

한국기업의 증자 조회공시의 효율성: 일반 투자자들의 관점

이 유 태*

〈요 약〉

본 연구에서는 기업의 증자와 관련하여 품문설이 유포되었을 때 그에 대한 조회공시의 내용을 확인, 부인, 혹은 검토의 유형별로 나누고, 사건연구방법을 사용하여 공시의 정확성과 효용성(정보전달 효과)을 살펴보고, 공시가 적시성이 있는지를 살펴보았다. 본 연구의 실증분석에 따르면 조회공시는 대체적으로 효율적이지 못하다고 결론지을 수 있다. 우선 공시의 적시성에 있어서는 조회 공시일 이전에 주가 수익률이 급격하게 상승함으로 미루어 증권시장에 품문이 난무하여 공시가 충분히 신속하지 않았다고 할 수 있다.

공시의 정확성과 그 효용성 측면에서 보면 부인공시 후에도 주가가 하락하지 않는 현상은 결코 합리적이지 못하다. 즉, 부인공시는 조회공시 후에 반복되는 경우가 없어 정확하지만 시장이 이를 자본화(Capitalize)하지 않아 정보로서의 효용성이 없다. 그런데, 조회공시 유형별로 정보전달 효과는 조금씩 차이가 있어 일반 투자자들에게 투자 전략적으로 시사하는 바가 있다. 확인공시의 경우는 주가의 상승정도는 다른 조회공시에 비하여 약하지만 공시 당일 유의한 양의 초과수익률($t = 0$ 때 2.12%)을 기록하여 확인공시의 효과가 있다 할 수 있다. 또한 검토 중 공시나 부인 공시의 경우, 확연하게 조회의 내용이 즉각적으로 시장에 전달이 되지는 못하지만, 소문이나 품문의 진위가 추후에 지연되면서 시장에 반영이 되는 듯하여(특히 무상 증자설 부인의 경우) 제한적이지만 정보의 효용성을 볼 수 있었다.

한편 검토 중 공시의 초과수익률이 확인공시나 부인공시의 경우보다 월등히 높게 나타나 증권시장에 퍼져있는 막대한 품문이 오히려 투자자들의 초과수익을 더 높일 수 있다는 증권가의 주장을 뒷받침 한다. 결론적으로 조회공시 유형별로 정보전달 효과를 살펴 보았을 때 증자에 대한 품문은 그 진위여부나 실시시기에 관계없이 사후적으로 투자자의 수익률에 음(-)의 방향으로 작용하지 않는다는 것이다.

I. 서 론

기업의 가치에 영향을 미치는 중요한 기업내용의 정보를 정확하고 신속하게 분석하는 것은 주식투자와 관련하여 중요한 의미를 지닌다. 자본시장의 정보는 그 접근에 있

* 부경대학교 경영학부

어서 어느 나라 할 것 없이 불균형 하므로, 일부 제한된 투자자들은 공개되지 않은 정보(즉, 내부자 정보)를 이용하여 시장평균을 상회하는 초과수익을 얻고자 한다. 그런데 내부자 정보는 제도적으로 규제를 받기 때문에 대다수의 일반 투자자들은 소문 또는 유언비어라는 형태로 이를 접하게 되면서 피해를 볼 수가 있다.

한국증권거래소에서는 기업내용공시제도(Corporate Disclosure System)를 실시하여 기업으로 하여금 자사 주식의 투자판단에 필요한 기업내용 즉, 경영실적, 재무상태, 합병, 증자 등 주가에 상당한 영향을 미칠 수 있는 중요한 정보를 정기적(정기공시)으로 뿐 아니라 수시(수시공시)로 신속하게(적시공시; Timely Disclosure) 공개하게 하고 있다. 이러한 공시제도는 기업내용을 공시하는 방법에 따라 상장법인이 직접 하는 직접공시와 상장법인이 신고한 내용을 거래소가 대신하는 간접공시로 구별된다.

직접공시는 상장법인과 투자자를 직접 연결하여 기업정보의 정확성과 신속성을 확보함으로써 공정거래질서를 확립하는데 그 목적이 있다. 이 중 조회공시는 풍문보도, 현저한 시황변동과 관련하여 증권거래소가 요구하는 것으로서 당해 상장법인은 지체 없이 중요정보 유무에 대하여 공시하여야 한다. 상장 기업의 공시 반응은 그 내용에 따라 확인, 부인(사실무근), 검토 공시의 세 가지로 대략 구분할 수 있다.¹⁾

조회공시는 기업경영의 투명성 제고와 관련하여 자진공시가 증가하여 해마다 감소하여 최근에 이르러서는 그 수가 절대적으로 감소하였다(1994년 총 4,559공시건수 중 37.7%인 1,718건에서 1998년 총 8,359건수 중 6.3%인 363건의 조회공시). 그리고 조회에 대하여 검토확인 공시가 증가하고 사실무근(부인)공시의 비중이 감소(1994년 조회공시 1,718건 중 64.9%인 1,059건에서 1998년 282건의 풍문보도관련 조회 중 30.5%인 86건의 부인공시)되고 있는 것은 자본시장의 효율성 측면에서 바람직하다. 하지만 여전히 부인공시가 전체 조회공시의 3분의 1 정도를 차지한다는 것은 우리나라 주식시장에 있어서 풍문설과 같은 음성화 된 내부자 정보가 자본시장의 정보로서 상당한 비중을 차지한다는 반증이기도 하다.

기업이 유무상증자나 합병, 인수, 신규단일계약, 기술도입, 타 법인출자, 시설투자 등 중요사항을 추진함에 있어 이의 최종 확정적인 검토나 협의 단계에서 정보가 유출됨으로 인하여 증권시장에 풍문이 난무하게 되면 해당기업도 원활한 업무추진에 지장을 초래하지만 이로 인하여 주가가 왜곡되게 형성되어 투자자가 불측의 손해를 입을 우려가

1) 이 분류는 증권거래소에서 해마다 발행하는 「상장법인공시총람」에서 조회공시에 대하여 사용하는 구분을 따른 것이다. 그런데, 공시내용에 관한 용어는 가능한 한 이해하기 쉽도록 평이하고 간결, 명확하여야 함(정보이용의 용이성)에도 불구하고 간혹 이 세가지 분류에 넣을 수 없는 불분명한 경우도 있다.

있고 또한 증권거래의 공정성에도 불신을 가지게 된다. 그러므로, 상장법인은 기업의 중요내용을 적시에 공시함으로써 악성 풍문발생을 미연에 방지할 수 있어야 한다. 이는 다수의 일반 투자자들 뿐만 아니라 효율적인 자본시장(Efficient Capital Market)을 이루기 위하여서도 필수 불가결한 기본조건이 된다.

공시가 효율적으로 이루어지기 위해서는 무엇보다도 기업정보가 신속정확하게 투자자에게 전달이 되어야 하는데, 이 연구의 목적은 기업의 유상, 무상, 그리고 유무상(병행)증자와 관련한 풍문설이 발생하여 이에 대한 조회공시가 확인, 부인, 또는 검토의 내용으로 나타났을 때 그 공시의 정확성과 투자자들의 반응 - 즉, 조회공시의 정확성에 대한 투자자들의 인식 - 을 살펴보고, 공시 전에 기업의 중요 내용이 소문풍문으로 유포되어 주가에 얼마만큼 미리 반영이 되어(공시의 적시성 검증) 있는지를 파악하는 것이다.

