



저작자표시-변경금지 2.0 대한민국

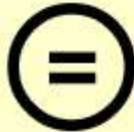
이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.
- 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

2008 年 8 月
碩士學位論文

정정공시가 주가에 미치는 영향

朝鮮大學校 大學院

經營學科

李 美 弘

정정공시가 주가에 미치는 영향

The effect of revised disclosure on the
stock prices

2008年 8月 20日

朝鮮大學校 大學院

經營學科

李 美 弘

정정공시가 주가에 미치는 영향

指導教授 金圭泳

이 論文을 經營學碩士學位 論文으로 提出함

2008年 4月 18日

朝鮮大學校 大學院

經營學科

李美弘

李 美 弘의 碩士學位論文을 認准함

主審 朝鮮大學校 教 授 李 翰 宰 印

委員 朝鮮大學校 教 授 李 季 源 印

委員 朝鮮大學校 教 授 金 圭 泳 印

2008年 5月 31日

朝 鮮 大 學 校 大 學 院

목 차

I 서 론	1
II 이론적 배경 및 선행연구의 검토	5
1. 증권거래법상 공시제도	5
2. 선행연구 검토	7
III 표본선정 및 연구방법	11
1. 표본선정	11
2. 연구방법	12
2.1. 검증기간의 설정	12
2.2. 실증모형	13
IV 실증결과분석	15
1. 기술통계	15
2. 정정공시에 대한 주가반응	16
V 결론 및 연구시사점	29
VI 참 고 문 헌	32

표 목 차

<표 1> 증권거래법상 공시제도 구분	6
<표 2> 우리나라 정기공시 제출기한	11
<표 3> 정정공시 회수 분석	5
<표 4> 정정공시 정정항목별 분류	5
<표 5> 전체표본의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석	17
<표 6> B/S 정정기업의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석	9
<표 7> P/L 정정기업의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석	12
<표 8> C/F 정정기업의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석	2
<표 9> 기타 정정기업의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석	3
<표 10> 정정항목 별 차이분석	5
<표 11> 정정항목 간 차이분석	5

그 립 목 차

<그림 1> 정정공시 기업 최초공시일 주변 일별초과수익률(AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	Ⅶ
<그림 2> 정정공시 기업 사건일 주변 일별초과수익률(AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	Ⅶ
<그림 3> 대차대조표 정정기업 최초공시일 주변 일별초과수익률 (AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	91
<그림 4> 대차대조표 정정기업 사건일 주변 일별초과수익률 (AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	9
<그림 5> 손익계산서 정정기업 최초공시일 주변 일별초과수익률 (AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	12
<그림 6> 손익계산서 정정기업 사건일 주변 일별초과수익률 (AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	1
<그림 7> 현금흐름표 정정기업 최초공시일 주변 일별초과수익률 (AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	22
<그림 8> 현금흐름표 정정기업 사건일 주변 일별초과수익률 (AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	2
<그림 9> 기타 정정기업 최초공시일 주변 일별초과수익률(AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	3
<그림 10> 기타 정정기업 사건일 주변 일별초과수익률 (AAR)과 누적초과수익률(CAR)의 비교	3

ABSTRACT

The effect of revised disclosure on the stock prices

Mei-Hong Li

Advisor : Prof. Kyou-Yung Kim, Ph. D.

Department of Business Administration,

Graduate School of Chosun University

This study empirically examines the information content of disclosure system and investigates the effect on the stock prices using revised disclosure of annual report reported on the DART system of the Financial Supervisory Service (FSS). Sample periods are 2004 to 2005, selected from listed manufacturing firms.

The empirical results show the differentiated response of stock market based on information content. In all the sample, rate of return was negative. This means the market responds to revised disclosure in negative way. The empirical result reveal highest effect on stock prices with revised disclosure of P/L. when 'loss' is applied in P/L or C/F, it works as a negative factor to influence on stock price. It is vice versa when profit is applied.

Key words: annual report, revised disclosure, stock prices, DART system

I 서 론

우리나라에서는 2000년부터 분기 재무제표 공시를 의무화하였고, 2002년 11월부터 공정공시를 시작하는 등 자본시장의 효율성 확보 및 투자자 보호를 위하여 유통시장 공시제도를 시행하고 있다. 적시에 공시되는 신뢰성 있는 기업정보는 근거 없는 풍문 등으로 인한 폐해로부터 투자자를 보호할 뿐만 아니라 건전한 투자를 유인함으로써 자원의 효율적 배분을 촉진하는 기능을 갖는다. 이러한 의미에서 공시제도의 선진화는 곧 바로 자본시장의 건전성으로 이어진다고 할 수 있다. 이에 따라 세계 각국에서는 공시제도를 법제화하여 증권시장의 효율성과 증권거래의 공정성을 확보하려는 노력을 기울이고 있다.

현행 우리나라의 공시관련 법규는 증권발행인이 기업공개 후에도 투자자에게 필요한 정보를 정기적·비정기적으로 공시하도록 유통시장 공시제도를 마련하고 있다(전성빈 등 2006).

그리고 업무착오나 수치 오기 등으로 잘못 보고 된 공시에 대해 바로잡는 공시를 정정공시라고 하는데, 2002년 이후로 오류로 인한 정정공시가 급격히 늘어나고 있는 추세를 보이고 있다(손성규 등 2004). 아래의 여러 신문 기사들로부터도 충분히 보아낼 수가 있다.

상장회사의 40% 이상이 2000사업년도 사업보고서를 제대로 작성하지 않고 기재사항을 누락하는 등 허위·부실보고를 한 것으로 드러났다. …… 허위·부실기재는 감사보고서나 수시공시를 한 내용을 사업보고서에 기재하지 않은 것이 대부분으로 중요한 사항은 아니라고 금감원은 설명했다(한국경제신문 2001. 06. 25).

상장기업들이 실적을 발표하며 최초 공시를 허술하게 한 후 정정공시를 하는 사례가 많아 시장에 혼란을 주고 있다. 정정공시는 업무착오나 수치 오기 등으로 잘못된 부분을 바로잡기 위한 것이나 일부는 실적을 왜곡하는 수단으로 악용하고 있다는 의혹까지 일고 있다(국민일보 2002. 11. 28).

분기보고서 마감 후 상장 등록 기업들의 정정보고서 제출이 잇따르고 있어 투자자들의 불만이 높아지고 있다. 2003년 3분기일 경우, 분기보고서

는 분기가 종료된 이후 45일 이내에 제출하도록 되어 있는데 2003년 11월 14일부터 11월 18일 오후 3시까지 거래소 상장기업 27곳과 코스닥 등록기업 45곳이 정정분기보고서를 제출했다.

코스닥 등록기업인 한국정보통신은 당초 2003년 3분기 매출액을 277억원이라고 신고했으나, 17일 제출한 정정보고서에서 227억원으로 수정했다. 결과적으로 매출액을 50억원이나 과장했던 것이다. 역시 코스닥기업인 롬앤테크도 당기순손실액을 29억원이라고 신고했다가 46억원으로 수정신고했다.1) 반대로 경상이익 규모가 오히려 늘어난 경우도 있다(조선일보 2003. 11. 19).

9월 14일 금융감독원 전자공시시스템에 따르면 지난달 14일 제출 마감된 반기보고서에 대해 한 달 사이 정정공시를 낸 기업은 이날 오전까지 모두 모두 152곳이나 됐다. 전체 코스닥 기업 943개 중 16%에 달한다. 금융감독원은 올해 초 기업들의 작년 사업보고서를 점검한 결과 형식상 미비점이 발견된 곳이 전체 상장기업의 54.5% 달했다고 밝혔다(매일경제 2006. 09. 15).

상장기업 반기보고서 수정이 잦아지면서 투자자 혼란이 늘고 있다. 17일 금융감독원 전자공시시스템에 따르면 유가증권시장에 상장된 723개 기업 중 81개가 반기보고서 정정 공시를 냈다. 반기보고서 제출 마감일 한 달 만에 상장기업 중 11%가 수정을 신청 한 것이다. 코스닥은 사정이 더 심각하다. 코스닥 시장에서 지난 15일 오후 6시 까지 반기보고서 정정공시를 낸 기업은 249개였다. 이는 전체 코스닥기업 943개 중에 26%에 달한다. …… 현재 증권 선물거래소 규정에는 반기보고서 정정할 수 있는 기한이 따로 정해져 있지 않다. 이 때문인지 코스닥 기업들이 반기보고서를 제출한 시간이 점점 멀어져 가는데 반기보고서를 수정하는 건수는 오히려 날이 갈수록 늘고 있다(매일경제 2006. 09. 17).

기업이 공시하는 다양한 공시내용 중에서 사업보고서는 당해 기업의 사업연도 전체의 사업·재무상황 및 경영실적 등 기업내용 전반에 대한 정보를 담고 있으므로 시장참여자들이 관심을 갖는 기본적인 정기공시서류이다. 따라서 사업보고서가 정확하게 작성되어 믿을 수 있는 정보를 제공하는가 하는 것은 자본시장 참여자의 의사결정에 무엇보다 중요하다(김문현 2004).

현행 사업보고서는 사업연도 경과 후 90일 이내에 제출하도록 되어 있으며, 사업보고서의 기재사항에 오류, 누락, 허위기재 등이 있는 경우 기업은 자발적으로 또는 금융감독위원회의 조치에 의해 정정보고서를 제출해야 한다(‘유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정’ 제 75조).

사업보고서가 공시된 이후에 발견된 오류에 대하여 기업이 처리할 수 있는 방법은 기중에 정정공시를 통해서 변경된 사업보고서를 공시하는 방법과 회계연도 중에는 오류에 대하여 보고하지 아니하고 전기오류수정손익을 통해 추후 보고하는 방법이 있다.

이중 전기오류수정손익의 방법으로 과거의 재무제표 오류를 공시하는 문제에 대해서는 많은 선행연구들이 분석을 시도하였다. 선행연구들은 전기오류수정손익이 이익조정의 수단으로 이용되는 경향을 나타내며, 전기오류수정손익으로 인한 재무제표 재작성에 대하여 부정적인 추가반응을 나타낸다는 결과들을 보고하였다(Pamrose 등, 2004).

