

세무와회계저널
제6권 제1호 2005년 3월 pp.71~95
한국세무학회

분기보고서에 대한 검토와 재무제표의 유용성

박종성* · 김태동** · 이영한***

상장법인과 협회등록법인은 2000 회계연도부터 분기보고서를 작성하여 공시하여야 한다. 그러나 연차보고서나 반기보고서와는 달리 분기보고서에 대해서는 일부기업에 대해서만 외부감사인의 검토가 이루어지고 있어 분기 재무정보의 신뢰성에 의문이 제기되고 있다.

본 연구는 자발적으로 분기검토를 받은 기업을 표본으로 하여 분기검토가 경영자의 이익조정 행위를 제한하는데 기여하고 있는지 그리고 분기보고서에 대한 투자자들의 신뢰성을 높였는지를 실증적으로 분석하였다. 경영자의 이익조정 정도는 유동재량발생액을 이용하여 측정하였으며, 분기보고에 대한 투자자들의 신뢰정도는 분기이익 공시시점에서의 이익반응계수(ERC)를 이용하여 검증하였다. 아울러 분기검토가 회계정보의 주가관련성을 높이는지 여부를 검증하기 위해 Ohlson(1995)의 모형을 변형한 회계정보 가치 관련성 모형을 이용하여 검증하였다.

실증분석결과, 자발적으로 분기검토를 받은 표본의 유동재량발생액과 분기검토를 받지 않은 표본에 비하여 유의적으로 차이가 있다는 증거를 발견하지 못하였다. 그러나 분기검토를 받은 표본의 이익반응계수(ERC)가 분기검토를 받지 않은 표본에 비해 유의적으로 크게 나타나, 분기검토를 받은 기업의 회계정보에 대하여 투자자들의 신뢰정도가 높음을 보여주었으며, 분기검토를 받은 표본의 경우 회계정보의 주가관련성이 높다는 사실을 발견하였다.

<주제어> 분기보고서, 분기검토, 유동재량발생액, 이익반응계수

* 숙명여자대학교 경영학부 교수, jongsung@sookmyung.ac.kr, 02-710-9215, 주저자

** 연세대학교 경영학과 박사과정, eyonsei@yonsei.ac.kr, 02-2123-4446

*** 연세대학교 경영학과 박사과정, leeyh7@lycos.co.kr, 02-2123-4446

I. 서 론

상장법인과 협회등록법인은 2000 회계연도부터 분기보고서를 작성하여 공시하여야 한다. 분기보고서의 공시는 정보이용자들에게 적시성 있는 정보를 제공함으로써 회계정보의 목적적합성을 높이는데 기여하였다. 그러나 연차보고서나 반기보고서와는 달리 분기보고서에 대해서는 일부기업에 대해서만 외부감사인의 검토가 이루어지고 있어 분기 재무정보의 신뢰성에 의문이 제기되고 있다.

현재 분기보고서에 대한 외부감사인의 검토를 의무적으로 받아야 하는 대상은 직전연도 자산총액이 2조원 이상인 대형 상장법인과 협회등록법인 그리고 금융기관으로 국한된다. 금융감독원은 분기보고서 공시제도가 아직 도입초기이며 해당기업의 업무 부담이 가중된다는 점 등을 고려하여 분기보고서에 대한 검토의무화를 이처럼 대형법인과 금융기관으로 한정하고 있다. 그러나 현재 분기보고서 의무검토 대상기업이 아닌 경우에도 자발적으로 외부감사인의 분기검토를 받는 기업들이 존재하고 있다. 법률상으로 의무화되지 않음에도 불구하고 분기검토를 받는 동기에 대해서는 여러 가지 해석이 가능하겠으나 기본적인 목적은 재무제표의 신뢰성을 높이기 위함일 것이다.

외부감사인으로부터 분기검토를 받는 경우 경영자의 재량권이 제한을 받고 재무제표의 신뢰성이 증진됨으로써 분기보고서의 유용성이 향상되었을 것으로 기대된다. 즉, 분기검토 유무에 따라 분기보고서에 나타난 경영자의 이익조정 정도가 다를 것으로 예측되며 분기보고서 공시시점에서 투자자들의 반응도 다를 것으로 예측된다. 본 연구는 자발적으로 분기검토를 받은 기업을 연구표본으로 하여 분기검토가 실제로 경영자의 이익조정 행위를 제한하는데 기여하고 있는지 그리고 분기보고서에 대한 투자자들의 신뢰성을 높였는지 실증적으로 분석한다. 아울러 분기검토가 회계정보의 가치관련성을 높였는지에 대하여 분석한다.

본 연구가 의무검토 대상기업이 아닌 자발적 검토대상기업을 연구표본으로 선택한 이유는 규모효과 때문이다. 현재 의무검토 대상기업은 자산규모가 2조원 이상으로 대부분 대규모 기업집단에 속하는 기업들로 구성된다. 이러한 기업을 분기검토표본으로 하여 다른 기업들과 비교하는 것은 연구결과를 왜곡시킬 수 있다. 따라서 본 연구는 자발적 검토기업을 연구표본으로 하고 그 기업과 동일한 산업에 속하는 기업들 중에서 자산규모가 유사한 기업을 통제표본으로 선정하여 분기검토의 효과를 검증한다.

경영자의 이익조정 정도는 유동재량발생액을 이용하여 측정한다. 유동발생액을 이용한 이유는 분기보고서의 경우 2003년 이전에는 분기 현금흐름표가 제공되지 않아서 감가상각비 등에 관한 자세한 정보를 얻을 수 없기 때문에 총재량발생액을 이용하여 경영자의 이익조정 정도를 측정하는데 어려움이 있었기 때문이다. 분기보고에 대한 투자자들의 신뢰정도는 분기이익 공시시점에서의 이익반응계수(ERC)를 통하여 분석하여 분기재무정보의 주가와의 가치 관련성은 Ohlson(1995)모형을 변형한 회계정보 가치관련성 모형을 분석하여 검증한다.

이러한 연구는 정부가 새롭게 도입한 정책의 실효성을 검토한다는 점에서 의의가 있으며, 향후 분기보고서에 대한 검토제도를 자산규모 2조원 미만의 기업으로까지 확대할 것인지 여부를 결정하는

데 도움을 줄 것으로 판단된다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 1장에서는 본 연구를 수행하게 된 동기와 연구 목적을 서술한다. 2장에서는 분기보고서에 대한 공시제도 및 관련 선행연구를 요약하고 가설을 설정한다. 3장에서는 표본 및 연구방법을 서술하며, 4장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 5장에서는 본 연구의 결론을 서술한다.

II. 이론적 배경 및 가설 설정

1. 분기보고서 공시 및 검토제도

우리나라에서 중간재무제표의 작성 시기를 기존의 반기에서 분기로 확대해야 한다는 주장이 제기되기 시작한 것은 1997년 말 외환위기 직후부터이다. 국내외 많은 회계전문가들은 외환위기를 초래한 원인 중의 하나로 우리나라 기업들의 불투명한 회계 관행을 지적하였으며, 이를 극복하기 위해서는 회계기준 및 공시제도를 선진국 수준에 맞추어야 한다고 주장하였다. 세계은행도 우리나라에 자금을 지원하는 조건으로 2000년부터 상장회사에 대해 국제적 수준의 분기재무제표 공시를 요구하였다. 이에 1998년에 금융감독위원회 산하에 구성된 “회계제도 특별위원회”는 정부에 분기재무제표의 도입을 적극 건의하였으며, 정부는 1999년 2월에 증권거래법 개정을 통하여 종전의 반기보고서 외에 분기보고서 공시를 의무화하였다.¹⁾ 따라서 상장법인과 협회등록법인은 개정된 증권거래법에 따라 2000년 1분기부터 사업연도 개시일부터 3월간 및 9월간의 사업보고서, 즉 분기보고서를 그 기간 경과 후 45일내에 관련기관에 제출하고 있다. 만약 분기보고서 공시대상 법인이 분기보고서를 법에 규정된 기간 내에 제출하지 않거나 허위로 작성하여 공시하게 되면 일정액의 과징금이 부과될 수 있다.²⁾

이처럼 분기재무제표의 공시가 의무화됨에 따라 정부는 1999년 6월에 기존의 “반기재무제표준칙”을 “분기·반기재무제표 준칙”으로 변경하였다. 그리고 2001년 12월에는 한국회계연구원이 기업회계기준서 제2호 “중간재무제표”를 의결하여 공표함으로써 분기 및 반기 재무제표 작성기준을 좀더 명확히 하였다. 기업회계기준서 제2호가 과거의 “분기·반기재무제표 준칙”과 다른 점은 대차대조표와 손익계산서뿐만 아니라 현금흐름표도 작성하여 공시하도록 한 점, 그리고 손익계산서와 현금흐름표는 누적기간뿐만 아니라 해당분기에 대해서도 작성하도록 한 점이다.

