

감사인 강제교체 기업의 가치관련성에 관한 연구*

임유니** · 김종일***

<요 약>

감사인 강제교체제도는 회계제도 선진화 방안으로 우리나라에 처음 도입된 후 일정기간이 지난 후 폐지되었다. 제도의 유지기간이 짧기에 해당 제도의 변화와 관련하여 아직까지는 다양하고 폭넓은 주제로 연구가 진행되지는 않았다.

본 연구는 감사인 강제교체 기업들이 갖는 주가와 회계정보간의 관련성에 관한 연구이다. 차기 3월말 주가와 주당순자산(BV), 주당순이익(E)과의 가치관련성에 대한 본 연구의 결과에 의하면, 감사인 강제교체기업의 주당순자산(BV · mc)은 상대적으로 주가관련성이 낮음을 알 수 있었다. 반면 감사인 강제교체기업의 주당순이익(E · mc)은 주가와 지속적으로 높은 가치관련성을 나타내었다. 이러한 결과에 대해서 시장 별로 실제적으로 어떻게 받아들이고 있었는지에 관하여 추가분석을 시도하였다.

감사인을 강제교체한 기업의 구성이 KOSPI와 KOSDAQ 기업이 혼재해있어 구분하여 분석한 결과, 시장별 특성에 따라서 감사인 강제교체 기업의 가치관련성에 차이가 있었다. KOSPI 기업들보다 KOSDAQ 기업들의 가치관련성 설명력(R^2)이 낮았고, KOSPI 시장에서 감사인 강제교체기업의 주당순자산은 전체 표본과 같은 결과를 나타냈으나, KOSDAQ 시장에서의 강제교체기업과 주당순자산(BV · mc)의 상호교차항은 유의한 양(+)의 가치관련성을 맺고 있음이 밝혀졌다. 이러한 시장의 차이로 인하여 감사인 강제교체제도는 KOSPI 시장보다는 KOSDAQ 시장에서 가치관련성이 높아지는 것을 알 수 있었다.

본 연구에서는 강제적인 제도의 변화로 인하여 시장이 어떻게 반응하는지를 살펴보았다. 법률적 제도로 도입된 강제교체 규정에 반응하는 시장의 변화를 세분화하여 살펴보았다는 것에 의의가 있다.

<주제어> 회계감사, 감사인 강제교체, 가치관련성, KOSPI, KOSDAQ

* 본 연구는 2018년도 가톨릭대학교 교비연구비의 지원으로 이루어졌음.

** 가톨릭대학교 대학원 경영학과 박사과정, uniqu22@catholic.ac.kr, 주저자

*** 가톨릭대학교 경영학부 부교수, jayk@catholic.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

European Parliament and European Council은 2016년 6월 17일부터 4년간의 휴식기간을 포함한 10년 주기 감사인 강제교체제도를 도입하였다. 감사인 강제교체제도 도입 이유로는 감사인의 독립성을 높이고, 대형 회계 법인으로서의 집중도를 줄이려는 의도이다.¹⁾ 반면, 미국은 의회에서 2013년에 감사인 강제교체제도의 도입이 비용 측면에서 효율적이지 않다는 이유를 들어 최종적으로 감사인 강제교체제도 도입을 승인하지 않았다.²⁾ Bleibtreu et al.(2018)에 의하면 강제교체제도 도입 찬성의견의 근거로써 감사인 강제교체가 감사인의 독립성을 높이고 Big4 집중도를 낮출 것이나, 강제교체로 인하여 기업에 대한 이해도가 감소하는 점을 들어 감사인 강제교체를 반대하는 의견도 있다고 언급하였다. 그들의 연구결과에 의하면 감사인 강제교체제도는 Big4 감사인에 대한 감사시장의 집중도를 낮추어주는 효과가 있다고 한다. 이러한 연구는 EU가 감사인 집중도를 낮추고자 강제교체제도를 도입하는 현실적 상황과 일치하는 것이다.

감사인 강제교체제도에 대한 논의가 촉발된 배경은 미국에서 Enron과 WorldCom 사태 이후 수립된 법안에서 시작한다. 미국에서 2002년에 수립한 Sarbanes-Oxley Act(SOX)는 감사인과의 오랜 유착으로 인해 독립성을 상실한 감사인으로부터 외부감사를 받아서 회계부정이 발생하였다고 판단되어 수립된 법안이다.³⁾ 그리하여 당시 미국의 U.S. General Accounting Office(Government Accountability Office)는 계속감사기간이 실제로 감사품질에 영향을 미쳤는지에 대하여 학계에 연구를 요청하였다. 연구결과에 의하면 새로운 제도가 도입되면 도입으로 인한 효익 보다는 오히려 비용이 더 많이 소요될 것을 우려하였다.⁴⁾

이렇듯 감사인 강제교체제도 도입에 대한 찬성과 반대의견이 첨예하게 대립하는 상황에서 우

1) European Parliament and European Council. 2014. Regulation (EU) No. 537/2014 of the European Parliament and of the Council 16April 2014 on specific requirements regarding statutory audit of public-interest entities and repealing Commission Decision 2005/909/EC. In Official Journal of the European Communities, 77-112.

2) U.S. House of Representatives. 2013. Audit Integrity and Job Protection Act to Amend the Sarbanes-Oxley Act of 2002 to Prohibit the Public Company Accounting Oversight Board from Requiring Public Companies to Use Specific Auditors or Require the Use of Different Auditors on a Rotating Basis. Available at : <https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/BILLS-113hr1564rh/html/BILLS-113hr1564rh.htm>

3) U.S. General Accounting Office (GAO). 2003b. Public Accounting Firms : Required Study on the Potential Effects of Mandatory Audit Firm Rotation. Report to the Senate Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs and the House Committee on Financial Services. Available at : <http://www.gao.gov/new.items/d04216.pdf>

4) 최아름 외 (2014). “감사법인 강제교체제도 도입을 둘러싼 논란 : 현황과약 및 선행연구의 발견에 대한 문헌검토와 정책제언”. 회계저널 제23호 제6호 : 39-40.

리나라에서 시행되었던 감사인 강제교체제도에 대해 다시금 살펴보는 것은 학술적이고 현실적인 차원에서 의의가 있다고 할 수 있다.

우리나라에서 감사인 강제교체제도는 2006년에 시작되어 2010년까지 한시적으로 시행되었다. 2006년 도입된 감사인 강제교체제도의 도입 취지는 상장법인 분식회계를 막고 회계 투명성을 높이는 것이었고, 이를 위해 실무적으로 기업은 6년마다 의무적으로 회계법인을 바꾸어야 했다.

2003년 4월 15일 재정경제부가 확정·발표한 「회계제도 선진화 방안」에서는 특히 SK글로벌의 분식회계를 사례로 들며 향후 이러한 회계부정을 근절하고자 하는 것이 감사인 강제교체제도 도입의 근본 원인임을 명시하고 있다. 당시 감사인 강제교체를 도입하는데 찬성한 의견은 독립적인 신규 감사인이 새로운 시각으로 회계감사 업무에 착수하여 기존에 계약되었던 회계법인과의 관행들로부터 벗어나 공정하고 엄격하게 감사할 수 있을 것이 예상된다는 것이 그 이유였다. 반대의견으로는 신규 감사인이 기업과 산업에 대해서 익숙하지 않다는 현실적인 어려움으로 인하여 이익의 질이나 감사품질 등의 회계 품질이 오히려 하락할 수 있다는 우려가 제기되었다. 감사인 강제교체제도를 도입한 법률은 「주식회사의 외부감사에 관한 법률 제4조2 제4항」이다.

실제로 우리나라에서 시행되었던 감사인 강제교체제도에 대한 대다수의 연구결과를 살펴보면 제도 도입 취지와는 무색하게 감사품질이 향상되지 않았다고 보고되고 있다. 외부감사품질이 향상되지 않으면 회계투명성이 낮아지게 되고, 이러한 결과는 단순히 기업의 문제 뿐 아니라 국가의 신인도에도 연계되는 것이다.

