약점을 부정적으로 평가하는지를 분석한다. 이를 위해 본 연구는 자본시장평가에 대한 대응치로 규모조정수익률, 자본비용 및 기업가치를 사용하여 가설을 검증한다.

(1) 규모조정수익률

본 연구는 자본시장평가의 첫 번째 대응치로 규모조정수익률을 사용한다. 규모조정수익률을 측정하는 방법은 다음과 같다. 첫째, 각 분석연도마다 유가증권시장과 코스닥시장 각각에 대해 기업규모를 기준으로 10개의 포트폴리오를 구성한다. 둘째, 10개의 포트폴리오별로 평균수익률을 계산한다. 셋째, 각 기업의 수익률에서 기업이 속한 포트폴리오의 평균수익률을 차감하여 규모조정수익률(SAR)을 측정한다. 이를 식으로 표현하면 식 (10)과 같다.

$$SAR_{i,t} = RET_{i,t} - mean(RET_{i,t})_p \quad \text{식 (10)}$$

SAR : 규모조정수익률

RET : t년도 4월부터 t+1년도 3월까지 주식수익률

(2) 자본비용

본 연구는 Fama and French(1993)가 제안한 3-요인 모형(3-Factor Model)을 사용하여 자본비용을 측정한다. 구체적으로 각 개별기업별로 직전연도 자료를 식 (11)에 적용하여 회귀계수를 측정한다. 이와 같이 측정한 회귀계수와 당해 연도 각 개별기업의 자료를 활용하여 초과수익률을 측정한다. 이를 식으로 표현하면 식 (12)와 같다. 정리하면 먼저 Fama and French(1993)가 제안한 3-요인 모형을 사용하여 각 개별기업의 기대수익률을 측정한다. 다음으로 각 개별기업의 기대수익률에서 무위험이자율을 차감하여 초과수익률을 측정한다. 이렇게 측정한 각 개별기업의 초과수익률에서 해당 기업과 동일한 산업에 속한 기업들의 초과수익률 평균을 차감하여 각 개별기업의 자본비용을 측정한다(Fama and French 1997; D'Mello and Shroff 2000).

$$R_{i,t-1} - R_{f,t-1} = b_0 + b_1(R_{M,t-1} - R_{f,t-1}) + b_2 SMB_{t-1} + b_3 HML_{t-1} + \varepsilon_{i,t-1} \quad \text{식 (11)}$$

$R_{i,t} - R_{f,t}$: t기의 일별주식수익률 - t기의 일별무위험이자율

$R_{M,t} - R_{f,t}$: t기의 일별시장수익률 - t기의 일별무위험이자율

SMB : t기의 일별 기업규모 위험요소

HML : t기의 일별 장부가치 대비 시장가치비율 위험요소

ε : 잔차항

$$AR_{i,t} = E(R_{i,t}) - R_{f,t} \tag{12}$$

AR : 당해 연도의 초과수익률
 $E(R_{i,t})$: 식 (12)에서 계산된 회귀계수를 적용하여 측정된 당해 연도의 기대수익률
 $R_{f,t}$: t기의 무위험이자율

$$COE_{i,t} = (AR_{i,t} - mean(AR_{i,t})) \times (-1) \tag{13}$$

COE : Fama and French(1993)의 3-요인 모형을 이용해 측정된 자본비용
 AR : 당해 연도의 초과수익률

식 (13)은 3-요인 모형을 사용하여 측정된 각 개별기업의 초과수익률에서 해당 기업과 동일한 산업에 속한 기업들의 초과수익률 평균을 차감하여 계산하는 과정을 식으로 표현한 것이다.⁷⁾ 자본시장이 부정적으로 평가할수록 해당 값이 작아지도록 하기 위해 (-1)을 곱하여 COE를 측정하고 분석에 사용한다. 따라서 내부회계관리제도 취약점으로 인해 자본비용이 증가한다면, COE는 작아질 것이다.

(3) 기업가치

본 연구는 내부회계관리제도 취약점에 대한 자본시장의 평가를 살펴보기 위해 기업가치에 내부회계관리제도의 취약점이 미치는 영향을 분석한다. 이를 위해 본 연구는 기업가치에 대한 대응치로 사후적 내재가치를 이용한다. 본 연구는 기업의 사후적 내재가치를 당해 연도의 기업가치가 미래의 배당과 주가가치로 구성된다는 배당할인모형을 사용하여 측정한다. 기업가치에 대한 많은 선행연구들은 초과이익모형과 Ohlson 모형(1995)이 기업가치를 보다 잘 반영한다는 이론을 전개하고 있다(김권중 2001). 그러나 초과이익모형이나 Ohlson 모형(1995)의 경우 각 개별기업의 가치를 측정하는데 있어 많은 가정을 필요로 한다. 따라서 각 개별기업의 가치를 측정하는데 있어 가정으로 인한 측정오차의 문제가 발생할 가능성이 높다(Penman and Sougiannis 1998; Subramanyam and Venkatachalam 2007). 본 연구는 이러한 측면을 고려하여 배당할인모형을 사용하여 각 개별기업의 가치를 측정한다.

배당할인모형을 통해 사후적 내재가치를 측정하는 방법은 식 (14)와 같다. 구체적으로 t+1연도부터 t+n연도까지의 배당금액과 t+n연도 시장가치의 현재가치금액을 사후적 내재가치로 정의한다. 이 때 현재가치계산에 사용되는 할인율은 시장모형을 이용하여 측정된 각 산업의 평균 자본비용을 사용한다.⁸⁾ Penman and Sougiannis(1998)와 Subramanyam

7) 이와 같은 방식으로 자본비용을 측정하면 산업효과를 통제할 수 있다(D'Mello and Shroff 2000).

8) 시장모형을 통해 모든 기업의 자본비용을 추정된 후 각 산업별로 자본비용의 평균을 계산한다. 즉, 각 개별기업의 직전연도 자료를 사용하여 $R_{it} = \alpha_0 + \beta_1 R_{mt} + \epsilon_{it}$ 라는 시장모형을 통해 회귀계수(α_0, β_1)를 추정된 후 당해 연도의 자료에 대입하여

and Venkatachalam(2007)은 t+1년도부터 t+3년도까지의 배당금액과 t+3년도의 시장가치를 사용하여 각 개별기업의 사후적 내재가치를 측정하였다. 본 연구도 Penman and Sougiannis(1998)와 Subramanyam and Venkatachalam(2007)과 동일하게 각 개별기업의 사후적 내재가치를 측정한다.⁹⁾

$$IV_{i,t}^n = \ln\left(\sum_{j=1}^n \rho^{-j} (DIV_{i,t+j}) + \rho^{-n} (P_{i,t+N})\right) \quad \text{식 (14)}$$

IV : 사후적 내재가치
DIV : 배당금
P : 시장가치
ρ : 시장모형으로 측정한 자본비용

3. 구조방정식 모형

본 연구의 목적은 내부회계관리제도 취약점의 직접적인 영향뿐만 아니라 간접적인 영향을 동시에 분석하는 것이다. 본 연구는 이러한 목적을 달성하기 위해 구조방정식 모형을 사용한다. 구조방정식은 각 요인 간의 인과관계를 파악함에 있어 각 요인 간의 직접적인 영향과 간접적인 영향 및 전체적인 영향을 살펴볼 수 있다는 장점을 가진다. 따라서 구조방정식은 본 연구의 목적을 달성하는데 가장 적합한 연구방법이라 할 수 있다.

