

# The Effectiveness of the Sanctions for Corporate Crime: Audit Review Evidence

Jeong-Mi Lee\*

## Abstract

In this paper, I propose monetary penalties imposed on firms sanctioned by the Financial Supervisory Service for fraudulent financial reporting in accounting and auditing enforcement release(FSS-sanctioned fraud firms) should be disclosed to the notes of financial statement of the firms. Disclosing to the notes of financial statement for FSS-sanctioned fraud firms is an effective way to inform all the related parties of the information which affects the value of the corporation. Even though monetary penalties can affect the value of the firms, however, this study suggests that monetary penalties imposed on the fraud firms have a question on the effectiveness of the sanctions. In addition, this study finds that the magnitude of the market reactions between the fraud firms imposed by monetary penalties and the fraud firms imposed by non-monetary penalties has no difference. Based on these results, the information of FSS-sanctioned fraud firms should be disclosed to the notes of financial statements to have the market react effectively.

▶ Keyword : Sanctions, Audit Review, Fraud Firms, Market Reaction, Reputation Penalty,

## I. Introduction

감리제도는 외부감사제도의 실효성과 회계정보의 투명성을 높이기 위해 공인회계사가 작성한 감사보고서를 검토하여 분식회계 및 부실감사여부를 관리·감독하는 제도이다. 외부감사제도는 감사대상 재무제표가 회사의 재무상태와 경영성과 및 기타정보를 일반적으로 인정된 회계처리기준에 따라 중요성의 관점에서 적정하게 표시하고 있는지에 대하여 독립적인 감사인의 감사의견을 통해 재무제표의 신뢰성을 제고하는 것을 목적으로 한다. 그러나 모든 감사인이 항상 공정한 감사를 수행한다고 가정하기 어렵기 때문에 부실감사의 가능성이 존재한다. 따라서 외부감사에 대한 실효성과 공신력을 확보하기 위해 외부감사를 지도·감독할 수 있는 제도인 감리제도가 필요하다.

Lee and Choi(2015)는 조세회피, 감리지적기업 및 불공정거래기업에 대한 시장반응을 연구했으며 이러한 부정행위 중 불공정거래 기업에 대한 시장반응이 가장 부정적이었으며 조세 회피와 감리지적기업의 경우 부정적인 반응을 보였으나 두 부정행위에 대한 시장반응의 차이는 없었다. 기업부정행위에 대

한 부정적인 시장반응의 크기는 직접적으로 손해를 입은 당사자들의 수와 관련이 있다고 하며 이와 관련하여 불공정거래기업의 벌과금의 적합성에 대해선 확실하지 않으나 다른 기업부정행위에 대한 벌과금에 비해 크기가 제일 큰 것으로 보이고 있다.

감리지적기업의 조치사항을 보면 과징금, 증권발행제한, 감사인지정, 경영자교체, 검찰고발, 시정요구가 있다. 실제 시장의 부정적인 반응의 크기가 기업부정행위에 대해 직접적으로 손해를 입은 당사자들의 수에 의한 것이라면 감리지적 기업의 경우 실제 투자자, 채권자, 주주에 대한 시장반응이며 이러한 감리지적기업의 조치사항에 대한 징벌적인 효과에 대한 의문이 생긴다. 조세회피나 불공정거래는 부정행위에 대한 금액을 추경하여 과징금이 계산되어지는 반면 감리지적기업의 경우 회계위반사항에 대한 별도의 계산방식이 있어 부과되는 것이 아니며 징벌의 대안으로 경영진 교체나 검찰통보 등의 방법으로 조치되고 있다. 그러나 실제 감리지적기업의 시장반응은 부과된 과징금보다 더 크게 기업가치가 하락함을 보여주고 있다. 감리지적기업에 부과된 과징금보다 더 크게 하락한 기업 가치를 명성효과라고 한다(Karpoff and Lott 1933; Karpoff, Lee and Martin 2008). 이러한 명성효과는 기업

\*First Author: Jeong-Mi Lee , Corresponding Author: Jeong-Mi Lee

\*Jeong-Mi Lee(jml@jwu.ac.kr), Dept. of Business Administration, Jungwon University

\*Received: 2016. 11. 22, Revised: 2016. 11. 28, Accepted: 2016. 12. 08.

부정행위로 인해 직접적으로 손해를 입은 당사자가 많을수록 부정적인 시장반응의 크기는 더 크다.(Lee and Choi 2015).

선행연구에서는 기업부정행위에서 직접적으로 손해를 입은 당사자의 수에 따라 명성효과의 차이가 있다고 언급을 하고 있으나 실제 특정 부정행위 내에서의 명성효과 차이에 대해선 언급하고 있지 않다. 예를 들면 감리지적기업의 경우 지적사항에 대한 조치로 과징금부과, 검찰고발, 경영진 교체, 감사인지정 및 시정요구라는 금전적 손해와 비금전적 손해로 구성되어 있다. 기업부정행위에 따른 과징금이 실제 부정행위로 인한 기업가치하락보다 적기 때문에 과징금부과면의 적정성에 대해선 언급을 하고 있으나 이러한 감리지적기업 조치사항에 대해 시장에서 차이점을 인지하고 있는지에 대한 연구는 없다.