전기오류수정손익에 관한 많은 선행연구들이 발표되었음에 반하여, 정정공시를 하는 기업들의 특성이나 정정공시에 대한 시장의 반응에 대해서 분석한 연구들은 그다지 많지 않다. 이는 대부분의 정정재무제표나 정정사업보고서는 대차대조표일 이후의 사건이나, 주식사항의 미비로 인한 정정이며, 손익이 변경되는 경우는 많지 않았기 때문으로 생각된다. 그러나 2002년 이후 오류로 인한 정정공시가 급격히 늘고 있으며, 특히 분기실적 공시의 경우 오류로 인해 손익을 정정공시하는 사례도 상당수 나타나고 있다.

여러 언론에서 정정공시에 대하여 우려를 표명하는 이유는 두 가지로 요약된다.

첫째는 중요한 재무정보의 정정공시로 인하여 투자자들이 피해를 입을 수 있다는 점이다. 특히 당기순손익 오류와 같이 주가에 영향을 줄 수 있는 정보의 정정공시는 투자자들에게 피해를 입힐 가능성이

높다고 주장한다.

둘째는 정정공시가 단순한 업무상의 착오로 인한 것이 아니며, 기업들이 투자자들을 오도할 의도를 가지고 정정공시를 악용할 가능성이 있다는 점이다. 정정공시를 수행하는 기업에 대하여 특정한 벌과 규정이나 제재조치는 마련되지 않은 상황이므로 기업들이 특정의도에 의해 최초 재무제표 공시시점에서는 왜곡된 실적을 보고하고, 추후 정정공시를 한다는 주장이다.

본 연구는 이러한 정정공시에 대한 여러 주장에 대해 실증분석을 수행한다는 점에서 의미를 갖는다.

본 연구의 첫 번째 목적은 2004년부터 2005년까지 금융감독원 전자공시시스템(DART)에 공시된 상장기업의 사업보고서를 대상으로 정정공시가 어떠한 양상으로 나타났는지에 대한 현황을 검토하는 것이다. 정정공시 되는 보고서들의 빈도, 정정공시의 내역, 손익정정을 하는 기업들의 증가패턴 등에 대한 현황을 파악한다.

두 번째 목적은 사업보고서 정정공시에 대하여 시장이 어떠한 반응을 나타내는가이다. 오류에 의한 정정공시는 해당기업의 회계시스템의 신뢰성에 대한 부정적인 평가를 가져올 수 있는 사안이다. 기업경영자의 의도적인 정정공시의 가능성도 존재하므로, 기업경영자의 신뢰성과 회계투명성에 대한 의지를 의심하게 만드는 사안으로 평가될 가능성도 있다. 특히 손익정정의 경우에는 기업의 현금흐름에 대한 기대치를 형성하는 기초자료의 수정이므로 주가에 더 큰 영향을 미칠 수 있다.

본 연구의 세 번째 목적은 기업들이 사업보고서 작성의 정확성을 높일 필요성에 대하여 제시하고자 한다. 사업보고서는 당해 기업의 사업연도 전체의 사업·재무상황 및 경영실적 등 기업내용 전반에 대한 정보를 담고 있다. 때문에 정확하게 작성되어 자본시장 참여자의 의사결정에 혼란을 조성하는 일은 없어야 한다고 보여진다.

II 이론적 배경 및 선행연구의 검토

1. 증권거래법상 공시제도

기업내용공시제도(Corporate Disclosure System)란 기업으로 하여금 자사주식의 투자판단에 필요한 기업 내용 즉 경영실적, 재무상태, 합병, 증자 등 주가에 상당한 영향을 미칠 수 있는 중요한 기업 내용의 정보를 완전히 공시하도록 함으로써 투자자가 기업의 실체를 정확히 파악하여 투자자 스스로의 자유로운 판단과 책임 하에 투자결정을 할 수 있도록 하는 제도이다. 공시제도는 증권시장 내 정보의 불균형을 해소하여 증권거래의 공정성을 확보하고 투자자를 보호하는 제도로서 자율규제기관으로서의 증권거래소의 대표적 자율규제기능 중 하나라고 할 수 있다.

유통시장에서 정기공시는 일정기간 동안 기업의 영업실적 및 재무상태에 관한 사항을 공시하는 제도로 우리나라의 경우에는 <표 1>에서와 같이 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서, 연결재무제표 그리고 결합재무제표의 공시가 이에 해당한다. 비정기공시로는 영업활동과정에서 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 사항이 발생하였거나 회사가 이를 결정한 경우에 그 내용을 공시하는 수시공시(timely disclosure)와 특수공시(special disclosure)가 있다. 수시공시 중에서 공정공시(fair disclosure)는 법령상 공시의무 대상이 되지 않는 중요정보나 공시의무 대상인 정보라도 공시시한이 도래되지 않은 중요정보 등을 재무분석가 등 특정인에게만 선별 제공하고자 하는 경우, 동일한 정보를 동시에 일반투자자에게도 공시하도록 의무화하는 제도이다. 또한 조회공시(inquired disclosure)도 있는데 이는 수시공시의 일부분이지만 증권거래소가 질문을 하고 기업이 이에 대해 답변하는 형식으로 이루어진다는 점에서 다른 공시들과 차이가 있다. 여기서 정기공시와 비정기공시는 모두 강제적 공시에 해당하며 IR

(투자설명회), 신문 및 각종 보도매체 기타 공시들은 자진공시이다 (진성빈 등, 2006).

<표 1> 증권거래법상 공시제도 구분

구분	내용	
발행시장	유가증권신고서, 사업설명서, 유가증권발행실적보고서 등	
유통시장	정기공시	사업보고서, 반기보고서, 분기보고서, 연결재무제표, 결합재무제표
	수시공시	기업경영에 중요한 영향을 미치는 수시 발생 정보 주요경영사항의 공시, 공정공시, 조회공시, 최대주주 등과의 거래공시, 자진공시 등
	특수공시	공개매수신고서(설명서), 안정조작·시장조성신고서, 합병·영업양수도신고서, 자기주식취득·처분신고서 등

자료: 증권선물거래소 유가증권시장본부 제도안내

우리나라의 정정보고 관련규정은 증권거래법 11조에 마련되어 있다. 증권거래법 11조는 발행시장의 유가증권신고서의 정정에 대하여 규정하고 있으나, 유통시장의 사업보고서, 반기보고서, 분기보고서의 경우도 증권거래법 11조를 준용한다고 규정되어 있다.(증권거래법 186조의 5)

증권거래법 11조는 금융감독위원회가 유가증권신고서에 형식상 불비가 있거나, 그 신고서에 기대한 중요한 사항의 기재가 불충분하다고 인정하는 때에는 그 이유를 제시하고 정정신고서의 제출을 명할 수 있으며, 해당 명령이 있는 때에는 그 명령을 한 날로부터 수리되지 아니한 것으로 본다고 규정하고 있다. 정정보고시 정정공시 법인이 부담해야 할 불이익의 형태는 정정공시로 인해 피해를 입은 정보이용자로부터의 소송으로 인한 손해배상책임의 형태와 그리고 관계당국에 의한 처벌의 형태가 있을 수 있다.

사업보고서, 반기보고서, 분기보고서의 부실공시에 의한 손해배상 책임에 대해서는 유가증권신고서와 사업설명서에 의한 손해배상 책임에 대하여 규정한 증권거래법 14조 및 16조를 준용하도록 되어 있다

(증권거래법 186조의 5). 증권거래법 14조는 유가증권신고서에 허위의 기재나 표시 또는 중요한 사실을 기재 또는 표시하지 않음으로써 유가증권 취득자가 손해를 입은 때에는 발행자가 손해배상책임을 진다고 규정한다. 다만, 사업보고서, 반기보고서 및 분기보고서의 부실공시로 인한 손해배상을 정함에 있어 증권거래법 15조의 유가증권신고서의 손해배상책임규정을 준용하도록 하고 있다.

관계당국의 처벌의 경우는 금융감독원의 조사 및 처분, 과징금 부과 등의 처벌규정이 존재한다. 상장법인 공시규정에는 불성실공시 법인에 대하여 규정되어 있는 바, 사업보고서와 반기 및 분기보고서의 정정공시의 경우 소액주주, 최대주주 기타 주주분포에 관한 내용을 변경하여 공시한 때를 제외하고는 불성실공시 법인에 해당하는 사유로 열거되어 있지 않다.

종합적으로, 정정보고에 대한 국내의 제도적 환경은 사업보고서 등에 대한 정정보고로 인한 손해에 대하여 허위기재 및 중요한 사항의 누락에 의한 손해배상책임규정을 준용하여 정보이용자가 손해배상을 청구할 수 있으며, 사업보고서 등에 대한 부실기재에 관한 처벌규정이 적용될 수 있을 것으로 보인다. 그러나 사업보고서 등에 대한 정정공시를 불성실공시법인의 지정사유로 열거하고 있지 않으며, 정정공시행위에 대한 정책당국의 규제가 별도로 존재하고 있지는 않다.

2. 선행연구 검토

사업보고서의 정정공시에 대한 자본시장의 반응이 기업 및 감독기관의 공시정책에 중요한 판단근거를 제시함에도 불구하고 이 과제에 대한 실증연구는 많이 이루어지지 않고 있다.

현재로서 사업보고서 정정정보의 공시내용에 관한 직접적인 선행연구는 많지 않으나, 사업보고서 또한 광의의 회계정보를 구성하므로 회계정보의 정보내용 검증은 목적으로 하는 선행 실증연구는 본 연

구과제에 대한 연구설계와 추론에 도움이 될 것이다.