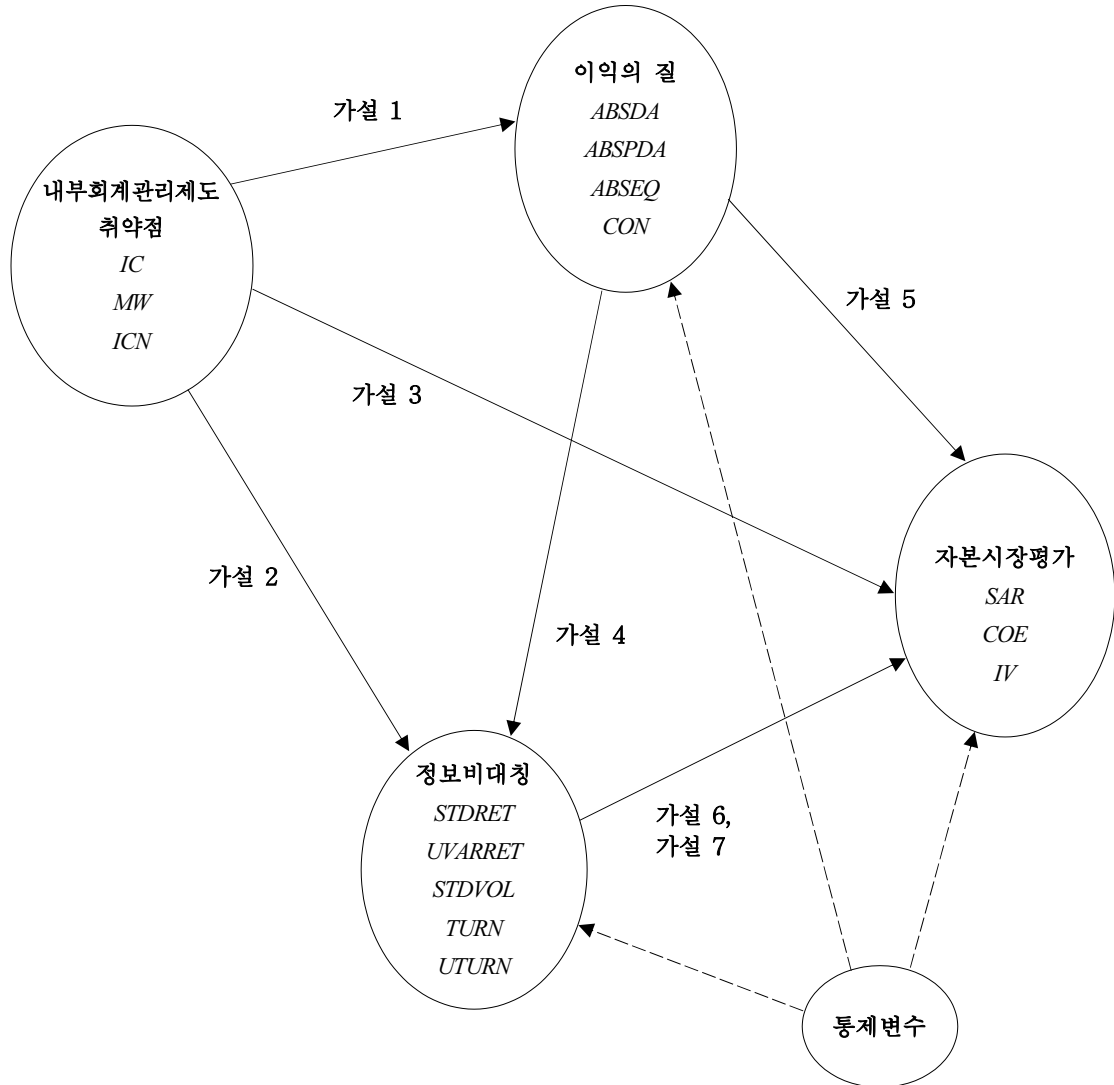
<그림 1>에서 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타난다면 본 연구의 가설 1이 지지된다고 할 수 있다. 또한 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭에 직접적으로 양(+)의 영향을 미친다면 본 연구의 가설 2가 지지된다고 볼 수 있다. 내부회계관리제도 취약점이 자본시장평가 직접적으로 음(-)의 영향을 미친다면 자본시장이 내부회계관리제도 취약점을 부정적으로 평가할 것이라는 가설 3은 지지되는 것이다.

<그림 1>에서 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질을 통해 정보비대칭에 유의한 양(+)의 영향을 미친다면 본 연구의 가설 4는 지지된다고 볼 수 있다. 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질을 통해 자본시장의 평가에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로

당해 연도 각 개별기업의 기대수익률을 측정한다. 이렇게 측정된 모든 기업의 기대수익률을 사용하여 각 산업별로 자본비용의 평균을 계산하고 식 (14)의 현재가치계산에 사용한다.

9) 본 연구에서 사용한 사후적 내재가치는 내부회계관리제도 취약점이 보고된 이후의 배당자료가 사용된다는 점에서 해당 기간의 정확한 자본시장평가를 의미하지 못할 수 있다. 그러나 내부회계관리제도의 취약점으로 인해 현재의 자본비용이 증가하고 취약기업이 비효율적인 경영활동을 수행할 가능성이 높음에 따라 미래의 배당금이 감소할 수 있다는 점에서 취약점이 사후적 내재가치에 미치는 영향이 존재할 것으로 예상된다.

<그림 1> 구조방정식 모형



1) 변수설명은 후술하는 <표 2>와 같음.

나타난다면 본 연구의 가설 5가 지지된다고 할 수 있다.¹⁰⁾ 또한 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭을 통해 자본시장 평가에 간접적으로 음(-)의 영향을 미친다면 본 연구

10) Ogneva(2012)는 이익의 질이 낮을수록 주식수익률이 낮다는 연구결과를 보고한 바 있다. 또한 Mashruwala and Mashruwala(2011)도 자본시장이 이익의 질을 인지한다는 결과를 제시하였다. 따라서 본 연구에서 주장하는 바와 같이 내부회계관리제도 취약점으로 인해 이익의 질이 낮아진다면 자본시장평가가 부정적일 가능성이 높다.

의 가설 6이 지지되는 것이다. 마찬가지로 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질 및 정보비대칭을 통해 자본시장의 평가에 음(-)의 영향을 미친다면, 본 연구의 가설 7도 지지된다고 할 수 있다.

구조방정식 모형의 분석에 사용되는 변수의 조작적 정의는 다음과 같다. 내부회계관리제도의 취약점은 내부회계관리제도의 취약점 보고여부(IC)와 중요한 취약점 보고여부(MW) 및 취약점 개수(ICN)로 정의한다. 이익의 질은 재량적 발생액의 절대값(ABSDA)과 성과대응 재량적 발생액의 절대값(ABSPDA), 유동발생액의 현금전환가능성(ABSEQ), 회계처리의 보수성(CON)으로 정의한다. 또한 정보비대칭은 일별주식수익률의 표준편차(STDRET)와 비기대수익률의 표준편차(UVARRET), 일별주식거래량의 표준편차(STDVOL), 주식거래량(TURN) 및 비기대주식거래량(UTURN)으로 측정한다. 자본시장평가는 규모조정수익률(SAR)과 자본비용(COE), 및 사후적 내재가치(IV)로 정의한다. 마지막으로 기업 규모(SIZE), 부채비율(LEV), 총자산이익률(ROA), 감사품질(BIG4), 감사의견(OPN), 대주주지분율(OWN), 외국인지분율(FOR), 상장시장(MK) 등을 통제변수로 설정한다.¹¹⁾

4. 표본선정

본 연구의 분석대상은 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 12월 결산법인이 다. 분석기간은 감사보고서에 내부회계관리제도 검토보고서가 첨부되어 공시된 2005년도부터 2008년도까지이며, 금융업에 속하는 기업은 제외한다.¹²⁾ 내부회계관리제도에 대한 자료는 금융감독원의 전자공시시스템(DART)에서 수집하였다. 또한 분석에 필요한 재무자료와 주가자료는 TS-2000과 KIS-VALUE 및 FNguide에서 추출하였다. 자본잠식기업의 경우 재무자료와 주가자료가 극단치일 가능성이 높아 표본에서 제외한다.

이명곤 등(2007)과 이명곤과 이세철(2009)은 내부회계관리제도 취약점을 공시한 기업의 수가 전체 표본에서 차지하고 있는 비중이 작기 때문에 연구결과에 편의(Over-sampling Bias)가 발생할 수 있다고 주장하였다. 본 연구는 이러한 편의의 발생가능성을 최소화하기 위해 대응표본을 사용하여 분석을 수행한다. 본 연구는 대응표본을 취약기업과 한국산업분류기준 중분류 산업코드가 동일하면서 내부회계관리제도 취약점

11) 통제변수에 산업더미와 연도더미를 포함하여 분석한 결과는 후술하는 결과와 큰 차이를 보이지 않고 있다. 따라서 본 연구는 구조방정식 모형에서 산업더미와 연도더미를 통제변수에서 제외하고 분석한 결과를 제시한다. 한편 선행연구들은 기업의 지배구조에 대한 대응치인 이사회와 감사위원회의 전문성과 활동성, 독립성 등이 이익의 질과 정보비대칭 및 자본시장 평가에 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있다. 본 연구는 자료 수집상의 어려움으로 인해 이에 대한 충분한 고려를 수행하지 못했다는 점에서 한계를 가진다.

12) t연도 사후적 내재가치(IV)를 측정하기 위해서는 t+1연도부터 t+3연도까지의 배당 및 시장가치에 대한 자료가 필요하다. 이러한 영향으로 본 연구에서 사용하는 자료는 2005년부터 2008년까지의 표본이 된다.

을 보고하지 않은 기업으로 선정한다.¹³⁾ 따라서 본 연구의 최종적인 분석표본은 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업과 취약기업과 동일한 산업에 속하는 취약점 비보고기업이다.¹⁴⁾ 구체적인 표본선정과정은 <표 1>과 같다. 최종적으로 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 12월 결산법인 중 2,327개의 표본이 선정되었다.

<표 1> 표본선택기준과 표본수

표본선택기준	표본수
2005년부터 2011년까지 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 12월 결산법인	13,468
(1) DART에서 내부회계관리제도 자료를 수집할 수 없는 표본	(165)
(2) 재무, 추가 및 감사관련 자료를 입수할 수 없는 표본	(2,548)
(3) 자본잠식기업	(110)
(4) ABSDA, STDRET, COE, IV 등을 측정할 수 없는 표본	(3,991)
(5) 취약기업과 동일하지 않은 산업에 속한 표본	(4,327)
최종표본	2,327

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량 및 상관관계분석

<표 2>는 분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 보여준다. 표본의 손실을 최소화하기 위해 더미변수를 제외한 주요변수들이 상, 하위 1%를 벗어나는 경우 각각 99%와 1%의 값으로 조정(winsorization)하여 분석을 수행한다. 이익의 질을 의미하는 변수들인 재량적 발생액의 절대값(ABSDA)과 성과대응 재량적 발생액의 절대값(ABSPDA)은 각각 -0.118과 -0.102의 평균값을 보이고 있다. ABSDA와 ABSPDA의 평균은 이익조정에 대한 선행 연구들이 보고한 값과 큰 차이를 보이지 않고 있다(이명곤 등 2007). 유동발생액의 현금전환가능성을 의미하는 ABSEQ의 평균은 -0.058로 나타났다. 회계처리의 보수성을 의미하는 CON의 평균은 각각 0.280의 값을 보이고 있다.