본 연구는 감리지적기업의 시장반응을 보여주면서 감리지적기업 조치사항 중의 하나인 과징금이 징벌의 효과로서 충분히 역할을 할 수 있는지에 대해서 연구해 보고자 한다. 또한 지적사항의 종류( 당기순이익에 영향이 있느냐 없느냐)에 따른 투자자의 반응을 연구하고자 한다.

## II. Theoretical Considerations

### 1. Reputation Cost

명성 즉 기업평판에 대한 개념에 대해서 Fombrun(1995)은 사전적으로 '대중이 가지는 일반적인 평가'로 정의하며 Weigelt and Camerer(1988)의 경제학적, 전략적 관점에 따르면 기업평판이란 특성, 신호 또는 자산이자 진입장벽으로 정의했고, Lippmann(1922)의 마케팅적 관점에서는 평판(브랜드 이미지)을 정보전달 과정상 그림의 머리 부분으로 정의하였고, Barney(1986)의 조직론적 관점에서는 기업평판을 종업원의 경험에 기반을 둔 기업문화와 영업활동상의 개성으로 정의하였다.

Karpoff&Lott(1993)은 회계부정으로 인한 추가하락의 원인을 분석하였다. 그들은 추가하락의 크기가 회계부정의 대가로 SEC에서 부과한 과징금을 초과한다는 사실을 발견하였다. 즉 총 기대 과징금(total expected penalty)은 회계부정으로 인한 사회적비용과 일치하나, 기대법적과징금(Expected legal penalties)은 사회적비용보다 낮다는 사실을 의미한다. 따라서 기대법적과징금의 증가는 회계부정 행위를 감소시킬 것으로 보았다. 결론적으로 시장경제체제에서 내부화되지 않고 제3자에게 영향을 주는 실질적인 비용을 명성효과로 정의하였다.

Desai et al.(2006)은 경영자의 이익관련 재무제표재작성(earnings restatements)로 인한 명성효과(reputational penalty)를 연구하였다. 이전연구(Beneish 1999)가 GAAP 위반이나 회계부정의 언론노출로 인한 경영자교체의 증가현상은 발견하지 못했으나, 연구자들은 재무제표 재작성 기업의 60%가 적어도 한명 이상의 경영자 교체현상(재무제표 재작성하지 않은 그룹은 35%)이 이루어짐을 발견하였다. 이러한 결과는 다른 통제변수를 통제한 이후에도 기업 이사회와 외부 노동시장이 회계부정행

위를 한 경영자에 대해 벌칙을 부과한다는 사실을 의미한다. 연구자는 이를 명성효과(reputational penalty)로 설명하고 있다.

Gallemore et al.(2012)는 공격적인 조세회피활동을 수행하는 기업 및 경영자가 명성비용(reputational costs)을 수용하는지 여부를 조사하였다. 이전 연구들은 많은 기업들이 조세회피활동을 수행하지 않는 이유 중 하나로 명성비용을 제시하였다. 연구자들은 명성비용이 위법행위의 측정요소(경영자교체증가, 감사인 교체, 매출하락, 광고비용증가, 미디어명성감소)와의 관련성을 조사하였다. 연구결과 조세회피활동과 관련하여 고발되었다 할지라도 기업 및 경영자가 명성비용을 수용하지는 않는다고 주장하였다. 결론적으로 조세회피활동을 수행하지 않는 이유가 명성비용으로 설명되지 않으며, 조세회피활동으로 고발된 기업을 대상으로도 동일한 결과가 도출되었다고 주장하였다.

Karpoff et al(2013)은 벌금의 규모, 교정비용(remediation costs) 및 환경규제 위반으로 인해 기업에 부과된 추가하락의 규모를 측정하였다. 연구결과 환경규제를 위반한 기업은 통계적으로 유의한 추가하락을 겪었다. 그러나 추가하락 규모는 부과된 벌금의 규모와 비슷한 크기였으며, 추가하락은 벌금규모의 크기와 관련이 있었다. 즉, 환경규제 위반효과는 명성효과(reputational penalty)가 아닌 벌금과 관련이 있다는 사실을 제시하였다.

### 2. Related Research

감리관련 연구는 크게 감리제도로 인한 시장반응, 감리지적기업의 특성 및 감리제도의 효과를 주로 다루고 있다. 먼저 감리제도와 시장반응에 대한 연구 중 Feroz et al.(1991)은 미국증권거래위원회(SEC) 감리결과를 토대로 어떤 형태의 회계처리가 감리를 발생시키며, 감리지적 사건에 대한 투자자들의 시장반응을 검토하였다. 연구결과 감리지적기업의 약 70%가 수익의 조기인식 및 매출채권과 재고자산의 과대계상을 통해 이익을 과대 계상하였다는 점을 제시하였다. 그리고 감리대상기업 지정시점과 감리지적 발표시점에서 감리지적기업에 대해 자본시장에서는 음(-)의 추가반응을 확인하였다. 특히 자본시장의 음(-)의 추가반응이 감리지적기업의 이익조정 크기와 상관관계가 있음을 제시하였다. 또한 Dechow et al.(1996)은 미국증권거래위원회(SEC) 감리결과 감리지적을 받은 기업을 대상으로 자본시장의 반응을 연구하였다. 연구결과 감리지적결과가 최초로 발표된 시점에 음(-)의 추가반응이 관찰되었다.