김문현(2004)은 2001~2002년 상장기업의 사업보고서 정정공시를 표본으로 연구한 결과 사업보고서의 정정공시 내용이 악재인 경우의 주가반응은 음이었으나 호재인 경우의 주가반응은 양이 아니었다고 하였다. 이는 정정공시 자체에 대해 자본시장이 부정적인 평가를 하고 있음을 의미하는 것이다. 또한, 기업규모가 큰 경우에는 정정기간이 길더라도 자본시장의 반응이 부정적이지 않는 반면, 기업규모가 작은 경우에는 정정기간이 짧더라도 사업보고서 공시기간 동안의 정정공시에 대한 자본시장의 반응이 부정적이었다고 하였다.

손성규 등(2004)은 2000~2003년 상장기업과 코스닥 등록기업의 정정 사업 및 분기보고서를 분석한 결과 코스닥 등록기업의 경우 정정공시 기업은 소속산업 내에서 부채비율이나 매출액대비 이자비용율이 높은 특성을 보인다고 보고하였다. 주가반응은 상장기업의 경우 유의적인 주가반응이 나타나지 않았고 코스닥 등록기업은 유의적인 부의 주가반응이 나타났다. 외부감사인에 의해 적발되어 정정공시 한 경우에는 지속적인 부의 주가반응이 나타났다고 하였다. 이 논문을 살펴보면 사업보고서보다는 분기보고서가 빈번하게 정정되는 것으로 나타났고 정정빈도는 2002년 이후 증가하는 추세를 보인다고 하였다. 그 중에서도 사업보고서를 정정한 기업 중 손익계산서를 정정한 기업은 2002년 1개 기업에서 2003년에는 9개 기업으로 증가함을 보여주었다. 또한 연구분석결과 총 4년의 손익계산서 정정 상장기업이 15개에 불과하여 통계적인 분석에 무리가 있었고 사건일 전 1일에서만 AAR이 5%의 유의 수준에서 감소함을 나타내고 있다.

김문철과 황인태(1996)는 우리나라 기업들이 전기오류수정항목을 이용하여 이익조정을 수행하는지를 실증적으로 검증하였다. 이들이 연구를 수행하던 시점의 기업회계기준 하에서는 전기오류수정손익이 이익잉여금처분계산서 항목으로 보고되었고 손익계산서에 보고되지 않았다. 이익잉여금처분계산서는 주요 재무제표이기는 하지만 손익계

산서에 비해서 영업의 결과와 관련되어 내재가치의 결정에 미치는 영향에 있어서 상대적인 중요성은 떨어진다고 할 수 있다. 이들은 경영자의 전기오류수정과 연관된 이익의 조정을 이익유연화와 연관하여 연구하였다. 이들은 전기오류수정 항목은 대부분 회계오류 발생연도 1, 2년 이내에 보고되며 표본 추출대상이 되었던 상장기업 중 관리대상기업, 금융업을 제외한 상장기업 중 약 10퍼센트의 기업이 이와 같은 전기오류수정손익을 보고한다는 사실을 밝혀냈다.

손성규와 이영한(2004)은 회계기준서 1호 적용이후 전기오류수정손익으로 인한 재무제표 재작성의 현황 및 주가반응을 검토하였다. 분석결과 재무제표 재작성의 형태로 보고되는 전기오류수정손익의 경우 과거 당기순이익을 과대계상하였던 유형의 오류가 많았으며, 주가반응도 재무제표를 재작성하지 않고 당기순이익에 반영하였던 것에 비하여 더 부정적으로 반응하였음을 보고하였다.

미국의 경우 GAO(General Accounting Office)에서 2002년 10월에 재무제표 재작성 기업들에 대한 연구보고서를 발표한 바 있다. GAO 보고서는 1997년부터 2002년상반기까지 재무제표 재작성을 공시한 919개의 사례(기업수로는 845개 기업)를 수집하여 재무제표 재작성 사유 및 재작성 사실이 시장에 공표되었을 때의 시장반응을 분석하였다. 분석결과 재무제표 재작성은 평균적으로 10%의 주식수익률 하락을 가져오는 것으로 밝혀져, 재무제표 재작성이 시장에 큰 충격을 주는 사건임을 보고하였다.

Pamrose외 2인(2004)은 전기오류수정손익으로 인한 재무제표 재작성의 주가반응을 검토하는 연구에서 전기오류수정손익으로 인한 재무제표 재작성이 다음과 같은 논리에 의해 주가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 기대하였다. 그들은 주식의 가치는 해당기업의 미래 기대 배당금이나 기대이익을 위험조정할인을 할인한 현가로 볼수 있으며, 전기손익을 수정하였다는 정보는 기업경영자에 대한 신뢰도를 의심하게 하는 사안이므로 해당기업의 전망을 평가절하하거나, 위험/불

확실성을 높여서 할인율을 높이므로 결국 주가에 부정적인 영향을 미칠 것이라고 예상하였다. 분석결과 전기오류수정손익으로 인해 재무제표가 재작성된 경우 부정적인 주가반응을 관찰할 수 있었다.

Kedia(2003)는 경영자 보상과 재무제표 재작성과의 연관성을 분석하였다. 성과급 보상과 보상액 지급 직전의 재무제표의 재작성 여부를 분석한 결과 유의적인 양의 관계를 확인하였다. 나아가 이러한 결과가 경영자의 보상극대화를 위한 이익조정여부를 나타내는 결과라고 해석하였다.

오희장 (2004)는 코스닥시장에 등록된 기업의 상호변경에 따른 주가반응과 이에 영향을 미치는 요인을 분석하였는데 연구의 검증기간을 사건일 전 15일에서 후 10일로 하였다. 그리고 기현희 등 (2006)의 코스닥시장에서 시설투자공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구는 검증기간을 공시일 전후 10일로 하였으며 손성규 (2005)의 조회공시에 관한 연구와 손성규 (2004)의 재무제표의 정정보고에 대한 연구 모두 검증기간을 공시일 전후 10일로 진행하였다.

Ⅲ 표본의 선정과 연구방법

1. 표본선정

본 연구는 2004년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지 금융감독원 전자공시시스템에 사업보고서를 정정 등록한 모든 거래소 상장기업 중 제조기업을 대상으로 분석하였다. <표 2>는 우리나라 12월 결산 법인의 정기공시 제출기한을 나타내고 있다(전성빈 등, 2004). 사업보고서는 사업연도경과 후 90일 이내에 즉 다음해 3월 31일까지 제출하여야 한다. 그리고 분기보고서, 반기보고서, 3분기보고서는 분기 또는 반기종료 후 45일 이내에 제출하여야 하므로 차례로 5월 15일, 8월 14일, 11월 14일이 제출마감일로 제정되어 있다. 따라서 사업보고서의 최초공시일은 3월 31일 미만으로 되어 있고 정정공시의 경우는 5월 15일 이전이 대부분일 것이다. 왜냐하면 분기보고서 제출 전에 사업보고서 정정이 대부분 이루어지기 때문이다.

<표 2> 우리나라 정기공시 제출기한

구분	사업보고서	분기보고서	반기보고서	3분기보고서
작성대상기간 직전	사업연도	1-3월간	1-6월간	1-9월간
제출기한	사업연도경과후 90일 이내	분기 또는 반기종료 후 45일 이내		
제출기한예시(12월 결산법인의 경우)	3.31	5.15	8.14	11.14

본 연구에서 2004~2005년을 표본 선정기간으로 삼은 것은 손성규 등(2004)이 2000~2003년 사업보고서와 분기보고서의 정정공시에 대한 연구를 기초적으로 진행했기 때문이다. <표 2>에서 나타내듯이 12월 결산 법인의 경우 사업보고서는 3월말 정도에 공시가 되고 이

후 사업보고서에 대한 정정공시가 이루어지게 되므로 위 표본 선정 기간은 2003년, 2004년 회계기간을 대상으로 한 공시를 의미한다. 따라서 다음의 선정기준을 만족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

- ① 2004년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지 금융감독원 전자공시시스템에 사업보고서를 정정 등록한 상장기업
- ② 등록기업 중 제조업에 속하는 기업
- ③ 조사대상 기간 중 회계정보와 주가자료가 있는 기업
- ④ 결산일이 12월말을 기준으로 하는 기업

이상의 기업을 선정한 이유는 첫째, 금융업, 보험업, 건설업의 경우 타 업종과 비교하여 기업성이나 규모 등이 상당한 차이를 보이고 일반 업종과는 다르기 때문이다. 둘째, 결산일의 경우 일정시점에서 시장의 동일한 체계적인 위험에 노출된 기업들의 재무자료가 보다 타당성 있는 자료라고 생각되었기 때문이다.

그 결과 사업보고서 정정을 실시한 제조업기업은 2004년도에서는 220개, 2005년도에는 74개로 총 294개가 표본으로 선정되었다. 정정공시된 사업보고서를 크게 네 부분으로 나누어 볼 수 있는데, 그 중에는 대차대조표(B/S)를 정정한 기업이 101개, 손익계산서(P/L)를 정정한 기업이 46개, 현금흐름표(C/F)를 정정한 기업이 10개 및 기타기업이 156개로 나타났다.

2004년의 경우 감사인의 감사 총소요시간 단위를 일에서 시간으로 변경한 공시가 전체 표본공시의 30%를 차지하고 또한, 재무제표 작성기준을 정정한 기업이 16%를 차지한다. 이러한 이유로 인하여 기타를 정정한 정정공시 기업이 많은 것을 볼 수가 있다.

2. 연구방법

2.1. 검증기간의 설정

본 연구의 검증기간은 사건일 이전 7일부터 이후 7일까지로 한다.

기존 연구들의 검증기간은 각기 다르지만 오희장(2004), 손성규 등 (2004) 그리고 기현희 등 (2006)의 연구는 모두 사건일 이후 10일로 한 것을 볼 수가 있다. 따라서 주가에 미치는 영향을 보기에는 사건일 이후 10일이 합당할 것으로 보여지지만, 일부 기업의 일별초과수익률 자료의 미비로 인하여 사건일 이후 7일로 계산하였다.

