

세무와회계저널
제15권 제2호 2014년 4월 pp.97~116
한국세무학회

이익의 질에 따른 연간공시시점의 차이*

김홍식** · 신유진*** · 노준화****

<요 약>

기업은 좋은 뉴스는 상대적으로 빨리 공시하며, 나쁜 뉴스는 상대적으로 늦게 공시하는 경향이 있기 때문에 경영자는 재량적으로 이익의 공시 시점을 선택함으로써 시장에서 좋은 뉴스의 효과는 극대화하고 나쁜 뉴스의 효과는 최소화하고자 한다. 많은 선행연구에서 이익의 절대적 크기가 좋은(나쁜) 뉴스로 정의되었으나 이익은 절대적 크기뿐만 아니라 질(Quality)도 중요하다. 경영자가 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 공시시점을 조정할 유인이 있고 이익의 질에 따라 시장의 반응이 다르다면, 경영자는 이익의 질이 높은 경우 가능하면 빨리 이익을 공시하려고 할 것이며, 이익의 질이 낮은 경우 가능하면 늦게 이익을 공시하려고 할 것으로 기대할 수 있다.

본 연구는 이익의 질이 높은 기업은 가능하면 연간이익을 빨리 공시하고, 반대로 이익의 질이 낮은 기업은 가능하면 연간이익을 늦게 공시하는지를 분석하였다. 분석기간은 2002년부터 2011년까지이며, 이 기간 중 8,295개 기업-연도를 분석하였다. 이익의 질은 다수의 선행연구에 따라 Kothari et al.(2005) 모형에 따라 추정하였다.

분석결과 이익의 질이 높은 기업일수록 이익공시가 유의하게 빨랐다. 이는 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 시장반응이 다르기 때문에 이익의 질이 높은 기업은 가능하면 이익을 빨리 보고하려고 할 것이라는 가설 1의 설명과 일치한다. 그러나 이익의 질이 높은 기업일수록 이익공시의 양을 더 많이 할 것이라는 가설 2는 지지되지 않았다. 이는 Koh et al.(2008)과 일치하게 경영자가 이익을 상향 조정하는 대신 투자자의 기대치에 미치지 않는 이익공시를 많이 함으로써 투자자의 기대치를 낮추어 목표이익에 맞추거나 약간 초과하는 현상(이익의 meet 또는 beat)이 반영되었기 때문일 수 있다. 경영자는 투자자의 기대치를 낮추기 위하여 공시를 더 많이 하지만 이익의 질은 개선되지 않는다. 따라서 공시빈도와 이익의 질은 유의한 관계가 나타나지 않을 수 있다.

본 연구는 경영자가 이익의 절대적 크기뿐만 아니라 이익의 질에 따라서도 공시시점을 조정한다는 실증을 제시함으로써 공제제도를 규제하는 기관이나 자본시장 참여자들에게 유익한 의미를 제공한다.

<주제어> 이익의 질, 재량적 발생액, 공시시점

* 본 연구는 충남대학교의 2012년 학술연구비 지원을 받아 연구된 것입니다.

** 충남대학교 회계학과 교수, hs_kim@cnu.ac.kr, 042-821-5546, 주저자

*** 충남대학교 회계학과 박사과정, shinyoojin@cnu.ac.kr, 042-821-7239, 공동저자

**** 충남대학교 경영학부 교수, jhrho@cnu.ac.kr, 042-821-5544, 교신저자

논문접수일 2013년 10월 16일

1차수정일 2014년 2월 3일

게재확정일 2014년 4월 11일

I. 서 론

본 연구는 이익의 질에 따라 이익공시일이 다른지를 분석하는데 그 목적이 있다. 구체적으로 본 연구는 이익의 질이 높은 기업은 가능하면 연간이익을 빨리 공시하고, 반대로 이익의 질이 낮은 기업은 가능하면 연간이익을 늦게 공시하는지를 분석한다.

기업은 좋은 뉴스는 상대적으로 빨리 공시하며, 나쁜 뉴스는 상대적으로 늦게 공시하는 경향이 있다(Miller, 2002 ; Patell and Wolfson, 1982). 이와 같이 경영자는 재량적으로 이익의 공시시점(Earnings announcement timing)을 선택함으로써 시장에서 좋은 뉴스의 효과를 극대화하고 반대로 나쁜 뉴스의 효과를 최소화하고자 한다.

나쁜 뉴스의 경우 즉각 주가에 반영되지만 지속성이 낮으며, 좋은 뉴스는 늦게 주가에 반영되지만 지속성이 높기 때문에(Basu, 1997) 경영자는 나쁜 뉴스와 좋은 뉴스의 공시시점을 달리할 수 있다. Basu(1997)를 바탕으로 Patell and Wolfson(1982)은 좋은 뉴스가 있는 기업은 연간이익을 빨리 공시하고 나쁜 뉴스가 있는 기업은 연간이익을 늦게 공시한다고 보고하였다. 또한 Miller(2002)는 이익을 상향조정한 기업일수록 공시의 양이 증가한다고 보고하였다.

좋은 뉴스란 예를 들면 전년도보다 이익이 증가하거나 재무분석가(Analyst)의 예측치를 충족한 경우에 해당할 수 있으며, 나쁜 뉴스란 전년도보다 이익이 감소하거나 재무분석가의 예측치를 충족하지 못한 경우에 해당할 수 있다. 이와 같이 이익의 절대적 크기가 시장에서 좋은(나쁜) 뉴스로 인식된다는 것은 다수의 선행연구에서 매우 일관적으로 보고하고 있다(Basu, 1997 ; Miller, 2002 등). 그러나 이익은 그 절대적 크기도 중요하지만 질(Earnings Quality : EQ)도 중요하며 이익의 질에 따라 시장의 반응도 상이하다(Barth et al., 1999 ; Ghosh et al., 2005).

이와 같이 경영자가 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 공시시점을 조정할 유인이 있고 이익의 질에 따라 시장의 반응이 다르다면, 경영자는 이익의 질에 따라 이익의 공시시점을 조정할 유인이 있을 수 있다. 즉, 이익의 질이 높은 경우 경영자는 좋은 뉴스로 분류하고 가능하면 빨리 이익을 공시하려고 할 것이며, 이익의 질이 나쁜 경우 경영자는 나쁜 뉴스로 분류하고 가능하면 늦게 이익을 공시하려고 할 것으로 기대할 수 있다.

이익의 절대적 크기에 따라 이익의 공시시점이 다르다는 연구는 다수가 보고되었지만 이익의 질에 따라 이익의 공시시점이 다를 수 있다는 연구는 찾아보기 어렵다. 따라서 본 연구는 선행연구(Kothari et al., 2005 ; Dechow and Dichev, 2002)에 따라 이익의 질을 측정하고 이익의 질에 따라 경영자가 이익의 공시시점을 조정하는지를 연구한다.

분석결과 이익의 질이 높은 기업일수록 이익공시가 유의하게 빨랐다. 이는 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 시장반응이 다르기 때문에 이익의 질이 높은 기업은 가능하면 이익을 빨리 보고하려고 할 것이라는 가설과 일치한다. 본 연구는 경영자가 이익의 절대적 크기 뿐만 아니라 이익의 질에 따라서도 공시시점을 조정한다는 실증을 제시함으로써 공시제도를 규제하는 기관이나 자본 시장 참여자들에게 유익한 의미를 제공한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토하여 가설을 도출한다. 또한 제Ⅲ장에서는 연구모형과 표본에 대하여 설명하며 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 보고한다. 그리고 마지막으로 제Ⅴ장에서 결론과 공헌점을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설 설정

기업은 사업연도 종료일로부터 90일 이내에 연간이익을 공시하여야 한다(K-IFRS 및 유가증권시장공시규정 제4절). 기업은 법률 또는 시장에서 정한 기간 이내에 이익을 빨리 공시하기도 하고 늦게 공시하기도 한다. 본 연구의 목적은 이익의 질에 따라 공시하는 시점이 다른지를 연구하는 것이다.

