

내부회계관리제도 검토의견이 자본조달비용에 미치는 영향

최성호
성균관대학교 경영학부
(shchoi08@skku.edu)

내부회계관리제도는 기업회계기준에 따라 작성하고 공시되는 회계정보의 신뢰성을 확보하기 위해 도입된 제도이다. 우리나라는 내부회계관리제도의 본격적인 시행에 따라 내부회계관리제도를 설계·운영·평가·보고하는데 필요한 기본지침의 필요성이 제기됨에 따라 2005년 6월 내부회계관리제도 모범기준과 검토기준을 제정하였다. 그리고 외감법에는 내부회계관리제도가 적정하게 설계·운영되고 있는지 여부를 감사인이 검토의견을 감사보고서에 첨부하도록 하고 있다.

회계정보의 신뢰성을 확보하기 위해 도입된 내부회계관리제도 검토의견이 유용한 정보라면 외부정보이용자는 의사결정에 반영할 것이다. 따라서 본 논문은 내부회계관리제도 검토의견의 효과성을 검증하기 위해 내부회계관리제도 검토의견이 기업의 자본조달비용에 영향을 미치는지를 검증하였다. 또한 내부회계관리제도 비적정의견 중 중요한 취약점과 의견거절이 자본조달비용에 미치는 영향이 서로 다른지를 살펴보았다. 마지막으로 전기 대비 당기의 내부회계관리제도 검토의견의 변경이 차기자본조달비용에 미치는 효과를 검증하였다.

분석결과, 내부회계관리제도 비적정의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 자본조달비용이 더 높았으며, 비적정의견 중 중요한 취약점을 보고한 기업에 비해 의견거절을 표명한 기업이 자본조달비용이 더 높았다. 또한 전기에 비해 당기의 검토의견이 개선된 기업보다 악화된 기업에 대해서 차기의 더 높은 자본조달비용이 발생하였다. 이는 외부정보이용자들이 내부회계관리제도 검토의견에 대해서 유용한 정보로 활용하고 있으며, 특히 내부회계관리제도의 도입목적인 회계정보의 신뢰성에 부합한 결과로서 비적정 검토의견을 보고한 기업에 대해서 정보위험이 크다고 판단한 것이다.

주제어: 내부회계관리제도, 검토의견, 자기자본비용, 타인자본비용, 가중평균자본비용

1. 서론

내부회계관리제도는 기업의 경영 투명성과 효율성을 달성하기 위해 설치·운영하는 내부통제의 일부분으로 기업회계기준에 따라 작성하고 공시되는 회계정보의 신뢰성을 확보하기 위해 기업 내부에 설치하는 회계통제시스템이다.¹⁾

우리나라는 2001년 8월에 기업의 부실위험을 조기에 파악하기 위하여 기업구조조정촉진법에 내부회

계관리제도를 의무화하였다. 2003년 12월에는 내부회계관리제도가 주식회사의 외부감사에 관한 법률(외감법)로 이관하면서 내부회계관리제도의 본격적인 시행에 따라 내부회계관리제도를 설계·운영·평가·보고하는데 필요한 기본지침의 필요성이 제기되어 2005년 6월 내부회계관리제도 모범기준과 검토기준을 제정하였다(상장사협의회 2009). 또한 외감법에는 내부회계관리제도가 적정하게 설계·운영되고 있는지 여부를 감사인이 검토하고 그 의견을 감사보고서에 첨부하도록 하고 있다.²⁾ 만약 내부통제

최초투고일: 2013. 7. 3 수정일: (1차: 2013. 8. 23) 게재확정일: 2013. 9. 12

- 1) 내부회계관리제도는 통제환경, 위험평가, 통제활동, 정보 및 의사소통과 모니터링을 모두 고려하여 설계하고, 조직 내 모든 구성원들에 의해 운영된다.
- 2) 한국은 검토의견 중 비적정검토의견을 보고한 기업 중 계정과목별 지적사유로는 '현금·대여금 등 당좌자산 등이 50%를 차지하였으며, 그 다음으로는 '주식 및 기타 공시사항'이 12%를 차지하였다. 또한 주요 기능별 지적사유로는 '정책·문서화 등 미비'가 53%를 차지하였으며, '운영실태 평가자료 입수곤란'이 18%를 차지하였다. 그에 반해 미국은 주요계정별 지적사유가 '이연법인세' 등 난이도가 높은 항목이 높은 비중을 차지하였으며, 주요 기능별 지적사유에서는 한국과 동일하게 '정책·문서화 등 미비'의 지적비중이 높았다(금융감독원 보도자료 2007).

제도 중 회계정보의 신뢰성을 확보하기 위해 도입된 내부회계관리제도 검토의견이 외부정보이용자에게 유용한 정보를 제공한다면 외부이해관계자의 의사결정에 유의한 영향을 미칠 것이다. 따라서 본 논문은 내부회계관리제도 검토의견의 효과성을 검증하기 위해 내부회계관리제도 검토의견이 기업의 자본조달원천인 자기자본비용과 타인자본비용에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 또한 내부회계관리제도 비적정의견 중 중요한 취약점과 의견거절이 자본조달비용에 미치는 영향이 서로 다른지를 살펴보았다. 마지막으로 내부회계관리제도 검토의견의 변경이 차기자본조달비용에 미치는 효과를 검증하였다. 이를 검증하기 위해 본 논문은 2006년부터 2009년까지 한국거래소에 상장된 5,414개 기업/년을 분석대상으로 하였으며, 이중 비적정 검토의견을 받은 표본은 199개 기업/년이다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, 내부회계관리제도 비적정의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 자본조달비용이 더 높았다. 둘째, 중요한 취약점을 보고한 기업에 비해 의견거절을 표명한 기업이 더 높은 자본조달비용이 발생하였다. 이는 외부정보이용자들이 적정의견보다는 비적정의견을 보고한 기업에 대해 정보위험이 더 크다고 판단한 것이며, 특히 비적정의견 중 중요한 취약점을 보고한 기업보다는 의견거절을 표명한 기업에 대해서 정보위험이 더 크다고 판단한 것이다. 따라서 정보위험이 클수록 위험 프리미엄은 더 크며, 그로 인해 외부자본시장에서 자본조달에 따른 비용이 추가적으로 더 발생했다는 것을 의미한다. 셋째, 전기에 비해 당기의 검토의견이 개선된 기업보다 악화된 기업에 대해서 차기의 자본조달비용이 더 발생하였다. 이는 외부정보이용자들이 검토의견이 개선된 기업보다 악화된 기업에 대해서 정보위험이 높다고 판단하여 추

가적인 자본조달비용이 발생했음을 의미한다.

본 논문은 내부회계관리제도의 검토의견에 대한 효과성을 기업의 자본조달비용으로 측정하였다. 선행연구와 달리 자본조달원천인 자기자본과 타인자본에 대한 조달비용을 모두 고려하여 측정하였다. 따라서 내부회계관리제도 검토의견에 대한 외부정보이용자의 인지정도를 포괄적으로 측정해 볼 수 있었다. 또한 비적정 검토의견을 중요한 취약점과 의견거절로 구분하여 외부정보이용자가 차별적으로 인지하고 있음을 살펴보았다. 이는 비적정의견에서도 외부정보이용자는 회계정보의 신뢰성을 서로 다르게 인지하고 있음을 분석한 것이다. 마지막으로 전기에 비해 당기 내부회계관리제도 검토의견의 변경에 대해 외부정보이용자들의 인지정도를 분석함으로써 기업의 회계투명성 및 신뢰성을 제고하고 투자자를 보호하기 위해 도입된 내부회계관리제도의 도입 목적을 동일기업의 검토의견 변경으로 검증해 보았다는 점에서 의의가 있다.

본 논문은 선행연구와 다음과 같은 차이점이 있다. 먼저, 선행연구들은 내부회계관리제도 취약점을 보고한 기업과 타인자본비용과의 관계(Dhaliwal et al. 2011, 손성규와 정기위 2010) 혹은 자기자본비용과의 관계(Benish et al. 2008, Gordon and Wilford 2012, 강정기와 신호영 2011)를 분석하였다. 하지만 본 논문은 자기자본 및 타인자본 비용 뿐만 아니라 자금조달의 특정 출처와 무관하게 기업의 자금조달 비용을 살펴보기 위해 가중평균자본비용을 추가로 분석하였다. 이는 자본구성비율이 상이한 기업들의 자본조달비용을 비교할 수 있어 추가적인 정보를 제공한다. 둘째, 중요한 취약점과 의견표명 거절은 비적정 검토의견에 포함되기는 하지만 그 성격이나 사유가 매우 이질적이다. 하지만 선행연구들(Benish et al. 2008, Ahbaugh-Skaife

et al. 2009, Kim et al. 2011, 손성규와 정기위 2010, 강정기와 신호영 2011)은 비적정 검토의견 전체를 분석대상으로 하거나 중요한 취약점만을 분석대상으로 한 반면, 본 논문은 내부회계관리제도의 비적정 검토의견 중 중요한 취약점을 보고한 기업과의 의견표명을 거절한 기업을 구분하여 외부정보이용자들이 정보위험에 대해 차별적으로 인지하는지를 살펴 보았다. 마지막으로 선행연구들(Ashbaugh-Skaife et al. 2009, Kim et al. 2011)은 기업이 내부통제의 취약점을 보고한 이후(SOX 302조) 감사인이 감사한 결과(SOX 404조) 내부통제의 취약점이 개선된 기업이 자기자본비용 및 타인자본비용에 미치는 영향을 검증한 반면, 본 연구는 동일기업이 내부회계관리제도의 검토의견이 전기에 비해 당기에 개선, 유지 혹은 악화된 경우 차기년도의 자본비용에 미치는 영향을 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별점을 가진다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 내부회계관리제도와 관련된 연구배경 및 선행연구를 검토하며, 제3장에서는 이를 바탕으로 가설을 설정한다. 제4장에서는 연구모형과 표본선정절차를 설명하였고, 제5장에서는 실증분석결과를 설명하였다. 제6장에서는 결론 및 연구의 공헌점과 한계점을 제시하였다.

II. 연구배경 및 선행연구 검토

2.1 내부회계관리제도 관련 규정

2.1.1 내부회계관리제도의 도입 및 시행경과

1997년에 발생한 외환위기 이후 우리나라에서도 회계투명성 개선을 위한 회계제도개혁방안이 발표되었고 그 일환으로 내부회계관리제도가 도입되었다. 내부회계관리제도는 기업의 회계투명성을 제고하고 금융기관이 신용위험을 효율적으로 관리할 수 있는 체제를 마련하고 기업구조조정을 신속하고 원활하게 추진하기 위하여 2001년 8월에 제정된 기업구조조정촉진법을 통하여 도입되었다.³⁾ 내부회계관리제도는 회계 및 경영의 투명성을 향상시켜 투자자를 보호하기 위해 기업구조조정촉진법에서 2003년 12월에 외감법으로 이관하였다. 이에 따라 적용대상기업도 외감법의 적용을 받는 외감대상기업으로 변경되었다.⁴⁾

외감법으로 이관되면서 내부회계관리제도에 관한 규정은 한층 강화되어 감사인의 경우 내부회계관리제도에 대한 검토의견을 반드시 보고하도록 규정하였다. 내부회계관리제도의 본격적인 시행에 따라 내부회계관리제도를 설계·운영·평가·보고하는데 필요한 기본지침의 필요성이 제기됨에 따라 2005년 6월 내부회계관리제도 모범규준(이하 '모범규준')이 제정되었다. 또한 모범규준이 제정됨에 따라 한국공인회계사회에서는 기업이 내부회계관리제도를 구

3) 내부회계관리제도의 최초 도입시 그 적용대상은 채권금융기관으로부터 신용공여를 받은 회사로서 신용공여액의 합계가 500억원 이상인 회사 및 외감법의 적용을 받는 기업이다(상장사협의회 2009).

4) 중소기업의 여건을 반영하여 비상장기업 중 자산총계 500억 미만인 주식회사로서 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 의한 상호출자제한기업집단에 속하지 아니하는 주식회사는 내부회계관리제도의 구축·운영할 의무를 유예하였다(외감법 제2조의 2 제1항).

축·운영함에 있어 모범규준을 준수하였는지 여부에 대하여 검토를 실시하고 그 결과를 보고하는 절차를 정한 내부회계관리제도 검토기준(이하 '검토기준')을 제정하였다(상장사협의회 2009).

이후 모범규준의 기본원칙에 대한 기업규모별 해설과 적용사례를 제시하기 위하여 상장 대기업에 적용된 모범규준 적용해설서를 2005년 12월에 제정하였으며, 상장 중소기업과 비상장대기업에 적용하는 모범규준 중소기업 적용해설서를 2007년 6월에 제정하였다.

2.1.2 내부회계관리제도에 대한 외부감사인의 검토

감사인이 감사업무를 수행하는 경우에는 내부회계관리제도 관련사항의 준수여부 및 내부회계관리제도의 운영 실태에 관한 보고내용을 검토하여야 하며, 감사인은 검토결과에 대한 종합의견을 감사보고서에 표명해야 한다(외감법 제2조). 이를 위하여 감사인은 해당 임직원에 대한 질문, 관련 문서의 확인, 내부회계관리제도 운영 실태에 대한 점검 등을 통하여 내부회계관리제도가 적정하게 설계·운영되고 있는지 여부를 검토하고 그 의견을 감사보고서에 첨부하여야 한다(외감법 시행령 제2조의 3 제4항).

내부회계관리제도 검토기준은 감사인이 검토의견을 제시하는데 필요한 절차를 규정하고 있다. 또한 내부회계관리제도 검토결과 예상되는 일반적인 보고유형을 구분하여 작성사례를 제시하고 있다. 즉 내부회계관리제도의 통제미비점, 유의한 미비점 및 중

요한 취약점 등을 상세하게 설명하고 있으며 체계적인 판단절차를 제시하고 있다.