이 연구를 기업의 유상, 무상, 내지는 유무상(병행)증자에 관한 조회 공시에 한정시키는 이유는 시기적으로 지금 우리나라가 IMF(International Monetary Fund)체제하에 있어 기업의 구조조정 및 부채비율의 축소를 위하여 대규모의 유상증자와 무상, 유무상 증자가 병행하여 이루어졌고, 앞으로도 시장이 활성화 되면 유상 혹은 무상 증자는 어느 때보다도 활발해질 수 있기 때문이다. 즉, 기업의 증자에 관하여 자연히 많은 풍문설유언비어가 증권시장에 유포 될 것이고, 이에 맞추어 조회공시 또한 늘어 날 것으로 예상이 된다. 그리하여, 상대적으로 정보적 열세에 있는 일반 투자자들이, 본 연구를 통하여, 소문풍문에 대한 조회공시를 보다 합리적으로 이해하고, 그에 따른 올바른 투자사결정을 할 수 있을 것으로 기대된다.²⁾

다른 이유로는 주가에 상당한 영향을 주는 기업내용은 투자자에 따라 서로 다르게 판단될 소지가 있는데 특히 유상증자에 관해서는 국내외의 연구결과가 일치하지 않는다. 즉, 한국주식시장에서는 유상증자의 공시가 투자자에게 외국과는 반대로 호의적인 정보로 받아들여지고 있다는 것이다[구맹회·정정현(1993), 김성민(1994), 신용균(1995), 윤영걸(1996) 등]. 따라서, 유상증자와 관련한 소문풍문의 조회공시에 대한 투자자들의 반응도 확정공시에 따른 기존연구의 실증분석결과와 같은지의 여부가 주목된다. 일반적으로 호재의 소문풍문이 시장에 유포되었을 때는 주가가 상승하다가, 공시가 효율적이라면, 확인 공시 후에는 재차 상승 내지는 최소한 하락하지 않고, 부인(사실무근)공시 후에는 주가가 하락함을 일차적으로 기대해 볼 수 있다. 검토 공시 후에 주가가 어떤 방향으로 움직일 지는 본 연구의 실증적인 분석의 문제이다.

2) 기업의 공시 내용은 일반 투자자라 할지라도 정보 통신의 발달로 비교적 손쉽고(정보전달의 공평성) 신속하게 알 수 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 제II장에서는 확정공시를 기준으로 한 기존 연구와 본 논문과의 연관성을 논하고 연구 결과에 대한 기대 효과 및 활용 방안을 밝힌다. 제III장에서는 유상, 무상, 그리고 유무상증자에 있어서의 조회공시의 효율성을 실증적으로 분석하기 위한 자료 및 연구방법을 설명하고, 제IV장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 그리고, 마지막으로 제V장에서는 연구결과를 요약하고 결론을 도출한다.

II. 확정공시와 조회공시

본 연구는 풍문설과 관련한 조회 공시를 대상으로 하여 그 내용을 확인, 부인, 또는 검토 중 공시로 분류하여 분석하였다는 점에서 기존의 연구와 성격을 달리한다. 공시를 활용한 선행 국내외 연구들은 확정 공시일(Announcement Date)을 사건일(Event Date)로 하여 공시 일을 전·후하여 해당 주가의 변동을 고찰하고 실증분석 하였다. 즉, 국내외의 여러 연구들이 증권 발행 공시나 배당 공시 혹은 시설 투자 공시가 주식의 비정상 수익률에 미치는 영향과 그 결정 요인들을 분석할 때, 확정공시 일을 기준하여 연구하였고, 풍문이나 설에 대한 조회공시가 개별 주식의 수익률에 다르게 미칠지도 모르는 영향에 대해서는 연구가 거의 없는 실정이다. 최근 이유태(1998)의 기업 인수합병 분야에 있어서의 조회공시 연구가 유일하다. 그 외 공시와 관련된 모든 국내외의 선행 연구들은 확정공시 일을 중심으로 이루어졌다.

확인, 부인, 혹은 검토 중으로 구별되는 조회공시는 풍문이나 설이 시장에 먼저 유포된 후의 사후적 조치여서 일반 확정공시가 개별 주식의 수익률에 미치는 영향과는 성격을 달리 할 수 있다. 따라서 기존 연구들이 일반 확정 공시의 정보전달 효과만을 분석하였다면 이 논문은 조회공시의 특색을 공시의 정확성과 적시성이라는 측면에서 분석하여 효율적 자본시장을 위한 공시 제도의 보완에 대하여 연구 할 수 있는 계기를 마련 하고자 한다.

어느 사회건 음성화 된 내부자 정보, 즉 풍문은 있게 마련이고 이에 따른 조회공시는 자본시장의 공정거래 질서의 확립을 위해 필요하므로 조회공시의 효율성을 그 내용에 따라 구별하여 분석하는 것은 의미가 있는 일이다.³⁾ Keown and Pinkerton(1981)과 Meulbroek(1992)에 의하면 M&A에서는 내부자 정보에 의한 거래가 공시 전 주가 상승

3) 기업공시가 효율적으로 이루어지기 위해서는 공시정보의 정확성, 신속성(적시성), 용이성, 공평성 등의 요건이 갖추어져야 하는데, 본 연구에서는 공시의 효율성을 평가하는데 있어 정확성과 신속성을 검정하고 그 문제점을 파악하고자 한다.

의 상당 부분을 차지한다고 하였는데, 본 연구는 특히 유상 및 무상증자의 품문에 대하여 확인, 부인, 또는 검토로 나타나는 조회 공시의 전·후의 주가 행태를 살펴봄으로써 공시의 적시성과 정확성을 동시에 실증분석 하고자 한다.

Ⅲ. 자료 및 연구방법

1. 자 료

본 연구에서는 한국증권거래소가 매년 발행하는 「상장법인공시총람」을 1994년부터 1999년까지 6년 동안 참조하여⁴⁾ 기업의 유상 및 무상증자와 관련한 증권시장의 품문소문에 대해서 해당기업이 낸 조회공시를 확인, 부인, 검토공시의 세 가지로 구분하여 각각의 공시 정보전달 효과를 비교분석한다. 본 연구의 최종 표본에 포함되기 위해서는 다음의 조건을 만족시켜야 한다.

- (1) 조회 공시를 실시한 기업의 일별 수익률(Daily Stock Returns)이 한국증권연구원(KSRI)의 수익률자료에 포함되어 있어야 한다.
- (2) 조회공시는 품문에 의해서 처음 조회 후에도 상당한 기간에 걸쳐 계속 반복될 수 있는데 이 경우 최초의 조회 공시가 1994년1월 1일부터 1999년 10월 31일까지의 기간 동안에 이루어지고 사건 연구기간도 이 기간 중에 포함되어져야 한다.⁵⁾
- (3) 해당 기업의 유상 및 무상증자 조회공시일자를 기준으로 하여 전후로 6개월 이내에 다른 설(예를 들면 M&A, 부도 등)에 관련되지 않아야 한다.
- (4) 조회 공시의 내용이 모호하여 확인, 부인, 또는 검토 중 공시로 구분할 수 없을 때는 제외한다.

이와 같은 기준을 적용시켜 최종적으로 본 연구의 연구대상 표본으로 선정된 기업의 구성은 <표 1>에 제시되어 있다.⁶⁾

4) 본 연구의 목적상 특정 연도가 연구결과에 영향을 미칠 만한 요소가 있어 보이지는 않는다. 따라서 본 연구에서는 연구를 수행하기에 충분한 만큼의 자료와 자료 습득의 용이성 등을 고려하여 편의상 1994년부터 연구기간을 설정하였다.

5) 본 연구에서는 사건 연구기간(Event Window Period)을 공시 일을 전후로 하여 각 30일로 한다. 그리하여 1999년 10월 31일 이전에 조회공시가 이루어지면 최소한 30일 이상의 증시거래일을 1999년 12월 31일 이전에 확보할 수 있다.

6) 본 연구는 조사기간을 IMF이전과 이후로 구분하여 수행하였는데, 논문은 구분하지 않은 결과만 보고한

<표 1> 표본기업의 증자 유형별 조회공시의 분류 및 구성

분 류	공시유형	확 인	부 인	검 토
유 상 증 자		20(7)	39(9)	42(12)
무 상 증 자		n.a.	70(17)	n.a.
유무상 (병행)증자		n.a.	119(23)	21(4)
계		20	228	63

<표 1>에서 알 수 있듯이, 조회공시에는 일반적으로 부인공시가 많은데, 이는 일반적인 주식 거래에서 음성화된, 근거없는 소문이나 풍문에 의한 거래가 상당 부분을 차지한다는 반증이기도 하다.

