

## 이익공시유형에 따른 발생액 이상현상

강나라(주저자)

성균관대학교 경영대학 박사과정생  
(cpatax@naver.com)

백원선(교신저자)

성균관대학교 경영대학 교수  
(wpaek@skku.ac.kr)

본 연구는 이익공시유형의 차이가 발생액 이상현상과 체계적인 관련을 갖는지를 살펴보았다. Sloan(1996)은 투자자들이 재무제표상 이익을 기계적으로 해석하는 기능적 고착화로 인하여 발생액 이상현상이 야기된다고 설명하였다. 이는 발생액과 현금흐름의 차이 이익에 대한 지속성이 다름에도 불구하고 기능적 고착화로 투자자들이 이를 주가에 충분히 반영하지 못함을 의미한다. 본 연구에서 중요한 점은 이익공시일에 발생액에 관한 정보가 제시되는가 여부에 따라 기능적 고착화의 정도가 달라질 수 있다는 것이다(Levy 2008, Hirshleifer et al. 2012).

우리나라의 공시제도에서 수시공시와 실적공시에 의한 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 공시되지 않는다. 따라서 투자자들은 가결산 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보를 원천적으로 반영할 수 없으며, 재무제표공시일이 되어야 반영할 수 있다. 하지만 재무제표공시일에 투자자들이 발생액 정보를 충분히 반영하지 못할 수 있다. 왜냐하면 한정된 주의력(limited attention) 또는 거래비용으로 인하여 이미 구성된 투자포트폴리오를 재구성하기 어렵기 때문이다. 이와 같은 이유로 이익공시유형의 차이에 따라 발생액 정보가 주가에 반영되는 정도가 다를 수 있다.

본 연구는 2002년부터 2012년까지 거래소에 상장된 표본 중 손실기업과 최저분위 발생액을 제외한 기업-연도 표본으로 이루어졌다. 분석결과, 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 없는 경우 이에 대한 정보가 있는 경우보다 발생액 이상현상이 크게 나타났다. 특히 이익구성요소에 대한 정보 없이 이익이 공시된 후 재무제표공시일에 정정되지 않은 경우에 발생액 이상현상이 더욱 두드러졌다.

본 연구의 결과는 이익구성요소에 관한 정보가 이익공시일에 제공될 때 투자자들에게 유용할 수 있음을 의미한다. 바꾸어 말하면, 발생액과 현금흐름에 관한 정보가 수시공시와 실적공시에 의한 가결산 공시에 포함된다면 이익공시의 정보유용성이 향상될 수 있다는 것이다.

주제어: 발생액 이상현상, 이익공시유형, 앵커링 효과, 거래비용

### 1. 서론

본 연구는 우리나라의 이익공시제도하에서 이익구성요소의 공시여부에 따라 발생액 이상현상이 어떻게 달라지는지 살펴보았다. 많은 선행연구들은 발생액 이상현상의 원인을 재무제표상의 이익을 기계적으로 해석하는 기능적 고착화에서 찾고 있다. 이익

공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 공시되는지 여부는 기능적 고착화에 영향을 미칠 수 있다(Levy 2008, Hirshleifer et al. 2012). 따라서 이익구성요소에 대한 정보 없이 이익정보가 공시된다면 발생액 이상현상이 더 뚜렷하게 나타날 수 있다.

Sloan(1996)이 발생액 이상현상을 최초로 보고한 이래로 발생액 이상현상의 원인에 대한 광범위한 연구가 있었지만, 이에 대한 원인에 대하여 연구결과

가 통일되어 있지는 않다. Sloan(1996)을 포함한 많은 선행연구들은 시장참여자들이 이익구성요소를 구분하지 않고 재무제표상의 이익에만 초점을 맞추는 기능적 고착화에서 발생액 이상현상의 원인을 찾고 있다. 그러나 일부 연구들은 발생액의 이상현상을 포함한 여러 가지 시장이상현상이 자산가격결정모형에서 위험요인을 제대로 반영하지 못하기 때문에 생기는 현상으로 해석하고 있다(Fama and French 2008, Khan 2008). 또 다른 일부의 연구들은 발생액 이상현상이 성장성에 대한 과대평가의 일부분일 가능성을 제시한다(Fairfield et al. 2003, Wu et al. 2010).

발생액 이상현상이 투자자들이 재무제표상의 이익에 대한 기능적 고착화에서 비롯된 것이라면 이익공시 유형의 차이는 발생액 이상현상에 영향을 미치는 요인일 가능성이 있다(Levy 2008, Hirshleifer et al. 2012). 왜냐하면 이익공시일에 발생액과 현금흐름의 정보가 공시되느냐에 따라 투자자들이 발생액 정보를 인지할 수 있는 정도가 다르기 때문이다. 실적공시와 수시공시에 의한 이익공시일에는 발생액과 현금흐름에 관한 정보가 공시되지 않고 재무제표공시일에 이에 대한 정보가 공시된다. 즉, 발생액 정보가 공시되지 않은 상태에서 투자자들의 의사결정이 이루어지면, 투자자들의 의견이 이에 고착화되어 재무제표공시일에 발생액 정보가 공시되에도 불구하고 발생액 정보가 추가로 반영하기 어렵다. 또한 거래비용은 발생액 정보를 반영하지 못하는 다른 이유가 될 수 있다. 재무제표공시일에 발생액 정보를 알 수는 있지만 거래비용으로 인하여 이미 구성된 투자 포트폴리오를 재조정하기 어렵기 때문이다.

이와 같은 이유로 미국의 자본시장에서 이익공시일에 이익정보뿐 아니라 이익구성요소에 관한 정보를 제공해달라는 요구가 꾸준히 제기되어 왔다. 전미투자

자협의회(National Investor Relations Institute's)는 이익공시일에 이익정보뿐 아니라, 재무상태표와 현금흐름표에 관한 정보를 함께 제공해 줄 것을 촉구하고 있으며, 미국재무분석사협회(Chartered Financial Analyst Institute)나 미국증권위 재무보고개선위원회(SEC's Committee on Improvements in Financial Reporting) 등에서도 비슷한 권고를 하고 있다(Miao et al. 2013). 이러한 요구에 부응하여 미국에서는 이익공시일에 제공되는 정보의 수준은 꾸준히 증가하여 왔다. 이는 투자자들이 실질적으로 의사결정을 하는 시점에 해당하는 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 제공되는 것이 중요하기 때문이다.

본 연구는 이러한 논의를 토대로 두 가지 가설을 설정하였다. 첫째, 이익공시일에 이익구성요소를 알 수 없는 경우 그렇지 않은 경우에 비하여 발생액 이상현상이 크다. 둘째, 이익구성요소에 대한 정보 없이 제공된 이익이 재무제표공시일에 정정되지 않는 경우 정정되는 경우보다 발생액 이상현상이 크다. 본 연구는 2002년부터 2012년까지 표본기간 동안 한국거래소 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인을 대상으로 분석하였다. 또한 선행연구에서 발생액 이상현상의 교란원인으로 보고된 손실기업과 연도별 최저분위 발생액에 해당하는 표본을 제외하였다. 가설검증을 위하여 표본을 먼저 이익공시일에 (1) 이익구성요소에 대한 정보가 있는 집단과 (2) 이익구성요소에 대한 정보가 없는 집단으로 구분하였다. 또한 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 없는 집단을 (3) 기공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정된 집단과 (4) 정정되지 않은 집단으로 구분하였다.

실증분석의 결과, 이익공시의 유형에 따라 발생액 이상현상은 유의한 차이를 보였다. 구체적으로 살펴보면, 가설의 예측대로 이익공시일에 이익구성요소

에 대한 정보를 알 수 없는 집단에서 발생액 이상현상이 더 두드러졌다. 더 나아가, 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정된 집단보다 정정되지 않은 집단에서 발생액 이상현상이 집중적으로 나타났다.

선행연구는 이익공시일에 이익정보와 더불어 자발적으로 발생액에 관한 정보가 제공되는 경우 발생액 이상현상이 약화됨을 보고하고 있다(Levy 2008, Louis et al. 2008). 본 연구는 우리나라의 이익공시제도에서 이익공시일의 정보제공수준에 따라 발생액 이상현상이 어떻게 다른지를 살펴보았다는 데 의의가 있다. 또한 이익구성요소에 대한 정보 없이 제공된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되는 효과가 발생액 이상현상에 미치는 영향도 살펴보았다. 본 연구의 결과는 이익공시일에 발생액과 현금흐름에 관한 정보를 제공함으로써 시장참여자들에게 보다 유용한 정보를 제공할 수 있다는 Hirshleifer et al. (2012)의 정책적 제안이 유효함을 확인하는 것이다. 이는 수시공시 또는 실적공시에 의한 가결산 이익공시일에 발생액과 현금흐름에 관한 정보가 더불어 제공된다면 투자자들의 의사결정에 도움을 줄 수 있다는 것을 시사해 준다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제II장에서는 선행연구를 검토하고 이를 기반으로 가설을 설정하였다. 제III장에서는 연구방법과 표본의 구성에 대하여 살펴보았다. 제IV장에서는 실증분석결과를 논의하고, 마지막으로 제V장에서 결론을 맺었다.

## II. 선행연구 검토와 가설설정

### 2.1 선행연구 검토

#### 2.1.1 이익공시 이후의 추가반응

Wilson(1987)은 1981년과 1982년의 자료를 이용하여 연차보고서 공시 이후 9일간의 추가반응을 분석한 결과 발생액 요소보다는 현금흐름 요소에 더 우호적으로 반응한다고 보고하였다. 그러나 Bernard and Stober(1989)는 표본기간을 32개의 분기로 확장하여 조사한 결과 Wilson(1987)과 달리 시장참여자들이 발생액 요소보다 현금흐름 요소에 더 우호적으로 반응한다는 증거를 찾지 못하였다. 또한 Bernard and Stober(1989)는 이익공시일로부터 연차보고서 공시일까지 9영업일 이상 차이가 나는 표본을 대상으로 하여 연간보고서 공시 이후 9일간의 추가반응을 조사하였는데, 실제 발생액이 발생액 기대치보다 작더라도(실제 현금흐름이 기대 현금흐름보다 큰 경우) 추가반응이 우호적이라는 증거를 찾지 못하였다.<sup>1)</sup> Bernard and Stober(1989)의 연구는 이익공시일 이후 이익구성요소에 대한 정보가 제공되더라도 투자자들이 이를 고려하지 않음을 보여준다. 한편, Battalio et al.(2012)은 이익공시일 이후에 최초로 발생액 정보를 이용할 수 있는 날에 해당하는 10-K/Q 공시일에 발생액 정보를 이용한 거래가 일부 이루어지지만 주가에 영향을 미칠 수 있을 만큼 충분하지 않음을 보고하였다.

국내의 연구로서 여은정(2010)은 가결산 연간이

1) Bernard and Stober(1987)의 연구에서 이익공시일로부터 연차보고서 공시일까지 9영업일 이상 차이가 있는 집단을 대상으로 하였는데 전체 표본의 89.7%가 이에 해당하였다.

익에 대하여 이익정정공시가 후속적으로 있는 경우 정정방향에 따라 유의적인 주가반응이 나타남을 보고하였다. 이는 투자자들이 가결산 이익정보가 정정된 경우 정정된 이익정보를 투자자들이 추가적으로 반영하고 있음을 보여주고 있다.

### 2.1.2 발생액 이상현상

Sloan(1996)은 차기 이익에 대한 발생액의 지속성이 현금흐름의 지속성보다 작음에도 불구하고 시장참여자들은 이를 주가에 적절히 반영하지 못함을 보고하였다. 발생액 이상현상을 최초로 보고한 Sloan(1996)의 연구에서는 발생액 이상현상의 원인을 손익계산서상의 이익을 이익구성요소별로 구분하여 해석하지 아니하고 최종 정보인 당기순이익을 기계적으로 해석하는 기능적 고착화 때문으로 보았다.

하지만 발생액 이상현상이 위험요인 또는 성장요인을 반영한 결과라는 연구들도 있다. 우선 Fairfield et al.(2003)은 비유동자산의 증가와 관련된 이익의 차기 이익에 대한 지속성계수 역시 현금흐름의 차기 이익에 대한 지속성계수보다 낮음에도 불구하고 과대평가되고 있음을 보고하여, 발생액 이상현상이 성장성에 대한 과대평가의 일부일 가능성을 제시하였다. Wu et al.(2010)은 성장성이 예상치 못한 자본비용의 하락으로 이어질 수 있고, 자본비용의 하락이 비효율적인 과도한 투자와 높은 수준의 발생액으로 이어짐으로써 발생액과 미래수익률과 음(-)의 관련성을 가질 수 있다는 'q-theory'를 제시하였다.

Fama and French(2008)은 발생액 이상현상을 포함한 시장이상현상이 극단적인 비정상수익률이 발생한 주식에서 기인한다는 점을 제시하며, 발생액 이상현상을 포함한 시장이상현상들이 위험요인을 반영하는 것으로 해석하였다. Khan(2008)은 Fama

and French의 3요인 모형에 4요인(할인율에 관한 뉴스와 미래수익률에 관한 뉴스)을 새로운 위험요인으로 추가하는 경우 발생액에 의해 구성된 헷지포트폴리오의 초과수익률이 크게 감소함을 보고하여 발생액 이상현상이 위험요인을 반영한 결과일 수 있음을 제시하였다.

발생액 이상현상을 자산가격결정모형에서 위험요인 누락의 결과 또는 성장성의 과대평가의 일부로 보는 연구들도 있으나, 많은 연구들은 기능적 고착화의 관점에서 발생액 이상현상을 다루고 있다(Xie 2001, Bradshaw et al. 2001, Thomas and Zhang 2002, Richardson et al. 2005, 2006, Louis et al. 2008, Levy 2008, Hirshleifer et al. 2012, Radhakrishnan and Wu 2014). 특히, Richardson et al.(2006)은 매출액성장률과 발생액 이상현상과의 관련성을 살펴봄으로써 발생액 이상현상이 성장성의 과대평가의 아니라 기능적 고착화에 비롯되었음을 제시하였다. 또한 Chu(2011)은 유동자산이 유동부채보다 작은 기업군에서는 성장성이 낮을수록 발생액이 높아지는데, 이들 기업군에서는 발생액의 지속성이 현금흐름의 지속성보다 크다는 것과 발생액이 높을수록 차기 이익과 주식수익률이 높아짐을 보고하였다. 이러한 결과는 성장요인에 대한 과대평가로는 설명되지 않는 결과로서 기능적 고착화 가설을 지지하는 것이다. 한편, Hirshleifer et al.(2012)은 발생액 이상현상이 위험요인에 기인하는 것이 아니라 기능적 고착화에 기인한 것임을 Fama and French의 방법론을 사용하여 제시하였다.