선행연구는 기업이 공시하는 정보의 종류(좋은 뉴스 또는 나쁜 뉴스)에 따라 주가에 반영되는 시기와 이익의 지속성이 다르다고 보고한다(Patell and Wolfson, 1982 ; Basu, 1997). 예를 들면 Basu(1997)는 이익의 경우 나쁜 뉴스가 좋은 뉴스보다 빨리 주가에 반영되며, 나쁜 뉴스가 좋은 뉴스보다 이익의 지속성(Persistence of Earnings)이 낮다고 보고하고 이를 보수주의의 증거로 제시하였다. Basu(1997)는 나쁜 뉴스란 전연도보다 이익이 낮아지는 것으로, 좋은 뉴스란 전연도보다 이익이 높아지는 것으로 분류하였다. 보수주의란 비용(수익)을 가능한 빨리(늦게) 인식하고, 자산(부채)의 가치는 낮게(높게) 평가하는 것이다(Hendricksen, 1982 ; Watts and Zimmerman, 1986 등). 보수주의는 불확실한 상황에서 수익을 늦게 인식하고 비용은 조기에 인식한다는 것이며 미래의 보고기간 중 어떤 기간에 수익이나 비용을 인식할 것인가를 결정한다. 일부 연구들은 최근에 보수주의의 정도가 증가한다고 보고하고 있다(Basu, 1997 ; Ball et al., 1999 ; Holthausen and Watts, 2001 등).

선행연구는 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 공시시점 뿐만 아니라 공시의 양(공시의 빈도)도 다르다고 보고한다(Patell and Wolfson, 1982 ; Miller, 2002 ; Francis et al., 2008). Patell and Wolfson (1982)은 좋은 뉴스가 있는 기업은 빨리 공시하고 나쁜 뉴스가 있는 기업은 늦게 공시한다고 보고하였다. 구체적으로, Patell and Wolfson(1982)은 좋은 뉴스가 있는 기업은 주식시장이 시작하는 시점에 공시하며, 나쁜 뉴스가 있는 기업은 장 마감 이후에 공시한다고 보고하였다. Miller(2002)와 Francis et al.(2008)은 좋은 뉴스가 있는 기업일수록 공시의 양이 증가한다고 보고하였다. 이는 기업이 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 서로 다른 공시효과를 활용하고 있다는 것을 의미한다.

기업이 보고하는 이익의 질에 따라서도 시장반응은 다르다(Barth et al., 1999 ; Ghosh et al., 2005 등). Barth et al.(1999)은 이익이 지속적으로 증가하는 기업일수록 주가와 이익의 배수(price-earnings multiples)가 높다고 보고하였다¹⁾. Ghosh et al.(2005)은 이익(Earnings)과 수익

1) we find evidence that firms with patterns of increasing earnings have significantly larger earnings multiples than other firms, and that the incremental earnings multiple is reduced significantly when a

(Revenue)이 지속적으로 모두 증가한 기업은 이익만 지속적으로 증가한 기업보다 이익의 질이 높고 이익반응계수(Earnings Response Coefficients : ERCs)도 크다고 보고하였다²⁾.

선행연구에서와 같이 경영자가 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 서로 다른 공시효과를 활용하기 위하여 공시시점을 조정하고, 이익의 질에 따라 시장반응이 상이하다면, 경영자는 이익의 질에 따라 이익을 보고하는 시점을 선택할 유인이 있다. 또한 노희천 외(2012)는 이익조정과 공시지연의 유의한 양(+)의 관계가 있다고 보고하였다. 따라서 재량적 발생액이 작은 기업은 이익의 질이 높다는 것을 시장에 알리기 위하여 가능하면 이익을 빨리 보고하려고 할 것이며, 이익의 질이 낮은 기업은 가능하면 이익을 늦게 보고하려고 할 것이다. 이로 인하여 이익의 질이 높은 기업일수록 자발적 공시의 영향으로 이익공시의 양(빈도)이 많아 질 것이다. 이상의 논의에 따라 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

H1a : 이익의 질이 높은 기업일수록 이익공시를 더 빨리할 것이다.

H2a : 이익의 질이 높은 기업일수록 이익공시의 양을 더 많이 할 것이다.

Ⅲ. 표본 및 연구방법

1. 표본의 선정

본 연구는 2002년부터 2011년까지 한국증권거래소(KOSPI)와 코스닥시장(KOSDAQ)에 상장된 비금융보험업종에 해당하는 기업을 대상으로 이익의 질에 따라 공시시점이 다른지를 조사한다. 추가적으로 이익의 질에 따라 공시의 빈도가 다른지도 조사한다.

분석에 필요한 재무자료는 한국신용평가(주)의 데이터베이스(Kis-Value)에서 추출하고, 이익공시일 자료는 상장공시시스템(KIND)에서 수집한다. 상장공시시스템(KIND)에서는 공시유형별로 세분화하여 ‘영업(잠정)실적공시일’³⁾, ‘이익변동공시일’⁴⁾, ‘주주총회소집통지일’⁵⁾ 자료를 모

pattern of increasing earnings is broken(Barth et al, 1999).

- 2) We show that firms reporting sustained increases in both earnings and revenues have (1) higher quality earnings and (2) larger earnings response coefficients (ERCs) in comparison to firms reporting sustained increases in earnings alone(Ghosh et al., 2005).
- 3) 공시규정에 의하면 영업(잠정)실적공시는 공정공시 대상정보에 해당하며 공시기업의 자발적 선택에 의한 공시이다.
- 4) 전자공시시스템(KIND)에 표시되는 공시명은 ‘매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)이상 변동공시’이며 공시규정에 의하면 이익변동공시는 수시공시 사항에 해당된다. 이는 특정 조건을 만족시켰을 때 해야 하는 조건부 강제공시 사항이다(백복현 외, 2012).
- 5) 전자공시시스템 도입 이전(2000년까지)에는 주주총회일에 재무제표가 확정되어 주주총회일을 연간이익

두 제공하고 있다. 본 연구는 백복현 외(2012), 김보민 외(2011), 손성규 외(2010), 전영순과 천미림(2009)에 따라 상기 세 가지 이익공시일 중 가장 빠른 날을 이익공시일로 한다.

표본선정과정은 <표 1>에서 제시하는 바와 같다. 상장공시시스템(KIND)에서는 현재 상장여부와 관계없이 공시된 정보를 모두 제공한다. 따라서 상장이 폐지되거나 합병된 기업에 대한 공시자료도 다수 포함되어 있다. 2002년부터 2011년까지 공시일 자료가 존재하는 전체 기업-연도는 15,700개 이다. 그 중에서 12월 결산법인이 아닌 392개의 기업-연도를 제외한다. 본 연구에서는 재무자료가 필수적이다. 따라서 재무자료가 없는 2,870개 기업-연도를 제외한다. 본 연구에서 이익의 질에 대한 대응치로 재량적 발생액을 사용한다. 따라서 분석하고자 하는 연도의 재무자료가 존재하더라도 직전 연도의 재무자료가 누락되면 재량적 발생액을 추정할 수 없다. 이와 같이 재량적 발생액을 추정할 수 없는 3,998개 기업-연도를 제외한다.

또한 이익의 질을 기준으로 상위 1%와 하위 1% 이하의 극단치에 속하는 77개 기업-연도를 제외한다. 이러한 표본 추출과정을 거친 최종 기업-연도는 8,363개 이다.