2. 연구방법

본 연구에서는 조회공시의 효율성, 즉 공시의 정확성과 적시성에 대한 실증검정의 방법으로 사건연구 방법(Event-Study Methodology)을 이용하여 조회공시 일을 중심으로 해당기업 주식의 초과수익률을 추정한다. 사건연구에서 초과수익률을 얻기 위해 주로 이용되는 모형으로는 평균조정 수익률모형(Mean-adjusted Returns Model)과 시장조정 수익률모형(Market-adjusted Returns Model) 및 시장모형(Market Model)의 세 가지가 있다. 평균조정 수익률모형은 특정시점에 사건이 집중적으로 발생시(Clustering Case), 초과수익률의 존재에 대한 통계적인 검정능력이 크게 떨어지는 단점이 있다(Brown and Warner, 1985). 반면, 가장 흔히 쓰이는 시장모형은, 일일수익률을 사용하여 베타계수를 추정할 때 표본기업의 주식과 시장지수 간의 거래시점의 차이(Non-synchronous Trading)로 인하여 발생하는 측정오차의 문제가 심각한 결점이 될 수 있다(Scholes and Williams, 1977).⁷⁾

다. 그 이유는 첫째, 유상과 무상증자의 경우 IMF이후의 조회공시 수는 의외로 많지 않다(<표 1>에 있어서 괄호()의 숫자가 IMF이후의 조회공시 건수). 물론 97년부터 풍문보도에 의한 조회공시가 급감하고, 특히 97년에는 증시수요기반 취약으로 증자를 통한 자금조달건수 또한 대폭 줄어들었으나, 98년과 99년에는 금융기관의 구조조정과 관련하여 많은 유상과 무상증자가 이루어진 사실을 감안할 때는 그 수가 생각보다 적다. 유상증자 관련공시는 98년 216건에서 99년 342건으로 대폭 증가 하였으나, 조회공시는 비례적으로 증가하지 않았다. 최종 표본에 포함되기 위한 조건 (1)에서 (4)를 적용하였을 때는 별도로 구분하여 분석을 할만큼 충분한 자료(Data)가 성립되지 않았다. 두 번째 이유는 제한적인 자료를 가지고 실제로 분석을 하였을 때, 별도로 구분을 하여 발표할 만큼 주목할 수 있는 결과가 없었다. 통계적으로 별 차이가 없어 본 논문에서는 시기의 구별 없이 전체 자료에 의한 분석 결과만 발표한다.

7) 거래불일치 문제를 해결하기 위해 시장모형의 계수(Market Model Coefficients)를 Scholes and Williams

본 연구에서는, 표본기업의 일간수익률 자료를 검사한 결과, 한국종합주가지수를 동일가중의 시장지수로 선택한 시장조정 수익률모형을 이용하여 초과수익률을 계산하는 것이 바람직하다고 판단되었다. 조회공시 당일을 사건일($t=0$)로 하여 $t=-30$ 일부터 $t=+30$ 일까지 61일 동안의 일별 초과수익률(ER; Excess Return)은 다음과 같이 계산된다.

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

여기서, $R_{i,t}$: 조회공시 주식 i 의 t 일의 수익률
 $R_{m,t}$: t 일의 종합주가지수의 수익률

N 개의 조회공시 기업표본에 대해 일별평균 초과수익률(AR; Average Abnormal Return)을 61일 동안 각각 아래 식 (2)와 같이 구한다.

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

일별평균 초과수익률에 대한 통계적인 유의도 검정은 t 통계치를 이용하며, 그 정의는 아래 식 (3), (4) 및 (5)와 같다.

$$t \text{ 통계치} = \frac{AR_t}{\sqrt{\text{Var}(AR_t)}} \quad (3)$$

$$[\text{Var}(AR_t)] = \frac{1}{60} \sum_{t=-30}^{30} (AR_t - AAR)^2 \quad (4)$$

$$AAR = \frac{1}{61} \sum_{t=-30}^{30} AR_t \quad (5)$$

t_1 에서부터 t_2 까지의 누적평균 초과수익률(CAR: Cumulative Average Abnormal Return)은 아래식 (6)과 같이 해당기간 동안의 일별평균 초과수익률을 합하여 계산된다.

$$CAR_{t_1, t_2} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_t \quad (6)$$

(1977)가 제시한 절차에 의해 추정할 수 있으나 본 연구에서는 시장조정 수익률모형을 채택했다. 선행 연구에 의하면(Brown and Warner(1980, 1985), 김찬웅·김경원(1997), 정형찬(1997) 등), 비동시거래를 조정한 정교한 방법이 시장모형에 비하여 검정력이 우수한 것으로 나타나지 않고, 또한 초과수익률에 대한 판별력은 정교한 시장모형과 비교적 단순한 시장조정 수익률모형이 거의 비슷하였다.

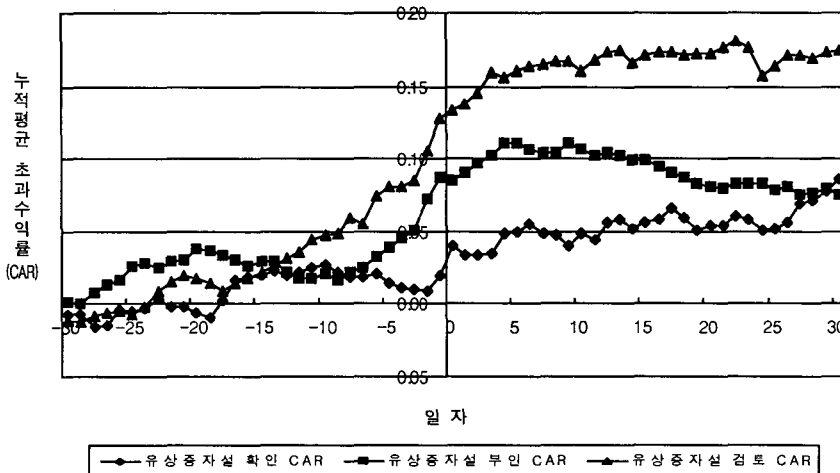
IV. 실증분석 결과

본 연구에서는 풍문보도와 관련하여 해당기업이 직접 증권거래소에 조회 공시한 시점을 한 사건일(Event Day, $t=0$)로 보고 그 이전과 이후의 일별 수익률을 토대로 한 평균 수익률 및 누적 수익률의 시계열별 추세를 관찰하는 방식으로 공시의 효율성을 추론하고자 한다. 정보의 사전유출(Information Leakage)로 인하여 추가반응이 공시당일 훨씬 이전에 나타날 가능성 때문에 공시 30일 전($t=-30$)부터 시작하여 30일 후($t=+30$)까지 총 61일간을 분석대상 기간으로 선정하여 검정하였는데 이는 공시 전 풍문의 반영 정도를 살펴 공시의 적시성을 알아 보고자 함이다.

1. 유상증자설 조회공시의 특성 : 시계열 분석

<표 2>는 유상증자설에 대한 확인, 부인, 검토 중 공시에 대하여 조회공시 일을 기점으로 한 사건기간(Event Period)인 $t=-30$ 일에서 $t=+30$ 일까지의 기간 동안 일별평균 초과수익률(AR)과 그에 따른 t 값, 그리고 누적평균 초과수익률(CAR)을 시장조정 수익률모형에 의하여 추정한 결과를 나타낸 것이고, [그림 1]은 <표 2>의 자료를 그래프로 나타낸 것이다. <표 2>와 [그림 1]을 종합해 보면 유상증자의 풍문에 대한 부인 공시를 제외한 경우에는 초과수익률의 시계열별 변화가 예측 가능한 그대로이고 기존 확정공시의 경우와 대체로 비슷한 양상을 보이고 있음을 알 수 있다. 즉 유상증자 재료는

[그림 1] 유상증자설 조회공시의 표본별 누적평균 초과수익률(CAR)