그러나 감사인 강제교체제도가 감사품질에 미치는 영향에 대한 연구 이외에 감사인 강제교체제도 도입이 시장에 미치는 영향에 대해서는 아직 연구된 바가 드물다. Reid and Carcello(2017)은 누적초과수익률을 통해 감사인 강제교체에 대한 시장의 반응을 살펴보았으며, 연구결과에 의하면 감사인 강제교체 가능성이 증가하면 시장은 이러한 가능성에 대해서 부(-)의 반응을 보였다고 했다. 상기 연구는 미국에서 감사인 강제교체에 대한 관계당국의 발표와 언급에 대한 사건 연구(event study)이며, Big4 감사인의 경우에도 강제교체 가능성이 높아진다면 주식시장은 또한 부(-)의 반응을 나타낸다고 한다. 이는 감사인 강제교체제도가 시장의 반응과 직접적인 연관이 있음을 나타내는 연구이다.

본 연구에서는 감사인 강제교체제도 도입과 이에 대한 시장의 반응을 살펴보고자 한다. 특히 우리나라에서 실시되었던 감사인 강제교체제도가 당시 주가와 어떠한 관련성을 갖고 있었는지를 살펴보고자 한다. 또한 감사인이 강제교체된 기업과 감사인이 자율교체된 기업과의 구분을 통해 주가와 회계정보와의 관련성을 알아내보고자 한다.

권수영 외(2010)에 의하면 회계정보가 기업 가치를 반영할 때 그러한 회계정보는 가치관련성이 있다고 평가된다고 한다. 현 회계정보가 주가와 관련이 있어 독립적으로 정보력을 갖고 있다는 의미이다. 이는 투자자 또는 회계정보 이용자들이 기업의 내재가치·본질가치(intrinsic value, fundamental value)를 찾아간다는 뜻이라고 한다. 이러한 견해는 현재 주가를 과거의 결과로써

나타나는 수동적인 개념에만 국한시키는 것이 아니고, 미래 주가를 예측해볼 수 있는 적극적 측면을 의미한다. 그리하여 김종일 외(2009)에 의하면 주가는 내재가치 또는 본질가치를 찾아가고 있다고 보고되며 주식시장이 단기적으로 등락과 부침이 발생하지만, 장기적으로는 주식시장이 경제적 논리를 따르고 있다고 한다.

이러한 선행연구를 통해 기업의 회계정보는 시장의 반응인 주가와 관련성이 있음을 유추할 수 있다. 그러므로 본 연구에서는 우리나라에 도입되었던 감사인 강제교체제도를 통해 감사인이 강제교체된 기업의 회계정보가 주가와 어떠한 관련을 맺고 있는지를 연구해보고자 한다. 그리고 감사인이 강제교체된 기업만을 분석에 사용하는 것이 아니라 자율교체된 기업과의 비교를 통해 감사인 강제교체제도가 시장에 미치는 영향을 차별적으로 분석해내고자 한다. 나아가 감사인 강제교체제도가 유가증권 시장과 코스닥 시장에서는 각기 어떠한 영향을 미쳤는지를 구분하여 밝혀보고자 한다.

본 연구는 감사인 강제교체 기업의 가치관련성에 대해 분석한 연구로써, 전술한 바와 같이 감사인 강제교체제도라는 강제적 제도 도입이 해당 기업과 그렇지 않은 기업의 주가에 어떠한 관련성을 갖는지에 대해서 분석을 시도한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 감사인 강제교체에 대한 선행연구와 가치관련성에 대한 선행연구를 검토하고 이에 근거하여 가설을 제시한다. 제Ⅲ장에서는 연구를 설계하며, 제Ⅳ장에서는 실증분석결과에 대하여 보고한다. 제Ⅴ장에서는 결론을 맺으며 향후 연구방향을 제시하고자 한다.

Ⅱ. 선행연구 검토 및 연구가설 설정

1. 감사인 강제교체제도에 대한 선행연구 검토

회계 선진화 방안의 일환으로 2003년 우리나라에 감사인 3년 유지제도와 함께 도입될 것이 예고된 감사인 강제교체제도는 비교적 짧은 시행 시기로 인하여 많은 연구가 이루어지지 않았으나, 감사인 강제교체로 인해 감사품질의 제고가 이루어졌는지에 대한 연구들이 존재한다.

우선 감사인 강제교체제도와 유사한 감사인 지정제도에 대해 관한 다수의 연구에 의하면, 지정감사는 감사인의 독립성이 훼손될 가능성이 줄어든다고 한다. 감사인 지정제도는 감사인 순환을 통해 계속감사로 인해 발생하는 경제적 준지대를 제한하고 보장된 감사기간으로 인하여 감사인의 독립성이 강화되어 감사인 지정제도는 재량적 발생액과 부(-)의 관계가 나타난다고 한다.

감사인 강제교체제도 도입 시의 감사품질에 관한 연구에서는 감사인 강제교체 전후의 감사품

질을 비교한 결과 유의적인 감사품질 차이를 발견하지 못하였다고 한다. 이러한 결과는 감사인 강제교체제도가 감사품질을 높이는데 일조할 것이라는 도입취지와는 무관하다는 것을 의미한다고 설명한다(Soo Young Kwon et al., 2014).

Hakwoon Kim et al.(2015)도 감사인 강제교체제도의 도입이 감사인의 독립성을 향상시키고 재무자료의 품질을 높이는지에 대하여 연구하였다. 강제교체와 자율교체의 경우를 비교하였는데, 강제교체된 감사인은 새로운 시각으로 피감기업에 대해서 감사를 하므로 초도감사 시 적정 의견을 줄 가능성이 높지만 경영진의 이익조정을 억제시키는 역할도 하므로 감사의견과 재무자료 간에 통계적으로 일관적인 유의미한 결과를 얻지 못했다고 한다.

감사품질은 감사인의 적격성과 독립성이 보장되었을 때 향상되는데, 감사인의 적격성(objectivity)은 지속적인 기간 동안에 쌓인 피감기업에 대한 지식에서 비롯된다고 하였다. 그렇지만, 감사업무에 적격하지 않은 감사인이 오랜 기간 감사를 하게 되면 감사품질이 낮아지고, 만약 감사인 강제교체로 인하여 감사품질이 향상된다 하여도 향상된 감사품질이 비용을 상쇄하는 지 여부를 살펴야 한다고 주장하였다(Richard G. Brody et al., 1998).

또한 노준화(2009)는 2006년부터 2008년까지 감사인이 강제교체된 기업의 감사품질을 재량적 발생액 모형으로 측정하였다. 감사인이 강제교체되기로 예정된 기업의 감사품질이 자율교체 기업에 비하여 더 높아지는지를 비교하기 위하여 감사인을 강제교체한 연도로부터 이전 6년과 이후 3년 동안의 재량적 발생액을 비교하였다. 분석결과에 의하면, 재량적 발생액을 통해서는 감사인 강제교체와 유의한 관계를 발견할 수 없었다고 한다. 이는 감사인 강제교체제도가 오랜 감사경험으로 인하여 발생한 기업과 감사인의 친밀한 관계를 해소하여 감사품질을 향상할 수 있을 것이라는 규제기관의 제도도입 취지와 다른 것이라고 결론을 맺고 있다.

황문호 외(2016)에서는 감사인 강제교체제도는 기업과 감사인간의 갈등 여부와는 관계없이 강제적으로 감사인을 교체하여야만 하므로, 기존 감사업무로 인하여 발생한 갈등요인이 감사인 교체에 미치는 영향을 상대적으로 완화하여 준다고 설명하였다. 그리고 감사보수는 할인되었고, 재량적 발생액으로 측정한 강제교체 전과 후의 감사품질에는 변화가 없는 것으로 나타났다.

감사인 강제교체제도에 대해 연구한 최아름 외(2014)는 국내에서는 감사인 강제교체로 인하여 감사품질이 향상된다는 연구결과는 드물며, 강제교체제도의 효과가 없거나 제도가 도입되면 감사품질이 낮아질 것이라는 연구들이 다수라고 정리하였다. 감사인의 전문성을 강조하게 되면, 감사인이 강제교체되기 때문에 감사인이 피감기업에 관하여 축적할 수 있는 경험과 지식이 깊어지지 않으므로 감사품질이 낮아질 것이라 예측하나, 감사인의 독립성을 강조하게 되면 법률로 강제교체 기간을 명시하므로 감사인의 독립성이 보장되어 전문가적 의구심을 통한 감사품질이 높아질 것이라고 예상되기 때문이라고 서술하였다.