2.2. 실증모형

본 연구는 사건일 이후의 일별초과수익률(AR; Abnormal Return)과 이를 누적한 누적초과수익률(CAR; Cumulative Abnormal Return)을 산출하여 시장에 유의적인 반응이 나타나는지를 분석한다.

정정공시가 주가에 미치는 영향을 검증하기 위해 금융감독원 전자공시시스템에 등록된 정정보고서의 열람을 통해 표본기업의 정정공시일을 찾아내고 이 정정공시일을 사건일로 하여 사건일 이후 각각 7일의 일별 초과주가수익률을 산정하였다.

본 연구에서는 표본기업의 일간수익률 자료와 종합주가지수를 동 일가중시장지수로 선택한 시장조정 수익률모형을 이용하여 AR를 계산하였다. 사업보고서 최초 공시일과 정정공시 당일을 사건일($t=0$)로 하여 $t=-7$ 일부터 $t=7$ 일까지 15일 동안의 일별 초과수익률(ER; Excess Return)은 다음과 같이 계산된다.

초과수익률 측정

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

$R_{i,t}$: i기업의 t시점의 수익률

$R_{m,t}$: t시점의 종합주가지수의 수익률

(1)로부터 측정된 초과수익률의 검증일별 또는 검증기간별 평균초과수익률(AAR: average abnormal return)은 식 (3)에 의해 산정된다.

$$AR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N ER_{i,t} \quad (2)$$

N: 표본기업의 수

$$AAR = \frac{1}{15} \sum_{t=-7}^7 AR_t \quad (3)$$

그리고 (t_1, t_2) 기간동안의 누적평균초과수익률(CAR: Cumulative average abnormal returns)은 다음 식(4)와 같이 산출된다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad (4)$$

이러한 과정을 거쳐 계산된 AAR 및 CAR은 SPSS의 단일표본 차이검증(One sample t-test), 분산분석을 통해 검증될 것이다.

IV 실증분석 결과

1. 기술통계

<표 3>, <표 4>는 2004년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지 DART에 등록된 두 해의 사업보고서 정정공시를 등록한 상장기업 가운데 표본으로 선정된 기업들의 정정회수와 정정내용을 구분하여 정리한 것이다. 정정회수에 따라 분석한 <표 3>에서 보면 2004년, 2005년 모두 1회 정정공시를 보고한 기업이 가장 많았고 2회, 3회 4회 순으로 그 뒤를 이었다. <표 4>에서와 같이 정정항목별로 보면 2004, 2005년 모두 기타가 가장 많았고 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표의 순으로 나타났다.

<표 3> 정정공시 회수 분석

정정회수	2004년			2005년		
	기업수	비율(%)	정정공시수	기업수	비율(%)	정정공시수
1회	109	49.5	109	59	79.7	59
2회	89	40.5	178	13	17.6	26
3회	19	8.6	57	2	2.7	6
4회	3	1.4	12	0	0	0
합 계	220	100	356	74	100	91

<표 4> 정정공시 정정항목별 분류

정정항목	2004년		2005년	
	기업수	비율(%)	기업수	비율(%)
B/S	79	33.6	22	25.6
P/L	26	11.1	20	28.2
C/F	8	3.4	2	2.6
기 타	122	51.9	34	43.6
합 계	235	100	78	100

본 연구의 표본 294개 중 대차대조표를 정정한 기업이 101개였고, 손익계산서를 정정한 기업이 46개이며 현금흐름표를 정정한 기업은 10개이며, 18개 기업은 위 세 가지 항목 중 두 가지를 동시에 정정한 기업이다. 나머지 156개 기업은 사업보고서의 작성 기준이 바뀌면서 정정된 내용이 대부분으로 감사소요시간 단위 정정, 재무제표 작성기준 정정, 관계회사 결산실적 추가 등이 있다.

2. 정정공시에 대한 주가반응

본 연구에서는 기업의 사업보고서 최초공시일과 정정공시일을 사건일($t=0$)로 보고 그 이전과 이후의 일별수익률을 토대로 한 평균초과수익률(AAR: 이하 AAR이라 함)과 누적초과수익률(CAR: 이하 CAR이라고 함)의 크기를 관찰하는 방식으로 공시의 효율성을 추론하고자 한다.

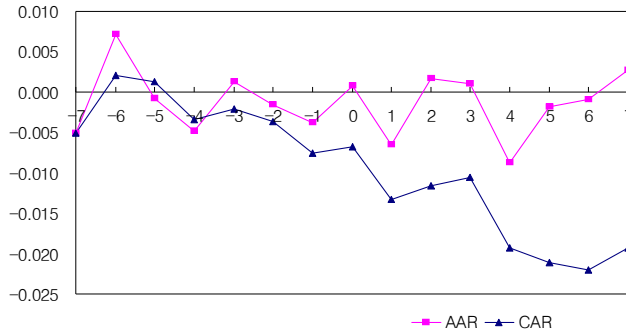
<표 5>에서 <표 9>까지 및 <그림 1>에서 <그림 10>까지는 사업보고서 최초공시일과 정정공시일 기준 주가반응을 AAR과 CAR을 통해 살펴본 결과이다. 각 수익률의 누적기간은 정정 공시일을 '0'일로 하여 -7일~+7일로 하였다.

<표 5>과 <그림 1, 2>는 전체 표본 294개를 대상으로 한 결과이다. 최초공시일의 경우 AAR은 사건일 전 6일과 1일에는 1%이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있고 전 7일과 4일에는 음(-)의 값을 나타내고 있다. 사건일 후 1일, 4일은 1%이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있고 7일에서 5%이내에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타내고 있다. CAR은 사건일 이후 1일부터 7일까지 중 3일에서는 5%이내, 기타는 1% 이내에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보여주고 있다. 이는 사업보고서 주주총회에 의한 정보효과가 최초 공시일 일주일 전으로 나타나고 있으며, 사건일 일주일 이후에는 사업보고서 정보효과가 점진적으로 사라짐을 보여주고 있다. 정정공시의 경우에는 사건일을 기준으로 전 6

<표 5> 전체표본의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석

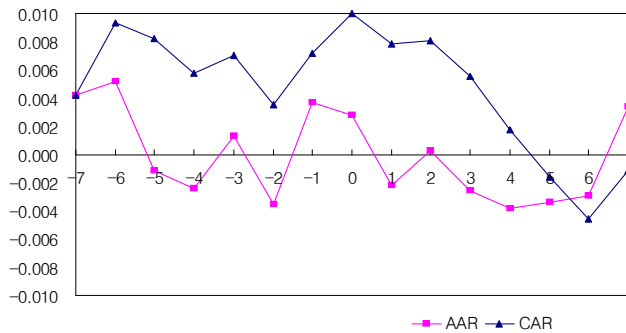
일자	사업보고서 최초공시일 기준						사업보고서 정정공시일 기준					
	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p
-7	-0.0050	-3.5657	0.0004	-0.0050	-3.5657	0.0004	0.0042	2.1061	0.0360	0.0042	2.1061	0.0360
-6	0.0071	3.7551	0.0002	0.0021	0.9434	0.3463	0.0052	2.6435	0.0086	0.0093	3.4668	0.0006
-5	-0.0008	-0.3649	0.7155	0.0013	0.4338	0.6648	-0.0011	-0.5782	0.5635	0.0082	2.4533	0.0147
-4	-0.0048	-2.5790	0.0104	-0.0034	-1.0306	0.3036	-0.0024	-1.1873	0.2361	0.0058	1.4773	0.1407
-3	0.0013	0.6596	0.5100	-0.0021	-0.5813	0.5615	0.0013	0.5852	0.5589	0.0070	1.6070	0.1091
-2	-0.0016	-0.8498	0.3961	-0.0037	-0.9219	0.3573	-0.0035	-1.7520	0.0808	0.0035	0.7237	0.4698
-1	-0.0038	-2.2816	0.0232	-0.0075	-1.7114	0.0881	0.0037	1.6305	0.1041	0.0072	1.4014	0.1621
0	0.0007	0.4571	0.6479	-0.0068	-1.6031	0.1100	0.0028	1.4356	0.1522	0.0100	1.7707	0.0776
1	-0.0065	-3.8795	0.0001	-0.0133	-3.2531	0.0013	-0.0022	-0.9953	0.3204	0.0078	1.2979	0.1953
2	0.0017	1.0750	0.2833	-0.0116	-2.5915	0.0100	0.0003	0.1268	0.8992	0.0081	1.2946	0.1965
3	0.0010	0.6837	0.4947	-0.0106	-2.3866	0.0176	-0.0026	-1.2713	0.2046	0.0055	0.9023	0.3677
4	-0.0087	-5.3622	0.0000	-0.0193	-3.8134	0.0002	-0.0038	-1.9268	0.0550	0.0017	0.2754	0.7832
5	-0.0018	-0.9944	0.3208	-0.0211	-3.8778	0.0001	-0.0034	-1.7507	0.0810	-0.0016	-0.2433	0.8079
6	-0.0009	-0.5360	0.5923	-0.0220	-3.8738	0.0001	-0.0029	-1.5473	0.1229	-0.0046	-0.6591	0.5104
7	0.0028	1.9735	0.0494	-0.0193	-3.3255	0.0010	0.0034	1.4910	0.1370	-0.0011	-0.1618	0.8716

정정공시 기업 최초공시일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교



<그림 1>

정정공시 기업 사건일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교



<그림 2>

일 좌우로 5% 유의수준에서 AAR과 CAR은 모두 양(+)의 값을 나타내고 있다. <그림 1>과 <그림 2>는 최초공시일 주변과 사건일 주변 AAR과 CAR의 비교를 나타낸다. <그림 1>에서 볼 수 있듯이 최초 공시일 전 4일부터 지속적으로 음(-)의 누적초과수익률을 나타내고 있다. 마찬가지로 <그림 2>는 비록 비유의적이지만 사건일 이후 지속적인 음(-)의 초과수익률을 나타내고 있음을 알 수 있다. 정정공시에 대한 이러한 결과는 정정공시에 정보내용이 담겨져 있음을 알 수 있으며 좀 더 구체적으로 분석해 볼 필요가 있음을 보여준다. 따라서 전체의 표본을 정정항목에 따라 구분하여 다시 분석하였다.

