

## 감사인교체의 주식시장반응에 관한 실증연구\*

손성규

연세대학교 경영대학 교수  
(sksohn@yonsei.ac.kr)

김연화

연세대학교 경영대학 박사과정  
(jinlionhua@hanmail.net)

2002년도부터 증권거래소 상장법인과 코스닥 등록법인에 한하여 외부감사인 선·해임사실을 강제 공시하도록 제도가 변경되었다. 본 논문에서는 이러한 감사인교체라는 사건의 공시가 주식시장에 어떤 영향이 있는지를 살펴봄으로써 본 규정의 자본시장에서의 효과를 살펴보았다. 본 연구에서는 감사인교체를 감사품질에 따라 상향교체, 하향교체, 수평교체로 분류하여 주가반응을 알아보고, 또한 감사인 교체사유별로 주식시장반응을 검토하였다.

연구결과 주식시장에서 감사인 상향교체에 대해서는 공표일을 전후하여 비정상수익률이 증가하는 추세를, 하향교체에 대해서는 공표일을 전후하여 감소되는 추세를 나타냈고 통계적으로 유의적인 결과를 보였다. 기업과 외부감사인의 의견불일치로 인한 감사인 교체사건에 대해서는 평균비정상수익률이 사건일 및 사건일 2일후 부(-)의 값을 나타냈지만 통계적으로 유의하지 않았다. 의견불일치로 인한 감사인 하향교체기업은 단순 감사인 하향교체기업보다 더 부정적인 주가반응을 나타내지 않았고 유의적인 결과도 보여주지 않았다.

### 1. 서론

주주, 경영자, 채권자 등 기업의 이해관계자들과 외부감사인은 서로 이해상충관계로 대리인문제가 존재하고 욕구와 주장이 다양함으로 감사인 선임이 회계감사 제반과정에서 중요한 문제로 제기되고 있다.

우리나라에서 감사인 선임방식에 있어서 초기에는 배정제도를 실시하였지만 1982년부터는 자유수입제도를 실시하였다. 자유수입제도는 감사인 선임권을 피감사인에게 부여함으로써 피감사인의 필요에 부응하는 감사인을 선임할 수 있게 하는 한편 감사인의 공정경쟁을 유도하여 결과적으로 회계감사의 질적 개선을 이루려고 하는 제도이다. 즉 감사인시장에 자유경쟁원리가 적용됨을 의미한다. 자유수입

제하에서 감사인의 선임권은 실질적으로 경영자에게 있다.

자유수입제도가 도입된 지 약 20년이 경과하는 동안 많은 학술논문, 언론매체에서는 자유수입제하에서 감사인의 독립성 저하 또는 상실을 들어 외부감사제도의 공신력에 의문을 제기하였다. 이러한 자유수입제의 문제점을 보완하고 재무제표의 신뢰성과 외부감사의 유효성을 제고하기 위하여 1991년부터 증권관리위원회는<sup>1)</sup> 특정 사유가 있는 기업에 대하여 증권관리위원회가 지명하는 감사인을 선정하도록 하는 감사인 지정제도를 병행하여 실시하고 있다.

자유경쟁원리가 적용되는 감사인시장에서 감사인 교체란 감사인선임시에 직전연도의 감사인과 다른 감사인을 선임하는 것을 말하는데, 본 논문에서는 이효익(1990)이 정의한 바와 같이 감사인교체를 감

사인의 교체방향에 따라 상향교체, 하향교체 및 수평교체로 구분한다. 상향교체는 품질이 낮은 감사인에서 품질이 높은 감사인으로 교체하는 것을 말하고, 하향교체란 품질이 높은 감사인에서 품질이 낮은 감사인으로서의 교체를 말하며, 수평교체란 질적 변화가 없는 감사인교체를 말한다.

회계감사제도의 발전과정을 살펴보면 1990년대 말 우리나라에서는 외환위기, 대우사태, 경기침체, 부정회계 등을 겪으면서 정책당국은 회계정보 투명성의 제고를 위하여 회계기준과 공시제도를 강화하는 등 여러 가지로 다양한 노력을 행하였다. 기업의 외부감사의 선임에 있어서 2001년 말에는 상장법인공시규정과 협회중개시장공시규정의 개정을 통하여 기업의 외부감사의 선임 및 해임에 관한 공시를 의무화하고 있다. 따라서 의무화된 외부감사 선임 및 해임에 대한 수시공시의 주식시장의 반응을 알아봄으로써 새로 개정된 공시규정이 주식시장에서 의미하는 바가 무엇인지를 알아보는 것이 필요하다.

본 연구의 목적은 감사인 선·해임 강제공시규정의 제정을 배경으로 우리나라에서 피감사기업들이 어떻게 감사인을 교체하는지 감사인 교체상황에 대해 알아보고, 감사인교체를 주식시장이 어떻게 평가하고 반응하는지를 사건연구를 통하여 검증함으로써 감사인 선·해임 강제공시규정의 효과를 알아보려고 한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장은 본 논문의 이론적 배경을 살펴보고 감사인교체 및 주가변동

에 관한 선행연구들을 정리·요약한다. 제3장에서는 본 논문의 연구가설을 도출하고 논문의 연구방법에 대해 설명하며 표본을 선정한다. 제4장은 감사인교체와 주가반응에 대한 실증분석결과를 나타내고, 제5장은 본 논문의 결론과 연구의 한계점을 제시한다.

## II. 이론적 배경 및 선행연구

우리나라에서 2002년 이전에는 거래소 상장법인 또는 코스닥 등록법인의 외부감사의 선임에 관련된 공시규정이 없었고 2001년 말에 감사인의 변경이 투자자에게 공시할 가치가 있는 정보라는 판단에 근거하여 상장법인공시규정과<sup>2)</sup> 협회중개시장공시규정의<sup>3)</sup> 개정을 통하여 주요경영사항을 신고하는 수시공시대상에 상장, 등록법인의 외부감사의 선임 및 해임 등 사항을 포함시켰다. 따라서 사실상 2002년도부터 외부감사의 선임과 해임에 관한 수시공시를 의무화하고 있다.

감사품질, 감사인교체 및 주가반응에 관련된 선행연구들을 검토한다.

감사품질에 관한 연구는 주로 감사인 규모, 산업별 전문감사인, 감사인의 조직화정도, 감사인의 명성, 계속감사기간, 감사이의 서비스 제공, 감사 수수료 등의 측면에서 이루어졌다.

DeAngelo(1981)는 감사인이 제공하는 회계감사

2) 2001년 12월 14일에 개정된 상장법인공시규정의 제2장 공시의무의 제1절 주요경영사항의 신고·공시의 제4조(주요경영사항)②에서는 사외이사, 감사위원회 위원 및 감사인을 선임 또는 해임(임기 또는 계약만료 외의 사유로 퇴임한 경우를 포함)한 때 그 사실 또는 결정내용을 그 사유발생일로부터 1일 이내에 거래소에 신고하여야 한다고 규정하였다.