본 연구에서 정보비대칭의 대응치로 사용한 일별주식수익률의 표준편차(STDRET)는

13) 이명곤 등(2007)과 이명곤과 이세철(2009)은 내부회계관리제도의 취약점을 보고하지 않은 기업 중 취약기업의 3배수가 되도록 대응표본을 선정하여 분석을 수행하고 있다. 이와 같이 대응표본을 선정하여 분석을 수행할 경우 Over-sampling Bias를 어느 정도 제거할 수 있다(이명곤 등 2007). 그러나 이와 같은 방법으로 대응표본을 선정할 경우 연구자의 주관적 판단이 개입될 가능성이 존재한다. 따라서 본 연구는 대응표본으로 취약기업과 한국산업분류기준 중분류 산업코드가 동일하면서 내부회계관리제도 취약점을 보고하지 않은 기업을 선정함으로써 연구자의 주관적 판단이 개입될 가능성을 최소화하고자 한다.

14) 추가적으로 취약기업과 동일하지 않은 산업에 속한 표본을 포함하여 분석을 수행한 결과는 후술하는 분석결과와 큰 차이를 보이지 않았다.

3.969의 평균값을 나타내고 있다. 비기대주식수익률 변동성(UVARRET)의 평균도 유사한 값을 보이고 있다. 일별주식거래량 변동성(STDVOL)의 평균은 0.030으로 나타났다. 주식거래량(TURN) 및 비기대주식거래량(UTURN)은 각각 0.022와 -0.007의 평균을 나타내고 있다.

자본시장평가의 대용치인 규모조정수익률(SAR)과 자본비용을 의미하는 COE의 평균은 각각 -0.020과 -0.398의 값을 보이고 있다. SAR은 음(-)의 평균값을 보임으로써 분석기간 동안 표본으로 선정된 기업들의 규모조정수익률이 평균적으로 낮았다는 것을 의미하고 있다. COE의 경우 Fama and French(1993)가 제안한 3-요인 모형을 사용하여 측정한 자본비용이 음(-)의 값을 가질 경우 0의 값을 갖도록 설정한다.¹⁵⁾ 또한 자본시장평가에 대한 다른 대용치들(SAR 및 IV)과 방향성을 일치시켜주기 위해 자본비용에 (-1)을 곱한 값을 분석에 사용한다. 이러한 이유로 COE는 음(-)의 값을 보이고 있다. 기업가치를 의미하는 사후적 내재가치(IV)의 평균은 8.227의 값을 나타냄으로써 한 주당 약 3,741원이라는 것을 알 수 있다.¹⁶⁾

본 연구의 실험변수인 IC는 0.046의 평균값을 보이고 있어 내부회계관리제도 취약점을 보고한 기업의 수가 107개인 것을 의미하고 있다. 내부회계관리제도의 중요한 취약점 보고여부를 의미하는 MW의 평균은 0.031의 값을 보이고 있다. 내부회계관리제도의 취약점 수를 의미하는 ICN의 평균은 0.076으로 나타나 취약기업이 약 1.653개(=0.076×2,327/107)의 취약점을 보고하였다는 것을 나타내고 있다.

본 연구에서 통제변수로 사용한 변수들을 살펴보면, 기업규모를 의미하는 SIZE의 평균과 중위수는 각각 24.993과 24.826으로 나타났다. 자산총계의 원값으로 계산할 경우 평균과 중위수는 각각 715억원과 605억원인 것을 확인할 수 있다. 부채비율을 의미하는 LEV의 평균은 0.413으로 나타났다. 기업의 수익성을 의미하는 ROA는 음(-)의 값을 보임으로써 전체 표본이 평균적으로 당기순손실을 보고하였다는 것을 나타내고 있다.

<표 3>은 변수들의 상관관계분석결과를 보여주고 있다. 본 연구에서 사용하는 변수의 수가 많은 관계로 통제변수의 상관관계분석결과는 지면관계상 생략한다. 분석결과를 살펴보면 재량적 발생액의 절대값(ABSDA)과 내부회계관리제도 취약점(IC) 간에는 유의한 음(-)의 상관계수를 보이고 있다. 성과대응 재량적 발생액의 절대값(ABSPDA)과 IC 간에도 유의한 음(-)의 계수를 나타내고 있다. 따라서 내부회계관리제도가 취약할수록 경영

15) Fama and French(1993)가 제안한 3-요인 모형을 사용하여 측정한 자본비용의 원값을 사용하여 분석을 수행한 결과는 후술하는 결과와 큰 차이를 보이지 않았다.

16) t년도의 사후적 내재가치는 t+1년도부터 t+3년도까지 한 주당 배당금액의 현재가치에 t+3년도 시장가치(주가)의 현재가치를 가산한 후 해당 값에 자연로그를 취해 계산한다. 따라서 자연로그를 취해 계산한 사후적 내재가치의 평균이 8.227이므로 원단위로 환산할 경우 한 주당 약 3,741원이 된다.

자의 이익조정 정도가 심화된다고 볼 수 있다. ABSEQ와 IC 간에도 유의한 음(-)의 상관계수를 보이고 있다. 내부회계관리제도가 취약할수록 유동발생액의 현금전환가능성이 낮아진다고 할 수 있다. 즉, 내부회계관리제도가 취약할수록 경영자가 유동발생액을 기회주의적으로 이용한다는 것으로 해석할 수 있다. CON과 IC의 상관계수는 유의하지 않은 값을 나타내고 있다.

정보비대칭을 의미하는 다섯 가지의 대응치(STDRET, UVARRET, STDVOL, TURN 및 UTURN)와 내부회계관리제도 취약점(IC와 MW 및 ICN)은 모두 유의한 양(+)의 상관계수를 보이고 있다. 자본시장에서 자본시장 참여자들과 기업 간의 정보비대칭이 심각하지 않다면, 해당 기업의 주식은 안정적인 가격에 거래될 것이다. 반대로 자본시장 참여자들과 기업 간의 정보비대칭이 심각하다면 해당 기업의 주식가격은 큰 변동성을 보일 것이다. 따라서 안정적인 주식가격의 형성은 일별주식수익률의 변동성(STDRET)과 비기대주식수익률의 변동성(UVARRET)을 낮출 것으로 예상된다. 또한 모든 자본시장 참여자들이 해당 기업에 대해 동일한 수준의 정보를 가지고 있다면 주식시장에서 거래가 이루어지지 않을 것이기 때문에 자본시장에서 정보비대칭이 심화될수록 일별주식거래량의 변동성(STDVOL), 주식거래량(TURN) 및 비기대주식거래량(UTURN)의 클 것으로 예상된다. 종합해보면 <표 3>의 결과를 통해 내부회계관리제도가 취약할수록 정보비대칭이 심화될 것이라는 본 연구의 가설 2는 지지될 가능성이 높다고 할 수 있다.

규모조정수익률을 의미하는 SAR과 IC 간에는 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 취약기업은 기업내부 자원의 비효율적인 관리와 활용으로 인해 비효율적으로 경영활동을 수행할 가능성이 높다. 이와 같은 비효율적인 경영활동은 기업의 수익성에 악영향을 미칠 것으로 예상된다. 따라서 내부회계관리제도가 취약할수록 규모조정수익률은 낮아진다고 할 수 있다. 자본비용을 의미하는 COE와 IC 간에는 유의하지 않은 상관계수를 보이고 있다. 기업의 사후적 내재가치를 의미하는 IV와 IC는 유의한 음(-)의 상관계수를 나타내고 있다. 그러므로 내부회계관리제도가 취약할수록 사후적 내재가치가 낮아진다고 볼 수 있다. 내부회계관리제도의 중요한 취약점 보고여부를 의미하는 MW와 취약점 개수를 의미하는 ICN의 결과는 IC의 결과와 큰 차이를 보이지 않고 있다.