내부회계관리제도 검토기준에 의하면 경영자가 중요한 취약점을 언급하였는지 여부, 검토절차에 중요한 범위제한이 있었는지 등의 여부에 따라 검토의견은 적정의견, 한정의견, 중요한 취약점의 공시, 의견거절의 표명 등으로 구분된다. 내부회계관리제도에 대한 검토는 소극적 확산수준을 제공하는 검토(review)절차를 적용한다. 따라서 내부회계관리제도에 대한 검토결과는 통제위험 평가과정에 유용할 수 있다.⁵⁾

2.2 선행연구의 검토

내부회계관리제도는 기업의 회계투명성을 제고하고 투자자를 보호하기 위해 2001년 도입되었다. 이후 선행연구들은 내부회계관리제도의 도입효과를 검증하였다. 검증결과, 내부회계관리제도 도입이전에 비해 도입이후에 재량적 발생액이 감소하고(조현우와 유경연 2006), 전기오류수정금액 및 빈도 등이 감소하여(손성규와 정기위 2009) 내부회계관리제도 도입에 따른 효과성이 있다는 결과를 제시하였다. 하지만 안상봉과 최승호(2008) 그리고 남택진과 박성만(2008)은 내부회계관리제도의 도입이 재량적 발생액을 낮추는데 기여하지 못하였다는 결과를 제시하면서 내부회계관리제도 도입에 따른 효과가 없음을 주장하였다.

내부회계관리제도의 단순한 도입여부에 따른 검증

5) 미국은 기업의 회계투명성 제고를 위해 1970년대 반부패방지법을 통해 재무제표 작성과 관련된 내부통제제도를 기업 내에 구축·운영할 것을 의무화하였다. 회계부정사건이 발생된 이후 사베인-옥슬리 법안(SOX)을 제정하여 경영진이 내부통제의 효과성을 평가·공시(SOX 302조)하도록 하는 한편, 감사인에게 내부통제제도에 대한 감사의무를 부여하였다(SOX 404조). 한국의 내부회계관리제도의 적정 검토의견 비율이 미국보다 높게 나타난 것은 미국은 내부통제제도에 대한 감사의무가 있는 반면 한국은 검토의무만이 존재하기 때문이며, 이런 두 나라간 제도적인 차이로 인해 발생한 것 이외에도 외부감사인의 검토가 미흡하기 때문이기도 하다(2009년 12월 결산 상장사 내부회계관리제도 운영현황분석, 2010.07.06. 금융감독원 보도자료).

에서 벗어나 연구영역이 내부회계관리제도 검토의견 중 비적정의견을 보고한 기업의 특성을 분석한 연구, 적정 검토의견을 보고한 기업에 비해 비적정 검토의견을 보고한 기업의 보고이익의 질에 차이가 나타나는지에 대한 연구, 시장참여자들이 차별적으로 인지하고 의사결정에 반영하고 있는지를 검증한 연구로 확장되었다.

먼저, 내부회계관리제도 검토의견 중 적정의견을 받은 기업에 비해 취약점을 보고한 기업의 특성을 분석한 연구들은 연구 초기에 많이 이루어졌다. 대체로 내부회계관리제도 검토의견 중 비적정 검토의견을 보고한 기업들은 적정의견을 보고한 기업에 비해 기업규모가 작고, 부채비율 및 수익성 등 재무구조가 열악하였다(Bryan and Lilien 2005; Doyle et al. 2007A; 신현걸 2007; 김한수 2010). 또한 기업업력이 짧고, 성장성이 높으며, 영업구조가 복잡하고(Doyle et al. 2007A), 체계적 위험이 높았다(Bryan and Lilien 2005).

둘째, 내부회계관리제도 적정의견을 보고한 기업에 비해 비적정의견을 보고한 기업의 이익의 질에 차이가 나타나는지를 분석한 연구들에 의하면, 중요한 취약점을 보고한 기업일수록 재량적 발생액이 유의하게 높았으며, 발생액의 질이 유의하게 낮았다(Doyle et al. 2007B; Ashbaugh-Skaife et al. 2008; Lu et al. 2011; 이명곤 등 2007; 김정교 등 2009). 또한 중요한 취약점을 보고한 기업이 덜 보수적으로 회계처리 하는 것으로 나타났다(이명곤 등 2007). 특히 계정과목별 취약점을 보고한 기업에 비해 기능별 취약점을 보고한 기업의 발생액의 질이 더 낮았다(Doyle et al. 2007B; 김정교 등

2009).

셋째, 내부회계관리제도의 적정이외의 검토의견을 받는 기업들에 대해서 시장참여자들이 차별적으로 인지하여 의사결정에 반영하는지를 많은 선행연구들이 검증하였다. 먼저 내부회계관리제도 적정의견을 보고한 기업에 비해 중요한 취약점을 보고한 기업들에 대해서 초과수익률 및 누적초과수익률이 모두 유의하게 낮았으며(Franco et al. 2005; Gupta and Nayar 2007; Benish et al. 2008; Hammersley et al. 2008; Kim et al. 2011; 최순재 등 2009; 이명곤 등 2012), 주식수익률의 변동성도 증가하였다(Kim et al. 2011; 이명곤 등 2012). 이는 자본시장에서 내부회계관리제도 비적정의견에 대해서 부정적으로 인지하고 있음을 의미한다.

그리고 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업은 재무정보의 신뢰성 저하로 인해 자본시장에 불리한 영향을 미치게 되므로 높은 타인자본비용⁶⁾을 부담하였으며(Dhaliwal et al. 2011; Kim et al. 2011; 손성규와 정기위 2010; 전홍주 2011), 부채계약에도 부정적인 영향을 미쳤다(Costello and Wittenberg-Moerman 2011). 또한 정보위험의 증가로 인해 자본비용도 증가하였다(Benish et al. 2008; Ashbaugh-Skaife et al. 2009; Gordon and Wilford 2012; 강정기와 신호영 2011). 하지만 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업의 특성을 통제한 결과에서는 취약점을 보고한 기업이 보고하지 않은 기업에 비해 자본비용이 유의하게 증가하지 않았다(Ogneva et al. 2007).

본 논문은 선행연구와 다음과 같은 차이점이 있다. 먼저, Dhaliwal et al.(2011), Kim et al.

6) 타인자본은 외부자금조달 중 중요한 부분을 차지하고 있음에도 불구하고, 많은 선행연구들이 자본비용을 중심으로 연구가 이루어지고 있다. 자본비용은 측정오차가 많은 단점이 있는 반면, 타인자본비용 및 부채계약과 관련된 분석은 측정오차가 거의 없다. 따라서 외부 자금조달 비용에 대한 내부회계관리제도의 효과성을 명확하게 분석할 수 있다는 장점이 있다(Kim et al. 2011).

(2011), 손성규와 정기위(2010)와 전홍주(2011)은 내부회계관리제도 취약점을 보고한 기업과 타인 자본비용과의 관계를 분석하였으며, Ogneva et al. (2007), Benish et al.(2008), Ashbaugh-Skaife et al.(2009), Gordon and Wilford(2012)와 강정기와 신호영(2011)은 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업과 자기자본비용과의 관계를 분석하였다. 하지만 본 논문은 외부이해관계자 중 자금 조달과 관련하여 가장 중요한 부분을 차지하고 있는 채권자와 투자자의 자금조달비용을 동시에 분석하였다. 특히 자금조달의 특정 출처와 무관하게 기업의 자금조달 비용을 살펴보기 위해 가중평균자본비용을 추가로 분석하였다.

선행연구에서도 보여지듯이 대부분의 연구가 자기 자본비용과 타인자본비용 중 한가지만을 이용하여 내부회계관리제도 검토의견의 유용성을 검증하고 있다. 하지만 동일한 산업에 속한 기업일지라도 자본 구조가 다른 기업들의 영업수익성을 비교할 때는 총 자본수익률(ROE) 보다는 영업투자자본이익률(ROIC)이 더 유용한 정보를 제공하고 있음은 이미 널리 알려진 사실이다.⁷⁾ 실제 기업의 ROIC가 높은 수준인가를 평가하기 위해서는 비교기준이 존재해야 하는데, 기업입장에서 볼 때 영업활동에 투입한 자본의 사용대가를 의미하는 가중평균자본비용(WACC)을 비교기준으로 사용하고 있다. 즉 자본구성원천인 자기자본비용과 타인자본비용이 내제하고 있는 가치도 있지만, 추가적으로 자본구성비율이 상이한 기업들의 자본조달비용을 비교할 수 있는 가중평균자본비용 또한 추가적인 정보를 제공하고 있다. 따라서 선행연구에서 수행한 자기자본비용, 타인자본비용에 추가하여 가중평균자본비용을 이용하여 분석하였다.

두 번째, 비적정 검토의견은 크게 중요한 취약점과 의견표명 거절로 구분할 수 있다. 중요한 취약점은 자금관련 통제절차나 내부회계제도 조직 및 운영의 미비 그리고 자산평가 및 결산절차등의 회계관련 통제의 미비점에 의해 검토의견이 표명된 반면, 의견표명 거절은 경영자의 내부회계관리제도에 대한 운영실태 평가보고서를 제출받지 못하거나 감사인의 검토절차에 필요한 문서자료를 제시받지 못하면서 검토범위제한에 해당되어 나타난 것이다. 따라서 중요한 취약점과 의견표명 거절은 비적정 검토의견에 포함되지만 그 성격이나 사유가 매우 이질적이다. 그럼에도 불구하고 선행연구인 Benish et al.(2008), Ahbaugh-Skaife et al.(2009), Dhaliwal et al.(2009), Kim et al.(2011), 손성규와 정기위(2010)와 강정기와 신호영(2011) 등은 비적정 검토의견 전체를 분석대상으로 하거나 중요한 취약점만을 분석대상으로 하였다. 하지만 본 논문은 내부회계관리제도의 비적정 검토의견 중 중요한 취약점을 보고한 기업과 의견표명을 거절한 기업을 구분하여 외부정보이용자들이 차별적으로 인지하는지를 살펴보았다.

셋째, Ashbaugh-Skaife et al.(2009), Kim et al.(2011)은 기업이 내부통제의 취약점을 보고한 이후(SOX 302조) 감사인이 감사한 결과(SOX 404조) 내부통제의 취약점이 개선되어 적정인 기업(개선된 기업)이 자기자본비용 및 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하였다. 하지만 본 연구는 내부회계관리제도의 검토의견이 전기에 비해 당기에 개선, 유지 혹은 악화된 경우 차기년도의 자본비용에 미치는 영향을 분석하였다.

7) ROE = 당기순이익 / 자본총계; ROIC = 세후순영업이익 / 영업투자자본
여기서, 세후순영업이익 = 영업이익 × (1-법인세율); 영업투자자본 = 자기자본 + 순채무부채.

III. 가설설정

3.1 가설설정

내부회계관리제도는 기업의 회계투명성 및 신뢰성을 제고하고 투자자를 보호하기 위해 도입된 제도이다. 감사인은 내부회계관리제도가 적절하게 설계·운영되고 있는지 여부를 검토하고 그 의견을 감사보고서에 첨부하여야 한다. 감사인은 기업의 내부회계관리제도 구축·운영에 대해 세부적으로 통제환경, 위험평가, 통제활동, 정보 및 의사소통, 모니터링, 문서화와 경영자의 평가절차에 대해 검토한다(내부회계관리제도 검토의견 적용지침 2006). 즉 감사인의 내부회계관리제도 검토의견 중 비적정의견을 받은 기업은 효율적으로 내부회계관리제도가 구축되거나 운영되고 있지 않다는 것을 의미한다. 예를 들어, 경영자가 최소한 연례적으로 공식 위험평가 프로세스를 통해 내·외부의 위험 요인들을 파악해야 하며, 최소한 재무보고에 영향을 미치는 모든 잠재 위험을 포함한 위험평가를 수행해야 한다. 또한 위험에 대한 잠재적 영향을 평가하여 적절한 대응방안을 수립해야 된다. 하지만 기업이 효과적인 위험평가 기능을 갖추지 못한다면 이는 최소한 유의한 미비점에 해당하고 내부회계관리제도상 중요한 취약점의 강력한 징후로 본다는 것이다(내부회계관리제도 검토의견 적용지침 2006).

따라서 내부회계관리제도가 효율적으로 운영되고 있지 않은 기업은 효율적으로 운영하고 있는 기업에 비해 상대적으로 재무정보의 신뢰성이 약화되고 이로 인해 정보위험이 증가하게 된다. 정보위험이 증가하게 되면 체계적 위험 및 비체계적 위험이 증가하게 되고(Ashbaugh-Skaife et al. 2009), 결국

외부정보이용자들에게 부정적인 영향을 미쳐 주식수익률은 감소하며(Benish et al. 2008; Hammersley et al. 2008) 주식수익률의 변동성은 증가하게 된다(Kim et al. 2011; 이명곤 등 2012). 또한 자본조달 원천인 자기자본비용(Benish et al. 2008; Ashbaugh-Skaife et al. 2009; Gordon and Wilford 2012)과 타인자본비용(Dhaliwal et al. 2011; Kim et al. 2011; 손성규와 정기위 2010)도 증가한다.

만약 내부회계관리제도가 회계정보의 신뢰성을 향상시키기 위하여 도입된 취지대로 적합하게 기능한다면 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 정보위험이 높을 것이다. 정보위험이 높아지면 위험 프리미엄도 높아지고, 이로 인해 타인자본과 자기자본을 포함한 가중평균자본비용도 높아질 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 당기 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 차기의 자본조달비용이 높을 것이다.