<표 1> Sampling of data

표 본 추 출 과 정	표 본 수
상장공시시스템에서 공시일 자료를 얻을 수 있는 기업	15,700
<제 외>	
- 12월 결산법인이 아닌 기업	(392)
- 재무자료가 없는 기업	(2,870)
- 재량적 발생액을 구할 수 없는 기업	(3,998)
- 이익의 질을 기준으로 $\pm 1\%$ 의 극단치에 속하는 기업	(77)
최 종 표 본	8,363

2. 연구모형 및 변수의 측정

백복현 등(2012)은 영업(잠정)실적공시일, 이익변동공시일, 주주총회소집통지일 중 가장 빠른 날이 기업이 가장 먼저 이익을 공시한 날이라고 보고한다. 이익공시일은 날짜(calendar day)이기 때문에 본 연구는 경과기간을 차기 사업연도 개시일로부터 이익공시일까지 경과한 일수로 측정하였다. Botosan and Plumlee(2002)는 연도별·산업별 특징을 통제하기 위하여 이익공시의 시점을 순위변수로 사용하였다. 본 연구에서는 Botosan and Plumlee(2002)의 방법에 따라 이익공시

발표일로 사용되었으나 전자공시시스템 도입이후 주주총회소집통지에 요약재무제표를 포함하여 공시하기 때문에 주주총회소집통지 또한 이익공시에 포함될 수 있다.

일의 순위변수(*Rank_Disclosure*)를 사용하고 순위로지스틱(Ordered logistic regression) 분석을 수행한다. 또한 추가적으로 사업연도 개시일로부터 경과기간(*Elapsed day*)을 사용하여 분석한 결과를 추가분석에서 제시한다. Miller(2002)에 따라 공시의 양은 영업(잠정)실적공시, 이익변동공시, 주주총회소집통지의 빈도(*Frequency_Disclosure*)로 측정한다.

$$\begin{aligned} Rank_Disclosure(Frequency_Disclosure) = & \alpha + \beta_1 DACC_t + \beta_2 Size_t + \beta_3 EPS_t \\ & + \beta_4 Big6Dummy_t + \beta_5 Leverage_t + \beta_6 Std.Ret_t \\ & + \beta_7 SG_t + \beta_8 LOSS_t + \beta_9 MKT_t + \beta_{10} YEAR_t \\ & + \beta_{11} Industry_t + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (1)$$

<i>Rank_Disclosure_t</i>	: t연도 이익공시일에 대한 순위변수
<i>Frequency_Disclosure_t</i>	: t연도 연간이익공시의 빈도
<i>DACC_t</i>	: 수정 Jones 모형에 의한 재량적 발생액
<i>Size_t</i>	: 기업규모, 총자산에 자연로그를 취한 값
<i>EPS_t</i>	: 주당순이익, 당기순이익/발행주식수
<i>Big6Dummy_t</i>	: Big6감사인더미, Big6 감사인에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>Leverage_t</i>	: 부채비율, 부채총계를 자산총계로 나눈 값
<i>Std.Ret_t</i>	: 기업위험, 월간수익률의 표준편차
<i>SG_t</i>	: 성장성, (당기매출액/전기매출액)×100
<i>LOSS_t</i>	: 손실더미, 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수
<i>MKT_t</i>	: 시장구분, KOSPI는 1, KOSDAQ은 2의 값을 갖는 변수
<i>YEAR</i>	: 연도더미
<i>Industry</i>	: 산업더미

선행연구는 이익의 질을 재량적 발생액의 크기(Kothari et al., 2005)와 발생액의 질(Dechow and Dichev, 2002)로 측정한다. 본 연구에서는 선행연구에 따라 이익의 질로 Kothari et al.(2005)의 재량적 발생액을 사용한다. Kothari et al.(2005)의 재량적 발생액 추정모형은 식 (2)에서 제시한 바와 같이 수정 Jones(1995) 모형에 총자산이익률(ROA)를 추가로 통제한 것이다.

$$DA_{it} = \left(\frac{TAC_{it}}{A_{it-1}} \right) - \left[\hat{\alpha}_0 \left(\frac{1}{A_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_1 \left(\frac{\Delta REV_{it} - \Delta AR_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_2 \left(\frac{PPE_{it}}{A_{it-1}} \right) + \hat{\alpha}_3 ROA_{it} \right] \quad (2)$$

<i>DA_{it}</i>	: 개별기업 i의 t연도 재량적발생액
<i>TAC_{it}</i>	: 개별기업 i의 t연도 총발생액
<i>ΔREV_{it}</i>	: 개별기업 i의 t연도 매출액 변화분
<i>ΔAR_{it}</i>	: 개별기업 i의 t연도 매출채권 변화분
<i>PPE_{it}</i>	: 개별기업 i의 t연도 감가상각대상자산 변화분
<i>ROA_{it}</i>	: 개별기업 i의 t연도 총자산이익률
<i>A_{it-1}</i>	: 개별기업 i의 t연도 기초자산

모형에 포함된 통제변수는 다음과 같다. 기업규모(Size_{*i*})는 자산총계의 자연로그 값으로 기업규모가 클수록 기업은 자발적으로 공시할 유인을 통제하기 위한 것이다(Hassan et al., 2006 ; Lopes and Rodrigues, 2007). 기업규모는 모형에서 누락된 변수(omitted variables)의 영향을 반영한다.

Hassan et al.(2006) 등은 기업의 성과가 좋을수록 공시를 활발하게 한다고 보고하였다. 기업의 성과가 공시에 미치는 영향을 통제하기 위하여 Hassan et al.(2006)에 따라 주당순이익(EPS_{*i*})을 통제한다.

공시는 감사품질에 영향을 받을 수 있다(Lennox, 1999). 따라서 본 연구에서는 감사품질을 모형에 포함한다. Big6dummy_{*i*}는 감사인이 Big6에 속하면 1, 아니면 0의 값을 갖는다.

Ahmed and Courtis(1979) 및 Malone et al.(1993)은 부채비율이 높은 기업일수록 회계정보에 대한 공시가 빈번하다고 보고하였다. 본 연구는 Malone et al.(1993)에 따라 부채비율(Leverage_{*i*})을 모형에 포함한다. 부채비율은 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다.

Sengupta(1998)는 시장위험이 공시에 영향을 미친다고 보고하였다. 본 연구에서는 Sengupta (1998)에 따라 시장위험(Std.Ret_{*i*})을 포함한다. 시장위험은 월별주가수익률의 표준편차로 측정한다. 성장성 또한 공시에 영향을 미칠 수 있다. 본 연구에서는 기업의 성장성이 공시에 미치는 영향을 통제하기 위하여 매출액성장률(SG_{*i*})을 모형에 포함한다. 마지막으로 산업(Industries)과 연도(Years)더미를 모형에 포함한다.

<표 2>는 이익공시일의 분포를 제시하고 있다. 영업(잠정)실적공시일에 이익을 공시한 기업-연도는 1,194개 이며 전체 표본 중 14.28%가 영업(잠정)실적공시일에 이익을 공시한다.

<표 2> Frequency of Earnings Announcements by Disclosure type

FY	Fair disclosure	Material change disclosure	Shareholder meeting announcement
2002	56(9.88%)	440(77.60%)	567(100%)
2003	64(10.06%)	454(71.38%)	636(100%)
2004	115(16.69%)	468(67.92%)	689(100%)
2005	157(19.92%)	541(68.65%)	788(100%)
2006	162(20.05%)	577(71.41%)	808(100%)
2007	165(18.79%)	636(72.44%)	878(100%)
2008	116(12.85%)	645(71.43%)	903(100%)
2009	101(10.19%)	670(67.61%)	991(100%)
2010	127(12.27%)	665(64.25%)	1,035(100%)
2011	131(12.27%)	629(58.90%)	1,068(100%)
Total	1,194(14.28%)	5,725(68.46%)	8,363(100%)

이익변동공시일에 이익을 공시한 기업-연도는 5,725개이며 전체 표본 중 68.46%에 해당한다. 주주총회소집통지일에 이익을 공시한 기업은 8,363개이며 전체 표본이 전부 주주총회소집통지일에 공시하였다.