국내연구로 손성규·박종성(1998)은 감리지적 결과가 기업의 내재가치에 변화를 유발시켜 주가에 영향을 미치는지 분석하였다. 즉 금융감독원의 감리지적 발표라는 사건으로 해당기업의 주가가 하향조정 되는지를 살펴보았는데, 연구결과 감리지적기업의 주가는 하락하였으며, 하락 정도는 조정금액이 클수록, 금융감독원의 제재조치가 강할수록 크게 나타났다. 전성일·임종욱(2008)은 감리조치결과 발표 및 감리조치의 유형이 주가에 미치는 영향을 연구하였다. 연구결과 감리지적 발표는 시장에서 bad news로 인식되고 있으며, 감리조치결과와 초과수익률은 음(-)의 관련성이 있었다. 또한 상장기업과 코스닥 기업에 따라 회계감리조치의

효과에 유의한 차이가 있었다.

감리지적기업의 특성에 관한 연구로 Beasley et al.(1999)은 1987년~1997년까지 SEC의 감리결과 회계분식으로 판명된 200개 기업을 대상으로 감리지적기업의 기업특성을 연구하였다. 연구결과 회계분식기업의 기업규모는 일반적으로 작았으며 경영성과가 부진하였다. 또한 감리지적기업들은 한 회계연도가 아니라 여러 회계연도에 걸쳐 회계분식을 수행하였으며, 회계분식유형으로는 수익의 조기인식 및 가공의 수익인식을 통해 이익을 과대계상하였다. 기업지배구조와 관련해서는 72%의 회계감리지적기업이 회계분식에 경영자가 관련되었으며, 사외이사비율이 낮았으며, 이사회에 구성원에 창업자나 소유자가 포함되어 있었다.

국내연구로 최관 외 1인(2003)은 감리 실시 주체(한국공인회계사회, 금융감독원)에 따라 감리지적기업과 감리비지적기업으로 나누어 두 집단 간의 특성을 분석하였다. 연구결과 금융감독원 감리지적기업들은 이익조정을 하며, 특수 관계자와 거래비중이 높으며, 소액주주비율이 높았으며, Big5체휴법인보다 국내 법인에 의하여 감사받은 기업의 감리지적 확률 등이 높았다. 반면 한국공인회계사회 감리지적기업들은 현금흐름/매출액, 현금흐름/유동부채, 총 발생액의 차이 및 감사인 유형 변수만 유의적으로 나타났다. 이를 통해 연구자들은 금융감독원 감리는 회계부정 기업을 의미 있게 지적하고 있으나, 한국공인회계사회 감리는 이를 적절히 구분하지 못하고 있다고 판단하였다.

감리제도의 효과를 다룬 논문으로 서승철·위준복(2012)은 감리제도가 이익지속성에 미치는 효과를 검증하는데 초점을 두었다. 연구결과 감리지적기업은 감리 전보다 감리 후에 이익지속성이 향상되며 이익의 질 또한 높아졌다. 본 연구결과를 토대로 연구자는 감리제도가 재무제표의 투명성과 신뢰성을 증가시키는데 기여한다고 주장하였다. 최정운 외 2인(2014)은 감리지적을 받은 기업과 감리지적을 받지 않은 기업의 감사시간과 감사보수 차이와, 감리지적기업의 감리지적 전과 후의 차이의 원인을 분석하였다. 분석결과 감리지적기업과 감리비지적기업간의 감사시간, 감사보수의 차이는 유의하지 않았으며, 감리지적기업은 감리 전에 비해 감리 후에 감사시간과 감사보수가 유의적으로 증가하였다.

본 논문은 선행연구와 비교하여 다음과 같은 차별점이 있다. 먼저 이전의 감리논문은 감리지적으로 인한 시장반응을 주로 다루었다면, 본 논문은 감리지적으로 인한 시장반응을 명성효과를 이용하여 설명하고자 하였다. 선행연구는 감리지적행위가 주가와 음(-)의 관계에 있음을 제시하고 있으나 본 논문은 주가하락의 크기를 명성비용을 통해 설명하고, 이를 통해 감리지적기업에 대한 적절한 제재조치를 파악하고자 하는데 의의가 있다.

### III. Research Model

#### 1. Hypothesis Development

감리지적과 관련하여 명성효과(reputation penalty)는 감리지적이라는 뉴스로 투자자들의 해당기업에 대한 변화된 인식으

로 발생하는 소득변화를 의미한다. 여기서 명성이란 기업성과에 대한 인지과정과 기대수익이 주주들에게 배분될 것이라는 확신을 말한다.(Fombrun and Shanley, 1990). 그러나 만약 기업에 대한 부정적인 뉴스로 기대수익이 주주들에게 전해지지 않는다면, 주가와 주주가치가 감소할 것이다. 즉 기업명성으로 인한 가치변동을 평판자본(reputation capital)이라 불리며, 기업의 주가가치 변동으로 측정된다.