내부회계관리제도의 검토의견은 경영자가 중요한 취약점을 언급하였는지 여부와 검토절차에 중요한 범위제한이 있었는지 등의 여부에 따라 적정의견, 한정적의견, 중요한 취약점의 공시, 의견거절의 표명 등으로 구분된다. 하지만 주로 선행연구들은 내부회계관리제도의 중요한 취약점을 보고한 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분하여 중요한 취약점을 보고한 기업의 특성 및 정보효과 등을 분석하였다(Benish et al. 2008; Ashbaugh-Skaife et al. 2009; Dhaliwal et al. 2011; 이명곤 등 2012). 특히

Gordon and Wilford(2012)는 의견거절을 받은 기업들을 표본선정과정에서 제외한 후 중요한 취약점을 보고한 기업과 보고하지 않은 기업을 비교분석하였다.

경영자의 내부회계관리제도에 대한 운영실태 평가 보고서를 제출받지 못하거나 감사인의 검토절차에 필요한 문서자료를 제시받지 못하면 검토범위제한에 해당되어 한정적 검토의견이 표명되거나 의견표명이 거절된다.⁸⁾ 이와 같이 검토범위제한과 관련한 의견표명의 거절은 중요한 취약점이 발견된 경우보다 더욱 심각한 상황으로 볼 수 있다. 왜냐하면 의견표명을 거절한 사유는 대부분 검토절차에 필요한 자료를 제공받지 못한 경우가 대부분이기 때문이다. 이는 내부회계관리제도 자체가 구축·운영되고 있지 않거나 유의한 미비점으로 인해 재무제표의 중요한 왜곡 표시가 예방 또는 적발될 가능성이 낮은 경우를 의미하기도 한다.⁹⁾ 또한 내부회계관리제도 검토의견이 '의견거절'인 기업 중 외부감사인의 감사의견이 '비적정'인 기업비율도 2006년 4.2%에서 2007년 30.6%, 2008년 45.2%로 크게 증가했다.¹⁰⁾

그리고 김한수(2010)는 내부회계관리제도 검토의견 중 중요한 취약점을 보고한 기업에 비해 의견거절을 보고한 기업의 음(-)의 주식수익률이 더 크게 나타났다는 결과를 보고하였다. 이는 비적정 검토의견 중 중요한 취약점을 보고한 기업보다 의견거절을 보고한 기업에 대해서 시장참여자들이 더 부정적으로 인지하고 있음을 의미한다. 이러한 맥락에서 보았을 때 중요한 취약점을 보고한 기업보다 의견거절을 보고한 기업의 정보위험이 더 높을 것이다. 따

라서 정보위험이 더 높을수록 자본조달비용은 더 높아지므로 중요한 취약점을 보고한 기업보다 의견거절을 보고한 기업의 자본조달비용이 더 클 것으로 기대된다.

가설 2: 당기 내부회계관리제도에 대한 검토의견이 의견거절인 경우 중요한 취약점을 보고한 기업에 비해 차기 자본조달비용은 더 클 것이다.

Ashbaugh-Skaife et al.(2008)은 이전 연도에 내부통제 취약점을 공시한 기업 중 다음 연도에 내부통제 취약점을 보고하지 않은 기업(개선된 기업)은 내부통제 취약점이 개선되지 않은 기업(연속적으로 취약점을 보고한 기업)에 비하여 발생액의 질이 증가하였다는 결과를 보고하였다.

내부회계관리제도 검토의견에 대한 기간별 구분은 다음 <표 1>과 같다.

<표 1> 검토의견의 기간별 구분

		전기	
		적정의견	비적정의견
당기	적정의견	① 적정유지	② 개선
	비적정의견	③ 악화	④ 비적정유지

적정 검토의견이 유지된 기업(①)과 비적정 검토의견이 유지된 기업(④)은 내부회계관리제도의 질에 변화가 없는 경우이다. 그러나 적정유지의 경우에는 지속적으로 내부회계관리제도의 질이 높은 상황이

8) 실제 한정적 검토의견을 표명한 경우는 거의 없었다. 대부분 검토의견 표명을 거절했다.

9) 신현걸(2007)은 내부관리제도 검토의견 표명 거절을 받은 기업입장에서 중요한 취약점이 공시되기 보다는 검토의견 표명이 거절되도록 감사인에게 관련 자료를 제시하지 않는 것이 더 나을 수 있기 때문이라고 해석하고 있지만, 모든 기업이 관련 자료를 제출하지 않는 것은 아니며, 일부기업은 자료를 제출하였지만 유의한 미비점이 발견되어 의견표명을 거절하기도 했다.

10) 조세일보, 2009.08.30, '상장기업 중 '망할 것 같은' 회사 급증'.

며, 비적정유지의 경우에는 지속적으로 내부회계관리제도의 질이 낮은 상황에 해당한다. 검토의견이 개선된 기업(②)은 전기에 비해 당기에 내부회계관리제도의 질이 개선된 경우이며, 검토의견이 악화된 기업(③)은 전기에 비해 당기에 내부회계관리제도의 질이 악화된 경우이다. 따라서 검토의견이 악화된 기업보다 개선된 기업의 경우 차기 자본조달비용은 더 낮아질 것으로 판단된다.

한편, 적정 검토의견이 유지된 기업의 경우는 상대적으로 차기 자본조달비용이 가장 낮을 것으로 예측된다. 그러나 비적정 검토의견이 유지된 기업의 경우는 정보위험이 낮아지지 않아 차기 자본조달비용이 가장 클 것으로 예측된다. 하지만 전기에 비적정 검토의견을 받았기 때문에 시장에서 정보위험 증가분에 대해서 이미 자본조달비용에 반영되었기 때문에 검토의견이 악화된 기업보다 차기 자본조달비용이 낮을 수도 있다. 하지만 본 논문의 관심대상은 검토의견이 악화된 기업이 개선된 기업에 비해 차기 자본조달비용이 더 커지는지를 살펴보는 것이다. 따라서 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설 3: 전기에 비해 당기에 검토의견이 개선된 기업에 비해 악화된 기업은 차기 자본조달비용이 더 클 것이다.

IV. 연구방법론

4.1 연구모형

본 연구는 당기의 내부회계관리제도 검토의견이 차기 자본조달비용에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 먼저 당기의 내부회계검토의견이 비적정인 기업은 적정인 기업에 비해 차기년도 자본조달비용이 높을 것이라는 가설 1을 검증하기 위해 모형식 (1)은 Ogneva et al.(2007), Ashbaugh-Skaife et al.(2009)의 연구모형을 원용하여 다음과 같이 설정하였다.¹¹⁾

$$\begin{aligned}
 CC_{it+1} = & a_0 + a_1REVIEWOPN_{it} + a_2LEV_{it+1} \\
 & + a_3SIZE_{it+1} + a_4FY_{it+1} + a_5ALTZ_{it+1} \\
 & + a_6BETA_{it+1} + a_7EXPORT_{it+1} + a_8BTM_{it+1} \\
 & + a_9BIG_{it+1} + a_{10}AUDITOPN_{it} + \Sigma YD_{it} \\
 & + \Sigma ID_{it} + \varepsilon_{it+1}
 \end{aligned} \tag{1}$$

CC_{it+1}	= 자기자본비용(COC _{it+1}), 타인자본비용(COD _{it+1}), 가중평균자본비용(WACC _{it+1})
$REVIEWOPN_{it}$	= 내부회계검토의견이 비적정이면 1, 적정이면 0인 더미변수
LEV_{it+1}	= 부채비율(부채총계 _{it+1} /자산총계 _{it+1})
$SIZE_{it+1}$	= 자산총계의 자연로그 값
FY_{it+1}	= 기업설립기간((차기년도-설립년도)+1)

11) 내생성(endogeneity)의 문제가 우려되어 이에 대한 검증을 수행하였다. 내생성이란 독립변수가 잠재적으로 선택변수인 경우, 즉 추정방정식의 잔차항(ε_{it+1})과 관련되지 않는 요인들과 상호연관성이 존재하는 경우에 제기된다. 내생성에 대한 검증결과, 내부회계검토의견($REVIEWOPN_{it+1}$)과 잔차항(ε_{it+1})의 상관계수가 0으로 나타나 내생성의 문제는 없는 것으로 판단된다. 그리고 OLS를 추정하기 위해 선행적으로 분석이 이루어져야 되는 잔차항의 4가지 가정검토가 있다. 잔차항의 4가지 가정은 ① 잔차항의 독립성 가정 ② 잔차항의 등분산성 가정 ③ 잔차항의 평균이 0이라는 가정 ④ 잔차항의 정규성 가정이다. 잔차항의 가정 검토 결과, 본 연구의 모형은 OLS를 적용하기 위한 잔차의 4가지 가정을 모두 충족하는 것으로 나타났다.

ALTZ _{it+1}	= Altman Z Score
BETA _{it+1}	= 기업베타
EXPORT _{it+1}	= 해외매출비중 (= 해외매출액 _{it+1} / 총매출액 _{it+1})
BTM _{it+1}	= 자기자본의 시장가치 대비 장부가치 비율 (= 자본장부가치 _{it+1} / 시장가치 _{it+1})
BIG _{it+1}	= 감사인이 Big4이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
AUDITOPN _{it+1}	= 감사의견이 비적정의견이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
YD _{it}	= 연도더미
ID _{it}	= 산업더미
ε _{it+1}	= 잔차항

설명변수인 REVIEWOPN_{it}는 당기의 내부회계검토의견이 비적정이면 1, 적정이면 0인 더미변수이다. 그리고 종속변수는 차기 자본조달비용으로서 자기자본비용(COC_{it+1}),¹²⁾¹³⁾ 타인자본비용(COD_{it+1})¹⁴⁾ 그리고 가중평균자본비용(WACC_{it+1})으로 측정하

였다. 따라서 당기의 내부회계검토의견이 비적정인 기업은 적정인 기업에 비해 차기의 자본조달비용이 높을 것이라는 가설 1이 지지된다면 REVIEWOPN_{it}의 회귀계수인 α₁은 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다. 하지만 내부회계검토의견이 비적정인 기업이 적정인 기업에 비해 차기의 자본비용이 커지지 않거나 자본비용이 오히려 작아진다면 α₁은 유의하지 않거나 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다.

본 논문은 내부회계관리제도의 검토의견이 자본조달비용에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 하지만 기업의 특성변수들 역시 내부회계관리제도의 검토의견에 영향을 미치고 있으며, 또한 자본조달비용에도 영향을 미친다. 따라서 이를 통제하기 위해서 기업의 특성변수로서 부채비율(LEV_{it+1}), 기업규모(SIZE_{it+1}), 기업설립기간(FY_{it+1}), 재무건전성(ALTZ_{it+1}), 기업베타(BETA_{it+1}), 해외수출비중(EXPORT_{it+1}), 자기자본의 시장가치 대비 장부가치 비율(BTM_{it+1}), 감사인(BIG4_{it+1})과 감사의견

- 12) 선행연구에서 자기자본비용 추정은 주로 Gordon의 배당성장모형과 CAPM 등을 이용하였다. 그러나 재무학 분야에서는 측정방법의 유효성에 대해 의문이 제기되면서(Fama and French 1997), 가치평가모형을 기초로 내재된 자기자본비용(implied cost of capital)을 추정하는 다양한 연구가 진행되었다. 하지만 한국의 경우 재무분석가 이익예측정보가 비교적 최근에 이용 가능해짐에 따라 자기자본비용과 관련된 연구의 진행은 아직까지 미미한 실정이다(황이석 등 2008). Gebhardt et al.(2001)은 I/B/E/S의 예측치 자료를 이용하여 기업의 위험 프리미엄을 추정하는 방식으로 자기자본비용을 추정하였다. 최근에는 Ohlson and Juettner(2005)의 초과이익성장모형(AEGV: abnormal earnings growth valuation model)을 활용하여 자기자본비용을 추정하는 연구가 수행되고 있다. Easton(2004)는 초과이익성장모형에서 미래초과회계이익 성장을 0으로 가정하는 수정 추가-이익성장모형(MPEG: modified price-earning growth model)과 추가적으로 미래 1기간의 주당배당금을 0으로 가정하는 추가-이익성장모형(PEG: price-earnings growth model)에 의한 자기자본비용 추정모형을 제시하였다. 이러한 연구들은 사후적 주식수익률 자료에 의존하지 않고 사전적 관점에서 위험 프리미엄을 측정한다는 점에서 중요한 공헌을 하고 있다. 그러나 예측기간(forecast horizon)에 대해 적용되는 재무분석가 예측치의 잠재적 편(bias)가 내재되어 있을 가능성이 있으며, 우리나라의 경우 재무분석가의 예측치가 풍부하지 않아 연구수행에 어려움이 수반될 수 있다. 특히 내부회계관리제도 취약점을 보고한 기업의 경우 재무분석가가 이익예측치를 발표한 기업이 거의 없어서 사전적 자기자본비용을 추정하기가 불가능하다.
- 13) 자기자본비용 = 무위험이자율 + 시장위험 프리미엄 × 베타
 무위험이자율은 직전연도 3년만기 국고채 연평균수익률을 사용하였고, 시장위험 프리미엄은 한국증권거래소의 상장기업 EVA 분석 연구결과보고서상의 시장위험 프리미엄을 인용하여 사용하였다.
- 14) 타인자본비용 = (총금융비용 / 평균이자발생부채) × (1 - 실효세율)
 이자발생부채 = 단기차입금 + 유동성장기부채 - 기타유동성장기부채 + 단기사채 + 장기사채 + 장기차입금
 + 단독표시된 금융리스부채 + 장기미지급금중의 금융리스부채 + 정리채무 중 장기차입금등정리채무
 + 단기유동화채무 + 장기유동화채무
 총금융비용 = 이자비용 + 사채이자 + 사채상환손실 - 사채상환이익 + 건설자금이자