1) 증권거래법 제186조의 3

2) 증권거래법 제206조의 11 ④항에 따르면 금융감독위원회는 사업보고서·반기보고서 또는 분기보고서를 제출하여야 하는 법인이 분기보고서를 허위로 기재하거나 중요한 사항을 누락한 때, 또는 분기보고서를 제출하지 아니한 때, 직전 사업연도 중에 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 형성된 당해 법인이 발행한 주식의 일일평균거래금액의 100분의 10(20억 원을 초과하거나 당해 법인이 발행한 주식의 유가증권시장 또는 협회중개시장에서 거래되지 아니한 경우에는 20억원)의 범위 안에서 과징금을 부과할 수 있다.

회계정보가 유용성을 갖추기 위해서는 목적적합성과 더불어 신뢰성을 지니고 있어야 한다. 분기보고서 공시는 정보이용자들에게 적시성 있는 정보를 제공함으로써 회계정보의 목적적합성을 증진시킬 수 있으며, 분기보고서에 대한 검토(review)는 분기재무제표의 신뢰성을 높여 회계정보의 유용성 향상에 기여할 수 있다. 그러나 분기보고서 공시제도가 처음 도입될 당시에는 분기재무제표에 대한 검토를 요구하지 않아 분기보고서의 신뢰성에 많은 의문이 제기되었다. 그러자 정부는 2000년 9월에 증권거래법을 개정하여 2001년 7월부터 최근 사업연도 말 현재의 자산총액이 2조원 이상 되는 상장법인 및 협회등록법인 그리고 금융기관에 대해 외부감사인의 검토의견을 분기보고서에 첨부하도록 요구하였으며,³⁾ 2004년부터는 의무검토대상을 1조원 이상 되는 상장법인 및 협회등록법인으로 확대하였다. 정부가 이처럼 분기검토 대상기업에 대형법인과 금융기관에 국한시킨 이유는 분기보고서 공시제도가 아직 도입초기라는 점, 그리고 해당기업의 업무부담 가중과 비용 증가 때문이었다.⁴⁾ 그러나 분기보고 공시제도가 도입된 지 5년이 지난 지금까지도 대부분의 기업에 대해 분기검토가 이루어지지 않음으로써 분기재무제표에 대한 신뢰성이 여전히 논란의 대상이 되고 있다.

2. 선행연구

Ettredge et al.(1994)은 기업들이 분기검토를 적시(timely)에 받는 유인을 분석하기 위하여 적시검토(timely review)를 받은 기업과 소급검토(retrospective review)를 받은 기업의 특성을 비교하였다.⁵⁾ 이들의 연구결과에 따르면 적시검토를 받은 기업들일수록 상대적으로 자산규모가 크고 부채비율이 높으며, 경영자의 지분율이 낮은 것으로 나타났다. 또한 최근에 주식을 발행한 경험이 있으며, 총자산 중에서 매출채권이 차지하는 비중이 컸다. 이러한 분석결과는 대리인비용이 커서 분기재무제표의 신뢰성에 대한 요구가 클수록 소급검토 대신 적시검토를 선택하고 있음을 보여준다.

Ettredge et al.(2000)은 분기보고서에 대한 외부감사인의 적시검토가 경영자의 이익조정행위를 억제하는지 분석하였다. 그들은 분기보고서에 대해서 외부감사인의 적시검토가 이루어지지 않을 경우 경영자들이 자산감액손실, 우발부채, 회계오류 등 이익수정사항들을 해당분기에 인식하지 않고 연말 결산시까지 인식을 지연시킬 것으로 예상하였다. 연구결과, 적시검토를 받은 기업들일수록 이익수정사항에 대한 이연행위를 적게 하며, 자산감액손실 등 이익수정사항들을 적시에 반영하는 것으로 나타났다.

3) 증권거래법 시행령 제83조의 3항

4) 금융감독원 공시감독국(2001.1.22)의 보도자료 인용

5) 미국의 경우 2000년 3월 이전까지는 기업이 분기보고서 제출시 감사인에게 분기재무정보에 대한 검토를 받는 적시검토(timely review)와 연말 감사시 SEC에 기 제출되었던 분기재무정보에 대한 검토를 받고 기 제출된 분기재무정보와 검토 후 분기 재무정보사이의 차이에 대한 수정사항을 보고하는 소급검토(retrospective review)를 선택할 수 있었다. 그러나 SEC는 2000년 3월에 BRC(Blue Ribbon Committee)의 권고사항을 받아들여 분기보고서 제출시 외부감사인의 검토를 받도록 의무화하였다. 따라서 2000년 3월부터 미국기업들은 소급검토 대안을 선택할 수 없고 분기보고서를 제출하기 전에 반드시 분기검토를 받아야 한다.

Manry et al.(2003)은 분기보고서에 대한 적시검토(timely review)를 받은 기업과 소급검토(retrospective review)를 받은 기업의 분기이익과 주식수익률간의 관계를 분석하였다. 이들의 연구에 따르면 적시검토를 받은 기업의 경우 분기이익과 주식수익률 간에 강한 유의적인 상관관계를 보였지만 소급검토를 받은 기업의 경우에는 두 변수 간의 관계가 약하거나 전혀 관련성이 없음을 보였다. 그러나 연차이익과 주식수익률의 관계에 있어서는 두 집단 사이에 차이가 없는 것으로 나타났다. 이러한 연구 결과는 분기검토를 적시에 받는 경우 분기보고서의 신뢰성이 높아져 분기이익과 주가와의 관련성이 커짐을 보여준다. 그러나 연차보고서의 경우에는 모든 기업이 외부감사인의 감사를 받기 때문에 회계정보의 신뢰성에 있어서 차이가 없으며, 따라서 연차이익과 주가사이의 관계는 분기검토 유무에 따라 달라지지 않음을 보여주고 있다.

분반기 재무정보에 대한 국내연구로는 손성규와 이은철(2005), 김권중(1993), 김경호(1997), 이화득과 육근구(2004)의 연구가 있다. 손성규와 이은철(2005)은 반기재무제표에 대한 검토의견의 주가반응을 분석하였다. 분석결과 반기 재무제표에 대한 비적정 검토의견을 받은 기업은 음의 초과주식수익률을 보이는 것으로 나타났다. 또한 결산기에 비적정 감사의견을 받은 기업이 반기에도 비적정 검토의견을 이미 받은 경우에는 비적정 감사의견에 따른 부의 주가반응이 완화되는 것으로 나타나서 비적정 검토의견이 사전적 정보효과를 가짐을 보고하였다.

김권중(1993)은 기업회계기준 예규의 주당순이익 산정방법을 대체하는 대체적 주당순이익 계산방법을 반기이익에 적용하여 반기주당순이익을 산정한 후 반기주당순이익의 주가반응을 분석하였다. 분석결과 반기이익 공시일에 유의적인 정의 주가반응이 나타나서 반기이익의 공시가 투자자들에게 유의적인 정보를 제공하고 있음을 보였다. 김경호(1997)는 김권중(1993)과 달리 반기검토보고서의 실제 반기주당순이익을 이용하여 주가반응을 분석하였다. 분석결과 반기주당순이익은 주식수익률과 유의적인 양의 관련성을 보이는 것으로 나타났다.

이화득과 육근구(2004)는 2000년의 분기재무제표 공시이후 반기이익의 정보유용성이 감소하였는지를 분석하였다. 그들은 분기보고 시행후인 2000년의 반기이익의 정보효과가 1999년에 비해 유의적으로 감소하였음을 보고하였다.

3. 가설 설정

재무제표에 대한 외부감사인의 감사나 검토는 경영자의 이익조정행위를 제한하는데 기여한다(Mendenhall and Nichols 1988, Ettredge et al. 2000). 경영자의 이익조정 정도를 측정하는 지표로 이용되는 대표적인 변수가 재량발생액(discretionary accruals)이다. 그러나 분기보고서의 경우 제조회가명세서가 공시되지 않으며, 현금흐름표도 2003 회계연도부터 공시되고 있기 때문에 총재량적 발생액을 측정하는 것이 쉽지 않다. 따라서 본 연구는 경영자의 이익조정정도를 유동재량발생액을 이용하여 측정하며, 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : 분기보고서에 대한 검토를 받은 기업의 유동재량발생액이 분기보고서에 대한 검토를 받지 않은 기업의 유동재량발생액보다 유의적으로 작다.

회계정보의 유용성은 목적적합성과 신뢰성에 의존한다. 분기보고서에 대한 검토제도는 분기재무제표를 통해 제공되는 회계정보의 신뢰성을 높이기 위한 제도이다. 선행연구들은 재무제표의 신뢰성이 향상될 경우 회계이익 발표시점에서 회계이익이 주가에 반영되는 정도도 큼을 보여 준다(Manry et al. 2003, Raedy and Rock 2001) 따라서 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2 : 분기이익 공시시점에서 분기보고서에 대한 검토를 받은 기업의 이익반응계수가 검토를 받지 않은 기업의 이익반응계수보다 유의적으로 크다.

