會計報告書의 情報效果에 관한 實證的 硏究**
— 年次報告書의 報告遲延을 中心으로 —
An Empirical Study on the Information Contents of Accounting Reports

金 範 鎭*
(Kim, Beom Jin)

目 次

Ⅰ. 序 論

Ⅱ. 情報效果와 報告遲延
1. 會計報告書의 情報效果
1) 資本市場과 會計情報
2) 會計報告書의 情報效果
3) 情報效果의 分析方法
2. 報告遲延의 情報效果
1) 會計報告書의 報告遲延
2) 報告遲延의 情報効果에 관한 先行硏究들

Ⅲ. 硏究設計
1. 假說의 設定
2. 分析期間
3. 檢定模型
4. 檢定節次

Ⅳ. 實證分析
1. 標本의 選定
2. 資料의 募集
3. 檢定結果의 解析

Ⅴ. 結 論

參 考 文 獻

* 尙志大學校 經商大學 經營學科 副敎授

** 韓國經營學會 江原支會 第4回 學術發表會 發表論文임

Ⅰ. 序 論

會計報告書가 정보이용자의 의사결정에 有用한 정보라야 회계의 目的이 달성될 것이다. 특히, 회계보고서의 가장 중요한 이용자를 投資者로 보는 경우에 투자자들의 행동이 반영되는 資本市場에서 회계보고서가 情報效果(information contents)를 갖는지가 주된 관심사이다. 회계보고서의 정보효과는 자본시장에서 회계보고서의 公示가 투자자들의 의사결정에 도움을 주는 정보가치를 갖는 경우에 존재한다. 즉, 회계보고서의 정보효과 分析은 회계보고서와 투자자들의 의사결정에 의해서 정해지는 주식의 收益率(혹은 危險)사이에 존재하는 관계를 밝힘으로써 회계보고서의 유용성을 立證하려는 것이다. 따라서 회계보고서의 유용성 檢定을 위해서 회계정보의 정보효과(주로 株價反應 : stock price reaction)와 회계보고서가 豫測價値(predictive value)를 갖는지에 대해서 많은 검정이 실시되어 왔다.

따라서 회계보고서의 정보효과분석에 있어서, 회계보고서의 公示時点을 단일의 시점으로 가정하고 분석한 주가반응연구를 報告遲延에 따라서 보고시점을 구분하여 봄으로써 회계보고서의 주가반응을 보다 精密하게 분석하고자 한다. 報告遲延(reporting delay)은 報告間隔(reporting interval)과 함께 適時性(timeliness)을 이루는 개념으로서 회계정보의 중요한 質的 特性으로 인식되어 왔다.[1)]

본 硏究에서 회계보고서의 정보효과와 정보효과의 分析方法을 고찰하고, 보고지연의 意味를 검토하며, 회계보고서(年次報告書)의 보고지연이 우리 나라의 證券市場에서 어떠한 주가반응을 보이는지 분석하여 봄으로써 보고지연이 투자자들의 意思決定에 어떻게 반영되는 지를 분석할 것이다.

---

1) G. A. Feltham의 "The Valuation of Information," The Accounting Review, Oct. 1968, p. 684-696. 과 **Information Evaluation**; Studies in Accounting Research #5, AAA, 1972, ch. 7.

Ⅱ. 情報效果와 報告遲延

1. 會計報告書의 情報效果

1) 資本市場과 會計情報

기업에 자금을 供給하려는 사람들은 기업의 자산에 대한 持分(equity)을 나타내주는 유가증권(株式이나 社債)을 買入할 것이고, 지분을 처분하고자 하는 사람들은 유가증권을 賣却하려고 할 것이다. 이들 사이에 유가증권의 交換을 제도적으로 가능하게 해주는 장소가 資本市場이며, 기업은 자본시장을 통해서 필요한 자금을 調達하게 된다. 투자자들은 새로운 유가증권을 계속 보유할 것인지, 추가로 더 구입할 것인지, 아니면 處分할 것인지를 의사결정해야만 한다.

투자자들은 이러한 의사결정을 위해서 기업에 대한 財務狀態나 營業成果등의 회계정보를 필요로 한다. 따라서 각 국에서는 각 會計期間에 대한 회계보고서를 일정기간 이내에 의무적으로 作成하여 公示하도록 한다. 그러므로 회계정보는 자본시장에 중요한 정보로 공급되고, 투자자들은 이들 회계정보를 이용하여 의사결정에 따르는 不確實性을 줄이고자 노력한다. 이러한 입장에서 회계정보에 대한 투자자들의 의사결정내용을 통해서 회계정보의 유용성을 實證하려는 연구가 이루어지게 되었고, 이러한 접근법을 회계이론의 資本市場接近法(capital market research)이라 한다.

자본시장에서 情報의 役割은 첫째, 기업간 資源의 최적 배분과 투자자들 사이에 證券의 최적배분이 이루어 질 수 있도록 일련의 증권가격형성에 도움을 주는 것이며, 둘째, 주어진 가격의 집합에서 증권과 최적포트포리오를 선택하는 문제에 직면한 개별 投資者를 돕는 일이다.[2] 전자의 역할은 투자자를 기준으로 본 會計情報의 역할이며, 이 역할은 證券價格에 반영된다. 후자의 역할은 특정의 투자자 개인의 입장에서 본 會計情報의 역할이며, 이 역할은 일정기간에 거래된

2) W. H. Beaver, "The Behavior of Security Prices and Its Impications for Accounting Research(methods)," in AAA Report of the Commettee on Research Methodology of in Accounting, The Accounting Review, Supplement, 1982, p. 408.

증권의 數量에 반영된다.[3] 결국 회계정보는 투자가로 하여금 개별주식 또는 포트폴리오의 收益과 危險을 평가할 수 있도록 도와줌으로써 증권의 價格形成에 영향을 미친다.

2) 會計報告書의 情報效果

투자자가 미래수익의 確率分布를 평가하는데, 만일 어떤 事象이 현행시장가격의 균형가치에 변동을 초래한다면, 情報效果(information contents)를 가진다고 한다.[4] 즉, 정보효과란 회계정보의 流入(inflow)과 증권가격(또는 거래량)의 變動(unexpected variations in rates of returns 〈or trade volume〉 on securites) 사이에 동시에 존재하는 關係(the contemporaneous association)를 파악하는 것으로써, 회계정보가 투자자와 미래주가에 관한 확률분포를 변하게 함으로써 株價를 변동시키는 효과를 뜻한다. 여기서 주식의 가격반응을 회계정보의 價格效果라 하고, 주식의 거래량반응을 회계정보의 數量效果라고 구분하기도 한다. 더욱 엄밀히 말하면 정보가 발표됨으로써 株價에 변동을 초래하는 경우에 정보효과가 있다는 것이다.[5]

회계정보는 한정된 사항을 특정한 방법에 의하여 나타내는 회계관습에 따라서 제약되기 때문에 의사결정에 필요한 정보의 일부가 될 뿐이다. 따라서 非會計情報의 효과를 무시해서는 안된다.[6] 회계정보의 有用性 판단과 代替的 會計方法의 평가와 선정을 위해서 회계정보의 정보효과 분석은 必須的이다. 정보효과 분석은 회계원칙을 제정하는 회계정책당국의 政策推進方向設定 및 회계실무담당자들의 實務에 관련된 다양한 문제의 인식에도 중요한 것이다.

---

3) 盧 炳卓·金 台換,「情報經濟學」, 博英社, 1984, p. 231.

4) W. H. Beaver, "The Information Content of Accounting Earnings Announcement", Empirical Research in Accounting : Selected Studies, Journal of Accounting Research, Supplement, 1968, p68.

5) R. Ball and P. Brown, "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers", Journal of Accounting Research, 1968, p. 159—177.

6) B. Lev, **Financial Statement Analysis : A New Aproach**, Englewood Cliffs, New Jersey: Prentice-Hall, Inc., 1974, p. 247.