(AUDITOPN_{it}) 등을 모형식에 포함시켰다.¹⁵⁾

부채비율(LEV_{it+1})이 높은 기업일수록 자금을 조달할 경우 더 높은 자본조달비용을 부담해야 한다. 왜냐하면 부채비율이 높으면 채무불이행의 가능성이 높아지고, 높아진 위험으로 투자자는 더 높은 수익률을 요구하게 되기 때문이다(Costello and Wittenberg-Moerman 2011; Kim et al. 2011). 또한 부채비율이 높을수록 내부회계관리제도 취약점을 보고할 가능성이 높다(Doyle et al. 2007A). 따라서 이를 통제하기 위해 부채비율을 모형식에 포함시켰다. 그리고 재무건전성을 나타내는 Altman Z Score가 낮을수록 부도가능성이 높음을 의미한다. 부도가능성이 높은 기업일수록 자본 및 타인조달비용은 높기 때문에 통제변수에 포함시켰다(Ogneva et al. 2007). 또한 베타(BETA_{it+1})와 자기자본의 시장가치 대비 장부가치 비율(BTM_{it+1})이 클수록 더 높은 자기자본비용을 기업은 지불해야 되기 때문에 이 또한 통제변수에 포함시켰다(Francis et al. 2004). 기업규모(SIZE_{it+1})가 큰 기업은 재무분석가, 기관투자자 등 다양한 회계정보이용자의 관심을 받음으로써 유동성과 정보접근성이 소규모 기업에 비하여 상대적으로 높다고 할 수 있다. 이러한 정보의 이용가능성은 기업과 투자자간의 정보불균형 문제를 완화하여 불확실성으로 인한 위험 프리미엄을 감소시킨다(Fama and French 1992; Francis et al. 2004). 또한 기업규모가 작을수록 내부회계관리제

도 취약점을 보고할 가능성이 높기 때문에 모형식에 포함시켰다(Doyle et al. 2007A).¹⁶⁾ 그리고 해외수출비중(EXPORT_{it+1})이 높을수록 내부회계관리제도 취약점을 보고할 가능성이 높아 이를 통제하기 위해 모형식에 포함시켰다(Ashbaugh-Skaife et al. 2008).¹⁷⁾ Ogneva et al.(2007)과 Gordon and Wilford(2012)은 기업업력(FY_{it+1})이 긴 기업일수록 내부통제가 잘 운영되고 있으며, 그 결과 자본비용이 낮아진다는 결과를 제시하였다. 따라서 기업업력을 모형식에 포함시켜 자본조달비용에 미치는 영향을 통제하였다. 김경태(2006)은 Big4 감사인에 의해 감사받은 기업의 경우 non-Big4 감사인에 의해 감사받은 기업에 비해 자본비용이 낮다는 결과를 보고하였다. 그리고 김한수(2010)는 내부통제의 취약점을 보고한 기업 중 감사의견(AUDITOPN_{it+1})이 적정의견이 아닌 경우 시장에서 상당히 부정적인 반응을 보인다고 주장하였다. 따라서 자본비용은 검토의견뿐만 아니라 감사의견에 대해서도 영향을 받을 수 있으므로 이를 모형에 포함시켰다. 마지막으로 표본기업의 연도별, 산업별 효과를 통제하기 위하여 연도더미($\sum YD_{it}$)와 산업더미($\sum ID_{it}$)를 모형에 추가하였다.

비적정 내부회계검토의견을 받은 기업 중 중요한 취약점이나 유의한 미비사항을 지적받은 기업보다 중요한 미비점에 의한 의견거절과 자료 불충분에 의한 의견거절을 받은 기업이 차기 자기자본 및 타인

15) 종속변수인 차기 자본조달비용을 통제하기 위해 통제변수의 시점은 차기로 설정하였다. 특히 위험을 나타내는 부채비율, 기업베타, 재무건전성이나 복잡성을 나타내는 해외매출비중, 안정성을 나타내는 설립기간 그리고 BTM과 감사인 여부는 종속변수와 시차를 같이 설정하여 통제하였다. 하지만 당기 감사의견과 차기 감사의견은 자본비용에 모두 영향을 미칠 수 있으나, 내부회계관리제도 검토의견과 감사의견을 같은 시차로 설정하여 당기 감사의견을 통제한 이후의 내부회계검토의견이 차기자본비용에 미치는 효과를 살펴보고자 하였다.

16) 기업규모가 큰 기업은 작은 기업에 비해 상대적으로 유능한 인력을 확보하기 쉽고 내부회계관리제도를 구축하는데 사용할 재무적 자원이 많기 때문에 기업의 내부통제제도의 질과 양(+)의 상관관계가 있다(이명곤 등 2007).

17) 영업의 복잡성은 기업이 수행하는 업무프로세스가 복잡한 경우 이를 기록·측정하는 회계절차와 재무보고과정도 복잡하기 때문에 상대적으로 영업구조가 복잡한 기업일수록 내부통제 취약점을 보고할 확률이 높다.

자본을 조달하는 비용이 더 클 것이라는 가설 2을 검증하기 위해서 모형식 (2)을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 CC_{it+1} = & \beta_0 + \beta_1REVIEWOPN_{it} + \beta_2CAUSE_{it} \\
 & + \beta_3LEV_{it+1} + \beta_4SIZE_{it+1} + \beta_5FY_{it+1} \\
 & + \beta_6ALTZ_{it+1} + \beta_7BETA_{it+1} + \beta_8EXPORT_{it+1} \\
 & + \beta_9BTM_{it+1} + \beta_{10}BIG_{it+1} + \beta_{11}AUDITOPN_{it} \\
 & + \Sigma YD_{it} + \Sigma ID_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (2)
 \end{aligned}$$

CAUSE_{it} = 내부회계검토의견이 비적정 기업 중 사유가 의견거절이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

가설 2은 당기 내부회계검토의견이 비적정인 기업 중 그 사유가 의견거절인 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 차기 자본조달비용이 더 커지는지를 분석하기 위해 설정한 가설이다. 따라서 설명변수인 CAUSE_{it}는 비적정 내부회계검토의견을 받은 기업 중 그 사유가 의견거절이면 1, 그 외 사유로 비적정 검토의견을 받았으면 0인 더미변수이다. 만약 의견거절에 의한 내부회계검토의견이 비적정인 기업이 그 외의 사유로 인한 비적정 검토의견을 받은 기업에 비해 자본비용이 더 클 것이라는 가설 2가 지지된다면 CAUSE_{it}의 회귀계수인 β₂은 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다. 하지만 가설의 예측과 달리 비적정 검토의견의 사유가 의견거절에 의한 기업과 기타 사유로 인한 기업간 차기 자본조달비용간에 차이가 나타나지 않는다면 β₂은 유의하지 않을 것이다.

전기에 비해 당기에 검토의견이 개선된 기업에 비해 악화된 기업의 경우에는 차기의 자본비용이 더 커질 것이라는 가설 3을 검증하기 위해 모형식 (3)은 Gordon and Wilford(2012)의 연구모형을 원용하여 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 CC_{it+1} = & \lambda_0 + \lambda_1RG1_{it} + \lambda_2RG2_{it} + \lambda_3RG3_{it} \\
 & + \lambda_4LEV_{it+1} + \lambda_5SIZE_{it+1} + \lambda_6FY_{it+1} \\
 & + \lambda_7ALTZ_{it+1} + \lambda_8BETA_{it+1} + \lambda_9EXPORT_{it+1} \\
 & + \lambda_{10}BTM_{it+1} + \lambda_{11}BIG_{it+1} + \lambda_{12}AUDITOPN_{it} \\
 & + \Sigma YD_{it} + \Sigma ID_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (3)
 \end{aligned}$$

RG1_{it} = 전기 내부회계검토의견도 비적정인면서 당기 내부회계검토의견도 비적정 기업인 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 비적정 유지기업

RG2_{it} = 전기 내부회계검토의견도 비적정인면서 당기 내부회계검토의견은 적정 기업인 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 개선된 기업

RG3_{it} = 전기 내부회계검토의견도 적정인면서 당기 내부회계검토의견은 비적정 기업인 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 악화된 기업

가설 3을 검증하기 위해 표본을 전기 검토의견과 당기 검토의견에 따라 크게 4개의 집단으로 분류하였다(〈표 1〉 참고). 즉 전체 표본을 4개의 집단으로 구분하였기 때문에 각 집단을 나타내는 변수를 모두 모형식에 포함시키면 회귀분석이 불가능하다. 이를 해결하기 위해서는 상수항을 모형식에서 제외시키거나 아니면 상수항을 포함시키되 비교대상이 되는 집단 변수를 모형에서 제외시키면 된다. 따라서 본 논문은 분석 및 해석의 편의상 모형식 (3)은 상수항을 포함시키되 비교대상 더미변수인 적정유지 기업변수(적정유지-①)를 모형식에서 제외시켰다. 먼저 관심변수인 RG1_{it}은 전기 및 당기 검토의견이 모두 비적정인 기업(비적정유지기업-④)이면 1, 아니면 0인 더미변수이다. RG2_{it}는 검토의견이 개선된 기업(개선기업-②)으로 전기 검토의견은 비적정이었으나 당기 검토의견은 적정인 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수이다. RG3_{it}은 검토의견이 악화된 기업(악화기

업-③)으로 전기 검토의견은 적정이었으나 당기 검토의견은 비적정인 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 가설에서 예측한대로 전기에 비해 당기에 내부회계검토의견이 악화된 기업이 개선된 기업에 비해 자본조달비용이 더 커진다면 $RG3_{it}$ 의 회귀계수인 λ_3 가 $RG2_{it}$ 의 회귀계수인 λ_2 에 비해 유의하게 클 것이다($\lambda_2 - \lambda_3 < 0$). 하지만 가설의 예측과 달리 두 집단간 자본비용의 차이가 나타나지 않는다면 두 회귀계수간 차이검증은 유의하지 않을 것이다($\lambda_2 - \lambda_3 = 0$).

4.2 표본선정

내부회계관리제도 모범규준이 본격적으로 적용되기 시작한 2006년부터 2009년까지 유가증권시장(KSE) 및 코스닥시장(KOSDAQ)에 상장된 12월 결산법인을 본 연구의 모집단으로 설정하였다. 하지만 종속변수인 자본조달비용은 차기년도를 분석대상으로 하기 때문에 2007년부터 2010년까지의 자료를 이용하였다.

내부회계관리제도 관련 자료를 수집하기 위해 금융감독원 전자공시시스템(DART)을 통해 공시한 외부감사인의 내부회계관리제도 검토보고서를 검색하였다. 기타 재무자료 및 감사인과 관련된 자료는 KIS-VALUE III에서 수집하였다.

다음의 기준에 해당하는 경우 표본에서 제외하였다.

- (1) 12월 결산법인이 아닌 기업
- (2) 금융업에 속하는 기업
- (3) 전자공시시스템에서 내부회계관리제도 검토보고서의 입수가 불가능한 기업
- (4) KIS-VALUE III에서 재무자료 및 감사인에 대한 사항이 입수 불가능한 기업

조건 (1)에서 12월 이외의 결산법인을 제외한 이유는 표본의 동질성 확보를 하기 위해서이다. 조건 (2)에서 금융업을 제외한 이유는 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 상이할 수 있어 동일한 조건하에서 비교가능성을 제고하기 위해서이며, 조건 (3)과 (4)는 자료원에 관한 사항이다.

종속변수를 2010년으로 한정된 이유는 2011년부터 상장기업은 의무적으로 IFRS를 적용하여 재무제표를 작성해야 한다. 따라서 회계기준의 전면적인 변화가 있는 2011년의 자료를 포함시키게 되면 이로 인해 결과의 편의가 발생할 수 있기에 2011년 이후는 분석기간에 포함시키지 않았다.

〈표 2〉는 표본선정과정을 나타낸 것이다. 가설 1과 2는 당기 내부회계관리제도 검토의견이 차기 자본조달비용에 미치는 영향을 분석하기 위해 설정된 가설인데 반해, 가설 3은 전기에 비해 당기의 검토의견의 변화가 차기 자본조달비용에 미치는 영향을 검증하기 위해 설정된 가설이다. 따라서 가설 1과 2는 분석기간이 2006년부터 2009년까지이지만, 가설 3은 전기 자료를 이용해야 되기 때문에 분석기간이 2007년부터 2009년까지이다. 그러므로 패널 A는 가설 1과 가설 2에 대한 표본선정과정을 나타낸 것이고, 패널 B는 가설 3에 대한 표본선정과정을 나타낸 것이다. 가설 1과 가설 2 검증에 필요한 표본 중 금융업 및 12월 이외의 결산법인 그리고 재무자료가 없는 표본을 제외하면 적정의견을 보고한 표본은 5,215개 기업/년이며, 비적정의견은 199개 기업/년이다. 또한 가설 3 검증에 필요한 표본 중 표본선정기준을 충족한 최종표본은 4,121개 기업/년으로 그 중 적정의견을 보고한 표본은 3,982개 기업/년이며, 비적정의견을 표명한 표본은 139개 기업/년이다.