2. 구조방정식 분석결과

본 절에서는 구조방정식 모형을 사용하여 본 연구의 가설을 검증한 결과를 살펴본다. 구체적으로 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질을 훼손하고 정보비대칭을 심화시키는지를 분석한다. 또한 자본시장이 내부회계관리제도 취약점을 부정적으로 평가하는지를 살펴본다. 뿐만 아니라 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질 훼손을 통해 정보비대

<표 2> 기술통계량 (n=2,327)

변수	평균값	표준편차	75%	중위수	25%
ABSDA	-0.118	0.139	-0.033	-0.074	-0.148
ABSPDA	-0.102	0.126	-0.026	-0.061	-0.129
ABSEQ	-0.058	0.059	-0.018	-0.040	-0.078
CON	0.280	6.703	0.872	-0.055	-1.023
STDRET	3.969	1.369	4.853	3.821	2.907
UVARRET	3.613	1.297	4.377	3.432	2.617
STDVOL	0.030	0.037	0.040	0.016	0.007
TURN	0.022	0.028	0.029	0.012	0.005
UTURN	-0.007	0.028	-0.001	-0.012	-0.024
SAR	-0.020	0.702	0.159	-0.101	-0.311
COE	-0.398	0.805	0	0	-0.432
IV	8.227	1.791	9.515	8.349	7.053
IC	0.046	0.209	0	0	0
MW	0.031	0.174	0	0	0
ICN	0.076	0.401	0	0	0
SIZE	24.993	1.174	25.461	24.826	24.264
LEV	0.413	0.205	0.560	0.409	0.250
ROA	-0.046	0.310	0.073	0.023	-0.069
BIG4	0.477	0.500	1	0	0
OPN	0.006	0.080	0	0	0
OWN	0.359	0.163	0.465	0.347	0.238
FOR	0.055	0.108	0.052	0.007	0.001
MK	0.777	0.416	1	1	1

1) 변수설명

- ABSDA : 수정 Jones모형(1995)을 이용하여 측정한 재량적 발생액의 절대값 $\times (-1)$
 ABSPDA : 성과대응 재량적 발생액의 절대값 $\times (-1)$
 ABSEQ : Dechow and Dichev(2002)가 제안한 유동발생액의 현금전환가능성 $\times (-1)$
 CON : Penman and Zhang(2002)이 제안한 자산화 비용
 STDRET : 일별주식수익률의 표준편차
 UVARRET : 비기대수익률의 표준편차
 STDVOL : 일별주식거래량의 표준편차
 TURN : (일별주식거래량/상장주식수)의 1년 평균
 UTURN : 비기대주식거래량의 평균
 SAR : 규모조정수익률
 COE : Fama and French(1993)의 3-요인 모형을 이용해 측정한 자본비용 $\times (-1)$
 IV : 사후적 내재가치
 IC : 내부회계관리제도 취약점 보고기업이면 1, 아니면 0
 MW : 내부회계관리제도 중요한 취약점 보고기업이면 1, 아니면 0
 ICN : 내부회계관리제도 취약점의 수
 SIZE : $\ln(\text{총자산})$
 LEV : 부채비율
 ROA : 총자산이익률
 BIG4 : 감사인이 BIG4이면 1, 아니면 0
 OPN : 감사의견이 적정이면 0, 아니면 1
 OWN : 대주주지분을
 FOR : 외국인지분을
 MK : 코스닥상장기업이면 1, 아니면 0

〈표 3〉 상관관계분석결과 (n=2,327)

변수	ABSDA	ABSPDA	ABSEQ	CON	STDRET	UVARRET	STDIVOL	TURN	UTURN	SAR	COE	IV	IC	MW
ABSDA	0.610 (< .0001)													
ABSEQ	0.332 (< .0001)	0.255 (< .0001)												
CON	-0.225 (< .0001)	-0.079 (0.0001)	-0.031 (0.1406)											
STDRET	-0.337 (< .0001)	-0.316 (< .0001)	-0.198 (< .0001)	0.092 (< .0001)										
UVARRET	-0.359 (< .0001)	-0.343 (< .0001)	-0.205 (< .0001)	0.088 (< .0001)	0.966 (< .0001)									
STDIVOL	-0.171 (< .0001)	-0.158 (< .0001)	-0.082 (< .0001)	0.025 (0.2357)	0.597 (< .0001)	0.622 (< .0001)								
TURN	-0.187 (< .0001)	-0.191 (< .0001)	-0.096 (< .0001)	0.022 (0.2960)	0.606 (< .0001)	0.624 (< .0001)	0.942 (< .0001)							
UTURN	-0.125 (< .0001)	-0.127 (< .0001)	-0.048 (0.0205)	0.004 (0.8619)	0.519 (< .0001)	0.515 (< .0001)	0.866 (< .0001)	0.914 (< .0001)						
SAR	0.044 (0.0327)	0.056 (0.0070)	0.040 (0.0537)	0.014 (0.5061)	0.048 (0.0196)	0.048 (0.0209)	0.004 (0.8483)	0.002 (0.9099)	0.020 (0.3410)					
COE	0.082 (< .0001)	0.099 (< .0001)	0.055 (0.0078)	0.116 (< .0001)	-0.186 (< .0001)	-0.188 (< .0001)	-0.166 (< .0001)	-0.216 (< .0001)	-0.161 (< .0001)	0.019 (0.3537)				
IV	0.183 (< .0001)	0.189 (< .0001)	0.085 (< .0001)	-0.033 (0.1096)	-0.187 (< .0001)	-0.271 (< .0001)	-0.338 (< .0001)	-0.383 (< .0001)	-0.167 (< .0001)	0.172 (< .0001)	0.172 (< .0001)			
IC	-0.193 (< .0001)	-0.140 (< .0001)	-0.104 (< .0001)	0.010 (0.6394)	0.216 (< .0001)	0.244 (< .0001)	0.145 (< .0001)	0.161 (< .0001)	0.164 (< .0001)	-0.047 (0.0235)	-0.014 (0.5107)	-0.112 (< .0001)		
MW	-0.212 (< .0001)	-0.163 (< .0001)	-0.104 (< .0001)	0.017 (0.4082)	0.208 (< .0001)	0.233 (< .0001)	0.121 (< .0001)	0.142 (< .0001)	0.135 (< .0001)	-0.032 (0.1225)	-0.014 (0.5079)	-0.116 (< .0001)	0.824 (< .0001)	
ICN	-0.209 (< .0001)	-0.157 (< .0001)	-0.106 (< .0001)	0.012 (0.5550)	0.216 (< .0001)	0.245 (< .0001)	0.147 (< .0001)	0.166 (< .0001)	0.162 (< .0001)	-0.064 (0.0022)	-0.012 (0.5758)	-0.129 (< .0001)	0.863 (< .0001)	0.752 (< .0001)

1) 변수설명은 〈표 2〉와 같음.
2) 괄호안의 수치는 p-값을 의미함(양측검증).

칭을 심화시킬 것이라는 가설 4와 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질 훼손을 통해 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 가설 5, 그리고 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭 심화를 통해 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 가설 6을 검증한다. 마지막으로 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질 훼손 및 정보비대칭 심화를 통해 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 가설 7을 구조방정식 모형을 통해 분석한다.¹⁷⁾ 이에 대한 분석결과는 <그림 2>에 제시한다.

<그림 2>를 살펴보면 내부회계관리제도 취약점은 이익의 질에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있다. 이러한 결과는 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질을 훼손한다는 것을 의미하는 것이다. 따라서 본 연구의 가설 1은 지지된다고 할 수 있다. 또한 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭에 직접적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 내부회계관리제도 취약점으로 인해 정보비대칭이 심화되는 것이다. 그러므로 본 연구의 가설 2는 지지된다고 볼 수 있다. 뿐만 아니라 내부회계관리제도 취약점이 자본시장평가에 직접적으로 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉, 자본시장이 내부회계관리제도 취약점 보고를 부정적으로 평가한다는 본 연구의 가설 3은 지지된다고 할 수 있다.

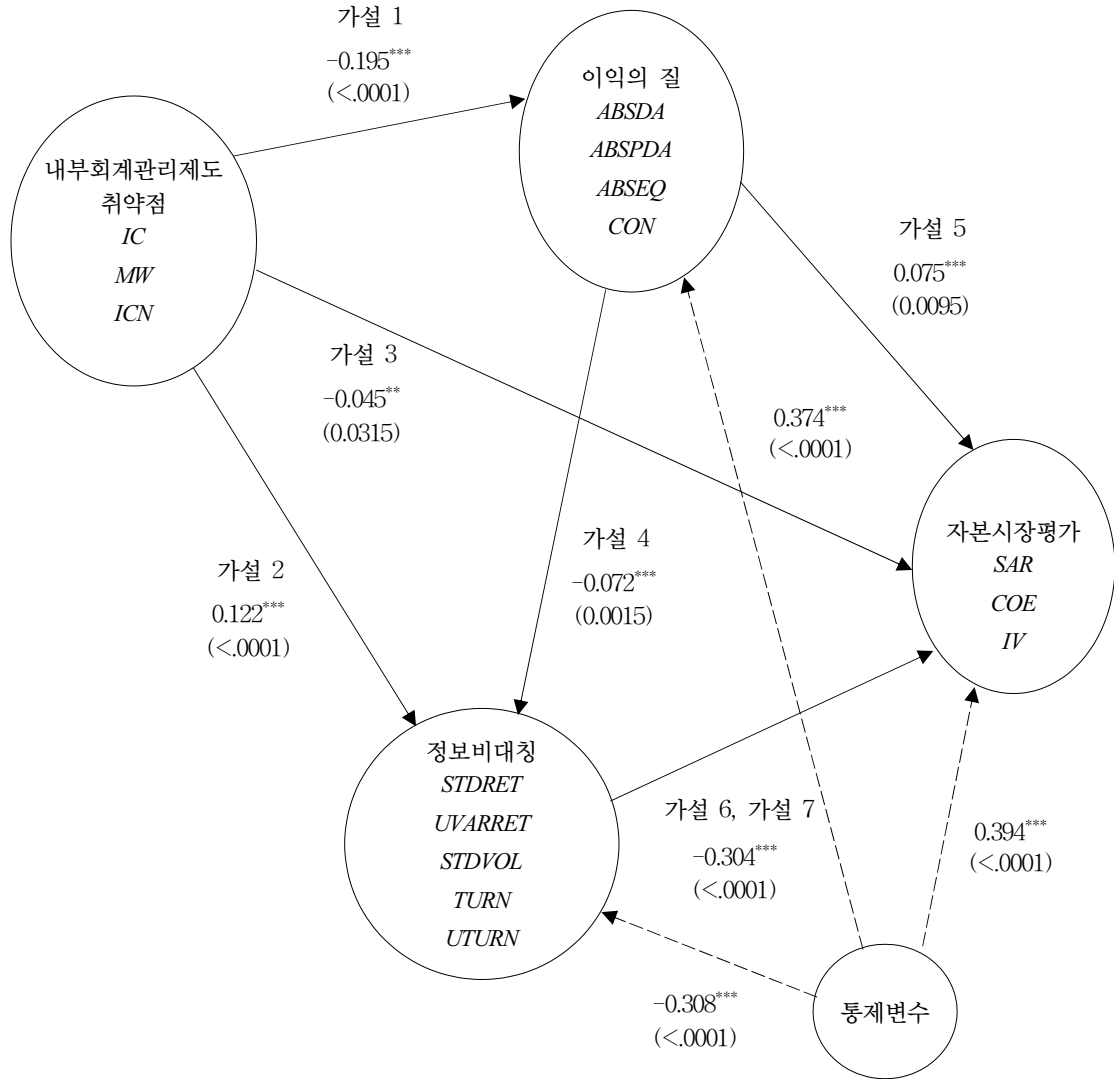
또한 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질 훼손을 통해 정보비대칭을 증가시키는 것으로 나타났다. 구체적으로 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 이익의 질도 정보비대칭에 유의한 음(-)의 영향이 미치고 있다는 결과를 확인할 수 있다. 이러한 결과는 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질을 낮추며, 이익의 질이 낮아질수록 정보비대칭은 증가한다는 것을 의미한다. 따라서 본 연구의 가설 4는 지지된다고 할 수 있다.