3) 情報效果의 分析方法

회계보고서의 情報效果分析은 해당 기업의 수익율과 위험율을 이용하여 이루어 진다. 危險率을 利用하여 情報效果를 分析하는 경우에, 企業의 總危險(gross risk)은 個別企業危險(diversified risk)과 體系的危險(systemetic or undiversified risk)으로 구성된다. 전자는 주식을 分散投資하여 회피할 수 있는 위험이고, 후자는 회피할 수 없는 위험이다. 따라서 體系的危險은 證券에 있어서 重要한 危險의 尺度로서 시장베타로 表示된다. 시장베타의 槪念을 會計利益에 適用하여 회계베타를 計算한다. 個別企業의 會計利益과 市場의 평균이익의 共分散을 市場의 平均利益의 分散으로 나누면 회계베타가 計算된다. 이것은 特定企業의 會計利益이 經濟全體의 모든 企業의 平均利益과 어느정도 같은 方向으로 움직이는 지를 나타내 주는 것이다. 會計情報를 分析하기 위하여 회계베타와 시장베타 사이에 相關關係의 분석을 한다.

한편, 收益率을 이용한 정보효과분석은 주로 회계보고서에 대한 株價反應 분석으로 나타난다. 주가반응의 분석은 회계보고서의 公示前과 後의 證券收益率을 基礎로 계산되는 非正常收益(abnormal returns)을 많이 利用한다. 情報의 公表 또는 企業固有의 事件에 관한 주가반응을 分析하기 위해서는 市場要因에 의한 正常收益을 除去한 非正常收益이 計算되어야 한다. 非正常收益은 個別證券의 實際收益과 正常收益의 差異로서 計算되므로, 비정상수익의 계산을 위해서는 正常收益의 計算이 先行되어야 한다. 정상수익율의 계산에 市場模型이 많이 이용되며, 計算公式은 다음과 같다.

$$Rit = \alpha i + \beta i\ Rmt + \varepsilon it$$

Rit : i 會社의 t 期 收益

αi, βi : 母數

Rmt : t 期의 市場收益率

εit : 殘差(i 企業의 t 日의 統計的 誤差)

$$uit = Rit - (ai + bi\ Rmt)$$

uit : t 期의 i 社에 대한 非正常收益

ai, bi : 母數의 推定値

비정상수익율을 이용한 情報效果(특히 株價反應)분석에 다음과 같은 모형들이 이용된다.

(1) 非正常 成果指數(abnormal performance index: API)

API는 個別企業에 대해서 非正常收益의 變動과 株價變動 사이의 關聯性을 說明하기 위해서 Ball과 Brown이 考案한 槪念이다.[7] 個別企業의 情報가 어느정도 價値를 가지고 있는지 把握하기 위해서 時系列的·橫斷面的(time serial-cross sectional)으로 資料를 集約하여 計算한 API는 정보가치의 測定에 이용되어 왔다.[8] 평균적 基準企業의 API를 1로 삼았을 경우에, API는 모든 該當企業의 該當期間의 非正常收益을 複利로 計算한 元利合計이다.[9]

API는 會計情報의 效果를 실증적으로 檢定할 때에 利用되어 진다. API를 計算하는 公式은 다음과 같다.

$$API = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} \prod_{t=1}^{T} (1 + uit)$$

N : 포트폴리로 構成企業의 數

T : 公示期間 總數

(2) 累積平均非正常收益(cumulative abnormal returns:CAR)

Fama등이 株式分割과 株式配當의 公示效果를 分析하는데 適用한 槪念인 CAR은 企業固有情報의 發表에 대하여 證券收益率이 어떠한 反應을 나타내는지 分析하는데 利用되며, 모든 企業으로 부터 會計情報에 대한 市場의 總體的 反應을 나타낸다. 個別企業別로 uit를 推定하고 標本企業 全體에 대해서 合算한 다음에, 公示期間의 平均 Et(average residual; 平均非正常收益)을 計算한다.

$$Et = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^{N} uit$$

---

7) R. Ball and P. Brown, op cit., p. 159-177.

8) R. M. Marshall, "Interpreting the API," The Accounting Review, Jannuary 1975, p. 99.

9) W. H. Beaver and R. E. Duke, "Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations, and the Behavior of Security Price," The Accounting Review, April 1972, p. 324-325. 에서는 API의 複利計算方法을 離散的 복리과정(discrete computing process)과 連續的 복리과정(continuous computing process)으로 說明했다.

Et는 標本企業 全體를 볼 때, uit가 平均的으로 어떠한 行態를 나타내는지 把握하기 위한 것이다. 會計情報의 情報效果를 實證的으로 分析하기 위해서 一定時点 t에서 Et값은 意味가 없다. 따라서 特定會計情報가 發表되기 以前과 時点과 以後에 걸친 期間동안의 Et값이 必要하다. 그러므로 情報의 公示時点을 前後한 T期間 全體에 걸쳐서 Et값을 合算한 累積平均 非正常收率(CAR)을 計算한다. 즉 CAR은 모든 該當企業들의 非正常收益率의 平均값이 該當期間중에 어떻게 累積的으로 나타나는지 보여주는 것이다.

$$CAR = \sum_{t=1}^{T} Et$$ (T는 公示期間의 총수이며, 누적적으로 합산한다.)

uit를 기업에 대해서 合하고 平均한 것은 特定한 경우로부터 異常效果를 除去하여 市場全體의 效率性을 檢定하기 위해서이다. CAR은 特定의 個別企業情報가 企業의 收益을 變動시키는데 얼마나 奇與했는지 事後的으로 나타내주는 指標이다.[10] 만약 企業에 대한 特定情報의 公示에 대해서 證券收益率의 變動이 없다면 平均非正常收益은 0을 中心으로 움직이므로 CAR은 公示時点을 前後하여 어떠한 體系的 패턴도 갖지 않을 것이다.

(3) 殘差分散(또는 絶對値)의 相對的比率(Uit)

非公示期間(혹은 推定期間)의 殘差(絶對値, 또는 分散)에 대한 公示期間의 殘差(絶對値 또는 分散)의 比率을 計算하여 株價反應이 있는지 分析한다. 만일 計算된 比率이 1 보다 크다면 株價反應이 있는 것이다. 왜냐하면 殘差의 分散이 公示期間에 있어서 非公示期間보다 크게 나타날 때, 計算된 比率은 1보다 크게 나타날 것이기 때문이다.

가. Beaver(1968)[11]

週別株價資料를 市場模型에 適用하여 公示期間과 非公示期間 各各에 대한 殘差의 分散比率을 計算한 後에 株價反應을 分析했다. 이러한 過程을 要約하면 다음과 같다.

첫째, 公示期間(t)에 대해서 標本企業(i)의 年次利益公示(표본기업 총수에서 제외된 기업을 차감한 분석대상 기업의 總公示회수 : j)에 따른 殘差 ujt를 計算한다.

10) 盧 炳卓, 金 台煥, 前揭書, p. 239-240.

11) W. H. Beaver(1968), op. cit., p. 78-81.

$$ujt = Rjt - (ai + bi\ Rmt)$$

둘째, 計算된 殘差의 제곱(ujt^2)을 求한다. 殘差의 제곱을 計算하는 것은 殘差를 合計하는 過程에서 나타나게 될 相殺效果를 除去하기 위해서이다.

세째, 非公示期間에 있어서 殘差제곱의 平均値 si^2는 推定期間의 殘差의 分散 σi^2에 대한 不偏推定値로 다음과 같이 計算된다.

$$si^2 = \frac{\sum_{k=1}^{T} uik^2}{T}$$

T : 推定期間의 總日數(1, ……, T)

네째, 非公式期間에 殘差제곱값의 平均値 si^2를 分母로 하고 公示期間에 殘差의 제곱값 ujt^2을 分子로 하는 比率 Ujt를 計算한다. 이것은 公示期間 t에 있어서 殘差의 제곱을 非公示期間에 殘差의 제곱으로 標準化하려는 것이다. 標準化하는 理由는 다음과 같다.[12] ①市場이 一般的으로 다른 期間에 비하여 公示期間에 더욱 變化한다면, 公示期間의 分散에 대해서만 比較하는 것은 會計報告의 公示에 관해서 特定企業의 價格反應을 그릇되게 解釋되도록 할 것이기 때문이다. ②汎市場的 變動이 모든 企業에 대해서 同等하지 않으면, 假說을 許容하는데 疑問이 提起될 것이기 때문이다. Ujt를 식으로 表示하면 다음과 같다.

$$Ujt = \frac{ujt^2}{Si^2}$$

다섯째, 公示期間의 株價反應을 判定하기 위해서 해당 週別로 Ujt의 平均値 Ut를 計算한다. Ut의 값이 1보다 크면 株價反應이 있다고 解釋된다.