〈표 2〉 연구가설별 표본선정

[패널 A] 가설 1과 2에 대한 표본선정기준

항 목	내부회계검토의견		합계
	적정의견	비적정의견	
2006년부터 2009년까지의 상장기업	5,572	281	5,853
- 금융업 및 비 12월 상장기업	267	12	279
- 재무자료의 입수가 불가능한 기업	90	70	160
= 최종표본으로 사용된 기업-연도 수	5,215	199	5,414

[패널 B] 가설 3에 대한 표본선정기준

항 목	내부회계검토의견		합계
	적정의견	비적정의견	
2007년부터 2009년까지의 상장기업	4,279	220	4,499
- 금융업 및 비 12월 상장기업	214	11	225
- 재무자료의 입수가 불가능한 기업	83	70	153
= 최종표본으로 사용된 기업-연도 수	3,982	139	4,121

V. 실증분석결과

5.1 기술통계량 및 상관관계분석

본 연구에서 사용된 주요변수에 대한 기술통계량은 〈표 3〉에 보고하였다. 패널 A는 주요변수에 대한 기술통계량을 보고한 것이다. 전체 5,414개 기업/년의 자기자본비용(COC_{it+1})은 평균 0.072이며, 중위수는 0.071이다. 타인자본비용(COD_{it+1})도 평균 0.061이며, 중위수도 0.051이다. 가중평균자본비용($WACC_{it+1}$)의 평균과 중위수는 각각 0.070과 0.068이다. 또한 주 관심변수인 내부회계관리제도 검토의견 중 비적정의견을 받은 기업($REVIEWOPN_{it}$)은 약 3.7%(=199/5,414) 수준이며, 특히 의견거절을 받은 기업($CAUSE_{it}$)은 약 1.7%(= 91/5,414)이다.

패널 B는 전체 표본 중 내부회계관리제도 검토의

견 중 적정의견을 보고한 기업과 비적정의견을 보고한 기업간 주요변수의 차이검증결과를 보고하였다. 내부회계관리제도 검토의견 중 적정의견을 보고한 기업의 자기자본비용(COC_{it+1})의 평균과 중위수는 각각 0.072와 0.071이며, 비적정의견을 보고한 기업의 자기자본비용(COC_{it+1})의 평균과 중위수는 각각 0.071과 0.070로 두 집단간 유의한 차이가 나타나지 않았다. 하지만 타인자본비용(COD_{it+1})과 가중평균자본비용($WACC_{it+1}$)은 적정의견을 보고한 기업에 비해 비적정의견을 보고한 기업이 평균과 중위수 모두 유의하게 더 컸다. 그리고 비적정의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 부채비율(LEV_{it+1})이 더 높고, 기업규모($SIZE_{it+1}$)는 더 작으며, 기업업력(FY_{it+1})은 더 짧았고, 재무건전성($ALTZ_{it+1}$)은 더 열약하였다. 또한 중·소형 감사인에게 감사받은 비율($BIG4_{it+1}$)은 더 높았으며, 감사의견 중 비적정 감사의견($AUDITOPN_{it}$)을 받는 경우가 유의하게 더 많았다.

〈표 3〉 기술통계량

[패널 A] 주요변수에 대한 기술통계량(N=5,414)

변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
COC _{it+1}	0.072	0.071	0.013	0.044	0.250
COD _{it+1}	0.061	0.051	0.059	0.000	0.515
WACC _{it+1}	0.070	0.068	0.021	0.000	0.358
REVIEWOPN _{it}	0.037	0.000	0.188	0.000	1.000
CAUSE _{it}	0.017	0.000	0.128	0.000	1.000
LEV _{it+1}	0.451	0.438	0.270	0.009	5.683
SIZE _{it+1}	25.520	25.239	1.420	20.011	32.304
FY _{it+1}	3.109	3.178	0.613	0.693	4.736
ALTZ _{it+1}	3.030	2.341	6.155	-126.354	270.239
BETA _{it+1}	0.826	0.802	0.409	-1.979	5.849
EXPORT _{it+1}	0.283	0.128	0.322	0.000	1.000
BTM _{it+1}	1.222	1.029	1.531	-61.577	9.652
BIG4 _{it+1}	0.506	1.000	0.500	0.000	1.000
AUDITOPN _{it}	0.005	0.000	0.070	0.000	1.000

[패널 B] 내부회계검토의견에 따른 주요변수 차이검증

내부회계검토의견 변수	적정의견 (N=5,215)		비적정의견 (N=199)		평균 차이검증	중위수 차이검증
	평균	중위수	평균	중위수		
COC _{it+1}	0.072	0.071	0.071	0.070	-1.56	-2.08**
COD _{it+1}	0.059	0.050	0.120	0.094	9.40***	13.02***
WACC _{it+1}	0.069	0.068	0.086	0.077	5.40***	7.71***
LEV _{it+1}	0.447	0.435	0.551	0.496	4.22***	4.55***
SIZE _{it+1}	25.566	25.276	24.307	24.227	-18.61***	-14.20***
FY _{it+1}	3.114	3.178	2.976	2.944	-4.01***	-3.90***
ALTZ _{it+1}	3.130	2.389	0.414	0.387	-4.45***	-12.20***
BETA _{it+1}	0.830	0.806	0.703	0.721	-3.70***	-3.93***
EXPORT _{it+1}	0.284	0.131	0.253	0.049	-1.34	-2.57**
BTM _{it+1}	1.236	1.041	0.861	0.704	-3.03***	-5.64***
BIG4 _{it+1}	0.513	1.000	0.322	0.000	-5.65***	-5.30***
AUDITOPN _{it}	0.002	0.000	0.075	0.000	3.89***	14.36***

1) 변수정의 : COC_{it+1}: 자기자본비용(=무위험이자율+시장위험 프리미엄×베타); COD_{it+1}: 타인자본비용(=(총금융비용/평균이자발생부채)×(1-실효세율)); WACC_{it+1}: 가중평균자본비용; REVIEWOPN_{it}: 내부회계관리제도 검토의견이 비적정이면 1, 아니면 0인 더미변수; CAUSE_{it}: 내부회계관리제도 비적정검토의견 중 사유가 의견거절이면 1, 아니면 0인 더미변수; LEV_{it+1}: 부채비율(=부채총계_{it+1}/자산총계_{it+1}); SIZE_{it+1}: 기업규모(=자산총계_{it+1}의 자연로그 값); FY_{it+1}: 기업설립기간(=(차기년도-설립년도)+1); ALTZ_{it+1}: Altman Z Score; BETA_{it+1}: 기업베타; EXPORT_{it+1}: 해외매출비중(= 해외매출액_{it+1}/총매출액_{it+1}); BTM_{it+1}: 자기자본의 시장가치 대비 장부가치 비율(=자기자본의 장부가치_{it+1}/시장가치_{it+1}); BIG4_{it+1}: 감사인이 Big4이면 1, 아니면 0인 더미변수; AUDITOPN_{it}: 감사의견이 비적정검토의견이면 1, 아니면 0인 더미변수.

2) 평균 차이검증은 t-test이며, 값은 t-value임. 중위수 차이검증은 wilcoxon test이며, 값은 z-value임.

3) ***, **, *은 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

5.2 주요변수간의 상관관계 분석

〈표 4〉는 가설 검증에 앞서 주요변수 간의 피어슨(Pearson) 상관계수와 그에 따른 유의수준을 보고하였다. 내부회계관리제도 검토의견 중 비적정의견을 받은 기업(REVIEWOPN_{it})은 타인자본비용(COD_{it+1})과 가중평균자본비용(WACC_{it+1})과 유의한 양(+)의 상관성이 있다. 또한 의견거절을 받은 기업과도 타인자본비용(COD_{it+1})과 가중평균자본비용(WACC_{it+1})이 유의한 양(+)의 상관성이 있는 것으로 나타났다. 내부회계관리제도 비적정의견을 받은 기업(REVIEWOPN_{it})은 부채비율(LEV_{it+1}), 기업베타(BETA_{it+1}) 그리고 비적정 감사의견(AUDITOPN_{it})과는 양(+)의 상관성을 보고하였으며, 기업규모(SIZE_{it+1}), 기업업력(FY_{it+1}), Altman Z Score(ALTZ_{it+1}), 자기자본의 시장가치 대비 장부가치비율(BTM_{it+1})과 Big4여부(BIG4_{it+1})와는 유의한 음(-)의 상관관계가 나타났다. 내부회계관리제도 검토의견 중 의견거절을 보고한 기업(CAUSE_{it})과 기업의 특성과의 상관관계는 비적정 검토의견 보고기업(REVIEWOPN_{it})과 기업의 특성과의 상관관계 결과와 질적으로 거의 유사하다. 다만, 비적정 검토의견을 보고한 기업(REVIEWOPN_{it})과 기업베타(BETA_{it+1})와는 양(+)의 상관관계가 나타났지만, 의견거절을 보고한 기업(CAUSE_{it})과 기업베타(BETA_{it+1})간에는 유의한 음(-)의 상관관계가 나타났다.

상관관계 분석결과, 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 보고한 기업은 자본조달비용과 양(+)의 관련성이 나타났다. 또한 의견거절을 보고한 기업도 자본조달비용과 긍정적인 관련성이 나타났다. 하지만 다른 변수와도 관련이 있기 때문에 다변량 회귀분석을 통해 분석해 보아야 이들 변수들의 직접적인

효과를 파악할 수 있다.

5.3 실증분석

5.3.1 내부회계관리제도 검토의견이 자본조달비용에 미치는 영향 검증

당기 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 보고한 기업이 적정 검토의견을 보고한 기업에 비해 차기의 자본조달비용이 더 높은지에 대한 가설 1의 분석결과를 〈표 5〉에 보고하였다. 회귀분석상에 산업(ID_{it+1})과 연도(YD_{it+1}) 더미변수는 포함되었지만, 지면상 보고는 생략한다.

모형의 적합도를 나타내는 F-value은 모두 유의하며, 설명력(Adj R²)은 모형 1이 가장 높은 86%이며, 모형 2가 가장 낮은 11.6%정도이다.

자본조달비용에 대한 대응치로 종속변수를 자기자본비용을 이용하여 분석한 모형 1에서 당기 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 보고한 기업이 적정 검토의견을 보고한 기업에 비해 차기 자본조달비용이 더 높은지를 살펴보기 위한 관심변수는 REVIEWOPN_{it}이다. 변수의 정의상 가설 1이 지지된다면 관심변수인 REVIEWOPN_{it}의 회귀계수인 α_1 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다. 분석결과, 예상과 일치하게 회귀계수 α_1 은 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 내부회계관리제도 검토의견 중 비적정의견을 받은 기업은 적정의견을 받은 기업에 비해 자기자본비용이 더 높다는 것으로 가설 1이 지지되는 결과이다.

모형 2는 종속변수를 타인자본비용(COD_{it+1})을 이용하여 분석한 결과이며, 모형 3은 종속변수를 가중평균자본비용(WACC_{it+1})을 이용하여 분석한 결과를 제시한 것이다. 분석결과는 자기자본비용을 이용

〈표 4〉 상관관계분석

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
COC_{it+1}	1.000	0.064 (0.000)	0.494 (0.000)	-0.021 (0.118)	-0.005 (0.688)	0.097 (0.000)	0.091 (0.000)	-0.138 (0.000)	-0.011 (0.416)	0.925 (0.000)	0.121 (0.000)	-0.094 (0.000)	0.018 (0.194)	-0.023 (0.084)
COD_{it+1}		1.000	0.517 (0.000)	0.193 (0.000)	0.156 (0.000)	0.186 (0.000)	-0.194 (0.000)	-0.072 (0.000)	-0.164 (0.000)	0.025 (0.065)	-0.032 (0.020)	-0.060 (0.000)	-0.133 (0.000)	0.063 (0.000)
$WACC_{it+1}$			1.000	0.144 (0.000)	0.128 (0.000)	0.123 (0.000)	-0.110 (0.000)	-0.113 (0.000)	-0.066 (0.000)	0.472 (0.000)	0.007 (0.609)	-0.122 (0.000)	-0.076 (0.000)	0.043 (0.002)
$REVIEWOPN_{it}$				1.000	0.666 (0.000)	0.073 (0.000)	-0.167 (0.000)	-0.043 (0.002)	-0.083 (0.000)	-0.059 (0.000)	-0.018 (0.181)	-0.046 (0.001)	-0.072 (0.000)	0.195 (0.000)
$CAUSE_{it}$					1.000	0.051 (0.000)	-0.106 (0.000)	-0.032 (0.017)	-0.064 (0.000)	-0.049 (0.000)	0.007 (0.594)	-0.030 (0.028)	-0.033 (0.014)	0.114 (0.000)
LEV_{it+1}						1.000	0.060 (0.000)	0.023 (0.087)	-0.405 (0.000)	0.065 (0.000)	0.050 (0.000)	-0.370 (0.000)	-0.015 (0.266)	0.007 (0.612)
$SIZE_{it+1}$							1.000	0.320 (0.000)	-0.014 (0.488)	0.118 (0.000)	0.132 (0.000)	0.099 (0.000)	0.408 (0.000)	-0.057 (0.000)
FY_{it+1}								1.000	-0.060 (0.000)	-0.126 (0.000)	-0.034 (0.012)	0.144 (0.000)	0.069 (0.000)	0.004 (0.770)
$ALTZ_{it+1}$									1.000	0.013 (0.356)	-0.020 (0.143)	-0.038 (0.005)	0.034 (0.012)	-0.017 (0.205)
$BETA_{it+1}$										1.000	0.121 (0.000)	-0.074 (0.000)	0.043 (0.002)	-0.044 (0.001)
$EXPORT_{it+1}$											1.000	-0.018 (0.193)	0.036 (0.008)	-0.014 (0.311)
BTM_{it+1}												1.000	0.014 (0.315)	-0.024 (0.077)
$BIG4_{it+1}$													1.000	-0.045 (0.001)
$AUDITOPN_{it}$														1.000

1) Pearson 상관관계 분석을 함. ()은 p-value을 나타냄.

2) 변수정의는 〈표 2〉 하단과 같음.