가설 5의 경우 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질에 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 이익의 질이 자본시장평가에 긍정적인 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질을 통해 자본시장평가에 -0.196×0.112 만 큼 간접적으로 유의한 음(-)의 영향을 미친다는 것을 의미한다. 따라서 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질 훼손을 통해 자본시장평가에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 본 연구의 가설 5는 지지된다고 할 수 있다.

가설 6의 경우 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭에 양(+)의 영향을 미치고 있으며, 정보비대칭이 자본시장 평가에 음(-)의 영향을 주고 있다는 것을 확인할 수 있다. 즉, 내부회계관리제도의 취약점이 정보비대칭을 통해 자본시장 평가에 간접적으로 유의

17) 본 연구는 SAS를 통해 구조방정식 모형에 사용되는 변수들을 측정된 후 AMOS를 이용하여 구조방정식 모형을 분석한다.

<그림 2> 구조방정식 분석결과 (n=2,327)



- 1) 변수설명은 <표 2>와 같음.
- 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.
- 3) 괄호안의 수치는 p-값을 의미함(단측검증).
- 4) 점선은 통제변수가 각 요인에 미치는 영향을 의미함.
- 5) 통제변수로 SIZE, LEV, ROA, BIG4, OPN, OWN, FOR 및 MK를 설정.

한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 따라서 내부회계관리제도 취약점이 정보비대칭 심화를 통해 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 본 연구의 가설 6은 지지된다고 할 수 있다.

마지막으로 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질 훼손 및 정보비대칭 심화를 통해 자본시장 평가에 부정적인 영향을 미칠 것이라는 본 연구의 가설 7도 지지된다는 것을 확인할 수 있다. 구체적으로 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 이익의 질이 정보비대칭에 유의한 음(-)의 영향을 미치고 있을 뿐만 아니라, 최종적으로 정보비대칭이 자본시장 평가에 유의한 음(-)의 영향을 주고 있다. 즉, 내부회계관리제도 취약점은 이익의 질 및 정보비대칭을 통해 자본시장 평가에 간접적으로 음(-)의 영향을 미치는 것이다. 따라서 본 연구의 가설 7이 지지된다고 할 수 있다.

<그림 2>에서 흥미로운 사실은 내부회계관리제도 취약점이 자본시장평가에 직접적으로 미치는 영향의 유의성이 간접적인 영향의 유의성보다 낮다는 것이다. 즉, 자본시장이 내부회계관리제도 취약점에 대해 부정적으로 평가하는 원인이 취약점으로 인해 낮아진 이익의 질과 정보비대칭의 심화라는 것이다. 이러한 결과는 내부회계관리제도 도입목적에 맞게 원활하게 운영되고 있다는 것을 의미한다고 할 수 있다. 내부회계관리제도는 회계정보 및 공시정보를 산출하는 과정인 내부통제시스템의 투명성을 확보함으로써 회계정보의 신뢰성 향상에 목적을 둔다. 따라서 내부회계관리제도의 취약점이 자본시장평가에 직접적으로 미치는 영향이 이익의 질 및 정보비대칭을 통해 자본시장평가에 간접적으로 미치는 영향보다 약하다는 것은 내부회계관리제도가 도입목적에 맞게 원활하게 정착·운영되고 있다는 것을 의미한다고 할 수 있다.

<표 4>는 <그림 2>의 결과를 표로 정리한 것이다. <표 4>를 살펴보면 내부회계관리제도 취약점은 이익의 질에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 정보비대칭에 직접적인 영향과 함께 이익의 질 훼손을 통해 간접적으로 양(+)의 영향을 미치고 있다는 것을 확인할 수 있다. 내부회계관리제도 취약점은 자본시장평가에 직접적으로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 내부회계관리제도 취약점은 이익의 질 훼손 및 정보비대칭 심화를 통해 자본시장평가에 간접적으로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 뿐만 아니라 내부회계관리제도 취약점이 자본시장평가에 미치는 간접적인 영향이 직접적인 영향보다 강하다는 것을 다시 확인할 수 있다.¹⁸⁾

18) <표 4>에서 통제변수가 자본시장평가에 미치는 영향은 0.183으로 나타났다. 통제변수가 자본시장평가에 미치는 간접적인 영향은 통제변수가 이익의 질을 통해 자본시장평가에 미치는 간접적인 영향(0.374×0.112)과 통제변수가 이익의 질과 정보비대칭을 통해 자본시장평가에 미치는 간접적인 영향($0.374 \times -0.075 \times -0.423$) 및 통제변수가 정보비대칭을 통해 자본시장평가에 미치는 간접적인 영향(-0.305×-0.423)에 미치는 간접적인 영향으로 구성된다.

<표 4> 구조방정식 모형(<그림 2>)의 분석결과

변수	이익의 질	정보비대칭			자본시장평가		
	총효과	직접효과	간접효과	총효과	직접효과	간접효과	총효과
내부회계관리 제도의 취약점	-0.195***	0.122***	0.014***	0.136***	-0.045**	-0.056***	-0.101***
이익의 질		-0.072***		-0.072***	0.075***	0.022***	0.097***
정보비대칭					-0.304***		-0.304***
통제변수	0.374***	-0.308***	-0.027***	-0.335***	0.394***	0.130***	0.524***

1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(단측검증).

<표 5> 구조방정식 모형(<그림 2>)의 적합도

구분	GFI	AGFI	PGFI	RMR
값	0.761	0.713	0.634	0.066
해석기준	0.9이상	0.9이상	클수록 양호	0.05이하면 양호