3) 2001년 12월 17일에 개정된 협회중개시장공시규정의 제2장 공시의무의 제1절 주요경영사항의 신고·공시의 제6조(공시신고)의 7번 다에서는 사외이사, 감사위원회 위원 및 감사인을 선임 또는 해임(임기 또는 계약만료 외의 사유로 퇴임한 경우를 포함)한 때 그 사실 또는 결정(이사회회의 결의 또는 대표이사, 기타 사실상의 권한이 있는 임원·주요주주 등의 결정을 말한다. 이 경우 이사회회의 결의는 상법 제393조의 2의 규정에 의한 이사회 내 위원회의 결의를 포함한다.)의 내용을 그 사유발생일 익일까지 협회에 신고하여야 한다고 규정하였다.

서비스의 품질, 즉 감사품질을 특정 감사인이 감사 대상회사의 회계시스템에서 부적절하게 처리된 사항을 발견할 확률과 이러한 발견사항을 보고할 확률의 결합확률로 정의하고 있다. 특정 감사인이 부적절하게 처리된 사항을 발견할 가능성은 감사인의 기술적 능력, 적용하는 감사절차, 표본의 범위 등에 달려있다. 이러한 발견사항을 보고할 조건부 확률은 그 피감사회사에 대한 감사인의 독립성으로 측정된다. 그러나 감사인의 독립성은 객관적인 지표로서 측정하기 힘들기 때문에 감사품질의 대용치로서 DeAngelo는 회계법인의 규모를 제시하고 있다. 감사인의 규모를 현재 피감사회사의 수로 측정할 때, 감사인의 규모가 클수록, 그리고 총 감사수입에서 특정 피감사회사의 수입이 차지하는 비중이 작을수록 감사인은 특정 피감사회사를 계속하여 감사하기 위해 발견사항을 보고하지 않으려는 유인이 감소하기 때문에 감사품질은 좋아진다고 보았다.

Pamrose(1988) 역시 감사품질에 대하여 DeAngelo와 유사한 정의를 내리고 있다. 그는 감사품질의 측정방법으로 소송제기 건수를 사용하여 연구하였다. 즉 감사품질, 감사실패, 소송을 연관하여 연구하였는데 감사실패와 감사품질은 직접적인 관찰이 불가능하므로 소송이 이들을 가장 잘 나타낸다고 보고 낮은 소송을 당한 감사인이 더 높은 수준의 품질을 가지고 있다는 연구를 수행하였다. 26년의 기간에 대하여 가장 큰 16개 회계법인에 대하여 소송발생건수와 소송해결건수에 대하여 분석한 결과 대형회계법인과 대형회계법인 이외의 8대 회계법인간에 소송발생 건수에서 유의한 차이를 보여 대형회계법인이 더 높은 품질의 감사인임을 검증하였다. 그러나 소송이 해결된 건에 대해서는 지급여부, 지급된 금액의 크기 등에서 유의한 차이를 발견하지 못하였다.

윤윤석 등(2000)은 회계감사 서비스의 만족도에 영향을 미치는 요인에 관한 연구에서 우리나라의 4000여 기업을 대상으로 설문조사를 실시한 결과 외국회계법인과 제휴하고 있는 국내 회계법인, 즉 Big5 회계법인의 경우 감사품질의 인식에 있어서 차별화 된 것으로 나타났다.

감사인교체에 관한 연구는 크게 두 부류가 있다. 한 부류는 감사인 교체원인에 관한 연구이고, 다른 한 부류는 감사인 교체효과에 관한 선행연구들이다.

감사인 교체원인 또는 동기에 관한 연구는 대리인 비용, 전기감사의견, 의견구매, 경영자의 교체, 지배구조의 변화 등 여러 가지 측면에서 활발하게 진행되어 왔다.

Chow와 Rice(1982)는 감사의견이 감사인교체의 원인이 됨을 발견하였다. 그들은 한정 의견과 감사인교체와의 상호관련성에 대하여 연구하였는데 한정 의견을 받은 기업이 적정 의견을 받은 기업보다 후속연도에 감사인을 보다 자주 교체하는 경향이 있음을 발견하였다. 또한 그들의 연구에서 logit분석결과 한정 의견과 감사인교체는 유의적으로 관련이 있고 또한 8대 회계법인은 교체전과 다른, 한정 의견을 내는 경향이 있음을 보였다. 그러나 감사인 교체기업이 한정 의견을 받고 감사인을 교체한 후에는 적정 의견을 받을 것이라는 가설은 기각되었다.

DeFond와 Jiambalvo(1993)는 감사인 교체기업을 감사인과 피감사인 사이의 의견불일치로 인해 감사인을 교체한 기업과 단순 감사인을 교체한 기업으로 분류하여 두 집단의 차이를 비교분석 하였다. 그들이 의견불일치에 의해 감사인을 교체한 40개 기업과 단순 감사인을 교체한 40개 대응표본기업을 비교분석한 결과 의견불일치에 의해 감사인을 교체한 기업은 단순 감사인 교체기업보다 부채비율이 높고, 이익이 감소하며 감사품질이 높은 Big8 감사인

의 감사를 받았다는 것을 발견했다.

Dhaliwal, Jeffrey와 Trombley(1993) 역시 DeFond와 비슷한 연구를 진행하였다. 그들은 재무 성과가 저조하거나 악화되는 추세인 기업은 이익을 증가시키는 회계처리방법을 허용하는 감사인을 선호할 것이고 감사인은 이러한 회계처리의 비용과 감사인 명예악화 등 위험부담이 증가하므로 의견불일치가 발생하고 감사인이 피감사인의 입장을 수용하지 않을 시 피감사기업은 감사인을 교체할 것이라고 주장하였다. 실증분석결과 감사인과 피감사기업의 의견불일치는 기업성과와 음의 관계가 있다는 것이 검증되었다. 구체적으로 의견불일치로 인해 감사인을 교체한 기업은 그렇지 않은 기업보다 경영성과가 저조하고, 부채비율이 높으며 유동자산수준도 낮고, 주가성과도 저조하다는 것을 발견하였다.

Krishnan(1994)은 피감사회사가 감사인을 교체하는 것은 감사의견 때문이 아니라 전임감사인에 의한 지나치게 보수적인 평가 때문이라고 주장했다. 그는 전임 감사인이 중요성기준 등을 보다 엄격하게 적용할 경우 이에 불만을 품은 고객이 감사인을 교체할 가능성이 높을 것으로 예측하였는데, 분석결과 예측과 일치하는 것으로 나타났다.

감사인 교체효과와 관련된 연구는 감사인교체 후에 독립성이 저하되었는지 혹은 감사의견이 개선되는지를 분석하는 연구와 감사인의 교체가 기업가치에 어떤 영향을 미치는지를 분석하는 연구 등이 있다.