기능적 고착화의 관점에서 발생액 이상현상을 살펴볼 때, 한정된 주의력(limited attention)은 발생액과 현금흐름의 차기 이익에 대한 지속성 차이를 충분히 인식하지 못하게 하는 원인이다(Hirshleifer and Teoh 2003, Louis et al. 2008, Levy 2008,

Hirshleifer et al. 2012, Radhakrishnan and Wu 2014). 즉, 기능적 고착화 가설은 발생액과 현금 흐름의 차기 이익에 대한 지속성의 차이가 있을 뿐 아니라, 투자자들이 이러한 차이를 충분히 인식하지 못하는 것을 전제로 한다. 이러한 이유로 Hirshleifer and Teoh(2003)는 투자자들의 한정된 주의력(limited attention)으로 인하여 발생액 이상현상이 생길 가능성을 제시하였다. Louis et al.(2008)과 Levy(2008)는 이익공시일에 발생액과 현금흐름에 관한 정보를 자발적으로 공시하는 경우 발생액 이상현상이 완화됨을 보고하였는데, 이러한 연구들은 한정된 주의력으로 인하여 발생액 이상현상이 강화됨을 실증한 연구들이다. Hirshleifer et al.(2012)은 이익공시일에 발생액과 현금에 대한 정보가 구분하여 공시함으로써 발생액 이상현상이 완화될 수 있다는 정책적 제안을 하였다.

미국에서는 2000년 이후 발생액 이상현상이 점차 퇴조함을 보고하는 연구들도 있다. Green et al.(2010)은 미국의 자본시장을 대상으로 한 연구에서 발생액 이상현상이 2000년을 기점으로 사라진 것을 보고하였다. 이러한 원인에 대해 Radhakrishnan and Wu(2014)는 재무분석가의 현금흐름에 대한 예측전망이 증가함으로써 투자자들이 발생액 정보에 더 많은 주의(attention)를 기울일 수 있게 된 것과 관련이 있음을 주장하였다. 한편, Miao et al.(2013)은 이익공시일에 공시되는 이익구성요소에 대한 정보수준에 따라 발생액 이상현상이 달라짐을 보고하였는데, 구체적으로 이익공시일에 자발적으로 발생액 정보를 제공하는 기업들이 지속적으로 증가해온 것으로 나타났다. 따라서 미국의 자본시장에서 이익공시일에 발생액 정보를 자발적으로 공시하는 기업들이 증가해온 것이 발생액 이상현상이 사라지는 데 일조하였을 가능성도 생각할 수 있다.

발생액 이상현상이 있음에도 차익거래가 충분히 일어나지 않는 원인에 관한 연구들도 있다. Lev and Nissim(2006)은 발생액 이상현상이 보고되었음에도 불구하고 이에 대한 차익거래가 충분히 발생하지 않는 이유를 분석하였다. 구체적으로 일부 기관투자자들이 발생액 이상현상을 이용하고 있지만 차익거래의 규모가 크지 않음을 보고하였다. Lev and Nissim(2006)은 차익거래의 규모가 충분히 크지 않은 이유로 거래비용을 들고 있다. 즉, 발생액 이상현상은 기업규모가 작고 수익성이 낮은 기업에서 주로 발생하는데 이러한 주식은 기관투자자들보다는 개인투자자들이 선호하지만 개인투자자들은 정보를 충분히 활용하지 못하고 거래비용으로 인하여 차익거래를 실현하기 어렵기 때문이라고 보고하였다. Mashruwala et al.(2006)의 연구에서도 발생액 이상현상에 대한 차익거래가 발생하지 않는 이유는 발생액 이상현상이 개별적인 위험요인과 거래비용이 큰 주식에서 주로 발생하기 때문이라고 하였다.

한편, Dopuch et al.(2005)은 미국 기업을 대상으로 한 연구에서 발생액 이상현상이 손실기업보다는 이익이 발생하는 기업에서 주로 나타난다고 보고하였다. 이화득 등(2008)에 따르면 우리나라에서도 발생액에 대한 과대반응이 이익기업에서 두드러지는 것으로 나타났다. 이러한 연구결과는 기업의 청산선택권 때문에 이익이 양(+의 값을 가지는 경우에만 가치관련성이 있다는 Hayn(1995)과 일관된 결과이다. 또 다른 연구에서는 또한 최저분위 발생액이 발생액 이상현상을 교란함을 보고하고 있다(Beneish and Nichols 2005, 남천현 2009). 왜냐하면 최저분위 발생액에 해당하는 표본의 경우 다음연도 주식 수익률이 매우 낮아서 발생액 이상현상을 왜곡시킬 수 있기 때문이다.

### 2.1.3 앵커링 효과 등

행동심리학에서는 인지처리의 편의(bias)에 관한 많은 연구가 있었다. 그 중에서 Festinger(1957)는 기존의 신념에 반대되는 새로운 증거가 심리적인 불안감을 야기하여 인지부조화 현상을 일으킨다고 보고하였다. Edwards(1968)는 심리적 보수주의로 인하여 새로운 정보가 대표성이 있다고 생각하지 않는 경우에는 새로운 정보에 대한 과소반응(underreaction)으로 나타난다는 것을 제시하였다. Tversky and Kahneman(1974)은 불확실성에서의 의사결정에서 잠정적으로 주어지는 최초의 가치에 기반을 두어 의사결정을 하는 경우 최종 가치가 제시되더라도 최종가치와 잠정적인 가치의 차이를 충분히 반영하지 못하는 앵커링 효과를 제시하였다.<sup>2)</sup> Lord et al. (1979)은 사람들이 한 번 의견을 형성하면 형성된 의견에 반대되는 새로운 증거가 제시되더라도 새로운 증거를 반영하기를 꺼린다는 사실을 보고하였다.

이러한 행동심리학 분야에서 이루어진 연구성과들이 회계분야의 연구에 도입되어 주식시장의 과소반응 또는 과대반응을 설명하는 연구들로 이어졌다. 이러한 연구의 일부는 정보제공의 흐름이 달라지면 의사결정도 달라질 수 있음을 보여준다(Hirshleifer and Teoh 2003, Levy 2008, Dougal et al.2015). Hirshleifer and Teoh(2003)은 시장참여자들의 한정된 주의력(limited attention)으로 인하여 회계정보가 제공되는 형태의 차이에 따라 의사결정이

달라질 수 있음을 이론으로 제시하였다. 이에 더 나아가, Levy(2008)는 이익공시일에 발생액 정보를 자발적으로 제공하는 경우 이상현상이 완화됨을 보고하였는데, 그 원인의 일부를 최초 의사결정에 투자자들이 고착화되는 앵커링 효과에 기인하는 것으로 주장하였다. Dougal et al.(2015)은 금융시장에서 신용위험에 대한 가산금리(credit spread)를 결정할 때에 앵커링 효과가 있음을 보고하여, 금융시장에서 정보제공의 흐름에 따라 의사결정이 달라짐을 보고하였다.

### 2.1.4 발생액 이상현상에 대한 국내의 연구

국내의 연구에서 발생액 이상현상을 검증한 연구 결과가 일치하지 않는다. 따라서 발생액 이상현상에 관한 국내의 연구에서 사용한 연구대상기간, 표본대상, 발생액의 측정방법 및 연구에 사용된 이익의 정의를 살펴볼 필요가 있다. 우리나라는 현금흐름표가 1994년 처음 도입되었다. 이러한 이유로 현금흐름표가 도입되기 이전기간을 포함하는 연구들은 재무상태표를 이용하여 발생액을 측정하고 있다(나종길 2006, 최관과 백원선 2007, 백원선 2009). 하지만 현금흐름표 도입 이후를 대상기간으로 한 다수의 연구에서는 이익에서 현금흐름표상의 영업현금흐름을 차감하는 방식으로 발생액 계산하고 있다(황이석 등 2005, 고종권과 윤성수 2006, 이화득 등 2008, 남천현 2011, 손성규 등 2011, 백원선 2014). 또

2) 평균적인 이익의 지속성이 0.7인 경우 예를 들어 보자. 최초 이익 공시가 된 시점에 투자자는 발생액에 대한 정보 없이 이익에 대한 지속성을 0.7로 잠정적으로 생각하고 의사결정을 내린다. 재무제표공시일에 발생액에 대한 정보가 새롭게 주어져 이익의 지속성이 0.6으로 정정되어야 하나 최초에 주어진 정보인 이익의 지속성이 0.7로 판단한 영향으로 인하여 투자자는 이익의 지속성을 0.6보다는 크게 0.7보다는 작게 편의를 가질 수 있다. 반대로 재무제표공시일에 발생액과 현금흐름에 대한 지속성이 주어져 새롭게 평가하면 이익의 지속성이 0.8로 정정되어야 하는 경우에는 최초의 잠정적인 판단점인 이익의 지속성이 0.7이라는 영향으로 새로운 정보를 충분히 반영하지 못하고 이익의 지속성을 0.7보다는 크게 0.8보다는 작게 평가할 것이다. 이 경우 앵커링의 기준점은 '이익의 지속성이 0.7이다'가 된다.

한 이익의 정의도 연구자별로 차이가 있다. 우리나라의 연구에서 일부 연구에서는 경상이익을 사용하였으나(이화득 2008, 백원선과 최길엽 2008), 또 다른 연구에서는 당기순이익을 사용하였다(황이석 등 2005, 김지홍 등 2008, 남천현 2011, 백원선 2014).

우리나라의 자본시장에서 발생액 이상현상이 나타나는 범위에 대한 보고에서도 차이가 있다. 이화득 등(2008)에서는 이익이 발생한 기업에서 발생액 이상현상이 나타남을 보고하였다. 이러한 이유로 고종권과 윤성수(2006)와 김지홍 등(2008)의 연구에서는 손실기업을 표본대상에서 제외하였다. 남천현(2011)은 최저분위 발생액이 우리나라의 자본시장에서 발생액 이상현상이 분명하게 나타나지 않게 하는 원인으로 보았다.

한편, 김지홍 등(2008)은 우리나라의 자본시장에서 기존의 연구(Xie 2001)에서 알려진 것과는 다르게 이익조정이 의심되는 표본에서 발생액 이상현상이 오히려 나타나지 않고, 이익조정을 하지 않은 것으로 추정되는 표본에서 이상현상이 크게 나타남을 보고하였다. 이는 국내의 자본시장에서 발생액 이상현상을 야기하는 주된 요인이 이익조정이 아닌 다른 데에서 비롯되었을 가능성을 시사한다.

## 2.2 가설의 설정

본 연구의 첫 번째 가설로서 이익공시일의 정보제공수준이 발생액 이상현상에 미치는 영향에 대하여 살펴본다. 투자자들은 재무제표공시일에 공시되는 발생액 정보를 충분히 이용하지 않는 것으로 알려져 있다(Bernard and Stober 1989, Battalio et al. 2012), 그러나 최초 이익공시일에 발생액 정보가 공시되는 경우 이를 이용할 가능성은 증가한다

(Loius et al. 2008, Levy 2008). 우리나라의 공시제도하에서 실적공시와 수시공시에 의하여 이익공시가 이루어지는 경우 최초 이익공시일에 발생액에 관한 정보가 공시되지 않는다. 이는 투자자들이 이익공시일에 발생액의 정보를 원천적으로 반영하기 어렵다는 것을 의미한다.

최초로 이익이 공시된 시점에 발생액 정보가 함께 공시되는 것과 이익공시일 이후 발생액 정보가 추가로 공시되는 것은 정보흐름이 다르다. 이러한 정보흐름의 차이는 투자자들로 하여금 차별적인 의사결정을 내리게 할 가능성이 있다. 왜냐하면 투자자들은 이익구성요소에 대한 정보가 없는 이익정보를 기초로 일단 의사결정이 이루어지면, 최초 의사결정에 고착화되는 앵커링 효과(anchoring effect)로 인하여 이익공시일 이후에 추가로 제공되는 발생액 정보를 간과하기 쉽기 때문이다(Tversky and Kahneman 1974, Levy 2008). 이러한 예상은 사람들이 한번 의견을 형성하면 형성된 의견에 반대되는 새로운 증거가 제시되더라도 새로운 증거를 반영하기를 꺼린다는 심리적 보수주의와도 일치하는 것이다(Lord et al. 1979).

한편, 이익구성요소에 대한 정보 없이 이익이 제공된 후 재무제표공시일에 발생액 정보가 추가로 제공될지라도 투자자들은 거래비용으로 인하여 발생액 정보를 반영하지 못할 수 있다. 투자자들이 발생액 정보를 반영하여 의사결정을 수정함으로 기대되는 효익이 거래비용보다 작다고 판단한다면, 발생액 정보를 주가에 충분히 반영하지 않을 것이다. 선행연구에서는 거래비용이 차익거래를 제한하는 요인이라고 보고하고 있다. 이는 거래비용이 차익거래로 기대되는 효익보다 큰 경우 차익거래를 실현할 유인이 없기 때문이다(Mashruwala et al. 2006, Lev and Nissim 2006, Soares and Stark 2009).

앞서 기술한 바와 같이, 이익구성요소에 대한 정보 없이 이익이 공시된 경우, 투자자들이 발생액에 대한 정보를 고려하지 않고 이루어진 의사결정에 고착화 될 수 있다. 또한 재무제표공시일에 발생액 정보를 인지하더라도 거래비용이 기대되는 효익보다 크면, 발생액 정보를 추가로 반영하여 이미 구성된 포트폴리오를 수정하기 어렵다. 따라서 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 없는 경우 그렇지 않은 경우에 비하여 발생액과 현금흐름에 관한 정보가 추가에 충분히 반영되지 않을 것이다. 이로 인하여 수시공시와 실적공시와 같이 이익구성요소에 대한 정보 없이 이익공시가 이루어지는 경우에 이익구성요소를 알 수 있는 경우에 비하여 발생액 이상현상이 더 커질 것으로 예상된다. 이에 따라 다음과 같은 가설 1을 도출하였다.

가설 1: 이익공시일에 이익구성요소정보를 제공하지 않은 집단은 이익구성요소정보를 제공한 집단에 비하여 발생액 이상현상이 더 뚜렷하다.