본 연구는 이익공시일이 중요한 자료로 분석에 이용된다. 만약 개별기업의 이익공시일에 매년 큰 변동이 없다면 이익의 질에 따라 이익공시의 시점을 조절한다는 가설을 검증하기 어렵다. 따라서 본 연구의 타당성을 검증하기 위하여 기업별로 이익공시일의 변동을 분석한 결과를 <표 3>에 제시하고 있다. 표본기업을 살펴보면 평균적으로 $\pm 1 \sim 3$ 일의 변동이 나타나고 있으나 최대값과 최소값은 $\pm 40 \sim 60$ 일로 변동이 크게 나타났다. 이는 자발적 선택에 의한 공시인 영업(잠정)실적공시 여부에 의하여 발생할 수 있는 차이로 예상된다.

<표 3> Comparison First Earnings Announcements date with last year

FY	Difference between Current year and Last year				
	N	Mean	Median	Min	Max
2003	535	-1.03	0.00	-41.00	36.00
2004	603	1.80	1.00	-58.00	58.00
2005	684	0.64	1.00	-54.00	49.00
2006	746	-0.42	0.00	-59.00	36.00
2007	764	-0.61	0.00	-51.00	62.00
2008	813	-3.30	-1.00	-69.00	48.00
2009	874	0.08	1.00	-50.00	42.00
2010	961	-2.02	-1.00	-41.00	58.00
2011	950	-4.15	-2.00	-64.00	42.00
Total	6,930				

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

<표 4>는 모형에 포함된 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 전체 표본에 대한 기술통계를 살펴보면, 공시순위(Rank_Disclosure_{*i*})는 이익공시일의 순위로 1에 가까울수록 다른 기업보다 이익을 빨리 공시한다는 것을 의미하며, 평균(중앙값)은 425.09(411.00)이다. 경과일수(Elapsed day_{*i*})는 공시가 이루어진 연도의 1월 1일부터 이익공시일까지의 경과일수를 의미하며, 평균(중앙값)은 47.20(47.00)이다. 이는 평균적으로 결산일로부터 47일이 지난 후 이익을 공시한다는 것을 의미한다.

〈표 4〉 Descriptive Statistics

Variable	Full sample			Low rank sample			High rank sample		
	Mean (Median)	Std	Min (Max)	Mean (Median)	Std	Min (Max)	Mean (Median)	Std	Min (Max)
Rank_Disclosure _t	425.09 (411.00)	265.60	1.00 (1102.0)	200.22 (199)	115.81	1.00 (402.00)	649.16 (625.00)	163.92	411.00 (1102.0)
Elapsed day _t	47.20 (47.00)	14.40	2.00 (89.00)	35.94 (38.00)	9.75	2.00 (55.00)	58.41 (57.00)	8.19	43.00 (89.00)
Frequency_Disclosure _t	1.82 (2.00)	0.55	1.00 (3.00)	2.10 (2.00)	0.41	1.00 (3.00)	1.54 (2.00)	0.54	1.00 (3.00)
DACC _t	0.01 (-0.01)	0.09	-0.82 (0.83)	-0.01 (-0.01)	0.09	-0.82 (0.83)	0.01 (0.01)	0.09	-0.81 (0.53)
Size _t	25.53 (25.23)	1.42	20.01 (32.39)	25.88 (25.52)	1.63	22.36 (32.39)	25.18 (25.03)	1.05	20.01 (29.77)
EPS _t	1575 (302)	9648.3	-75481 (407015)	2394 (459)	12263.2	-75481 (407015)	760 (193)	5889.6	-48328 (191378)
Big6Dummy _t	0.54 (1.00)	0.49	0.00 (1.00)	0.60 (1.00)	0.48	0.00 (1.00)	0.49 (0.00)	0.50	0.00 (1.00)
Leverage _t	101.5 (69.31)	162.85	0.07 (5765.4)	96.13 (66.12)	130.33	0.07 (3635.96)	106.85 (72.12)	189.65	0.12 (5765.4)
Std.Ret _t	0.16 (0.13)	0.16	0.00 (7.47)	0.15 (0.13)	0.12	0.00 (4.26)	0.17 (0.14)	0.20	0.01 (7.47)
SG _t	17.26 (8.97)	83.54	-99.91 (4548.03)	19.94 (10.46)	103.10	-99.85 (4548.03)	14.59 (7.52)	57.69	-99.91 (1283.1)
LOSS _t	0.21 (0.00)	0.41	0.00 (1.00)	0.16 (0.00)	0.36	0.00 (1.00)	0.27 (0.00)	0.44	0.00 (1.00)
MKT _t	1.56 (2.00)	0.49	1.00 (2.00)	1.44 (1.00)	0.49	1.00 (2.00)	1.67 (2.00)	0.46	1.00 (2.00)
N	8,363			4,174			4,189		

변수의 정의는 다음과 같다. *Rank_Disclosure_t*는 t연도 이익공시일에 대한 순위변수이고, *Elapsed day_t*는 경과일수이며, *Frequency_Disclosure_t*는 t연도 연간이익공시의 빈도이다. *DACC_t*는 Kothari et al.(2005) 모형에 의한 재량적 발생액으로 측정한다. *Size_t*는 기업규모로 총자산에 자연로그를 취한 값이고, *EPS_t*는 주당 순이익으로 당기순이익을 발행주식수로 나눈 값이다. *Big6Dummy_t*는 Big6 감사인더미이며 Big6 감사인에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수이고, *Leverage_t*는 부채비율로 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다. *Std.Ret_t*는 기업위험을 의미하며 월간수익률의 표준편차로 측정하고, *SG_t*는 성장성을 의미하며 당기매출액을 전기매출액으로 나눈 값에 100을 곱하여 측정한다. *LOSS_t*는 손실더미로 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 마지막으로 MKT는 KOSPI는 1, KOSDAQ은 2의 값을 갖는 시장구분, *YEAR*는 연도더미, *Industry*는 산업더미를 의미한다.

공시빈도(Frequency_Disclosure_{it})는 이익을 공시한 빈도를 의미하며 평균(중앙값)은 1.82(2.00)이다. 이는 평균적으로 주주총회소집통지 이외에도 ‘영업(잠정)실적공시일’ 또는 ‘이익변동공시일’에 추가적으로 이익을 공시한다는 것을 의미한다.

본 연구는 Kothari et al.(2005)의 모형을 사용하여 이익의 질을 측정하였다. 재량적 발생액(DACC_{it})의 평균(중앙값)은 0.01(-0.01)이다. 기업규모(Size_{it})는 자산총계에 자연로그를 취한 값으로 평균(중앙값)은 25.53(25.23)이며, 주당순이익(EPS_{it})의 평균(중앙값)은 1,575(302)이다. Big6 감사인더미(Big6Dummy_{it})의 평균(중앙값)은 0.54(1.00)이며, 이는 표본기업의 54%가 Big6 감사인으로부터 감사를 받는다는 것을 의미한다. 부채비율(Leverage_{it})의 평균(중앙값)은 101.50(69.31)이며, 시장위험(Std.Ret_{it})의 평균(중앙값)은 0.16(0.13)이다. 기업의 성장성을 의미하는 매출액성장률(SG_{it})의 평균(중앙값)은 18.39%(8.77%)이고, 손실더미(LOSS_{it})의 평균(중앙값)은 0.21(0.00)이다. 마지막으로, 시장구분의 평균(중앙값)은 1.56(2.00)이다.

<표 4>에서는 공시순위(Rank_Disclosure_{it})의 중앙값을 기준으로 상위그룹과 하위그룹으로 구분한 변수의 기술통계량을 추가적으로 제시하고 있다. 이익공시일이 빠른 기업일수록 공시순위(Rank_Disclosure_{it})가 낮다. 공시순위가 낮은 표본(Low rank sample)과 공시순위가 높은 표본(High rank sample)의 공시순위(Rank_Disclosure_{it})의 평균(중앙값)은 각각 200.22(199.00)와 649.16(625.00)이다.