상기 연구들은 감사인 강제교체제도가 도입 취지에 상응하는 실효성 있는 결과를 거두어들이지 못했음을 제시하고 있다.

박재환 외(2008)에서도 감사인 강제교체 제도의 도입이 초도감사보수에 미치는 영향을 살펴 보았다. 감사보수증가율을 종속변수로 하는 연구모형을 통해 감사인 강제교체제도가 감사보수에 미치는 영향을 분석한 결과, 자율교체 기업에 비하여 강제교체기업의 감사보수가 현저히 낮은 감사보수증가율을 보이는 것으로 나타났다. 감사인 강제교체가 감사보수의 전반적인 하락으로 이어져 회계법인의 부실감사로 이어질 수 있음에 유의하면서 향후에도 지속적으로 동 제도에 대한 실효성 여부를 검토하여야 할 것이라고 권고하였다.

김선미 외(2011)에서는 초도감사 시 감사대상기업에 관한 정보비대칭으로 인하여 감사실패의 위험에 빠질 수 있으며, 이러한 감사위험은 감사인 자율교체 뿐만 아니라 감사인 강제교체의 경우에도 해당한다고 한다고 언급하였다. 일반적인 경우 피감기업에 대한 정보비대칭에서 기인하는 위험을 줄이고 의견구매 등과 같은 경영진으로부터의 압력에서 벗어나기 위하여 감사인은 보수적으로 감사를 수행하려는 경향이 있다. 보수적인 회계감사는 재무보고의 질을 증가시켜 초도감사에서 발생할 수 있는 잠재적인 소송 등의 위험을 줄여주는 효과가 있다. 그렇지만, 감사인 강제교체와 자율교체의 경우 감사품질이 달라지는 원인 중 하나는 법률적이고 강제적인 교체규정이 경영진의 교체압력으로부터 자유로우므로 덜 보수적인 감사가 진행될 가능성이 있다는 것이다. 이러한 가정에 근거하여 감사인 유지기업과 강제교체기업의 보수주의 차이에 관해서 보수주의 모형들로 검증한 결과, 감사인 강제교체 기업이 유지기업의 보수주의보다 유의한 차이가 있다는 일관된 결론을 얻지는 못했다고 한다.

그리고 신근식 외(2014)에 의하면, 일반적인 경우 감사인 교체 직전 연도의 재량적 발생액은 보수적인 감사가 수행되어 유의적인 음(-)일 것이라고 예측할 수 있으나 감사인 강제교체제도가 시행되는 시기에는 기업이 법규에 따라 6년을 초과해서 동일한 감사인을 계속 고용할 수 없다는 것을 잘 알고 있기에, 감사인이 임기의 연장을 도모하기 위해서 독립성을 훼손하면서까지 피감기업을 만족시킬 필요는 없을 것이라고 가정하고 있다. 이는 특별히 보수적인 감사를 수행할 유인이나 공격적인 감사를 용인해줄 유인이 모두 존재하지 않음을 의미한다. 그러므로 임기 마지막 연도인 6년차에 보수적인 감사를 할 이유도 또한 없을 것이라고 한다. 분석결과에 의하면 감사인 강제교체제도로 감사인을 교체한 기업의 경우 감사인 강제교체 전에 보수적인 감사가 이루어지지 않았음을 발견하였다.

최종학 외(2016)에서는 감사인 강제교체 시 초도감사보수 할인에 대해서 연구하였다. 감사인이 강제교체된 표본에서 초도감사보수 할인이 발생하였다. 감사인 강제교체 기업의 경우, 초도감사보수 할인이 교체 첫 연도의 감사품질과는 유의한 연관성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 대해서 감사인 강제교체 시에 발생하는 감사보수 할인을 신규고객 수업을 위한 매물원가로 인식하기 때문이라고 설명하고 있다. 또한 초도감사보수 할인은 자율교체기업과 강제교체기업 모두에게 감사 투입시간의 감소를 유발하였다고 보고하였다.

최 관(2010)에 의하면 계속감사기간이 증가하면 이익반응계수가 증가하고, 재무분석가의 미

레이익예측치가 상승하며, 신용등급도 상승한다는 성향이 국내에 감사인 강제교체제도가 도입된 이후 악화되었다고 한다. 즉 2006년부터는 계속감사기간이 감사품질에 미치는 영향이 약해지므로 금융감독원이 2011년도부터 감사인 강제교체제도를 폐지한 것을 합리적인 선택이었다고 평가하고 있다.

감사인 강제교체제도를 통해 우리나라의 감사시장에서 집중도가 해소되었는지를 연구한 기은선 외(2016)은 감사인 강제교체제도가 감사시장의 과점화를 해소하였는지는 확인할 수 없었고, 감사시장의 역동성이 개선되었으나 통계적으로 유의하지 않았다고 보고하였다. 감사시장에 대한 시장 진입률도 감사인 강제교체제도가 도입된 이후 저하되었으며 이는 강제교체제도로 인한 신규 감사인 선임 시 상장기업들이 상장기업 감사경험이 있는 회계법인으로 몰렸기 때문이라고 추정하였다. 이러한 추정은 2014년을 기준으로 Big4에 상장기업 감사보수가 집중되어 있다는 사실을 통해 유추할 수 있다고 한다.

2. 가치관련성에 대한 선행연구 검토

감사인 강제교체와 가치관련성에 대한 직접적인 선행연구가 부재한 상황에서, 우선 유사제도에인 감사인 지정제도가 가치관련성과 어떠한 연관을 맺고 있는지를 분석한 연구들을 살펴본다. 감사인 지정제도는 일견 감사인 강제교체제도와 유사한 제도로서, 감사품질을 감사인의 독립성과 적격성의 결합 확률로 정의할 때 지정 감사인은 상대적으로 독립성이 높을 것으로 기대된다. 다수의 선행연구에서 지정감사인의 독립성이 그렇지 않은 경우보다 높다는 것을 발견하기도 하였으나, 일부 연구에서는 지정감사인의 감사품질이 자유선임 감사인에 비해 낮다는 결론을 제시하여 연구결과가 혼재된 상황이다.

김정옥(2014)에 의하면, 감사인이 지정된 기업은 비지정기업에 비해 회계정보의 가치관련성이 상대적으로 낮았다고 한다. 또한 감사인 지정직전연도의 가치관련성이 지정연도 및 지정해지연도에 비해 낮았다고 한다. 이는 감사인 지정제도로 인하여 제공된 회계정보는 상대적으로 낮은 정보효과를 가진다는 의미이며, 투자자들은 감사인 지정기업이 제공하는 회계정보를 비지정기업이 제공하는 회계정보 보다 상대적으로 낮게 평가하기 때문이라고 분석했다. 감사인 지정과 회계정보의 가치관련성에 대한 또 다른 연구인 박재환 외(2007)에 의하면 실증분석 결과 지정감사인의 경우 회계정보의 가치관련성이 더 높은 것으로 나타났다고 한다. 또한 지정 마지막 연도의 경우 계속적인 계약을 위해 감사품질이 훼손될 수 있음을 고려하여, 지정 마지막 기업연도와 자유수임기업연도의 순자산 장부가액의 회귀계수 및 수정 R^2 값을 비교해본 결과 지정 마지막 기업연도의 회계정보 가치관련성이 자유수임 기업연도의 회계정보 가치관련성 보다 큰 것으로 나타났다고 보고하고 있다.

상기 연구들은 감사인 지정제도와 가치관련성이 갖는 의미에 대한 연구로써 아직은 합의된

결론에 이르지 못한 실정이다. 일반적인 가치관련성에 대한 연구는 회계정보와 주가와 의 연관성에 대한 연구이다. 가치관련성을 연구할 때 다수 선행연구들의 경우 Ohlson(1995)의 모형을 사용하여 분석하고 있다. Ohlson 모형의 핵심은 주가와 순자산, 순이익의 관계에 주목하는 것이다. 회계정보의 가치관련성을 나타내는 전형적인 모형인 Ohlson 모형은 이익정보의 유용성만을 검증할 수 있는 주가수익률-이익 모형에 비해 이익과 순자산의 가치관련성을 동시에 고려하여 종합적인 회계정보의 가치관련성을 검증할 수 있게 해준다(김종대 외, 2007).