Fried와 Schriff(1981)는 회계문제나 감사문제로 기업과 감사인간에 의견불일치가 존재한 경우 감사인교체라는 사건의 공시에 대한 반응을 보기 위해서 감사인을 교체한 표본기업들과 같은 기간에 감사인을 교체하지 않은 통제집단의 주가동향을 살펴봤는데, 연구결과 감사인교체에 대한 시장의 반응은

감사인교체라는 사건에 대한 공표시점에서 음(-)의 상관관계가 나타났다. 즉 정보이용자들은 감사인을 교체한다는 사실에 대해 부정적인 반응을 보인다는 것이다. 그러나 이 연구는 감사인교체라는 사건에 대해서 단순히 시장의 반응을 살펴보았을 뿐이지 감사인의 교체원인에 대한 분석 및 감사인 교체사실에 대한 기업의 의도 등에는 분석이 수행되지 않은 한계를 지니고 있다.

이재맹과 심호석(1998)은 감사인교체가 이익반응계수에 미치는 영향을 조사하였다. 감사인교체를 질적인 수준에 따라 상향교체, 하향교체로 구분하였고 감사의 품질에 대한 대용변수로서는 감사인 규모와 산업전문성을 이용하였다. 그들은 규모가 큰 감사인으로 교체하거나 산업전문감사인으로 교체할 경우 이익반응계수가 증가할 것으로 기대하고 반대의 경우에는 감소할 것으로 기대하였다. 실증분석결과 규모가 작은 감사인에서 큰 감사인으로 교체한 경우 유의한 결과를 보여주었으나 규모가 큰 감사인에서 작은 감사인으로 교체한 경우에는 유의한 결과를 나타내지 못했다. 산업전문성에 있어서는 회귀분석의 통계량들이 미약하여 확신을 가지고 실험결과를 해석하기는 어려운 것으로 판단되었다. 이재맹과 심호석은 이러한 실증결과를 감사인규모에 대해서는 시장이 부분적으로 인식하지만, 산업전문성에 대해서는 아직까지 우리나라에서 감사인의 산업전문성에 대해 시장이 인식하는 수준에는 이르지 못하는 것으로 해석했다. 실질적으로 대형 회계법인인 경우는 정도의 차이는 있어도 거의 모든 산업분야에 대해 감사를 수행하고 있기 때문에 산업전문성을 명확히 구분한다는 것도 용이한 것은 아니다.

### III. 연구의 설계 및 표본의 선정

#### 3.1 연구가설의 설정

현재의 자유수입제하에서 감사인의 선임권은 실질적으로 경영자에 의해 주도된다. 기업의 재무상황이 나쁘거나 악화되면 기업경영진은 재무정보를 은폐하거나 이익을 조정하려는 동기가 있고 기업경영진이 더 큰 재량권을 가지고 당기순이익을 높여 주가하락을 방지할 것이다. 이는 감사인과 피감사인의 갈등을 유발시키고 기업경영자는 자기의 의견에 동조하는 감사인을 선임하려는 성향이 생기게 된다. DeAnglo(1981)의 감사품질의 정의에 의하면 감사품질이 높을수록 감사인의 독립성과 적격성이 증대되어 피감사기업의 재무오류 또는 정보의 은폐, 누락사실을 더 많이 발견할 것이라고 했다. 따라서 기업재무상황이 나쁘거나 악화될 때 실질적으로 감사인 선임권을 갖고 있는 기업경영진은 저품질의 감사인을 선임하여 재무정보의 은폐, 조정 등 목적을 달성하려고 할 것이다. 그러나 주식시장에서 투자자들은 기업경영진의 이런 의도를 간파하고 기업이 선임한 외부감사인의 품질에 따라 반응할 것이다. 구체적으로 일단 고품질 감사인에서 저품질 감사인으로의 교체사실이 공시 될 경우 투자자의 입장에서는 기업의 재무상황의 악화 또는 경영진의 의도적인 감사인교체 등을 의심할 수 있어 주식시장에서는 이를 기업재무상황에 대한 나쁜 신호로 받아들일 수 있다. 반면에 기업의 재무상황이 양호할 때 기업은 낮은 품질의 감사인을 선임할 이유가 없으며 오히려 높은 품질의 감사인을 선임하여 기업의 투명성을 제고하여 양호한 기업이미지를 확립하려고 할 것이다. 따라서 저품질 감사인에서 고품질의 감사인으로 교

체할 경우 기업정보의 품질을 반영하며 주식시장에서는 좋은 신호로 받아들여질 수 있다.

투자자들이 외부감사의 품질에 대한 반응은 다음과 같은 국내 여건 하에서 발전해왔다. 우리나라에서는 IMF사태와 1999년의 대우사태를 겪으면서 정책당국에서 회계정보의 투명성 제고를 위하여 기업회계기준을 강화하고 공시제도를 구체화하는 등 노력을 수행하여 왔다. 2001년에 불거진 미 엔론사태, 최근의 SK글로벌 분식회계파문 등 국내외 여건으로 인하여 투자자들은 회계감사에 대한 인식과 요구가 증가되었다. 또한 자본시장의 발전과 더불어 naive하던 국내 투자자들은 갈수록 세련되어 외부감사에 대한 인식이 증가되고 고품질 감사인에 대한 선호도가 높아지고 있다. 따라서 자본시장에서 불투명한 회계정보가 노출되거나, 기업의 회계정보의 신뢰도가 떨어지면 투자자들은 자본시장을 멀리하게 된다.

이러한 이유에서 주식시장에서 투자자들은 대개 고품질 감사인이 제공하는 감사보고서 및 재무정보에 대한 신뢰도가 높고 재무상황이 좋은 기업일수록 높은 품질의 감사인을 선임할 것이라고 믿고 있다. 따라서 감사인을 상향 교체한 경우 투자자들이 피투자기업의 재무제표에 대한 신뢰도를 높여주고 자본시장에서 좋은 신호로 받아들여져 이는 피감사기업에 대한 적극적인 투자로 이루어질 것이므로 기업은 보다 높은 주식수익률을 보일 것이다. 반면에 감사인을 하향교체한 경우에는 투자자들에게 나쁜 신호로 받아들여져 역효과가 있을 수 있다.

가설 1: 감사인 교체효과는 주식시장에 반영될 것이다. 구체적으로 감사인을 상향교체한 기업에 대해서는 주식시장이 긍정적으로 반응할 것이고 하향교체기업에 대해서는 부정적으로 반응할 것이다.