<표 2> 유상증자설 조회공시일 전후의 표본별 초과수익률

일자	유상증자설 확인			유상증자설 부인			유상증자설 검토		
	AR	t값	CAR	AR	t값	CAR	AR	t값	CAR
-30	-0.007264	-1.5681	-0.007264	0.001635	0.3398	0.001635	-0.011229	-1.9708*	-0.011229
-29	0.000464	0.1803	-0.006800	-0.001299	-0.2893	0.000337	-0.001492	-0.2589	-0.012721
-28	-0.008705	-1.6979	-0.015505	0.008008	1.8394	0.008345	0.004843	1.0317	-0.007878
-27	0.000865	0.1746	-0.014640	0.006307	1.1632	0.013652	0.002096	0.5312	-0.005783
-26	0.011259	2.7740**	-0.003380	0.003099	0.8860	0.016751	0.001325	0.2410	-0.004458
-25	-0.001541	-0.2998	-0.004921	0.009425	2.2870*	0.026175	-0.002110	-0.3711	-0.006568
-24	0.002344	0.4960	-0.002577	0.001999	0.4606	0.028174	0.005278	1.0431	-0.001289
-23	0.006715	2.0665*	0.004138	-0.003195	-0.7507	0.024979	0.009918	1.5622	0.008629
-22	-0.005428	-0.9243	-0.001290	0.004894	1.1762	0.029872	0.006354	1.0702	0.014983
-21	0.000067	0.0097	-0.001223	0.001035	0.2416	0.030908	0.004242	0.5836	0.019225
-20	-0.004693	-0.7364	-0.005916	0.006609	1.5134	0.037516	-0.001108	-0.1912	0.018116
-19	-0.003339	-0.8042	-0.009256	-0.000616	-0.1332	0.036901	-0.003582	-0.6537	0.014534
-18	0.011423	2.1066**	0.002167	-0.003698	-0.9019	0.033203	-0.005097	-0.8471	0.009437
-17	0.014402	2.9744***	0.016569	-0.002581	-0.7406	0.030622	0.004993	0.8337	0.014430
-16	0.001998	0.4198	0.018567	-0.004089	-1.0135	0.026532	0.003611	0.6592	0.018040
-15	0.001513	0.3014	0.020081	0.002994	0.5754	0.029527	0.004007	0.6413	0.022047
-14	0.002661	0.4311	0.022742	0.000131	0.0316	0.029658	0.004623	0.7419	0.026671
-13	-0.002762	-0.5976	0.019979	-0.008219	-1.7405*	0.021439	0.005033	0.8107	0.031703
-12	0.001805	0.5197	0.021784	-0.008933	-0.9238	0.017506	0.004326	0.9133	0.036029
-11	0.003366	0.9333	0.025150	0.000278	0.0725	0.017784	0.008139	1.4316	0.044168
-10	0.002521	0.5464	0.027671	0.003006	0.7769	0.020790	0.003900	0.6176	0.048069
-9	-0.006169	-1.0572	0.021502	-0.004042	-0.8736	0.016748	0.001008	0.2379	0.049077
-8	-0.002317	-0.4222	0.019185	0.005469	1.2471	0.022217	0.010374	1.5965	0.059451
-7	-0.000872	-0.1974	0.018313	0.002474	0.7237	0.024690	-0.004723	-0.7794	0.054728
-6	0.002119	0.3813	0.020432	0.008140	2.0663**	0.032830	0.019331	3.0997**	0.074059
-5	-0.005544	-0.9784	0.014889	0.006987	1.2852	0.038817	0.006424	1.0460	0.080482
-4	-0.003769	-0.8370	0.011119	0.006990	1.5750	0.045807	0.000167	0.0364	0.080650
-3	-0.000931	-0.2381	0.010188	0.005119	1.0840	0.050926	0.004897	0.8891	0.085547
-2	-0.001195	-0.2599	0.008993	0.021876	4.8489**	0.072802	0.019856	2.7740**	0.105403
-1	0.010305	1.8757*	0.019298	0.014516	2.8866**	0.087318	0.022369	3.2788**	0.127771
0	0.021172	3.6510***	0.040470	-0.002269	-0.4480	0.085050	0.005976	0.8936	0.133747
1	-0.006647	-1.4128	0.033823	0.005634	1.2160	0.090683	0.004003	0.5269	0.137750
2	-0.000171	-0.0283	0.033652	0.005779	1.3785	0.096462	0.007330	1.0610	0.145080
3	0.000628	0.1213	0.034280	0.006699	1.3177	0.102162	0.014615	2.2623*	0.159695
4	0.014337	2.6865**	0.048617	0.008369	2.0694**	0.110531	-0.003478	-0.5511	0.156217
5	0.000769	0.1539	0.049386	0.000170	0.0426	0.110702	0.004602	0.7124	0.160819
6	0.005657	1.1472	0.055043	-0.008963	-0.9507	0.106838	0.002873	0.5156	0.163693
7	-0.0062	-1.1202	0.048843	-0.002597	-0.6002	0.102421	0.001285	0.1698	0.164978
8	-0.001548	-0.3879	0.047294	0.000169	0.0486	0.104410	0.002154	0.3865	0.167132
9	-0.007117	-1.3857	0.040177	0.006443	1.5975	0.110853	-0.000047	-0.0105	0.167084
10	0.008768	1.9718*	0.048944	-0.004184	-1.0147	0.106669	-0.006548	-1.2450	0.160537
11	-0.004603	-0.9601	0.044342	-0.004034	-1.0586	0.102635	0.006792	1.0333	0.167329
12	0.011859	3.1273***	0.066201	0.001905	0.5970	0.104540	0.006289	0.9688	0.173618
13	0.001768	0.3022	0.057969	-0.001963	-0.6107	0.102577	0.000236	0.0431	0.173854
14	-0.005635	-1.7205	0.052334	-0.002963	-0.7596	0.099615	-0.008712	-1.8094*	0.165142
15	0.003411	0.5392	0.055745	-0.000887	-0.2225	0.098728	0.005779	1.0967	0.170921
16	0.002572	0.7614	0.058318	-0.004136	-1.0934	0.094591	0.001862	0.2916	0.172782
17	0.007086	1.2792	0.065404	-0.003680	-0.8683	0.090912	0.000175	0.0242	0.172957
18	-0.005796	-0.9772	0.059608	-0.003817	-1.1384	0.087095	-0.001743	-0.3031	0.171214
19	-0.008812	-1.9298*	0.050795	-0.008905	-1.2492	0.083289	0.000936	0.1567	0.172150
20	0.003429	0.6043	0.054225	-0.002211	-0.5770	0.081078	-0.000358	-0.0676	0.171792
21	-0.000674	-0.1547	0.053551	-0.001147	-0.2606	0.079931	0.004791	0.8113	0.176582
22	0.006458	1.3892	0.060009	0.003319	0.9663	0.083250	0.003732	0.4970	0.180314
23	-0.001607	-0.3222	0.058402	0.000167	0.0422	0.083418	-0.003460	-0.5082	0.176855
24	-0.008023	-1.4215	0.050379	-0.000341	-0.1039	0.083077	-0.019613	-1.3778	0.157242
25	0.001026	0.1762	0.051405	-0.004798	-1.1877	0.078279	0.005780	1.3527	0.163022
26	0.004946	1.3216	0.056351	0.002806	0.7167	0.081085	0.008008	1.4421	0.171030
27	0.012226	2.5129**	0.068577	-0.005888	-1.2298	0.075196	-0.000364	-0.0727	0.170666
28	0.002455	0.5238	0.071031	0.001869	0.4999	0.077065	-0.001816	-0.4129	0.168850
29	0.007099	1.4488	0.078130	0.002723	0.8716	0.079789	0.004622	1.2615	0.173472
30	0.007814	1.3700	0.086945	-0.004429	-1.3278	0.075360	0.000766	0.1860	0.174238

주) * 통계적으로 10% 수준에서 유의적임, ** 통계적으로 5% 수준에서 유의함, *** 통계적으로 1% 수준에서 유의적임.

투자자들에게 호의적인 정보인 것이다. 특이한 점은 유상증자설에 대한 부인공시이후에도 주가가 크게 하락하지 않고 부인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)의 크기가 확인공시의 경우보다 크다는 점이다($p = 0.0196$).⁸⁾ 이는 이유태(1998)의 M&A관련 논문 결과와도 일치한다.