감사인 강제교체제도가 도입된 시기는 글로벌 금융위기 시기와 맞물렸으며 우리나라 경제에도 지대한 영향을 미쳤다. 세계 금융시장이 유기적으로 연결되어 있으므로 한 지역의 금융위기 여파가 한국에까지 미쳤던 것이다. 그리하여, 여러 선행연구들이 외환위기(IMF)와 글로벌 금융위기시의 가치관련성을 비교하여 연구를 수행하였다.

일반적인 경우 부도에 직면한 기업들은 순자산 가치관련성이 증가하고 순이익의 가치관련성은 감소한다. 이는 재무상태가 악화될수록 기업의 청산가치를 제공하는 순자산의 정보 역할이 커지는 반면 순이익은 기업의 성장가능성과 초과수익력을 의미하므로 기업이 재무적으로 곤란한 상태에 처하거나 위기 시에는 가치관련성이 감소하게 된다.

Ohlson(1995)의 기업가치 평가모형을 활용하여 연구한 최관 외(2010)에 의하면, 외환위기 기간에는 순이익의 가치관련성에는 유의적인 변화가 없었으나 순자산의 가치관련성은 하락했고, 글로벌 금융위기 기간에는 외환위기 기간과는 다르게 순이익의 가치관련성은 하락하고 순자산의 가치관련성은 증가하였거나 유의적인 변화가 없었다고 한다.

외환위기와 글로벌 금융위기 시점의 가치관련성에 대해 연구한 이화진 외(2011)는 Ohlson(1995)의 모형을 활용하여 분석했으며 외환위기 기간에는 순이익의 가치관련성은 통계적으로 유의미한 변화가 없었으나 순자산의 가치관련성은 유의하게 하락했다고 한다. 반면, 글로벌 금융위기 기간에는 순이익의 가치관련성이 유의하게 하락하고, 순자산의 가치관련성은 증가하여 대조적인 결과가 나타났다. 이렇게 대조적인 결과가 나타난 이유는 경제위기의 성격차에서 기인하고, 거시경제변수가 가치관련성에 영향을 미친다는 것을 다시 한 번 실증하는 계기가 되었다.

그리고, 감사인 강제교체제도는 코스피 기업에게만 적용되는 제도가 아니라 코스닥 기업에도 동일하게 적용되는 제도이다. 본 연구의 표본에는 거래소 기업과 코스닥 기업이 혼재해 있다. 코스피 기업과 코스닥 기업은 거래시장의 차별성에서 기인한 상이함이 있으므로 가치관련성에 대한 추가적인 분석이 필요하다. 거래소 기업과 코스닥 기업의 가치관련성을 연구한 김정재(2006)에 의하면, 거래소와 코스닥 사이에는 효율성 차이가 존재하며, 코스닥 일반기업과 벤처기업의 회계정보가 주가에 반영되는 형태에도 일정한 차이가 있다고 한다. Ohlson(1995) 모형으로 분석한 결과에 따르면 장부가액은 모든 기업과 모든 시차모형에서 유의하게 나타나지만, 회계이익의 경우 코스닥 일반기업의 회계이익은 당해 연도에는 정보효과가 미약하지만 3년 후에는 본격적으로 주가에 반영된다고 한다. 코스닥 기업의 경우에는 장기간 표본이기에 오랜 기간 생존에 성

공하여 기업의 청산가능성을 상당 부분 극복하였으므로 장부가액 외의 회계이익에 대한 정보가 치도 주가에 반영되었다고 한다. 그러므로 기업의 가치관련성을 평가할 때에는 업력 및 소속 시장에 따른 기업의 특성도 고려하여야 한다고 주장하였다.

3. 감사인 강제교체와 가치관련성에 대한 선행연구 검토

김연용(2013)에 의하면 감사품질이 높아지면 이는 해당 감사인의 감사업무를 통해 회계정보의 신뢰성이 담보되고, 높아진 신뢰성은 궁극적으로 회계정보의 기업가치관련성과 직접적으로 연계된다고 한다.

감사인 강제교체제도 도입 당시 감사인을 강제교체하여야 하는 기업들의 목록이 감사시장에 공개되어 있었다. 당시 회계법인들이 “올해 감사인 의무교체 대상회사 419개의 명단을 모두 갖고 철저하게 준비해 문제는 없다”고 언급하는 등 감사인을 의무적으로 교체하여야 한다는 정보는 비공개가 아니고 시장에 이미 정보로서 반영되고 있는 것이었다(박재환 외, 2008).

김정옥(2013)에 의하면, 회계정보와 기업가치와의 분석을 통해 투자자들이 회계정보를 계속 감사기간별로 차별적으로 받아들이며 의사결정에 반영하는지에 대한 분석을 시도하였다. 연구결과에 의하면, 감사인 강제교체제도로 감사인을 교체한 기업의 시장 참여자들이 이러한 강제적 변화를 차별적으로 인지하고 있다고 밝히고 있다. 또한 분석결과에 의하면 감사인 강제교체제도로 인하여 순이익에 대한 투자자들의 의존도가 월등히 높아졌으며, 장부가치에 대한 의존도는 떨어졌다고 한다. 이러한 결과는 향후 제시하게 될 본 연구의 실증분석 결과와도 일치한다.

우선 감사인 강제교체가 시행된 최초 연도인 2006년만을 연구대상으로 한 김 은(2011)의 연구에서, 감사인 강제교체가 과세소득의 차이에 미치는 영향에 대해서 분석을 시도하였고 감사인을 강제교체하면 이익조정이 억제된다는 결과를 보고하였다. 김선미 외(2010)에 의하면 감사인 강제교체를 하면 이익의 질이 더 높아진다고 한다. 재량적 발생액을 통하여 이익의 질을 분석하였는데, 감사인 강제교체 시 재량적 발생액과 유의미한 음(-)의 관계가 나타났다고 한다.

상기 보고된 연구결과를 통해서, 감사인 강제교체라는 감사인의 특성 변화로 인해 이익의 질이 높아지고 이익조정도 억제하게 되어 회계정보가 신뢰성을 갖게 되고 나아가 높은 품질의 회계정보는 가치관련성을 향상시킨다는 연구의 흐름 및 가설이 도출될 수 있다.

본 연구에서는 Ohlson(1995) 모형을 원용하여 감사인 강제교체 기업의 가치관련성에 관한 연구를 시도한다. 감사인이 강제교체된 기업의 회계정보 신뢰성이 높아져서 회계정보가 주가에 더 잘 반영되는 결과를 예상하며 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 : 감사인 강제교체 기업의 주당순자산 및 주당순이익은 가치관련성이 있다.

III. 연구의 설계

1. 연구모형

본 연구에서는 Ohlson(1995)의 모형을 분석에 사용한다.

$$V_t = b_0 + b_1 BV_t + b_2 E_t + b_3 O_t \quad \text{식 (1)}$$

단, V_t : t 년도 말 주가,
 BV_t : t 년도말 순자산,
 E_t : t 년도 순이익,
 O_t : 기타정보.

Ohlson(1995)모형을 분석에 맞도록 t 년도 말 주가를 $t+1$ 년도 3월말 시가로 수정하였고, 연구기간 중 특정 연도의 영향을 배제하기 위하여 연도별 더미변수(YR)와 산업더미변수(IND)도 추가하였다. 기타정보는 잔차로 처리하였고, 회계이익이 음(-)인 경우 회계이익과 주가와 관계가 회계이익이 양(+)인 경우와 다른 결과를 보인다는 선행연구에 따라 음(-)의 순이익을 나타내는 변수(NEGE)도 추가하였다. Hayn(1995)의 연구에서 손실보고기업은 이익보고기업에 비하여 주가이익배수가 차별적으로 낮음이 검증되었기 때문이다. 또한 Collins et al.(1997)도 순이익과 주식가치와의 관계에 있어서 순이익이 음의 값을 갖는 경우에는 양의 값을 갖는 경우와 다르게 이익의 지속성이 감소하여 순이익과 주식가치와의 상관관계가 감소한다고 주장하였다.

그리하여 실제 분석에 활용한 모형은 다음과 같다.