본 연구의 세 번째 가설은 자발적으로 분기검토를 받을 경우 회계정보의 가치관련성(value relevance)이 향상되었는지를 검토하는 것이다. 분기검토로 인하여 분기회계정보의 투명성이 높아졌다면 회계정보와 주가와의 관련성(association)도 향상되었을 것으로 기대된다. 본 연구는 이러한 가설을 검증하기 위하여 Ohlson(1995)의 연구모형에 기초한 가치평가모형을 이용한다.

가설 3 : 분기검토를 받은 기업의 경우 검토를 받지 않은 기업에 비해 회계정보의 주가관련성이 더 크다.

III. 연구방법 및 표본

1. 분기검토와 유동재량발생액

총발생액은 유동발생액(current accruals)과 비유동발생액(noncurrent accruals)으로 구분될 수 있다.⁶⁾ 유동발생액은 운전자본 계정, 예를 들면 매출채권, 재고자산, 매입채무 등의 변화와 관련된 발생액을 의미한다. 비유동발생액은 주로 고정자산·고정부채와 관련된 발생액으로써 예를 들면, 유형자산 감가상각비, 무형자산 상각비, 이연자산 상각비, 퇴직급여, 부채성충당금 전입액 등이 여기에 속한다. 그런데 분기보고서에는 제조회가명세서 및 현금흐름표⁷⁾가 포함되지 않는 관계로 비유동발생액의 중요한 부분을 차지하는 감가상각비에 대한 정확한 정보를 얻을 수 없다. 따라서 본 연구는 발생액 중에서 유동발생액만을 분석대상으로 한다. 선행연구에 따르면 유동발생액이 비유동발생액에 비하

6) 연구자에 따라 유동발생액을 운전자본 발생액(working capital accruals)으로, 비유동발생액을 비운전자본 발생액(nonworking capital accruals)으로 부르는 경우도 있다.

7) 분기현금흐름표는 2003 회계연도부터 공시되기 시작하였기 때문에 본 연구의 분석대상기간 중에는 현금흐름표에 관한 정보를 얻을 수 없다.

여 이익조정 주요대상이 되고 있는 것으로 알려져 있다(Kreutzfeldt and Wallace 1986).

유동재량발생액의 추정을 위해서는 Jones모형(1991)을 수정하여 사용하기로 한다. Jones는 기업의 경제상황의 변화가 발생액에 미치는 영향을 통제하기 위하여 정상발생액⁸⁾을 매출액의 변화 및 유형자산의 함수로 추정한다. 매출액의 변화를 회귀식에 포함시킨 이유는 총발생액의 일부를 구성하는 운전자본 계정(예를 들면 매출채권, 재고자산, 매입채무 등)의 변화가 매출액의 변화와 관련되기 때문이다. 유형자산은 정상적 감가상각비와 관련된 총발생액을 통제하기 위해 도입되었다. 본 연구는 자료수집의 한계상 유동발생액만을 분석대상으로 하므로 정상발생액 추정시 매출액의 변화만을 회귀식에 포함시키며, Dechow et al.(1995)이 제안한 수정된 Jones 모형을 이용한다. 구체적으로 수정된 Jones모형에 의한 유동재량발생액은 다음과 같이 추정된다. 유동재량발생액은 회귀식에서의 잔여오차(e_{jt})로 정의된다.

$$CA_{jt}/A_{jt-1} = a(1/A_{jt-1}) + b_1((\Delta SALES_{jt} - \Delta AR_{jt})/A_{jt-1}) + e_{jt} \dots\dots\dots (1)$$

CA_{jt} = 기업 j 의 t 분기의 유동발생액

A_{jt-1} = 기업 j 의 $t-1$ 분기의 총자산

$\Delta SALES_{jt}$ = 기업 j 의 t 분기의 매출액 변화

ΔAR_{jt} = 기업 j 의 t 분기의 매출채권 변화

e_{jt} = 기업 j 의 t 분기의 잔여오차

유동발생액(CA)은 영업활동과 관련된 운전자본 계정의 변동을 의미한다. 본 연구는 유동발생액을 다음과 같이 정의한다. 결산 재무자료를 이용하는 경우 증가 혹은 감소는 기말금액에서 기초금액을 차감한 금액을 말하지만 본 연구의 경우에는 당분기 금액에서 전분기 금액을 차감한 금액을 의미한다.

유동발생액(CA)=매출채권의 증가+재고자산의 증가+미수금의 증가
+미수수익의 증가+선급금의 증가+선급비용의 증가
+매입채무의 감소+미지급금의 감소+미지급비용의 감소
+선수금의 감소+선수수익의 감소

본래 Jones 모형은 개별기업의 과거 시계열자료를 이용하여 회귀계수 값을 추정하는 시계열 회귀 모형으로 개발되었다. 그러나 우리나라의 경우 분기재무정보의 시계열자료가 충분치 않기 때문에 본 연구는 분기별-산업별 횡단면자료를 이용해 수정된 Jones 모형을 추정한다. 구체적으로 유동재량발생액은 다음과 같은 두 가지 방법을 이용하여 추정하며, 두 가지 방법에 의한 결과를 함께 제시하기로 한다.

8) 비재량적 발생액이라고도 부른다.

- ① 산업별 횡단면분석 모형 : 2000~2003년까지 전체 상장기업의 분기정보를 통합한 후 산업별로 구분하여 유동재량발생액을 추정한다.
- ② 분기별-산업별 횡단면분석 모형 : 2000~2003년까지 전체 상장기업의 분기정보를 분기별, 산업별로 구분하여 유동재량발생액을 추정한다.

분기검토와 경영자의 이익조정정도를 검증하기 위한 연구모형은 다음과 같다.

$$CDA_t = a + b_1REV + b_2AUDICODE_t + b_3LEV_t + b_4YEAR_t + b_5FIRSTQ_t + e_t \quad (2)$$

$$|CDA_t|_{11} = a + b_1REV + b_2AUDICODE_t + b_3LEV_t + b_4YEAR_t + b_5FIRSTQ_t + e_t \quad (3)$$

CDA_t = 수정된 Jones모형에 의해 추정된 유동재량발생액

$|CDA_t|$ = 수정된 Jones모형에 의해 추정된 유동재량발생액의 절대값

REV_t = 자발적 분기검토를 받았으면 1, 받지 않았으면 0

$AUDICODE_t$ = 외국 유명회계법인과 업무제휴관계에 있는 회계법인이면 1, 아니면 0

LEV_t = 총부채/총자산

$YEAR_t$ = 분기보고가 시행된 각 연도의 더미변수

$FIRSTQ_t$ = 분기보고가 시행된 분기가 1분기이면 1, 아니면 0

위 회귀식에서 관심의 대상이 되는 변수는 REV이며, 이 변수의 계수값인 β_1 이 음의 값을 가진다면 자발적 검토에 의해 유동재량발생액의 절대값이 감소하였다고 할 수 있다. AUDICODE, LEV, FIRSTQ 등은 유동재량발생액에 영향을 미칠 수 있는 다른 효과를 통제하기 위하여 회귀식에 포함되었다.⁹⁾

표본기업의 외부감사인인 외국유명회계법인과 제휴된 회계법인(이른바 BIG5 제휴법인)인지 여부를 나타내는 변수인 AUDICODE가 포함된 이유는 BIG5 제휴 회계법인에게 감사를 받는 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 재량적 발생액이 작게 나타난다는 연구결과가 보고되었기 때문이다. 나중길과 최관(2003)은 우리나라 감사시장에서 BIG5제휴법인으로부터 감사를 받은 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 수정된 Jones 모형으로 추정된 재량적 발생액 및 유동재량발생액의 크기가 유의적으로 작은 것으로 나타났다고 보고하였다.

부채비율과 재량적 발생액의 관계에 대해서는 상반된 주장이 존재한다. 부채비율이 높을수록 부채계약을 위반할 가능성이 높기 때문에 경영자들의 이익조정행위가 증가한다는 연구결과(DeFond and Jambalvo 1994)가 있는 반면, 부채비율이 높을수록 매우 큰 음의 발생액을 보인다는 연구결과(DeAngelo et al. 1994)도 있다. Becker et al.(1998) 역시 부채비율과 재량적 발생액 간에는 음의 관계가

9) 선행연구들(Dechow et al. 1995, Becker et al. 1998)에 따르면 현금흐름과 재량적 발생액간에는 유의적인 부의 관계를 보인다는 연구들이 있다. 그러나 분기보고서에는 현금흐름표가 공시되지 않는 관계로 현금흐름을 통제변수로 도입하지 못하였다.

있음을 보였다. 본 연구는 부채비율이 유동재량발생액에 미칠 수 있는 이러한 가능성(긍정적 혹은 부정적)을 통제하기 위하여 부채비율(LEV)을 통제변수로 도입하였다. 연도더미변수 및 FIRSTQ는 각 연도 및 분기의 특수한 상황이 유동재량발생액에 영향을 미칠 가능성을 통제하기 위한 것이다.