또한, 조회 공시일($t = 0$)의 누적평균 초과수익률(CAR)에 있어서 검토 중 공시의 경우(13.37%)가 확인공시의 경우(4.05%)보다 훨씬 큰 것도 주목의 대상이 된다. 본 논문의 결과는 이유태(1998)의 M&A관련 검토 중 공시의 경우와는 틀리게 나타났는데, 합병설 검토나 인수설 검토의 경우, 누적평균 초과수익률(CAR)이 부인이나 확인 조회공시의 경우보다 현저히 낮게 나타났다. 검토 중 공시로 하여, 풍문의 진위판별이 어느 기간 동안 유예됨에 따라 그 실시에 대해서 불확실성이 증가하는데,⁹⁾ 조회 공시일 주변에 누적평균 초과수익률(CAR)이 확인공시의 경우보다 높게 나오는 것은 사전적으로 예상 가능한 상황은 아니다.

확인 조회공시의 누적평균 초과수익률이 낮은 것은, 투자자들이 유상증자가 조만간 실시되리라는 것을 알고 있어, 이의 확인은, 정보가 미리 반영되어 있었다든지 등의 이유로, 주가에 크게 영향을 미치지 않는다고 생각해 볼 수 있다. 그런데, [그림 1]이 시사하는 것은, 증자의 실시와 시기가 불확실하여 풍문이 만연하고, 그리하여 검토 중 공시가 나오는 상황이 더 높은 초과 수익률을 초래한다는 것이다. 이러한 결과는 주가가 공식적인 사실보다는 음성적인 내부자 정보등에 의한 풍문에 더 민감하게 영향을 받는다는 것을 실증적으로 보여 주는 것이라 할 수 있다.

유상증자에 대한 본 연구의 확인 공시 결과는 우리나라 주식시장이 Fama(1970)의 효율시장이론에서 정의한 준-강형 효율시장(Semi-strong Form of Efficient Market)에 속한다는 것을 실증적으로 보여 주는 것이라고도 하겠으나, 부인 공시나 검토 중 공시의 경우에는 그 경제적 의미가 틀려 지게 된다. 즉, 호재성 풍문에 의해서 주가가 올랐다면 부인 공시 후에는 그 호재가 부인되므로 주가가 내려야 옳은데 [그림 1]에서 보듯이 공시 전에 상승한 주가는 공시 후에 거의 변화가 없다. 즉, 부인 공시의 경우에 유상증자라는 호재의 정보가 주가에 반영되어 주가가 상승한 상태 그대로 부인 이후에도 상당기간 유지된다는 것이다.

8) 부인공시와 확인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)의 크기가 다른지, t-test를 해보았을 때, 그 차이가 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

9) 그런데, 검토 중 공시는 대체로 추후에 확인 공시가 따른다(본 연구의 경우 42건 중 31건).

2. 조회공시의 정보 전달 효과 : 유형별 분석

공시 일을 전후로 한 이와 같은 누적평균 초과수익률(CAR)의 움직임에 대해서는 다양한 해석이 가능하다. 무엇보다도, 첫째, 이 연구의 목적에 비추어 보면 부인공시가 정확하지 않냐는 것이다. 즉, 본 연구는 조회 공시의 정확성과 적시성에 대하여 조사하여 공시의 효율성을 검증하고자 하는 것인데, 공시의 적시성 문제에 대해서는 전술하였듯이 공시가 충분히 신속하지 않다는 것이었고, 부인 공시의 정확성 부분에 있어서는 부인 후에도 공시 전에 상승한 주가에 변함이 없으므로 부인 공시가 정확하지 않다는 것이다. 그래서 조회 공시는 전체적으로 효율적이지 못해서 신속성과 정확성에 대해서 보완을 할 필요가 있다고 주장할 수 있다.

그런데, 부인 조회공시 이후를 살펴보면 부인공시 자체는 정확하다. 즉, 부인 이후에 해당 기업이 공시를 반복하여 인정 공시를 내는 경우가 거의 없다. 그러면, 투자자가 부인 공시를 신뢰하지 않는지를 의심해 볼 수 있는데, 이도 투자자의 합리적인 투자 의사결정 과정을 상정해 볼 때 논리에 맞지 않다. 즉, 경험적으로 부인공시가 반복되는 경우가 드뭅을 인지하는 투자자가 이를 구태여 믿지 않을 이유도 없다.

그리하여 부인공시후의 누적평균 초과수익률(CAR)의 움직임에 대한 또 다른 해석으로는 우리나라의 경우에는 품문설과 같은 음성화 된 내부자 정보가 자본시장의 정보로서 막대한 비중을 차지하여(바꾸어 말하면, 자본시장이 효율적이지 못해서), 투자자들이 공시보다는 공개되지 않은 정보를 이용하여 시장평균을 상회하는 초과수익을 얻고자 한다는 것이다. 따라서 공시의 정확성과 그에 대한 신뢰성의 문제가 아니라, 공시 그 자체를 자본화(Capitalize) 하지 않는 것이다. 일반적으로 우리나라 증권시장에서 공시와 관련하여 언급되고 있는 “호재성 설은 주가에 호재이지만 그것의 확정 공시는 더 이상 호재가 아니다(김민조와 정형찬(1995))”라는 통설이 부인 공시의 경우에도 그대로 적용되지 않느냐는 생각이 든다. 즉, ‘호재성 공시’가 주가에 별 영향을 못 미치듯이 ‘악재성 공시(그 호재를 부인하는)’도 주가에 별 영향을 주지 않는다고 역설적으로 주장할 수 있다.

그러나 이 해석에는 다소 무리가 있다. 주가에 정의 영향을 미치는 음성적인 정보 혹은 품문 등에 의해서 주가가 미리 상승하였을 경우, 정작 그 정보가 시장에 공개될 때 추가적인 상승이 제한 된다는 것은 이해가 가지만, 호재성 정보의 사전누출이나 시장 예측에 의해서 주가상승이 이루어 졌다가 그 예측이 사실과 다름이 판명되었다면 합리

적인 투자상황에서는 주가에 필히 반대 급부적인 변화가 따라야 한다. 부인공시도 정확하고(적시성은 좀 결여되지만) 번복될 가능성도 경험적으로 적는데 부인 공시의 정보가 주가에 추후적으로 반영되지 않는다는 것은 기업경영의 투명성을 제고하여 증권 시장을 통하여 자원분배의 효율화를 기하고자 하는 기업내용공시제도의 본질에 어긋나게 된다.

또 다른 해석은 우리나라의 경우에는 유상증자가 호재이지만 미국의 경우에는 유상증자가 주가에 부정적인 영향을 미친다고 알려져 있다(Scholes(1972), Galai and Masulis (1976), Myers and Majluf(1984) 등). 그리하여 유상증자가 실제로는 우리나라의 경우에도 호재가 아니어서 유상증자의 부인공시(이 경우 부인은 호재가 된다)나 검토 중 공시의 경우에 주가가 하락하지 않는다고 주장해 볼 수 있으나, 이는 본 연구의 확인공시의 누적평균 초과수익률(CAR)의 움직임과 맞지 않고, 또한 검토 중 공시의 대부분이 추후에 확인공시의 절차를 밟는 것을 보면 이 또한 설득력이 부족하다.