나. Patell (1976)[13]

uit는 推定期間에서 推定된 殘差이므로 엄밀한 의미에서 通常最少自乘法(ordinary least square regression; OLS)에 따른 殘差는 아니다. 그렇지만 OLS의 重要한 假定과 殘差의 橫斷面的 獨立性의 假定을 非公示期間에도 繼續된다고 본다. OLS 假定에서 標準豫測誤差 (standardizd prediction erros;SPE)는 다음과 같다.

12) M. McNichols & G. G. Manegold, "The Effects of the Informational Environment on the Relations between Financial Disclosure and Security Price Valiability," Journal of Accounting and Economics, April 1983, p. 56

13) J. M. Patell, "Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests," Journal of Accounting Research, 1976, p. 254-8.

$$SPE = \frac{uit}{\sigma i\, Cit^{1/2}} \quad (平均이\ 0이고,\ 標準偏差가\ 1인\ 正規分布)$$

σi^2은 推定期間동안에 i企業의 殘差의 分散이다. σi^2가 標準豫測誤差 si로 代替되는 경우에 나타나는 變數(Vit)는 t分布를 갖는다. 이때 Cit는 推定期間 以上의 預測에 따르는 分散의 增加를 調整하기 위한 修正要因이다. 計算과 解釋의 便宜를 위해서 E(Vit²)의 期待値가 1이 되도록한 값E(Uit)를 計算한다. Uit를 公示期間 t의 收益率變動値로서 使用하고, Uit의 평균치 Ut를 계산한다.

$$Uit = Vit^2 \frac{Ti-4}{Ti-2} = \frac{uit^2\ (Ti-4)}{si^2\ Cit\ (Ti-2)}$$

다. Mcnichols and Manegold (1983)[14]

分析節次는 Beaver, Patell의 方法과 類以하고, 특정 公示期間의 株價反應 分析뿐만 아니라 다른 報告環境에 따른 株價反應의 差異도 分析할 수 있도록 하였다. 또한 앞의 두 硏究가 週別株價資料를 利用하고 있으나, McNichols and Manegold는 收益分散의 조그만 差異라도 浦捉하기 위하여 日別株價資料를 利用하였다. McNichols and Manegold가 주가반응의 분석에 이용한 통계치 Uit는 다음과 같다.

$$Uit = \frac{uit^2\ (T-3)}{si^2\ (1+1/T)\ (T-1)}$$

(4) 非正常收益率과 利益豫測誤差와의 相關關係分析

會計數値 중에서 가장 중요한 會計利益의 豫測誤差를 發生케하는 特定한 情報는 株價에 反映되어서 非正常收益을 誘發시킬 것으로 생각된다. 따라서 非正常收益과 利益豫測誤差 사이에 相關性이 存在한다고 가정하여, 이들 사이에 相關關係가 存在한다면 會計利益은 情報效果를 가진다고 본다.

2. 報告遲延의 情報效果

1) 會計報告書의 報告遲延

會計의 目的은 情報利用者들의 意思決定에 有用한 情報를 提供하여, 그들의 意思決定을 돕는 것이다.[15] 정보의 유용성 확보를 위한 質的特性의 하나로 適時

14) M. McNichols & G. G. Manegold, op. cit., p. 49—74

15) AAA의 ASOBAT (1966), APB의 Statement No. 4 (1970), Study Group의 Report (1973), FASB이 Concept No. 1 (1978) 등은 모두 이런 立場이다.

性개념이 있다. 적시성은 報告遲延과 報告間隔으로 나누어 설명된다. 보고지연은 決算日 以後 報告書가 完成되어 利用者에게 공시되기 까지의 遲延時間을, 보고간격은 前期의 報告가 끝난後 다음 期의 報告가 이루어지기 까지의 時間的間隔이다. 財務諸表의 情報能力은 보고지연과 보고간격에 따라서 影響을 받으므로, 報告遲延과 報告間隔이 다른 경우에 會計情報는 情報利用者들의 意思決定에 影響을 미칠 것이다.

報告遲延은 資料處理에 所要되는 期間과 報告書를 作成하고 配布하는데 드는 期間때문에 발생한다. 報告遲延은 情報所有의 不均衡을 招來하므로 바람직하지 못하다. 個人이나 少數의 사람들만이 重要한 情報를 독점한다면, 정보의 不均衡狀態(情報의 社會的 價値問題; 情報를 적게 갖는 사람들은 정보를 많이 갖는 사람들에 비해서 相對的으로 不利益을 받게 되는) 문제가 發生된다. 企業의 會計情報에서도 기업의 內部에서 경영을 담당하는 經營者(insider)는 기업의 外部에서 자본을 공급하는 投資者(outsider)보다도 情報를 먼저 점유하게 된다. 즉, 投資者와 經營者 사이에 情報所有의 不均衡(information asymmetry)이 발생하므로, 이의 是正을 위해서 會計情報의 신속한 公示는 必要한 것이다. 한편, 경영자들에 의한 회계정보의 빠른 公示는 기업의 질에 대한 信號役割을 하므로 자본시장에서 어느정도 정보불균형이 解消된다고 한다. 그러나 기업의 未來狀況은 불확실하므로 정보불균형이 完全히 除去된다고 볼 수 없다. 따라서 個人的으로나 社會的으로 會計情報가 有用하게 使用될 수 있도록 會計情報의 公示에 대한 規制가 이루어지고 있다. 報告遲延이 짧을수록 보고서의 이용자는 意思決定을 빠르게 할 수 있으며, 意思決定 時点에서 많은 情報를 利用할 수 있다. 이러한 까닭으로 會計報告書의 公示에 있어서도 決算日 以後에 가급적 빠르게 會計報告書를 公示하도록 해야 한다.

2) 報告遲延의 情報效果에 관한 先行硏究들

회계보고서의 公示에 관한 株價反應의 硏究는 많이 있고 이들 硏究는 다음과 같은 점에서 意味를 가진다.[16] 첫째, 다른 情報에 관한 株價反應을 硏究하는데

16) V. J. Deffo, "An Impirical Investigation of the Speed of the Market Reaction to Earnings Announcements," Journal of Accounting Research, Aut. 1986, p. 361.

興味있는 資料가 된다. 둘째, 情報的으로 效率的市場假說을 說明하는데 도움이 된다. 즉 會計情報의 株價反應에 관한 硏究는 準強型效率的市場假說을 檢定하는 것으로써, 投資者들에게 개별증권의 危險을 豫測하는데 도움을 주어 均衡價格의 形成에 寄與한다. 세째, 정보가 총체적으로 반응하는데 영향을 미치는 要素들을 理解하는데 유용한 情報를 提供해 준다. 그러나 財務諸表의 株價反應에 관한 대부분의 硏究들은 公示時点을 區別하지 않고 硏究하였지, 報告遲延에 따른 情報效果의 差異를 分析하지 않았다. 따라서 報告遲延의 差異에 따른 財務諸表 公示의 株價反應을 檢討하는 것은 投資者의 期待에 관한 財務諸表의 影響을 評價하는데 중요한 것으로, 다음과 같은 硏究들이 있다.

Foster[17]는 同一産業內에서 한 企業의 利益에 대한 報告遲延이 다른 企業의 報告遲延에 대해서 情報移轉의 크기에 影響을 주는지 검토했다. 즉 빨리 報告한 企業의 株價反應이 늦게 報告한 企業의 株價反應보다 크다는 假說(情報의 移轉效果)을 檢定하였으나 確定的 結論을 내리지는 못했다.