본 연구의 두 번째 가설로서 이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 이익이 정정되는 경우와 그렇지 않은 경우 발생액 이상현상의 정도가 다른지를 살펴본다. 이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 이익 정보가 정정되고 새로 공시된 정보가 중요하다면, 투자자들은 새로운 이익정보를 반영하여 의사결정을 내릴 것이다. 이러한 예상은 가결산 이익의 정정공시가 이루어지는 경우 정정방향에 따라 유의적인 양(+ )의 추가반응이 나타남을 보고한 선행연구와 일치하는 것이다(여은정 2010).

이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 이익이 재무제표공시와 더불어 정정될 때 발생액 정보와 정정

된 이익정보가 새롭게 제공된다. 하지만 이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 이익이 재무제표공시일에 정정되지 않을 때에는 발생액 정보만이 새로운 정보이다. 따라서 투자자 입장에서 이익구성요소에 대한 정보 없이 최초 공시된 이익이 재무제표공시와 더불어 정정될 때의 정보량이 그렇지 않은 경우보다 크다. 이는 재무제표공시일에 정정된 이익정보가 새롭게 제공되는 될 때 그렇지 않은 경우보다 이미 구성된 포트폴리오를 재구성함으로 기대되는 효익이 거래비용을 초과할 가능성도 크다는 것을 의미한다. 즉 투자자들이 정정된 이익정보와 발생액 정보의 합이 중요하다고 판단하면 이미 구성된 포트폴리오를 재구성할 것이다. 이때 투자자들은 정정된 이익정보를 추가에 반영하는 것에 더불어 발생액 정보도 반영할 수 있다.

한편, 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 정정될 때 이루어지는 정정공시는 투자자들의 관심을 환기시킬 수 있다. 정정된 정보에 대한 투자자들의 관심으로 인하여 이익구성요소에 대한 정보도 더불어 관심을 받을 수 있다. 더욱이 최초로 주어진 정보에 오류가 있음을 정보제공자가 스스로 인정하는 경우, 기존의 이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 이익 정보는 시장참여자들에게 정보로서의 신뢰성이 훼손된다. 그러나 최초 공시된 이익정보가 정정되지 않으면 기공시된 이익정보에 대한 신뢰성은 그대로 유지된다. 다시 말해서 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 정정되지 않는 경우 최초 이익공시일에 이루어진 투자의견에 투자자들이 더욱 고착화될 수 있다. 반면, 기공시된 이익정보가 정정되는 경우 최초 의사결정에 고착화 되는 앵커링 효과가 약해질 것이라는 예상이 가능하다. 이러한 이유로 이익구성요소 없이 이익정보가 공시되었고 정정되지 않는 경우 발생액과 현금흐름에 대한 정보가 추가에 반영되지 않



을 가능성을 예상할 수 있다. 따라서 이러한 경우 발생액 이상현상이 더 뚜렷하게 나타날 것이다. 이를 토대로 다음과 같은 가설 2를 설정하였다.

가설 2: 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익정보를 재무제표공시일에 정정하지 않은 집단은 정정한 집단에 비하여 발생액 이상현상이 더 뚜렷하다.

### III. 연구방법 및 표본의 구성

#### 3.1 이익공시유형의 구분

본 연구는 이익공시일을 선행연구와 마찬가지로 공정공시에 의한 실적공시일, 수시공시에 의한 손익구조변경공시일, 주총소집공고일, 감사보고서제출일 중 빠른 날로 정의하였다(백복현 등 2012). 이러한 이익공시일을 대상으로 (1) 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 없는 경우와 (2) 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 있는 경우로 구분하였다. (1) 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 없는 경우로 기업설명회가 병행되지 아니하는 실적공시와 수시공시에 의한 손익구조변경공시에 의하여 이익공시가 이루어진 경우로 보았다. 왜냐하면 실적공시와 수시공시에 의하여 이익이 공시되는 경우 매출액, 영업이익, 법인세차감전순이익과 당기순이익에 관한 정보만 제공되기 때문이다. (2) 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 있는 경

우로 이익공시일이 기업설명회(IR)와 더불어 실적공시가 병행되는 경우, 주총소집공고일 및 감사보고서제출일에 해당하는 경우로 보았다. 실적공시 중 기업설명회(IR)가 병행되는 경우는 투자자들이 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 있다.<sup>3)</sup> 왜냐하면 투자자들은 기업설명회를 통하여 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 있으며, 기업설명회 개최와 동시에 관련 자료가 회사의 홈페이지에 공시되기 때문이다. 주총소집공고일 및 감사보고서제출일에는 공시된 재무제표로 이익구성요소를 알 수 있다. 한편, 실적공시 또는 수시공시에 의한 이익공시가 재무제표공시일과 같은 날 또는 전일에 이루어진 경우는 이익공시일에 이익구성요소를 알 수 있는 경우로 보았다. 본 연구는 이익구성요소에 관한 정보를 알 수 있을 때를 재무제표공시일로 정의하였다.

이익구성요소정보 없이 이익정보가 공시된 경우를 다시 (3) 이익구성요소가 없는 이익정보가 재무제표공시일에 정정된 경우와 (4) 정정되지 않은 경우로 구분하였다. 회사가 실적공시 또는 수시공시에 의하여 가결산 이익을 공시하는 경우 주총소집공고일 또는 감사보고서일에 재무제표가 추가로 공시된다. 최초 공시된 가결산 이익이 재무제표공시일에 공시되는 이익과 다르면, 회사는 기공시된 실적공시 또는 수시공시에 대한 정정공시를 할 의무가 생긴다. 따라서 재무제표공시일과 그 이후에 기공시된 실적공시 또는 수시공시에 대한 정정공시가 있었던 경우를 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정된 것으로 보았다. 한편, 재무제표공시일에 이전에 기공시된 이익정보가 정정공시되는 경우는 이익구성요소가 없는 이익정보가 재무제표공시일

3) 우리나라의 기업설명회(IR)는 실적에 대한 기업설명회와 미래 영업전망에 대한 기업설명회로 구분할 수 있다. 연간(또는 분기) 실적에 대한 기업설명회가 이루어지는 경우에 공정공시에 의한 실적공시가 병행된다. 한편, 우리나라의 기업설명회는 신고사항으로 기업설명회 개최 전에 상장공시시스템(<http://kind.krx.co.kr>)에 공시된다.

에 정정된 경우로 보지 않았다. 왜냐하면 이러한 경우 기공시된 이익정보가 정정되었다더라도 이익구성요소에 대한 정보를 투자자들이 여전히 알 수 없기 때문이다. 따라서 재무제표의 공시와 더불어 기공시된 이익정보가 정정된 경우만을 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정된 경우로 보았다.

이러한 구분에 따라 본 연구는 전체 표본을 (1) 이익구성요소에 대한 정보가 있는 집단과 (2) 이익구성요소에 대한 정보가 없는 집단으로 구분하였다. 그리고 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 없었던 집단을 (3) 기공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정된 집단과 (4) 정정되지 않은 집단으로 구분하였다. 이러한 이익공시유형의 차이에 따라 정보흐름이 다를 수 있는데, 다음의 <그림 1>에서 이와 관련된 구체적인 내용을 제시하였다.

먼저 <그림 1>의 패널 A와 같은 유형의 공시에서는 이익공시일에 이익에 대한 정보와 더불어 발생액과 현금흐름에 관한 정보까지 투자자에게 제공된다. 즉, 이익정보에 기반을 두어 의사결정을 할 때 발생액과 현금흐름에 대한 정보까지 반영할 수 있다. 반면, 패널 B와 같은 유형의 공시에서는 이익공시일에 이익에 대한 정보만 제공되고, 투자자들은 이익정보만을 고려하여 최초 의사결정을 할 수 있다. 이러한 유형에서 투자자들은 재무제표공시일에 발생액 및 현금흐름에 대한 정보를 반영하여 이익공시일에 이루어진 의사결정을 수정하는 것이 가능하다. 하지만 패널 B에서 투자자들이 기존의 의사결정에 고착화되는 앵커링 효과와 거래비용으로 인하여 최초 의사

결정이 수정될 가능성이 제한될 수 있다.

패널 C는 이익구성요소에 대한 정보 없이 이익정보가 제공되었지만, 재무제표공시일에 이익정보가 정정되는 경우를 보여준다. 패널 C와 같은 이익공시 유형에서는 재무제표공시일에 투자자들이 발생액 및 현금흐름에 대한 정보뿐 아니라 정정된 이익에 대한 정보를 알 수 있다. 이 때 투자자들은 정정된 이익 정보를 의사결정에 반영하는 것과 더불어 이익구성요소에 대한 정보도 더불어 반영하는 것이 가능하다. 바꾸어 말하면, 투자자 입장에서 패널 C의 경우가 패널 B의 경우보다 재무제표공시일에 유입되는 정보량이 크다. 이와 같은 맥락에서 패널 C의 경우 패널 B에 비하여 투자자들이 최초 의사결정을 수정할 유인도 크다. 따라서 패널 B에 비하여 패널 C의 경우 발생액 정보가 주가에 반영될 가능성도 높다고 볼 수 있다.

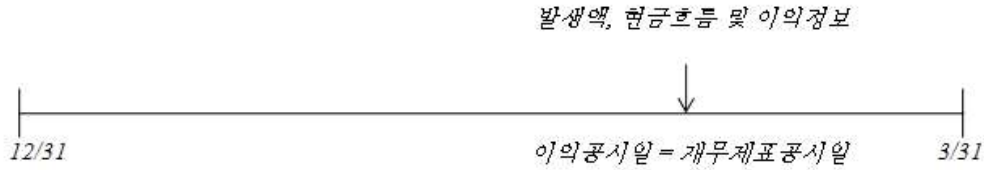
요약하면, <그림 1>은 3가지 유형의 공시에 따라서 이익에 대한 정보와 발생액 및 현금흐름에 대한 정보가 시장참여자들에게 전달되는 흐름에 차이가 있으며, 투자자들이 선택가능한 의사결정의 흐름도 차이가 있음을 보여준다.

### 3.2 연구설계 및 변수정의

본 연구는 발생액 이상현상을 확인하기 위하여 Sloan(1996)과 일관되게 독립변수인 당기의 이익을 발생액( $ACC_t$ )과 현금흐름( $CFO_t$ )으로 구분하고 종속변수를 차기 주식수익률( $RET_{t+1}$ )로 하는 회귀식을 기본모형으로 하였다.<sup>4)</sup> 첫 번째 가설은 이익구

4) Sloan(1996) 이래로 많은 연구에서 발생액 이상현상을 Mishkin Test로 검증하였다. 하지만 Kraft et al.(2007)은 표본이 충분한 경우 Mishkin Test와 OLS에 의한 회귀분석이 동일하다는 것을 보였다. 그들은 발생액 이상현상을 Mishkin Test로 검증하는 경우 주식수익률에 영향을 미친다고 알려진 여러 가지 위험요인들( $SIZE_t$ ,  $BM_t$ ,  $MOM_t$  등)을 통제하기 어렵다는 문제점을 제시하였다. 따라서 본 연구는 OLS에 의한 회귀분석을 이용하여 가설을 검증하였다.

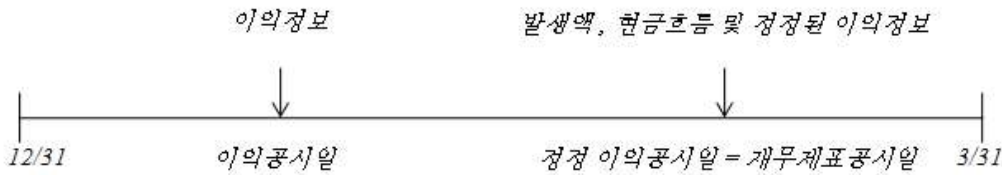
패널 A. 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 있었던 경우



패널 B. 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 정정되지 않는 경우



패널 C. 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 정정되는 경우



〈그림 1〉 이익공시의 유형에 따른 정보흐름

성요소에 대한 정보 없이 이익정보가 제공되는지 여부에 따라 발생액 이상현상이 다르게 나타나는지 확인하는 것이다. 이를 위하여 기본모형에 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 없으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수( $PEA_t$ )와 발생액( $ACC_t$ )과의 상호작용변수( $PEA_t * ACC_t$ )를 추가하여 다음의 모형(식 1)을 설정하였다. 기업설명회가 병행되지 아니하는 공정공시에 의한 실적공시와 수시공시에 의한 손익구조변경공시에 의하여 이익공시가 이루어진 경우를 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 없는 경우로 보았다.

$$\begin{aligned}
 RET_{t+1} = & a_0 + a_1ACC_t + a_2PEA_t \\
 & + a_3PEA_t * ACC_t + a_4CFO_t \\
 & + a_5SIZE_t + a_6BM_t + a_7MOM_t \\
 & + \sum_i a_{8i}YR_{it} + \sum_j a_{9j}IND_{jt} + \varepsilon_t \quad (1)
 \end{aligned}$$

$RET_{t+1}$  = t+1년도 4월부터 12개월간 누적 절대수익률;

$ACC_t$  = 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 후 t년도 평균자산으로 나눈 값;

$PEA_t$  = 이익구성요소 없이 이익공시가 이루어졌으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수;

$CFO_t$  = 당기순이익을 평균자산으로 나눈 값에서  $ACC_t$ 를 차감한 값

- $SIZE_t$  =  $RET_{t+1}$ 을 계산하기 직전 시가총액에 자연 로그를 취한 값;
- $BM_t$  = 당기 장부가치 총액을 시장가치로 나눈 값;
- $MOM_t$  =  $RET_{t+1}$  누적 시작전 6개월간의 누적 절대수익률;
- $YR_{it}$  = 연도별 더미변수;
- $IND_{jt}$  = 산업별 더미변수.

주요변수 외에 주식수익률에 영향을 미치는 요인으로 선행연구에서 알려진 기업규모( $SIZE_t$ )와 순자산-주가비율(Book-to-market ratio:  $BM_t$ ) 및 모멘텀 효과( $MOM_t$ )를 통제변수로 하였다. 첫 번째 가설의 예측대로 이익공시일에 이익구성요소를 알 수 있었던 집단에 비해서 없었던 집단에서 이상현상이 더 두드러진다면, 식 (1)의  $PEA_t * ACC_t$ 의 차기 주식수익률( $RET_{t+1}$ )에 대한 회귀계수값은 유의한 음(-)일 것으로 예상된다.