다만 조회 공시일 당일에 확인공시의 경우만 초과 수익률 (AR)이 통계적으로 유의하고 그 크기도 2.12%에 이르는 것은 유상증자의 '확인'이 호재이고 조회공시가 제대로 역할을 하는 것을 나타낸다 할 수 있다. 부인공시와 검토 중 공시의 경우에는 조회공시 발표 전 이틀동안 아주 강한 상승세(누적평균 초과수익률 각각 3.64%와 4.22%)를 보이는 데, 이는 우리나라 주식시장이 사실보다는 음성적인 풍문설에 대하여 강한 반응을 보이고 있다는 것을 나타낸다. 그리고, 부인공시 당일에 비록 통계적으로 유의하지는 않지만 -0.23%의 음의 초과 수익률을 기록하고 공시 이후에 주가가 약한 양상을 띄는 것($t = 30$ 제 누적평균 초과수익률 7.54%로서 확인 공시의 8.59%보다 작음)으로 부인공시가 제한적이지만 그 역할을 수행하고 있다고 볼 수 있다. 이는 검토 중 공시의 경우도 마찬가지로 조회공시 당일을 포함하여, 그 후에는 주가가 그리 강한 모습을 나타내고 있지는 않다.¹⁰⁾

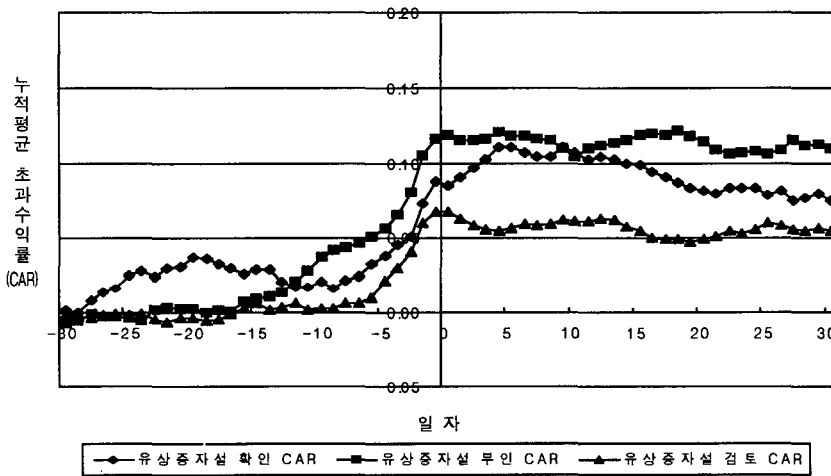
위의 사실로 미루어 볼 때, 우리나라의 유상증자설에 대한 조회공시는 투자자들이 소문이나 풍문에 대하여 지나치게 강한 반응을 보이기 때문에, 검토 중 공시의 경우 확인공시의 경우보다 훨씬 높은 수익률을 나타내고 있고($t = 30$ 제 누적평균 초과수익률 17.42% 대비 8.59%), 부인공시의 경우, 그 정확함에도 불구하고(적시성은 좀 결여되지만), 이가 제대로 받아들여지지 않고 있음을 알 수 있다.

10) 검토 중 공시 후 추후 확인 공시가 나는 경우만 따로 조사해 봤을 때, 이들의 주가는 검토 중 공시 전체의 경우보다 더 강한 상승을 나타내는 것을 알 수 있었다.

3. 유·무상 및 무상 증자설에 대한 조회공시

부인공시나 검토 중 공시에서 초과 수익률이 조회공시 전에 통계적으로 유의한 강한 상승을 보이고 공시 당일을 포함하여 그 후에는 큰 변화가 없는 것은 유상증자설 뿐만 아니라 무상 증자설이나 유무상 (병행)증자설의 경우에도 같은 양상인 것을 <표 3> 과 [그림 2]에서 확인 할 수 있다.

[그림 2] 부인공시의 표본별 누적평균 초과수익률(CAR)



[그림 2]에서 보듯이 무상 증자설의 부인공시에 대한 누적평균 초과수익률(CAR)이 다른 어떤 경우보다도 높게 나타나는데(t=0째 11.85%), 그 크기의 차이를 설명할 수 있는 확실한 이론적인 근거는 없다. 다만, 임용기남명수(1993)가 지적하듯이 기업의 무상증자 실시가 현금배당증대로 이어진다고 투자자들이 인식함에 따라서 무상증자가 일반적으로 알려져 오듯이 호재로 받아들여지고 있다는 사실은 확인해 볼 수 있다.

그리고 <표 3>에서 보듯이 유상증자설의 경우보다 유무상 (병행)증자설, 특히 무상 증자설에 대한 부인공시이후 통계적으로 유의한 음의 초과수익률(AR)이 발생하는 것을 볼 수 있다. 이로써, 부인공시의 정보가, 우리나라가 소문이나 풍문에 의한 거러가 많아서 저해는 받지만, 지연되어 투자자들에게 전달이 된다고 상정해 볼 수 있다. 이 결과는 이유태(1998)의 M&A 관련 조회공시에서나, 본 연구에서 전술한 유상증자설에 대한 조회공시의 경우보다는 부인공시의 효용성이 돋보인다는 점에서 주목할 만하다. 따라서, 조회공시가 사안별로 다르게 작용하는 지가 향후의 연구주제로 남는다.