Givoly and Palmon[18]은 企業의 過去報告行態에 따라서 報告遲延이 빠른 企業과 늦은 企業으로 分類하여 포트폴리오를 構成한 後, 연차보고서의 공시에 따른 株價反應을 分析하여 報告時点의 周圍에서 빠른 報告企業의 株價反應이 늦은 報告企業의 株價反應에 비해서 크다고 했고 특히 報告遲延이 非正常的으로 긴 경우에 情報效果에 重大한 減少가 發生된다고 했다.

Kross[19]는 報告遲延의 差異에 따라서 株價反應에 差異가 存在하는지 分析하여, 늦게 報告한 企業의 연차보고서에 대한 누적비정상收益率(CAR)이 빨리 報告한 企業의 누적비정상收益率보다 낮다는 事實을 밝혔다.

Chambers and Penman[20]은 年次報告와 中間報告를 표본으로 報告遲延(결산

17) G. Foster, "Intra-Industry Information Transfers Associated With Earnings Releases," Journal of Accounting and Economics 3, 1981, p. 201-232.

18) Dan Givoly and Dan Palmon, "Timeliness of Annual Earnings Announcement: Some Emperical Evidence," The Accounting Review, July 1982, p. 486-508.

19) Kross, W. "Profitability, Earnings Announcement Timelags, and Stock Price," Journal of Business Finance and Accounting, Autumn 1982, p. 313-328.

20) A. E. Chambers and S. H. Penman, "Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements," Journal of Accounting Research, Spring 1984, p. 21-47.

일과 이익보고일의 차이)과 해당기업의 株價사이의 關係를 검정하였다. 豫想日보다 빨리 利益報告를 하는 企業이 늦게 報告하는 企業보다 높은 株價反應을 보였다. 좋은 뉴스를 갖는 작은 企業의 報告遲延과 株價反應 사이에는 약간의 關係가 있으나, 相對的으로 큰 企業과 나쁜 뉴스를 갖는 企業은 그렇지 않았다. 豫想日보다 빠른 報告를 하는 企業의 非正常收益은 정(+)의 값이었고, 豫想日보다 늦게 報告하는 기업의 非正常收益은 부(−)의 값이었다. 이것은 좋은 정보가 빨리 公示되는 경향을 가진다는 것으로, 投資者는 제때에 報告되지 않는 것을 나쁜 뉴스로 解釋한다는 것이다.

Kross and Schroeder[21]는 年差利益의 公示로 擴大하여 株式收益率과 利益公示日 周圍의 適時性 關係를 硏究하였다. 그들은 分期利益의 公示로 확대하여 分析했다. 분석결과, 빠른 分期損益報告書가 보다 좋은 뉴스를 가지며 보다 큰 超過收益을 가진다고 했다.

Ⅲ. 硏究設計

1. 假說의 設定

資本市場에서 投資者들은 보고지연을 기업내용의 신호로 인식하여 투자의사결정할 것이다. 즉, 年次報告書의 公示가 遲延될수록 投資者들은 報告遲延을 나쁜 뉴스의 信號로 認識하여 意思決定할 것이므로, 보고지연이 길어진 경우의 주가반응은 보고지연이 짧은 경우의 株價反應과 차이가 날 것으로 생각된다. 따라서 年次報告書의 公示로 認識하여 意思決定할 것이므로, 보고지연이 길어지며(늦은 報告), 報告遲延이 길어진 경우에는 보고지연이 짧은 경우(빠른 報告)에 비해서 情報의 적시성이 낮으므로 주가반응은 낮을 것으로 생각된다. 그러므로 다음과 같은 硏究假說(H)을 設定할 수 있을 것이다.

H; 年差報告書를 늦게 보고(긴 報告遲延)하는 기업의 株價反應과 빨리 보고(짧은 報告遲延)하는 기업의 株價反應사이에 차이가 있다.

21) W. Kross and D. A. Schroeder, "An Empirical Investigation of Effect of Qurterly Earnings Announcement Timing on Stock Returns," Journal of Accounting Research, Spring 1984, p. 153−176.

2. 分析期間

株價反應의 분석을 위한 硏究期間을 1985會計年度부터 1988會計年度까지로 하였다. 會計報告書의 公示가 株價에 反映될 것으로 기대되는 公示期間(disclosure or report period)은 공시일 5일 前전부터 공시일 5일 後까지로 하였다.[22] 즉, 公示日을 前後한 11日間(−5日부터 +5日까지)의 株價收益變動推移(the variability of stock price)를 觀察하여 年次報告書의 公示에 대한 株價收益을 分析하였다. 株價收益變動推移를 計算하기 위해서 이용되는 市場模型의 母數推定期間(estimate period)은 該當 會計年度 年次報告書의 公示日以前 20日(−20日)부터 遡及하여 實際로 證券市場이 開場된 100日 동안을 推定期間으로 하였다. 왜냐하면 以上의 期間이 年次報告書의 公示와 同 會計年度의 半期報告書의 公示에 影響을 받지 않으리라고 期待되는 期間이기 때문이다. 한편, 보고지연일의 豫測을 위해서 1980회계년도부터 1987회계년도까지를 豫測期間으로 하였다.

3. 檢定模型

報告遲延은 報告遲延日(LAGit)과 期待報告遲延日(E(LAGit))의 차이인 報告遲延豫測誤差(lag forecast error:LFE)를 이용하여, 빠른 報告와 늦은 報告로 분류하였다. 보고지연일은 연차보고서의 決算日과 監査報告日의 차이로 계산하고, 期待報告遲延日은 移動平均模型을 적용하여 얻었다.

* Moving Average모형.

$$E(LAGit) = \frac{1}{T} \sum_{i=1}^{T} (LAGit-1)$$

여기에서 T :推定에 使用되는 總期間數(1980 會計年度 부터)

LAGit :i 企業의 t期에 있어서 決算日과 公示日의 實際差異日數

따라서 報告遲延豫測誤差(LFE)는 다음과 같이 計算하였고, LFE의 부호 의해서 報告의 형태를 區分하였다.

---

22) Beaver(1968), Brickley(1983), Chambers and Penman(1984) 등은 週別株價資料를, McNichols and Manegold(1983), Zeghal(1984) 등은 日別株價資料를 利用하여 分析 하였다.

LFE = LAGit − E (LAGit)

LEF > 0-----늦은 報告

LEF < 0-----빠른 報告

會計보고서 공시에 대한 株價反應의 計算을 위하여 殘差分散의 相對的比率(Uit)을 이용하였다. 殘差分散의 相對的比率 등을 계산할 때에 公示日을 전후해서 21일간(−10일부터 +10일)에 有償增資, 無償增資, 配當, 企業合併, 株式의 併合과 分割 등의 重要한 公示事項이 있었던 企業은 제외했다. 왜냐하면 財務諸表이외의 公示情報에 관한 情報效果를 排除하기 위해서이다. 非正常收益率은 綜合株價指數 收益率과 企業別 株價收益率을 市場模型에 適用하여 求했다. 이때에 주가수익율은 單純計算模型에 의한 일별수익율을 이용하였다. 우리나라의 증권시장에서 日別收益率은 비동시발생성(nonsynchronicity)을 보이므로[23], 이의 修正을 위하여 去來가 없었던 날의 수익율을 除外하는 것이 바람직하다. 따라서 推定期間에 수익율의 變動이 발생하지 않은 날이 40개 이상인 기업과 連續的으로 10개이상 수익율이 0인 기업을 除外하고 분석하였다. 물론 수익율을 계산하는 경우에 有償增資, 配當, 株式配當 등도 修正하였다.

4. 檢定節次

報告遲延의 株價反應 檢定을 위해서 연구기간중 보고지연이 짧은 포트폴리오의 株價反應(U_{tE})과 報告遲延이 긴 포트폴리오의 株價反應(U_{tL})을 계산하여 이들간 差異를 분석하였다. 報告遲延의 크기에 따라서 株價反應(Ut)에 差異가 있는지 檢定하기 위해서 분산분석(ANOVA)과 非母數 Wilcoxon's Rank Sum Test와 Kruskal-Wallis Test를 適用하였다.