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1 BV_t + b_2 E_t + b_3 NEGE_t + \sum b_k YR_{i,t} + \sum b_k IND_{i,t} + \epsilon_t \quad \text{식 (2)}$$

단, $P_{t+1,3}$: $t+1$ 년 3월말 주가,
 BV_t : t 년말 주당순자산,
 E_t : t 년 말 주당 순이익,
 $NEGE_t$: E_t 가 음(-)이면 E_t , 아니면 0,
 $YR_{i,t}$: 관측치가 연도 t 에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수,
 $IND_{i,t}$: 대분류조정 산업더미
 ϵ_t : 잔차.

연구가설에 의하면, 감사인이 강제교체된 경우 주당순자산과 주당순이익의 주가배수가 클 것으로 예상하였으므로 이를 검증하기 위해서는 감사인 강제교체를 의미하는 변수(mc, Mandatory Change)가 필요하다. 감사인 강제교체 변수를 각각 주당순자산과 주당순이익에 교차시켰고, 주당순자산과 주당순이익 각각의 효과 뿐 아니라 모두를 포함하여 다시 한 번 회귀분석을 시도하였다.

식 (2-1)

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1 mc_t + b_2 BV_t + b_3 BV_t \cdot mc_t + b_4 E_t + b_5 NEGE_t + \sum b_k YR_{i,t} \\ + \sum b_k IND_{i,t} + \epsilon_t$$

식 (2-2)

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1 mc_t + b_2 BV_t + b_3 E_t + b_4 E_t \cdot mc_t + b_5 NEGE_t + \sum b_k YR_{i,t} \\ + \sum b_k IND_{i,t} + \epsilon_t$$

식 (2-3)

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1 mc + b_2 BV_t + b_3 BV_t \cdot mc_t + b_4 E_t + b_5 E_t \cdot mc_t + b_6 NEGE_t \\ + \sum b_k YR_{i,t} + \sum b_k IND_{i,t} + \epsilon_t$$

- 단, $P_{t+1,3}$: $t+1$ 년도 3월말 주가,
 mc_t : t 년도에 감사인이 강제교체 되었으면 1, 아니면 0,
 BV_t : t 년도 말 주당순자산,
 E_t : t 년도 말 주당순이익,
 $NEGE_t$: E_t 가 음(-)이면 E_t , 아니면 0,
 YR_{it} : 관측치가 연도 t 에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수,
 IND_{it} : 대분류조정산업더미
 ϵ_t : 잔차.

식 (2-1)에서 b_2 은 주당순자산의 주가배수이고, b_3 는 감사인 강제교체로 인하여 가치관련성을 의미한다. 감사인 강제교체제도 도입으로 인하여 가치관련성이 높아진다면, b_3 는 유의한 양(+)의 값을 가질 것이라고 예상할 수 있다. 또한 식(2-2)에서 b_3 는 주당순이익(E)의 주가배수이고, 감사인 강제교체제도 도입으로 인하여 가치관련성이 높아진다면, b_4 는 유의한 양(+)의 값을 가질 것이라고 예상할 수 있다. 그리고, 식 (2-3)에서 b_3 와 b_5 는 모두 유의한 양(+)의 값을 나타낼 것이라고 예측할 수 있다.

2. 표본선정

본 연구는 감사인이 강제교체 된 기업의 순자산과 순이익의 회계정보가 가치관련성이 있음을 입증하는 것으로 이다. 분석대상 기간 동안 감사인 강제교체와 자율교체로 분석 대상 기업을 세분화하는 것이 보다 타당한 연구결과를 제시할 것으로 여겨졌기에, 강제교체 기업연도와 자율교체 기업연도의 순자산과 순이익에 대한 주가관련성을 분석하였다.

분석 시기는 2006년부터 2010년의 거래소 시장기업과 코스닥 상장 기업을 포함하고 있으며, 금융업인 기업, 결산 월이 12월이 아닌 기업, 감사의견이 적정의견이 아닌 기업, 부채비율이 1보

다 큰 기업, 재무자료를 구할 수 없는 기업은 표본에서 제외하였다. 분석 대상 전체 기업-연도에서 다음과 같이 최종 표본을 추출하였다.

〈표 1〉 표본의 구성

	2006	2007	2008	2009	2010	합계
강제교체	55	120	439	93	48	755
자율교체	112	81	162	112	152	619

해당 연도 동안 전체 샘플은 1,374 기업-연도이나, 상·하위 10%인 110개 기업-연도를 삭제하여(truncation) 최종 1,264 기업-연도의 샘플로 분석에 착수하였다.

IV. 실증분석 결과제시

1. 기술통계

주요 변수에 대한 기술통계량은 <표 2>에 제시한다.

〈표 2〉 기술통계량

(단위 : 원)

A : 전체 표본 (N=1264)					
변수	평균	표준편차	최솟값	최댓값	중위수
P	9521.00	16871.86	164.00	134500.00	3205.00
BV	10205.26	18201.06	7.70	164162.00	3560.25
E	656.04	1960.79	-6301.00	14487.00	185.00
B : 감사인 강제교체 (N=698)					
변수	평균	표준편차	최솟값	최댓값	중위수
P	10734.84	18692.14	164.00	113500.00	3315.00
BV	11277.41	19479.89	11.78	164162.00	3927.12
E	737.53	2120.57	-6256.00	14487.00	183.00
C : 감사인 자율교체 (N=566)					
변수	평균	표준편차	최솟값	최댓값	중위수
P	8024.07	14185.82	175.00	134500.00	3050.00
BV	8883.07	16408.77	7.70	142283.00	3119.54
E	555.54	1740.32	-6301.00	12117.00	186.50

전체 표본기업을 대상으로 하여 분석한 A에서 주가(P)와 순자산(BV)의 평균(중위수)은 각각 9,521원(3,205원)과 10,205.26원(3,560.25원)으로 나타났다. 주당순이익(E)의 평균(중위수)은 각각 656.04원(185원)이다.

B와 C는 강제교체기업과 자율교체기업으로 구분하여 각각의 기술통계를 제시하고 있다. 감사인 강제교체기업의 주가(P)의 평균(중위수)이 10,734.84원(3,315원)인 반면, 자율교체기업의 주가(P)의 평균(중위수)은 8,024.07원(3,050원)으로 나타나, 강제교체기업의 주가(P) 평균(중위수)가 자율교체기업보다 통계적으로 유의하게 높다. 또한, 감사인 강제교체기업의 순자산(BV)의 평균(중위수)은 11,277.41원(3,927.12원), 자율교체기업의 순자산(BV) 평균(중위수)은 8,883.07원(3,119.54원)으로 나타났고, 통계적으로 유의한 차이가 있음을 알 수 있다. 주당순이익(E)의 경우, 강제교체기업의 평균(중위수)은 737.53원(183원)이고, 자율교체기업의 평균(중위수)은 555.54원(186.5원)으로 나타났다. 강제교체기업의 주당순이익(E)은 자율교체기업보다 높았고, 유의한 통계적 차이를 보였다. 이를 통해 강제교체기업의 주가(P), 주당순자산(BV), 주당순이익(E)의 평균이 모두 자율교체기업보다 높고 통계적으로 유의한 차이가 났음을 알 수 있다.⁵⁾

<표 3>의 주요변수간 상관관계 분석에서는 A 전체기업에서 주가(P), 주당순자산(BV), 주당순이익(E)이 1% 유의수준에서 유의한 (+)의 관계가 있음을 보여주고 있다.

〈표 3〉 주요 변수간 상관관계

A : 전체 표본 (N=1264)			
	P	BV	E
P	1		
BV	0.629*** (<.0001)	1	
E	0.653*** (<.0001)	0.636*** (<.0001)	1

5) 차이분석 결과

변 수	강제교체 (N=698)	자율교체 (N=566)	차이(t값)
P_{t+3}	10734.8	8024.1	2710.7*** (-2.93)
BV	11277.4	8883.1	2394.3*** (-2.37)
E	737.5	555.5	182* (-1.68)

〈표 3〉 주요 변수간 상관관계 (계속)

B : 감사인 강제교체 (N=698)			
	P	BV	E
P	1		
BV	0.639*** ($<.0001$)	1	
E	0.703*** ($<.0001$)	0.650*** ($<.0001$)	1
C : 감사인 자율교체 (N=566)			
	P	BV	E
P	1		
BV	0.605*** ($<.0001$)	1	
E	0.551*** ($<.0001$)	0.608*** ($<.0001$)	1

B 강제교체기업, C 자율교체기업을 대상으로 분석한 주요 변수 간 상관관계를 살펴보면 패널 A와 마찬가지로 주가(P), 주당순자산(BV), 주당순이익(E)이 모두 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다.