주식회사의 외부감사에 관한 법률(이하 외감법이라고 함)에서는 회사가 감사인을 선임함에 있어서 감사인선임위원회의 승인을 얻어야 하고 감사인을 선임한 때에는 상법 제365조의 규정에 의해 감사인을 선임한 후 최초로 소집되는 정기총회에 그 사실을 보고하여야 한다고 규정하고 있다. 감사계약기간에 대해 우리나라에서는 감사의 독립성을 제고하기 위하여 1997년부터 상장법인에 한해서 단계적으로 3년 연속 감사인 유지제도를 실시하였고 2001년 3월에는 외감법의 개정을 거쳐 3년 연속 감사인 유지제도를 협회등록법인에까지 적용시켰다. 따라서 현행 외감법에서는 거래소 상장법인 및 협회등록법인은 연속하는 매 3개연도의 감사인을 동일 감사인으로 하여 최초의 사업연도 개시일로부터 4월 이내에 감사인을 선임하도록 하였고<sup>4)</sup> 감사의 능률성과 피감사인에 대한 실질적인 서비스가 가능하도록 회계법인의 동일한 이사로부터의 계속감사의 한도를 4년으로 규정하고 있다. 다만 기업들이 다소 불편할 수 있는 점을 감안하여 감사인이 직무상 의무를 위반하거나, 직무를 태만히 한 경우 등의 사유가 발생할 경우 감사인을 해임할 수 있도록 하였다. 그러나 감사인 부당교체를 방지하기 위하여 감사인을 부당하게 해임하는 경우에는 증권선물위원회에서 감사인을 지정할 수 있도록 하였다.<sup>5)</sup>

감사인을 새로 선임하는 경우를 감사계약이 만료되어 신규 선임하는 경우와 계약만료전의 감사인교체로 구분할 수 있다. 계약만료전의 감사인교체는 금융감독원 증권선물위원회에 의한 감사인 지정사유가 다수이고, 관련법규 개정에 의한 감사인교체, 계열사간 통일성 유지, 업무품질의 향상, 다른 차원에

서 재평가 받기 위함 등 여러 가지 원인으로 감사인과 피감사기업의 의견불일치로 의심될 수 있다. 현행 외감법에서는 계속감사의 최장기간을 규정하지 않고 있으므로 기존 감사계약이 만료된 후 기존 감사인을 재선임 할 수도 있다. 따라서 많은 피감사기업이 특별한 이유가 없으면 3년 연속감사기간이 종료된 이후에도 기존의 감사인을 선임할 가능성이 높기 때문에 기존 감사계약 만료와 동시에 감사인이 교체된 경우는 3년 연속감사가 진행되는 과정에서 감사인과 피감사인간의 의견불일치가 어느 정도 존재하였다고 “광의”의 의견불일치로 판단할 수 있다.

경영자와 감사인의 의견불일치에 관해서 미국 SEC(Securities and Exchange Commission)와 FRR(Financial Reporting Release)에서는 감사인과 경영자의 의견불일치에 관한 보고서를 Form-8K에 의무적으로 공시하게 되어 있고 의견불일치에 관해서도 정확하게 정의하고 있다. 그러나 우리나라에서는 외감법의 제4조의 5의 전기감사인의 의견진술권에서는 “전기감사인 및 해임되는 감사인이 감사위원회 또는 감사에게 의견진술 기회를 주어야 한다.”고 규정하고 있지만 외감법의 하위 규정인 외감법 시행령 제4조의5에는 “전기감사인 또는 해임된 감사인이 지정된 기일까지 의견진술이 없는 경우에는 의견이 없는 것으로 한다.”로 규정하고 있어 의견진술을 하지 않았을 경우의 벌칙규정은 없다. 따라서 전기감사인의 의견진술을 의무화하지는 않고 있어 감사인의 교체사유에 관해서 명확하게 공시하지 않는 경우도 있으므로 의견불일치의 정의가 명확하지 않다. 본 논문에서는 상장법인과 코스닥 등록법인에 대한 감사인유지제도의 도입시점이 다

4) 제4조의 2(주권상장법인 및 협회등록법인의 감사인 선임 등).

5) 외감법 제4조의 3(증권선물위원회에 의한 감사인 지정 등) 제①항의 2.

르므로 상장법인은 기존감사계약기간이 3년 또는 3년 미만인 경우 코스닥 등록법인은 기존감사계약기간이 2년 또는 2년 미만인 경우를 의견불일치로 정의한다. 그 이유는 다음과 같다. 현재 감사인유지제도상 기본 감사계약기간을 3년으로 규정하는데 비추어 보면 동일 감사인으로부터의 감사기간이 3년이 안될 경우 짧은 감사기간으로 간주할 수 있으므로 기존감사기간이 3년이 경과 되지 않은 2년 또는 2년 미만을 의견불일치라고 본다. 그러나 거래소 상장법인인 경우 코스닥 등록법인보다 일찍 97년도부터 단계적으로 감사인유지제도를 실시하여 현재 이미 한개 복수사업연도는 경과되었고 3년 계속감사기간 중에 계약을 파기하는 경우 정당한 이유를 제출하여야 하며 감사인 퇴임공시를 하여야 해서 여러 가지 불이익이 있을 수 있으므로 기업은 가급적이면 3년 감사계약을 파기하지 않으려고 할 것이다. 표본수집결과 예상대로 3년 미만에 감사계약을 파기한 기업수는 극히 적다. 따라서 상장법인은 3년 감사계약이 끝나고 충분히 재선임을 할 수도 있는데도 감사인을 변경한 기업도 의견불일치에 포함시킨다. 경영자와 외부감사인의 의견불일치에 관한 연구는 Fried와 Schriff(1981), DeFond와 Jiambalvo(1993)와 Dhaliwal, Schatzberg와 Trombley(1993) 등의 선행연구들이 있는데 기업 재무상황이 나쁜 기업일수록 의견불일치가 더 심하고 경영자와 감사인의 의견불일치가 주가에 부의 영향을 미친다는 결과를 보였다. 투자자들의 입장에서 기업과 외부감사인의 의견불일치를 기업의 재무 상황에 대한 나쁜 신호로 받아들여질 수 있으므로 다음과 같은 가설이 성립된다.

가설 2: 기업과 외부감사인의 의견불일치로 인한 감사인교체에 대한 주가 반응은 부정적

일 것이다.

위의 의견불일치로 인한 감사인 교체상황에서 감사인을 하향교체할 경우 투자자들은 감사인과 피감사회사의 의견갈등 및 감사인 선임권을 갖고 있는 경영진의 의도적인 감사인교체 등을 더욱 의심하게 될 수 있어 단순 감사인 하향교체보다 더 민감하게 반응할 것이다. 따라서 다음과 같은 가설이 성립된다.

가설 3: 기업과 외부감사인의 의견불일치로 인한 감사인 하향교체에 관한 부정적인 주가 반응은 단순 감사인 하향교체기업보다 클 것이다.

### 3.2 연구방법

상기 가설 검증을 위해서 본 연구는 2002년 및 2003년도의 감사인교체표본을 이용하여 기업 외부감사인이 교체되는 사건을 중심으로 한 사건연구(event study)를 수행한다.

사건일은 외부감사인의 교체정보가 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공표되는 날로 정하고 종속변수는 시장모형에 의해 측정된 일별 평균비정상 수익률(AAR)과 누적비정상수익률(CAR)로 한다. 본 연구주제에서 외부감사인의 교체정보에 따른 주가반응을 검증하기 위한 사건분석기간을 어떻게 설정하는가에 따라 연구결과가 달라질 수 있다. 즉, 검증기간이 너무 길면 감사인교체 이외의 정보가 주가에 영향을 미칠 수 있어 개입사건 효과(confounding effect)가 나타날 수 있고 반대로 검증기간이 너무 짧으면 감사인 교체정보에 의한 주식수익률을 포착하지 못하거나 혹은 주식수익률에 미친 영향을 전부 반영할 수 없게 될 가능성이 있다. 본 연구는 우리나라

라 증권시장에서 상하한가제도가 도입, 실시되어 정보가 정보유출 당일에 충분히 반영되지 못하고 그 후 수일에 걸쳐 이연되어 나타날 수 있는 점과 감사인교체에 관한 정보가 사전에 유출되었을 가능성이 있을 수도 있다는 점을 고려하여 사건기간을 다양하게 구분하여 비정상수익률의 변화를 살펴본다. 구체적으로 감사인교체사건 공표전 5일부터 공표후 5일, 공표전 3일부터 공표후 3일 및 공표전 1일부터 공표후 1일 총 3가지 검증기간을 설정하여 사건연구를 진행한다. 감사인교체기업의 평균비정상수익률과 누적비정상수익률은 일표본t검증(One Sample t-test)을 통하여 검증한다.