23) 李逸鈞, "증권의 日別收益率과 月別收益率에 관한 연구," 증권학회지 제11집, 1989, p. 199−229.

Ⅳ. 實證分析

1. 標本의 選定

첫째, 硏究期間에 韓國證券去來所 市場 1部에 所屬되었고, 12月末 決算法人으로 1980年 1月 4日 以後에 상장된 企業. 1980년도초 以後에 上場된 企業을 除外한 것은 상장후 상당기간 동안 證券市場에서 去來實績이 있는 安定的인 企業을 選定하기 위해서이다.

둘째, 硏究期間 중에 管理種目 혹은 監理種目으로 지정되었거나, 上場이 폐지된 企業, 또는 賣買去來의 停止를 받은 企業은 標本에서 除外했다. 왜냐하면 이와 같은 措置들이 취해지는 경우에 該當企業의 株價는 歪曲될 可能性을 갖기 때문이다.

세째, 연구기간중에 業種의 變更이 없었던 기업. 왜냐하면 공시가 지연되는 경우에 同一業種의 情報가 利用되므로, 同一業種의 影響을 排除하기 위해서이다.

네째, 硏究期間 중에 決算日의 變更이 없었던 企業. 決算日이 集中되어 있는 달에 決算을 하는 企業은 監査人의 業務過多, 報告書의 印刷 및 郵送期間의 長期化에 따르는 集中效果(clustering effect)가 存在하므로, 이의 排除가 必要하다.

다섯째, 硏究期間중에 企業의 規模가 小規模에서 大規模로 大幅的인 增資가 이루어진 企業은 標本에서 除外했다. 왜냐하면 우리나라의 證券市場에서 小規模企業과 大規模企業間의 株價收益率은 상당한 差異를 보이기 때문이다.[24]

이상의 標本選定基準을 충족시키는 企業數는 100個 였다.

2. 資料의 蒐集

1980年 1月 4日 韓國證券去來所 市場 1部에 上場된 企業으로 硏究期間중 市場 1部에 所屬된 企業을 大韓證券業協會 發行의 「證券市場」에서 確認했다. 市場廢止,

24) 池 淸, "우리나라 證券市場서의 企業規模效果에 관한 實證的 硏究," 한국증권학회 證券學會誌 第9輯, 1987, p. 1-38.

管理種目指定, 賣買去來停止를 받은 企業, 所屬市場의 變更, 業種의 變更, 決算日의 變更, 企業規模의 變更 등이 있었던 企業과 重要한 公示 事項에 관한 資料는 大韓證券業協會의 「證券市場」, 證券去來所의 「株式」, 證券監督院의 「證券調査月報」, 「證券統計年報」 등에서 調査했다. 監査報告日은 證券去來所의 企業公示日에 備置된 事業報告書(1986~1988會計年度)와 마이크로필름(1980~1985會計年度)을 調査해서 얻었다. 日別綜合株價指數와 企業別 日別株價資料를 이용한 日別收益率資料는 韓國信用評價株式會社와 KAIST가 만든 株價資料화일을 통해서 蒐集했다.

3. 檢定結果의 解釋

年次報告書의 보고지연에 따른 株價反應의 차이를 分析하기 위하여 分析對象企業의 보고지연을 移動平均法(MA)으로 계산하여 분류한 내용(빠른 보고, 늦은 보고)에 따른 포트폴리오 구성기업수는 (표-1)과 같았다. 年度別 표본기업은 100개씩이지만 실제로 分析企業數는 상당히 줄어들었다. 왜냐하면, ① 分析期間의 주가에 영향을 줄 것으로 생각되는 중요한 公示事項을 공시한 기업 15개를 除外시켜 연차보고서의 公示에 대한 效果의 희석화를 줄이려고 했기때문이다. ② 일별주가수익율의 非同時發生性을 완화시키기 위하여 推定期間의 수익율이 40일 이상 0인 기업과 연속적으로 10개이상 수익율이 0인 기업 148개를 除外시켰기 때문이다. 따라서 연구기간중에 163개의 기업이 除外 되었고, 分析對象이 된 기업수는 237개였다.

〈표-1〉 연도별 分析企業數와 빠른 보고, 늦은 보고의 企業數(MA)

대상기업\연도	1985	1986	1987	1988	1985-1988
표본 기업수	100	100	100	100	400
제외 : 중요공시사항	1	2	7	5	15
비동시발생성	63	45	15	25	148
제외 기업수	64	47	22	30	163
분석된 기업수	36	53	78	70	237
빠른 보고 기업수	20	36	44	39	139
늦은 보고 기업수	16	17	34	31	98

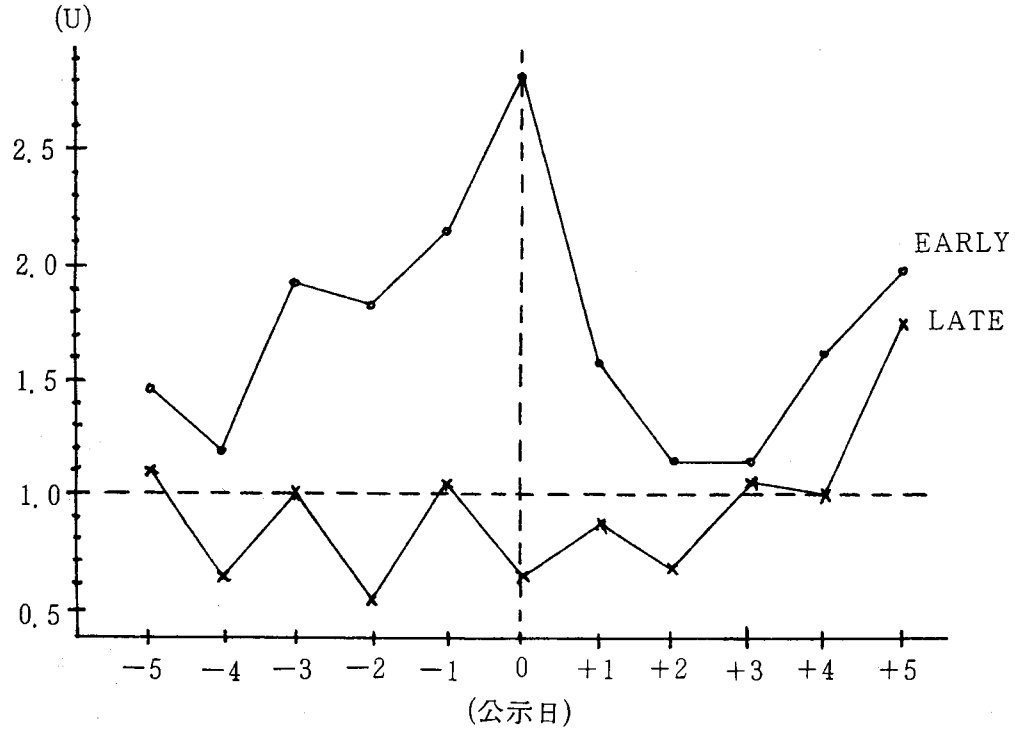
年次報告書의 보고지연에 따른 株價反應의 차이를 分析하기 위해서, 빠른 報告企業群에 대한 포트폴리오의 주가반응(U_{tE})과 늦은 報告企業群에 대한 포트폴리오의 株價反應(U_{tL})을 연구기간의 各 年度별, 그리고 연구기간 전체에 대해서 계산하였다. 이들간의 차이검정에 ANOVA검정(F검정), Wilcoxon의 순위 검정(W검정)과 Kuruskal—Wallis의 검정(K—W)을 적용하였다.

빠른 報告企業群의 年次報告書 公示에 대한 주가반응(U_{tE})을 그림으로 표시하면 (그림—1)부터 (그림—5)까지 이다. 빠른 報告와 늦은 報告에 대한 연차보고서 公示의 주가반응의 差異檢定結果는 (표—2)부터 (표—6)까지이다.