두 번째 가설을 검증하기 위하여, 이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되지 않은 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0인 더미변수  $PEA_t$ 와  $PEA_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수( $PEA_t * ACC_t$ )를 포함한 연구모형 식 (2)를 설정하였다. 여기서  $PEA_t$ 이 0의 값을 갖는 것은 수시공시 및 실적공시(기업설명회가 병행되지 아니한 경우)에 의해 공시된 가결산 이익이 재무제표공시와 더불어 정정됨을 의미한다. 이익구성요소에 대한 정보 없이 제공된 이익정보가 정정됨으로, 이익구성요소에 관한 정보 없이 이루어진 최초 의사결정에 투자자들이 고착화되는 정도가 약화될 수 있다. 따라서 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 정정되는 경우 발생액 이상현상이 약해질 수 있다. 이 경우 식 (2)에서  $EAI_t$ 와  $PEA_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수( $PEA_t * ACC_t$ )의 계수값은 유의한 음(-)의 값을 보일 것이다. 한편, 가설 2를 검증하기 위한 식

(2)의 연구모형을 추정할 때 이익공시일에 이익구성요소대 대한 정보가 없는 집단( $PEA_t = 1$ )만을 대상으로 하였다.

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 ACC_t + \beta_2 PEA_t + \beta_3 PEA_t * ACC_t + \beta_4 CFO_t + \beta_5 SIZE_t + \beta_6 BM_t + \beta_7 MOM_t + \sum_i \beta_{8i} YR_{it} + \sum_j \beta_{9j} IND_{jt} + \varepsilon_t \quad (2)$$

- $RET_{t+1}$  = t+1년도 4월부터 12개월간 누적 절대수익률;
- $ACC_t$  = 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 후 t년도 평균자산으로 나눈 값;
- $PEA_t$  = 구성요소 없이 공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되지 않은 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0인 더미변수;
- $CFO_t$  = 당기순이익을 평균자산으로 나눈 값에서  $ACC_t$ 를 차감한 값
- $SIZE_t$  =  $RET_{t+1}$ 을 계산하기 직전 시가총액에 자연 로그를 취한 값;
- $BM_t$  = 당기 장부가치 총액을 시장가치로 나눈 값;
- $MOM_t$  =  $RET_{t+1}$  시작전 6개월간의 누적 절대수익률;
- $YR_{it}$  = 연도별 더미변수;
- $IND_{jt}$  = 산업별 더미변수.

본 연구의 주요변수는 다음과 같이 측정하였다. 먼저 이익은 손익계산서상의 당기순이익을 기초와 기말의 평균자산으로 나눈 값을 사용하였다. 이익을 다시 발생액( $ACC_t$ )과 영업현금흐름( $CFO_t$ )으로 구분하였다. 영업현금흐름( $CFO_t$ )은 현금흐름표상 영업활동으로 인한 현금흐름을 평균자산으로 나눈 값이다. 발생액은 당기순이익에서 영업현금흐름( $CFO_t$ )을 차감한 값이다. 한편, 주식수익률( $RET_{t+1}$ )은 t+1년 4월초부터 t+2년 3월말까지의 연간수익률로 측정하였다.  $MOM_t$ 은 주식수익률( $RET_{t+1}$ )을 계산하기 최초의 시점으로부터 6개월 전의 누적수익률로

측정하였다. 기업규모(*SIZE<sub>i</sub>*)는 주식수익률을 계산하기 최초 시점 직전 시장가치에 로그를 취한 값으로 하였으며, *BM<sub>i</sub>*는 당기 자기자본의 장부가치를 시장가치로 나눈 값으로 하였다.

### 3.3 표본의 구성

우리나라는 2000년 상장법인 공시규정을 개정하여 직전 사업연도 대비 30%(대기업집단의 경우에는 15%) 이상의 매출 또는 당기순이익의 변동이 있는 때는 그 사실 또는 결정이 있는 날의 다음 날까지 공시하도록 의무화하였다. 한편, 2002년 11월부터 공정공시제도를 채택하여 기업이 재무분석가나 기관투자자 등 특정 집단에게만 기업의 중요정보를 제공하는 경우에는 그 내용을 일반 투자자에게도 즉시 공시하도록 의무화하였다. 공정공시제도의 도입으로 회사가 자발적으로 공시하는 잠정영업실적공시는 이익공시의 효과가 있는 것으로 나타났다(백복현 등 2012). 본 연구에서는 이익정보가 시장참여자들에게 전달되는 행태의 차이를 구분하는 것이 중요한데, 공정공시제도가 시행된 2002년부터 이익정보가 시장참여자들에게 전달되는 행태를 완전히 구분할 수 있게 되었다. 따라서 본 연구에서는 2002년부터 2012년까지를 표본기간으로 하였다.

한편, 선행연구에서 발생액 이상현상이 손실기업

보다는 이익기업에서 주로 나타남을 보고하고 있다(Dopuch et al. 2005, 이화득 등 2008). 또한 우리나라의 자본시장에서 10분위로 발생액을 구분하였을 때 최저분위에 해당하는 발생액이 발생액 이상현상을 교란함이 보고되었다(남천현 2009). 본 연구는 가설의 검증력을 높이기 위하여 이와 같은 연구 결과를 반영하여 <표 1>과 같이 발생액이 하위 10%에 해당하는 최저분위 발생액에 해당하는 기업-연도 표본과 손실을 보고한 기업-연도 표본을 제외하였다. 따라서 다음의 요건을 충족하는 기업-연도 표본을 최종표본으로 하였다.

- (1) 금융업을 영위하지 않는 기업
- (2) 12월 결산법인
- (3) KIS-VALUE에서 추가자료 및 재무제표자료를 구할 수 있는 기업
- (4) 연도별로 최저분위 발생액에 해당하지 않는 기업
- (5) 손실이 발생하지 않은 기업

표본을 12월 결산법인에 국한한 이유는 결산월이 다른 경우 추가자료의 동질성이 떨어지기 때문이며, 금융업을 제외한 이유는 금융업을 영위하는 기업은 업종의 성격과 회계처리방법이 다른 기업과 크게 다르기 때문이다. 한편, 본 연구에서 모든 변수에 대한

<표 1> 표본의 선정

표본의 선정기준		표본수
	금융업에 속하지 않는 법인으로 2002년 2012년까지 한국증권거래소에서 거래된 법인	5,897
(-)	12월 결산법인	(307)
(-)	최저분위 발생액에 해당하는 기업-연도 표본	(558)
(-)	손실기업	(733)
(=)	최종표본	4,299

여 극단치에 의한 영향을 감소시키기 위하여 1%의 수준에서 원저라이징하였다. 이러한 기준에 의하여 최종적으로 선정된 기업-연도 관측치는 4,299개이다.

#### IV. 실증분석결과

##### 4.1 기술통계

〈표 2〉는 본 연구에서 사용된 주요변수들의 기술통계를 보여주고 있다. 기술통계를 보면 표본기업의 성과측정치가 대체로 우수한 편인데 이는 손실기업을 제외했기 때문이다. 주식수익률( $RET_{t+i}$ )과 다음연도 이익의 평균값은 각각 0.218과 0.048인 반면에 중위수는 각각 0.095와 0.045의 값을 보였다. 발생액( $ACC_t$ )의 평균(중위수)은 0.002(-0.006)이고, 현금흐름( $CFO_t$ )의 평균(중위수)은 0.058(0.056)이었다. 둘의 표준편차는 각각 0.070과 0.071로 비슷한 수준을 보였다. 다음연도 이익의 표준편차는 0.066으로 발생액과 현금흐름의 표준편차보다 작은 값을 보여주고 있다.

〈표 3〉의 패널 A에는 전체 표본을 대상으로 한 변

수간의 피어슨 상관관계를 보여주고 있다. 단변량분 석결과에서  $ACC_t$ 과  $RET_{t+i}$ 은 유의적인 음의 상관관계를 보이고 있는데, 이는 유의한 발생액 이상현상이 대상표본에서 존재할 가능성을 보여주는 것이다. 패널 A에서  $RET_{t+i}$ 과 다른 통제변수와의 관계를 살펴보면  $RET_{t+i}$ 과  $SIZE_t$ 는 유의적인 음의 상관관계를 보이고,  $RET_{t+i}$ 과  $BM_t$ 는 양의 상관관계를 보이고 있다. 이는 기업규모가 큰 기업일수록 주식수익률이 낮고 시장가치 대비 장부가치가 큰 기업일수록 주식수익률이 높다는 선행연구의 결과와 일치한다.

한편, 〈표 3〉의 패널 B에는 〈그림 1〉의 패널 A와 같은 이익공시유형을 보이는 표본( $PEA_t=0$ )만을 대상으로 피어슨 상관관계를 보여주고 있다. 패널 B에서  $ACC_t$ 와  $RET_{t+i}$ 은 유의한 상관관계를 보이지 않고 있는데, 이는 이익구성요소에 대한 정보를 포함하여 이익이 공시된 집단에서 발생액 이상현상이 나타나지 않음을 간접적으로 보여준다. 패널 C는 이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 이익이 정정되지 아니한 표본( $PEAI_t=1$ )만을 대상으로 피어슨 상관관계를 보여주는 것이다. 패널 C에서  $ACC_t$ 와  $RET_{t+i}$ 이 1% 미만의 유의수준에서 음의 상관관계를 보이고 있다. 이는 이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 집단에서 발생액 이상현상이 집중적으로

〈표 2〉 기술통계량

Variables	Mean	Std.dev	25%	Median	75%
$RET_{t+i}$	0.218	0.540	-0.117	0.095	0.417
$EARNING_{t+i}$	0.048	0.066	0.017	0.045	0.080
$ACC_t$	0.002	0.070	-0.042	-0.006	0.033
$CFO_t$	0.058	0.071	0.017	0.056	0.100
$SIZE_t$	25.641	1.735	24.408	25.319	26.557
$BM_t$	1.585	1.129	0.798	1.305	2.046
$MOM_t$	0.143	0.442	-0.128	0.041	0.290

1) 변수정의는 식 (1), 식 (2) 및 식 (3)의 하단과 같음.

〈표 3〉 상관관계 분석

패널 A: 전체 표본에 대한 상관관계

<i>Variables</i>	$RET_{t+1}$	$EARNING_{t+1}$	$PEA_t$	$PEA1_t$	$ACC_t$	$CFO_t$	$SIZE_t$	$BM_t$
$EARNING_{t+1}$	0.221 (0.000)							
$PEA_t$	-0.012 (0.450)	-0.072 (0.000)						
$PEA1_t$	0.008 (0.617)	0.019 (0.207)	0.528 (0.000)					
$ACC_t$	-0.116 (0.000)	-0.091 (0.000)	0.072 (0.000)	-0.010 (0.501)				
$CFO_t$	0.095 (0.000)	0.383 (0.000)	-0.120 (0.000)	0.020 (0.185)	-0.705 (0.000)			
$SIZE_t$	-0.121 (0.000)	0.229 (0.000)	-0.027 (0.074)	0.028 (0.064)	-0.050 (0.001)	0.175 (0.000)		
$BM_t$	0.257 (0.000)	-0.189 (0.000)	0.030 (0.046)	0.012 (0.441)	-0.051 (0.001)	-0.153 (0.000)	-0.423 (0.000)	
$MOM_t$	0.001 (0.929)	0.035 (0.022)	-0.023 (0.137)	-0.045 (0.003)	-0.059 (0.000)	0.097 (0.000)	0.045 (0.003)	-0.035 (0.020)

패널 B: 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보가 있었던 경우

<i>Variables</i>	$RET_{t+1}$	$EARNING_{t+1}$	$ACC_t$	$CFO_t$	$SIZE_t$	$BM_t$
$EARNING_{t+1}$	0.148 (0.000)					
$ACC_t$	-0.040 (0.216)	-0.097 (0.002)				
$CFO_t$	0.029 (0.371)	0.443 (0.000)	-0.768 (0.000)			
$SIZE_t$	-0.172 (0.000)	0.257 (0.000)	-0.075 (0.018)	0.267 (0.000)		
$BM_t$	0.290 (0.000)	-0.289 (0.000)	0.017 (0.606)	-0.215 (0.000)	-0.439 (0.000)	
$MOM_t$	-0.054 (0.092)	0.019 (0.545)	-0.051 (0.114)	0.090 (0.005)	0.021 (0.516)	-0.007 (0.839)

〈표 3〉 상관관계 분석 (계속)

패널 C: 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 정정되지 않는 경우

<i>Variables</i>	$RET_{t+1}$	$EARNING_{t+1}$	$ACC_t$	$CFO_t$	$SIZE_t$	$BM_t$
$EARNING_{t+1}$	0.220 (0.000)					
$ACC_t$	-0.172 (0.000)	-0.077 (0.000)				
$CFO_t$	0.121 (0.000)	0.372 (0.000)	-0.697 (0.000)			
$SIZE_t$	-0.111 (0.000)	0.240 (0.000)	-0.022 (0.319)	0.158 (0.000)		
$BM_t$	0.252 (0.000)	-0.201 (0.000)	-0.083 (0.000)	-0.150 (0.000)	-0.438 (0.000)	
$MOM_t$	0.034 (0.120)	0.030 (0.165)	-0.078 (0.000)	0.106 (0.000)	0.058 (0.008)	-0.026 (0.232)

패널 D: 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 정정된 경우

<i>Variables</i>	$RET_{t+1}$	$EARNING_{t+1}$	$ACC_t$	$CFO_t$	$SIZE_t$	$BM_t$
$EARNING_{t+1}$	0.268 (0.000)					
$ACC_t$	-0.068 (0.018)	-0.083 (0.004)				
$CFO_t$	0.096 (0.001)	0.332 (0.000)	-0.676 (0.000)			
$SIZE_t$	-0.103 (0.000)	0.179 (0.000)	-0.071 (0.013)	0.103 (0.000)		
$BM_t$	0.244 (0.000)	-0.096 (0.001)	-0.048 (0.089)	-0.100 (0.001)	-0.376 (0.000)	
$MOM_t$	-0.012 (0.674)	0.054 (0.057)	-0.038 (0.186)	0.096 (0.001)	0.048 (0.092)	-0.071 (0.012)

두드러질 가능성을 보이는 것으로,  $ACC_t$ 와  $RET_{t+1}$ 의 유의한 상관관계가 나타나지 아니한 패널 B와 대비되는 결과이다.

〈표 3〉의 패널 D에는 이익구성요소에 대한 정보

없이 공시된 이익이 정정된 표본( $PEAI_t=0$ )만을 대상으로 피어슨 상관관계를 보여주고 있는데,  $ACC_t$ 과  $RET_{t+1}$ 의 상관계수(-0.068)가 패널 C의 상관계수(-0.172)보다 절대값이 작은 것으로 나타났다.