### 3.3 변수의 측정

본 논문에서 감사인교체를 교체방향에 따라 상향교체, 하향교체 및 수평교체로 구분하기에 앞서 감사품질을 정의, 측정하는 것이 필요하다.

DeAngelo(1981)는 감사품질을 감사인이 피감사회사의 위반사항을 발견하고 피감사회사의 압력에 영향을 받지 않고 보고할 결합확률이라고 정의하였다. 다시 말하면 감사인의 품질이 높을수록 재무제표에 포함된 오류와 부정, 또는 중요한 정보의 누락 사실을 발견할 가능성이 더 클 것이고 감사인의 독립성과 적격성이 동시에 증대되어 피감사회사의 재무정보의 품질에 대한 신뢰도를 높여줄 것이다. DeAngelo의 논문에서는 감사인의 규모가 클수록 독립성이 높고 따라서 감사품질이 높다고 주장하였다. 이후 많은 실증연구들이 DeAngelo의 주장을 지지하는 일관된 연구결과를 보고하고 있어 Big6의

감사품질이 Non-Big6보다 높은 것으로 인식하고 있다. 국내의 연구들로는 최관과 백원선(1998)은 Big6 감사인이 Non-Big6 감사인보다 감사투입시간이 더 많다는 것을 보여줌으로써 Big6의 감사품질이 더 높다고 주장한 반면에 정석우와 노준화(1999), 정석우(1999)등의 연구에서는 Big6의 감사품질이 Non-Big6보다 높다는 연구결과는 보여주지 않고 있다. 또한 윤윤석 등(2000)은 설문조사방법으로 회계감사 서비스의 만족도에 대해 연구하였는데 외국회계법인과 제휴하고 있는 국내 회계법인, 즉 Big5 회계법인의 경우 감사품질의 인식에 있어서 차별화 된 것으로 나타났다. 따라서 우리나라에서 감사품질에 관한 혼합된 연구결과로 인하여 감사인규모를 감사품질의 대용치로 사용하기에는 아직 무리가 있을 수도 있지만 일반적인 통념에 의하여 감사인 규모와 명성을 감사품질의 대용치로 사용한다. 구체적으로 삼일, 안진, 삼정, 영화, 안건 등 5대 회계법인을 Big5로 분류하여 고품질 감사인으로 정의하고 나머지 회계법인은 Non-Big5로 분류하여 저품질 감사인으로 주관적으로 정의한다.<sup>6)</sup>

비정상수익률(abnormal return)은 실제수익률과 시장에서 기대되는 정상수익률의 차이를 말한다. 본 연구에서는 비정상수익률을 측정함에 있어서 시장모형(Market Model)을 사용한다.

다음의 식을 사용하여 개별기업의 일별 비정상수익률(daily abnormal return)을 구한다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt})$$

AR<sub>it</sub> : 개별기업 i의 t일의 비정상수익률

6) 삼일, 안진, 삼정, 영화, 안건 등 5개 회계법인은 소속된 공인회계사수가 200명 이상이고 연간 매출액도 500억원을 초과하고 있으므로 회계법인 규모면에서 다른 회계법인과 월등한 차이를 보이고 있고 또한 이들은 미국의 대형회계법인 Big5와 member firm의 형태로 업무제휴를 하고 있다.

$R_{it}$  : 개별기업  $i$ 의  $t$ 일의 실제 주식수익률

$R_{mt}$  :  $t$ 일의 시장 주가수익률

$\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$  : 시장모형을 이용하여 도출한 추정회귀 계수

$\hat{\alpha}_i$ 와  $\hat{\beta}_i$ 를 추정하기 위하여 외부감사인의 교체사건 공표일 155일 전부터 6일 전까지 총 150일을 추정기간(estimation period)으로 설정하였다.

상기 식으로부터 계산된 개별기업의 비정상수익률에 근거하여 표본기업들의 검증일별 평균비정상수익률(AAR)을 구한다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

AAR<sub>t</sub>: 표본기업들의  $t$ 일의 평균비정상수익률

N: 표본기업 수

검증일별 누적비정상수익률(CAR)은 다음의 식을 이용하여 계산한다.

$$CAR_t = \sum_{i=5}^t AAR_t$$

CAR<sub>t</sub>:  $t$ 일의 누적비정상수익률

### 3.4 표본선정 및 자료수집

본 연구의 표본기업은 증권거래소 상장법인 및 코스닥 등록법인 중 2002년 및 2003년도에 외부감사인을 변경 선임한 기업이다. 대상기업 중에서 다음의 기준에 해당되는 기업들을 제외하여 최종 201개 기업들을 표본으로 선정하였다.

첫째, 감사인 선정에 대한 규제の影響을 제거하기 위해서 증권선물위원회 감사인 지정사유로 인한 외부감사인 변경선임 기업은 표본에서 제외한다.

둘째, 감사인교체 전 1개월 내 및 검증기간 중에 유무상증자, 감자, 인수, 합병 및 분할사건이 있는 기업은 표본에서 제외한다. 이는 개입효과를 제외하고 순수한 감사인교체만의 정보효과를 측정하기 위함이다.

셋째, 추가자료 입수가 불가능한 기업은 제외한다.

상기 기준에 의하여 표본기업은 다음의 <표 1>과 같이 추출되고 최종 선정된 표본의 구성은 <표 2>, <표 3>과 같다.

연구에 필요한 개별기업의 일별주가정보 및 주식수익률 자료는 증권거래소의 시장정보→주식시장기록→일별주가 또는 코스닥증권시장의 시장/통계→실시간 시세에 기록된 주가자료들을 사용했다.

<표 1> 표본의 추출과정

	2002년	2003년	계
감사인 교체 기업	230	172	402
지정사유	76	92	168
유무상증자, 인수, 합병	11	5	16
추가자료 불충분	8	9	17
최종 사용 표본기업 수	135	66	201

〈표 2〉 감사인 교체방향과 표본기업 수

	상향교체기업		하향교체기업		수평교체기업		계
	2002년	2003년	2002년	2003년	2002년	2003년	
거래소 상장법인	11	6	12	10	19	17	75
코스닥 등록법인	17	4	25	7	51	22	126
계	28	10	37	17	70	39	201

〈표 3〉 기존 감사인 감사기간별 기업현황

	거래소 상장법인		코스닥 등록법인		계
	>3	≤3	>2	≤2	
기존감사기간	>3	≤3	>2	≤2	
단순 감사인교체	51		84		135
의견불일치		24		42	66
계		75		126	201

#### IV. 실증분석 결과

사건연구를 통하여 본 감사인교체에 관한 추가반응은 다음과 같다.