불법행위로 피해를 본 기업의 명성효과는 기업과 관련된 단체의 특성에 따라 효과가 달라진다. 불법행위로 피해를 본 단체가 소비자, 공급자 및 종업원단체에 해당하는 경우에는 보다 효율적으로 명성효과에 영향을 미친다. 예를 들어, 소비자의 경우에는 해당기업과 거래를 중단 혹은 변경할 수 있으며, 공급자는 이전보다 엄격한 지불조건을 부과하며 종업원단체는 더 높은 임금을 요구할 수 있다. 즉 기업의 불법행위는 부분적 또는 전체적으로 명성효과라는 방법으로 내부화된다(Karpoff and Loff 1993).

명성효과의 측정에 있어서 기대벌금(expected legal penalty)과 명성효과를 구별하는 것은 어려움이 있다. 이는 기업의 불법행위 발표 일에 감소하는 주가가치가 기대벌금과 명성효과를 모두 반영하고 있기 때문이다. 명성효과의 크기 또한 기업의 불법행위 유형에 따라 다양하다. Karpoff et al.(2005)은 부과된 벌금이 기업의 불법행위 발표일의 기대벌금의 합당한 추정치로 보았다. 그들은 불법행위 발표일의 주가가치 하락분이 벌금의 크기를 초과한다면 이러한 차이가 명성효과로 발생한 것으로 보았다. 요약하자면 주식시장은 기업의 불법행위(e.x 부실거래, 내부거래 및 회계부정 등)에 대해 징계 역할을 담당하며, 벌금의 크기를 초과한 주가가치 하락은 명성효과에 기인한다고 볼 수 있다.

따라서 이를 검증하기 위해 다음과 같이 연구가설을 설정하고자 한다. 먼저 선행연구와 동일하게 감리지적 결과 발표가 기업의 주가에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보기 위해 <연구가설 1>을 설정하였다.

**<연구가설 1> 감리지적발표일 전후 기업의 주가는 유의한 차이가 있다.**

선행연구에서 기업부정행위에 대한 시장반응은 금전적인 손해와 비금전적 손해 즉, 명성효과로 설명할 수 있다고 한다. 감리지적기업의 대한 조치사항을 보면 과징금, 경영진 교체, 검찰통보 및 감사지정이 있다. 조세회피나 불공정거래는 부정행위에 대한 금액을 추정하여 벌과금이 계산되어지는 반면 감리지적기업의 경우 회계위반사항에 대한 별도의 계산 방식 없이 부과되며 금전적 손해가 수반되지 않는 경영진 교체나 검찰통보로 조치되고 있다. 감리지적기업의 조치사항에서 금전적 손해와 비금전적 손해가 수반되는 가운데 시장에서는 미래현금흐름의 감소에 따른 기업가치 하락을 이끄는 금전적 손해 조치에 대해 더 부정적으로 반응을 보일 것이라 생각할 수 있다. 그러나 선행연구 Lee and Choi(2015)는 기업부정행위에 대한 시

장반응의 크기는 직접적으로 손해를 입은 당사자의 수에 의해서 설명될 수 있다고 한다. 이러한 맥락에서 감리지적 기업의 조치사항 중에 하나인 과징금 부과에 시장에 큰 의미를 줄 수 없다고 할 수 있다. 따라서 이와 관련하여 감리지적 조치사항 중 과징금이 부과되는 그룹과 부과되지 않는 그룹으로 나누어 과징금 부과 여부에 따른 시장반응을 살펴보기 위해 <연구가설 2>을 아래와 같이 설정한다.

**<연구가설 2> 감리지적 결과 부과되는 과징금은 기업 주가하락에 영향을 미치지 않는다.**

명성의 크기는 기업의 불법행위의 특성, 직접적으로 관련된 단체의 특성에 따라 영향을 받는다. 이와 관련하여 명성효과는 기업이 불법행위와 연결되었을 때 주식시장이 부과하는 벌칙이라는 징계방법으로 나타난다. 따라서 기업은 광고, 퍼블릭 릴레이션(public relations), 의사소통기능 강화를 통해 명성효과를 낮추기 위한 활동을 수행하고 있다.