3. 감사인 강제교체기업과 자율교체기업에 대한 실증분석

〈표 4〉에서는 주당순이익과 주당순자산의 가치관련성에 대해서 분석하였다. 먼저 감사인 강제교체기업연도의 주당순자산의 가치관련성을 검증하는 식 (2-1)의 결과를 보면, 주당순자산(BV)에 대한 회귀계수는 0.240으로써 양(+)의 유의한 결과값을 보이나, 감사인 강제교체(mc)와 상호작용한 회귀계수(BV · mc)는 0.053으로 양(+)의 값이지만 통계적으로 유의미하지는 않았다. 감사인 강제교체기업연도의 주당순이익(E)의 가치관련성을 살펴보는 식 (2-2)에서는 주당순이익(E)의 회귀계수가 3.563으로써 양(+)의 유의미한 결과를 보이고, 감사인 강제교체(mc)와 주당순이익(E)을 상호작용시킨 변수(E · mc)의 계수값도 1.369이며 양(+)의 유의한 결과를 나타냈다. 이는 감사인 강제교체기업연도의 주당순이익(E)이 주가와 가치관련성을 갖을 것이라는 가설과 일치하는 결과이다. 이러한 결과는 감사인 강제교체기업의 주당순이익(E · mc)이 주당순자산(BV · mc)과 가치관련성에 차이가 있다는 것을 나타내준다. 식 (2-3)은 주당순자산(BV)과 주당순이익(E)의 주가관련성이 감사인 강제교체와 자율교체간에 차이가 존재하는지를 실증분석한

결과이다. 우선, 주당순자산(BV)과 감사인 강제교체기업을 상호작용한 변수(BV · mc)의 회귀계수가 -0.062로서 유의하지 않은 결과를 나타낸다. 주당순이익(E)을 감사인 강제교체기업과 상호작용한 변수(E · mc)의 회귀계수는 1.733으로써 통계적으로 1% 유의수준에서 유의하다.

〈표 4〉 감사인 강제교체기업의 주당순자산과 주당순이익의 가치관련성

식 (2-1)

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1mc_t + b_2BV_t + b_3BV_t \cdot mc_t + b_4E_t + b_5NEGE_t + \sum b_k YR_{i,t} + \sum b_k IND_{i,t} + \epsilon_t$$

식 (2-2)

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1mc_t + b_2BV_t + b_3E_t + b_4E_t \cdot mc_t + b_5NEGE_t + \sum b_k YR_{i,t} + \sum b_k IND_{i,t} + \epsilon_t$$

식(2-3)

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1mc + b_2BV_t + b_3BV_t \cdot mc_t + b_4E_t + b_5E_t \cdot mc_t + b_6NEGE_t + \sum b_k YR_{i,t} + \sum b_k IND_{i,t} + \epsilon_t$$

변 수	식 (2-1)	식 (2-2)	식 (2-3)
절편	9783.917** (2.26)	9338.909** (2.17)	8960.784** (2.08)
mc_t	1281.359 (1.59)	973.226 (1.31)	1377.728* (1.72)
BV_t	0.240*** (7.13)	0.273*** (11.25)	0.312*** (8.17)
$BV_t \cdot mc_t$	0.053 (1.43)		-0.062 (-1.31)
E_t	4.453*** (17.37)	3.563*** (10.44)	3.333*** (8.69)
$E_t \cdot mc_t$		1.369*** (3.95)	1.733*** (3.91)
$NEGE_t$	-4.929*** (-7.2)	-4.798*** (-7.04)	-4.761*** (-6.98)
YR	포함	포함	포함
IND	포함	포함	포함
수정 R^2	0.53	0.537	0.538
F 값	111.76***	114.01***	106.05***
N	1264	1264	1264

- 1) $P_{t+1,3}$: $t+1$ 년도 3월말 주가,
 mc_t : t 년도에 감사인이 강제교체되었으면 1, 아니면 0,
 BV_t : t 년도 말 주당순자산,
 E_t : t 년도 말 주당순이익,
 $NEGE$: E_t 가 음(-)이면 E_t , 아니면 0,
 $YR_{i,t}$: 관측치가 연도 t 에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수,
 $IND_{i,t}$: 대분류산업조정더미,
 ε_t : 잔차.
- 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

본 연구의 설명변수는 주당순자산(BV)과 주당순이익(E)으로서 감사인이 강제교체된 경우 차별적인 가치관련성이 있는지를 살펴보기 위하여 상호작용변수($BV \cdot mc$, $E \cdot mc$)를 설정하였다. 분석결과 상기 모형 모두에서 주당순자산(BV)과 주당순이익(E)은 주가와 관련이 있었으나, 감사인 강제교체기업의 주당순자산($BV \cdot mc$)은 주가와 유의미한 관련을 보이지 않았다. 또한 감사인 강제교체시 주당순이익($E \cdot mc$)의 경우 주가와 관련성이 있기에 감사인 강제교체시의 주당순이익은 가치관련성이 있다고 설명할 수 있다.

본 연구에서는 감사인 강제교체 기업 주당순이익($E \cdot mc$)이 주가와 가치관련성이 있었음을 알 수 있었다. 주당순자산(BV)은 그 자체로는 주가와 관련이 있었으나, 강제교체 기업의 경우에는 가치관련성이 사라지는 결과를 보였다. 이러한 결과를 좀 더 면밀히 분석해보고자 추가분석을 통해 시장별로 감사인 강제교체제도가 어떻게 작동하였는지를 파악해보고자 한다.

4. 추가분석

가. KOSPI vs. KOSDAQ

추가 분석은 샘플을 KOSPI기업과 KOSDAQ기업으로 나눈 연구이다. 선행연구에 의하면 KOSPI 상장기업과 KOSDAQ 등록기업에는 차이가 있다고 한다. 연강흠(1998)에 의하면, 코스닥 종목의 저평가정도가 심해 코스닥시장에 등록했다는 사실은 정보 비대칭을 해소시키지 못하며, 코스닥 시장은 약형 효율성도 만족시키지 못할 정도로 매우 비효율적이라고 한다. 또한 연강흠 외(2002)에 의하면 정보비대칭이 해소되는 기간이 코스닥 일반기업에 비해 코스닥 벤처기업이 더 길다고 한다.

코스닥 벤처기업의 경우 주당초과이익과 주당순자산은 유의하지 않은 것으로 나타나서 코스닥 벤처기업의 경우에는 주당초과이익과 주당순자산만으로는 기업가치가 설명되지 않는다고 할 수 있다고 설명하고 있다. 코스닥 기업에서 등록기간이 길수록 회계정보의 주식가치 설명력이 높다는 것도 알 수 있다.

본 추가분석에서는 KOSPI기업 대 KOSDAQ기업의 구분을 시도하였다. 분석결과, KOSPI 기

업과 KOSDAQ 기업에는 차이가 있음이 나타났다. KOSPI시장에서 감사인 강제교체기업의 주당순자산($BV \cdot mc$)의 상호교차항은 유의하지 않은 음(-)으로 낮은 관련성을 보이고, 주당순이익($E \cdot mc$)과는 유의한 높은 관련이 있어 이는 상기 <표 5>의 분석 결과와 동일하다. 그렇지만, KOSDAQ 시장의 경우에는 감사인 강제교체와 주당순자산(BV)는 양(+)의 유의미한 관련이 있었으며, 주당순이익(E)에서도 통계적으로 유의미한 관계가 나타났다.

이성엽 외 (2013)에서는 별도재무제표와 연결재무제표의 가치관련성을 Ohlson(1995) 모형으로 설명한다. 분석대상 회계연도는 우리나라에서 K-IFRS를 도입한 이후 최초로 전면적으로 적용한 2011년과 소급하여 적용한 2010년이다. 분석 결과는 연결재무제표와 별도재무제표의 순자산과 순이익은 가치관련성이 있는 것으로 나타났고, 순자산과 순이익 중 주가에 좀 더 영향을 주는 요인은 순이익인 것으로 나타났다.