분기재무정보에 대한 국내선행연구인 송인만과 박연희(2004)의 연구에 의하면 우리나라의 분기 이익은 다른 분기에 비해 1분기에 이익조정이 크게 나타나고 있으며, 그 원인으로 연초에 높은 분기이익을 보고함으로써 투자자들에게 기업의 경영내용과 미래전망에 대한 IR자료로 활용할 가능성이 높기 때문인 것으로 보고하고 있다. 이러한 선행연구결과를 참고할 경우 분기별로 이익조정의 양상이 다르게 나타날 수 있으며 이러한 효과를 통제하기 위한 더미변수로서 FIRSTQ를 회귀모형에 추가한다.

종속변수로 유동재량발생액과 유동재량발생액의 절대값을 각각 분석하는 이유는 유동재량발생액의 경우 이익을 증가시키는 이익조정에 대한 대응변수는 될 수 있지만 이익을 감소시키는 이익조정을 포착할 수 없기 때문이다. 유동재량발생액의 절대값의 경우 이익조정의 방향성과 무관하게 이익조정의 정도를 나타내는 변수이며, 이를 분석함으로써 이익을 감소시키는 이익조정을 파악할 수 있다.

2. 분기검토와 이익반응계수

본 연구의 두 번째 가설은 분기검토가 분기재무제표의 신뢰성을 높여 분기보고서에 대한 검토를 받은 기업의 이익반응계수가 분기검토를 받지 않은 기업의 이익반응계수보다 큰 지를 검증하는 것이다. 이러한 가설을 검증하기 위하여 본 연구에서는 다음과 같은 회귀식을 설정한다. 회귀식에서 β_2 의 값이 양의 값을 가지면 분기검토기업의 이익반응계수가 그렇지 않은 기업에 비하여 크다고 말할 수 있다.

$$CAR_{ja} = \alpha + \beta_1 UE_{ja} + \beta_2 UE_{ja} * REV_{ja} + \xi_{ja} \dots\dots\dots (3)$$

CAR_{ja} = 분기이익공시일 전후 ± 1 일간의 누적비정상수익률

UE_{ja} = 공시일의 j 기업의 분기비기대경상이익

REV_{ja} = 분기검토를 받은 표본의 경우 1, 아니면 0

각 표본기업 일별 비정상수익률은 시장모형(market model)을 이용하여 측정한다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \dots\dots\dots (4)$$

AR_{it} = i 기업 t 일의 비정상수익률

R_{it} = i 기업 t 일의 ~주식수익률

R_{mt} = t 일의 시장수익률

이 때 시장수익률은 시장가치 가중지수 수익률(종합주가지수 수익률)과 동일가중지수 수익률을 이용하여 측정하며, 각각의 방법에 의한 분석결과를 함께 제시한다. α , β 의 추정을 위해서는 분기

이익 공시일 -11일부터 과거 200일 자료를 사용하였으며, 식 (4)에 의해 측정된 비정상수익률의 검증 일별 평균비정상수익률은 다음과 같이 계산된다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \dots\dots\dots (5)$$

N : 표본기업의 수

또한 검증일별 누적비정상수익률은 식 (6)에 의해 계산된다.

$$CAR_t = \sum_{i=-1}^1 AAR_t \dots\dots\dots (6)$$

분기비기대이익은 random walk 가정에 의해 전년도 해당분기 순이익에서 당해연도 해당분기 순이익을 차감한 것으로 정의한다. 즉, 분기비기대순이익은 다음과 같이 측정한다.

$$UE_q = \frac{(EARNING_q - EARNING_{q-4})}{MV_{q-1}} \dots\dots\dots (7)$$

UE_q = 당분기 비기대순이익

$EARNING_q$ = 당분기 순이익

$EARNING_{q-4}$ = 전분기 순이익

MV_{q-1} = 분기초 시가총액

3. 분기검토와 회계정보의 주가관련성

본 연구에서는 다음과 같은 비회계정보를 무시한 Ohlson모형(1995)의 하부형태를 이용하여 분기검토가 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향을 측정한다. 이러한 형태의 연구모형은 회계정보와 가치관련성에 관한 여러 선행연구들에서 사용된 바 있다.(Collins et al.(1997), Francis 와 Schipper(1999) 등)

$$P_t = a_0 + b_1 BPS_t + b_2 BPS_t * REV + b_3 EPS_t + b_4 EPS_t * REV + \varepsilon_t \dots\dots\dots (8)$$

P_t = t기말 주가

BPS_t = t기말 현재 주당 순자산 장부가액

REV = 자발적 분기검토를 받은 기업은 1, 아니면 0

$BPS_t * REV$ = t기말 현재 주당 순자산 장부가액과 REV변수와의 상호작용변수

EPS_t = t기의 주당분기순이익(분기순이익을 t기유통발행주식수로 나눈 것임)

$BPS_t * REV$ = t기말 현재 주당분기순이익과 REV변수와의 상호작용변수

만일 분기검토를 받은 회계정보의 경우 회계정보의 가치관련성이 높아진다면, b_2 와 b_4 의 회귀계수가 유의적인 양의 값을 나타낼 것으로 기대된다.

4. 표본기업의 선정 및 자료의 수집방법

본 연구는 한국증권거래소에 상장된 기업 중에서 2001년 3분기¹⁰⁾부터 2003년 3분기까지 분기보고서에 대한 자발적 검토를 받은 기업을 대상으로 하였다. 단, 금융업의 경우 재무자료가 비금융업과 많은 차이를 보이므로 연구표본에서 제외시켰다. 또한 반기 재무제표에 대해서는 모든 상장기업이 분기검토를 받게 되므로 2분기는 연구대상에서 제외시켰다. 따라서 본 연구의 표본은 2001년 3분기부터 2003년 3분기까지의 1분기 및 3분기보고서가 된다.

분기검토 여부는 금융감독원 전자공시시스템을 통해 확인하였다. 우리는 2001년 3분기부터 2003년 3분기까지 거래소 상장기업의 1분기 및 3분기 보고서를 전부 열람하여 분기보고서에 대한 외부 감사인의 검토가 있었는지를 조사하였으며, 이러한 과정을 통해 총 96개의 기업-분기 표본이 연구표본으로 선정되었다. 본 연구는 분기검토의 효과를 검증하기 위해 분기검토를 받은 기업과 동일한 산업에 속하면서 자산규모가 비슷한 기업 중에서 분기검토를 받지 않은 기업을 통제기업으로 선정하였다.

통제표본은 분기검토를 받은 표본의 3배수를 선정하였다. 통제표본을 분기검토 표본과 동일한 수로 선정하지 않은 이유는 짝짓기 표본추출(Matched pair sampling)의 경우 실제 자발적 분기검토기업의 비중에 비해 과다하게 자발적 검토표본이 표본추출 되게 함으로써 연구결과에 편의가 나타날 가능성이 있기 때문이다. Zmijewski(1984)는 도산예측모형에 대한 방법론 비교연구에서 도산기업대비 정상기업의 비율을 1 : 2.5 이상으로 선정할 경우 도산기업 과다추출로 인한 편의는 상당부분 제거되며, 그 이상의 비율차이는 연구결과에 큰 차이를 나타내지 않음을 보였다. 따라서 본 연구에서는 1 : 3의 비중으로 자발적 검토기업과 통제기업을 선정한다.

<표 1>은 분기별 표본기업과 통제기업의 분포를 보여준다. 2003년도에 들어 자발적 분기검토 표본이 과거보다 많이 증가하였음을 알 수 있다. 이것은 시간이 지남에 따라 비록 법에 의해 강제되지 않더라도 기업의 자발적 필요성에 의해 분기검토를 받고자 하는 기업들이 증가하고 있음을 보여준다.

〈표 1〉 표본기업의 분기별 분포

패널A : 자발적 검토기업과 통제기업의 분기별 분포

연 도	2001.3	2002.1	2002.3	2003.1	2003.3	소계
자발적 검토기업	15	10	22	24	25	96
통제기업	45	30	66	72	75	288
합계	60	40	88	96	100	384

10) 분기보고서가 공시되기 시작한 것은 2000년 1사분기부터지만 분기검토를 받기 시작한 것은 2001년 3사분기부터이다.

패널B : 표본기업중 분기재무정보를 신문에 공시한 기업 현황

연 도	2001.3	2002.1	2002.3	2003.1	2003.3	소계
전체표본기업	15	10	22	24	25	96
신문공시기업	8	6	9	8	13	44
신문공시비율	53%	60%	41%	33%	52%	46%

분기이익정보에 대한 이익반응계수를 검토하기 위해서는 분기이익공시일에 관한 자료가 필요하다. 사건연구 있어서 정확한 사건일 파악이 매우 중요하므로 본 연구는 다음과 같은 두 가지 원천으로부터 분기이익공시일에 관한 자료를 수집하였다.

- ① 신문 검색 : 분기재무정보가 발표되는 시기(통상 분기종료일로부터 45일 이내)를 전후하여 경제신문 기사를 검색하고, 신문지상에 분기재무정보가 발표된 기업이 있는 경우 그 신문날짜를 해당기업의 분기이익공시일로 하였다.
- ② 금융감독원 전자공시시스템 검색 : 신문지상에 분기이익 공시에 관한 언급이 없었던 기업에 대해서는 해당기업이 금융감독원 전자공시시스템에 분기보고서를 공시한 날을 분기이익공시일로 하였다.