따라서 패널 D와 같은 이익공시유형( $PEAI_t=0$ )에서 발생액 이상현상이 존재하지만 이익구성요소에 대한 정보 없이 공시된 이익이 정정되지 않은 집단( $PEAI_t=1$ )에 비하여 강하지 않다는 예상이 가능하다.

#### 4.2 발생액의 5분위수에 따른 변수들의 분포

앞에서 설명한 것처럼 전체 표본을 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 있었던 집단( $PEAI_t=1$ )과 없었던 집단( $PEAI_t=0$ )으로 나누고, 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 없었던 집단을 다시 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 정정되지 아니한 집단( $PEAI_t=1$ )과 정정된 집단( $PEAI_t=0$ )으로 구분하였다.<sup>5)</sup> <표 4>에 발생액 크기에 따라 구분된 집단별로 주요변수의 기술통계를 제시하였다.

패널 A는 구분된 집단별로 연도별 발생액의 수준에 따라서 5분위를 구성하였을 때 각 포트폴리오별 차기 주식수익률( $RET_{t+1}$ )의 평균값을 보여주고 있다. 패널 A에서 이익공시일에 이익구성요소에 관한 정보가 있었던 집단( $PEAI_t=0$ )에서 최하위 발생액 포트폴리오와 최상위 포트폴리오의  $RET_{t+1}$ 이 유의적으로 다르지 않았다. 반면, 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정되지 아니한 집단( $PEAI_t=1$ )에서 발생액의 수준이 가장 낮은 포트폴리오의  $RET_{t+1}$ 의 평균값은 33.30%이고 발생액의 수준이 가장 낮은 포트폴리오의  $RET_{t+1}$ 의 평균값은 10.82%로 발생액 수준이 가장 낮은 포트폴리오의  $RET_{t+1}$ 이 가장 높은 포트폴리오에 비하여 22.48%가 유의적으로 높았다. 더욱이 패널 A에서 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정되지 아니한 집단( $PEAI_t=1$ )

에서 발생액의 수준이 낮아질수록  $RET_{t+1}$ 이 단조적으로 커지는 방향성(monotonic direction)이 있음을 알 수 있다.

한편, 패널 A에서 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정된 집단( $PEAI_t=0$ )에서 발생액의 수준이 가장 낮은 포트폴리오의  $RET_{t+1}$ 의 평균값은 25.63%이고 발생액의 수준이 가장 낮은 포트폴리오의  $RET_{t+1}$ 의 9.76%로 그 발생액 수준이 가장 낮은 포트폴리오와 높은 포트폴리오의 다음연도 주식수익률이 유의적인 차이가 있었다. 그러나 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정된 집단( $PEAI_t=0$ )에서 완전한 단조적 방향성(monotonic direction)이 나타나지는 않았다.

패널 B는 패널 A와 같이 연도별로 발생액의 수준에 따라서 5분위를 구성하였을 때 각 포트폴리오별 차기의 이익( $EARNING_{t+1}$ )의 평균값을 보여주고 있다. 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정되지 아니한 집단( $PEAI_t=0$ )에서 발생액의 수준이 가장 낮은 포트폴리오와 가장 높은 수준의 포트폴리오의 차기의 이익( $EARNING_{t+1}$ )의 차이는 1.55%였다. 그리고 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정되지 아니한 집단( $PEAI_t=1$ )의 집단에서는 그 차이가 0.99%이고, 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정된 집단( $PEAI_t=0$ )에서의 차이는 2.21%였다. 세 집단에서 발생액 수준이 낮은 집단에서 다음연도 이익이 유의적으로 높다는 공통점이 있다. 패널 B는 이익공시유형별로 발생액과 차기이익의 관련성에서 별다른 차이가 없음을 보여준다.

패널 C에서는 패널 A와 동일한 방식으로 포트폴리오를 구성하였을 때 발생액( $ACC_t$ )의 평균값을 나

5)  $PEAI_t=1$ 의 경우는 <그림 1>의 패널 A의 경우에 해당하며,  $PEAI_t=1$ 의 경우에는 <그림 1>의 패널 B에  $PEAI_t=0$ 의 경우에는 <그림 1>의 패널 C에 해당한다.

〈표 4〉 발생액의 5분위수에 따른 주요 변수들의 기술통계

패널 A: 발생액의 5분위수에 따른 차기 주식수익률

Accruals Quintiles	PEA <sub>t</sub> =0	PEA <sub>t</sub> =1		Total
		PEA <sub>1t</sub> =1	PEA <sub>1t</sub> =0	
Bottom	19.73%	33.30%	25.63%	27.82%
2	31.13%	28.05%	20.28%	26.65%
3	22.09%	19.99%	23.86%	21.59%
4	23.47%	18.62%	20.79%	20.42%
Top	17.56%	10.82%	9.76%	12.20%
Bottom - Top	2.17%	22.48%	15.87%	15.62%
t-statistics <sup>a</sup>	0.510	5.764	3.098	6.082
(p-value)	(0.610)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
N	975	2,096	1,228	4,299

패널 B: 발생액의 5분위수에 따른 차기 이익

Accruals Quintiles	PEA <sub>t</sub> =0	PEA <sub>t</sub> =1		Total
		PEA <sub>1t</sub> =1	PEA <sub>1t</sub> =0	
Bottom	6.03%	5.31%	4.95%	5.39%
2	5.59%	5.04%	3.23%	4.67%
3	5.30%	4.83%	4.47%	4.85%
4	5.78%	5.25%	3.89%	5.00%
Top	4.47%	4.32%	2.75%	3.92%
Bottom - Top	1.55%	0.99%	2.21%	1.47%
t-statistics <sup>a</sup>	2.254	2.006	3.239	4.227
(p-value)	(0.025)	(0.045)	(0.001)	(0.000)
N	975	2,096	1,228	4,299

패널 C: 발생액의 5분위수별 평균 발생액

Accruals Quintiles	PEA <sub>t</sub> =0	PEA <sub>t</sub> =1		Total
		PEA <sub>1t</sub> =1	PEA <sub>1t</sub> =0	
Bottom	-7.94%	-7.65%	-7.10%	-7.57%
2	-3.91%	-3.52%	-2.70%	-3.39%
3	-1.05%	-0.85%	0.09%	-0.64%
4	1.82%	2.31%	3.45%	2.51%
Top	7.93%	10.56%	11.82%	10.26%
Bottom - Top	-15.87%	-18.20%	-18.92%	-17.82%
t-statistics <sup>a</sup>	42.539	44.610	34.014	66.311
(p-value)	(0.000)	(0.000)	(0.000)	(0.000)
N	975	2,096	1,228	4,299

타낸다. 이익공시일에 이익구성요소에 관한 정보가 있었던 집단( $PEAI_t=0$ )에서 발생액의 수준이 가장 낮은 포트폴리오와 가장 높은 수준의 포트폴리오의 발생액의 차이는 15.87%로 유의한 차이를 보였다. 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정되지 아니한 집단( $PEAI_t=1$ )에서 최하위 발생액 포트폴리오와 최상위 발생액 포트폴리오에서 발생액의 차이는 18.82%로 나타났다. 그리고 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정된 집단( $PEAI_t=0$ )에서는 그 차이가 18.92%로 유의한 차이를 보였다. 따라서 패널 C의 보고된 결과는 이익공시유형별로 발생액 수준의 차이가 있는 것이 아님을 보여준다.

요약하면, 패널 A에서 이익공시유형별로 발생액 수준의 차이에 따라 다음연도 주식수익률( $RET_{t+1}$ )의 패턴이 다른 것을 알 수 있다. 반면에, 패널 B는 이익공시유형의 차이와 발생액에 따라 발생액 수준의 다음연도 이익( $EARNING_{t+1}$ )이 별다른 차이가 없음을 보여준다. 또한 패널 C는 이익공시유형별로

발생액의 분포의 차이가 있는 것이 아님을 나타낸다. 따라서 <표 4>는 이익공시유형에 따라 발생액의 수준과  $RET_{t+1}$ 의 관련성의 차이가 나는 것이 다음연도 이익분포의 차이 또는 당해연도 발생액 분포의 차이에 기인한 것이 아님을 시사한다.

### 4.3 회귀분석 결과

<표 5>는 가설검정에 앞서 선행연구에서 밝히고 있는 발생액 이상현상이 본 연구의 표본에서도 관찰되는지를 분석한 결과이다. 차기 이익( $EARNING_{t+1}$ )을 종속변수로 하는 기본모형에서  $ACC_t$ 의 차기 이익에 대한 지속성계수는 0.299이고  $CFO_t$ 의 차기 이익에 대한 지속성계수는 0.568로 나타나, 선행연구와 마찬가지로  $CFO_t$ 의 지속성계수가  $ACC_t$ 의 지속성계수보다 큰 것으로 나타났다. 한편, 차기 주식수익률( $RET_{t+1}$ )을 종속변수로 하는 기본모형에서  $ACC_t$ 의  $RET_{t+1}$ 에 대한 계수값은 1% 미만의 수준

<표 5> 이익의 지속성과 발생액 이상현상 검증

$$EARNING_{t+1} = a_0 + a_1ACC_t + a_2CFO_t + \sum_j a_{3j}YR_{jt} + \sum_j a_{4j}IND_{jt} + \varepsilon_t$$

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1ACC_t + \beta_2CFO_t + \sum_j \beta_{3j}YR_{jt} + \sum_j \beta_{4j}IND_{jt} + u_t$$

Variables	Dep. Var = $EARNING_{t+1}$		Dep. Var = $RET_{t+1}$	
	Coeff. (t-stats.) <sup>a</sup>		Coeff. (t-stats.) <sup>a</sup>	
Intercept	0.027	(1.56)	0.100	(1.64)
$ACC_t$	0.299***	(6.67)	-0.825***	(2.61)
$CFO_t$	0.568***	(15.88)	-0.030	(0.11)
Year Dummy	Included		Included	
Industry Dummy	Included		Included	
F-value ( $\beta_1=\beta_2$ )	138.10**		41.21***	
Obs.	4,299		4,299	
Adj. R <sup>2</sup>	26.27%		16.92%	

1) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 나타냄.  
 2) 변수정의는 식 (1)의 하단과 식 (2)의 하단과 같음.

에서 유의적인 음의 값을 보이고 있는데, 이는 선행연구와 마찬가지로 발생액의 지속성계수가 이익의 지속성계수보다 낮음에도 불구하고 시장참여자들이 이를 반영하지 못하는 것을 보여주고 있다. <표 4>에서 대상표본에서 발생액 이상현상이 나타남을 알 수 있다.

<표 6>은 가설 1을 검증한 결과이다. 기본모형에 이익구성요소에 대한 정보가 이익공시일에 제공되었는지 여부를 나타내는 더미변수( $PEA_t$ )와 관심변수로 발생액( $ACC_t$ )과의 상호작용변수( $PEA_t*ACC_t$ )를 추가하여 연구모형 식 (1)을 설정하였다. 이익구성요소 없이 이익이 공시되는 것이 발생액 정보가 반영되기 어렵게 하는 원인이라면  $PEA_t*ACC_t$ 의 계수값은 유의한 음(-)의 값을 나타낼 것이다. 한편, 선행연구에서는 기업규모( $SIZE_t$ )와 순자산-주가비율(Book-to-market ratio:  $BM_t$ ) 및 모멘텀 효과( $MOM_t$ )를 주식수익률에 영향을 미치는 위험요인으로 보고하고 있다. 그런데 이익구성요소에 대한 정보를 제공한 집단과 그렇지 않은 집단간에 기업규모( $SIZE_t$ )와 순자산-주가비율(Book-to-market ratio:  $BM_t$ ) 및 모멘텀 효과( $MOM_t$ )의 차이가 있을 수 있다. 따라서 가설 1을 검증하기 위하여 통제변수로  $SIZE_t$ ,  $BM_t$ ,  $MOM_t$ 를 통제변수로 포함하였다.

<표 6>에서  $PEA_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수의 계수값이  $RET_{t+1}$ 에 대하여 5% 미만의 수준에서 유의적인 음의 값(-0.643)으로 나타났다. 이는 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 없는 집단에서 그렇지 않은 집단에 비하여 발생액 이상현상이 더 뚜렷하다는 것으로, 가설 1을 지지하는 결과이다. 한편, 앞서 살펴본 <표 3>의 패널 A에서  $PEA_t=0$ 에 해당하는 표본의 경우 발생액의 5분위수에 따라  $RET_{t+1}$ 의 일정한 방향성이 발견되지 않았다. 다르게 표현하면, 발생액 수준과 다음연도 주식수익률과의

관련성이 높지 않았다. 따라서 <표 6>의 회귀분석결과는 <표 3>의 패널 A에 보고된 결과와 일관된 것이다.

<표 6> 이익구성요소에 관한 정보 여부와 이상현상 (가설 1 검증)

Variables	Eq. (1)	
	Coeff. (t-stats.) <sup>1)</sup>	
Intercept	0.034	(0.22)
$ACC_t$	0.236	(0.66)
$PEA_t$	0.007	(0.42)
$PEA_t*ACC_t$	-0.643**	(2.19)
$CFO_t$	0.576**	(2.00)
$SIZE_t$	-0.002	(0.46)
$BM_t$	0.080***	(7.37)
$MOM_t$	0.038	(1.59)
Year Dummy	Included	
Industry Dummy	Included	
Obs.	4,299	
Adj. R <sup>2</sup>	19.69%	

1) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 나타냄.

2) 변수정의는 식 (1)의 하단과 같음.

<표 7>은 가설 2를 검증한 결과를 보여준다. 가설 2를 검증하기 연구모형 식 (2)에서 기본모형에 이익구성요소 없이 공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수( $PEA1_t$ )와 관심변수로 발생액( $ACC_t$ )과의 상호작용변수( $PEA1_t*ACC_t$ )를 추가하였다. 이익구성요소에 관한 정보 없이 공시된 이익이 정정되지 않음으로 투자자들이 최초 의사결정에 더욱 고착화 될 수 있다. 또한 이러한 경우 최초 공시된 이익이 정정되지 않은 경우에 비하여 최초 의사결정을 수정함으로 기대되는 효익이 작을 수 있다. 다르게 말하면, 정정되지 않는 경우에 발생액 정보가 주가에 반영되지 않을 가능성이 높다고 볼 수 있다. 따라서 이익구성요소가 없이 공시된 이익정보가 정정되지 않는 집단에서 발생액 이상현

상이 두드러지게 나타날 수 있다. 이러한 예상과 일치한다면 식 (2)에서  $PEAI_t * ACC_t$ 의 계수값은 유의한 음(-)의 값을 보일 것이다.