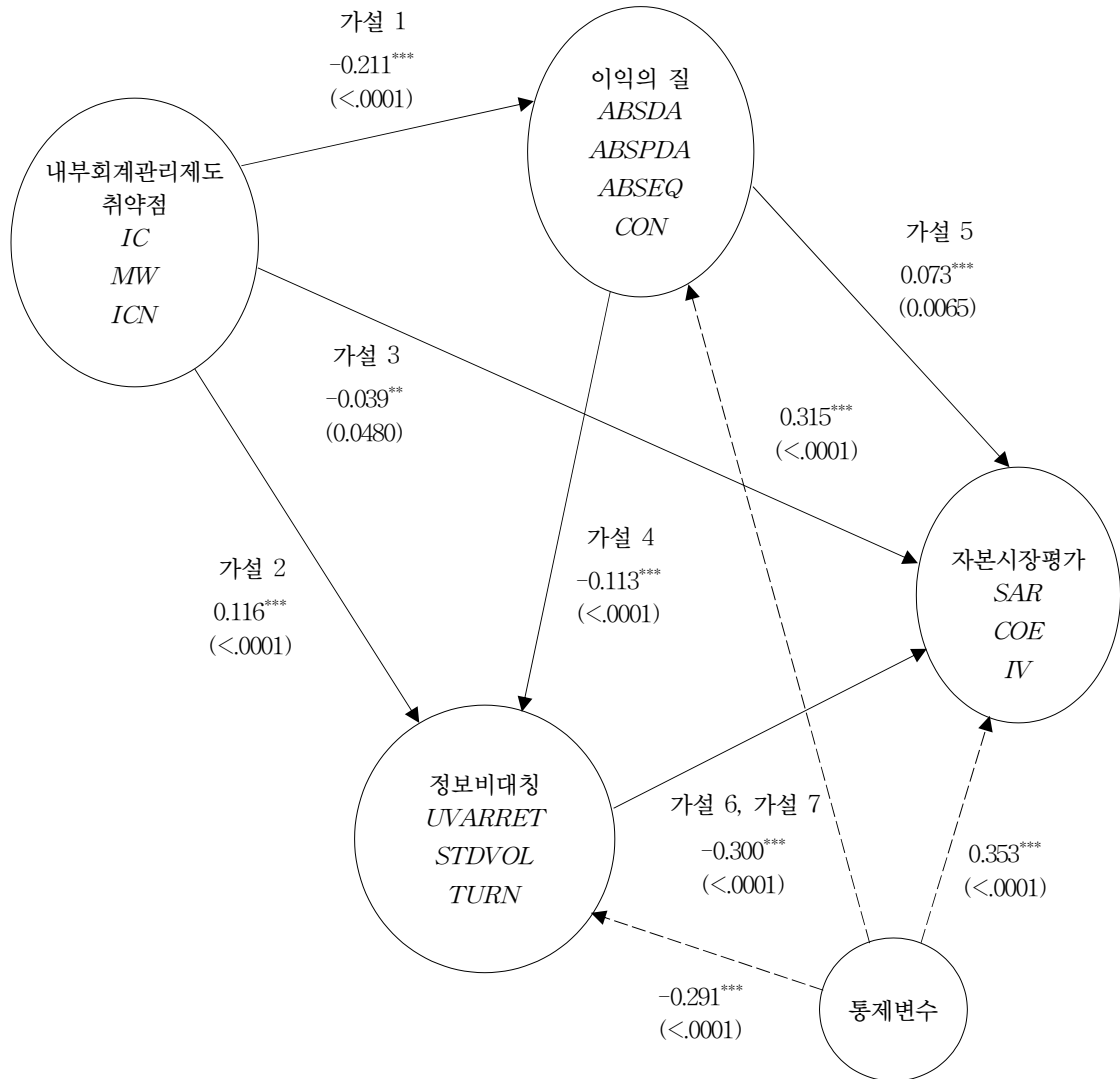
<표 5>는 <그림 2>에 제시된 구조방정식 모형의 적합도를 보여주고 있다. <표 5>에서 GFI는 <그림 2>의 구조방정식 모형이 전체 자료를 얼마나 잘 설명하는지를 나타내는 지표로 회귀분석의 R²와 유사한 값이라 할 수 있다. AGFI는 GFI에서 자유도를 조정해 준 값으로 회귀분석의 수정 R²와 유사한 값이다. 즉, 구조방정식 모형의 적합도는 모형의 설명력을 나타내는 것이라 볼 수 있다. <표 5>를 살펴보면 구조방정식 모형의 적합도가 기준보다 낮은 수치를 보이고 있다. 따라서 구조방정식 모형의 적합도를 향상시키기 위한 추가적인 분석이 필요하다고 할 수 있다.¹⁹⁾

확인적 요인분석(Confirmatory Factor Analysis)을 수행한 결과를 통해 이익의 질이라는 요인에서 회계처리 보수성의 대용치로 사용한 자산화 비용(CON)을 제외할 필요가 있는 것을 나타냈다.²⁰⁾ 즉, 이익의 질이라는 요인을 CON이라는 측정변수가 설명하는 정도가 매우 낮은 것으로 나타나 CON을 이익의 질이라는 요인에서 제외해야 한다는 결과를 확인하였다. 정리하면 구조방정식의 적합도는 선정된 측정변수들이 해당되는 요인을 설명하는 정도가 높을수록 향상된다고 할 수 있다.

19) 기업의 총자산성장율과 상장후 존속일 수의 자연로그 값을 통제변수라는 요인의 측정변수로 추가하여 분석한 결과는 <그림 2>의 결과와 큰 차이를 보이지 않았다.

20) 확인적 요인분석이란 이론적인 배경 하에서 변수들 간의 관계를 설정하고 요인분석을 이용하여 그 관계가 성립하는지 여부를 확인하는 방법이다. 이를 통해 각 요인에 포함된 변수들을 동일한 요인으로 볼 수 있는지를 파악할 수 있다. 즉, 확인적 요인분석은 이미 탐색적으로 연구가 되었거나 이론적인 논리에 의하여 설정된 각 요인의 측정구조를 가설화하고 이것을 확인하는 과정을 말한다. 이를 통해 같은 요인으로 볼 수 없는 측정변수를 제거함으로써 모형의 적합도를 향상시키는 방법이라 할 수 있다.

<그림 3> 구조방정식 수정모형 분석결과 (n=2,327)



- 1) 변수설명은 <표 2>와 같음.
- 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.
- 3) 괄호안의 수치는 p-값을 의미함(단측검증).
- 4) 점선은 통제변수가 각 요인에 미치는 영향을 의미함.
- 5) 통제변수로 SIZE, BIG4 및 FOR를 설정.

따라서 이익의 질이라는 요인을 설명하는 정도가 낮은 CON을 제외하는 것이 구조방정식 모형의 적합도를 향상시키는 방법이라 할 수 있다. 또한 정보비대칭이라는 요인에서 일별주식수익률의 표준편차를 의미하는 STDRET와 비기대주식거래량의 평균을 의미

하는 UTURN을 제외해야 하는 것으로 나타났다. 마지막으로 <그림 2>에서 통제변수로 설정한 SIZE, LEV, ROA, BIG4, OPN, OWN, FOR 및 MK에서 LEV, ROA, OPN, OWN 및 MK를 제외한다.²¹⁾

확인적 요인분석을 통해 파악한 CON, STDRET, UTURN, LEV, ROA, OPN, OWN 및 MK를 구조방정식 모형에서 제외하고 분석을 수행한 결과는 <그림 3>과 같다. 분석결과를 살펴보면 <그림 2>와 동일하게 본 연구의 가설이 모두 지지되는 것으로 나타났다. <그림 3>의 결과에서도 내부회계관리제도의 취약점이 자본시장평가에 직접적으로 미치는 영향의 유의성이 간접적인 영향의 유의성보다 낮게 나타나 내부회계관리제도의 취약점이 자본시장평가에 미치는 간접적인 영향이 직접적인 영향보다 강하다는 것을 다시 한 번 확인할 수 있다.

<표 6> 구조방정식 수정모형(<그림 3>)의 분석결과

변수	이익의 질	정보비대칭			자본시장평가		
	총효과	직접효과	간접효과	총효과	직접효과	간접효과	총효과
내부회계관리제도의 취약점	-0.211***	0.116***	0.024***	0.140***	-0.039**	-0.057***	-0.096***
이익의 질		-0.113***		-0.113***	0.073***	0.034***	0.107***
정보비대칭					-0.300***		-0.300***
통제변수	0.315***	-0.291***	-0.036***	-0.327***	0.353***	0.121***	0.474***

1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(단측검증).

<표 6>은 <그림 3>의 결과를 표로 정리한 것이다. <표 6>을 살펴보면 내부회계관리제도 취약점은 이익의 질에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 정보비대칭에 직접적인 영향과 함께 이익의 질 훼손을 통해 간접적으로 양(+)의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 내부회계관리제도 취약점은 자본시장평가에 직접적으로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 내부회계관리제도 취약점은 이익의 질 훼손 및 정보비대칭 심화를 통해 자본시장평가에 간접적으로 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나

21) 구조방정식 모형은 요인분석을 통해 다수의 측정변수들을 하나의 요인으로 측정하고, 다수의 회귀분석을 통해 측정된 각 요인들 간의 관련성을 분석하는 모형이라 할 수 있다. 이러한 측면에서 구조방정식 모형의 적합도는 두 가지 방식을 통해 향상될 수 있다. 첫 번째 방식은 요인분석에서 사용되는 각 변수의 신뢰도와 타당도를 확보하는 것이고, 두 번째 방식은 회귀분석에서 고려하지 못한 요인들 혹은 변수들 간의 연결선을 추가하는 것이다. 본 연구에서 사용한 확인적 요인분석이 첫 번째 방식의 가장 대표적인 방법으로 알려져 있으며, 수정지수가 높은 값을 보이는 요인들 혹은 변수들 간에 연결선을 추가함으로써 회귀분석에서 고려하지 못한 요인들 혹은 변수들 간의 관련성을 찾는 방법이 두 번째 방식의 가장 대표적인 방법으로 사용되고 있다. 그러나 수정지수를 통해 구조방정식 모형의 적합도를 향상시키는 방법은 새로운 연결선에 대한 이론적 근거를 필요로 할 뿐만 아니라 이론적 근거가 타당해야 한다는 조건을 만족시켜야 한다는 점에서 단점을 가진다. 따라서 본 연구는 구조방정식 모형의 적합도를 향상시키는 방법으로 확인적 요인분석을 사용한다.

타나고 있다.

<표 7>은 <그림 3>의 구조방정식 수정모형에 대한 적합도를 보여주고 있다. <표 7>을 살펴보면 모형의 적합도를 보여주는 의미하는 GFI가 0.95에 가까운 수치를 나타냄으로써 <표 5>에 비해 상당히 높은 수치를 보이고 있다. 따라서 확인적 요인분석을 통해 타당성을 낮추는 변수를 제외한 것이 바람직한 연구방법이라는 것을 알 수 있다. 본 연구의 이러한 결과는 회계학의 실증연구 분야에서 구조방정식을 사용하려는 후속연구에 중요한 시사점을 제공한다고 볼 수 있다.