Karpoff and Lott(1993)는 기업의 불법행위와 관련하여 피해 입은 단체가 소비자, 공급자 및 종업원 중 하나라면 명성효과로 충분하다고 주장하였다. 또한 만약 피해 입은 단체가 소비자, 공급자 및 종업원이면, 기업의 불법행위 뉴스가 주식시장에 중대한 손실을 발생시킨다고 주장하였다. 이를 감리지적과 연결하여 생각해보면 감리지적결과는 기업의 재무제표에 대한 적정성을 평가하는 역할을 담당하므로 기업의 재무제표를 이용하여 의사결정을 내리는 단체가 피해를 보는 경우에 주식시장에 미치는 영향이 크다고 할 수 있다. 따라서 재무제표 이용자들인 주주 및 채권자에게 손실을 입히는 뉴스가 발표된 경우 주식시장에 미치는 영향이 크다고 할 수 있다. 주주 및 채권자의 경우 배당청구권 및 채권청구권을 가지고 있으므로 기업의 현금흐름에 영향을 미치는 감리지적 사실은 현금흐름에 영향을 미치지 아니하는 감리지적 사실의 발표와 주식시장에 미치는 정도가 다를 것으로 예상된다. 따라서 아래와 같이 <연구가설 3>을 설정하고자 한다.

**<연구가설 3> 당기순이익에 영향을 미치는 감리지적을 받은 기업의 주가하락 크기는 그렇지 않은 기업보다 크다.**

**2. Research Method**

기업에 대한 감리지적 사실의 효과를 살펴보기 위해서는 사건연구(event-study method)방법을 사용한다. 사건연구는 감리지적이라는 뉴스의 시장반응을 살펴보기에 적합한 방법이다. 구체적으로 감리지적 사실이 발표된 전후 3일 간의 시장반응을 살펴본다. 이는 정보의 누출로 인해 사건발생일 전후로 주가가 상승하거나 하락하는 현상이 발생할 가능성이 있어 사건 발생일 전후의 일정기간을 누적하여 사용하는 것이 보다 좋은 지표가 될 수 있다. 사건연구에서는 주가반응을 분석하는 기간에 신중해야 한다. 이는 기간이 너무 짧으면 감리지적이라는 사건이 미치는 영향 파악하기 힘들 가능성이 있고, 기간이 너무 길면

혼잡효과(confounding effect)가 발생할 여지가 있다.

시장반응을 살펴보기 위해 기업의 비정상수익률(abnormal return)을 측정해야 하는데, 일반적으로 종합주가지수를 이용한 시장모형에 근거하여 계산한다. 개별기업의 초과수익률을 구할 때,  $R_{mt}$ 는 정상수익률을 의미하며  $i$ 기업의  $t$ 시점의 동일가중지수(EWI : equally-weighted index return)를 이용하여 계산한다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \text{-----} (1)$$

여기서,  $AR_{it}$  : 개별주식  $i$ 의  $t$ 일의 초과수익률

$R_{it}$  : 개별주식  $i$ 의  $t$ 일의 수익률

$\alpha_i, \beta_i$  : 시장모형을 이용하여 도출한 추정회귀계수

$R_{mt}$  :  $t$ 일의 종합주가지수수익률

여기에서, 감리지적이라는 사건이 주가에 미치는 영향을 여러 날에 걸쳐 지속될 가능성이 높으므로 감리지적사실이 발표된 전후 3일간 개별주식의 초과수익률의 누적초과수익률의 평균을 계산한다.

$$CAR_{it} = \sum AR_{it} \text{-----} (2)$$

여기서,  $CAR_{it}$  : 감리지적기업 공표일 ±3일

평균 누적초과수익률

$AR_{it}$  : 개별주식  $i$ 의  $t$ 일의 초과수익률

먼저 <연구가설 1>을 검증하기 위해 감리지적사실이 발표된 날 전후 3일간의 해당기업의 시장반응을 살펴본다. <모형 3>은 감리지적기업 공표와 시장반응 사이의 관계를 조사하기 위한 모형이다. 만약 사건기간동안의 감리지적기업 공표가 시장에 미치는 영향이 음(-)의 값으로 유의하다면 <연구가설 1>을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 다음으로 <연구가설 2>는 감리지적사실이 공표되었을 때 지적조치사항 중 과징금과 시장반응의 관계를 연구한다. 만약 기업에 과징금이 부과되는 경우에 현금흐름의 감소로 이어지고, 이는 주주 및 채권자의 주식가치 및 채권청구권에 영향을 미치게 되므로 주식시장에 미치는 영향을 클 것으로 판단되나 기업부정행위에 대한 시장반응은 부정행위로 인해 직접적으로 손해를 입은 당사자의 수에 의해서 설명되기에 과징금 부과에 시장에 큰 의미를 줄 수 없다고 판단된다. 따라서 기업에 부과되는 과징금과 사건기간동안의 감리지적에 대한 시장반응에 유의적이지 않다면 <연구가설 2>를 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 또한 <연구가설 3>은 당기순이익에 영향을 미치는 감리지적결과가 시장에 미치는 영향을 살펴보는 것이다. 주주 및 채권자의 입장에서 기업이 당기순이익에 영향을 주는 감리지적을 받는다면 배당청구권 및 채권청구권의 지급가능성이 감소할 우려가 있다. 따라서 당기순이익에 영향을 미치는 감리지적사항과 사건기간동안의 감리지적에 대한 시장

반응이 음(-)의 값으로 유의하다면 <연구가설 3>을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Event_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Penalty_{i,t} + \beta_2 NI_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

여기서, CAR : 감리지적기업 공표일 ±3일  
 평균 누적초과수익률  
 Event : 금융감독원 감리지적기업 공표일  
 Penalty : i법인의 t연도의 과징금의 자연 로그값  
 NI : i법인의 t연도의 당기순이익  
 변동이 있으면 '1' 그렇지 않으면 '0'

### 3. Sample

실증분석을 위해 사용한 자료는 2003년부터 2012년까지 금융감독원으로부터 감리지적을 받은 유가증권시장 상장기업과 코스닥 상장기업을 대상으로 다음의 조건을 충족하는 기업들을 연구표본으로 선정하였다.