회귀분석결과, <표 7>에서  $PEAI_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수는  $RET_{t+1}$ 에 대하여 5% 미만의 수준에서 유의적 음(-)의 값(-0.691)으로 나타났다. 이는 정정되지 않는 경우 그렇지 않은 경우에 비하여 발생액 이상현상이 더 크게 나타날 것이라는 가설 2를 지지하는 결과이다. 이러한 회귀분석결과는 앞서 살펴본 <표 3>의 패널 A에서  $PEAI_t = 1$ 인 집단의 경우 발생액의 5분위수에 따라  $RET_{t+1}$ 이 단조적으로 증가하는 방향성이 나타난 반면에  $PEAI_t = 0$ 의 집단에서는 단조적 방향성이 완전하지 않은 것과 일치하는 결과이다.

<표 7> 이익구성요소 없이 공시된 이익의 정정여부와 이상현상(가설 2 검증)

Variables	Eq. (2)	
	Coeff. (t-stats.) <sup>1)</sup>	
Intercept	-0.048	(0.27)
$ACC_t$	-0.039	(0.08)
$PEAI_t$	0.010	(0.53)
$PEAI_t * ACC_t$	-0.691**	(1.97)
$CFO_t$	0.485	(1.54)
$SIZE_t$	0.001	(0.14)
$BM_t$	0.078***	(7.73)
$MOM_t$	0.045	(1.60)
Year Dummy	Included	
Industry Dummy	Included	
Obs.	3,324	
Adj. R <sup>2</sup>	19.57%	

1) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 나타냄.

2) 변수정의는 식 (2)의 하단과 같음.

6) 일반적으로 성장성이 높을수록 발생액은 낮아진다. 그러나 Chu(2011)는 성장성이 낮아질수록 발생액이 오히려 커지는 기업의 경우, 발생액이 지속성이 현금흐름의 지속성보다 크다는 것을 발견하였다. 또한 이러한 기업들은 발생액이 높을수록 차기 이익과 주식수익률이 높아짐을 보고하였다. 이러한 결과는 성장성에 대한 과대평가의 일부로 발생액 이상현상이 나타날 수 있다는 해석으로는 설명되지 않는 것으로, 기능적 고착화 가설을 지지하는 것이다.

일부의 연구에서는 발생액 이상현상이 성장요인을 반영한 결과라는 해석을 제시하고 있다(Fairfield et al. 2003, Wu et al. 2010). 이러한 연구들은 성장성이 높을수록 발생액의 지속성이 낮아지는데, 성장성을 과대평가함으로써 결과적으로 발생액의 낮은 지속성을 과대평가할 수 있음을 제시하고 있다. 따라서 이익공시유형에 따라 발생액의 다음연도 이익에 대한 지속성 계수가 유의적으로 다른지 살펴볼 필요가 있다. 세 집단 간의 성장요인의 차이로 존재하여 발생액 이상현상이 다르게 나타나는 것이라면, 세 집단에서 발생액의 차기 이익에 대한 지속성 계수가 다를 것이다. 즉, 성장요인이 큰 집단에서 발생액의 차기 이익에 대한 지속성이 낮을 것이다. 그러나 세 집단에서 발생액의 차기 이익에 대한 지속성 계수가 유의하게 다르지 않다면, 앞서 살펴본 <표 6>와 <표 7>의 결과가 이익공시유형의 차이가 투자자들의 기능적 고착화의 정도에 영향을 준 결과라고 볼 수 있다.<sup>6)</sup>

<표 8>의 결과는 이익공시유형에 따라서 발생액의 차기 이익에 대한 지속성이 차이가 있는가를 검증한 결과이다. 이를 위하여 발생액 이상현상을 분석한 식 (1)과 식 (2)의 종속변수를 이익( $EARNING_{t+1}$ )으로 교체한 식 (3a)와 식 (3b)의 회귀식을 추정하였다. 만일 <표 6>부터 <표 7>에 보고된 결과가 발생액의 낮은 지속성을 반영한 결과라면 식 (3a)와 식 (3b)에서 이익공시유형 더미변수와 발생액간 상호작용변수의 회귀계수( $\alpha_3$  및  $\beta_3$ )가 유의한 음(-)일 것이다.

$$\begin{aligned}
 EARNING_{t+1} = & a_0 + a_1ACC_t + a_2PEA_t \\
 & + a_3PEA_t*ACC_t + a_4CFO_t \\
 & + a_5SIZE_t + a_6BM_t \\
 & + a_7MOM_t + \sum_j a_{8j}YR_{jt} \\
 & + \sum_j a_{9j}IND_{jt} + \varepsilon_t \quad (3a)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 EARNING_{t+1} = & \beta_0 + \beta_1ACC_t + \beta_2PEA_t \\
 & + \beta_3PEA_t*ACC_t + \beta_5SIZE_t \\
 & + \beta_6BM_t + \beta_7MOM_t \\
 & + \sum_j \beta_{8j}YR_{jt} + \sum_j \beta_{9j}IND_{jt} \\
 & + u_t \quad (3b)
 \end{aligned}$$

- $EARNING_{t+1}$  = t+1년도 당기순이익을 평균자산으로 나눈 값;
- $ACC_t$  = 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 후 t년도 평균자산으로 나눈 값;
- $PEA_t$  = 이익구성요소에 대한 정보가 없는 이익공시의 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수;
- $PEA_t$  = 이익구성요소에 대한 정보 없이 제공된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되지 않은 경우에는 1, 정정되는 경우에는 0인 더미변수;
- $CFO_t$  = 당기순이익을 평균자산으로 나눈 값에서  $ACC_t$ 를 차감한 값;
- $SIZE_t$  =  $RET_{t+1}$ 을 계산하기 직전 시가총액에 자연로그를 취한 값;
- $BM_t$  = 당기 장부가치 총액을 시장가치로 나눈 값;
- $MOM_t$  =  $RET_{t+1}$  시작전 6개월간의 누적 절대수익률;
- $YR_{jt}$  = 연도별 더미변수;
- $IND_{jt}$  = 산업별 더미변수.

〈표 8〉의 첫 번째 열의 회귀분석결과  $PEA_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수( $PEA_t*ACC_t$ )가 차기 이익의

지속성에 유의한 영향을 미치지 아니하는 것으로 나타났다. 또한 이익구성요소에 대한 정보 없는 이익공시가 이루어졌던 집단을 대상으로 분석한, 두 번째 열의 회귀분석결과에서도  $PEA_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수( $PEA_t*ACC_t$ )는 차기 이익의 지속성에 차별적인 영향을 미치지 않았다. 이러한 결과는 이익공시유형의 차이에 따라 발생액의 차기 이익의 지속성에서 유의한 차이가 없음을 보여주는 것이다. 따라서 〈표 7〉의 결과는 이익공시유형의 차이에 따라 발생액 이상현상이 다르게 나타나는 것이 성장요인의 차이를 반영한 결과가 아님을 보여주는 것이다.

#### 4.4 추가분석

##### 4.4.1 이익공시시점의 차이를 조정한 분석

본 연구의 연구모형에서 종속변수는 기존의 선행 연구들과 동일하게 차기 4월초부터 12개월간 주식 수익률로 하였다. 그러나 가결산 이익공시가 있었던 경우와 그렇지 않은 경우의 이익공시시점이 다를 수 있으며, 이로 인하여 공시된 이익정보가 주가에 반영된 정도가 다를 수 있다. 일반적으로 가결산 이익이 공시되는 시점은 재무제표공시일에 이익이 공시되는 시점보다 빠르다. 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 없는 경우는 전부 가결산 이익공시에 해당한다. 반면, 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 있는 경우 중 가결산 이익공시에 해당하는 경우는 기업설명회와 실적공시가 병행된 경우만 해당한다. 따라서 이익공시일에 이익구성요소를 알 수 없는 경우로 분류된 집단과 그렇지 않은 집단의 사업연도 종료일부터 이익공시일까지 경과된 기간이 다를 수 있다. 이러한 이유로 4월초까지 이익정보가 주가에 반영되는 수준이 다를 수 있다.

〈표 8〉 이익공시유형에 따른 이익지속성의 차이 검증

Variables	Eq. (3a)		Eq. (3b)	
	Coeff. (t-stats.) <sup>1)</sup>		Coeff. (t-stats.) <sup>1)</sup>	
Intercept	-0.100**	(3.60)	-0.123**	(4.01)
ACC <sub>t</sub>	0.338***	(6.73)	0.242***	(5.28)
PEA <sub>t</sub>	-0.004**	(2.17)		
PEA <sub>t</sub> *ACC <sub>t</sub>	-0.071	(1.55)		
PEA1 <sub>t</sub>			0.003	(1.26)
PEA1 <sub>t</sub> *ACC <sub>t</sub>			0.007	(0.14)
CFO <sub>t</sub>	0.522***	(15.56)	0.490***	(13.29)
SIZE <sub>t</sub>	0.005***	(5.76)	0.006***	(5.95)
BM <sub>t</sub>	-0.001	(1.04)	0.000	(0.13)
MOM <sub>t</sub>	0.008***	(2.99)	0.008***	(2.77)
Year Dummy	Included		Included	
Industry Dummy	Included		Included	
Obs.	4,299		3,324	
Adj. R <sup>2</sup>	28.81%		26.71%	

1) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 나타냄.

2) 변수정의는 식 (3a) 및 식 (3b)의 하단과 같음.

대상표본에서 가결산 이익공시에 해당하는 경우의 사업연도 개시일 이후의 이익공시일까지의 평균경과기간이 41.2일인 반면에 재무제표공시일에 이익이 공시되는 경우 사업종료일 이후 평균경과기간이 52.8 일이었다.<sup>7)</sup> 이러한 이익공시시점의 차이는 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 있는 경우와 그렇지 않은 경우의 공시된 이익정보가 4월 초까지 반영될 수 있는 정도가 다를 수 있다. 이러한 영향을 고려하기 위하여 추가분석으로 이익공시시점의 차이를 반영한 1년간 주식수익률( $ADJ\_RET_{t+1}$ )을 종속변수로 사용한 다음과 같이 식 (4a)와 식 (4b)를 이용하여 추

가분석하였다.<sup>8)</sup>

$$\begin{aligned}
 ADJ\_RET_{t+1} = & a_0 + a_1ACC_t + a_2PEA_t \\
 & + a_3PEA_t*ACC_t + a_4CFO_t \\
 & + a_5SIZE_t + a_6BM_t + a_7MOM_t \\
 & + \sum_j a_{8j}YR_{jt} + \sum_j a_{9j}IND_{jt} \\
 & + \varepsilon_t \quad (4a)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 ADJ\_RET_{t+1} = & a_0 + a_1ACC_t + a_2PEA1_t \\
 & + a_3PEA1_t*ACC_t + a_4CFO_t \\
 & + a_5SIZE_t + a_6BM_t + a_7MOM_t
 \end{aligned}$$

7) 본 연구의 전체 사업연도 개시일 이후의 이익공시일까지의 평균경과기간은 43.5일로 백복현 등(2012)에서 평균이익보고시차가 43일로 나타난 것과 일치하는 결과이다.

8) 대상 표본에서 이익공시일 이후 4월 1일까지 남아있는 평균 잔여영업일은 32.3일이었다. 따라서 이익공시일 이후 32영업일이 경과한 시점을 개시시점으로 하는 1년간 주식수익률을  $ADJ\_RET_{t+1}$ 로 사용하였다.

$$+ \sum_i a_{8i} YR_{it} + \sum_j a_{9j} IND_{jt} + \varepsilon_t \quad (4b)$$

- $ADJ\_RET_{t+1}$  = 이익공시일로부터 32영업일이 경과한 시점을 개시시점으로 하는 12개월 누적 절대수익률;
- $ACC_t$  = 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 후 t년도 평균자산으로 나눈 값;
- $PEA_t$  = 이익구성요소 없이 이익공시가 이루어졌으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수;
- $PEAI_t$  = 이익구성요소에 대한 정보 없이 제공된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되지 않은 경우에는 1, 정정되는 경우에는 0인 더미변수;
- $CFO_t$  = 당기순이익을 평균자산으로 나눈 값에서  $ACC_t$ 를 차감한 값
- $SIZE_t$  =  $RET_{t+1}$ 을 계산하기 직전 시가총액에 자연로그를 취한 값;
- $BM_t$  = 당기 장부가치 총액을 시장가치로 나눈 값;
- $MOM_t$  =  $RET_{t+1}$  시작전 6개월간의 누적 절대 수익률;
- $YR_{it}$  = 연도별 더미변수;
- $IND_{jt}$  = 산업별 더미변수.

〈표 9〉에 이익공시시점의 차이를 반영한 추가분석 결과를 제시하였다. 〈표 9〉에서 첫 번째 열에 보고한 식 (4a)의 회귀분석결과에서  $PEA_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수( $PEA_t * ACC_t$ )는  $ADJ\_RET_{t+1}$ 에 대하여 5% 미만의 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여 〈표 5〉의 결과와 유사하였다. 또한 두 번째 열에 보고한 식 (4b)의 회귀분석결과에서  $PEAI_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수( $PEAI_t * ACC_t$ )는  $ADJ\_RET_{t+1}$ 에

대하여 10% 미만의 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 〈표 9〉의 결과는 〈표 6〉과 〈표 7〉의 결과와 유사한 것으로 볼 수 있다. 따라서 추가분석 결과에서도 이익구성요소에 관한 정보를 알 수 없는 경우에 발생액 이상현상이 더욱 두드러졌으며, 이익구성요소에 대한 정보 없이 제공된 이익정보가 정정되지 않은 경우에 발생액 이상현상이 더욱 두드러짐을 알 수 있다.<sup>9)</sup>

#### 4.4.2 공정공시와 수시공시로 구분한 추가분석

본 연구는 실적공시와 수시공시에 의한 이익공시가 이익구성요소에 대한 정보를 포함하지 않았다는 측면에서 동일하다고 보았다. 하지만 실적공시와 수시공시의 신뢰성이 다를 수 있다. 이에 따라 투자자들이 이익구성요소 없이 공시된 이익정보를 신뢰하는 수준도 차이가 있을 수 있다. 바꾸어 말하면, 실적공시와 수시공시에 의한 이익공시가 재무제표공시일에 정정될 가능성의 차이로, 수시공시와 실적공시에서 투자자들이 최초 의사결정에 고착화될 가능성도 달라질 수 있음을 의미한다. 따라서 이익공시가 실적공시 또는 수시공시 중 어느 것에 해당되는지 여부에 따라 발생액 이상현상이 차별적일 수 있다. 이러한 이유로 실적공시와 수시공시로 구분하여 추가분석할 필요가 있다.