<표 5> KOSPI vs. KOSDAQ

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1 mc_t + b_2 BV_t + b_3 BV_t \cdot mc_t + b_4 E_t + b_5 E_t \cdot mc_t + b_6 NEGE_t + \sum b_k YR_{i,t} + \sum b_i IND_{i,t} + \epsilon_t$$

변 수	KOSPI	KOSDAQ
절편	6526.582*** (2.67)	7548.715*** (2.85)
mc_t	2664.011 (1.41)	-971.66 (-1.45)
BV_t	0.324*** (5.21)	0.024 (0.46)
$BV_t \cdot mc_t$	-0.096 (-1.29)	0.177** (2.38)
E_t	3.873*** (5.84)	2.697*** (7.09)
$E_t \cdot mc_t$	1.364* (1.87)	1.147** (2.35)
$NEGE_t$	-5.677*** (-4.3)	-2.906*** (-4.81)
YR	포함	포함
IND	포함	포함
수정 R^2	0.539	0.293
F 값	47.85***	23.01***
N	520	744

- 1) $P_{t+1,3}$: $t+1$ 년도 3월말 주가,
 mc_t : t 년도에 감사인이 강제교체되었으면 1, 아니면 0,
 BV_t : t 년도 말 주당순자산,
 E_t : t 년도 말 주당순이익,
 $NEGE_t$: E_t 가 음(-)이면 E_t , 아니면 0,
 $YR_{i,t}$: 관측치가 연도 t 에 속하면 1, 아니면 0 인 더미변수,
 $IND_{i,t}$: 대분류산업조정더미,
 ε_t : 잔차.
- 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

시장별로 세분화한 분석결과를 통해 KOSPI시장의 감사인 강제교체기업 주당순자산($BV \cdot mc$)의 경우에는 주가와 관련성이 유의하지는 않았음을 알 수 있다. KOSDAQ시장에서 감사인 강제교체기업의 주당순자산($BV \cdot mc$)은 양(+)의 유의한 관련성을 보여 가치관련성이 여전히 가치관련성이 있음도 알 수 있다.

이러한 결과를 통해 감사인 강제교체제도는 KOSDAQ시장에서 보다 효율적으로 작동하였고, KOSDAQ시장의 회계투명성을 향상시켰음을 알 수 있다.

나. 내생성(endogeneity) 통제

<표 4>에서 통제하지 못한 변수가 감사인 강제교체에 영향을 미칠 수 있다는 가능성이 있으므로, 이러한 가능성을 통제한 후 분석하기 위하여 Heckman(1979)의 2단계 도구변수 모형을 이용하여 분석을 시도했다. 첫 번째는 아래 식(3)과 같이 감사인 강제교체라는 사건에 영향을 미칠 수 있는 변수들을 통제하여 프로빗 회귀분석을 실시하고 이를 통해 추출된 Inverse Mills Ratio를 식(2-3)에 반영하여 분석하였다. 강제교체의 통제변수들은 신근식 외(2014)를 참조하였다.

$$mc_{i,t} = b_0 + b_1 BigAuditor_{i,t} + b_2 Size_{i,t} + b_3 Lev_{i,t} + b_4 Roa_{i,t} + b_5 Cfo_{i,t} + b_6 Ppe_{i,t} + b_7 Loss_{i,t} + b_8 Current + \epsilon_{i,t} \quad (식3)$$

여기에서,

- $mc_{i,t}$: t 년도에 감사인이 강제교체되었으면 1, 아니면 0,
 $BigAuditor_{i,t}$: 대형감사인으로부터 감사를 받으면 1, 아니면 0,
 $Size_{i,t}$: 총자산의 자연로그값으로 계산한 기업규모,
 $Lev_{i,t}$: 총부채/총자산으로 계산한 부채비율,
 $Roa_{i,t}$: 총자산수익률로 계산한 수익성,
 $Cfo_{i,t}$: 영업현금흐름/총자산,
 $Ppe_{i,t}$: 고정자산/총자산,
 $Loss_{i,t}$: 당기순손실이 있으면 1, 아니면 0,
 $Current_{i,t}$: 유동자산/유동부채로 계산한 유동비율,
 $\varepsilon_{i,t}$: 잔차.

식 (3)에서 추출된 IMR(Invers Mills Ratio)을 아래 식 (4)에 포함함으로써 감사인이 강제교체되는 기업의 특성을 통제한다. 이 때 통제변수들은 식(2-3)의 변수들과 동일하다.

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1mc_t + b_2BV_t + b_3BV_t \cdot mc_t + b_4E_t + b_5E_t \cdot mc_t + b_6NEGE_t + b_6IMR_t + \sum b_k YR_{i,t} + \sum b_i IND_{i,t} + \epsilon_t \quad (\text{식4})$$

식 (4)를 이용한 분석결과는 <표 6>에 제시되어 있다. 표에서 확인할 수 있듯이 감사인이 강제교체되면 주당순자산(BV · mc)은 주가와 통계적으로 유의미하지 않으나, 주당순이익(E · mc)은 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것을 알 수 있다.

<표 6> 내생성 통제

$$P_{t+1,3} = b_0 + b_1mc_t + b_2BV_t + b_3BV_t \cdot mc_t + b_4E_t + b_5E_t \cdot mc_t + b_6NEGE_t + b_6IMR_t + \sum b_k YR_{i,t} + \sum b_i IND_{i,t} + \epsilon_t \quad (\text{식4})$$

변 수	식 (4)
절편	-8931.8* (-1.94)
mc_t	33092*** (9.44)
BV_t	0.241*** (6.39)
$BV_t \cdot mc_t$	-0.038 (-0.83)
E_t	3.405*** (9.17)
$E_t \cdot mc_t$	1.536** (3.57)
$NEGE_t$	-3.976*** (-5.97)
IMR_t	-20471*** (-9.28)
YR	포함
IND	포함
수정 R^2	0.5674
F 값	111.46***
N	1264

- 1) $P_{t+1,3}$: $t+1$ 년도 3월말 주가,
 mc_t : t 년도에 감사인이 강제교체 되었으면 1, 아니면 0,
 BV_t : t 년도 주당순자산,
 E_t : t 년도 주당순이익,
 $NEGE_t$: E_t 가 음(-)이면 E, 아니면 0,
 IMR : Invers Mills Ratio,
 $YR_{i,t}$: 관측치가 t 년도에 속하면 1, 아니면 0인 더미변수,
 $IND_{i,t}$: 대분류조정산업더미,
 ε_t : 잔차.
- 2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미한다.

특히 IMR 변수는 주가와 감사인강제교체 여부에 영향을 미치고 있어 내생성 통제가 필요했음을 보여준다. 아래의 결과는 감사인이 강제교체되는 기업의 특성을 통제한 후에도 여전히 주가와 가치관련성을 갖고 있다는 결과를 의미하는 것으로 요약된다.

V. 결 론

상기 연구는 감사인 강제교체제도와 가치관련성을 살펴본 논문으로서, 본 연구에서는 감사인 강제교체제도로 인하여 감사인을 강제교체하게 된 기업들의 주가와 회계변수와의 관련성을 살펴보았다. <표 4>에서 감사인이 강제교체된 경우, 주가와 해당 기업의 주당순자산($BV \cdot mc$)의 계수는 유의미하지 않은 부(-)를 나타냈다. 주당순자산의 결과와는 다르게 감사인이 강제교체된 경우의 주가와 주당순이익($E \cdot mc$)은 대부분의 경우 유의한 양(+)의 관계를 나타냄을 알 수 있었다. 이를 통해서 감사인 강제교체제도와 주당순자산($BV \cdot mc$)은 가치관련성과 유의적인 관계가 있음을 살펴볼 수 없었고, 주당순이익($E \cdot mc$)은 가치관련성과 밀접한 양(+)의 관계를 맺고 있음을 알 수 있었다. 이러한 결과에 대해서 좀 더 분석해보고자 KOSPI와 KOSDAQ 시장으로 분류하여 분석을 시도였다. KOSPI 시장에 등록된 기업들의 감사인 강제교체시 주당순자산($BV \cdot mc$)에 대한 주가관련성은 전체 시장의 주당순자산 주가관련성과 일치하는 결과를 보였다. KOSDAQ시장에서 감사인 강제교체시 주당순자산($BV \cdot mc$)의 주가와와의 관련성은 유의한 양(+)의 결과를 나타내어, KOSDAQ시장에서는 감사인 강제교체제도를 통해 회계투명성이 향상되었음이 입증되었다.