〈표 4〉는 감사인 교체방향에 따른 평균비정상수익률(AAR)의 t검증 결과를 나타내고 〈그림 1〉은 감사인 교체방향에 따른 평균비정상수익률의 변화추이를 나타낸다. 〈표 4〉를 살펴보면 감사인 상향교체기업의 평균비정상수익률은 교체사건 공표일 3일전부터 공표일 4일후까지 계속 정(+)의 수치를 기록하고 공표일 1일전에는 0.021, 공표일 2일후에는 0.020으로 5%수준에서 유의적으로 나타났다. 감사인 하향교체 기업의 평균비정상수익률은 교체사건 공표일 4일, 3일, 1일전 및 공표일 1일, 3일, 5일후부(-)의 수치를 나타내고 공표일 1일전에는 -0.025로 10%수준에서 유의적이다. 감사인 수평교체에 관해서는 공표일을 전후하여 일치하지 않는 평균비

정상수익률을 보이고 통계적으로도 유의적인 결과를 보이지 않는다.

〈표 5〉, 〈표 6〉과 〈표 7〉은 각각 (-5, +5), (-3, +3) 및 (-1, +1)의 다양한 검증기간에 따른 감사인 교체방향별 누적비정상수익률(CAR)과 t값을 나타내고 〈그림 2〉는 감사인 교체방향에 따른 누적비정상수익률의 변화추이를 보여준다. 〈그림 2〉로부터 감사인 상향교체기업에 대해서는 누적비정상수익률이 증가추세를 나타내고 감사인 하향교체기업에 대해서는 누적비정상수익률이 감소추세를 나타낼 수 있다. 구체적으로 〈표 5〉를 보면 감사인 상향교체기업은 감사인교체 공표일 및 공표일 1일후에 누적비정상수익률이 각각 0.042, 0.052로 10%수준에서 유의적인 값은 보이고 누적비정상수익률이 꾸준히 상승하여 공표일 2일후부터는 5%수준에서 유의적인 정(+)의 값을 보였다. (-1, +1)검증기간의 누적비정상수익률을 나타낸 〈표 7〉을 보면 감사인 하향교체기업의 누적비정상수익률은 감사인 교체

〈표 4〉 감사인 교체방향에 따른 평균비정상수익률

일	상향교체		하향교체		수평교체	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
-5	0.003	0.410	0.005	0.865	-0.002	-0.637
-4	-0.012	-1.654	-0.001	-0.135	-0.009	-2.042**
-3	0.009	1.167	-0.011	-0.706	0.001	0.079
-2	0.008	1.087	0.001	0.160	0.002	0.437
-1	0.021	2.097**	-0.025	-1.691*	0.002	0.488
0	0.013	1.392	0.000	0.039	-0.003	-0.716
1	0.011	1.343	-0.009	-0.710	0.007	1.651
2	0.020	2.056**	0.001	0.197	-0.002	-0.476
3	0.010	1.168	-0.018	-1.216	0.002	0.511
4	0.009	1.006	0.001	0.187	-0.001	-0.153
5	-0.015	-1.733	-0.019	-1.329	0.006	1.337

주) \*\*는 5%, \*는 10%수준에서 유의함

〈그림 1〉 감사인 교체방향에 따른 평균비정상수익률 변화추이

1일전 및 교체일에 10%수준에서 유의적인 음(-)의 값을 나타냄을 알 수 있다. 감사인 수평교체기업에 대해서는 누적비정상수익률이 특별한 변화추세를 나타내지 않았고 통계적으로도 유의적이지 않다.

〈표 8〉은 의견불일치로 인한 감사인 교체기업의 사건일 전후 5일의 평균비정상수익률과 누적비정상수익률의 t검증 결과를 나타낸다. 〈표 8〉에서 알 수 있듯이 의견불일치로 인한 감사인 교체기업의 평균

〈표 5〉 (-5, +5)검증기간의 감사인 교체방향에 따른 누적비정상수익률

일	상향교체		하향교체		수평교체	
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값
-5	0.003	0.410	0.005	0.865	-0.002	-0.637
-4	-0.009	-0.892	0.004	0.407	-0.011	-1.816*
-3	-0.001	-0.044	-0.007	-0.382	-0.010	-1.086
-2	0.008	0.460	-0.006	-0.296	-0.009	-0.818
-1	0.029	1.351	-0.031	-1.031	-0.007	-0.656
0	0.042	1.734*	-0.031	-1.033	-0.010	-0.989
1	0.052	1.964*	-0.040	-0.978	-0.002	-0.247
2	0.072	2.361**	-0.039	-0.933	-0.005	-0.451
3	0.082	2.387**	-0.056	-1.035	-0.002	-0.197
4	0.091	2.563**	-0.055	-1.027	-0.003	-0.242
5	0.076	2.114**	-0.074	-1.109	0.003	0.255

주) \*\*는 5%, \*는 10%수준에서 유의함

〈표 6〉 (-3, +3)검증기간의 감사인 교체방향에 따른 누적비정상수익률

일	상향교체		하향교체		수평교체	
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값
-3	0.009	1.167	-0.011	-0.706	0.001	0.079
-2	0.017	1.663	-0.010	-0.581	0.002	0.278
-1	0.038	2.372**	-0.035	-1.197	0.004	0.512
0	0.051	2.490**	-0.035	-1.198	0.001	0.119
1	0.062	2.520**	-0.044	-1.087	0.008	1.019
2	0.082	2.868**	-0.043	-1.032	0.006	0.713
3	0.091	2.783**	-0.061	-1.111	0.009	0.887

주) \*\*는 5%수준에서 유의함

〈표 7〉 (-1, +1)검증기간의 감사인 교체방향에 따른 누적비정상수익률

일	상향교체		하향교체		수평교체	
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값
-1	0.021	2.097**	-0.025	-1.691*	0.002	0.488
0	0.034	2.105**	-0.025	-1.690*	-0.001	-0.212
1	0.045	2.127**	-0.034	-1.226	0.006	0.804

주) \*\*는 5%, \*는 10%수준에서 유의함

〈그림 2〉 감사인 교체방향에 따른 누적비정상수익률 변화추이

〈표 8〉 의견불일치로 인한 감사인 교체에 따른 비정상수익률

일	평균비정상수익률		누적비정상수익률	
	평균	t값	평균	t값
-5	0.000	-0.086	0.000	-0.086
-4	-0.014	-2.452**	-0.014	-1.821*
-3	0.014	1.391	0.000	0.025
-2	0.004	0.743	0.004	0.281
-1	0.008	1.266	0.012	0.843
0	-0.001	-0.108	0.011	0.802
1	0.001	0.161	0.012	0.864
2	-0.004	-0.686	0.008	0.545
3	0.007	1.270	0.015	0.936
4	0.009	1.517	0.024	1.319
5	-0.003	-0.440	0.022	1.089