경과일수(Elapsed day_{it})는 공시순위가 낮은 표본과 높은 표본이 각각 35.94(38.00)과 58.41(57.00)로 20일 이상 차이가 나는 것을 알 수 있다. 공시빈도(Frequency_Disclosure_{it})의 평균(중앙값)은 각각 2.10(2.00)과 1.54(2.00)로 공시순위가 낮은 표본기업이 평균적으로 공시를 더 많이 한다.

재량적 발생액(DACC_{it})은 Kothari et al.(2005)의 모형에 의하여 추정된 재량적 발생액으로 공시순위가 낮은 표본(Low rank sample)과 공시순위가 높은 표본(High rank sample)의 평균(중앙값)은 각각 -0.01(-0.01)과 0.01(0.01)이다. 이는 공시순위가 높은 표본의 재량적 발생액이 더 크다는 것을 의미한다.

<표 5>는 모형에 포함된 변수들의 상관계수를 제시하고 있다. 공시순위(Rank_Disclosure_{it})와 공시빈도(Frequency_Disclosure_{it})의 상관계수는 -0.64로 높게 나타났다. 이는 공시일이 늦을수록 공시의 빈도가 작다는 것을 의미한다. 전반적으로, 분석모형에 적용되는 변수들에서 상관계수가 낮게 나타나고 있으나 통제변수 간 상관관계가 분석결과에 미치는 영향을 알아보기 위하여 분산팽창계수(VIF : Variance Inflation Factor)를 분석한 결과 2를 넘지 않아 다중공선성이 존재할 가능성은 낮다.

〈표 5〉 Pearson Correlation Matrix

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
(1) <i>Rank_Disclosure_t</i>	1.00***									
(2) <i>Frequency_Disclosure_t</i>	-0.64***	1.00***								
(3) <i>DACC_t</i>	0.02*	-0.01	1.00***							
(4) <i>Size_t</i>	-0.30***	0.24***	-0.01	1.00***						
(5) <i>EPS_t</i>	-0.10***	0.05***	-0.01	0.24***	1.00***					
(6) <i>Big6Dummy_t</i>	-0.16***	0.11***	-0.01	0.32***	0.07***	1.00***				
(7) <i>Leverage_t</i>	0.04***	-0.01*	0.01	0.09***	-0.08***	0.01	1.00***			
(8) <i>Std.Ret_t</i>	0.08***	-0.04***	0.02**	-0.13***	-0.04***	-0.07***	0.04***	1.00***		
(9) <i>SG_t</i>	-0.02**	0.03***	0.08***	-0.03***	0.01	-0.02**	-0.01	0.03***	1.00***	
(10) <i>LOSS_t</i>	0.20***	-0.14***	-0.01	-0.17***	-0.15***	-0.05***	0.18***	0.13***	-0.04***	1.00***
(11) <i>MKT_t</i>	0.29***	-0.15***	0.01	-0.59***	-0.14***	-0.23***	-0.07***	0.12***	0.04***	0.1***

*, ** 및 ***는 각각 $p < 0.1$, $p < 0.05$, 및 $p < 0.01$ 수준에서 유의함을 의미한다.

변수의 정의는 다음과 같다. *Rank_Disclosure_t*는 t연도 이익공시일에 대한 순위변수이고, *Elapsed day_t*는 경과일수이며, *Frequency_Disclosure_t*는 t연도 연간이익공시의 빈도이다. *DACC_t*는 Kothari et al.(2005) 모형에 의한 재량적 발생액으로 측정한다. *Size_t*는 기업규모로 총자산에 자연로그를 취한 값이고, *EPS_t*는 주당순이익으로 당기순이익을 발행주식수로 나눈 값이다. *Big6Dummy_t*는 Big6 감사인더미이며 Big6 감사인에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수이고, *Leverage_t*는 부채비율로 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다. *Std.Ret_t*는 기업위험을 의미하며 월간수익률의 표준편차로 측정하고, *SG_t*는 성장성을 의미하며 당기매출액을 전기매출액으로 나눈 값에 100을 곱하여 측정한다. *LOSS_t*는 손실더미로 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 마지막으로 *MKT_t*는 KOSPI는 1, KOSDAQ은 2의 값을 갖는 시장구분, *YEAR*는 연도더미, *Industry*는 산업더미를 의미한다.

2. 다변량 분석결과

〈표 6〉은 이익공시순위(*Rank_Disclosure_t*)와 이익공시의 양(빈도)와 이익의 질의 관계를 제시하고 있다. 여기서, 공시순위(*Rank_Disclosure_t*)는 기업이 이익을 공시한 날의 순위로 가장 빨리 공시한 기업을 1로 하여 순차적으로 순위를 매긴 값이다. 따라서 이익공시일의 순위가 1에 가까울수록 이익을 빨리 공시하였다는 것을 의미한다. 공시빈도(*Frequency_Disclosure_t*)는 기업이 이익을 몇 번 공시하였는지(빈도)를 의미한다⁶⁾.

- 6) 기업은 ‘영업(잠정)실적공시일’, ‘이익변동공시일’, ‘주주총회소집통지일’에 이익을 공시한다. 주주총회소집통지는 전체기업이 필수적으로 공시해야 하므로 주주총회소집통지만 공시하는 기업은 상기 공시일 중 한번만 공시하고, 영업(잠정)실적공시 또는 이익변동공시를 하는 기업은 상기 공시일 중 두 번 이상 공시한다.

〈표 6〉 Ordered Logistic & OLS Regression result

$$\begin{aligned}
 Rank_Disclosure_i(Frequency_Disclosure_i) = & \alpha + \beta_1 DACC_i + \beta_2 Size_i + \beta_3 EPS_i + \beta_4 Big6Dummy_i \\
 & + \beta_5 Leverage_i + \beta_6 Std.Ret_i + \beta_7 SG_i + \beta_8 LOSS_i \\
 & + \beta_9 MKT_i + \beta_{10} YEAR + \beta_{11} Industry + \varepsilon_i
 \end{aligned}$$

	Rank_Disclosure _i	Frequency_Disclosure _i
Intercept	included	-0.69
(1-1099)	(p<0.01)	(-4.39 ^{***})
<i>DACC_i</i>	0.49	-0.09
	(6.71 ^{***})	(-1.56)
<i>Size_i</i>	-0.44	0.09
	(526.35 ^{***})	(16.80 ^{***})
<i>EPS_i</i>	-0.01	-0.01
	(1.73)	(-1.34)
<i>Big6Dummy_i</i>	-0.16	0.02
	(15.91 ^{***})	(2.23 ^{**})
<i>Leverage_i</i>	0.01	-0.01
	(39.05 ^{***})	(-1.94 [*])
<i>Std.Ret_i</i>	0.26	-0.01
	(5.31 ^{**})	(-0.28)
<i>SG_i</i>	-0.01	0.01
	(15.20 ^{***})	(3.45 ^{***})
<i>LOSS_i</i>	0.60	-0.14
	(152.09 ^{***})	(-9.47 ^{***})
<i>MKT_i</i>	0.42	-0.05
	(60.81 ^{***})	(-3.25 ^{***})
Year dummy	included	included
Industry dummy	included	included
N	8,363	8,363
F-value(LR)	14056.30 ^{***}	27.79 ^{***}
Adj.R ²		0.1034

*, ** 및 ***은 각각 $p < 0.1$, $p < 0.05$, 및 $p < 0.01$ 수준에서 유의함을 의미한다.