- (1) 금융감독원의 감리지적을 받은 제조기업
- (2) 관리대상 종목 및 자본잠식기업 제외
- (3) TS-2000 및 KIS-ValueIII에서 재무자료 추출이 가능한 기업

최초 기업-연도의 표본에서 비제조기업 기업-연도를 제외하고, 데이터베이스 상 추출된 자료가 결측 되었거나 자료오류로 인해 기업-연도가 제외되어, 최종 연구대상은 199개 기업 -연도로 선정되었다. <Table 1>은 본 연구에 사용된 연구표본의 분포를 보여주고 있다. 2004년도와 2005년도에는 감리지적기업이 각각 26개와 24개 기업에 달하고 있어, 금융감독원에 의한 감리제도가 강화되었음을 간접적으로 알 수 있다. 본 연구에서는 감리지적이라는 사건을 기준으로 감리지적을 받은 199개 기업-연도를 대상으로 연구를 진행하였다.

Table 1. Sample

Year performed audit review	Number
2003	9
2004	26
2005	24
2006	16
2007	23
2008	16
2009	15
2010	23
2011	21
2012	26
Total	199

## IV. Empirical Results

### 1. Descriptive Statistics

<Table 2>은 변수들에 대한 기술통계량을 보여주고 있다. 감리지적 기업 사건에 대한 평균 누적초과수익률은 -0.01이고 과징금이 부과된 기업의 수는 133개이며 당기순이익에 변동이 있는 기업의 수는 144개임을 알 수 있다.

Table 2. Description statistics

	N	Mean	S.D.	Min.	Med.	Max
CAR	199	-0.01	0.03	0.32	-0.00	0.72
Penalty	199	0.66	0.47	0	1	1
NI	199	0.723	0.44	0	1	1

#### Notes to Table 2

**CAR** : the cumulative abnormal returns calculated over a three-day window centered on the date of the release and calculated using market adjusted returns.

**Penalty**: an indicator variable set equal to 1 for monetary penalties imposed firms and 0 otherwise.

**NI**: an indicator variable set equal to 1 for firms imposed on the sanctions resulting in the change of net income and 0 otherwise.

### 2. Univariate Test

<Table 3>는 위 가설에 대한 결과를 보여주고 있다. <Table 3>의 Penal A는 감리지적이라는 사건에 대해 평균 누적초과수익률이 -0.01로 유의수준 10%에서 유의하게 나타났다. 이러한 결과는 감리지적기업에 대해 시장에서 대체로 부정적으로 반응을 하는 것을 의미하며 선행연구의 결과와 일치하며 가설 1이 지지됨을 보여주고 있다.

<Table 3>의 Panel B는 감리지적으로 인한 조치결과 중 과징금이 부과된 그룹과 부과되지 않은 그룹의 평균누적초과수익률을 보여준다. 과징금이 부과된 기업의 평균누적초과수익률은 -0.007로 유의수준 1%에서 유의하며 과징금을 부과 받지 않은 기업의 평균누적초과수익률은 -0.0169로 유의수준 1%에서 유의한 결과를 보여주고 있다. 과징금을 부과 받지 않은 그룹이 과징금을 부과 받은 그룹보다 시장반응이 더 부정적으로 보이거나 두 그룹 평균의 차이는 통계적으로 유의함을 보여주고 있지 않다. 이는 감리기업 조치사항 중에서 과징금이 아닌 비금전적 요인에 의한 기업가치 하락으로 명성효과에 기인한다고 할 수 있다. 이러한 결과는 과징금을 부여받은 기업과 과징금을 부여 받지 않은 기업에 대해 시장에서 과징금의 크기에 대해 영향을 받지 않는다는 가설 2를 지지함을 보여주고 있다.

<Table 3>의 Panel C는 감리지적으로 인해 기업의 당기순이익이 변동된 기업과 그렇지 않은 기업의 평균누적초과수익률을 보여주고 있다. 당기순이익에 영향을 미치는 감리지적사실이 있는 그룹의 평균누적초과수익률은 -0.0136으로 유의수준 1%에서 유의하며 당기순이익에 영향이 없는 그룹은 평균누적

초과수익률이 -0.0028로 유의하지 않다. 두 그룹의 평균차이는 유의수준 5%에서 통계적으로 유의함을 보여주고 있다. 이러한 결과는 당기순이익에 영향을 미치는 감리지적사항이 있는 그룹에 대해 시장에서 더 부정적으로 반응을 하는 것으로 가설 3인 당기순이익에 영향을 미치는 감리지적을 받은 기업의 추가하락 크기는 그렇지 않은 기업보다 크다는 것을 지지하고 있음을 보여주고 있다.