이동현 등(2011)은 실적공시가 수시공시에 의한 손익구조변경 공시보다 더 정확한 이익정보를 제공한다고 보고하였다. 보다 구체적으로, 실적공시에 의한 이익공시가 정정될 가능성이 낮으며, 기공시된 이익이 정정되더라도 그 폭이 작은 것으로 나타났

9) 한편, 이익공시시점을 반영하여 주식수익률을 계산하는 경우, 표본별로 주식수익률 계산기간이 다르다. 따라서 〈표 9〉에서 주식수익률 계산기간의 동안의 시장평균수익률을 반영하기 위하여,  $ADJ\_RET_{t+1}$ 을 절대수익률이 아닌 절대수익률에서 시장평균수익률을 차감한 시장초과수익률로 사용한 분석을 추가로 하였다. 시장초과수익률을 사용한 경우에도 〈표 9〉의 결과가 유의적으로 다르지 않았다.



〈표 9〉 이익공시시점의 차이를 반영한 추가분석

Variables	Eq. (4a)		Eq. (4b)	
	Coeff. (t-stats) <sup>1)</sup>		Coeff. (t-stats) <sup>1)</sup>	
Intercept	0.007	(0.05)	-0.059	(0.35)
ACC <sub>t</sub>	0.260	(0.74)	-0.072	(0.15)
PEA <sub>t</sub>	0.008	(0.45)		
PEA <sub>t</sub> *ACC <sub>t</sub>	-0.675**	(2.35)		
PEA1 <sub>t</sub>			0.009	(0.52)
PEA1 <sub>t</sub> *ACC <sub>t</sub>			-0.631*	(1.81)
CFO <sub>t</sub>	0.593**	(2.09)	0.523*	(1.68)
SIZE <sub>t</sub>	-0.003	(0.60)	0.000	(0.07)
BM <sub>t</sub>	0.077***	(7.89)	0.078***	(7.59)
MOM <sub>t</sub>	0.043*	(1.93)	0.052**	(1.95)
Year Dummy	Included		Included	
Industry Dummy	Included		Included	
Obs.	4,299		3,324	
Adj. R <sup>2</sup>	20.40%		20.31%	

1) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 나타냄.

2) 변수정의는 식 (4a)의 하단과 식 (4b)의 하단과 같음.

다. 또한 정광화와 정광우(2014)는 실적공시에 의한 이익공시가 수시공시에 의한 이익공시보다 공시일의 정보반응이 크다고 보고하였다. 이러한 연구들은 실적공시가 수시공시에 비하여 정정될 가능성이 낮으며, 투자자들도 실적공시에 의한 이익공시를 수시공시에 의한 공시보다 더 신뢰하고 있음을 보여주고 있다. 따라서 실적공시에 의한 이익공시인 경우 투자자들이 이익구성요소 없는 이익정보를 기초로 이루어진 의사결정에 고착화될 가능성이 높다는 예상이 가능하다. 이는 실적공시에 의한 이익공시가 이루어진 집단에서 수시공시에 의해 이익공시가 이루어진 집단보다 발생액 이상현상이 크게 나타날 가

능성을 의미한다.

추가분석에 앞서 이익구성요소에 대한 정보 없이 이익이 공시된 표본에서 실적공시와 수시공시에 의한 이익공시의 분포를 〈표 10〉에 제시하였다.<sup>10)</sup> 표본 중에서 90.5%에 해당하는 3,007개의 표본이 수시공시에 의한 이익공시에 해당하였다. 그리고 표본의 22.3%에 해당하는 740개의 표본이 실적공시에 의한 이익공시였으며, 423개의 표본은 실적공시와 수시공시에 의한 이익공시 모두에 해당하였다.

한편, 실적공시가 있었던 740개의 표본 중 재무제표공시일에 기공시된 이익정보가 정정된 경우는 154개 또는 20.8%(=154/740)인 반면에, 수시공시만

10) 기업설명회와 실적공시가 병행된 경우는 이익구성요소를 투자자들이 알 수 있는 경우로 분류하였으므로 〈표 10〉에서 기업설명회가 병행된 실적공시는 제외하였다.

〈표 10〉 실적공시와 수시공시에 의한 이익공시와 정정의 분포

패널 A: 실적공시와 수시공시에 의한 이익공시의 분포

구 분		실적공시		합 계
		공시안함	공시함	
수시공시	공시안함	-	317	317
	공시함	2,584	423	3,007
합 계		2,584	740	3,324

패널 B: 실적공시여부에 따른 정정의 분포

구 분		표본수	합 계
실적공시에 있음	정정됨	154	740
	정정되지 않음	586	
실적공시에 없음	정정됨	1,074	2,584
	정정되지 않음	1,510	
합 계		3,324	3,324

있었던 표본에서는 1,074개 또는 41.6%(=1,074/2,584)로 큰 차이를 보였다. 이러한 결과는 실적공시에 의한 이익공시일수록 정정되지 아니하는 경향이 있다는 선행연구와 일치하는 것이다(이동현 등 2011, 정광화와 정석우 2014). 따라서 패널 B에 제시된 이익구성요소 없이 공시된 이익이 재무제표공시일에 정정되는 분포의 차이는 투자자들이 최초 의사결정에 고착화되는 정도가 수시공시와 실적공시에서 다를 가능성을 제시한다. 다르게 말하면, 수시공시와 실적공시가 이익구성요소 없이 공시된다는 점에서 유사하지만, 발생액 정보가 주가에 반영되지 못할 가능성에서 차이가 있을 수 있다.

이상의 논의를 토대로 실적공시와 수시공시에 따라 발생액 이상현상이 다르게 나타나는지 추가분석하였다. 검증을 위하여 실적공시에 의한 이익공시가 있었으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수  $FD\_PEA_t$  및 이들 더미변수와 발생액의 상호작용변수( $FD\_PEA_t*$

$ACC_t$ )를 관심변수로 연구모형 식 (5a)를 설정하였다. 실적공시가 있었던 경우 최초 공시된 정보에 고착화될 가능성이 높다면, 식 (5a)에서  $FD\_PEA_t*ACC_t$ 의 계수값은 유의한 음(-)의 값으로 나타날 것이다.

$$RET_{t+1} = a_0 + a_1ACC_t + a_2FD\_PEA_t + a_3FD\_PEA_t*ACC_t + a_4CFO_t + a_5SIZE_t + a_6BM_t + a_7MOM_t + \sum_j a_{8j}YR_{jt} + \sum_j a_{9j}IND_{jt} + \epsilon_t \quad (5a)$$

$RET_{t+1}$  = t+1년도 4월부터 12개월간 누적 절대 수익률;

$ACC_t$  = 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 후 t년도 평균자산으로 나눈 값;

$FD\_PEA_t$  = 이익구성요소 없는 이익공시가 실적공시에 해당하는 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수;

$CFO_t$  = 당기순이익을 평균자산으로 나눈 값에서

$ACC_t$ 를 차감한 값;  
 $SIZE_t$  =  $RET_{t+1}$ 을 계산하기 직전 시가총액에 자연로그를 취한 값;  
 $BM_t$  = 당기 장부가치 총액을 시장가치로 나눈 값;  
 $MOM_t$  =  $RET_{t+1}$  시작전 6개월간의 누적 절대수익률;  
 $YR_{it}$  = 연도별 더미변수;  
 $IND_{jt}$  = 산업별 더미변수.

$$+ \beta_4CFO_t + \beta_5SIZE_t + \beta_6BM_t + \beta_7MOM_t + \sum_i \beta_{8i}YR_{it} + \sum_j \beta_{9j}IND_{jt} + \varepsilon_t \quad (5b)$$

한편, 가결산 이익의 신뢰성이 낮다고 알려진 수시공시의 경우 최초 공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되는지 여부에 따라 투자자들이 최초 의사결정에 고착화되는 정도가 다를 수 있다. 최초 의사결정에 고착화 될수록 발생액 정보가 주가에 반영될 가능성이 낮아진다. 따라서 수시공시에 의한 이익공시에서 가결산 이익공시가 재무제표공시일에 정정되지 않을수록 발생액 이상현상이 두드러지게 나타날 수 있다. 이러한 예상을 검증하기 위하여 수시공시에 의한 이익공시가 이루어진 표본 2,584개를 대상으로 기공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되지 않았으면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수  $Timely\_PEA1$  및 더미변수  $Timely\_PEA1_t$ 와 발생액의 상호작용변수( $Timely\_PEA1_t*ACC_t$ )를 포함한 식 (5b)를 설정하였다. 수시공시에 의해 공시된 가결산 이익이 재무제표일에 정정되지 않아서 투자자들이 최초 의사결정에 고착화 될 가능성이 높다면,  $Timely\_PEA1_t*ACC_t$ 는 유의한 음(-)의 값을 보일 것이다.

$$RET_{t+1} = \beta_0 + \beta_1ACC_t + \beta_2Timely\_PEA1_t + \beta_3Timely\_PEA1_t*ACC_t$$

$RET_{t+1}$  = t+1년도 4월부터 12개월간 누적 절대수익률;  
 $ACC_t$  = 당기순이익에서 영업활동으로 인한 현금흐름을 차감한 후 t년도 평균자산으로 나눈 값;  
 $Timely\_PEA1_t$  = 수시공시에 의한 이익정보가 재무제표일공시일에 정정되지 않은 경우 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수;  
 $CFO_t$  = 당기순이익을 평균자산으로 나눈 값에서  $ACC_t$ 를 차감한 값;  
 $SIZE_t$  =  $RET_{t+1}$ 을 계산하기 직전 시가총액에 자연로그를 취한 값;  
 $BM_t$  = 당기 장부가치 총액을 시장가치로 나눈 값;  
 $MOM_t$  =  $RET_{t+1}$  시작전 6개월간의 누적 절대수익률;  
 $YR_{it}$  = 연도별 더미변수;  
 $IND_{jt}$  = 산업별 더미변수.

분석결과를 살펴보면, <표 11>의 첫 번째 보고된 회귀분석결과에서 보듯이 예상과 마찬가지로 실적공시가 있었던 경우 발생액 이상현상이 두드러지는 것으로 나타났다. 회귀분석결과에서  $FD\_PEA_t$ 와  $ACC_t$ 의 상호작용변수( $FD\_PEA_t*ACC_t$ )는  $RET_{t+1}$ 에 대하여 1% 미만의 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이러한 결과는 공정공시에 의한 이익공시일수록 이익구성요소 없이 공시된 이익정보에 투자자들이 고착화될 가능성이 높음을 보여준다.<sup>11)</sup> 또한 두 번

11) 한편, 실적공시가 있었던 집단을 대상으로 정정여부에 따라 이상현상이 다른지 분석한 결과 유의적인 차이가 없었다. 이는 실적공시에 의한 이익공시의 경우 재무제표공시일에 기공시된 정보가 정정되더라도 그 폭이 작기 때문으로 해석된다. 하지만 실적공시가 있었던 전체 표본이 740개이며, 그 중 정정된 표본은 154개에 불과하여 큰 의미를 부여하기 어렵다고 판단하여 별도의 표로 보고하지 않았다.

〈표 11〉 실적공시와 수시공시로 구분한 추가분석

Variables	Eq. (5a)		Eq. (5b)	
	Coeff. (t-stats) <sup>1)</sup>		Coeff. (t-stats) <sup>1)</sup>	
Intercept	-0.001	(0.00)	-0.037	(0.17)
ACC <sub>t</sub>	-0.301	(0.80)	0.238	(0.43)
FD_PEA <sub>t</sub>	0.009	(0.43)		
FD_PEA <sub>t</sub> *ACC <sub>t</sub>	-0.873***	(2.82)		
Timely_PEA <sub>t</sub>			-0.003	(0.16)
Timely_PEA <sub>t</sub> *ACC <sub>t</sub>			-0.789**	(1.99)
CFO <sub>t</sub>	0.490	(1.48)	0.554	(1.49)
SIZE <sub>t</sub>	-0.001	(0.21)	0.004	(0.44)
BM <sub>t</sub>	0.078***	(7.68)	0.077***	(6.83)
MOM <sub>t</sub>	0.047	(1.65)	0.026	(0.81)
Year Dummy	Included		Included	
Industry Dummy	Included		Included	
Obs.	4,299		3,324	
Adj. R <sup>2</sup>	21.51%		12.23%	

1) \*\*\*, \*\*, \*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%를 나타냄.

2) 변수정의는 식 (5a)의 하단과 식 (5b)의 하단과 같음.

제 열에 보고한 식 (5b)의 회귀분석결과 *Timely\_PEA<sub>t</sub>*와 *ACC<sub>t</sub>*의 상호작용변수(*Timely\_PEA<sub>t</sub>\*ACC<sub>t</sub>*)는 *RET<sub>t+1</sub>*에 대하여 5% 미만의 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 투자자들이 최초 의사결정에 고착화될 가능성이 적다고 예상되는 수시공시에 의해 가결산 이익공시가 이루어진 경우라도, 기공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되지 아니하는 경우에는 투자자들이 최초 의사결정에 고착화됨을 보여주는 것이다.

추가분석결과, 예상과 마찬가지로 실적공시에 의한 이익공시에서 발생액 이상현상이 뚜렷하게 나타났다. 이는 실적공시일수록 투자자들이 이익구성요소에 대한 정보 없는 이익공시에 고착화됨을 보여주는 결과이다. 이러한 결과는 실적공시일수록 재무제

표공시일에 정정될 가능성이 낮으며, 정정되더라도 정정되는 금액의 정도가 작기 때문에 해석된다. 수시공시일의 경우 재무제표공시일에 기공시된 이익정보가 정정되지 않는 경우 발생액 이상현상이 더 뚜렷하게 나타났다. 따라서 수시공시의 경우라도 기공시된 이익정보가 재무제표공시일에 정정되지 않을수록 최초 의사결정에 고착되는 것으로 볼 수 있다.

## V. 결론 및 공헌점

일반적으로 자본시장에서 정보흐름의 차이는 의사결정의 차이로 이어질 수 있다. 본 연구는 우리나라

의 이익공시제도하에서 이익정보와 이익구성요소에 대한 정보가 제공되는 흐름의 차이에 따라 발생액 이상현상에 차이가 있는지를 분석하였다. 구체적으로, 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보를 알 수 있는 집단과 알 수 없었던 집단의 차이를 분석하였다. 또한 이익공시일에 이익구성요소를 알 수 없었던 집단을 재무제표공시일에 기공시된 이익정보를 정정한 집단과 정정하지 않은 집단으로 구분하여 그 차이를 분석하였다.