감사인 강제교체제도의 시행시기가 짧았지만 다양한 분야로 연구의 외연을 확대시킬 필요가 있다. 본 연구에서는 감사인 강제교체제도 기업의 가치관련성에 대해서 실제적으로 어떠한 연관이 있었는지를 알아보고자 하였다.

참고문헌

- 권수영 · 김문철 · 손성규 · 최 관 · 한봉희. 2010. 『자본시장에서의 회계정보 유용성』. 신영사.
- 기은선 · 정광화. 2016. “감사인 강제교체제도가 감사시장 내 경쟁 및 역동성에 변화를 가져오는가?”. 회계연구 제21권 제2호 : 159-184.
- 김선미 · 유승원. 2010. “감사품질과 감사인 강제교체 및 자율교체”. 회계와감사연구 제51권 : 227-256.
- 김선미 · 유승원. 2011. “외부감사인 강제교체에 따른 보수주의 성향”. 경영학연구 제40권 제5호 : 1211-1246.
- 김연용. 2013. “감사인의 특성이 회계정보의 기업가치관련성에 미치는 영향”. 회계연구 제18권 제2호 : 73-94.
- 김 은. 2011. “감사인 강제교체와 자율교체가 회계이익고 고세소득의 차이에 미치는 영향”. 경영교육연구 제66권 : 73-99.
- 김정옥. 2013. “계속감사기간에 따른 회계정보유용성의 차이 : 회계정보의 가치관련성을 중심으로”. 회계학연구 제38권 제2호 : 145-178.
- 김정옥. 2014. “감사인 지정기업 회계정보의 가치관련성”. 세무와회계저널 제15권 제3호 : 209-233.
- 김정재. 2006. “시장효율성과 회계수치의 가치관련성 -거래소기업과 코스닥기업의 비교-”. *Journal Of Business Research*. 21(4) : 127-150.
- 김종대 · 조문기. 2007. “경영자지분율과 회계정보의 가치관련성 간의 상관관계분석”. 회계학연구, 제32권 제4호 : 1-27.
- 김종일 · 이석준 · 박종현. 2009. 『기업가치평가』. INFINITY BOOKS.
- 도태현 · 조현우. 2013. “경제위기와 상장기간이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제26권 제2호 : 453-474.
- 박연희 · 정문기. 2015. “파트너 강제교체가 감사품질에 미치는 영향 : 파트너 강제교체 규정 개정 전 · 후 비교”. 회계학연구 제40권 제1호 : 37-72.
- 박재환 · 김진희. 2007. “감사인지정과 회계정보의 가치관련성”. 회계정보연구 제25권 제4호 : 135-154.
- 박재환 · 박희우 · 정태범. 2008. “감사인 강제교체제도가 감사보수에 미치는 영향”. 회계저널 제17권 제1호 : 137-160.
- 신근식 · 조형진 · 최종학. 2014. “감사인 교체와 감사인의 보수적 회계감사”. 회계 · 세무와 감사연구 제56권 제1호 : 179-211.
- 이성엽 · 김완희 · 오종문. 2013. “K-IFRS에 의한 연결재무제표와 별도재무제표의 가치관련성에 관한 연구”. 세무와회계저널 제14권 제6호 : 105-132.
- 이화진 · 문병석. 2011. “장부가치와 회계이익구성요소의 상대적 가치관련성 -외환위기와 금융

- 위기 시점의 비교—” 기업경영연구 제18권 제4호 : 203—224.
- 장지인 · 정혜정 · 이경주. 2002. “회계이익과 장부가액의 상대적 가치관련성에 관한 실증연구”. 대한경영학회지 제34호 : 513—533.
- 전규안 · 오용락. 2003. “등록기간이 코스닥기업의 주가가치에 미치는 영향”. 중소기업연구 제25권 : 177—198.
- 정태범 · 박재환 · 박희우. 2008. “회계법인 강제교체제도에 대한 검토”. 세무와회계저널 제9권 제3호 : 313—342.
- 최 관 · 최성호. 2010. “경제위기가 회계정보의 가치관련성에 미친 영향”. 회계저널 제19권 제3호 : 83—110.
- 최아름 · 선우혜정 · 최종학. 2014. “감사법인 강제교체제도 도입을 둘러싼 논란 : 현황과약 및 선행연구의 발견에 대한 문헌검토와 정책제언”. 회계저널 제23권 제6호 : 37—87.
- 최종학 · 안성희 · 황문호. 2016. “초도감사보수 할인이 감사품질에 미치는 영향 : 감사인 강제교체기업과 자율교체기업의 차이”. 회계학연구 제41권 제2호 : 131—165.
- 황문호 · 안성희. 2016. “감사인 강제교체제도 하에서의 회계법인 선택요인과 감사품질”. 세무와회계저널 제17권 제1호 : 61—87.
- Bleibtreu and Stefani. 2018. The Effects of Mandatory Audit Firm Rotation—analytical paper. *The Accounting Review*. 93(1) : 1—27.
- Brody, Richard G, Moscove Stephen A. 1998. Mandatory Auditor Rotation. *The National Public Accountant*. 43(3) : 32—35.
- Hakwoon Kim, Hyoik Lee, Jong Eun Lee. Mandatory Audit Firm Rotation And Audit Quality. *The Journal of Applied Business Research*. 31(3) : 1089—1106.
- Ohlson, J., 1995. Earning, Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*. 11(2) : 661—687.
- Reid and Carcello. 2017. Investor Reaction to the Prospect of Mandatory Audit Firm Rotation, *The Accounting Review*. 92(1) : 183—211.
- Robert W. Holthausen, Ross L. Watts. 2001. The Relevance of the value—relevance literature for financial accounting standard setting. *Journal of Accounting and Economics*. 31 : 3—75.
- Soo Young Kwon, Youngdeok Lim, and Roger Simnett. 2014. The Effect of Mandatory Audit Firm Rotation on Audit Quality and Audit Fees : Empirical Evidence from the Korean Audit Market. *Auditing : A Journal of Practice & Theory*. 33(4) : 167—195.

A Study on Value Relevance of Mandatory Auditor Rotation Firm^{*}

Im Uni^{**} · Kim Jong-il^{***}

〈Abstract〉

The mandatory rotation system for auditors was abolished after a certain period of time after it was first introduced to Korea as an accounting system advancement measure. Since the period of maintenance of the system is short, the research has not been conducted on a wide variety of subjects related to the change of the system.

This study is a study on the relationship between stock price and accounting information of the mandatorily rotated companies on auditor. According to the results of this study on the value relevance between stock price at the end of March and net asset per share (BV) and earnings per share (E), net asset per share with mandatory rotation (BV · mc) could know that it was relatively low. On the other hand, the earnings per share (E · mc) of the compulsory substitute companies showed a high correlation with the share price. In addition, we tried to analyze how these results were actually received by the market.

As a result of analyzing the fact that the structure of the firms that forced the auditors to rotate the KOSPI and the KOSDAQ companies was different, there was a difference in the value relevance of the mandatory auditor rotation companies according to the characteristics of the market. KOSDAQ companies had lower value of explanatory power than KOSPI firms and KOSPI firms had the same net asset value as the sample of the forced rotation companies in the KOSPI market. However, in the KOSDAQ market, forced rotation companies net asset per share (BV · mc) has significant positive (+) value relevance. As a result of these market differences, we find that the mandatory rotation system of auditors increases value relevance in the KOSDAQ market rather than the KOSPI market.

In this study, we examine how the market responds to changes in the system. It is significant that we looked at the changes in the market in response to the mandatory rotation regulations introduced into the legal system.

〈Key words〉 Auditing, Mandatory Auditor Rotation, Value Relevance, KOSPI, KOSDAQ.

* This work was supported by The Catholic University of Korea, Research Fund, 2018.

** Doctoral Student, School of Business, The Catholic University of Korea, uniqu22@catholic.ac.kr, First Author

*** Associate Professor, School of Business, The Catholic University of Korea, jayk@catholic.ac.kr, Corresponding Author