변수의 정의는 다음과 같다. *Rank_Disclosure_i*는 t연도 이익공시일에 대한 순위변수이고, *Elapsed day_i*는 경과일 수이며, *Frequency_Disclosure_i*는 t연도 연간이익공시의 빈도이다. *DACC_i*는 Kothari et al.(2005) 모형에 의한 재무적 발생액으로 측정한다. *Size_i*는 기업규모로 총자산에 자연로그를 취한 값이고, *EPS_i*는 주당순이익으로 당기 순이익을 발행주식수로 나눈 값이다. *Big6Dummy_i*는 Big6 감사인더미이며 Big6 감사인에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수이고, *Leverage_i*는 부채비율로 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다. *Std.Ret_i*는 기업위험을 의미하며 월간수익률의 표준편차로 측정하고, *SG_i*는 성장성을 의미하며 당기매출액을 전기매출액으로 나눈 값에 100을 곱하여 측정한다. *LOSS_i*는 손실더미로 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 마지막으로 *MKT*는 KOSPI는 1, KOSDAQ은 2의 값을 갖는 시장구분, *YEAR*는 연도더미, *Industry*는 산업더미를 의미한다.

종속변수가 공시순위(Rank_Disclosure_{*i*})인 Column 2에서 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수는 0.49로 1%수준에서 유의하다. 이는 재량적 발생액(DACC_{*i*})이 클수록 공시순위가 낮다는 것을 의미한다. 따라서 경영자들이 이익의 질이 높은 것을 호재로 인식하여 이익공시를 빨리 할 것이라는 본 연구의 가설과 일치한다.

종속변수가 공시빈도(Frequency_Disclosure_{*i*})인 Column 3에서 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수는 각각 -0.09로 유의하지 않으며 이익의 질이 공시빈도에는 유의한 영향을 미치지 않는다는 것을 의미한다. 이는 Koh et al.(2008)과 일치하게 경영자가 이익을 상향조정하는 대신 투자자의 기대치에 미치지 않는 이익공시를 많이 함으로써 투자자의 기대치를 낮추어 목표이익에 맞추거나 약간 초과하는 현상(이익의 meet 또는 beat)이 반영되었기 때문일 수 있다. 경영자는 투자자의 기대치를 낮추기 위하여 공시를 더 많이 하지만 이익의 질은 개선되지 않는다. 따라서 공시빈도와 이익의 질은 유의한 관계가 나타나지 않을 수 있다.

공시순위(Rank_Disclosure_{*i*}) 모형은 OLS가 아닌 순위로지스틱 분석을 수행하였기 때문에 R²가 산출되지 않는다. 그러나 LR(Likelyhood Ratio)이 14056.30으로 1% 수준에서 유의하다. 공시빈도(Frequency_Disclosure_{*i*}) 모형의 설명력을 나타내는 R²를 살펴보면 10.34%이고, 모형에 대한 F-value는 1% 수준에서 유의하다.

3. 추가분석

<표 7>은 <표 6>에 추가하여 경영성과(ROA_{*i*})를 통제하여 이익공시일과 이익의 질의 관계를 분석한 결과를 제시하고 있다. 종속변수가 공시순위(Rank_Disclosure_{*i*})인 Column 2에서 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수는 0.57로 1% 수준에서 유의하다. 이는 <표 6>의 결과와 일치하게 경영성과를 통제한 후에도 재량적 발생액(DACC_{*i*})이 클수록 이익공시일이 낮다는 것을 의미한다.

Column 3은 순위변수를 대신하여 공시가 이루어진 연도의 1월 1일부터 이익공시일까지의 경과일수(Elapsed day_{*i*})에 자연로그를 취한 값을 종속변수로 사용한 결과를 제시한다. 여기서, 경과일수(Elapsed day_{*i*})가 클수록 이익을 늦게 발표한다는 것을 의미한다. 경과일수(Elapsed day_{*i*})에 자연로그를 취한 값을 종속변수로 분석한 결과 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수는 0.12로 1% 수준에서 유의하다. 이는 공시순위(Rank_Disclosure_{*i*})를 대신하여 경과일수(Elapsed day_{*i*})를 사용하여도 결과는 달라지지 않는다는 것을 의미한다.

이익공시일은 기업이 속한 시장에 따라 달라질 수 있다. 본 연구의 결과가 기업이 속한 시장에 따라 달라지는지를 분석하기 위하여 Column 4와 Column 5에서는 기업이 소속한 시장(KOSPI 및 KOSDAQ)에 따라 재분석한 결과를 제시한다. 주권상장법인(KOSPI)에 대한 분석결과인 Column 4에서 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수는 각각 0.82로 5% 수준에서 유의하며, KOSDAQ 기업에 대한 분석결과인 Column 5에서도 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수는 0.55로 5% 수준에서 유의하다. 이는 상장기업의 경우 재량적 발생액이 클수록 이익공시일이 낮다는 것을 의미한다.

〈표 7〉 Ordered Logistic & OLS Regression result

$$\begin{aligned} \text{Rank_Disclosure}_i(\text{Elapsed day}_i) = & \alpha + \beta_1 \text{DACC}_i + \beta_2 \text{Size}_i + \beta_3 \text{EPS}_i + \beta_4 \text{Big6Dummy}_i \\ & + \beta_5 \text{Leverage}_i + \beta_6 \text{Std.Ret}_i + \beta_7 \text{SG}_i + \beta_8 \text{LOSS}_i \\ & + \beta_9 \text{MKT}_i + \beta_{10} \text{ROA}_i + \beta_{11} \text{YEAR} + \beta_{12} \text{Industry} + \varepsilon_i \end{aligned}$$

	<i>Rank_Disclosure_i</i>	<i>Elapsed day_i</i>	<i>KOSPI</i>	<i>KOSDAQ</i>
Intercept	included (p<.0.01)	6.54 (61.64 ^{***})	included (p<.0.01)	included (p<.0.01)
<i>DACC_i</i>	0.57 (9.07 ^{***})	0.12 (3.21 ^{***})	0.82 (4.12 ^{**})	0.55 (6.48 ^{**})
<i>Size_i</i>	-0.43 (507.76 ^{***})	-0.10 (-27.73 ^{***})	-0.55 (537.21 ^{***})	-0.15 (18.50 ^{***})
<i>EPS_i</i>	-0.01 (1.06)	-0.01 (-1.06)	0.01 (0.06)	-0.01 (0.27)
<i>Big6Dummy_i</i>	-0.15 (14.05 ^{***})	-0.02 (-2.92 ^{***})	0.08 (1.49)	-0.28 (28.53 ^{***})
<i>Leverage_i</i>	0.01 (28.24 ^{***})	0.01 (5.10 ^{***})	0.01 (9.22 ^{***})	0.01 (28.11 ^{***})
<i>Std.Ret_i</i>	0.23 (4.24 ^{**})	-0.01 (-0.31)	-0.60 (5.60 ^{**})	0.43 (11.09 ^{***})
<i>SG_i</i>	-0.01 (15.44 ^{***})	-0.01 (-3.62 ^{***})	-0.01 (2.79 [*])	-0.01 (15.97 ^{***})
<i>LOSS_i</i>	0.41 (55.33 ^{***})	0.04 (4.28 ^{***})	0.12 (1.62)	0.59 (71.06 ^{***})
<i>MKT_i</i>	0.45 (66.54 ^{***})	0.05 (4.55 ^{***})		
<i>ROA_i</i>	-0.94 (54.85 ^{***})	-0.12 (-4.78 ^{***})	-1.28 (14.08 ^{***})	-0.88 (38.89 ^{***})
Year dummy	included	included	included	included
Industry dummy	included	included	included	included
N	8,363	8,363	3,661	4,702
F-value(LR)	14100.29 ^{***}	64.34 ^{***}	5992.46 ^{***}	7533.70 ^{***}
Adj.R ²		0.2189		

*, ** 및 ***는 각각 $p < 0.1$, $p < 0.05$, 및 $p < 0.01$ 수준에서 유의함을 의미한다.