우리나라를 포함한 많은 나라의 자본시장에서 재무제표공시일 이전에 이익공시가 이루어진다. 이익공시일에 발생액과 현금흐름에 대한 정보가 제공되지 않음에도 불구하고, 투자자들은 이익공시일에 새롭게 공시된 이익정보를 반영하여 포트폴리오를 구성한다. 하지만 이익구성요소에 대한 정보를 포함하지 않고 이익을 공시하는 경우, 이익공시일에 구성된 포트폴리오에는 발생액의 지속성과 현금흐름의 지속성의 차이가 원천적으로 반영될 수 없다. 이러한 경우 발생액 정보는 재무제표공시일에 추가로 알 수 있다. 그런데 발생액 정보가 없는 상태에서 이루어진 의사결정에 투자자들이 고착화 될 수 있으며, 이로 인하여 발생액 정보가 주가에 충분히 반영되지 않을 수 있다. 또한 거래비용은 이익공시일 이후 발생액 정보를 추가로 반영하여 포트폴리오를 충분히 재구성하기 어렵게 하는 요인일 수 있다. 따라서 이익구성요소에 관한 정보를 포함하지 않고 이익정보가 투자자들에게 제공되는 이유로 발생액 이상현상이 더 크게 나타날 수 있다.

본 연구는 2002년부터 2012년까지 한국증권거래소에 거래된 주식 중 손실기업과 최저분위 발생액이 아닌 기업-연도 표본을 대상으로 이루어졌다. 실증분석결과 발생액 이상현상이 이익공시일에 이익구성요소에 대한 정보를 포함하는지 여부에 따라 다르게

나타났다. 특히 이익구성요소에 관한 정보가 없었고 재무제표공시일에 기공시된 이익정보가 정정되지 아니한 경우에 발생액 이상현상이 집중적으로 나타났다. 이러한 결과는 발생액과 현금흐름을 구분할 수 없는 상태에서 이루어진 의사결정에 투자자들이 고착화되는 앵커링 효과가 발생액 이상현상이 더 크게 나타날 것이라는 예상과 일치한다. 또한 투자자들이 거래비용으로 인하여 이익구성요소에 대한 정보 없는 상태에서 구성된 포트폴리오를 재무제표공시일에 재구성하기 어렵다는 추론과도 일치하는 것이다.

미국의 자본시장에서는 이익공시일에 이익구성요소에 관한 정보를 제공해달라는 요구들이 제기되어 왔다. 이러한 요구에 부응하여 이익공시에 제공하는 정보수준도 지속적으로 높아져왔다(Miao et al. 2013). 이는 투자자들이 이익구성요소에 대한 정보가 이익공시일에 제공되는지 여부에 따라 정보유용성이 다르기 때문이다. 다르게 표현하면, 발생액과 현금흐름에 관한 정보가 이익공시일에 공시될 때 투자자들이 이를 반영할 가능성도 높다는 것이다.

본 논문의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 우리나라의 이익공시제도하에서 수시공시와 실적공시에 이익구성요소에 대한 정보가 공시되지 않음으로 발생액 이상현상이 더 뚜렷하게 나타날 수 있다는 점을 분석하였다. 둘째, 이익구성요소 없는 이익정보가 정정됨으로 인하여 이익구성요소에 관한 정보가 추가로 주가에 반영되는 효과를 살펴보았다는 의의도 있다.

본 연구의 결과는 이익공시일에 발생액과 현금에 대한 정보가 구분하여 공시함으로써 투자자들에게 보다 유용한 정보를 제공할 수 있다는 Hirshleifer et al.(2012)의 정책적 제안이 유효함을 확인하는 것이다. 다르게 말하면, 수시공시와 실적공시에 의한 가결산 공시에 발생액과 현금흐름에 관한 정보가

포함된다면 이익공시의 정보유용성이 높아질 수 있음을 의미한다.

## 참고문헌

- 김지홍 · 고재민 · 김상일(2008), 이익조정 여부에 따른 발생액 이상현상의 차이. **회계학연구**, 33, 103-139.
- 고종권 · 윤성수(2006), 재무보고이익-세무보고이익의 차이와 이익, 현금흐름 및 발생액의 지속성과 자본시장의 반응. **회계학연구**, 31, 127-162.
- 나종길(2006), "회계발생의 정보성에 대한 투자자의 효율성." **경영연구**, 21, 1-30.
- 남천현(2009), "한국 자본시장의 발생액 이상현상." **회계저널**, 18, 201-234.
- 백복현 · 김영준 · 이준일(2012), "연간이익공시시점에 대한 연구." **회계학연구**, 37, 253-293.
- 백원선(2014), "이익구성요소의 기간귀속과 발생액 시장이상현상." **회계학연구**, 39, 323-349.
- 손성규 · 이은철 · 김성환(2011), "계속감사기간에 따른 발생액 이상현상." **경영학연구**, 40, 407-429.
- 여은정(2010), "가결산연간이익의 정정 공시 현황과 시장 반응." **회계저널**, 9, 221-243.
- 이동현 · 최우석 · 유승원(2011), "공시유형별 가결산이익의 정확성 및 정정공시." **경영학연구**, 40, 721-751.
- 이화득 · 고종권 · 김중현(2008), "이익기업과 손실기업의 이익지속성과 자본시장의 반응." **세무와회계저널**, 9, 85-119.
- 정광화 · 정광우(2014), "공시유형에 따른 연간이익공시의 차별적 정보효과." **회계학연구**, 39, 287-326.
- 최관 · 백원선(2007), "현금전환가능성에 따른 발생액의 질과 시장이상현상." **회계학연구**, 32, 1-26.
- 황이석 · 김문현 · 이우중 · 손병철(2005), "발생액의 효율적 평가에 영향을 미치는 요인." **회계학연구**, 30, 59-91.
- Battalio, R., A. Lerman, J. Livnat., and R. Mendenhall (2012), "Who, if Anyone, Reacts to Accrual Information?," *Journal of Accounting and Economics* 53, 205-224.
- Bernard, V., and T. Stober(1989), "The Nature and Amount of Information Reflected in Cash Flows and Accruals," *The Accounting Review* 64, 624-652.
- Beneish, M. D., and D. Nichols(2005). The Long and Short of the Accrual Anomaly. *Working Paper*, Indiana University.
- Bradshaw, M. T., S. A. Richardson, and R. G. Sloan(2001), "Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals?" *Journal of Accounting Research* 39, 45-74.
- Chu, J.(2011), "Does Growth Subsume the Implications of Accruals for Future Performance?," Working Paper. University of California, Berkeley.
- Dougal, C., J. Engelberg, C. Parsons, and E. Van Wesp(2015), "Anchoring on Credit Spreads," *Journal of Finance* 70, 1039-1080.
- Dopuch, N., C. Seethamraju, and W. Xu(2005), "The Pricing of Accruals for Profit and Loss Firms," *Review of Quantitative Finance and Accounting* 34, 505-516.
- Edwards, W.(1968), "Conservatism in Human Information Processing in Formal Representation of Human Judgment," Edited by B..Kleinmütz, New York, NY, 17-52.
- Fairfield P. M., J. S. Whisenant, and T. L. Yohn (2003), "Accrued Earnings and Growth: Implications for Future Profitability and Market Mispricing," *The Accounting Review* 78, 353-371.
- Fama, E., and K. French(2008), "Dissecting Anomalies," *Journal of Finance*, 63, 1653-1678.

- Festinger, L.(1957), "A Theory of Cognitive Dissonance," Evanston, IL: Peterson.
- Green, J., J. R. M. Hand, and M. T. Soliman (2011), "Going, Going, Gone? The Apparent Demise of the Accruals Anomaly," *Management Science* 57, 797-816.
- Hayn, C.(1995), "The Information Content of Losses," *Journal of Accounting and Economics* 20, 155-192.
- Hirshleifer, D., K. Hou, and S. Teoh(2012), "The Accrual Anomaly: Risk or Mispricing?" *Management Science*, 58, 320-35.
- Hirshleifer, D., and S. Teoh(2003), "Limited Attention, Information Disclosure, and Financial Reporting," *Journal of Accounting and Economics* 36, 337-386.
- Khan, M.(2008), "Are Accruals Mispriced? Evidence from Tests of an Intertemporal Capital Asset Pricing Model," *Journal of Accounting and Economics*, 55-77.
- Kraft, A., A. J. Leone, and C. E. Wasley(2007), "Regression Based Tests of the Market Pricing of Accounting Numbers: The Mishkin Test and Ordinary Least Squares," *Journal of Accounting Research* 45, 1081-1114.
- Lev, B., and D. Nissim(2006), "The Persistence of the Accruals Anomaly," *Contemporary Accounting Research* 23, 193-226.
- Levy, S.(2008), "Voluntary Disclosure of Accruals in Earnings Press Releases and the Pricing of Accruals," *Review of Accounting Studies* 13, 1-21.
- Lord, C. G., Ross, L, and Lepper, M. R(1979), "Biased Assimilation and Attitude Polarization: The Effects of Prior Theories on Subsequently Considered Evidence," *Journal of Personality & Social Psychology* 37, 2098-2109.
- Louis, H., D. Robinson and A. Sbaraglia(2008), "An Integrated Analysis of the Association between Accrual Disclosure and the Abnormal Accrual Anomaly," *Review of Accounting Studies* 13, 23-54.
- Mashruwala, C., S. Rajgopal, and T. Shevlin(2006), "Why is the Accrual Anomaly Not Arbitraged Away? The Role of Idiosyncratic Risk and Transaction Costs," *Journal of Accounting and Economics* 42, 3-33.
- Miao, B., Teoh, S. H., and Zhu, Z(2013), "Limited Attention, Statement of Cash Flow Disclosure, and the Valuation of Accruals," Working Paper. National University of Singapore.
- Radhakrishnan, S., and S. Wu(2014), "Analysts' Cash Flow Forecasts and Accrual Mispricing," *Contemporary Accounting Research* 31, 1191-219.
- Richardson, S. A., R. G. Sloan, M. T. Soliman, I. Tuna(2005), "Accrual Reliability, Earnings Persistence and Stock Prices," *Journal of Accounting and Economics*, 437-485.
- Richardson, S. A., R. G. Sloan, M. T. Soliman and I. Tuna(2006), "The Implications of Accounting Distortions and Growth for Accruals and Profitability," *The Accounting Review* 81, 713-743.
- Sloan, R.(1996), "Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?" *The Accounting Review* 71, 289-315.
- Soares, N., and A. Stark(2009), "The Accruals Anomaly - Can Implementable Portfolio Strategies be Developed that are Profitable Net of Transactions Costs in the UK?" *Accounting and Business Research*, 321-45.

- Thomas, J. K., and H. Zhang(2002), "Inventory Changes and Future Returns," *Review of Accounting Studies* 7, 163-87.
- Tversky, A., and D. Kahneman(1974), "Judgment under Uncertainty: Heuristic and Biases," *Science* 185, 1124-1131.
- Xie, H.(2001), "The Mispricing of Abnormal Accruals," *The Accounting Review* 76, 357-373.
- Wilson, G. P.(1986), "The Relative Information Content of Accruals and Cash Flows: Combined Evidence at the Earnings Announcement and Annual Report Release Date," *Journal of Accounting Research* 24, 165-200.
- Wu, J., L. Zhang, and X. F. Zhang(2010), "The Q-theory Approach to Understanding the Accrual Anomaly," *Journal of Accounting Research* 48 , 177-223.



## Accruals Anomaly and Earnings Announcement Patterns

Na Ra Kang\* · Wonsun Paek\*\*

### Abstract

This study examines whether market participants' overpricing on previous-period accruals (i.e., accruals anomaly) is distinguishable depending on different patterns of earnings announcement. Sloan (1996) provided an explanation for the accruals anomaly that it is caused by a investors' function fixation on the bottom-line earnings without proper understanding of mean-reverting properties of accruals. It means that investors could not recognize the information about accrual and cash flow components of earnings. Earnings announcement patterns could affect on investors' cognition about accrual informations. Particularly, the investors' function fixation on earnings could differ depending on whether the accrual information is disclosed on earnings announcement days.

Under disclosure requirement in Korea, the preliminarily disclosed earnings do not include detailed information on earnings components. Investors do not have information on earnings components until the financial statements disclosure date. Some investors who form their portfolios based on financial statements have information on earnings components while others who invest based on preliminary earnings do not have information on earnings components. Those investors who make their investment decisions based on preliminary earnings are likely to rely on an anchor implied in preliminary earnings. Also, such a bias toward the anchor is (not) likely to be adjusted subsequently when the financial statements are disclosed with preliminary earnings information adjusted (unadjusted). Thus, if the accruals anomaly is related to the anchoring and adjustment effect, we expect that the degree of the accruals anomaly differ across the earnings announcement patterns.

---

\* Ph. D. Student, Business School, Sungkyunkwan University, Seoul, Korea, First Author

\*\* Professor, Business School, Sungkyunkwan University, Seoul, Korea, Corresponding Author

The empirical results show that the accruals anomaly is significantly different depending on earnings announcement patterns in consistent directions with our expectations. Specifically, we find that the accruals anomaly is more prominent for the subsample with preliminary earnings announcements than the subsample without preliminary earnings announcements. Further, we show that the accruals anomaly is more prominent for the subsample with preliminary earnings announcements to be subsequently adjusted than for the subsample with preliminary earnings announcements to be subsequently not adjusted.

In this regard, we believe that our findings provide policy implications that investors practical implications that the requiring firms to report cash-based and accrual-based earnings in preliminary earnings announcement leads to attenuate the anomaly. Also, the results in this study provide policy implications how disclosure affects investors' behavior.

Key words: Accruals Anomaly, Earnings announcement patterns, Anchoring and adjustment, Transaction Cost

- 
- 저자 강나라는 현재 성균관대학교 경영대학 회계 전공 박사과정에 재학 중이다. 서울시립대 세무학과를 졸업하였으며, 성균관대학교 회계학과에서 석사학위를 취득하였다. 박사과정에 입학하기 전에는 공인회계사로 회계법인과 정부출연연구소 등에서 회계감사와 연구 용역을 수행하였다. 주요관심분야는 주가붕괴위험, 발생액 이상현상, 이익공시일의 정보반응 등이다.
  - 저자 백원선은 현재 성균관대학교 경영대학 회계 전공 교수로 재직 중이다. 성균관대학교 경영대학을 졸업하였으며, 미국 위스콘신대학교에서 회계학석사, 미국 템플대학교에서 경영학박사를 취득하였다. 주요연구분야는 가치평가, 이익품질 및 분기손익행태 등이다.