하여 분석한 모형 1의 결과와 질적으로 차이가 없다.

결과를 종합해보면, 내부회계관리제도 검토의견 중 비적정의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 자본조달비용이 더 높은 것으로 나타났다. 즉, 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 정보 불확실성이 높고, 그로 인해 위험 프리미엄이 커졌다는 것을 의미한다. 따라서 비적정 검토의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 외부 자본시장에서 자본조달에 따른 비용이 추가적으로 더 발생한다는 것을 나타낸다. 이는 Dhaliwal et al. (2011), Gordon and Wilford(2012)의 결과와도 일치한다.¹⁸⁾

5.3.2 내부회계관리제도 중요한 취약점과 의견거절이 자본조달비용에 미치는 영향 검증

내부회계관리제도 비적정 검토의견 중 중요한 취약점과 의견거절이 자본조달비용에 미치는 영향을 분석하기 위해 모형식 (2)를 이용하여 회귀분석한 결과를 <표 6>에 나타내었다. 분석방법은 가설 1을 검증했던 <표 5>와 동일한 구성이다. 다만, 가설 1의 관심변수가 REVIEWOPN_{it}인데 반해, 가설 2의 관심변수는 CAUSE_{it}이다. CAUSE_{it}는 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 받은 기업 중 의견거절을 보고한 기업이면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 따라서 모형식 (2)에서의 CAUSE_{it}¹⁹⁾는 비적정 검토의견을 보고한 기업 중 중요한 취약점을 보고한 기업

에 비해 의견거절을 보고한 기업이 추가적인 자본조달비용을 부담하고 있는지를 나타내는 변수이다.

분석결과, 자본조달비용을 자기자본비용(COC_{it+1})으로 분석한 모형 1에서는 관심변수인 CAUSE_{it}의 회귀계수인 β₂가 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 중요한 취약점을 보고한 기업에 비해 의견거절을 표명한 기업이 차기에 추가적인 자기자본비용을 부담하는 것으로 나타났다. 또한 자본조달비용을 타인자본비용으로 분석한 모형 2와 가중평균자본비용으로 분석한 모형 3의 결과도 모형 1의 결과와 동일하게 중요한 취약점을 보고한 기업에 비해 의견거절을 보고한 기업이 차기에 더 큰 타인자본비용과 가중평균자본비용을 부담하는 것으로 나타났다.

과거 선행연구들은 비적정 검토의견을 보고한 기업의 자본시장에서의 반응을 살펴보았거나 혹은 비적정 검토의견 중 중요한 취약점을 보고한 기업만을 대상으로 분석하였다. 하지만 비적정 검토의견을 보고한 기업을 중요한 취약점과 의견거절로 구분하여 자본조달비용에 차이가 있는지를 분석한 결과, 중요한 취약점을 보고한 기업에 비해 의견거절을 표명한 기업에 대해서 자본시장 참여자들은 정보위험이 더 크다고 판단하여 더 높은 이자율이나 수익률을 요구하는 것으로 나타났다. 이는 자본시장참여자들이 내부회계관리제도 검토의견 중 의견거절을 보고한 기업에 대해서 중요한 취약점을 보고한 기업보다 더 부정적으로 인식하고 있다는 결과이다.

18) 가설 1부터 가설 3까지 분석에 대한 다중공선성을 체크한 결과 VIF(variance inflation factor)가 최대 1.90을 넘지 않았다.

19) 가설 2를 검증하기 위해서는 REVIEWOPN_{it}과 CAUSE_{it}를 상호작용한 변수를 모형식에 포함시켜야 된다. 하지만 REVIEWOPN_{it}은 더미변수이며 비적정 검토의견을 보고한 기업을 나타내고 있다. CAUSE_{it} 역시 더미변수이면서 의견거절을 보고한 기업만을 나타내고 있다. 즉 표본의 구성상 CAUSE_{it}는 REVIEWOPN_{it}의 하위집단에 속하기 때문에 REVIEWOPN_{it}*CAUSE_{it}와 CAUSE_{it}은 동일한 값을 갖게 된다. 따라서 모형식에서는 상호작용변수를 포함시키지 않았다.

〈표 5〉 내부회계관리제도 검토의견이 자본조달비용에 미치는 영향
(가설 1 검증)

$$CC_{it+1} = \alpha_0 + \alpha_1REVIEWOPN_{it} + \alpha_2LEV_{it+1} + \alpha_3SIZE_{it+1} + \alpha_4FY_{it+1} + \alpha_5ALTZ_{it+1} + \alpha_6BETA_{it+1} + \alpha_7EXPORT_{it+1} + \alpha_8BTM_{it+1} + \alpha_9BIG_{it+1} + \alpha_{10}AUDITOPN_{it} + \Sigma YD_{it} + \Sigma ID_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (1)$$

Model 종속변수(CC _{it+1})	Model 1 COC _{it+1}	Model 2 COD _{it+1}	Model 3 WACC _{it+1}
상수항	0.049 (33.46)***	0.222 (13.68)***	0.090 (17.45)***
REVIEWOPN _{it}	0.002 (4.60)***	0.044 (10.45)***	0.014 (10.78)***
LEV _{it+1}	0.001 (4.22)***	0.032 (9.08)***	0.004 (3.15)***
SIZE _{it+1}	-0.000 (-0.58)	-0.007 (-9.91)***	-0.002 (-8.19)***
FY _{it+1}	-0.000 (-3.21)***	-0.002 (-1.08)	0.001 (1.42)
ALTZ _{it+1}	-0.000 (-1.57)	-0.001 (-6.42)***	-0.000 (-3.15)***
BETA _{it+1}	0.030 (170.69)***	0.007 (3.60)***	0.025 (40.87)***
EXPORT _{it+1}	0.000 (1.22)	-0.001 (-0.54)	-0.002 (-2.43)**
BTM _{it+1}	-0.000 (-1.87)*	0.001 (0.96)	-0.001 (-4.40)***
BIG _{it+1}	-0.000 (-2.93)***	-0.006 (-3.70)***	-0.001 (-2.47)**
AUDITOPN _{it}	0.002 (2.12)**	0.019 (1.70)*	0.007 (2.03)**
YD _{it} & ID _{it}	Included	Included	Included
F-Value	1325.50***	29.57***	94.52***
Adj R ²	0.8595	0.1166	0.3016
Obs.	5,414	5,414	5,414

1) 변수정의는 〈표 2〉 하단과 같음.

2) ***, **, *은 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

〈표 6〉 내부회계관리제도 중요한 취약점과 의견거절이 자본조달비용에 미치는 영향 검증
(가설 2 검증)

$$CC_{it+1} = \beta_0 + \beta_1 REWOPN_{it} + \beta_2 CAUSE_{it} + \beta_3 LEV_{it+1} + \beta_4 SIZE_{it+1} + \beta_5 FY_{it+1} + \beta_6 ALTZ_{it+1} + \beta_7 BETA_{it+1} + \beta_8 EXPORT_{it+1} + \beta_9 BTM_{it+1} + \beta_{10} BIG_{it+1} + \beta_{11} AUDITOPN_{it} + \Sigma YD_{it} + \Sigma ID_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (2)$$

Model 종속변수(CC _{it+1})	Model 1 COC _{it+1}	Model 2 COD _{it+1}	Model 3 WACC _{it+1}
상수항	0.049 (33.51)***	0.222 (13.68)***	0.090 (17.47)***
REVIEWOPN _{it}	0.000 (0.50)	0.033 (5.93)***	0.009 (5.18)***
CAUSE _{it}	0.003 (4.59)***	0.024 (3.05)***	0.012 (4.60)***
LEV _{it+1}	0.001 (4.23)***	0.032 (9.09)***	0.004 (3.16)***
SIZE _{it+1}	-0.000 (-0.56)	-0.007 (-9.90)***	-0.002 (-3.18)***
FY _{it+1}	-0.000 (-3.17)***	-0.001 (-1.05)	0.001 (1.46)
ALTZ _{it+1}	-0.000 (-1.53)	-0.001 (-6.39)***	-0.000 (-3.11)***
BETA _{it+1}	0.030 (171.06)***	0.007 (3.66)***	0.025 (41.03)***
EXPORT _{it+1}	0.000 (1.07)	-0.002 (-0.64)	-0.002 (-2.59)***
BTM _{it+1}	-0.000 (-1.88)*	0.001 (0.95)	-0.001 (-4.42)***
BIG _{it+1}	-0.000 (-3.02)***	-0.006 (-3.75)***	-0.001 (-2.56)**
AUDITOPN _{it}	0.002 (2.22)**	0.019 (1.77)*	0.007 (2.13)**
YD _{it} & ID _{it}	Included	Included	Included
F-Value	1280.07***	28.84***	92.04***
Adj R ²	0.8600	0.1179	0.3042
Obs.	5,414	5,414	5,414

1) 변수정의는 〈표 2〉 하단과 같음.

2) ***, **, *은 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

5.3.3 내부회계관리제도 검토의견 변경이 자본조달비용에 미치는 영향 검증

전기 대비 당기 내부회계관리제도 검토의견의 변화가 차기 자본조달비용에 미치는 영향을 살펴보기 위해 모형식 (3)을 분석한 결과를 <표 7>에 보고했다. 분석방법은 가설 1을 검증했던 <표 5>과 동일한 구성이다. 다만, 관심변수는 전기에 비해 당기에 비적정 검토의견이 유지되고 있는 기업을 나타내는 변수 $RG1_{it}$, 전기에는 비적정 검토의견이었으나 당기에는 적정의견을 보고한 검토의견이 개선된 기업을 나타내는 변수 $RG2_{it}$, 그리고 마지막으로 전기에는 적정 검토의견이었으나 당기에는 비적정의견을 보고한 검토의견이 악화된 기업을 나타내는 변수가 $RG3_{it}$ 이다.

만약 전기에 비해 당기의 검토의견이 개선된 기업에 비해 악화된 기업이 차기 자본조달비용이 더 커질 것이라고 예상한 가설 3이 지지된다면 $RG2_{it}$ 의 회귀계수인 λ_2 가 $RG3_{it}$ 의 회귀계수인 λ_3 보다 유의하게 더 작을 것이다.

분석결과, 자본조달비용을 자기자본비용을 분석한 모형 1에서는 전기에 비해 당기의 검토의견이 개선된 기업과 악화된 기업 모두 변함없이 적정의견을 유지하고 있는 기업에 비해 자기자본비용이 유의하게 높은 것으로 나타났다. 하지만 가설 3을 검증하기 위해 $RG2_{it}$ 와 $RG3_{it}$ 의 계수차이검증을 실시한 결과, 유의한 차이가 나타나지 않았다.

하지만 타인자본비용을 분석한 모형 2에서는 전기에 비해 당기의 검토의견이 악화된 기업이 개선된 기업에 비해 유의하게 타인자본비용이 높은 것으로 나타났다. 가중평균자본비용을 이용하여 분석한 모형 3에서도 전기에 비해 당기의 검토의견이 악화된 기업이 개선된 기업에 비해 유의하게 가중평균자본

비용이 높게 나타났다.

Gordon and Wilford(2012)은 차기 중요한 취약점을 보고한 기업, 차차기 중요한 취약점을 보고한 기업 등이 자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 중요한 취약점을 계속 보고하고 있다면 자본조달비용은 더 커진다는 결과를 제시하였다. 하지만 본 연구는 전기에 비해 당기의 내부회계관리제도 검토의견이 유지된 기업, 개선된 기업 그리고 악화된 기업으로 구분하여 각 집단별로 자본조달비용에 미치는 영향을 살펴보았으며, 특히 개선된 기업과 악화된 기업간 자본비용을 비교하였다는 점이 선행연구와 차이를 갖는다.

결과를 종합해보면, 전기에 비해 당기의 검토의견이 개선된 기업보다 악화된 기업의 정보위험이 더 커지기 때문에 검토의견이 개선된 기업보다 악화된 기업이 자금 조달시 더 많이 차기 자본조달비용을 부담하는 것으로 나타났다.