분석에 사용된 분기재무자료 및 시가총액 자료는 Wisefn 재무데이터베이스에서 추출하여 사용하였으며, 감사인 자료는 금융감독원 전자공시시스템을 통해 수집하였다. 누적비정상수익률과 분기이익간의 관련성 분석을 위한 주식수익률 자료는 한국신용평가(주)의 KIS-SMAT 데이터베이스에서 추출하여 사용하였다.

IV. 실증분석결과

1. 분석대상 표본기업의 기술통계량

<표 2>는 분기검토를 받은 기업과 통제기업의 주요 재무변수의 기술통계량을 보여준다. 분기검토기업의 평균 총자산은 4,250억 원이며, 통제기업의 평균 총자산은 4,896억 원으로 나타나, 자발적 검토기업의 평균총자산이 약간 작지만 유의적인 차이는 없다. 이러한 결과는 산업과 자산규모를 고려하여 통제기업을 선정하였으므로 당연한 결과라 하겠다.

패널 C에서 총자산 외에 분기매출액, 주요 재무비율도 두 집단 간에 유의적인 차이가 없는 것으로 나타나고 있다. 분기순이익의 경우만 중위수에서 10% 수준에서 유의한 차이를 보이지만, 이를 총자산규모로 표준화한 총자산대비 이익률의 경우 유의적인 차이를 보이지 않는다. 이는 분기검토 기업의 재무상태나 경영성결과 통제기업과 다르지 않음을 보여주는 것이다. 만약 자발적 검토기업의 재

무변수가 통제기업과 유의적인 차이를 보인다면 이에 대한 적절한 통제가 필요할 것이다. 그러나 패널 C에서 보는 바와 같이 두 집단 간에 주요 재무변수가 차이가 없으므로 분기검토 이외의 다른 재무변수가 연구결과에 미치는 영향은 적을 것으로 평가된다.

〈표 2〉 분기검토기업과 통제기업의 주요재무변수 기술통계

패널A : 분기검토기업(N=96)

구 분	평 균	중위수	최소값	최대값	표준편차
총자산(억원)	4,250	2,420	308	20,625	4,798
매출액(억원)	1,416	498	9	56,161	4,290
분기순이익(억원)	33	16	-366	819	102
총부채/총자산	0.51	0.50	0.08	1.43	0.22
분기순이익/총자산	0.01	0.01	-0.11	0.21	0.02
매출액/총자산	0.28	0.21	0.01	4.75	0.39

패널B : 통제기업(N=288)

구 분	평 균	중위수	최소값	최대값	표준편차
총자산(억원)	4,896	2,891	285	20,369	5,714
매출액(억원)	2,122	608	52	49,240	6,851
분기순이익(억원)	40	20	-97	434	70
총부채/총자산	0.50	0.49	0.15	0.81	0.16
분기순이익/총자산	0.01	0.01	-0.05	0.04	0.01
매출액/총자산	0.29	0.22	0.06	3.09	0.38

패널 C : 분기검토기업과 통제기업간의 주요 재무변수 차이분석

변 수	평 균			중앙값		
	검토	비검토	p-value*	검토	비검토	p-value*
LN(총자산)	19.429	19.348	0.505	19.482	19.304	0.493
LN(매출액)	17.969	17.805	0.286	17.923	17.723	0.451
순이익	40.446	33.046	0.511	20.430	15.891	0.080
총부채/총자산	0.499	0.510	0.611	0.494	0.498	0.984
순이익/총자산	0.009	0.008	0.627	0.010	0.007	0.105
매출액/총자산	0.290	0.275	0.754	0.224	0.213	0.431

* 양측검정 결과임

2. 자발적 분기검토기업과 통제기업간의 재량적 발생액의 비교분석

본 연구의 첫 번째 가설은 분기검토가 경영자의 이익조정행위를 제한하는지를 분석하는 것이다. 이러한 가설을 검정하기 위해 본 연구는 먼저 유동재량발생액이 분기검토기업과 통제기업 사이에 차이를 보이는 지 분석한다.

<표 3>은 총유동발생액과 유동재량발생액, 그리고 유동재량발생액의 절대값이 분기검토기업과 통제기업 사이에 차이를 보이는지 분석한 결과이다. 패널 A는 산업별 횡단면 분석결과이며, 패널 B는 분기별-산업별 횡단면 분석결과이다.

〈표 3〉 분기검토기업과 통제기업의 유동재량발생액 차이분석

패널A : 산업별 횡단면 분석에 의한 유동재량발생액 기준

변 수	평 균			중앙값		
	검토 (N=96)	비검토 (N=288)	p-value*	검토 (N=96)	비검토 (N=288)	p-value*
CA_TA	0.009	0.008	0.886	0.007	0.005	0.495
CDA	-0.003	-0.004	0.910	0.001	0.000	0.723
ABSCDA	0.029	0.031	0.658	0.017	0.021	0.152

패널B : 산업별-분기별 횡단면 분석에 의한 유동재량발생액 기준

변 수	평 균			중앙값		
	검토 (N=96)	비검토 (N=288)	p-value*	검토 (N=96)	비검토 (N=288)	p-value*
CA_TA	0.009	0.008	0.886	0.007	0.005	0.495
CDA	-0.003	-0.004	0.946	-0.005	-0.004	0.937
ABSCDA	0.027	0.032	0.321	0.019	0.019	0.841

* 양측검정 결과임

변수설명 :

CA_TA : 유동발생액/ 기초 총자산

CDA : 유동재량발생액

ABSCDA : 유동재량발생액에 절대값을 취한 값

분석결과를 세 변수의 평균과 중앙값의 크기와 분기검토 여부가 관련성을 보이지 않는 것을 보인다. 총유동발생액(CA_TA)의 경우 분기검토기업이 통제기업에 비하여 평균과 중앙값이 약간 큰 것으로 나타나지만 두 집단 사이에 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않았다. 본 연구의 관심대상인 유동재량발생(CDA)의 경우 평균과 중앙값의 크기와 분기검토 여부가 일관성 있는 관련성을 보이고

있지 않으며, 통계적으로 유의적인 차이를 보이지 않는다.

다만, 유동재량발생액의 절대값(ABSCDA)은 산업별 횡단면 분석과 분기별-산업별 횡단면 분석에서는 평균과 중앙값 모두 분기검토기업이 통제기업에 비해 작게 나타났으나 통계적으로 유의적인 차이를 보이지 않았다.

그러나 위 분석결과는 분기검토 이외의 다른 요인 때문에 나타나는 결과일 수도 있다. 따라서 본 연구는 유동재량발생액에 영향을 미칠 수 있다고 판단되는 다른 변수들을 통제한 후의 분기검토 효과를 검증하기 위하여 다중회귀분석을 수행하였다. <표 4>의 회귀모형 1은 분기별-산업별 횡단면 분석을 이용하여 추정된 유동재량발생액을 종속변수로 하고 분기검토 유무(REV) 및 기타 통제변수를 독립변수로 하여 회귀분석을 수행한 결과이다. 분석결과는 REV의 계수가 유의적인 값을 나타내지 않으며 회귀계수의 부호도 예상과 달리 양의 값을 보인다.

<표 4>의 회귀모형 2는 유동재량발생액의 절대값을 종속변수로 한 모형이다. 회귀모형 2의 경우 REV의 계수는 예상처럼 음의 값을 보이지만 회귀계수의 t검정결과는 유의적인 값을 보이지 않는다.

본 연구의 분석결과는 분기검토 여부에 따라 유동재량발생액에 차이가 나타난다는 가설1을 지지하는 결과를 보이지 않는다. 이렇게 유의적인 결과를 발견하지 못한 이유는 이익조정정도를 측정하는 유동재량발생액이 가진 한계점 때문일 수 있다. 국내 분기보고서가 2003년 이전에는 현금흐름표를 공시하지 않았었기 때문에 감가상각비 등 고정항목의 변동을 통제한 총재량발생액을 사용하지 못하는 한계가 있었다.¹¹⁾

<표 4> 유동재량발생액 및 유동재량발생액의 절대값에 대한 다중회귀분석결과

$$\text{회귀모형1: } CDA_t = a + b_1 REV + b_2 AUDICODE_t + b_3 LEV_t + b_4 YEAR_t + b_5 FIRSTQ_t + e_t$$

변 수	회귀계수	t	p-value
(상수)	0.014	1.676	0.095
REV	0.000	0.007	0.994
AUDICODE	0.000	-0.057	0.955
LEV	-0.036	-2.732	0.007
YEAR01	-0.001	-0.080	0.936
YEAR02	-0.002	-0.370	0.712
FIRSTQ	0.004	0.617	0.538

11) 유동재량발생액은 그 모형의 특성상 회귀모형의 잔차에 의해 계산되는 것이므로 표본수가 많을 경우 평균적으로 0으로 수렴하는 경향을 보일 수 있다. 본 연구에서는 분기검토 표본의 과다추출을 막기 위해 통제표본을 3배수로 추출하여 분석을 시도하였으므로 표본수의 차이에 의해 통제표본의 유동재량발생액의 평균이 더 낮게 나타났을 가능성도 존재할 수 있다. 따라서 추가적으로 표본기업과 동수의 통제표본을 설정하여 1대 1 대응표본 분석을 시행하여 보았으나 <표 4>의 결과와 유사하게 표본기업과 통제기업간의 유의적인 차이를 발견할 수 없었다.