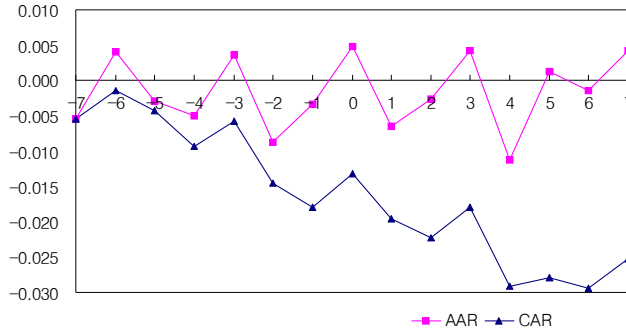
채무제표를 정정한 기업들을 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표를 정정한 기업별로 분류하고 그 외의 기업들은 기타로 분류하여 AAR과 CAR의 크기를 관찰하였다. <표 6>과 <그림 3>, <그림 4>는 대차대조표 정정기업을 표본으로 <표 7>과 <그림 5>, <그림 6>은 손익계산서 정정기업을 표본으로 <표 8>과 <그림 7>. <그림 8>은 현금흐름표 정정기업을 표본으로 그리고 <표 9>와 <그림 9>, <그림 10>은 기타 내용의 정정기업 즉 감사소요시간 단위정정, 채무제표 작성기준 정정, 관계회사 결산실적 추가 등 내용을 정정한 기업을 표본으로 하였다.

먼저 <표 6>에서 대차대조표를 정정한 101개 기업들의 최초공시일 AAR을 보면 사건일 전 7일, 2일에서 5%의 유의수준에서 음(-)의 값을 나타내고 후 1일에는 1%의 유의수준에서 음(-)의 값을, 3일에는 5% 유의수준에서 양(+)의 값을 나타낸다. 그리고 CAR은 전 7일, 2일, 1일에서 5%유의수준의 음(-)의 값을 나타내고 사건일에는 10% 유의수준에서 음(-)의 값을 나타낸다. 사건일 후 1일에서 7일까지는 1% 유의수준에서 음(-)의 값을 나타내고 있다. <그림 3>을 분석해보면 결과적으로 전체표본의 분석결과와 비슷한 패턴을 보인다. 또한 정정공시일을 기준으로 보면 AAR은 공시전 2일과 공시후 4일에서 유의수준 5%에서 음(-)의 값을 나타내고 CAR은 비유의적으로 나타

<표 6> B/S 정정기업 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석

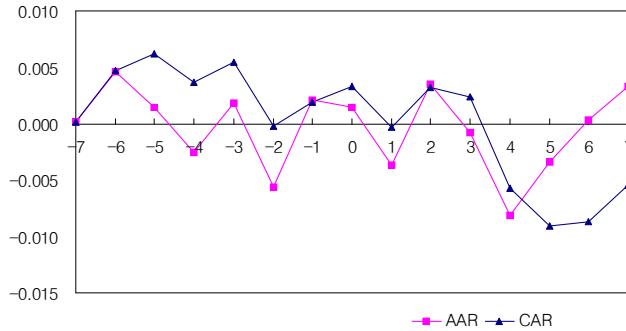
일자	사업보고서 최초공시일 기준						사업보고서 정정공시일 기준					
	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p
-7	-0.0055	-2.4633	0.0155	-0.0055	-2.4633	0.0155	0.0002	0.0527	0.9581	0.0002	0.0527	0.9581
-6	0.0041	1.2629	0.2095	-0.0014	-0.3924	0.6956	0.0046	1.4246	0.1574	0.0047	1.0932	0.2769
-5	-0.0029	-0.7058	0.4820	-0.0043	-0.8823	0.3797	0.0015	0.4425	0.6591	0.0062	1.1493	0.2532
-4	-0.0050	-1.4480	0.1508	-0.0093	-1.5955	0.1138	-0.0026	-0.7164	0.4754	0.0036	0.5847	0.5600
-3	0.0036	0.9502	0.3443	-0.0058	-0.8242	0.4118	0.0018	0.4901	0.6252	0.0054	0.7650	0.4461
-2	-0.0087	-3.3001	0.0013	-0.0145	-1.9841	0.0500	-0.0057	-2.2969	0.0237	-0.0002	-0.0287	0.9772
-1	-0.0034	-1.1841	0.2392	-0.0179	-2.2594	0.0260	0.0021	0.6899	0.4918	0.0019	0.2734	0.7851
0	0.0048	1.4186	0.1591	-0.0131	-1.8563	0.0664	0.0014	0.5065	0.6136	0.0033	0.4253	0.6715
1	-0.0064	-2.4018	0.0182	-0.0196	-2.9407	0.0041	-0.0036	-1.0553	0.2938	-0.0003	-0.0293	0.9767
2	-0.0027	-1.2836	0.2022	-0.0222	-3.1090	0.0024	0.0035	0.9712	0.3338	0.0032	0.3113	0.7562
3	0.0043	2.0122	0.0469	-0.0180	-2.5528	0.0122	-0.0008	-0.2496	0.8034	0.0024	0.2349	0.8148
4	-0.0112	-4.4361	0.0000	-0.0292	-3.6319	0.0004	-0.0081	-2.6713	0.0088	-0.0057	-0.5417	0.5892
5	0.0012	0.4233	0.6730	-0.0279	-3.0645	0.0028	-0.0034	-0.9746	0.3321	-0.0091	-0.8079	0.4211
6	-0.0015	-0.4951	0.6216	-0.0294	-3.0060	0.0033	0.0004	0.1056	0.9161	-0.0087	-0.7723	0.4418
7	0.0042	1.6106	0.1104	-0.0253	-2.4611	0.0156	0.0033	0.7217	0.4722	-0.0054	-0.4565	0.6490

대차대조표 정정기업 최초공시일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교



<그림 3>

대차대조표 정정기업 사건일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교



<그림 4>

난다. 그러나 <그림 4>에서도 <그림 2>와 같이 공시 전 1일부터 공시 후 1일까지 AAR은 모두 감소하고 전 2일과 후 2일 모두 증가하는 패턴으로 나타난다.

<표 7>에서 손익계산서를 정정한 46개 기업들의 최초공시일 기준 AAR, CAR은 모두 사건일 전 5일에서 유의수준 5%의 양(+)의 값을 나타낸다. 그리고 정정공시일 기준 AAR은 공시후 6일에서만 유의수준 5%에서 음(-)의 값을 나타내고 CAR는 비유의적으로 나타났다. <그림 5>은 <그림 1>과 달리 공시전 5일에서 3일 및 공시후 2일에서 4일은 양(+)의 값을 나타낸다. <그림 6>도 역시 공시 전 1일부터 공시 후 1일까지 AAR은 모두 감소하고 전 2일과 후 2일 모두 증가하는 패턴으로 나타난다. 그러나 <그림 2>나 <그림 4>보다 증가, 감소 패턴을 큰 것으로 나타났다. 이는 손익계산서 정정이 대차대조표 정정보다 주가수익률에 더 큰 영향을 미치고 있음을 알 수가 있다.

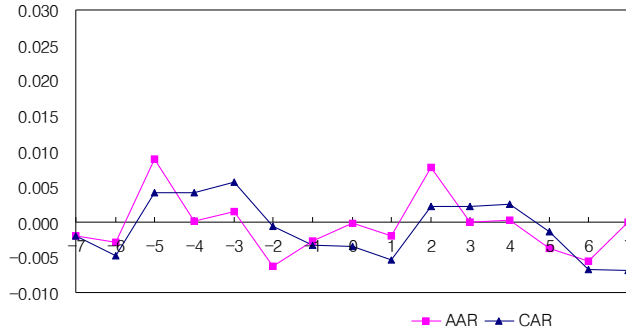
<표 8>에서 현금흐름표를 정정한 10개 기업들의 최초공시일 기준 AAR은 사건일 후 1일에서 유의수준 5%의 음(-)의 값을 나타내고 CAR은 사건일 전 5일에서 유의수준 5%의 음(-)의 값을 나타낸다. 그리고 정정공시일 기준 AAR, CAR 모두 비유의적으로 나타났다. <그림 7> 역시 <그림 1>과 비슷하게 관찰일 전 일에서 음(-)의 값을 나타내며 <그림 8>도 마찬가지로 공시전 1일부터 공시후 1일까지 AAR은 모두 감소하고 전 2일과 후 2일 모두 증가하는 패턴으로 나타난다. 그 증가와 감소의 폭은 대차대조표 정정기업보다는 크고 손익계산서 정정기업보다는 작은 것으로 나타났다.