5.4 강건성 분석

주요 가설과 관련하여 검증결과에 강건성이 있는지를 살펴보기 위하여 몇 가지 분석을 추가적으로 수행하였다. 첫째, 가설 1, 2와 가설 3 검증시 사용되는 표본이 서로 다르다. 가설 1과 가설 2은 관심변수인 내부회계관리제도 검토의견을 2006년부터 2009년까지 자료(5,414개 기업/년)를 사용한 반면, 가설 3은 전기 대비 당기 내부회계 관리제도 검토의견의 변경이 기업이 자본조달비용에 미치는 영향을 살펴보기 위해 분석기간이 2007년부터 2009년까지이다(4,121개 기업/년). 따라서 가설 1과 2에 대한 검증을 가설 3을 검증하는데 사용된 4,121개 기업/년 자료를 이용하여 분석하였다. 분석결과, <표 5>와 <표 6>의 결과와 질적으로 차이가 나타나

〈표 7〉 내부회계관리제도 검토의견 변경이 자본조달비용에 미치는 영향 검증
(가설 3 검증)

$$CC_{it+1} = \lambda_0 + \lambda_1 RG1_{it} + \lambda_2 RG2_{it} + \lambda_3 RG3_{it} + \lambda_4 LEV_{it+1} + \lambda_5 SIZE_{it+1} + \lambda_6 FY_{it+1} + \lambda_7 ALTZ_{it+1} + \lambda_8 BETA_{it+1} + \lambda_9 EXPORT_{it+1} + \lambda_{10} BTM_{it+1} + \lambda_{11} BIG_{it+1} + \lambda_{12} AUDITOPN_{it} + \Sigma YD_{it} + \Sigma ID_{it} + \varepsilon_{it+1} \quad (3)$$

Model 종속변수(CC _{it+1})	Model 1 COC _{it+1}	Model 2 COD _{it+1}	Model 3 WACC _{it+1}
상수항	0.048 (26.72)***	0.205 (11.55)***	0.088 (13.82)***
RG1 _{it}	0.001 (1.61)	0.054 (7.18)***	0.016 (6.06)***
RG2 _{it}	0.002 (3.28)***	0.031 (5.11)***	0.013 (6.12)***
RG3 _{it}	0.003 (5.29)***	0.049 (8.16)***	0.020 (9.47)***
LEV _{it+1}	0.002 (3.87)***	0.039 (8.95)***	0.004 (2.83)***
SIZE _{it+1}	0.000 (-0.39)	-0.006 (-8.16)***	-0.002 (-6.20)***
FY _{it+1}	-0.001 (-3.52)***	-0.002 (-1.30)	0.001 (1.43)
ALTZ _{it+1}	0.000 (-1.91)*	-0.001 (-5.82)***	-0.000 (-3.45)***
BETA _{it+1}	0.030 (143.18)***	0.009 (4.17)***	0.026 (35.14)***
EXPORT _{it+1}	0.000 (1.04)	-0.003 (-1.15)	-0.003 (-2.56)**
BTM _{it+1}	0.000 (-0.83)	0.001 (1.61)	-0.001 (-3.65)***
BIG _{it+1}	-0.001 (-2.92)***	-0.007 (-3.57)***	-0.002 (-2.56)**
AUDITOPN _{it}	0.002 (2.05)**	0.015 (1.29)	0.005 (1.32)
YD _{it} & ID _{it}	Included	Included	Included
RG1(λ ₁) = RG2(λ ₂)	0.64	6.03**	0.88
RG1(λ ₁) = RG3(λ ₃)	4.49**	0.27	1.51
RG2(λ ₂) = RG3(λ ₃)	2.12	4.89**	5.93**
F-Value	896.71***	30.33***	73.38***
Adj R ²	0.8497	0.1562	0.3136
Obs.	4,121	4,121	4,121

1) RG1: 비적정유지기업(=전기에 비해 당기의 내부회계관리제도 검토의견이 비적정으로 유지되고 있는 기업)이면 1, 아니면 0인 더미변수; RG2: 개선기업(=전기에는 내부회계관리제도 검토의견이 비적정이었으나 당기에는 적정으로 개선된 기업)이면 1, 아니면 0인 더미변수; RG3: 악화기업(=전기에는 내부회계관리제도 검토의견이 적정이었으나, 당기에는 비적정으로 악화된 기업)이면 1, 아니면 0인 더미변수. 나머지 변수정의는 〈표 2〉 하단과 같음.

2) 계수차이검증의 값은 F-test임.

3) ***, **, *은 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

지 않았다.

둘째, 일반적으로 유가증권시장은 안정적인 사업을 영위하는 중·대형기업을 중심으로 이루어져 있는 반면, 코스닥시장은 성장성이 높은 중·소형 기업의 성장성이 높은 벤처기업으로 이루어져 있어 유가증권시장에 비하여 회계의 신뢰성과 투명성이 낮은 것으로 인식되고 있다. 분석 표본 중 시장을 구분하여 내부회계관리제도 비적정의견을 보고한 기업의 분포를 살펴보면, 유가증권시장에 속한 표본은 37개 기업/년으로 유가증권시장에 속한 표본 중 약 1.7%정도이다. 반면 코스닥시장에 상장된 기업 중 비적정의견을 보고한 표본은 162개 기업/년으로 코스닥시장에 속한 표본 중 약 4.9%정도가 내부회계관리제도 비적정의견을 보고하였다. 따라서 시장에 따라 내부회계관리제도 검토의견이 차기 자본조달비용에 영향을 미치는지를 살펴보기 위하여 시장을 구분하여 가설을 재검증하였다. 분석결과는 <표 8>에 보고하였다. 먼저 패널 A는 가설 1을 재검증한 결과로써 코스닥시장에 상장된 표본은 <표 5> 분석결과와 질적으로 차이가 나타나지 않았다. 반면 유가증권상장기업을 대상으로 분석한 결과는 종속변수가 타인자본비용인 경우 10% 유의수준에서 가설이 지지되었지만, 자기자본비용을 이용하거나 가중평균자본비용을 이용하여 분석한 결과에서는 내부회계관리제도 검토의견과 차기자본조달비용과는 유의한 관련성이 없는 것으로 나타났다. 패널 B는 가설 2을 재검증한 결과로써 코스닥시장을 대상으로 한 분석은 <표 6>의 결과와 유사한 반면, 유가증권시장을 대상으로 분석한 결과는 종속변수가 자기자본비용에서만 가설이 지지되었다. 패널 C는 가설 3을 재검증한 결

과로서 코스닥시장을 대상으로 한 분석은 <표 7>의 결과와 대동소이하다. 반면 유가증권시장을 대상으로 분석한 결과는 자기자본비용을 이용한 분석에서만 가설이 지지되었다. 아마 이러한 결과의 차이는 유가증권시장에 포함된 내부회계관리제도 비적정 검토의견 표본이 적기 때문에 나타난 것으로 판단된다.

셋째, Ogneva et al.(2007)은 기업의 특성을 통제하기 전 내부회계관리제도의 취약점을 보고한 기업은 보고하지 않은 기업에 비해 자본비용이 더 컸으나, 기업의 특성을 통제한 이후에는 취약점을 보고한 기업이 보고하지 않은 기업에 비해 자본비용이 유의하게 크지 않았다는 결과를 보고하였다. 따라서 본 논문은 기업의 특성변수를 통제변수에 포함시켜 가설을 검증하였지만 강건성 분석의 일환으로 고정효과모형(fixed effects model)을 추가적으로 수행하였다. 고정효과모형은 통제변수로 포함시킨 기업 특성변수들 이외에도 많은 기업의 특성들이 분석결과에 영향을 미치고 있으나 이를 모두 통제하지 못하여 결과에 편의가 있을 수 있다는 것에 착안하여 기업 특성별 효과를 각각 고정된 하나의 변수로 처리하여 분석하는 방법론이다.²⁰⁾ 분석결과는 <표 9>에 보고하였다. 가설 1과 가설 2에 대한 재검증 결과는 <표 5>, <표 6>과 질적으로 차이가 없다. 하지만 가설 3 재검증 분석결과에서는 자기자본비용으로 분석한 경우에만 검토의견이 악화된 기업이 개선된 기업에 비해 자본조달비용이 더 커지는 것으로 나타나 가설을 부분적으로 지지하였다.

넷째, Gow et al.(2010)의 연구에서는 패널자료를 이용하여 회귀분석하면 자료의 특성에 따라서는 시계열적 상관성(time-series dependence)과 횡

20) 변동효과모형(random effects model)은 기업특성을 하나의 확률변수로 모형화하여 분석하는 방법론이다. 고정효과모형과 변동효과모형에 대한 선택은 분석표본의 특성으로 1차적인 판단이 가능하지만, Hausman test를 통해 통계적으로도 판단가능하다. 본 표본을 이용한 Hausman test결과 변동효과모형보다는 고정효과모형이 더 적합하였다.

〈표 8〉 시장에 따른 가설 재검증

[패널 A] 가설 1 검증

Market	KSE (N=2,121)			KOSDAQ (N=3,293)		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
종속변수(CC _{it+1})	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}
REVIEWOPN _{it}	0.000 (0.34)	0.015 (1.89)*	0.002 (0.82)	0.002 (3.93)***	0.047 (9.18)***	0.016 (10.15)***

[패널 B] 가설 2 검증

Market	KSE (N=2,121)			KOSDAQ(N=3,293)		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
종속변수(CC _{it+1})	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}
REVIEWOPN _{it}	-0.002 (-2.09)**	0.010 (0.96)	0.005 (1.44)	0.001 (0.97)	0.034 (5.03)***	0.009 (4.24)***
CAUSE _{it}	0.005 (4.09)***	0.016 (1.00)	-0.007 (-1.34)	0.003 (2.96)***	0.026 (2.76)***	0.015 (5.08)***

[패널 C] 가설 3 검증

Market	KSE (N=1,614)			KOSDAQ(N=2,507)		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6
종속변수(CC _{it+1})	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}
RG1 _{it}	0.006 (3.15)***	-0.002 (-0.10)	-0.016 (-2.15)**	0.000 (0.42)	0.056 (6.52)***	0.018 (5.97)***
RG2 _{it}	0.004 (5.05)***	0.008 (0.84)	0.004 (1.07)	0.001 (1.14)	0.037 (4.89)***	0.016 (5.84)***
RG3 _{it}	-0.000 (-0.45)	0.028 (2.18)**	0.006 (1.32)	0.004 (4.78)***	0.049 (6.86)***	0.022 (8.66)***
RG2(λ ₂)=RG3(λ ₃)	11.74***	1.59	0.18	6.23**	1.35	2.94*

- 1) 상수항, 통제변수, 연도더미와 산업더미를 포함하여 분석하였으나 지면상 보고하지 않았음.
- 2) 변수정의 〈표 2〉하단과 〈표 7〉 하단과 같음.
- 3) 계수차이검증의 값은 F-test임.
- 4) ***, **, *은 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

단면적 상관성(cross-sectional dependence) 문제가 발생될 수 있다고 주장한다. 따라서 이를 통제하기 위해 Gow et al.(2010)의 주장에 따라 two-way clustering(기업&연도)을 강건성 분석의 일환으로 수행하였다. 기업과 연도를 clustering한 회

귀분석 결과를 〈표 10〉에 보고하였다. 가설을 재검정한 결과, 주 가설검증결과와 질적으로 큰 차이가 나타나지 않았다.

다섯째, 종속변수인 차기자본조달비용(CC_{it+1})은 연간 자료를 이용하여 추정한 것이다. 하지만 내부

〈표 9〉 고정효과모형(fixed effect model) 분석

Model	가설 1 검증 (N=5,414)			가설 2 검증 (N=5,414)			가설 3 검증 (N=4,121)		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5	Model 6	Model 7	Model 8	Model 9
종속변수(COC _{it+1})	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}
REVIEWOPN _{it}	0.001 (2.01)**	0.012 (2.63)***	0.006 (4.44)***	-0.001 (-1.78)*	0.003 (0.57)	0.000 (0.19)			
CAUSE _{it}				0.005 (5.54)***	0.020 (2.49)**	0.013 (5.47)***			
RG1 _{it}							-0.000 (-0.27)	-0.015 (-1.52)	0.003 (0.80)
RG2 _{it}							-0.001 (-1.63)	0.012 (1.96)**	0.005 (2.57)***
RG3 _{it}							0.003 (3.06)***	0.017 (2.45)**	0.008 (3.45)***
RG2(λ ₂)=RG3(λ ₃)							17.02***	0.41	1.13

- 1) 상수항, 통제변수, 연도더미와 산업더미를 포함하여 분석하였으나 지면상 보고하지 않았음.
- 2) 변수정의 〈표 2〉하단과 〈표 7〉 하단과 같음.
- 3) 계수차이검증의 값은 F-test임.
- 4) ***, **, *은 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

〈표 10〉 Two-way clustering(기업 & 연도) 분석결과

Model	가설 1 검증 (N=5,414)			가설 2 검증 (N=5,414)			가설 3 검증 (N=4,121)		
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 1	Model 2	Model 3	Model 1	Model 2	Model 3
종속변수(COC _{it+1})	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}	COC _{it+1}	COD _{it+1}	WACC _{it+1}
REVIEWOPN _{it}	0.002 (1.17)	0.044 (3.21)***	0.014 (1.94)*	0.000 (0.53)	0.033 (3.63)***	0.009 (3.16)***			
CAUSE _{it+1}				0.003 (2.12)**	0.024 (2.13)**	0.012 (1.49)			
RG1 _{it+1}							0.001 (2.05)**	0.054 (2.32)**	0.016 (1.50)
RG2 _{it+1}							0.002 (1.25)	0.031 (4.08)***	0.013 (3.53)***
RG3 _{it+1}							0.003 (1.16)	0.049 (3.54)***	0.020 (2.43)**
RG2(λ ₂)=RG3(λ ₃)							1.02	3.88**	2.77*

- 1) 상수항, 통제변수, 연도더미와 산업더미를 포함하여 분석하였으나 지면상 보고하지 않았음.
- 2) 변수정의 〈표 2〉하단과 〈표 7〉 하단과 같음.
- 3) 계수차이검증의 값은 F-test임.
- 4) ***, **, *은 유의수준 1%, 5%, 10%을 나타냄.

회계관리제도 검토의견이외에도 기업의 다른 정보들이 자본조달비용에 영향을 미칠 수 있다. 따라서 연간자료를 이용하여 분석한 결과는 이를 효과적으로 통제할 수 없어 분석결과에 noise가 포함될 가능성이 있다. 이를 통제하기 위해 분기별 자료를 이용하여 추정된 자본조달비용과 내부회계관리제도 검토의견과의 관련성을 추가로 살펴보았다. 분석결과, 1분기부터 4분기까지 가설 1과 가설 3에 대한 재검증 결과는 대체로 주 가설 검증결과와 질적으로 큰 차이가 나타나지 않았다. 또한 1, 2분기자료를 이용한 가설 2에 대한 재검증결과도 연도별 자료를 이용하여 분석한 결과와 유사하게 나타났다. 하지만 3, 4분기자료를 이용한 가설 2 재검증에서는 가중평균자본비용(WACC_{it+1})을 자본조달비용으로 분석한 결과에서만 연도별 자료를 이용하여 분석한 결과와 유사하게 나타났다.