<표 3> 유상및 무상증자설 조회공시일 전후의 표본별 초과수익률

일지	무상증자설 부인			유무상증자설 부인			유무상증자설 검토		
	AR	t값	CAR	AR	t값	CAR	AR	t값	CAR
-30	-0.006784	-2.1388*	-0.006784	-0.000968	-0.4935	-0.000968	-0.004007	-0.7713	-0.004007
-29	0.001411	0.4369	-0.005373	-0.001770	-0.7932	-0.002738	0.002598	0.5787	-0.001409
-28	0.004597	1.4055	-0.000776	-0.001150	-0.5274	-0.003888	0.001981	0.4682	0.000572
-27	-0.001770	-0.4918	-0.002547	0.002029	0.9263	-0.001859	-0.002574	-0.4095	-0.002002
-26	-0.000057	-0.0189	-0.002604	0.001400	0.6752	-0.000459	-0.003665	-0.6791	-0.005667
-25	-0.000603	-0.1994	-0.003206	-0.001517	-0.7303	-0.001975	0.003941	0.9533	-0.001726
-24	-0.001646	-0.5306	-0.004852	0.001259	0.6048	-0.000716	0.002866	0.5365	0.001140
-23	0.006498	1.9648*	0.001646	-0.003917	-1.8610*	-0.004634	-0.006885	-1.4011	-0.005745
-22	0.002077	0.6277	0.003723	-0.001603	-0.6977	-0.006236	0.005573	1.2405	-0.000172
-21	-0.001085	-0.3576	0.002638	0.002675	1.2277	-0.003562	-0.006539	-1.7457*	-0.006711
-20	-0.000116	-0.0457	0.002522	0.000481	0.2277	-0.003081	0.002866	0.5578	-0.003845
-19	-0.002694	-0.9219	-0.000172	-0.001787	-0.8545	-0.004868	-0.008306	-2.5929**	-0.012150
-18	0.001973	0.6361	0.001801	0.000499	0.2236	-0.004369	0.001100	0.2338	-0.011050
-17	-0.000431	-0.1303	0.001371	0.003455	1.5308	-0.000914	-0.002563	-0.4501	-0.013613
-16	0.005808	1.8396*	0.007178	0.004237	1.6546	0.003323	-0.011988	-2.1466**	-0.025601
-15	0.002190	0.6096	0.009369	0.003196	1.4585	0.006519	0.003260	0.4540	-0.022341
-14	0.001493	0.5279	0.010862	-0.004311	-2.0928**	0.002208	-0.005387	-1.2217	-0.027727
-13	0.003219	1.0844	0.014080	0.001433	0.6525	0.003641	0.011765	2.6224**	-0.015962
-12	0.007037	2.9137***	0.021117	0.002651	1.1938	0.006293	0.008053	1.5737	-0.007909
-11	0.007466	2.2616**	0.028583	-0.004380	-2.4499**	0.001913	0.008470	1.5215	0.000561
-10	0.008712	2.9383***	0.037295	0.001199	0.5659	0.003112	0.009943	1.8404*	0.010504
-9	0.004674	1.3597	0.041969	0.000090	0.0376	0.003202	0.009120	2.1410**	0.019624
-8	0.002371	0.7741	0.044340	0.003075	1.4357	0.006277	-0.004277	-0.7971	0.015347
-7	0.002416	0.7009	0.046756	0.000234	0.1227	0.006510	0.000319	0.0627	0.015666
-6	0.004951	1.6058	0.051707	0.004034	1.8453*	0.010544	-0.001370	-0.2364	0.014296
-5	0.005111	1.4558	0.056818	0.011392	4.9358***	0.021936	0.001650	0.2946	0.015946
-4	0.008903	2.7086***	0.065721	0.008448	3.3831***	0.030384	0.000705	0.1207	0.016651
-3	0.015090	4.0063***	0.080811	0.010650	4.2408***	0.041034	0.016787	2.5189**	0.033438
-2	0.024062	7.4301***	0.104873	0.019529	8.3973***	0.060563	0.016259	2.4105**	0.049697
-1	0.011505	3.3963***	0.116378	0.007204	2.7673***	0.067768	0.013429	2.6154**	0.063126
0	0.002090	0.5660	0.118468	-0.000167	-0.0774	0.067601	-0.003842	-0.9346	0.059284
1	-0.003735	-1.1820	0.114733	-0.004450	-1.9947*	0.063151	0.007107	1.4164	0.066391
2	0.000083	0.0233	0.114815	-0.004264	-2.0844**	0.058886	-0.010913	-2.2931**	0.055478
3	0.000940	0.3124	0.115755	-0.003366	-1.5779	0.065520	-0.008524	-1.7366*	0.046954
4	0.005056	1.4710	0.120811	-0.000853	-0.3936	0.054667	-0.000989	-0.1835	0.045966
5	-0.003192	-0.9174	0.117619	0.001744	0.8212	0.056411	0.004925	0.8163	0.050891
6	0.000227	0.0719	0.117846	0.002917	1.2983	0.059328	-0.002355	-0.4901	0.048536
7	-0.001603	-0.4890	0.116244	-0.001084	-0.5539	0.058245	-0.001946	-0.3994	0.046590
8	-0.001033	-0.3282	0.115210	0.001243	0.5734	0.059488	-0.001133	-0.2152	0.045457
9	-0.005938	-2.1120**	0.109272	0.002627	1.1782	0.062115	0.003635	0.6440	0.049092
10	-0.004765	-1.7515*	0.104507	-0.000979	-0.4845	0.061137	-0.000808	-0.1445	0.048285
11	0.004977	1.5484	0.109485	0.000411	0.2246	0.061547	0.011261	1.8309*	0.059546
12	0.002309	0.6722	0.111793	0.001698	0.8253	0.063245	0.003104	0.5166	0.062650
13	0.001623	0.6370	0.113416	-0.001164	-0.5137	0.062081	0.006064	1.4222	0.068714
14	0.001842	0.6048	0.115258	-0.004492	-2.3958**	0.057589	0.003128	0.5729	0.071842
15	0.003892	1.2206	0.119150	-0.003103	-1.4323	0.054486	0.003101	0.5454	0.074943
16	0.000404	0.1178	0.119555	-0.004425	-2.4618**	0.050061	0.002890	0.5246	0.077833
17	-0.001154	-0.4439	0.118400	-0.000816	-0.3710	0.049245	-0.007086	-1.3557	0.070747
18	0.002747	0.9032	0.121147	-0.000093	-0.0416	0.049152	0.003774	0.8027	0.074522
19	-0.003581	-1.0600	0.117566	-0.001455	-0.7678	0.047697	0.004219	0.7582	0.078741
20	-0.002945	-0.9264	0.114622	0.001363	0.6725	0.049061	0.004574	0.8554	0.083315
21	-0.006139	-2.4274**	0.108483	0.001816	0.9368	0.050877	-0.000853	-0.1674	0.082462
22	-0.002154	-0.7582	0.106329	0.004467	2.2935**	0.055344	0.006674	1.1882	0.089136
23	0.000434	0.1422	0.106763	-0.002287	-1.3289	0.053056	-0.000410	-0.0649	0.088726
24	0.001452	0.4132	0.108214	0.002502	1.1382	0.055558	0.001889	0.4812	0.090615
25	-0.002318	-0.8076	0.105896	0.004921	2.3340	0.060479	0.008474	1.7048	0.099089
26	0.003284	1.2324	0.109180	-0.001661	-0.7357	0.058818	0.005636	1.1449	0.104725
27	0.005693	1.5372	0.114873	-0.002611	-1.3487	0.056208	0.000995	0.1806	0.105720
28	-0.003392	-1.3776	0.111481	-0.001163	-0.5961	0.055045	-0.000395	-0.0742	0.105326
29	0.001126	0.3396	0.112607	0.001272	0.6026	0.056317	-0.007871	-2.1395**	0.097455
30	-0.002679	-0.9284	0.109928	-0.001483	-0.7286	0.054834	-0.002421	-0.5902	0.095034

주) * 통계적으로 10% 수준에서 유의적임, ** 통계적으로 5% 수준에서 유의적임, *** 통계적으로 1% 수준에서 유의적임.

검토 중 공시의 경우(부인 공시의 경우를 포함해서) <표 3>에서 보듯이, 유상증자설의 경우가 유무상(병행)증자설의 경우보다, 누적평균 초과수익률(CAR)이 조회공시 당일 7.45%나 큰 것은 기존 연구로서는 어떻게 설명할 수가 없다. 다만 무상 증자설 자체에 대한 누적평균 초과수익률(CAR)이 [그림 2]에서 가장 크게 나타나는 것을 볼 때, 유무상증자를 동시에 실시하는 것보다 무상이나 유상 증자를 따로 하는 경우를 투자자들이 선호한다는 것을 추측해 볼 수 있다. 이는 기업들이 통상 유상증자후 무상증자라는 수순을 밟고 있는데, 유상증자와 대비한 무상증자의 크기나 비율 등이 각 개별의 경우보다 우호적이지 못한 경우가 많아, 이가 주가에 반영되었다고 생각해 볼 수 있다.¹¹⁾

4. 조회공시와 투자전략 : 일반 투자자들의 관점

조회공시 유형별로 누적평균 초과수익률(CAR)의 시계열별 변화를 분석종합해 볼 때 유상이든 무상이든 기업의 증자에 대한 소문이 시장에 음성적으로 생성이 되면 소문의 진위 자체에 관계없이 주가는 상승하고 조회공시 후에도 주가가 추가적으로 상승할(혹은 최소한 하락하지 않을) 가능성이 상존하는 상황으로 요약된다. 즉, 증자와 관련한 풍문설이 증권 가에 유포되면 조회공시가 난 직후에 투자의사결정을 해도 뚜렷한 주가의 역전현상이(즉, 올랐던 주가가 하락하는) 나타나지 않을 것으로 판단된다. 이는 조회의 내용이 확인이든 부인이든 관계없이 일별평균 초과수익률(AR)이 공시 후에도 별다른 변화를 보이지 않는 사실과 맥락을 같이 하며 공시화 된 풍문에 대해서는 더 이상 초과수익(혹은 역설적으로 손실)을 기대하기 어렵다는 실무계의 주장을 뒷받침 한다.

이유태(1998)의 논문에서도 밝혔듯이 과연 이러한 현상이 유상증자나 M&A에 관련한 조회공시에 국한된 현상인지의 여부는 종합적으로 향후의 연구에서 다루어야 할 것으로 보인다. 다른, 예를 들면 신기술 개발이라든지 고정자산 매각 등의 경우에도 이와 비슷한 결과가 연구되어진다면 조회공시의 기능과 그 효율성 전반에 대해서 재검토가 이루어 져야 한다. 증자나 M&A에만 국한되는 문제라면 이를 유도하는 다른 특별한 요인이 이들에 있는지를 살펴 보고 효율적인 방향으로 조회 공시가 운용되어야 할 것이다.

11) 본 연구에서는 유무상증자가 병행하여 실시되었을 때 그 조건 등을 세부적으로 분류하여 살펴 볼 수 없는 한계가 있었다.

V. 요약 및 결론

일반 투자자들에 있어서 주가에 영향을 미치는 정보를 신속하고 정확하게 입수분석하는 것은 매우 중요하다. 한국증권거래소에서는 기업내용공시제도를 실시함으로써 기업경영의 투명성을 제고하여 증권시장을 통한 자원분배의 효율화를 기하고자 한다. 이러한 취지에 부응하여 본 연구에서는 기업의 증자와 관련하여 풍문설이 유포되어 현저한 시황변동이 있을 때 사건연구방법을 사용하여 상장기업이 직접 하는 조회공시의 내용을 유형별로 분석하여 공시의 효율성을 검정하였다. 즉, 기업의 조회공시가 확인, 부인, 혹은 검토의 내용으로 시장에 전달되었을 때 공시의 정확성과 효용성(정보전달 효과)을 살펴보고, 공시가 적시성이 있는지를 분석하였다.