1985, 6, 8회계년도에 빠른 報告企業群의 주가반응(U_{tE})이 늦은 보고기업군의 株價反應(U_{tL})보다 분석기간중에 컷으며, 빠른 報告企業群의 주가반응은 상당히 體系的인 형태를 보여주었다. 한편 1987회계년도에는 株價反應이 체계적인 變化를 보이지 않았다. 주가반응이 체계적인 반응을 보이지 않은 理由는 증권거래법이 개정(법 92조;報告書의 제출기한을 60日에서 90日로 연장 함)되어 報告期間의 延長이 적용된 첫해로 늦은 報告企業數가 늘어나 (17개에서 34개로) 분석된 포트폴리오가 크게 바뀌었기 때문으로 생각된다. 硏究期間(1985—1988년도 종합)중 公示期間에 빠른 報告企業群의 주가반응(U_{tE})은 공시일 전부터 크게 나타나서 공시일 이후에 줄어드는 體系的 形態를 보여주었다. 그러나 늦은 報告企業群의 주가반응(Utl)은 체계적인 變化를 보이지 않았다.

빠른 報告와 늦은 報告에 대한 연차보고서 公示의 주가반응의 差異檢定結果, 각 회계년도에 株價反應差異를 90%의 신뢰수준에서 공시기간중 몇일씩 발견할 수 있었다. 硏究期間(1985—1988년도 종합)에 있어서도 공시기간에 90%의 신뢰수준으로 공시일후 5일과 공시일전 4일에 발견하였다.

〈그림-1〉 報告遲延과 株價反應의 관계(U), 1985年

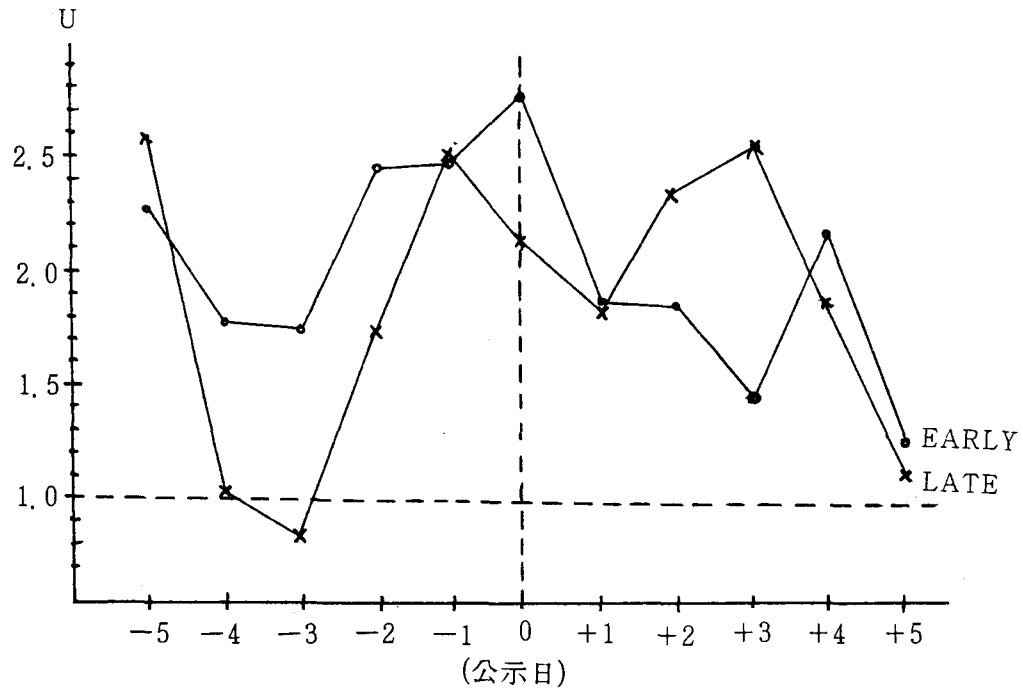


〈표-2〉 報告遲延과 株價反應(U)의 관계와 檢定統計量, 1985年

공시 기간	주 가 반 응(U)		분 산 검 정 (F Value)	Wilcoxon의 순 위 검 정 (Absolute Z)	Kuruskal-Wallis의 검 정(χ^2)
	빠른 보고	늦은 보고			
	관찰수 : 20	관찰수 : 16			
-5	1.470	1.091	0.27	* 1.37	* 1.92
-4	1.178	0.601	0.67	*** 2.28	*** 5.26
-3	1.914	1.011	0.95	1.16	1.39
-2	1.827	0.516	*** 4.66	* 1.61	** 2.64
-1	2.141	1.088	0.77	0.30	0.10
0	2.857	0.625	** 3.97	*** 2.67	*** 7.15
+1	1.578	0.858	1.01	0.49	0.25
+2	1.130	0.656	1.25	*** 2.56	*** 6.65
+3	1.112	1.085	0.00	0.27	0.08
+4	1.648	0.983	1.13	0.54	0.31
+5	1.965	1.731	0.05	0.37	0.85

신뢰수준 : 95%이상(***), 90%이상(**), 80%이상(*)

〈그림-2〉 報告遲延과 株價反應의 관계(U), 1986年

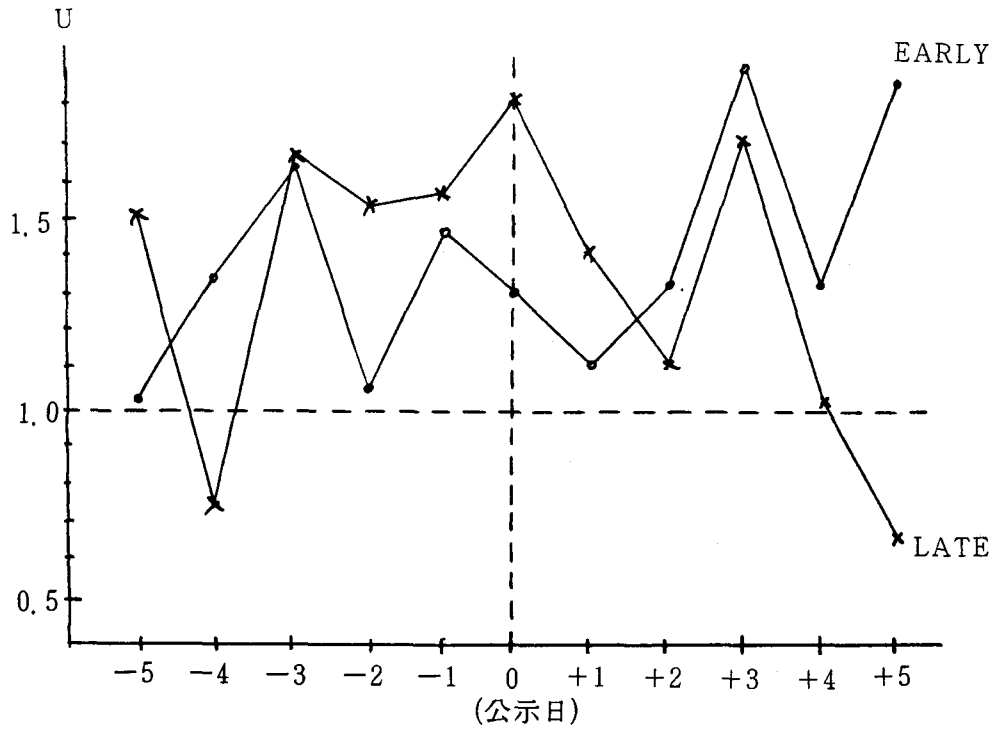


〈표-3〉 報告遲延과 株價反應(U)의 관계와 檢定統計量, 1986年

공시 기간	주 가 반 응(U)		분 산 검 정 (F Value)		Wilcoxon의 순 위 검 정 (Absolute Z)		Kuruskal-Wallis의 검 정(χ^2)	
	빠른 보고	늦은 보고						
	관찰수 : 36	관찰수 : 17						
-5	2.279	2.582		0.14		0.45		0.21
-4	1.789	1.091		1.16		0.60		0.37
-3	2.250	0.831	**	2.83	**	1.88	**	3.56
-2	2.460	1.709		0.09		0.81		0.67
-1	2.490	2.516		0.00		0.16		0.03
0	2.743	2.130		0.40		0.33		0.12
+1	1.868	1.807		0.01		0.41		0.18
+2	1.865	2.366		0.26	*	1.48	*	2.21
+3	1.467	2.581	*	2.04		0.62		0.40
+4	2.198	1.878		0.15		0.45		0.21
+5	1.280	1.132		0.08		0.07		0.01