여섯째, 가설검증시 내부회계관리제도 검토의견이 비적정인 표본과 적정의견 표본간 차이가 커서 관심변수인 내부회계관리제도 검토의견여부(reviewopn_{it})의 회귀계수가 과대 혹은 과소하게 나타날 가능성이 있다. 이런 selection bias을 감소시키고자 propensity score matching을 수행하였다. 분석결과, 가설 1과 가설 2에 대한 재검증결과는 주 가설검증 결과와 질적으로 차이가 없다. 하지만 가설 3 재검증결과에서는 검토의견이 악화된 기업과 개선된 기업간에 자본조달비용이 유의하게 차이가 나타나지 않아 가설이 지지되지 않았다.

VI. 결론 및 한계점

내부회계관리제도는 기업의 회계투명성 및 신뢰성

을 제고하고 투자자를 보호하기 위해 도입된 제도이다. 감사인은 내부회계관리제도가 적정하게 설계·운영되고 있는지 여부를 검토하고 그 의견을 감사보고서에 첨부하여야 한다. 따라서 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 내부회계관리제도를 효율적으로 운영하고 있지 않다는 것을 의미하므로 상대적으로 기업이 산출한 재무정보를 신뢰하기 어렵다. 즉 내부회계관리제도 검토의견에 중요한 취약점이나 의견거절 등과 같은 적정이외의 검토의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업보다는 정보위험이 더 커진다. 이는 외부정보이용자들에게 부정적인 영향을 미쳐 자본조달비용이 더 커지게 될 것이다.

따라서 본 논문은 내부회계관리제도 검토의견의 효과성을 검증하기 위해 내부회계관리제도 검토의견이 자본조달비용에 미치는 영향을 검증하였다. 또한 비적정 검토의견을 중요한 취약점과 의견거절로 구분하여 외부정보이용자가 인식하는 정보위험의 정도를 자본조달비용으로 측정하였다. 마지막으로 전기에 비해 당기에 변경된 내부회계관리제도 검토의견에 대해 외부정보이용자들이 차별적으로 인지하고 있는지를 검증하였다.

이를 검증하기 위해 본 논문은 2006년부터 2009년까지 한국거래소에 상장된 기업을 대상으로 하였으며, 기타 표본선정기준을 만족한 5,414개 기업/년을 최종 분석대상으로 하였다. 이중 비적정 검토의견을 받은 표본은 199개 기업/년이다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, 내부회계관리제도 검토의견 중 비적정의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 자본조달비용이 더 높은 것으로 나타났다. 이는 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 보고한 기업은 적정의견을 보고한 기업에 비해 위험 프리미엄이 커져 외부 자본시장에서 자본조

달에 따른 비용이 추가적으로 더 발생했다는 것을 의미한다. 둘째, 중요한 취약점을 보고한 기업에 비해 의견거절을 표명한 기업에 대해서 정보위험이 더 크다고 외부정보이용자들이 판단하여 자본조달비용이 더 커지는 것으로 나타났다. 셋째, 전기에 비해 당기의 검토의견이 개선된 기업보다 악화된 기업에 대해서 차기의 자본조달비용을 더 많이 부담하는 것으로 나타났다. 이는 외부정보이용자들이 검토의견이 개선된 기업보다 악화된 기업에 대해서 정보위험이 더 높다고 판단하여 자본조달비용이 더 발생한다는 것을 의미한다.

본 논문의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 내부회계관리제도 검토의견이 타인자본비용과 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하였으며, 특히 기업의 자본출처와 상관없이 가중평균자본비용을 같이 분석함으로써 내부회계관리제도 검토의견에 대한 외부정보이용자의 인지정도를 포괄적으로 살펴보았다. 둘째, 내부회계관리제도 비적정 검토의견을 좀 더 세분화하여 중요한 취약점과 의견거절 간 자본조달비용에 미치는 영향을 분석함으로써 내부회계관리제도 검토의견의 차별적인 정보력을 검증해 보았다. 셋째, 전기에 비해 당기 내부회계관리제도 검토의견의 변경에 대해 외부정보이용자들의 인지정도를 분석함으로써 기업의 회계투명성 및 신뢰성을 제고하고 투자자를 보호하기 위해 도입된 내부회계관리제도의 도입 목적을 동일기업의 검토의견 변경으로 검증해 보았다는 점에서 의의가 있다.

공헌점에도 불구하고 본 논문은 몇 가지 한계점이 있다. 첫째, 내부회계관리제도 검토의견의 효과성을 분석하기 위해서는 내부회계관리제도 검토의견을 산출하는데 들어가는 비용과 그로 인한 효익을 모두 고려해야 됨에도 불구하고 내부회계관리제도 검토의견이 자본시장에 미치는 효과만을 검증하였다. 둘

째, 내부회계관리제도는 기업의 지배구조에 영향을 받을 수 있음에도 불구하고 이를 고려한 분석 및 해석을 하지 못하였다. 셋째, 자기자본비용 및 타인자본비용 등 자본조달비용은 여러 기업의 주변환경 및 경제상황의 영향을 받아 결정됨에도 불구하고 현실적으로 이들을 충분히 고려하지 못하였다. 넷째, 통제변수로서 자본조달비용 및 내부회계관리제도 검토의견에 영향을 미치는 대표적인 기업특성변수들을 통제변수로 포함시켰으나 모형식에서 제외된 생략변수의 문제가 존재할 수 있다.

참고문헌

- 강정기·신호영(2011), "내부회계관리제도의 중요한 취약점과 자본비용," *회계정보연구*, 29(1), 211-230.
- 금융감독원(2007), "내부회계관리제도 모범규준 시행 1년 평가 및 향후 운영방향."
- 금융감독원(2010), "2009년 12월 결산 상장사 내부회계관리제도 운영현황분석."
- 김경태(2006), "감사품질이 이익의 질과 자본비용에 미치는 영향," *회계학연구*, 31(3), 243-284.
- 김정교·유순미·김현진(2009), "내부회계관리제도의 취약점과 발생액의 질," *회계저널*, 18(4), 33-64.
- 김한수(2010), "내부회계관리제도 검토의견의 정보효과," *박사학위논문*, 성균관대학교.
- 남택진·박성만(2008), "내부회계관리제도모범규준이 이익조정에 미친 영향 분석," *회계와 감사연구*, 48, 173-204.
- 내부회계관리제도운영위원회(2005), "내부회계관리제도 모범규준."
- 상장사협의회(2009), "내부회계관리제도."
- 손성규·정기위(2009), "내부회계관리제도의 도입이 회계 오류의 발생에 미친 영향," *회계저널*, 18(2),

- 221-249.
- 손성규·정기위(2010), "내부회계관리제도의 효과성 검증 - 타인자본비용을 중심으로-", *회계와 감사연구*, 52, 1-25.
- 신현걸(2007), "내부회계관리제도 검토보고 현황 분석," *회계저널*, 16(1), 107-128.
- 안상봉·최승호(2008), "감사위원회 품질과 내부회계관리제도의 도입이 회계투명성에 미치는 영향," *대한경영학회지*, 21(1), 99-126.
- 이명곤·장석진·이용석(2012), "내부회계관리제도의 취약점과 주식수익률 및 수익률 변동성," *회계저널*, 21(1), 35-60.
- 이명곤·최상태·장석진(2007), "내부회계관리제도의 취약점: 이익조정 그리고 정보위험과의 관련성," *회계와 감사연구*, 46, 61-97.
- 전홍주(2011), "내부회계관리제도의 취약점과 타인자본비용 및 신용등급," *세무회계연구*, 29, 1-21.
- 조현우·유경연(2006), "내부회계관리제도와 회계정보의 신뢰성," *회계와 감사연구*, 44, 119-145.
- 최순재·김용식·김유찬(2009), "내부회계관리제도의 정보성," *회계정보연구*, 27(4), 181-209.
- 한국공인회계사회(2005), "내부회계관리제도 검토기준."
- 한국공인회계사회(2006), "내부회계관리제도 검토기준 적용지침."
- 황이석·이우중·임승연(2008), "국내주식시장에서의 자기자본비용 추정에 관한 연구," *회계학연구*, 33(1), 97-125.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, W. R. Kinney, and R. LaFond(2008), "The Effect of SOX Internal Control Deficiencies and Their Remediation on Accrual Quality," *The Accounting Review*, 83(1), 217-250.
- Ashbaugh-Skaife, H., D. W. Collins, W. R. Kinney, and R. LaFond(2009), "The Effect of SOX Internal Control Deficiencies on Firm Risk and Cost of Equity," *Journal of Accounting Research*, 47(1), 1-43.
- Benish, M. D., M. B. Billings, and L. D. Hodder (2008), "Internal Control Weaknesses and Information Uncertainty," *The Accounting Review*, 83(3), 665-703.
- Bryan, S., and S. Lilien(2005), "Characteristics of Firms with Material Weaknesses in Internal control: An Assessment of Section 404 of Sarbanes Oxley," *Working Paper*, Wake Forest University.
- Costello, A. M., and R. Wittenberg-Moerman(2011), "The Impact of Financial Reporting Quality on Debt Contracting: Evidence from Internal Control Weakness Reports," *Journal of Accounting Research*, 49(1), 97-136.
- Dhaliwal, D., C. Hogan, R. Trezevant, and M. Wilkins(2011), "Internal Control Disclosures, Monitoring, and the Cost of Debt," *The Accounting Review*, 86(4), 1131-1156.
- Doyle, J., W. Ge, and S. MaVay(2007A), "Determinants of Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics*, 44(1-2), 193-223.
- Doyle, J., W. Ge, and S. McVay(2007B), "Accruals Quality and Internal Control over Financial Reporting," *The Accounting Review*, 82(5), 1141-1170.
- Easton, P. D(2004), "PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital," *The Accounting Review*, 79(1), 73-95.
- Fama, E., and K. French(1992), "The Cross-Section of Expected Stock Returns," *The Journal of Finance*, 47(2), 427-465.
- Fama, E., and K. French(1997), "Industry Costs of Equity," *Journal of Financial Economics*, 43(2), 153-193.
- Francis, J., R. Lafond, P. M. Olsson, and K. Shipper

- (2004), "Costs of Equity and Earnings Attributes," *The Accounting Review*, 79(4), 967-1010.
- Franco, G. D., Y. Guan, and H. Lu(2005), "The Wealth Change and Redistribution Effects of Sarbanes-Oxley Internal Control Disclosures," *Working Paper*, University of Toronto.
- Gebhardt, W., C. Lee, and B. Swaminathan(2001), "Toward an Implied Cost of Capital," *Journal of Accounting Research*, 39(1), 135-176.
- Gordon, L. A., and A. I. Wilford(2012), "An Analysis of Multiple Consecutive Years of Material Weaknesses in Internal Control," *The Accounting Review*, 87(6), 2027-2060.
- Gow, I. D., G. Ormazabal, and D. J. Taylor(2010), "Correcting for Cross-Sectional and Time-Series Dependence in Accounting Research," *The Accounting Review*, 85(2), 483-512.
- Gupta, P. P., and N. Nayar(2007), "Information Content of Control Deficiency Disclosures under the Sarbanes-Oxley Act: An Empirical Investigation," *International Journal of Disclosure and Governance*, 4, 3-23.
- Hammersley, J. S., L. A. Myers, and C. Shakespeare (2008), "Market Reactions to the Disclosure of Internal Control Weaknesses and to the Characteristics of those Weaknesses under Section 302 of the Sarbanes Oxley Act of 2002," *Review of Accounting Studies*, 13(1), 141-165.
- Kim, J. B., B. Y. Song, and L. Zhang(2011), "Internal Control Weakness and Bank Loan Contracting: Evidence from SOX Section 404 Disclosures," *The Accounting Review*, 86(4), 1157-1188.
- Lu, H., G. Richardson, and S. Salterio(2011), "Direct and Indirect Effects of Internal Control Weaknesses on Accrual Quality: Evidence from a Unique Canadian Regulatory Setting," *Contemporary Accounting Research*, 28(2), 675-707.
- Ogneva, M., K. R. Subramanyam, and K. Raghunandan (2007), "Internal Control Weakness and Cost of Equity: Evidence from SOX Section 404 Disclosures," *The Accounting Review*, 82(5), 1255-1297.
- Ohlson, J., and B. Juettner(2005), "Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value," *Review of Accounting Studies*, 10(2-3), 349-365.

The effect of internal accounting control system review opinion on cost of capital

Sung-Ho Choi*

Abstract

Internal Accounting Control System(IACS) is a regulation adopted to ensure the reliability of accounting information prepared and disclosed in accordance with GAAP. Korean external audit law requires external auditors to provide review opinion on whether IACS of an company is properly designed and effectively operates, and attach it to the audit report.

If review opinion on IACS, which was adopted to ensure the reliability of accounting information, is useful, outside information user will consider the opinion upon decision making. Therefore, to validate the effectiveness of review opinion on IACS, this paper examined whether it affects an company's cost of capital. In addition, this paper examined whether there are differences in impacts on cost of capital between companies represents existence of material weakness, and companies with disclaimer of opinion. Lastly, this paper examined how a change in review opinion compared to the prior year affects the cost of capital.

According to the results, companies with non-qualified opinion incurred higher cost of capital compared to companies with unqualified opinion. Second, among the companies with non-qualified opinion, companies with disclaimer of opinion incurred higher cost of capital compared to companies represents existence of material weakness. Lastly, companies with negative change in review opinion incurred higher cost of capital compared to companies with improved review opinion. These results suggest that outside information users take review opinion on IACS as useful information, and conclude that accounting information of companies with non-qualified opinion implies higher information risk, consistent with the purpose of IACS, which is designed to ensure the reliability of accounting information.

Key words: internal accounting control system, review opinion, cost of capital, cost of debt, weighted average cost of capital

* Visiting Professor, School of Business, Sungkyunkwan University, Korea