<표 9>에서 기타 내용을 정정한 156개 기업들의 최초공시일 AAR을 보면 사건일 전 7일, 4일에서 5%의 유의수준에서 음(-)의 값을 나타내고 전 6일에는 유의수준 1%에서 (+)의 값을 나타낸다. 후 1일, 4일에는 1%의 유의수준에서 음(-)의 값을 나타냄으로써 <표 6>에서와 똑같은 양상을 보인다. 그리고 CAR은 전 7일에서 1% 유의수준

<표 7> P/L 정정기업의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석

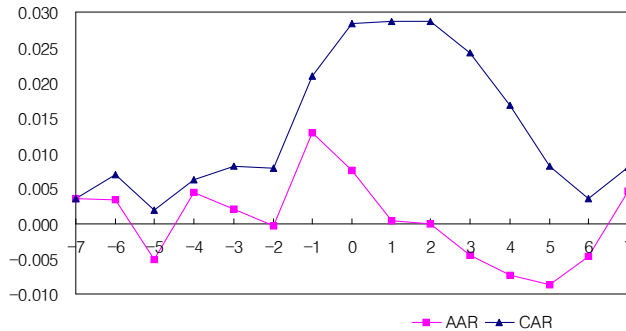
일자	사업보고서 최초공시일 기준						사업보고서 정정공시일 기준					
	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p
-7	-0.0019	-0.6105	0.5446	-0.0019	-0.6105	0.5446	0.0036	0.7560	0.4536	0.0036	0.7560	0.4536
-6	-0.0029	-0.6473	0.5207	-0.0048	-0.8454	0.4023	0.0034	0.9198	0.3626	0.0070	1.0380	0.3048
-5	0.0089	2.1724	0.0351	0.0041	0.6687	0.5071	-0.0051	-1.7619	0.0849	0.0019	0.2393	0.8120
-4	0.0001	0.0155	0.9877	0.0042	0.6478	0.5204	0.0044	0.9435	0.3505	0.0062	0.8538	0.3977
-3	0.0014	0.2646	0.7926	0.0056	0.7050	0.4845	0.0020	0.4329	0.6672	0.0082	0.9234	0.3607
-2	-0.0062	-1.9588	0.0564	-0.0007	-0.0861	0.9318	-0.0003	-0.0515	0.9591	0.0079	0.7591	0.4518
-1	-0.0027	-0.9696	0.3374	-0.0033	-0.3866	0.7008	0.0130	1.7111	0.0940	0.0209	1.6315	0.1098
0	-0.0001	-0.0347	0.9724	-0.0035	-0.3415	0.7343	0.0075	1.3665	0.1786	0.0284	1.7901	0.0802
1	-0.0020	-0.4656	0.6437	-0.0054	-0.5403	0.5917	0.0004	0.0594	0.9529	0.0287	1.6480	0.1063
2	0.0076	1.9035	0.0634	0.0022	0.1850	0.8541	0.0000	-0.0008	0.9993	0.0287	1.6914	0.0977
3	-0.0001	-0.0173	0.9863	0.0021	0.1866	0.8528	-0.0045	-1.0022	0.3216	0.0242	1.5475	0.1288
4	0.0003	0.0618	0.9510	0.0024	0.1746	0.8622	-0.0074	-1.6639	0.1031	0.0168	1.1222	0.2677
5	-0.0037	-1.2398	0.2215	-0.0013	-0.0953	0.9245	-0.0087	-1.9147	0.0619	0.0081	0.5173	0.6074
6	-0.0055	-1.1653	0.2500	-0.0068	-0.4886	0.6275	-0.0046	-2.1290	0.0388	0.0035	0.2329	0.8169
7	-0.0001	-0.0395	0.9686	-0.0069	-0.4857	0.6295	0.0045	1.0955	0.2791	0.0081	0.5150	0.6091

손익계산서 정정기업 최초공시일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교



<그림 5>

손익계산서 정정기업 사건일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교

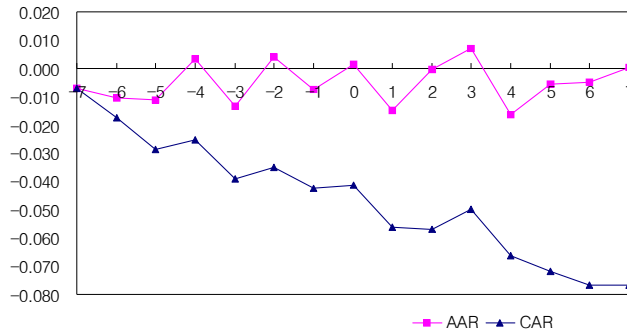


<그림 6>

<표 8> C/F 정정기업의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석

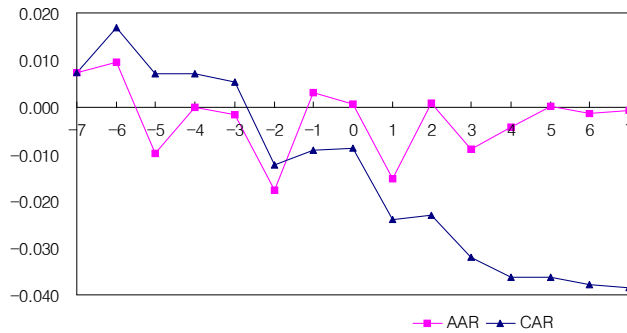
일자	사업보고서 최초공시일 기준						사업보고서 정정공시일 기준					
	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p
-7	-0.0072	-0.9958	0.3454	-0.0072	-0.9958	0.3454	0.0074	1.0839	0.3066	0.0074	1.0839	0.3066
-6	-0.0104	-1.6675	0.1298	-0.0176	-1.8933	0.0909	0.0096	1.2988	0.2263	0.0169	1.5850	0.1474
-5	-0.0110	-1.8423	0.0985	-0.0286	-2.3060	0.0465	-0.0098	-1.0730	0.3112	0.0071	0.8324	0.4267
-4	0.0031	0.6024	0.5618	-0.0255	-1.6739	0.1285	-0.0002	-0.0155	0.9880	0.0070	0.4896	0.6361
-3	-0.0136	-1.4668	0.1765	-0.0391	-1.7147	0.1205	-0.0016	-0.2015	0.8448	0.0054	0.3579	0.7287
-2	0.0042	0.5595	0.5895	-0.0349	-1.4533	0.1801	-0.0177	-1.6641	0.1305	-0.0123	-0.7762	0.4575
-1	-0.0077	-1.0704	0.3123	-0.0426	-1.8039	0.1047	0.0030	0.5411	0.6016	-0.0093	-0.6769	0.5155
0	0.0014	0.1874	0.8555	-0.0412	-1.4236	0.1883	0.0006	0.0627	0.9514	-0.0087	-0.5334	0.6067
1	-0.0150	-3.0424	0.0140	-0.0561	-1.9299	0.0857	-0.0152	-1.1295	0.2879	-0.0239	-0.8976	0.3928
2	-0.0006	-0.0969	0.9249	-0.0568	-1.8527	0.0969	0.0008	0.0855	0.9337	-0.0231	-0.7322	0.4827
3	0.0069	0.9291	0.3771	-0.0499	-1.5043	0.1668	-0.0090	-1.3953	0.1964	-0.0321	-0.9688	0.3579
4	-0.0163	-1.3567	0.2079	-0.0662	-1.8387	0.0991	-0.0042	-0.5409	0.6017	-0.0363	-1.0571	0.3180
5	-0.0055	-0.9886	0.3487	-0.0717	-1.9945	0.0772	0.0001	0.0089	0.9931	-0.0362	-1.0587	0.3173
6	-0.0051	-0.6679	0.5209	-0.0768	-1.8392	0.0990	-0.0014	-0.1558	0.8796	-0.0377	-1.2330	0.2488
7	0.0002	0.0211	0.9836	-0.0766	-1.8111	0.1035	-0.0007	-0.0904	0.9300	-0.0383	-1.1612	0.2754

현금흐름표 정정기업 최초공시일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교



<그림 7>

현금흐름표 정정기업 사건일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교

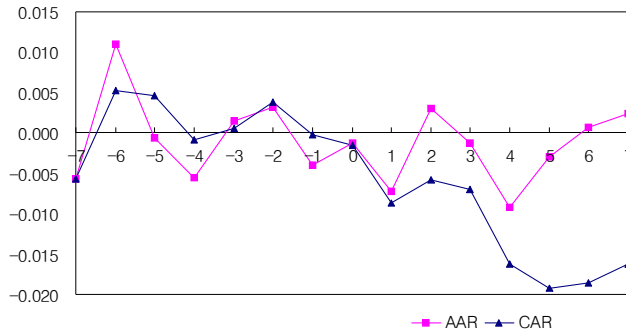


<그림 8>

<표 9> 기타 정정기업의 최초공시일 및 정정공시일별 AAR과 CAR 분석

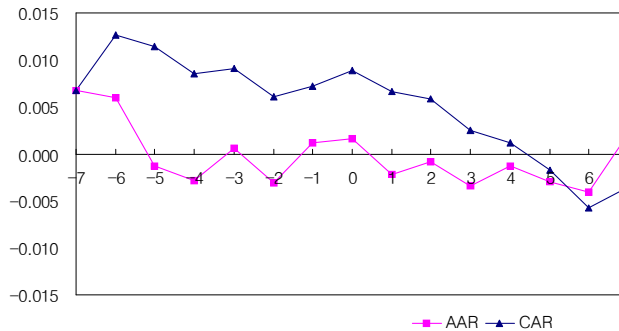
일자	사업보고서 최초공시일 기준						사업보고서 정정공시일 기준					
	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p	AAR	t-값	p	CAR	t-값	p
-7	-0.0057	-2.7761	0.0062	-0.0057	-2.7761	0.0062	0.0068	2.3631	0.0194	0.0068	2.3631	0.0194
-6	0.0110	4.0232	0.0001	0.0053	1.6462	0.1017	0.0059	2.0576	0.0413	0.0127	3.3324	0.0011
-5	-0.0006	-0.2335	0.8156	0.0047	1.0165	0.3110	-0.0013	-0.4458	0.6564	0.0114	2.3801	0.0185
-4	-0.0055	-2.2165	0.0281	-0.0009	-0.1824	0.8555	-0.0029	-0.9968	0.3204	0.0085	1.4568	0.1472
-3	0.0014	0.5588	0.5771	0.0006	0.1204	0.9043	0.0006	0.1823	0.8556	0.0091	1.4160	0.1588
-2	0.0032	1.1129	0.2675	0.0038	0.6919	0.4900	-0.0030	-1.0127	0.3128	0.0060	0.8368	0.4040
-1	-0.0040	-1.6161	0.1081	-0.0002	-0.0307	0.9756	0.0012	0.3744	0.7086	0.0072	0.9340	0.3518
0	-0.0013	-0.6712	0.5031	-0.0015	-0.2550	0.7990	0.0016	0.5890	0.5567	0.0088	1.0876	0.2784
1	-0.0072	-3.0726	0.0025	-0.0087	-1.5436	0.1247	-0.0022	-0.6892	0.4917	0.0066	0.8164	0.4155
2	0.0030	1.2362	0.2183	-0.0058	-0.9515	0.3428	-0.0008	-0.2636	0.7924	0.0059	0.6968	0.4870
3	-0.0013	-0.5664	0.5720	-0.0070	-1.1690	0.2442	-0.0034	-1.1026	0.2719	0.0025	0.3007	0.7641
4	-0.0092	-4.2877	0.0000	-0.0162	-2.4046	0.0174	-0.0013	-0.4389	0.6613	0.0012	1.1402	0.8887
5	-0.0030	-1.0820	0.2809	-0.0192	-2.6173	0.0097	-0.0030	-1.1114	0.2681	-0.0018	-0.1885	0.8507
6	0.0006	0.2723	0.7857	-0.0186	-2.4226	0.0166	-0.0040	-1.4937	0.1373	-0.0058	-0.5806	0.5623
7	0.0024	1.2187	0.2248	-0.0162	-2.1040	0.0370	0.0022	0.7480	0.4556	-0.0036	-0.3607	0.7188