신뢰수준 : 95%이상(***), 90%이상(**), 80%이상(*)

〈그림-3〉 報告遲延과 株價反應의 관계(U), 1987年

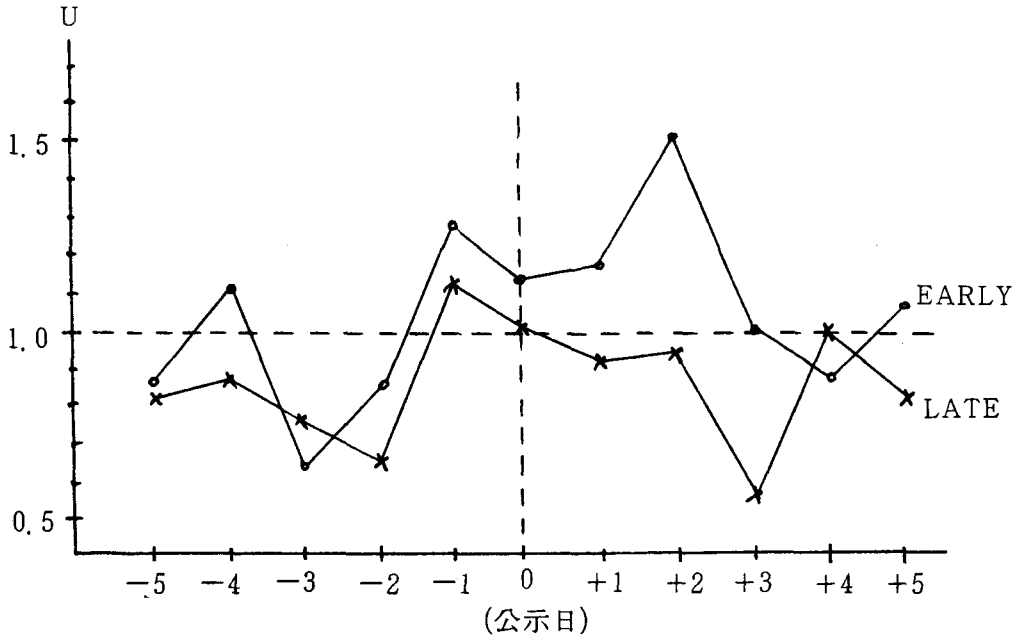


〈표-4〉 報告遲延과 株價反應(U)의 관계와 檢定統計量, 1987年

공시 기간	주 가 반 응(U)		분 산 검 정 (F Value)	Wilcoxon의 순 위 검 정 (Absolute Z)	Kuruskal-Wallis의 검 정(χ^2)
	빠른 보고	늦은 보고			
	관찰수 : 44	관찰수 : 34			
-5	1.020	1.538	1.29	0.59	0.35
-4	1.350	0.742	* 2.66	0.65	0.43
-3	1.654	1.694	0.01	0.30	0.10
-2	1.047	1.540	1.36	* 1.55	* 2.42
-1	1.487	1.594	0.06	0.76	0.59
0	1.308	1.877	1.04	1.09	1.21
+1	1.116	1.431	0.89	* 1.29	* 1.68
+2	1.358	1.116	0.43	0.29	0.09
+3	1.916	1.707	0.15	0.95	0.92
+4	1.327	1.064	0.33	0.08	0.01
+5	1.857	0.671	*** 7.62	*** 2.67	*** 7.24

신뢰수준 : 95%이상(***), 90%이상(**), 80%이상(*)

〈그림-4〉 報告遲延과 株價反應의 관계(U), 1988年

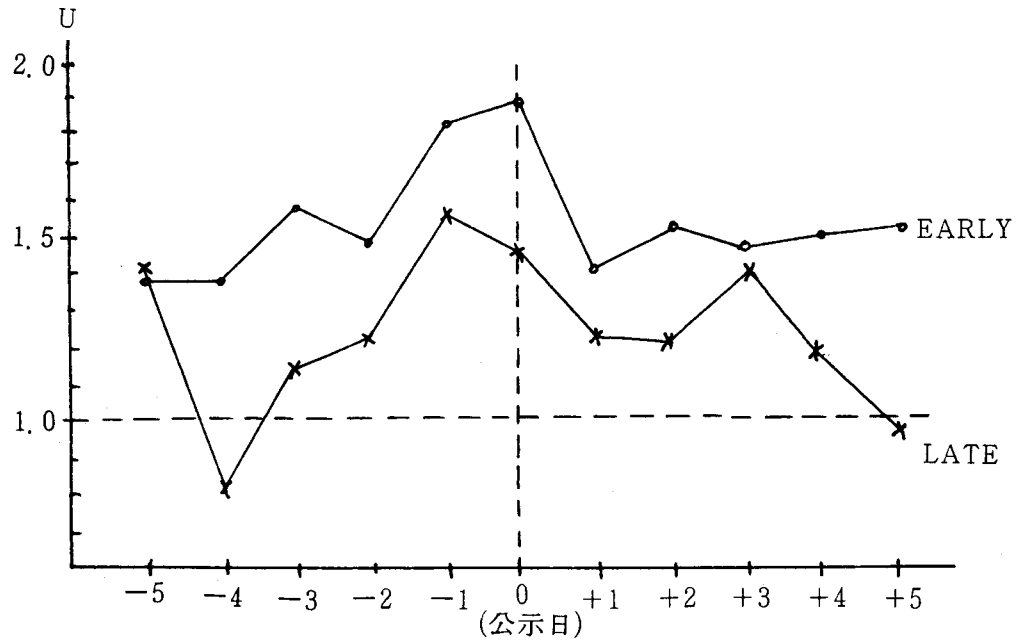


〈표-5〉 報告遲延과 株價反應(U)의 관계와 檢定統計量, 1988年

공시 기간	주 가 반 응(U)		분 산 검 정 (F Value)	Wilcoxon의 순 위 검 정 (Absolute Z)	Kuruskal-Wallis의 검 정(χ^2)
	빠른 보고	늦은 보고			
	관찰수 : 39	관찰수 : 31			
-5	0.876	0.832	0.01	0.37	0.14
-4	1.112	0.877	0.30	0.58	0.34
-3	0.653	0.780	0.26	1.24	1.56
-2	0.867	0.652	0.45	0.28	0.08
-1	1.292	1.127	0.09	0.02	0.00
0	1.151	1.028	0.06	0.16	0.03
+1	1.195	0.909	0.42	1.08	1.17
+2	1.514	0.950	0.52	0.60	0.37
+3	1.071	0.548	** 3.21	* 1.27	* 1.65
+4	0.888	1.001	0.07	0.13	0.02
+5	1.069	0.817	0.36	** 1.73	** 3.00

신뢰수준 : 95%이상(***), 90%이상(**), 80%이상(*)

〈그림-5〉 報告遲延과 株價反應의 관계(U), 1985~1988年



〈표-6〉 報告遲延과 株價反應(U)의 관계와 檢定統計量, 1985~ 1988年

공시 기간	주 가 반 응(U)		분 산 검 정 (F Value)	Wilcoxon의 순 위 검 정 (Absolute Z)	Kuruskal-Wallis의 검 정(χ^2)
	빠른 보고	늦은 보고			
	관찰수 : 139	관찰수 : 98			
-5	1.370	1.423	0.03	0.34	0.12
-4	1.372	0.822	*** 4.92	* 1.40	* 1.98
-3	1.565	1.144	* 2.04	0.68	0.47
-2	1.475	1.121	* 2.52	0.65	0.42
-1	1.786	1.524	0.54	0.18	0.03
0	1.859	1.448	1.25	0.73	0.53
+1	1.400	1.238	0.91	0.10	0.01
+2	1.500	1.205	0.75	0.06	0.00
+3	1.447	1.391	0.04	0.13	0.02
+4	1.476	1.172	1.12	0.21	0.05
+5	1.502	0.970	** 3.69	*** 2.10	*** 4.42