사회과학분야에서 구조방정식은 통제변수를 사용하지 않는 설문연구에서 주로 사용되고 있으며, 현재 회계학의 실증연구에서 구조방정식을 사용하여 분석한 실증연구는 찾아보기 힘든 실정이다.²²⁾ 따라서 회계학의 실증연구에 구조방정식을 적용하는데 있어 통제변수의 설정에 따라 구조방정식 모형의 적합도가 차이가 나타날 수 있기 때문에 이에 대한 충분한 고민이 이루어질 필요가 있다.

<표 7> 구조방정식 수정모형(<그림 3>)의 적합도

구분	GFI	AGFI	PGFI	RMR
값	0.945	0.922	0.660	0.042
해석기준	0.9이상	0.9이상	클수록 양호	0.05이하면 양호

이상의 결과를 종합해보면, 내부회계관리제도가 취약할수록 이익의 질은 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 내부회계관리제도의 취약점이 정보비대칭을 심화시킨다는 결과를 확인할 수 있었다. 내부회계관리제도의 취약점이 정보비대칭을 심화시키는데 있어 직접적인 영향과 더불어 이익의 질 훼손을 통한 간접적인 영향도 존재한다는 것을 확인하였다. 내부회계관리제도 취약점이 자본시장평가에 미치는 부정적인 영향도 내부회계관리제도 취약점의 직접적인 영향과 더불어 이익의 질 훼손과 정보비대칭의 심화를 통한 간접적인 영향으로 구분할 수 있었다. 따라서 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업에 대해 자본시장이 부정적으로 평가하는 원인은 내부회계관리제도 취약점의 직접적인 영향과 간접적인 영향 때문인 것으로 파악되었다. 본 연구의 결과는 회계정보의 투명성 확보를 목적으로 도입된 내부회계관리제도가 효과적으로 운영되고 있음을 보여주는 실증적 증거라 볼 수 있다. 한편 본 연구의 결과는 선행연구들이 내부회계관리제도 취약점이 자본시장평가에 미치는 영향을 분석함에 있어 간과하였던 이익의 질과 정보

22) Bhattacharya et al.(2012) 등은 구조방정식 모형이 아닌 경로분석모형을 사용하여 분석을 수행했다는 점에서 본 연구와 차이가 있다.

비대칭이 매개변수로 작용한다는 결과를 확인하였다는 점에서 차별성을 가질 것이다.²³⁾

V. 결론

회계정보의 투명성을 확보하기 위해 외감법에 내부회계관리제도 관련 규정이 2003년에 제정되면서 2004년 4월 1일 이후 회계연도부터 감사보고서에 감사인의 내부회계관리제도 검토의견이 첨부되어 공시되고 있다. 그러나 준비기간과 관련 논의 및 연구가 충분하지 않은 상황에서 내부회계관리제도가 도입되었다는 점과 기업이 회계정보의 신뢰성 확보를 통해 얻는 효익보다 내부회계관리제도를 구축하고 운영하는데 투입하는 비용이 크다는 비판이 제기되면서, 지금까지도 내부회계관리제도의 효익과 비용에 대한 논의가 끊임없이 이루어지고 있는 상황이다.

이러한 배경에서 본 연구는 내부회계관리제도의 효익을 세 가지 관점에서 살펴보았다. 구체적으로 본 연구는 내부회계관리제도의 취약점이 이익의 질, 정보비대칭 및 자본시장평가에 미치는 직·간접적인 영향을 분석하였다. 즉, 본 연구는 선행연구들이 내부회계관리제도의 취약점이 자본시장평가에 미치는 영향을 분석함에 있어 간과하였던 이익의 질과 정보비대칭이 매개변수로 작용할 수 있다는 점을 살펴보고자 하였다.

분석결과에 따르면 내부회계관리제도가 취약할수록 이익의 질은 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 내부회계관리제도의 취약점이 정보비대칭을 심화시킨다는 결과를 확인할 수 있었다. 뿐만 아니라 내부회계관리제도 취약점에 대한 자본시장의 평가는 부정적인 것으로 나타났다. 내부회계관리제도 취약점에 대한 자본시장평가를 분석한 결과에 의하면 부정적인 평가의 원인이 내부회계관리제도의 직접적인 영향보다 이익의 질 훼손 및 정보비대칭 심화를 통한 간접적인 영향이 강하다는 것을 확인하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같이 요약할 수 있다. 첫째, 본 연구는 구조방정식 모형을 사용하여 매개변수에 대한 고려를 통해 내부회계관리제도의 효익을 종합적으로 분석했다는 점에서 선행연구와 차별된다. 둘째, 본 연구는 내부회계관리제도의 효익과 비용에 대한 많은 논의가 이루어지고 있는 상황에서 내부회계관리제도의 효익을 종합적으로 고찰하였다는 점에서 공헌점을 가진다. 셋째, 본 연구는 자본시장이 내부회계관리제도 취약점을 부정적으로 평가한다는 결과를 제시함으로써 내부회계관리제도를 운영

23) 회귀분석을 통해 본 연구의 가설을 검증한 결과를 보면 종속변수가 이익의 질에 대한 대응치인 자산화 비용(CON)일 경우와 자본시장평가에 대한 대응치인 자본비용(COE)일 경우를 제외하고 모든 종속변수들에서 기대방향과 동일한 방향성과 유의성을 확인할 수 있었다. 또한 모든 회귀분석에서 독립변수들의 분산팽창지수(VIF)는 최대 2.086을 넘지 않고 있다. 따라서 다중공선성의 문제는 심각하지 않은 것으로 판단된다.

하는 기업, 감독을 수행하는 감독기관, 자본시장 참여자, 감사인 등에게 중요한 시사점을 제공할 것이다. 구체적으로 본 연구의 결과는 내부회계관리제도를 구축·운영하는데 투입되는 자원을 비용으로 인식하고 있는 기업관계자들에게 취약한 내부회계관리제도로 인해 발생할 수 있는 기회비용이 크다는 사실을 인지시킬 것이다. 뿐만 아니라 감독기관 입장에서는 내부회계관리제도의 효익이 존재한다는 본 연구의 결과를 제도의 유지와 강화를 위한 증거로 활용할 수 있을 것이다. 또한 본 연구는 내부회계관리제도에 대한 정보가 경제적 의사결정에 유용한 정보로 활용될 수 있다는 증거를 제시한다는 점에서 자본시장 참여자들에게 중요한 시사점을 제공할 것으로 사료된다. 특히 내부회계관리제도 검토의견의 유용성이 존재한다는 본 연구의 결과는 감사인에게 검토의견의 중요성을 인지시킬 수 있을 것이다.

이러한 공헌점에도 불구하고 본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 2005년부터 2008년까지 내부회계관리제도 취약점 보고기업의 표본수 부족으로 인해 연구결과에 편이가 발생했을 가능성이 존재한다. 그러나 본 연구는 대응표본을 사용함으로써 이러한 편이의 발생을 최소화하기 위해 노력하였다. 둘째, 이익의 질과 정보비대칭 및 자본시장평가에 대한 대응치를 추정하는 과정에서 추정오차가 발생했을 가능성이 존재한다. 본 연구는 선행연구에서 제시된 여러 가지 대응치를 사용함으로써 이를 최소화하고자 노력하였다. 셋째, 기업지배구조의 특성이 내부회계관리제도 취약점의 존재여부와 이익의 질, 정보비대칭 및 자본시장평가에 미치는 영향을 충분히 고려하지 못했다는 점에서 본 연구의 결과 해석에 주의를 기울일 필요가 있다. 마지막으로 본 연구는 내부회계관리제도 취약점이 이익의 질과 정보비대칭 및 자본시장평가에 미치는 영향을 분석함에 있어 변수들 간의 내생성과 통제변수에 대한 충분한 고려를 하지 못했다는 점에서 한계를 가진다.