변 수	회귀계수	t	p-value
F값	1.402	(t <0.213)	
표본수	384		
R ²	2.18%		
수정 R ²	0.63%		

$$\text{회귀모형2: } |CDA_t| = a + b_1REV + b_2AUDICODE_t + b_3LEV_t + b_4YEAR_t + b_5FIRSTQ_t + e_t$$

변 수	회귀계수	t	p-value
(상수)	0.022	3.209	0.001
REV	-0.004	-0.893	0.373
AUDICODE	-0.007	-1.597	0.111
LEV	0.031	2.917	0.004
YEAR01	-0.008	-1.267	0.206
YEAR02	-0.007	-1.405	0.161
FIRSTQ	0.006	1.325	0.186
F값	2.694	(p<0.014)	
표본수	384		
R ²	4.11%		
수정 R ²	2.59%		

변수설명 :

REV : 자발적 분기검토를 받은 경우 1, 아니면 0

AUDICODE : 감사인이 외국유명회계법인(BIG 5)와 제휴한 회계법인일 경우 1, 아니면 0

LEV : 부채/총자산

YEAR01 : 2001년도에 속한 분기면 1, 아니면 0

YEAR02 : 2002년도에 속한 분기면 1, 아니면 0,

FIRSTQ : 1분기이면 1, 3분기이면 0

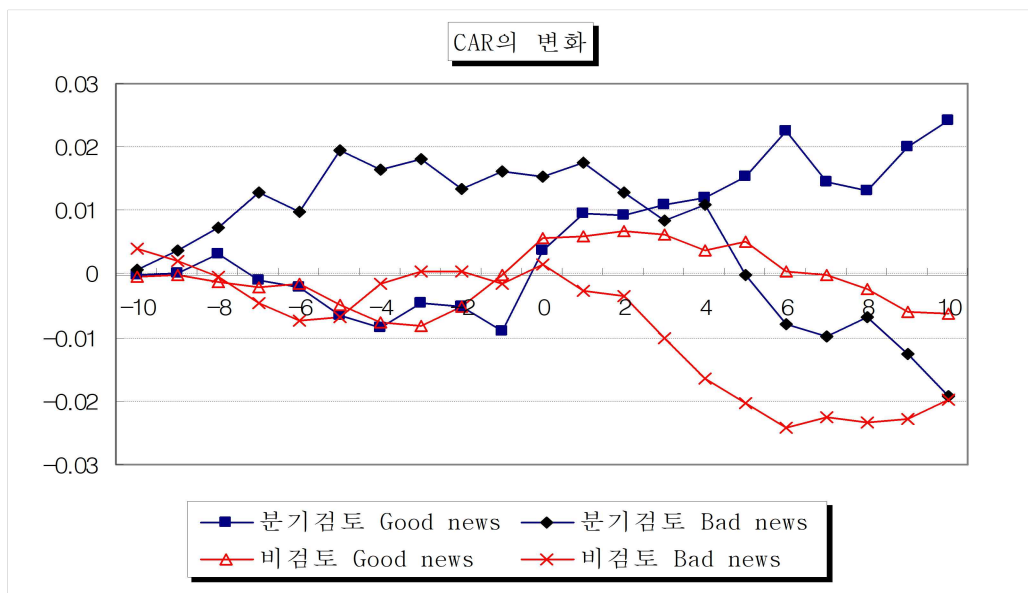
3. 분기이익공시에 대한 이익반응계수 검토

본 연구의 두 번째 가설은 분기검토가 분기재무제표에 대한 투자자들의 신뢰성을 높였는지 검증하는 것이다. 투자자들의 신뢰성 향상 여부는 분기이익 공시시점에서 이익반응계수를 통해 확인하였다. 이러한 가설을 검증하기 위하여 본 연구는 분기이익공시일 전후 1일간의 누적비정상수익률(CAR)을 종속변수로 하고 분기비기대이익(UE) 및 분기비기대이익과 분기검토유무의 상호작용변수(UE*REV)를 독립변수로 하여 회귀분석을 수행하였다. 만약 분기검토가 재무제표에 대한 투자자들의

신뢰성을 높였다면 UE*REV의 계수가 양의 값을 가지게 될 것이다.

회귀분석을 수행하기에 앞서 분기검토표본과 통제표본을 호재(good news)그룹과 악재(bad news)그룹으로 각각 구분하여 분기이익공시일을 전후한 10일 동안의 누적비정상수익률 추세를 검토하였다. 호재그룹이란 분기비기대이익이 양인 그룹을 말하며, 악재그룹은 분기비기대이익이 음인 그룹을 말한다. <도표 1>에 그 결과가 제시되어 있다. <도표 1>의 누적비정상수익률은 동일가중지수 모형으로 추정된 것이다. 분기검토표본 중에서 호재그룹은 분기이익공시일과 그 다음날에 주가가 2% 정도 상승한 후 안정적인 추세를 유지하고 있으며, 악재그룹은 분기이익공시일 후 주가가 계속적으로 하락함을 보이고 있다. 반면에 검토를 받지 않은 표본의 경우 호재그룹은 분기이익공시일에 주가가 상승하기는 하지만 5거래일 이후는 다시 하락하는 추세를 보인다. 악재그룹의 경우에는 분기이익공시일 이후 2일까지는 뚜렷한 주가의 움직임을 보이지 않다가 3일째부터 주가가 하락한다. <도표 1>은 분기이익 공시시점에서 자발적으로 분기검토를 받은 기업의 주가반응이 분기검토를 받지 않은 기업에 비하여 더 크게 나타나고 그 효과도 더 오래 지속되고 있음을 보여준다.

<도표1> 분기재무제표 공시일 전후 누적비정상수익률의 추이 (-10, 10)



<표 5>는 본 연구의 가설검정을 위해 회귀분석을 수행한 결과이다. 분석결과는 동일가중지수 모형에서 UE*REV의 계수가 양의 값을 보이며, 통계적으로도 유의함을 보인다. 시장가치가중지수 모형에서는 UE*REV의 계수가 양의 값을 보이지만 통계적으로 유의한 수준은 아니다($p\text{-value}=0.152$). UE의 계수 역시 두 모형에서 모두 양의 값으로 나타나고 있으며, 유의수준 5%하에서 유의적임을 보인다. 회귀모형의 설명력을 보여주는 수정 R^2 (adjusted R^2)는 동일가중지수 모형과 시장가치가중지수 모

형에서 각각 2.62%와 1.71%로 나타났다.

시장수익률 모형 중 시장가치가중지수 모형(중합주가지수 수익률)은 주식수익률이 아닌 수치들에 의해 영향을 받는 부분이 존재하고 있어 정확한 베타추정이 어렵고 소수의 대형주 주가변동에 너무 민감하게 반응하는 문제점을 가지고 있기 때문에 동일가중지수 모형이 더 신뢰할 수 있는 모형이라는 연구결과가 있다(김권중 등(1994), 김권중(1998)).

이러한 분석결과를 분기검토를 받은 경우에 분기이익이 주가에 반영되는 정도(이익반응계수)가 더 커짐을 보여주는 것이다. 즉, <표 6>의 결과는 분기검토가 분기재무제표에 대한 투자자들의 신뢰성을 향상시킨다는 본 연구의 두 번째 가설을 지지하는 증거를 제공한다.

<표 5> 분기검토와 이익반응계수의 회귀분석 결과

$$\text{회귀모형: } CAR_{ja} = \alpha + \beta_1 UE_{ja} + \beta_2 UE_{ja} * REV_{ja} + \xi_{ja}$$

변 수	동일가치가중지수			시장가치가중지수		
	회귀계수	t	p-value	회귀계수	t	p-value
상수	0.005	1.726	0.085	0.006	1.792	0.074
UE	0.046	2.099	0.037	0.046	2.021	0.044
UE*REV	0.142	2.041	0.042	0.103	1.422	0.156
F값	6.15(p<0.000)			4.33(p<0.013)		
표본수	384			384		
R ²	3.13%			2.22%		
adj R ²	2.62%			1.71%		

변수 설명 :

CAR_{ja} = 분기이익공시일 전후±1일간의 누적비정상수익률

UE_{ja} = 공시일의 j 기업의 분기비기대경상이익

REV_{ja} = 자발적분기검토를 받은 표본의 경우 1, 아니면 0

4. 분기검토여부가 분기재무제표 정보의 주가관련성에 미치는 영향 검토

본 연구의 세 번째 가설은 분기검토가 회계정보의 주가관련성을 증가시키는 역할을 수행하였는지를 검증하는 것이다. 이를 위해 회계정보의 주가관련성을 검증한 선행연구들에서 이용된 Ohlson (1995) 모형을 변형시킨 주가-회계정보 관련성 모형을 이용하여 분석한다.