Table 3. Cumulative abnormal returns for fraud firms

Panel A: Cumulative abnormal returns				
	#	Mean	<i>t</i>	
	obs	CAR (%)		
Sample	199	-0.0107	-3.76***	
Panel B: Cumulative abnormal returns fraud firms imposed on monetary penalties and non-monetary penalties.				
	#	Mean	<i>t</i>	Diff. <i>t</i>
	obs	CAR (%)		
<i>Penalty(0) Group</i>	133	-0.007	-2.66***	
<i>Penalty(x) Group</i>	66	-0.0169	-2.68***	
Total sample	199			-1.35
Panel C: Cumulative abnormal returns fraud firms imposed on sanctions resulting in the change of net income and no change of net income				
	#	Mean	<i>t</i>	Diff. <i>t</i>
	obs	CAR (%)		
<i>NI(0) Group</i>	144	-0.0136	-3.73***	
<i>NI(x) Group</i>	55	-0.0028	-0.82	
Total sample	199			2.1**

Notes to Table 3:

**CAR** : the cumulative abnormal returns calculated over a three-day window centered on the date of the release and calculated using market adjusted returns. Fraud firms are classified as having an **Penalty(0) Group** if fraud firms are imposed on monetary penalties, otherwise they have an **Penalty(X) Group**. Fraud firms are classified as having an **NI(0) Group** if fraud firms are imposed on the sanctions resulting in the change of net income, otherwise they have an **NI(X) Group**. Finally, \*\*\*, \*\*, and \* indicate significance at the 0.01, 0.5, and 0.10 levels, respectively (two-tailed).

3. Regression Analysis

<Table 4>은 감리지적으로 과징금을 부여받은 기업과 당기순이익에 영향을 받은 기업의 시장반응을 검증한 결과를 보여주고 있다. <Model 1>에서 과징금을 부여받은 기업의 회귀계수는 0.00934로 통계적으로 유의하지 않음을 보여주고 있다. 이러한 결과는 감리지적 조치사항에 의한 과징금은 시장에 영향을 미치지 않는 가설을 2를 지지하고 있음을 보여주고 있다.

<Model 2>는 감리지적사항이 당기순이익에 영향을 미치는 그룹은 회귀계수 -0.01078로 10% 수준에서 통계적 유의성을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 감리지적사항이 당기순이익에 영향을 미쳤을 경우 시장에서 더 부정적으로 반응을 하고 있음을 보여주며 가설을 3을 지지하고 있다. <Model 3>은 <Model 2>에서처럼 감리지적사항이 당기순이익에 영향을 미치는 경우 10% 수준에서 유의한 -0.01072의 계수를 보이며 감리지적사항이 당기순이익에 영향을 미치는 기업에 대해 시장에서 더 부정적인 반응을 보여주고 있음을 보여준다.

Table 4. Regression analysis

$$CAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 Penalty_{i,t} + \beta_2 NI_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

Independent Variables	Pred.	Model 1	Model 2	Model 3
Constant	?	-0.0169 (-3.45)***	-0.00286 (-0.53)	-0.0091 (-1.36)
<i>Penalty</i>	-	0.00934 (1.56)		0.00928 (1.56)
<i>NI</i>	+		-0.01078 (-1.71)*	-0.01072 (-1.71)*
<i>F-<math>\bar{z}t</math></i>		2.43	2.93*	2.69*
<i>Adj. R<sup>2</sup></i>		0.0122	0.0146	0.0267
<i>Samples</i>		199		

Notes to Table 4:

The sample and the variables are as defined in Table 4. Significance levels are as follows: \*\*\* indicates significance at 0.01, \*\* at 0.05, and \*0.10, two-tailed

V. Conclusions

본 연구의 목적은 감리기업의 감리지적사항 중 부과되는 과징금이 징벌의 역할을 할 수 있는지와 감리지적사항 중 당기순이익에 영향을 미치는 지적사항에 대한 투자자의 반응을 연구하고자 한다.

2003년부터 2012년까지 금융감독원으로부터 감리지적을 받은 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업을 대상으로 199개 기업연도 연구표본을 사용해 사건연구방법론을 적용했다.

연구결과는 감리지적으로 인해 과징금 부과여부에 따른 시장 반응은 차이가 없는 것으로 보였다. 이러한 결과가 나타난 이유는 과징금이 징벌의 역할을 해내지 못하고 있음을 간접적으로 보여주고 있으며 비금전적 요인에 의한 기업가치 하락으로 명성효과에 기인한다고 볼 수 있다. 그러나 시장은 당기순이익에 영향을 미치는 지적사항에 대해서는 당기순이익에 영향을 없는 지적사항의 경우보다 더 부정적인 반응을 보이고 있다. 이러한 결과는 역시 기업의 현금흐름에 영향을 미치는 감리지적

사항은 주식시장에 미치는 영향이 크다고 할 수 있다.