기타 정정기업 최초공시일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교



<그림 9>

기타 정정기업 사건일 주변
일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)의 비교



<그림 10>

의 음(-)의 값을 나타내며, 후 4일부터 7일에는 5% 유의수준에서 음(-)의 값을 나타내고 있다. 또한 정정공시일을 기준으로 보면 AAR은 공시전 7일, 6일에서 유의수준 5%에서 양(+)의 값을 나타내고 CAR은 공시전 7에서 5일까지 유의수준 5%에서 양(+)의 값을 나타낸다. <그림 9>은 공시전 1일에서부터 CAR은 음(-)의 값을 유지하고 있다. 그리고 <그림 10>에서도 마찬가지로 공시전 1일부터 공시 후 1일까지 AAR은 모두 감소하고 전 2일과 후 2일 모두 증가하는 패턴으로 나타내지만 그 폭은 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표를 정정한 기업에 비하여 작은 것으로 나타났다.

분석 결과, 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표, 기타로 분류한 정정공시 기업들은 최초공시일을 기준으로 한 AAR과 CAR의 증가, 감소 양상은 비슷하게 나타났다. 그리고 정정공시일 기준으로 하여 공시 전 1일부터 공시 후 1일까지 AAR은 모두 감소하고 전 2일과 후 2일 모두 증가하는 패턴으로 나타난다. 그 증가와 감소의 폭은 손익계산서를 정정한 기업이 가장 크고 그 다음으로 현금흐름표, 대차대조표, 기타 정정기업 순으로 나타났다. 하지만 대차대조표를 정정한 기업만 공시 전 2일에서 AAR이 5% 유의수준에 포함된다. 그리고 손익계산서 정정기업 전체 기간에서 양(+)의 CAR을 나타내고 있으며 정정공시일 이후 AAR이 지속적으로 감소되고 있기에 CAR 역시 감소추세가 있긴 하지만 여전히 양(+)의 흐름을 나타낸다. 현금흐름표 정정기업은 공시일 전에는 양(+)의 CAR과 음(-)의 CAR이 엇갈려 있었지만 공시일 후에는 음(-)의 CAR만 나타내고 있다. 동시에 AAR은 공시일 이후에 급격한 하강세를 그어가고 있다. 기타 내용의 정정기업 역시 공시일 이후 CAR이 하강하고 있는데 이는 공시효과가 주는 정보의 영향이라고 보아진다. 결론적으로 정정 공시한 기업들의 정보효과에 주가시장에서 반응하고 있음을 보여준다.

<표 10>은 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표, 기타 내용의 정정기업 등 정정항목 별 평균 초과수익률과 누적 초과수익률을 종합하

고 유의성 검증을 진행한 결과를 보여주고 있다. 분석기간은 AAR과 CAR 모두 공시전 7일부터 공시후 7일까지 총 15일간으로 하였다. 이를 살펴보면 전체표본, 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표 및 기타를 정정한 기업의 AAR에서는 통계적으로 유의하지 않은 결과를 나타내고 있다. 하지만 CAR은 모든 항목에서 모두 1% 유의수준에서 통계적으로 유의적임을 알 수 있다. 특히 CAR의 대응평균이 현금흐름표 정정 기업을 제외한 모든 기업이 양(+)의 값을 나타내고 있어 정정공시와 관련한 사항은 공시 후에 CAR에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 정정공시 사항이 대하여 주식시장은 부정적으로 반응하고 있음을 알 수 있다. 현금흐름표 정정기업일 경우 공시후 CAR에 양(+)의 영향을 미친다는 것을 알수가 있다. 정정사항들을 살펴보면 당기순이익을 증가로 정정한 기업이 40%에 이르는 것으로 나타났으며 정정의 정보효과가 가장 크다는 것을 알 수가 있다.

<표 10> 정정항목 별 차이분석

구분		최초공시	정정공시	대응평균	t-값	p
전체	AAR	-0.0013	-0.0001	-0.0012	-1.2489	0.2322
	CAR	-0.0095	0.0047	-0.0142	-10.099***	0.0000
B/S	AAR	-0.0017	-0.0004	-0.0013	-1.3681	0.1928
	CAR	-0.0162	0.0001	-0.0163	-10.550***	0.0000
P/L	AAR	-0.0005	0.0005	-0.0010	-0.5165	0.6136
	CAR	-0.0009	0.0135	-0.0144	-5.0269***	0.0002
C/F	AAR	-0.0051	-0.0026	-0.0026	-0.8939	0.3865
	CAR	-0.0461	-0.0143	-0.0318	-15.524***	0.0000
기타	AAR	-0.0011	-0.0002	-0.0008	-0.6237	0.5429
	CAR	-0.0057	0.0050	-0.0107	-10.019***	0.0000

<표 11> 정정 항목 간 차이분석

	B/S	P/L	대응평균	t-값	p
AAR	-0.0005	0.0041	-0.0046	-1.9659	0.1207
CAR	0.0016	0.0229	-0.0213	-5.7984***	0.0044

	B/S	C/F	대응평균	t-값	p
AAR	-0.0005	-0.0057	0.0052	1.9133	0.1283
CAR	0.0016	-0.0155	0.0170	5.2253***	0.0064

	B/S	기 타	대응평균	t-값	p
AAR	-0.0005	-0.0006	0.0002	0.1510	0.8873
CAR	0.0016	0.0069	-0.0053	-7.4612***	0.0017

	P/L	C/F	대응평균	t-값	p
AAR	0.0041	-0.0057	0.0098	3.0147	0.0394
CAR	0.0229	-0.0155	0.0384	6.1403***	0.0036

	P/L	기 타	대응평균	t-값	p
AAR	0.0041	-0.0006	0.0048	2.4507	0.0704
CAR	0.0229	0.0069	0.0160	4.1328***	0.0145

	C/F	기 타	대응평균	t-값	p
AAR	-0.0057	-0.0006	-0.0051	-1.3931	0.2360
CAR	-0.0155	0.0069	-0.0224	-7.3561***	0.0018

<표 11>은 정정공시를 한 기업들이 분류 항목 사이에 어떤 항목이 추가에 더 큰 영향을 미치는지를 보기 위하여 AAR과 CAR을 관찰한 것이다. 분석기간은 AAR과 CAR 모두 공시전 2일부터 공시후 2일까지 총 5일간으로 하였다. 분석기간을 사건일 전후 7일로 했을 때는 <표 10>에서와 같이 현금흐름표 정정기업이 추가에 가장 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다(표는 보여주지 않음)-*anym*s 의미 인지?. 표에서 보여주다시피 각 경우의 CAR은 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 대차대조표 정정과 손익계산서 정정 간에 대응평균이 음(-)의 값을 나타냈고 이는 손익계산서 정정이 대차대조표 정정보다 추가에 더 큰 양(+)의 영향을 미침을 보여준다. 또한 손익계산서 정정과 현금흐름표 정정 간의 대응평균은 양(+)의 값을 나타냄은

손익계산서 정정이 현금흐름표 정정보다 더 큰 영향을 미침을 알 수 있다. 또한 기타 정정사항이 현금흐름표 정정에 비해 더 큰 영향을 미치는 것으로 나타났다. 전체적으로 봤을 때 손익계산서, 기타, 대차대조표, 현금흐름표의 순서로 CAR에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기타에 속하는 일부 정정공시들이 상당한 정보를 가지고 있음을 알 수 있다.

결과, 공시 전 -2일에서 공시 후 +2일까지의 공시효과를 살펴보면 손익계산서 정정기업은 주가에 뚜렷한 양(+)의 영향을 미치며 대차대조표, 현금흐름표, 기타 내용의 정정기업에 비해 선명한 패턴을 보여주고 있음을 알 수 있다. 즉 우리가 연구하고자 하는 공시효과에 영향을 주는 요인들 가운데서 단기 공시효과의 패턴이 제일 뚜렷한 기업은 손익계산서 정정기업임을 알 수 가 있다.

이상의 연구결과로부터 우리는 정정공시에 따른 주가반응의 원인을 아래와 같이 분석할 수 있다.

정정공시에 따른 주가반응의 원인은 크게 두 가지 방면으로부터 찾아볼 수가 있다. 하나는 정정공시라는 사건 자체가 갖는 신호효과라고 판단할 수가 있고 다른 하나는 정정내용에 대한 자본시장의 반응이다.