본 연구의 실증분석에 따르면 조회공시는 대체적으로 효율적이지 못하다고 결론지을 수 있다. 우선 공시의 적시성에 있어서는 조회 공시일 이전에 통계적으로 유의한 초과수익률(AR)이 급격하게 증가함으로 미루어 증권시장에 풍문이 난무하여 공시가 충분히 신속하지 않았다고 할 수 있다. 이 결과는 그러나, 공시 전에 음성적인 내부자 거래에 의해서 주가가 상당히 오른다고 선행연구에서 많이 입증되어 예견할 수 있는 사실이다.

공시의 정확성과 그 효용성 측면에서 보면 부인공시의 결과는 결코 합리적이지 못하다. 부인 이후에 공시를 번복하여 인정 공시를 내는 경우는 거의 없어 부인공시 자체는 정확하다고 볼 수 있다. 그래서 유상 혹은 무상증자라는 호재성 풍문에 의해서 주가가 올랐다가 사실 무근이라고 판명이 된 후에는 주가에 필히 반대 급부적인 변화가 따라야 하는데 공시 전에 상승한 주가는 공시 후에도 큰 변화가 없다. 부인공시는 정확하지만 정보로서의 효용성이 없다. 즉, 증자의 풍문이 사실무근으로 밝혀져도 투자자의 초과수익률에 즉각적으로 나쁜 방향으로 작용하지 않는다는 것이다. 이러한 비합리적인 수익률 행태의 원인을 이 연구에서는 명확히 규명하지 못했다. 공시 그 자체를 투자자들이 자본화(Capitalize)하지 않는지 등의 요인들을 살펴 향후 투명하고 건전한 공시체계가 정립되어야 할 것이다.

그런데, 조회공시 유형별로 정보전달 효과는 조금씩 차이가 있어 일반 투자자들에게 투자 전략적으로 시사하는 바가 있다. 확인공시의 경우는 주가의 상승정도는 다른 조회공시에 비하여 약하지만 공시 당일 유의한 '양'의 초과수익률($t=0$ 때 2.12%)을 기록하여 '확인'공시의 효과가 있다 할 수 있다. 또한 검토 중 공시나 부인 공시의 경우, 확연하게 조회의 내용이 즉각적으로 시장에 전달이 되지는 못하지만, 소문이나 풍문의

진위가 추후에 지연되면서 시장에 반영이 되는 듯하여(특히 무상 증자설 부인의 경우) 제한적이지만 정보의 효율성을 볼 수 있었다.

다만, 증자 실시 여부가 당장은 불확실 하여서 검토 중 공시가 났는데, 오히려 다른 어떤 경우보다 높은 초과 수익을 기록하고, 부인공시나 검토 중 조회공시 직전 몇 일에 주가가 아주 강한 상승세를 보이는 것 등은 우리나라 주식시장이 사실보다는 음성적인 풍문설에 대하여 민감한 반응을 보이고 있다는 것을 나타낸다. 즉, 증권시장에 퍼져있는 불확실한 풍문이 관련된 투자자들의 초과수익을 더 높일 수 있다는 주장을 뒷받침한다.

본 논문의 결과는 M&A에 있어서의 이유태(1998)의 논문 결과와는 차이가 있어 향후 연구의 대상이 된다. 즉 증자에 있어서는 조회공시의 정보전달 효율성이 M&A의 경우보다 한계적 이나마 있다고 보여지지만, 조회공시의 정보 전달 효과가 일관성이 없고 사안에 따라서 다르기 때문에 그 차이의 합리적인 근거를 이 두 연구만으로는 추론하기 힘들다. 다른 사안들, 예를 들면 부도설, 고정자산 처분설, 신제품 개발설 등 등에 대한 연구가 포괄적으로 이루어 졌을 때, 조회공시의 효율성을 제고 시키는 종합적인 방침이 마련될 수 있을 것이다. 그렇지만 보다 본질적인 해결책은 해당 기업이 기업의 가치에 영향을 미치는 중요한 기업 내용의 정보를 정확하고 신속하게 투자자들에게 제공하고, 증권 관계 기관들이 소문이나 악성 루머에 의한 거래가 근절되도록 다각도에서 많은 노력들을 경주하여야 할 것이다.

본 연구에서는 그 동안 거의 논의되지 않았던 증권가의 증자 풍문에 대한 조회공시의 효율성을 분석한 연구로서 의의가 있다 할 것이나 그 한계가 있음을 부인할 수 없다. 특히 부인공시나 검토 중 공시일 주변의 누적평균 초과수익률(CAR)의 비합리적이고 비경제적인 행태의 시계열별 변화 원인을 합리적으로 규명할 수 없었다. 또한 본 논문에서는 사건 연구 기간이 공시일 전후로 30일에 국한 되어 있는데 조회공시 후, 예를 들어서, 6개월정도 기간 동안의 초과 수익률(AR)이나 누적평균 초과수익률(CAR)의 행태를 실증적으로 분석해 볼 필요가 있다. 예를 들면, 부인공시 자체는 반복되지 않고 정확하므로 좀 기간이 지난 후에야 투자자들이 이를 자본화(Capitalize)하는지가 주목된다. 아울러 이러한 현상이 증자설 외의 다른 경우(신기술 개발설, 고정자산 매각설 등등)에서도 일어날 수 있는지 여부 등을 향후의 연구에서 종합적으로 다루어야 할 것으로 보인다.

참 고 문 헌

- 구맹희, 정정현, “유상증자의 시기가 주가에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제10권 제2호, 1993.12, 213-237.
- 김민조, 정형찬, “특허출원의 공시와 주식가치”, 재무관리연구, 제20권 제2호, 1995.12, 121-142.
- 김성민, “정보비대칭과 유상증자시점에 관한 연구”, 증권 학회지, 제16집, 1996, 81-114.
- 김찬웅, 김경원, “사건연구에서의 주식성과 측정”, 증권 학회지, 제20집, 1997, 301-327.
- 신용균, “유상증자의 공시효과”, 재무관리연구, 제12권 제1호, 1995, 75-92.
- 윤영걸, “우리나라 경영자의 유상증자에 관한 의사결정 : 역선택인가 자기 선택인가?”, 재무연구, 제12호, 1996.10, 77-105.
- 이유태, “한국기업의 M&A조회공시의 효율성 : 일반 투자자들의 관점”, 재무관리연구, 제15권 제2호, 1998.12, 1-24.
- 임웅기, 남명수, “무상증자 실시기업의 재무적 특성과 투자자 인식에 관한 연구”, 재무연구, 제6호, 1993.8., 77-107.
- 정형찬, “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안”, 재무관리연구, 제14권, 제2호, 1997.10, 273-312.
- 「상장법인공시총람」, 한국증권거래소, 1994-99.
- Brown, S. J. and J. B. Warner, “Measuring Security Price Performance,” *Journal of Financial Economics*, 8, 1980, 205-258.
- , “Using Daily Stock Returns,” *Journal of Financial Economics*, 14, 1985, 3-31.
- Fama, E., “Efficient Capital Markets : A Review of Theory and Empirical Work,” *Journal of Finance*, 1970, 383-417.
- Galai, D. and R. Masulis, “The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock,” *Journal of Financial Economics*, 3, 1976, 53-82.
- Keown, A. J. and J. M. Pinkerton, “Merger Announcements and Insider Trading Activity : An Empirical Investigation,” *Journal of Finance*, 36, 1981, 855-867.
- Meulbroek, L. K., “An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading,” *Journal of Finance*, 47, 1992, 1661-1700.
- Myers, S. and N. Majluf, “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not have,” *Journal of Financial Economics*, 12, 1984, 187-221.
- Scholes, M. and J. Williams, “Estimating Betas from Nonsynchronous Data,” *Journal of Financial Economics* 5, December 1977, 309-327.