〈표 6〉 분기검토와 회계정보의 가치관련성에 관한 회귀분석결과

$$P_t = a_0 + b_1 BPS_t + b_2 BPS_t * REV + b_3 EPS_t + b_4 EPS_t * REV + \varepsilon_t$$

변 수	회귀계수	t	p-value
(상수)	4602.399	4.689	0.000
BPS	0.101	18.566	0.000
BPS*REV	0.417	15.461	0.000
EPS	0.238	1.549	0.122
EPS*REV	0.695	1.716	0.087
F값	430.06	(P<0.000)	
표본수	378*		
R ²	0.822		
수정 R ²	0.820		

* 자본잠식 기업을 제외한 표본을 대상으로 분석하였음.

변수설명 :

P_t = t 기말 총가

BPS_t = t 기말 현재 주당 순자산 장부가액

REV_t = 자발적 분기검토를 받은 기업은 1, 아니면 0

$BPS_t * REV_t$ = t 기말 현재 주당 순자산 장부가액과 REV 변수와의 상호작용변수

EPS_t = t 기의 주당분기순이익(분기순이익을 t 기유통발행주식수로 나눈 것임)

$EPS_t * REV_t$ = t 기말 현재 주당분기순이익과 REV 변수와의 상호작용변수

분석결과 회귀모형의 수정R²는 82%를 보이며, 본 연구의 관심변수인 BPS*REV, EPS*REV의 회귀계수는 모두 양의 값을 나타내며, BPS*REV는 1% 수준에서 EPS*REV는 10% 수준에서 유의적인 t값을 나타낸다. 이러한 결과는 분기검토가 회계정보의 주가관련성을 증가시킨다는 가설3을 지지하는 결과로 해석된다.

추가적으로 자발적 분기검토 표본과 통제표본 각각을 대상으로 회귀분석을 시행한다. 만일 분기검토가 회계정보의 주가관련성을 증가시킨다는 주장이 사실일 경우 자발적 분기검토 표본을 대상으로 한 회귀모형의 설명력이 통제표본을 대상으로 한 회귀모형의 설명력에 비하여 크게 나타날 것이다.

〈표 7〉 자발적 분기검토기업과 통제기업의 회계정보 가치관련성 모형설명력 비교

$$P_t = a_0 + b_1 BPS_t + b_2 EPS_t + \varepsilon_t$$

변 수	자발적 검토			비검토		
	회귀계수	t	p-value	회귀계수	t	p-value
상수	-2078.129	-0.655	0.514	6758.767	9.018	0.000
BPS	0.541	12.442	0.000	0.098	26.904	0.000
EPS	0.886	1.482	0.142	0.179	1.740	0.083
F값	270.17			362.44		
표본수	95			283		
R ²	0.855			0.721		
adj R ²	0.851			0.719		

* 자본잠식 기업을 제외한 표본을 대상으로 분석하였음.

변수설명 :

P_t = t 기말 증가

BPS_t = t 기말 현재 주당 순자산 장부가액

EPS_t = t 기의 주당분기순이익(분기순이익을 t 기유통발행주식수로 나눈 것임)

<표 7>은 자발적 분기검토 표본을 대상으로 한 회귀분석결과 회귀모형의 수정R²는 85%를 보이며 통제표본을 대상으로 한 결과는 71.9%를 보인다. 그러나 주당순자산가치와 주당분기순이익의 유의도의 차이는 일관성 있게 나타나지 않지만 자발적 분기검토 표본의 경우 통제표본에 비해 회귀모형의 전체적인 설명력은 더 크게 나타난다.

<표 6>과 <표 7>의 분석결과는 분기검토를 받은 회계정보가 그렇지 않은 회계정보에 비해 기업가치에 대한 정보를 더 잘 반영하고 있다는 사실을 나타낸다.

V. 결론, 정책적 시사점 및 앞으로의 연구방안

금융감독원은 2004년 1월 증권거래법, 주식회사의 외부감사에 관한 법률, 공인회계사법 시행령 등에 대한 개정안을 마련해 오는 4월부터 시행하기로 하였다.¹²⁾ 이 개정안에는 강제분기검토 대상기업을 현행의 자산 2조원 이상 기업에서 1조원 이상 기업으로 확대하는 안이 포함되어 있다. 이러한 금융감독 당국의 움직임은 상시감사체제의 도입을 통해 재무제표의 신뢰성을 높임과 동시에 분기회계정보의 유용성을 향상시키기 위한 조치로 이해된다.

12) 서울경제신문 2004년 1월 27일자 보도.

이러한 상황에서 분기검토가 정책당국의 판단대로 과연 회계정보의 신뢰성을 높일 수 있는 유용한 수단인지에 대한 분석과 검증은 반드시 필요하다고 판단되나, 현재까지 국내에서 분기검토제도의 유용성에 대한 연구는 거의 없는 것으로 보인다. 그 이유는 국내에서 분기회계정보가 공시되기 시작한 것이 2000년부터이며, 분기검토제도의 시행은 2001년 3분기에 비로소 시작되어 실증분석을 수행할 만큼 충분한 자료가 축적되지 않았기 때문일 것이다. 또한 최근 사업연도 기준으로 총자산 2조원이상의 대규모 기업에 대해서만 분기검토가 강제됨에 따라 분기검토의 효과만을 파악하는 게 쉽지 않은 이유도 있었을 것이다.

본 연구에서는 분기검토의 효과를 분석하기 위하여 분기검토제도가 도입된 2001년 3사분기부터 2003년 3사분기까지 금융감독원 전자공시시스템에 공시된 전체 상장기업의 분기사업보고서를 검토하여 자발적으로 분기검토를 받은 기업을 표본으로 추출하였다. 그리고 자발적 분기검토를 받은 기업과 동일한 산업에 속하면서 자산규모가 유사한 기업을 통제표본으로 선정하여 연구를 수행하였다. 본 연구가 의무검토기업을 제외하고 자발적 검토대상기업만을 연구대상으로 한 이유는 의무검토기업의 규모효과 때문이다. 의무검토기업의 경우 자산규모가 2조원 이상으로 대부분 대규모 기업집단에 속하는 기업들로 구성되어 있어 이러한 기업들을 연구에 포함시킬 경우 오히려 연구결과가 왜곡될 가능성이 있기 때문이다.

본 연구는 분기검토의 유용성을 두 가지 측면에서 분석하였다.

첫째, 분기검토가 경영자의 분기이익조정행위를 제한하는데 기여하는지를 검토하였다. 이익조정에 대한 선행연구들은 Jones 모형 혹은 수정된 Jones 모형에 의해 계산된 재량적 발생액에 대한 분석을 통해 이익조정정도를 파악하고 있다. 그러나 본 연구의 경우에는 재량적 발생액 대신 유동재량발생액을 사용하였는데, 그 이유는 분기보고서에는 제조원가명세서가 포함되지 않으며 현금흐름표도 2003년 회계연도 이전까지는 공시되지 않아 전체 감가상각 규모 등을 파악할 수 없었기 때문이다.

단일변량분석에서 자발적으로 분기검토를 받은 표본의 유동재량발생액이 통제표본에 비하여 유의적으로 작게 나타난다는 증거를 찾을 수 없었으며, 유동재량발생액에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들을 통제한 후에도 분석결과는 동일하였다. 다만 유동재량발생의 절대값의 경우에는 통계적으로 유의하진 않지만 분기검토 표본이 통제표본에 비하여 작게 나타남을 보였다.

둘째, 분기검토가 투자자들의 재무제표에 대한 신뢰성을 높였는지를 분석하였다. 두 번째 연구 목적을 달성하기 위하여 본 연구자들은 분기이익 공시시점에서의 이익반응계수(ERC)를 검토하였다. 분기검토가 회계정보의 신뢰성과 회계이익의 질을 향상시켰다면 분기검토 표본의 ERC가 비검토표본에 비하여 클 것으로 기대하였다.

사건연구(event study)의 경우 정확한 사건일을 파악하는 것이 중요하므로 본 연구에서는 두 가지 원천으로부터 분기이익 공시일에 관한 정보를 수집하였다. 먼저 경제신문을 검토하여 신문지상에 분기이익정보가 공시된 경우 해당날짜를 분기이익 공시일로 하였으며, 신문지상에 분기이익 공시가 없는 경우에는 금융감독원 전자공시시스템에 분기보고서를 공시한 날을 분기이익공시일로 하였다.