신뢰수준 : 95%이상(***), 90%이상(**), 80%이상(*)

V. 結 論

報告遲延에 따른 연차보고서 공시의 株價反應에 대한 분석결과, 빠른 보고(報告遲延이 짧아진) 企業의 경우에 公示期間중 株價反應이 비교적 體系的으로 나타났다. 그러나 늦은 보고(報告遲延이 길어진) 企業의 경우에는 一寬性이 있는 株價反應을 관찰 할 수 없었다. 또한 報告遲延이 길어진 기업과 짧아진 기업의 株價反應 사이에 差異가 존재함을 그림으로 확인할 수 있었고, 差異의 검정결과를 통해서도 확인하였다. 따라서 우리나라의 證券市場에서 報告遲延이 짧아진(빠른 보고) 기업의 회계보고서의 報告遲延이 情報效果를 가진다고 할 수 있을 것이다. 즉, 投資者들의 투자의사결정에 있어서 보고지연이 정보로서 인식된다고 할 수 있을 것이다. 즉, 投資者들의 투자의사결정에 있어서 보고지연이 정보로서 인식된다고 할 수 있을 것이다.

본 연구를 수행하는 과정에 존재하였던 限界는 다음과 같다.

첫째, 자료의 分析을 위해서 日別株價收益率을 이용하였는데, 우리나라의 경우 일별주가수익율은 去來의 非連續性으로 인한 비동시발생성(nonsynchronicity) 때문에 분석상 한계가 있다. 따라서 모수의 추정기간(100일)중 연속적으로 10개 이상 日別收益率이 0인 기업과 총 40개이상 日別收益率이 0인 기업을 分析對象에서 除外함으로써 비동시발생성의 문제를 완화시키려 하였다. 그러나 수익율의 正規性이 완전하게 확보되었다고 할 수는 없었으므로, 分析結果에 통계적인 誤謬나 省略등이 包含될 수도 있을 것이다.

둘째, 硏究에 적용된 모델의 基本的 假定(예를 들면, 線型性, 等分散性 등)은 充足 되는 것으로 하였으나, 반드시 적용모델이 現實을 眞實되게 설명한 것으로 볼 수 없으므로 분석결과에 대한 해석상의 限界가 존재한다.

세째, 분석의 대상이 된 기업수가 限定되었고 分析期間도 짧았으므로, 분석결과에 便宜性이 존재할 수 있다. 또한 채택되지 아니한 會計方法 또는 會計外的 자료의 影響을 分析하지는 못하였다. 따라서 實證結果를 一般化하는데 어려움이 따른다.

이상의 분석을 發展시키기 위해서 다음과 같은 점이 고려되야 할 것이다.

첫째, 회계보고서의 보고지연에 대한 株價反應을 검토할 때에, 회계보고서의

빠른 公示를 위해서 발생하는 費用問題를 고려해야 할 것이다.

둘째, 주가반응의 분석을 위해서 이용한 일별수익율의 계산을 單純計算法만 이용하였으나 로그(連續)計算法을 적용한 결과도 분석하여 비교하여 보는 것도 의미가 있을 것이다.

세째, 報告遲延과 株價反應의 단순한 관계만이 아니라, ①會計情報와 株價反應의 관계, ②報告遲延과 株價反應의 관계, ③會計情報와 보고지연의 주가반응에 대한 交互作用(interaction effect)도 동시에 分析하는 比較硏究가 이루어져야 할 것이다.

參 考 文 獻

1) 金英晴, 現代財務會計理論, 螢雪出版社, 1986.

2) 盧炳卓, 金台換, 情報經濟學, 博英社, 1984.

3) 宋寅萬, "會計利益情報의 有用性에 관한 實證的 硏究," 韓國會計學會 會計硏究, 第 9號, 1989.

4) Lee, D.S., "Information Content of Interim Segment Reporting," 韓國會計學會 會計學硏究, 第 8號, 1988.

5) 李逸均, "證券의 月別收益率과 日別收益率에 관한 硏究" 證券學會誌 第11輯, 1989.

6) 證券監督院, "改正證券關係法律 解說," 증권조사월보, 1987年 12월호.

7) 池 淸, "우리나라 證券市場에서의 企業規模效果에 관한 實證的 硏究," 韓國證券學會 證券學會誌 第9輯, 1987.

8) AAA, Committee on Concepts and Standards for External Financial Reports, **Statement on Accounting Theory and Theory Acceptance**, Sarasota, Florida, 1977.

9) _____, Committee to Prepare A Statement of Basic Accounting Theory, **ASOBAT**, 1966.

10) _____, SAR No. 5, ; **Information Evaluation** (by Feltham, G.), 1972.

11) AICPA, APB Statement No. 4 ; **Basic Concepts and Accounting Principles Underlying Financial Statements of Business Enterprises**, 1974.

12) Ball R. and Phillip Brown. "An Empirical Evaluation of Accounting Numbers," Journal of Accounting Research, 1968.

13) Beaver, W.H. **Financial reporting** : An Accounting Revolution, Englewood Cliffs, N.J. : Prentice-Hall, Inc., 1981.

14) _____. "The Behavior of Security Prices and Its Implications for Accounting Reserch (Methods)," In AAA "Report of the Committee on

Research Methodology in Accounting," The Accounting Review, Supplement to Vol. 47, 1972.

15) _____. "The Information Content of Accounting Earnings Announcement," Empirical Research in Accounting: Selected Studies, Journal of Accounting Research, Supplement to Vol. 6, 1968.

16) _____, and R. E. Duke, "Interperiod Tax Allocation, Earnings Expectations, and the Behavior of Security Price," The Accounting Review, April 1972.

17) Brown, S. and J. Warner, "Measuring Security Price Performance," Journal of Financial Economics, 1980.

18) Chambers, A. E. and S. H. Penman. "Timeliness of Reporting and the Stock Price Reaction to Earnings Announcements," Journal of Accounting Research, Spr. 1984.

19) Deffo, V. J. "An Empirical Investigation of the Speed of the Market Reaction to Earnings Announcements," Journal of Accounting Research, Aut. 1986.

20) Fama, E. F. "Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work," The Journal of Finance, May 1970.

21) FASB, SFAC No. 1; **Objectives of Financial Report by Business Enterprises**, Nov. 1978.

22) _____, SFAC No. 2; **Qualitative Chracteristics of Accounting Information**, May 1980.

23) Feltham, G. A. "The Valuation of Information," The Accounting Review, Oct. 1968.

24) Foster G. "Intra-Industry Information Transfers Associated With Earnings Releases," Journal of Accounting and Economics 3, 1981.

25) Givoly, D. and D. Palmon. "Timeliness of Annual Earnings Announcement : Some Empirical Evidence," The Accounting Review, July 1982.

26) Kross, W. "Profitability, Earnings Announcement Timelags, and Stock Price," Journal of Business Finance and Accounting, Autumn 1982.

27) _____and D. A. Schroeder, "An Empirical Investigation of Effect of Qurterly Earnings Announcement Timing On Stock Returns," Journal of Accounting Research, Spring 1984.

28) Lev, B. **Financial Statement Analysis**; A New Approach, Englewood Cliffs, N. J. : Prentice-Hall, Inc., 1974.

29) Marshall, R., "Interpreating the API," The Accounting Review, Jannuary 1975.

30) McNichols M. and G. G. Manegold, "The Effects of the Informational Environment on the Relations between Financial Disclosure and Security Price Valiability," Journal of Accounting and Economics, April 1983.

31) Patell, J. M. "Corporate Forecasts of Earnings Per Share and Stock Price Behavior: Empirical Tests," Journal of Accounting Research, 1976.

32) Watts, R. L. and J. L. Zimmerman, **Positive Accounting Theory**, New Jersey : Prentice Hall, Inc., 1986.

33) Zeghal, Danial. "Timeliness of Accounting Reports and Their Informational Concepts on The Capital Market," Journal of Business and Accounting, Autumn 1984.