주) \*\*는 5%, \*는 10%수준에서 유의함

비정상수익률은 사건일 4일 전, 사건일 및 사건일 2일후와 4일후에 부(-)의 값을, 기타일에는 정(+)의 값을 보이고 누적비정상수익률은 사건일 4일전에만 부(-)의 값을 보여준다. t검증결과 의견불일치로 인한 감사인 교체기업의 사건일 4일전의 평균비정상

수익률과 누적비정상수익률은 각각 5%, 10%수준에서 유의적인 부(-)의 값을 보이지만 기타일에는 유의적인 값을 보이지 않으므로 감사인 교체사건 공시효과라고 보기는 어렵다. (-3, +3), (-1, +1)을 검증기간으로 하여 분석을 진행해도 역시 유의적인

〈표 9〉 의견불일치로 인한 감사인 하향교체와 단순 감사인 하향교체의 누적비정상수익률의 차이에 관한 t-test결과

	구분	N	평균	t값
CAR(-5, +5)	단순 감사인 하향교체	37	-0.132	-0.727
	의견불일치로 인한 감사인 하향교체	17	-0.019	
CAR(-3, +3)	단순 감사인 하향교체	37	-0.109	-0.975
	의견불일치로 인한 감사인 하향교체	17	0.006	
CAR(-1, +1)	단순 감사인 하향교체	37	-0.065	-1.000
	의견불일치로 인한 감사인 하향교체	17	-0.003	

결과를 보여주지 않는다(표는 생략함).

〈표 9〉는 의견불일치로 인한 감사인 하향교체기업과 단순 감사인 하향교체기업의 누적비정상수익률의 차이에 관한 t검증결과를 보여준다. 의견불일치로 인한 감사인 하향교체기업의 누적비정상수익률은 (-5, +5)검증기간동안 -0.019를 기록하고 (-3, +3)검증기간동안 0.006을, (-1, +1)검증기간동안 -0.003을 나타낸다. 단순 감사인 하향교체기업과 비교분석한 결과 의견불일치로 인한 감사인 하향교체기업의 누적비정상수익률은 가설에서 기대했던 것과는 달리 오히려 덜 부정적인 반응을 보였고 t검증결과 역시 유의적이지 않다.

## V. 결론 및 한계점

본 연구에서는 우리나라에서 투자자들이 감사인교체라는 사건에 대해 어떻게 평가하고 반응하는지를 알아봄으로써 주식시장이 감사품질차이를 차별적으로 인식하고 반응하는지를 검증할 뿐만 아니라, 투자자들이 감사인 교체사유별로 다르게 반응하는지를 살펴보았다. 2002년도와 2003년도에 공시된 감사인 변경기업 201개를 표본으로 하여 실증분석을 진

행함으로써 2001년 말에 개정된 상장법인공시규정과 협회중개시장공시규정의 시장에서의 정보전달효과를 검증하였다.

실증분석결과는 다음과 같다.

첫째, 주식시장은 감사인 교체방향에 구분하여 반응한다. 구체적으로 감사인 상향교체 기업의 누적비정상수익률은 감사인 교체사건 공표일을 전후하여 증가되는 추세를, 감사인 하향교체 기업의 누적비정상수익률은 사건일을 전후하여 감소되는 추세를 나타냈고 각각 5%, 10%수준에서 유의적으로 나타났다. 감사인 수평교체 기업의 누적비정상수익률은 사건일을 전후하여 특별한 변화를 나타내지 않았고 t검증결과도 유의적이지는 않다.

둘째, 기업과 외부감사인의 의견불일치로 인한 감사인교체에 관해서 사건일 및 사건일 2일후 평균비정상수익률이 부(-)의 값을 나타냈지만 t검증결과는 유의적이지 않았고 누적비정상수익률도 감소추세를 나타내지 않았다.

셋째, 의견불일치로 인한 감사인 하향교체기업은 사건일을 전후하여 단순 감사인 하향교체기업보다 더 부정적인 주가반응을 나타내지 않았고 유의적인 결과도 보여주지 않았다.

이와 같은 실증분석결과는 새로 개정된 감사인 선·해임 강시공시제도가 자본시장에서 투자자들에게

어는 정도 유용한 정보가 되고 있고, 투자자들이 감사품질에 관해 일반적으로 반응하고 있음을 의미한다. 또한 현재 우리나라에서는 의견불일치에 대한 정의와 규정이 명확하지 않으므로 의견불일치에 관한 투자자들의 인식을 직접적으로 관찰하기 어렵다. 과거에는 감사인교체라는 사건이 별도의 공시사항이 아니었으므로 이러한 사건의 효과만을 구분하여 검토하기가 가능하지 않았으나 새로운 규정의 도입으로 감사인교체가 시장에서 어떻게 인식되는지를 검토할 수 있는 좋은 표본이 구성되었다.

김정국 외 2인(1998)은 회계정보 이용자들이 대한 설문조사에서 우리나라의 회계정보이용자들이 감사받는 회계정보가 대형회계법인에 의해서 감사를 받거나 로칼법인에 의해서 감사를 받거나에 따라서 신뢰성에 차이가 있다고는 판단하지 않는 것으로 보고하고 있다. 본 연구에서 검토하려고 하였던 부분은 누구에 의해서 감사를 받는 지보다는 감사인 교체를 검토한 것이기는 하지만 감사법인을 차별화하지 않는다는 이와 같은 회계정보 이용자들의 판단이 감사인교체를 해석하는데 영향을 미칠 것이다.

본 연구는 다음과 같은 한계점이 있다.

첫째, 감사인 교체사건 공표시점이 전 회계연도 말 4개월 이내에 집중되어 있어, 같은 기간 피감사 기업들의 다른 공시사항이 많은 점이다. 따라서 이러한 기타 공시사항이 본 연구의 노이즈(noise)로 작용할 수 있다.

둘째, 본 논문에서는 단지 회계법인 규모라는 감사특성변수만 사용하여 감사품질을 정의하였다. 따라서 감사인의 산업전문성, 감리지적 유무, 피소율 등 기타 감사품질 대용치를 사용하여 감사품을 정의한다면 다른 결과가 나올 수도 있다.

셋째, 거래소 상장법인 및 코스닥 등록법인의 감사인 선·해임의 강제공시가 2002년도부터 이루어

졌으므로 표본이 비교적 적은 한계점이 있으며 이러한 강제공시가 시행된다는 사실이 아직까지 시장에 덜 알려졌을 가능성이 있다.

향후에는 더 많은 표본으로 감사인교체에 관한 주식시장반응이 연도별로 차이가 있는지를 연구해 볼 수 있다. 그리고 기업과 외부감사인의 의견불일치로 인한 감사인교체에 관한 분야의 연구를 지속적으로 진행할 필요가 있다.