변수의 정의는 다음과 같다. *Rank_Disclosure_i*는 t연도 이익공시일에 대한 순위변수이고, *Elapsed day_i*는 경과일 수이며, *Frequency_Disclosure_i*는 t연도 연간이익공시의 빈도이다. *DACC_i*는 Kothari et al.(2005) 모형에 의한 재무적 발생액으로 측정한다. *Size_i*는 기업규모로 총자산에 자연로그를 취한 값이고, *EPS_i*는 주당순이익으로 당기 순이익을 발행주식수로 나눈 값이다. *Big6Dummy_i*는 Big6 감사인더미이며 Big6 감사인에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수이고, *Leverage_i*는 부채비율로 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다. *Std.Ret_i*는 기업위험을 의미하며 월간수익률의 표준편차로 측정하고, *SG_i*는 성장성을 의미하며 당기매출액을 전기매출액으로 나눈 값에 100을 곱하여 측정한다. *LOSS_i*는 손실더미로 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 마지막으로 MKT는 KOSPI는 1, KOSDAQ은 2의 값을 갖는 시장구분, *YEAR*는 연도더미, *Industry*는 산업더미를 의미한다.

이익공시일은 기업규모에 따라 다를 수 있다. <표 8>은 기업규모의 중앙값을 기준으로 기업 규모가 큰 기업과 작은 기업으로 나누어 이익공시일과 이익의 질의 관계를 분석하였다.

<표 8> Ordered Logistic & OLS Regression result

$$\begin{aligned} Rank_Disclosure(Elapsed\ day)_i = & \alpha + \beta_1 DACC_i + \beta_2 Size_i + \beta_3 EPS_i + \beta_4 Big6Dummy_i \\ & + \beta_5 Leverage_i + \beta_6 Std.Ret_i + \beta_7 SG_i + \beta_8 LOSS_i \\ & + \beta_9 MKT_i + \beta_{10} ROA_i + \beta_{11} YEAR + \beta_{12} Industry + \varepsilon_i \end{aligned}$$

	Large firm	Small firm	Higher EPS	Lower EPS
Intercept	included	included	included	included
(1-1099)	(p<.001)	(p<.001)	(p<.001)	(p<.001)
<i>DACC_i</i>	0.63 (3.69*)	0.58 (6.17**)	0.26 (0.90)	0.47 (3.15*)
<i>Size_i</i>	-0.57 (434.40***)	0.01 (0.01)	-0.50 (371.18***)	-0.32 (105.46***)
<i>EPS_i</i>	0.01 (0.14)	0.01 (0.23)	-0.01 (0.21)	0.01 (3.87**)
<i>Big6Dummy_i</i>	-0.12 (4.33**)	-0.10 (3.45*)	-0.11 (3.63*)	-0.17 (9.42***)
<i>Leverage_i</i>	0.01 (12.69***)	0.01 (14.63***)	0.01 (8.44***)	0.01 (24.24***)
<i>Std.Ret_i</i>	-0.26 (0.64)	0.35 (7.72***)	-0.12 (0.14)	0.28 (5.20**)
<i>SG_i</i>	-0.01 (3.93**)	-0.01 (10.02***)	-0.01 (3.53*)	-0.01 (1.90)
<i>LOSS_i</i>	0.10 (1.18)	0.61 (72.14***)		
<i>MKT_i</i>	0.57 (50.37***)	0.54 (40.33***)	0.21 (6.63**)	0.72 (93.67***)
<i>ROA_i</i>	-2.26 (34.23***)	-0.84 (36.99**)	-2.48 (53.16**)	-0.26 (3.39*)
Year dummy	included	included	included	included
Industry dummy	included	included	included	included
N	4,182	4,181	4,182	4,181
LR	7098.31***	6791.37***	6900.79***	6896.60***
Adj.R ²				

*, ** 및 ***는 각각 $p < 0.1$, $p < 0.05$, 및 $p < 0.01$ 수준에서 유의함을 의미한다.

변수의 정의는 다음과 같다. *Rank_Disclosure_i*는 t연도 이익공시일에 대한 순위변수이고, *Elapsed day_i*는 경과일 수이며, *Frequency_Disclosure_i*는 t연도 연간이익공시의 빈도이다. *DACC_i*는 Kothari et al.(2005) 모형에 의한 재정적 발생액으로 측정한다. *Size_i*는 기업규모로 총자산에 자연로그를 취한 값이고, *EPS_i*는 주당순이익으로 당기 순이익을 발행주식수로 나눈 값이다. *Big6Dummy_i*는 Big6 감사인더미이며 Big6 감사인에 해당하면 1, 아니면 0인 더미변수이고, *Leverage_i*는 부채비율로 부채총계를 자산총계로 나눈 값이다. *Std.Ret_i*는 기업위험을 의미하며 월간수익률의 표준편차로 측정하고, *SG_i*는 성장성을 의미하며 당기매출액을 전기매출액으로 나눈 값에 100을 곱하여 측정한다. *LOSS_i*는 손실더미로 손실이 발생하였으면 1, 아니면 0인 더미변수이다. 마지막으로 MKT는 KOSPI는 1, KOSDAQ은 2의 값을 갖는 시장구분, *YEAR*는 연도더미, *Industry*는 산업더미를 의미한다.

Column 2는 기업규모가 큰 기업에 대한 분석결과를 제시하고 있으며 분석결과 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수는 0.63으로 10%수준에서 유의하고, 규모가 작은 기업에 대한 분석결과인 Column 3은 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수가 0.58로 5% 수준에서 유의하다. 이는 규모가 작은 기업의 경우 재량적 발생액이 클수록 이익공시일이 늦다는 것을 의미한다.

이익공시일은 경영성과와 관련이 있을 수 있다. Column 4와 5는 주당순이익(EPS_{*i*})의 중앙값을 기준으로 주당순이익(EPS_{*i*})이 큰 기업과 작은 기업으로 나누어 이익공시일과 이익의 질의 관계를 분석하였다. 주당순이익(EPS_{*i*})이 큰 기업에 대한 분석결과인 Column 4에서 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수는 0.26으로 유의하지 않다. 그러나 주당순이익(EPS_{*i*})이 작은 기업에 대한 분석결과인 Column 5에서는 재량적 발생액(DACC_{*i*})의 계수가 0.47로 10% 수준에서 유의하게 나타났다. 이는 주당순이익(EPS_{*i*})이 작은 기업의 경우 재량적 발생액이 클수록 이익공시일이 늦다는 것을 의미한다.

이상의 추가분석 결과를 종합하면 상장기업일수록, 기업규모가 작은 기업일수록, 주당순이익이 작은 기업일수록 대체로 이익의 질이 낮은 경우 이익공시일이 늦게 나타났다. 이는 불안정적(non-stable)인 기업은 이익의 질이 낮을수록 이익공시일이 늦어지지만 안정적(stable)인 기업은 이익의 질에 따라 이익공시일을 조정하지 않는다는 것으로 해석할 수 있다.

V. 결 론

기업은 좋은 뉴스는 상대적으로 빨리 공시하며, 나쁜 뉴스는 상대적으로 늦게 공시하는 경향이 있기 때문에 경영자는 재량적으로 이익의 공시 시점을 선택함으로써 시장에서 좋은 뉴스의 효과는 극대화하고 나쁜 뉴스의 효과는 최소화하고자 한다. 많은 선행연구에서 이익의 절대적 크기가 좋은(나쁜) 뉴스로 정의되었으나 이익은 절대적 크기 뿐만 아니라 질(Quality)도 중요하다. 경영자가 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 공시시점을 조정할 유인이 있고 이익의 질에 따라 시장의 반응이 다르다면, 경영자는 이익의 질이 높은 경우 가능하면 빨리 이익을 공시하려고 할 것이며, 이익의 질이 낮은 경우 가능하면 늦게 이익을 공시하려고 할 것으로 기대할 수 있다.

본 연구는 이익의 질이 높은 기업은 가능하면 연간이익을 빨리 공시하고, 반대로 이익의 질이 낮은 기업은 가능하면 연간이익을 늦게 공시하는지를 분석하였다. 분석기간은 2002년부터 2011년까지이며, 이 기간 중 8,974개 기업-연도를 분석하였다. 이익의 질은 다수의 선행연구에 따라 Kothari et al.(2005) 모형에 따라 추정된 재량적 발생액을 사용하였다.