【 참고 문 헌 】

- 권광현·김미중·성정현, “내부회계관리제도 취약점 보고기업의 재량적 발생액이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 「세무회계연구」 제31호, 2012, pp.177-198.
- 김광호·김대근·전규안, “내부회계관리제도의 검토결과와 이익조정간의 관련성”, 「회계정보연구」 제26권 제4호, 2008, pp.171-200.
- 김권중, “초과이익평가모형의 실행과 유용성 분석”, 「회계학연구」 제26권 제3호, 2001, pp.91-121.
- 김우영·고종권, “보수주의와 회계이익·세무이익의 차이 및 내재자본비용과의 관계에 대한 연구”, 「회계학연구」 제34권 제1호, 2009, pp.27-65.
- 김정교·유순미·김현진, “내부회계관리제도의 취약점과 발생액의 질”, 「회계저널」 제18권 제4호, 2009, pp.33-64.
- 김정욱·배길수, “기업의 특성이 회계보수성에 미치는 영향”, 「회계학연구」 제31권 제1호, 2006, pp.69-96.
- 손성규·전영순, “거래량변동을 통한 경영자 예측정보공시의 정보효과에 관한 연구”, 「회계학연구」 제25권 제4호, 2000, pp.27-53.
- 양대천·최정미·변윤정, “내부회계관리제도 취약점보고와 실제이익조정”, 「회계정보연구」 제29권 제2호, 2011, pp.319-344.
- 이명곤·이세철, “내부회계관리제도의 중요한 취약점과 이익의 질적 속성”, 「대한경영학회지」 제22권 제2호, 2009, pp.783-811.
- 이명곤·이세철·장석진, “내부회계관리제도의 취약점이 감사시간과 감사보수에 미치는 영향”, 「세무와회계저널」 제9권 제2호, 2008, pp.73-104.
- 이명곤·장석진·이용석, “내부회계관리제도의 취약점과 주식수익률 및 수익률 변동성”, 「회계저널」 제21권 제1호, 2012, pp.35-60.
- 이명곤·최상태·장석진, “내부회계관리제도의 취약점: 이익조정 그리고 정보위험과의 관련성”, 「회계와 감사연구」 제46호, 2007, pp.61-97.
- 조중석·조문희, “발생액 변동이 정보비대칭, 이익예측과 자본비용에 미치는 영향”, 「회계저널」 제19권 제3호, 2010, pp.175-199.
- 최순재·김용식·김유찬, “내부회계관리제도의 정보성”, 「회계정보연구」 제27권 제4호, 2009, pp.181-209.
- Alexandridis, G., A. Antoniou, and D. Petmezas, “Divergence of Opinion and Post-Acquisition Performance”, *Journal of Business Finance and Accounting* Vol.34 No.3-4, 2007, pp.439-460.

- Bailey, W., H. Li, C. X. Mao, and R. Zhong, "Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses", *The Journal of Finance* Vol.58 No.6, 2003, pp.2487-2514.
- Basu, S., "Discussion of: Conditional and Unconditional Conservatism: Concepts and Modeling", *Review of Accounting Studies* Vol.10 No.2, 2005, pp.311-321.
- Bhattacharya, N., F. Ecker, P. M. Olsson, and K. Schipper, "Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity", *The Accounting Review* Vol.87 No.2, 2012, pp.449-482.
- Dechow, P., and I. Dichev, "The Quality of Accruals and Earnings: The Role of Accrual Estimation Errors", *The Accounting Review* Vol.77 Supplement, 2002, pp.35-59.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney, "Detecting Earnings Management", *The Accounting Review* Vol.70 No.2, 1995, pp.193-225.
- Dhaliwal, D., C. Hogan, R. Trezevant, and M. Wilkins, "Internal Control Disclosures, Monitoring, and the Cost of Debt", *The Accounting Review* Vol.86 No.4, 2011, pp.1131-1156.
- D'Mello, R., and P. R. Shroff, "Equity Undervaluation and Decisions Related to Repurchase Tender Offers: an Empirical Investigation", *Journal of Finance* Vol.55 No.5, 2000, pp.2399-2424.
- Donelson, D. C., J. M. McInnis, R. D. Mergenthaler, and Y. Yu, "The Timeliness of Bad Earnings News and Litigation Risk", *The Accounting Review* Vol.87 No.6, 2012, pp.1967-1991.
- Doyle, J., W. Ge, and S. McVay, "Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting", *The Accounting Review* Vol.82 No.5, 2007, pp.1141-1170.
- Fama, E. F., and K. R. French, "Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds", *Journal of Financial Economics* Vol.33 No.1, 1993, pp.3-56.
- Fama, E. F., and K. R. French, "Industry Costs of Equity", *Journal of Financial Economics* Vol.43 No.2, 1997, pp.153-193.
- Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper, "The Market Pricing of Accruals Quality", *Journal of Accounting and Economics* Vol.39 No.2, 2005, pp.295-327.
- Gaver, J., K. Gaver, and J. Austin, "Additional Evidence on Bonus Plans and Income Management", *Journal of Accounting and Economics* Vol.19 No.1, 1995, pp.3-28.
- Gordon, L. A., and A. L. Wilford, "An Analysis of Multiple Consecutive Years of Material

- Weakness in Internal Control”, *The Accounting Review* Vol.87 No.6, 2012, pp.2027-2060.
- Gupta, P. P., and N. Nayar, “Information Content of Control Deficiency Disclosures under the Sarbanes-Oxley Act: An Empirical Investigation”, *International Journal of Disclosure and Governance* Vol.4 No.1, 2007, pp.3-23.
- Harris, M., and A. Raviv, “Differences of Opinion Make a Horse Race”, *Review of Financial Studies* Vol.6 No.3, 1993, pp.473-506.
- Kothari, S. P., A. Leone, and C. Wasley, “Performance Matched Discretionary Accrual Measures”, *Journal of Accounting and Economics* Vol.39 No.1, 2005, pp.163-197.
- Leuz, C., and R. Verrecchia, “The Economic Consequences of Increased Disclosure”, *Journal of Accounting Research* Vol.38 Supplement, 2000, pp.91-124.
- Mashruwala, C. A., and S. D. Mashruwala, “The Pricing of Accruals Quality: January versus the Rest of the Year”, *The Accounting Review* Vol.86 No.4, 2011, pp.1349-1381.
- McNichols, M., “Discussion of the Quality of Accruals and Earnings: the Role of Accrual Estimation Errors”, *The Accounting Review* Vol.77 Supplement, 2002, pp.61-69.
- Munsif, V., K. Raghunandan, and D. V. Rama, “Internal Control Reporting and Audit Report Lags: Further Evidence”, *Auditing: A Journal of Practice & Theory* Vol.31 No.3, 2012, pp.203-218.
- Ogneva, M., “Accrual Quality, Realized Returns, and Expected Returns: The Importance of Controlling for Cash Flow Shocks”, *The Accounting Review* Vol.87 No.4, 2012, pp.1415-1444.
- Ohlson, J., “Earnings, Book Values, and Dividends in Security Valuation”, *Contemporary Accounting Research* Vol.11 No.2, 1995, pp.661-687.
- Penman, S., and T. Sougiannis, “A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation”, *Contemporary Accounting Research* Vol.15 No.3, 1998, pp.343-383.
- Penman, S. H., and X. Zhang, “Accounting Conservatism, the Quality of Earnings, and Stock Returns”, *The Accounting Review* Vol.77 No.2, 2002, pp.237-264.
- Rose, J. M., C. S. Norman, and A. M. Rose, “Perceptions of Investment Risk Associated with Material Control Weakness Pervasiveness and Disclosure Detail”, *The Accounting Review* Vol.85 No.5, 2010, pp.1787-1807.

Subramanyam, K. R., and M. Venkatachalam, “Earnings, Cash Flows, and Ex Post Intrinsic Value of Equity”, *The Accounting Review* Vol.82 No.2, 2007, pp.457-481.

The Material Weaknesses in the Internal Accounting Control System, Earnings Quality, Information Asymmetry, and Capital Market Evaluation

Seok-Jin Chang* / Myung-Gon Lee**

ABSTRACT

A series of accounting scandals that started with the Enron, WorldCom, and Daewoo implies that the loss of accounting reliability may interrupt capital market operation. In response to accounting scandals, implementation of Internal Accounting Control System (IACS) has become a mandatory requirement in 2003. IACS has been effective since April 2004 in Korea.

This study examines the effectiveness of IACS in three aspects using firm-year sample of all companies listed on KOSPI and KOSDAQ. In concrete, this study examines the effect of material weaknesses in internal accounting control system (ICW) on earnings quality, information asymmetry, and capital market evaluation.

In general, reporting ICW implies the existence of problems in accounting information generation and disclosure process. Companies reporting ICW are expected to show lower level of earnings quality. The effect of ICW on earnings quality is only direct effect, but information asymmetry and capital market evaluation can be classified into two: direct effect and indirect effect. That is, ICW indirectly affect information asymmetry through lowering earnings quality as well as ICW directly affects information asymmetry. Moreover, ICW have both direct and indirect effect on capital market evaluation.

To the extent of indirect effect, ICW decrease earnings quality and increase information asymmetry, and ultimately, affect investment decisions of market participants. Therefore not only direct effect of ICW, but also indirect effect of ICW should be recognized so as to figure out the effectiveness of IACS. This study analyzes direct effect and indirect effect of ICW through structural equation model.

As a result, this study finds that ICW lower earnings quality and increases information asymmetry. Also, this study suggests that capital market have propensity to undervalue companies reporting ICW. Moreover, the result implies that lowering earnings quality and increasing information asymmetry, rather than direct effect of ICW, attribute the undervaluation for companies reporting ICW.

This study makes several contributions. Firstly, this study differentiates from prior studies in that it

* Ph.D. Department of Accounting, Hanyang University, Seoul, Korea(Primary author), E-mail : seokjin3@hanyang.ac.kr

** Professor, School of Business, Hanyang University, Seoul, Korea(Corresponding author), E-mail : leemg@hanyang.ac.kr

delivered a comprehensive analysis the benefits of the internal accounting control system using structural equation model by considering moderating variables. Secondly, this study proposes supportive, timely, and comprehensive evidences for the argument that the benefits of internal control system exceeds the costs. Lastly, this study contributes to the companies operating the internal accounting control system, supervisory institutions, market participants, and auditors by providing the results suggesting that capital market tend to undervalue companies with ICW.

Key Words : Internal Accounting Control System, Earnings Quality, Information Asymmetry, Capital Market Evaluation, Structural Equation Model