## 참고문헌

- 고권석(1996), "부실기업의 감사인교체와 재무정보의 질에 관한 연구," 전남대학교박사학위논문.
- 김정국·장지인·조장연(1998), "한국 회계정보의 신뢰성 제고방안," 증권연구원.
- 손성규·박종성(1998), "감리지적의 현황과 정보효과," 회계학연구, 제23권 제2호, 107-131.
- 오희장(2002), "최고경영자의 교체와 주식시장의 반응," 회계학연구, 제27권 제1호, 55-81.
- 윤윤석·김도형·변정주(2000), "회계감사서비스의 만족도에 영향을 미치는 요인에 관한 연구," 회계와감사연구, 제36호, 193-219.
- 이원창(1989), "감사인 특성에 따른 감사품질의 차이에 관한 연구," 회계학연구, 제9호, 259-285.
- 이원홍·최수미(2001), "비적정 감사의견에 대한 기업의 추가반응에 관한 실증연구," 증권학회지, 제29집, 1-28.
- 이재맹·심호석(1998), "감사인교체와 이익반응계수," 회계정보연구, 제10권, 199-212.
- 이형권·송준기(1998), "감사의견의 추가반응에 대한 실증적 연구," 인문사회과학연구, 제6집, 149-167.
- 이효익(1990), "감사인의 교체가 감사의견에 미치는 영향," 회계학연구, 11, 1-36.
- 정석우(1999), "Big 6와 Non Big 6의 감리결과 비교."

- 회계와감사연구, 제35호, 193-217.
- 정석우 · 노준화(1999), "감사인 변경이 전기손익 수정사항에 미치는 영향," *회계감사저널*, 제1권, 161-180.
- 정석우 · 노준화(2002), "감사인 변경방향이 재량적 발생액에 미치는 영향," *세무와 회계저널*, 제3권, 93-116.
- 정혜영 외 4인 공저(1994), *자본시장과 회계정보*, 서울, 양영각.
- Bedingfield, J. P. and S. E. Loeb(1974), "Auditor Changes an Examination," *Journal of Accountancy*, (March), 66-69.
- Burton, J.C. and W. Roberts(1967), "A Study of Auditor Change," *Journal of Accountancy*, (April), 31-36.
- Chow and S. Rice(1982), "Qualified Audit Options and Auditor Switching," *The Accounting Review*, 57(April), 326-335.
- Davis, R. R.(1982), "An Empirical Evaluation of Auditors' "subject to" Opinions," *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, (Fall 1982), 13-32.
- DeAngelo, L. E.(1981), "Auditor Size and Audit Quality," *Journal of Accounting and Economics*, 183-199.
- DeAngelo, L.E.(1982), "Mandated Successful Efforts and Auditor Choice," *Journal of Accounting and Economics*, (December), 171-203.
- DeFond, M., and J. Jiambalvo(1993), "Factors Related to Auditor-Client Disagreements over Income Smoothing," *Contemporary Accounting Research*, 415-431.
- DeFond, M., and K Subramanyam(1998), "Auditor Changes and Discretionary Accruals," *Journal of Accounting and Economics*, 25(February), 35-67.
- Dhaliwal, D., Schatzberg, J. and Trombley, M. (1993), "An Analysis of the Economic Factors Related to Auditor-Client Disagreements Preceding Auditor Changes," *Auditing: A Journal of Practice and Theory*, 12, 22-38.
- Firth, M.(1978), "Qualified Audit Reports: Their Impact on Investment Decisions," *The Accounting Review*, (July 1978), 642-650.
- Fried, D. and A. Schiff(1981), "CPA Switches and Associated Market Reactions," *The Accounting Review*, (April), 326-341.
- Kluger, B, D and Shields, D.(1981), "Auditor Changes, Information Quality and Bankruptcy Prediction," *Managerial and Decision Economics*, 275-282.
- Kluger, B, D and Shields, D.(1991), "Managerial Moral Hazard and Auditor Changes," *Critical Perspective on Accounting*, 255-272.
- Krishnan, J.(1994), "Auditor Switching and Conservation," *The Accounting Review*, (January), 200-215.
- Nichols, D. and D. Smith(1983), "Auditor Credibility and Auditor Changes," *Journal of Accounting Research*, 21(Autumn), 534-544.
- Schawartz K.B.(1982), "Accounting Changes by Corporations Facing Possible Insolvency," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, (fall), 32-43.
- Schwartz, K. and K. Menon(1985), "Auditor Switches by Failing Firms," *The Accounting Review*, 60(April), 248-261.
- Smith, D. B.(1988), "An Investigation of Securities and Exchange Commission Regulation of Auditor Change Disclosures: The Case of Accounting Series Release No. 165," *Journal of Accounting Research*, 26(Spring), 134-145.

## Information Content Study of the Auditor Switch

Sungkyu Sohn\* · Yon Hwa Kim\*\*

### Abstract

At the end of 2001, government authority decided that the auditor switch is one of the very important information and it needs to be disclosed. It requires that auditor resignation and appointment should be announced through one of the frequent disclosure for the KOSDAQ and Korean Stock Listed Companies.

Accordingly, this information should be announced beginning 2002. This study investigates the current trend in auditor switch, and examines whether auditor switch has any implication in the firm valuation.

First hypothesis tests whether the companies which switched to a high quality auditor show a positive stock price reaction and the companies which switched to a lower quality auditor experience a negative stock market reaction.

Second hypothesis tests whether auditor switch due to auditor/auditee disagreement shows a negative stock price reaction.

Third hypothesis tests whether auditor switch towards a low quality auditor due to auditor/auditee disagreement experience a more negative stock market reaction than the auditor change towards a low quality auditor without disagreement.

This study classifies auditor switch into three types, towards higher quality auditor, lower quality auditor, and the similar quality auditors. We use auditor reputation and size as a proxy for audit quality and classify Big 5 auditors, Samil, Samjong, Ahnjin, Younghwa, and Ahnkwon as good quality auditors. Remaining auditors are classified as low quality auditors. This classification is very subjective but other literature use the same classification scheme.

---

\* Professor, Yonsei University.

\*\* PH. D. student, Yonsei University.

Securities and Exchange Commission in U.S. not only requires companies to report disagreement between auditor and auditee in Form 8K but also specifically define the disagreement itself. However, our regulation does not require the information transfer between the former auditor and succeeding auditor. Also, in many cases the reasons for switch are not fully revealed. This study classifies the companies listed on KSE which switched auditor in less than or equal to three years as a company with disagreement between auditor and auditee. In case of the KOSDAQ companies, this duration between auditor and auditee is set to be two years.

For the empirical tests, we selected 201 companies from the KSE and KOSDAQ and conducted the event study. Event day is set to be a date when auditor switch is made public to the market on the Financial Supervisory Service's Dart System. Event period is set to be between -5 day to +5 day, -3 day to +3, and -1 day to +1 day. Dependent variable is measured with average abnormal return from the market model and cumulative abnormal return.

Empirical evidence shows evidence indicating that stock market responds to auditor switch. Companies which switched to high quality auditor show price increase at 5 percent significance level. On the other hand companies which switched to a low quality auditor show price reduction at 10 percent significance level. Companies which switch the auditor at the same level show no price change.

We conclude that the market uses auditor switch information into consideration in firm valuation. However, they do not differentiate whether auditors are switched for disagreement between auditor and auditee or for other reasons.

Key words: Auditor Switch, information content, auditor/auditee disagreement, regulation on disclosure.