분석결과 이익의 질이 높은 기업일수록 이익공시가 유의하게 빨랐다. 이는 좋은 뉴스와 나쁜 뉴스의 시장반응이 다르기 때문에 이익의 질이 높은 기업은 가능하면 이익을 빨리 보고하려고 할 것이라는 가설 1의 설명과 일치한다. 그러나 이익의 질이 높은 기업일수록 이익공시의 양을

더 많이 할 것이라는 가설 2는 지지되지 않았다. 이는 Koh et al.(2008)과 일치하게 경영자가 이익을 상향조정하는 대신 투자자의 기대치에 미치지 않는 이익공시를 많이 함으로써 투자자의 기대치를 낮추어 이익의 meet 또는 beat을 달성하려는 현상이 반영되었기 때문일 수 있다. 경영자는 투자자의 기대치를 낮추기 위하여 공시를 더 많이 하지만 이익의 질은 개선되지 않는다. 따라서 공시빈도와 이익의 질은 유의한 관계가 나타나지 않을 수 있다.

본 연구의 결과는 이익의 질이 좋을수록 이익을 빨리 공시하는 것으로 나타났다. 또한 추가분석 결과 KOSDAQ 기업일수록, 기업규모가 작은 기업일수록, 주당순이익이 작은 기업일수록 대체로 이익의 질이 낮은 경우 이익공시일이 늦게 나타났다. 이는 불안정적(non-stable)인 기업은 이익의 질이 낮을수록 이익공시일이 늦어지지만 안정적(stable)인 기업은 이익의 질에 따라 이익공시일을 조정하지 않는다는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 경영자가 이익의 절대적 크기 뿐만 아니라 이익의 질에 따라서도 공시시점을 조정한다는 실증을 제시함으로써 공제제도를 규제하는 기관이나 자본시장 참여자들에게 유익한 의미를 제공한다. 이익의 질은 재무제표에 명확하게 표시되지 않기 때문에 자본시장 참여자들이 쉽게 알 수 없다. 그러나, 동일 기업에 대하여 전년도와 공시시점을 비교하거나, 경쟁기업과의 당해 연도 공시시점을 비교함으로써 자본시장 참여자들은 이익의 질에 관한 정보를 얻을 수 있다.

참고문헌

- 김보민 · 이상열 · 오웅락. 2011. “경영자 이익예측 공시가 이익조정에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제12권 제4호 : 143-171.
- 노희천 · 임규한 · 전영준. 2012. “감사보고서 발행시차와 재무보고품질 사이의 관계”. 세무와회계저널 제13권 제3호 : 249-279.
- 손성규 · 김연화 · 광지영. 2010. “공시수준의 측정치에 관한 비교연구”. 세무와회계저널 제11권 제3호 : 9-35.
- 전영순 · 천미림. 2009. “공정공시를 통하여 이익예측치를 발표한 기업의 이익조정”. 세무와회계저널 제10권 제3호 : 329-356.
- Ahmed, K., and J. K. Courtis. 1999. Association between Corporate Characteristics and Disclosure Levels in Annual Reports : A Meta Analysis. *British Accounting Review* 31 (1) : 36-61.
- Baik, B., and Y. J. Kim., and J. Lee. 2012. A Study on the Exact Timing of Annual Earnings Announcements in the Korean Market. *Korean Journal of Accounting* 37 (4) : 253-293. [Printed in Korean]
- Ball, R., and A. Robin. 1999. Time-Series Properties of Accounting Earnings : International Evidence. *Working Paper*. University of Rochester and Rochester Institute of Technology.
- Barth, M. E., and J. A. Elliott and M. A. Finn. 1999. Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings. *Journal of Accounting Research* 37 : 387-413.
- Basu, S. 1997. The Conservatism Principle and the Asymmetric Timeliness of Earnings. *Journal of Accounting and Economics* 24 : 3-37.
- Botosan, C. and M. Plumlee. 2002. A re-examination of disclosure level and expected cost of equity capital. *Journal of Accounting Research* 40 (1) : 21-40.
- Dechow, P. M., and I. D. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings : The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77 : 35-59.
- Dechow, P. M., and R. G. Sloan., and A. P. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 : 193-226.
- Francis, J., and D. Nanda., and P. Olsson. 2008. Voluntarily disclosure, information quality, and costs of capital. *Journal of Accounting Research* 46 : 53-99.
- Ghosh, A., and Z. Gu., and P. C. Jain. 2005. Sustained Earnings and Revenue Growth, Earnings Quality, and Earnings Response Coefficients. *Review of Accounting Studies* 10 (1) : 33-57.
- Hassan, O., and G. Giorgioni., and P. Romilly. 2006. The extent of financial disclosure and its determinants in an emerging capital market : the case of Egypt. *International Journal of Accounting, Auditing and Performance Evaluation* 3 (1) : 41-67.

- Hendricksen, E. 1982. Accounting Theory. Homewood, IL. : Irwin.
- Holthausen, R. D., and R. L. Watts. 2001. The Relevance of the Value—Relevance Literature for Financial Accounting Standard Setting. *Journal of Accounting and Economics* 31 : 3—75.
- Koh, K., and Matsumoto, D., and Rajgopal, S., 2008. Meeting or beating analyst expectations in the postscandals world : Changes in stock market rewards and managerial actions. *Contemporary Accounting Research* 25 (4) : 1067—1098.
- Kothari, S., and A. Leone., and C. Wasley. 2005. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics* 39 : 163—197.
- Lennox, C. S. 1999. Non—audit fees, disclosure and audit quality. *The European Accounting Review* 8 (2) : 239—252.
- Lopes, P. T., and L. L. Rodrigues. 2007. Accounting for Financial Instruments : An Analysis of the Determinants of Disclosure in the Portuguese Stock Exchange. *The International Journal of Accounting* 42 (1) : 25—56.
- Malone, D., and C. Fries., and T. Jones. 1993. An empirical investigation of the extent of corporate financial disclosure in the oil and gas Industry. *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 8 (3) : 249—273.
- Miller, G. S. 2002. Earnings performance and discretionary disclosure. *Journal of Accounting Research* 40 (1) : 173—204.
- Patell. J. M., and M. A. Wolfson. 1982. Good news, bad news, and the intraday timing of corporate disclosures. *The Accounting Review* 57 (3) : 509—527.
- Sengupta, P. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *The Accounting Review* 73 (4) : 459—474.
- Watts, R. L. and J. L. Zimmerman. 1986. Positive Accounting Theory. Prentice Hall.

Earnings Quality and Disclosure Timing

Heung Shik Kim^{*} · Yoo Jin Shin^{**} · Joon Hwa Rho^{***}

—〈Abstract〉—

This study investigates whether firms with better(worse) earnings quality make earlier(later) annual earnings announcements using sample firms listed on the Korea Exchange(KRX). Annual earnings announcements are operating performance disclosure, earnings change disclosure, or notice for stockholders meeting, whichever comes first. Operating performance disclosures are pro-forma interim disclosures for the purpose of providing useful information to stakeholders. Earnings change disclosures are conditionally mandatory for firms whose predicted sales or earnings change by at least 30% from the previous fiscal year.

To examine the potential association between earnings quality and earnings announcement timing, we compare the timings of first earnings announcements made by both firms with better earnings quality and firms with worse earnings quality.

Results show that there is significantly positive relationship between discretionary accruals and earnings announcement timings. Firms with bigger discretionary accruals tend to make their first earnings disclosures later than do firms with smaller discretionary accruals. This findings show that earnings quality influences firms' disclosure timings. This study has contributions in assisting stakeholder's investment decisions and financial analyst's forecasts.

〈Key words〉 earnings quality, discretionary accrual, disclosure timing

* Professor, School of Management, Chungnam National University.

** Ph D. Student, School of Management, Chungnam National University.

*** Professor, School of Management, Chungnam National University.