본 연구는 기업부정행위 중 감리지적기업에 부과된 조치사항의 적절성 연구에 기여를 했으며 조치사항 중 과징금 부과 사실을 재무제표 주석에 공시함을 제시함으로써 당국에 정책적 시사점을 제공하였다는 점에서 본 연구의 의의가 있다.

## REFERENCES

- [1] K. Choi, and K. Choe, "An Analysis of the Corporate Characteristics of Companies Reporting Aggressive Accounting", *Korean Accounting Review*, Vol, 28, No. 2, pp. 211-245, June 2003.
- [2] K. Choi, and W. Paek, "Accounting Enforcement and Earnings Manipulation", *Korean Accounting Review*, Vol. 23, No. 2, pp. 133-161, June 1998.
- [3] S. Jeon, and J. Im, "Enforcement Results of Surveillance and Securities Returns", *Accounting Information Review*, Vol. 26, No. 1, pp. 163-181, June 2006.
- [4] S. Seo and J. Wee, "Effectiveness of the Audit Report Review System - Focusing on Earnings Persistence", *Journal of Taxation and Accounting*, Vol. 13, No. 2, pp. 281-296, June 2012.
- [5] J. Choi, J. Lee, and G. Bae, "Audit Fees and Audit Hours of Audit Reviewed Firms", *Korean Accounting Review*, Vol. 39, No. 1, pp. 217-254, Feb. 2014.
- [6] S. Sohn, and J. Park, "Information Content of the Enforcement of Financial Statements by Securities Supervisory Board", *Korean Accounting Review*, Vol. 23, No. 2, pp. 107-131, Jun. 1998
- [7] T. Jeong, "A Study on the Effectiveness of Measures Taken Against the Company After Supervision of Audit Report in Korea", *Korean Accounting Journal*, Vol. 17, No. 3, pp. 323-352, Sep. 2008.
- [8] J. Lee, and K. Choi, "Stock Price Reactions to News of Tax Aggressiveness in Korea", *Korean Accounting Review*, Vol. 40. No. 2, pp. 189-229. Apr. 2015.
- [9] M. Beasley, J. Carcello, and D. Hermanson, "Fraudulent Financial Reporting : 1987-1997 An Analysis of U.S. Public Companies", SEC Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, 1999.
- [10] P. Dechow, S.G. Sloan, and A.P. Sweeney. "Causes and Consequences of Earnings Manipulation: An Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 13, pp. 1-36. Spring, 1999.
- [11] H. Desai, C.E. Hogan, and M.S. Wilkins, "The Reputational Penalty for Aggressive Accounting: Earnings Restatements and Management Turnover", *The Accounting Review*, Vol. 81, No. 1, pp. 83-112, Jan. 2006.
- [12] E. Feroz, K. Park, and V. Pastena. "The Financial and Market Effect of the SEC`s Accounting and Auditing Enforcement Releases", *Journal of Accounting Research*, Vol. 29, pp. 107-142, Supplement 1991.
- [13] C.J. Fombrun, and M. Shanley, "What`s in a Name? Reputation-building and corporate strategy", *Academy of Management Journal*, Vol. 33, pp. 233-258, Jun. 1990.
- [14] J. Gallemore, E.L. Maydew, and J.R. Thornock, "The Reputational Costs of Tax Avoidance", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 31, No. 4, pp. 1103-1133, Jun. 2014.
- [15] J.M. Karpoff, and J.R. Lott, "The reputational penalty firms bear from committing criminal fraud", *Journal of Law and Economics*, Vol. 36, No. 2, pp. 757-802, Oct. 1993.
- [16] K. Weigelt, and C. Camerer, "Reputation and Corporate Strategy: A Review of Recent Theory and Application", *Strategic Management Journal*, Vol. 9, No. 5, pp. 443-454, Sept. 1988.
- [17] Lippmann, W. "Public Opinion", Macmillan, 1922.
- [18] C.J. Fombrun, "Reputation: Realizing Value from the Corporate Image", Harvard Business School Press, 1995.
- [19] J.M. Karpoff, D.S. Lee and G.S. Martin, "The Cost to Firms of Cooking the Books." *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43, No. 3, pp. 581-611, Sep. 2008.
- [20] M. Beneish, "Incentives and penalties related to earnings overstatements that violate GAAP", *The Accounting Review*, Vol 74, No. 4, pp. 425-457, Oct. 1999.
- [21] J.M. Karpoff, and J.R. Lott, "The reputational penalties for environmental violations: Empirical evidence", *Journal of Law and Economics*, Vol. 18, No. 2, pp. 653-675, Oct. 2005.

### Authors



Jeong Mi Lee received the M.S. degree in Taxation from State University of New York at Albany and Ph.D. degree in Taxation from University of Seoul, Korea in 2002 and 2014, respectively

Dr. Lee joined the faculty of the Department of Business Administration at Jungwon University, Choonbukl, Korea, in 2015. She is currently an assistant Professor in the Department of Business Administration at Jungwon University. she is interested in Tax avoidance, Tax shelter and International taxation.