본 연구의 결과를 살펴보면, 현금흐름표 정정기업을 제외한 대차대조표 정정기업, 손익계산서 정정기업 및 기타 내용의 정정기업 모두 최초공시일과 대비할 때 정정공시 -7일부터 +7일까지 주가에 음(-)의 영향을 미치고 있다. <표 10>에서와 같이 전체적인 사업보고서 정정공시 기업들을 봤을 때 음(-)의 반응을 보인다는 것은 정정공시라는 사건 자체가 기업의 정보제공 능력에 문제가 있는 것으로 판단되어 악재로 평가 될 수도 있을 것이라고 판단된다. 그 중에서도 손익계산서 정정기업은 <그림 6>에서와 같이 공시 전 1일부터 공시 후 5일까지 모두 주가에 뚜렷한 음(-)의 영향을 미쳤는바 정정 내용을 살펴보면 영업이익, 매출액, 경상이익을 감소로 정정한 기업이 22

개로 손익계산서를 정정한 기업의 47.8%를 차지하는 것으로 나타났다. 또한 현금흐름표를 정정한 기업의 경우 공시일 이후 1일은 AAR이 감소하지만 2일에서 증가하는 것을 볼 수가 있다. 정정사항들을 살펴보면 당기순이익을 증가로 정정한 기업이 40%에 이르는 것으로 나타났다. 이는 정정공시 자체는 악재로 작용하지만 공시 이후 2일째는 투자자들이 정정공시 내용에 따라 호재로 작용한 것으로 분석할 수 있다. 또한 기타 정정기업들을 볼 때 정정공시 전 2일부터 AAR이 증가하고 후 1일에 감소한 후 다시 2일째에 증가하는 패턴은 그 정정사항들 중에 악재와 호재가 공존하고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 정보가 시장에 정확하고 신속하게 전달되고 있음을 알 수 있다.

V 결론 및 연구시사점

본 연구에서는 우선 기업의 사업보고서 정정공시가 어떠한 양상으로 나타났는지에 대해 분석하였다. 또한 정정공시 중 재무제표를 정정한 기업별 양상에 따라 자본시장에 미치는 영향을 검증함으로써 사업보고서 작성의 정확성이 얼마나 중요한지 제시하였다. 본 연구는 2004년 1월 1일부터 2005년 12월 31일까지 DART에 정정 사업보고서를 등록한 모든 상장기업 중 제조기업을 대상으로 이 기간 동안 사업보고서 정정공시를 사건으로 선정하였다.

표본으로 선정된 기업들의 정정회수와 정정내용을 구분하여 분석한 결과 2004년, 2005년 모두 1회 정정공시를 보고한 기업이 가장 많았고 2회, 3회 4회 순으로 그 뒤를 이었다. 정정항목별로 보면 2004, 2005년 모두 기타가 가장 많았고 대차대조표, 손익계산서, 현금흐름표의 순으로 나타났다. 본 연구의 표본 294개 중 대차대조표를 정정한 기업이 101개였고, 손익계산서를 정정한 기업이 46개이며 현금흐름표를 정정한 기업은 10개이며 18개 기업은 위 세 가지 항목 중 두 가지를 동시에 정정한 기업이다. 나머지 156개 기업은 사업보고서의 작성 기준이 바뀌면서 정정된 내용이 대부분으로 감사소요시간 단위 정정, 재무제표작성기준 정정, 관계회사 결산실적 추가 등이 있다.

정정공시에 대한 시장의 반응은 전통적인 정보적 관점의 견해와 신호이론에 기초한 견해에 의할 경우 상이한 추론이 가능하다. 전자는 자본시장의 반응을 통해 정보내용을 판단하는 반면, 후자는 정보의 전달(공시)이라는 사건 자체로부터 자본시장의 반응을 추론한다. 사업보고서의 정정공시는 크게 단순한 기재상의 오류누락과 허위기재로 정보내용을 구분할 수 있다.

정보내용이 악재인 허위기재에 대해서는 정보적 관점의 선행연구 결과에 의하면 자본시장의 반응이 음(-)일 것이다. 그러나 정보내용

이 중립적인 기재상의 오류누락에 대해서는 정보적 관점의 견해에 의한 추론과 신호이론의 견해에 의한 추론이 상이할 수 있다. 단순한 기재상의 오류누락을 원인으로 하는 사업보고서의 정정공시에 대해, 자본시장이 정보를 시장에 정확하고 신속하게 전달하고자 하는 기업의 의지로 해석한다면 주가반응은 음(-)이 아닐 것이다. 반면 정정공시 자체가 기업의 정보제공 능력에 문제를 제기하는 경우라면 주가반응은 음(-)일 것이다.

사업보고서 정정공시에 대한 주가반응의 실증결과를 정리하면 다음과 같다.

첫째, 전체표본에서 정정 공시일 이후 1일째 누적 초과수익률은 감소추세를 나타낸다.

둘째, 손익계산서 정정기업은 -7일부터 +7일 전 기간에 걸쳐 양(+)의 초과수익률을 나타내고 있다. 정정 공시일 이후 누적 초과수익률은 다소 감소되었지만 양(+)의 흐름은 여전하다. 공시일 -1일부터 +5일까지 AAR은 음(-)의 영향을 미치고 있다.

셋째, 현금흐름표를 정정한 기업의 경우 공시일 전후 1일은 AAR이 감소하지만 2일에서 증가하는 것을 볼 수가 있다.

이러한 실증결과에 비추어 보면 아래와 같은 결론을 내릴 수 있다.

첫째, 공시내용을 투자자들이 악재로 받아 들이나 호재로 받아 들이냐에 따라 주가에 미치는 영향이 달라진다. 본 연구는 정정내용을 호재와 악재로 구분하지 않았지만 전체표본이 정정공시 후 1일째에 음(-)의 영향을 미친 것으로 미루어 보아 정정내용이 악재인 경우 주가에 음(-)의 영향을 주고 정정내용이 호재인 경우라 할지라도 정보의 비대칭성에 의해 주가에 부정적인 영향을 준다고 볼 수 있다. 즉 정정공시 자체에 대해 자본시장이 부정적인 평가를 하고 있음을 의미하는 것이다. 이는 김문현 (2004)에서도 그 이론적 근거를 찾아볼 수 있다.

둘째, 손익계산서 정정공시 전 1일부터 공시 후 5일까지 모두 주가

에 뚜렷한 음(-)의 영향을 미쳤는 바 손익계산서를 정정한 기업의 47.8%가 영업이익, 매출액, 경상이익을 감소로 나타냈다. 반대로 현금흐름표 정정기업은 사건일 2일째 AAR의 양(+)의 반응은 정정사항 중 40% 기업이 당기순이익을 증가로 정정했기 때문으로 추정된다. 이는 정정공시 자체는 부정적인 영향을 주지만 투자자들이 정정공시 내용에 따라 호재로 작용할 수 있는 것으로 분석할 수 있다.

본 연구는 사업보고서 공시 이후의 정정공시를 대상으로 한 연구라는 점에서 의의가 있다. 기존 정보적 관점의 연구에서는 공시정보의 정보내용에 대한 연구가 이루어져 왔지만, 본 연구는 공시이후의 정정공시를 대상으로 하고 있다는 점에서 다르고 또한 손익계산서 정정기업의 표본이 충분하여 연구에 용의하였다.

본 연구의 한계점은 다음 몇 가지로 요약할 수 있다. 정정내용을 호재와 악재로 구분하지 못하였고 연구기간이 짧고 표본수량이 적은 등 제한성을 가지고 있으며, 현금흐름표 정정기업수가 10개이므로 그 결과를 일반화하기는 어렵다고 보아진다. 그리고 1회 이상 정정공시를 진행한 기업의 경우 재무제표에 해당하는 한번의 정정공시만을 표본으로 사용하였다는 점도 제한점으로 들 수가 있다. 이러한 문제점들은 향후 연구에서 보완하여야 할 부분들이라고 보아진다.

참 고 문 헌

- 김문현. (2004) 정정공시 특성이 정정공시의 주가반응에 미치는 영향. 한국회계정보학회. 22(2):81-97.
- 김문철, 황인태. (1998) 감사의 품질차이가 전기손익수정에 미치는 영향, 회계학연구: 1-26.
- 김지홍, 장진호, 여은정. (2004) 공정공시 전후의 이익공시에 대한 시장반응. 한국회계학회. 하계(상):179-205.
- 손성규, 광지영. (2005) 조회공시의 현황, 의미 및 주가반응. 한국회계학회. 하계: 318-344.
- 손성규, 이영한. (2004) 회계기준서 1호 적용시 중요성 판단의 문제점, 회계저널. 13(3): 119-151.
- 손성규, 이은철. (2005) 반기재무제표에 대한 검토의견의 정보효과. 회계학연구. 30(1): 1-34.
- 손성규, 이영한, 라채원. (2005) 재무제표 정정보고의 현황과 의미. 회계학연구. 30(2):177-208.
- 이유태. (2001) 한국기업의 증자 조회공시의 효율성: 일반투자자들의 관점. 한국재무관리학회. 18(1):157-174
- 이원흠, 최수미. (2001). 비적정 감사의견에 대한 기업의 주가반응에 대한 실증연구. 증권학회지. 29: 1-28.
- 전성빈, 이아영, 박성한. (2006) 수시공시의 정보효과에 관한 연구. 회계학연구. 31(1):163-192.
- 한봉희. (2001) 비기대이익과 초과주가수익률의 측정. 증권학회지. (29): 183-214.
- GAO. (2002) Financial Statesment Restatements. Trends, Market Impacts, Regulatory Responce, and Remaining Challenges
- Pamrose, Z., Richardson, V, J., and S. Scholz.* (2004) Determinant of Market Reactions to Restatement Announcements. Journal of

Accounting and Economics 37: 59-89.

Kedia, S., Do Executive Stock Options Generate Incentives for Earnings Management? Evidence from Accounting Restatements. Working Paper : 1-40

이희정. (2005) 조회공시의 정보효과에 관한 연구.

국민일보. 2002. 11. 28. 실적 정정공시로 인한 시장혼란.

조선일보. 2003. 12. 19. 분기보고서 마감 후 상장 등록 기업들의 정
정보고서 제출.

매일경제신문. 2006. 09. 17. 반기보고서 바꾸고 또 바꾸고.

매일경제신문. 2006. 09. 15. 코스닥반기보고서 '엉망진창'.

한국경제신문. 2001. 06. 25

유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정. 금융감독원.

증권거래법. 2004.

사업보고서. 금융감독원 전자공시시스템 (DART: [http://dart.fss.or.k
r/](http://dart.fss.or.kr/))

재무자료. 한국상장회사협의회 (<http://www.kocoinfo.com>)