분석결과는 분기검토 표본의 ERC가 비검토표본에 비하여 유의적으로 크게 나타나 분기검토가 분

기재무제표에 대한 투자자들의 신뢰성을 향상시킨다는 본 연구의 두 번째 가설을 지지하였다. 이러한 결과는 외부감사인에 의한 검토가 분기재무정보의 신뢰성을 높인다는 외국의 선행연구와 일치하는 결과이며, 분기재무제표의 신뢰성을 높임과 동시에 분기회계정보의 유용성을 향상시키기 위해 분기검토제도의 확대시행이 필요하다는 점을 시사한다.

셋째, 분기검토가 회계정보와 주가의 관련성을 높이는 역할을 수행하는지에 대하여 검증하였다. 분기검토를 받은 회계정보의 경우 그렇지 않은 회계정보에 비해 기업가치에 대한 정보를 더 잘 반영할 것으로 예상하였다. 분석결과 주당 순자산가치와 주당 분기이익의 주가 관련성이 분기검토를 받는 경우 더 크게 나타남을 발견할 수 있었다. 이러한 결과는 분기검토가 회계정보가 기업의 가치를 더 잘 반영할 수 있도록 하는 역할을 수행하는 것으로 해석된다.

본 연구는 분기재무제표에 대한 외부감사인의 검토가 회계정보의 유용성을 향상시킬 수 있음을 보여주었다. 이런 점에서 의무검토 기업을 자산 1조원 이상 기업에서 자산 1조원 미만의 기업으로 확대 시행하려는 정부의 정책은 바람직한 것으로 평가된다. 향후 분기보고서에 대한 검토의 확대는 감사인에게 상시감사시스템을 제공함으로써 분기재무제표의 신뢰성뿐만 아니라 연차보고서에 대한 신뢰성도 향상시킬 수 있을 것으로 기대된다.

앞으로 본 연구와 관련지어서 추가적으로 수행 가능한 연구는 다음과 같다. 첫째 분기검토제도와 같은 상시감사체제가 기말 결산 회계정보의 신뢰성에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 분기검토를 받은 기업들은 기중에 감사인이 중간결산실적을 검토하므로, 기업에 대한 감사인의 이해도가 상승할 것이며, 이는 기말결산감사에도 영향을 미칠 수 있을 것으로 생각된다.

둘째, 자발적으로 분기검토를 받은 기업들의 특성에 대한 연구이다. 자발적으로 분기검토를 받을 경우 기업입장에서는 검토수수료의 추가부담이 발생하지만, 그럼에도 불구하고 해당기업들이 분기검토를 자발적으로 받는 이유는 분기검토가 감소시켜주는 여러 가지 비용들이 존재하기 때문일 것이다. 대리인 비용 이론이나 계약비용 이론으로 이러한 현상이 설명될 수 있는지 검토해보는 연구가 필요하다고 본다.

참고문헌

- 김경호. 1998. “경영성과의 효과적 측정치로서 반기손익계산서의 유용성”. 경영연구 제23권 : 207-223.
- 김권중. 1998. “베타 및 시장위험프리미엄 측정과 시장수익률 대응치의 선택”. 회계학연구 제23호 제4권 : 139-159.
- 김권중. 1993. “대체적 EPS 측정방법과 이를 이용한 이익·매출액 및 비용의 정보가치 분석”. 회계학연구 제17권 : 1-28.
- 김권중·황선웅·김진선. 1994. “지수수익률의 선택과 초과수익률 추정치의 편의”. 증권학회지 제16집 : 457-511.
- 김완희. 2002. “중간재무보고의 의의 및 주요이슈”. 상장협 제46호 : 93-109.
- 나종길·최 관. 2003. “회계발생액과 차별적 감사수요”. 회계학연구 제28권 제1호 : 1-32.
- 손성규·이은철. 2005. “반기재무제표에 대한 검토의견의 정보효과”. 회계학연구 제30권 제1호 : 1-34.
- 송인만·박연희. 2004. “중간재무보고의 이익조정”. 한국회계학회 하계학술대회 논문집 상권 : 67-90.
- 서울경제신문. 2004.1.24자 보도.
- 안영균·이재경. 2004. “감사인 지정이 기업의 이익조정에 미치는 영향에 관한 연구”. 회계학연구 제29권 1호 : 89-115.
- 박한순. 1996. “감사인 지정이 경영자의 이익조정에 미치는 영향”. 회계학연구 제21권 : 33-61.
- Becker, C., M. Defond, J. Jambalvo, and K. Subramanyam. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* (Spring) : 1-24.
- Choi, S. K and Jeter, D. C. 1992. The effects of qualified audit opinions on earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics*(June-September) : 229-247.
- Collins D.W. and S. P. Kothari. 1989. An analysis of intertemporal and cross-sectional determinants of earnings response coefficients. *Journal of Accounting and Economics* (July) : 143-181.
- Collins, D., E. Maydew and I. Weiss. 1997. Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Values over the Past Forty Years. *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 24 : 39-67.
- Copely, P., J. Gaver, and K. Gaver. 1995. Simultaneous Estimation of the Supply and Demand for Differentiated Audits : Evidence from the Municipal Audit Market. *Journal of Accounting Research* (Spring), Vol.33 : 137-155.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner. 1994. Accounting Choice in Troubled Companies. *Journal of Accounting and Economics* (January) : 113-143.
- Dechow, P. R. Sloan, and A. Sweeny. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* (April), Vol. 70 : 193-225.
- Defond, M., and J. Jambalvo. 1994. Debt Covenant Violation and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* (January) : 145-176.
- DeFond, M. 1992. The Association between Changes in Client Firm Agency Costs and Auditor Switching.

- Auditing : A Journal of Practice & Theory*, Vol. 11 (Spring) : 16-31.
- Ettredge, M, Simon, D., Smith, D., and Stone, M. 1994. Why do companies purchase timely quarterly reviews?. *Journal of Accounting and Economics* (September) : 131-155.
- Ettredge, M. L. and Simon, D. T.. 2000. The Effect of the External Accountant's Review on the Timing of Adjustments to Quarterly Earnings. *Journal of Accounting Research* (Spring), Vol. 38 : 195-208.
- Easton, P. D and M. E. Zmijewski. 1989. Cross-sectional variation in the stock market response to accounting earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics* (July) : 117-141.
- Easton, P. D and T.S. Harris. 1991. Earnings as an Explanatory Variable for Returns. *Journal of Accounting Research* (Spring) : 19-36.
- Francis, J. and R. Wilson. 1988. Auditor Changes : A Joint Test of Theory relating to Agency Costs and Auditor Differentiation. *The Accounting Review* (October), Vol. 63 : 663-682.
- Francis, J. and K. Schipper. 1990. Have Financial Statements Lost their Relevance?. *Journal of Accounting Research*, Vol. 37 : 319-352.
- Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigation. *Journal of Accounting Research* (Autumn), Vol. 29 : 193-228.
- Kormendi, R. and R. Lipe. 1987. Earnings Innovation, Earning Persistence, and Stock Returns. *Journal of Business* : 323-345.
- Kreutzfeldt, R. W. and Wallace, W. A. 1986. Error Characteristics in Audit Populations : Their Profile and Relationship to Environmental Factors. *Auditing, A Journal of Practice and Theory*, Vol. 6 : 20-44.
- Manry, D., Tiras, S. L. and Wheatley, C. M. 2003. The Influence of Interim Auditor Reviews on the Association of Returns with Earnings. *Accounting Review*, Vol. 78 : 251-275
- Ohlson, J. 1995. Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11 : 661-687.
- Raedy, K., and S. Rock. 2001. An empirical investigation of the impact of timely interim reviews : Evidence of earnings quality and market response behavior. *Working paper*, University of Colorado at Boulder.

Quarterly Review and the Usefulness of Financial Statements

Jongsung Park* · Taedong Kim** · Younghan Lee***

〈Abstract〉

From fiscal year 2000, KSE and KOSDAQ companies have to disclose quarterly report. But only the reports of large companies (over assets 2 trillion won) are to be reviewed by the external auditor, so the reliability of quarterly financial information is questionable.

This study tests two hypotheses using voluntarily reviewed samples. First, quarterly review is related to the decreased earnings management. Second, quarterly review improved the reliability of quarterly financial information.

Earnings management is measured by current discretionary accruals. And we use the ERC to test the reliability of quarterly financial information. Additionally, we develop test models using the theoretical framework of Ohlson(1995).

The results of this study are as follows; First, we find no evidence about voluntary quarterly review is related to the decreased earnings management. But the ERC of voluntarily quarterly reviewed samples are higher than that of the samples that are not reviewed by external auditor.

The finding indicates that quarterly review increase the informativeness of quarterly financial information.

<Key Words> Quarterly Report, Quarterly Review, Current Discretionary Accrual, Earnings Response Coefficient(ERC).

* Professor, College of Economics & Commerce, Sookmyung Women's University, Seoul, Korea (E-mail : jongsung@smookmyung.ac.kr)

** Ph. D. Student, School of Business, Yonsei University, Seoul, Korea (E-mail : eyonsei@yonsei.ac.kr)

*** Ph. D. Student, School of Business, Yonsei University, Seoul, Korea (E-mail : leeyh7@lycos.co.kr)