

글로벌금융시대의 투자자 정보불균형 해소에 따른 기업성과에 대한 연구

—국내외 기업의 IR공시가 주가에 미치는 영향을 중심으로—

A Study on the Firm Performance Following the Resolution of Investors
Information Asymmetry in the Globalized Financial Market

김규형(Kyu-Hyong Kim)**

중앙대학교 사회과학대학 상경학부 교수

박상안(Sa-Ngan Park)*

경제정의연구소

목 차

- | | |
|-------------------|------------|
| I. 서론 | V. 요약 및 결론 |
| II. 선행연구의 비교분석 | 참고문헌 |
| III. 연구모형의 설정과 가설 | Abstract |
| IV. 실증분석의 결과와 시사점 | |

Abstract

One aspect of the globalization of the financial market after the 1980s is represented by the concurrent monetarization of the national stock markets. As the IR activity is regarded as a new financial productivity measure, the IR activity in the stock market is being emphasized domestically and internationally. This study analyzes domestic IR activities and compares them with foreign IR activities. Specifically the "road show", a typical IR activity, which is known to resolve the information asymmetry between the firm and the investors is analyzed to see the extent of the their value increase impact on the firm.

The study employs domestic and international firms that publicly announced "road shows" after April 2004. Event studies are done to see the existence of abnormal return after the public announcement of road shows. Domestic firms were found to have positive IR impacts on the stock prices, but international firms were found to have negative IR impacts on the stock prices. Also it was found that international public announcement of the road show have stronger positive impact on the stock price than domestic public announcement. The investigation of the statistically significant difference of CAR before and after the fair public announcement enforcement rule showed that the positive CAR impact is strengthened after the adoption of the rule.

* 주저자임.

The conclusion is that increase of the firm value after the road show implies that the information asymmetry is reduced by the active IR actions on the firm side. The policy implication is that we have to reassure the understanding of the role of the IR activities. Specifically Korean firms may have to encourage IR activities to share the information of the firms with the investors, which may result in the trustworthy relationship between the firms and investors.

Key Words : Investor Relations(IR), event study, information asymmetry

I. 서 론

1980년대 이후 전세계적으로 금융시장이 국제화되고 개방화되는 추세가 확산됨에 따라 각국 금융시장간의 상호 의존성이 크게 증대되었고, 이에 따라 금융의 글로벌화가 빠른 속도로 진전되고 있다. 특히 1990년대 후반 이후 국가간의 자금이동을 제한해 왔던 각종 규제가 대폭 완화 또는 폐지됨에 따라 국가간 자금이동이 크게 증가하면서 이러한 금융의 글로벌화는 점차 심화되고 있는 상황이다. 우리나라 역시 1996년 12월 OECD에 가입하고, 1997년 외환위기를 겪으면서 국내 금융시장에 대한 각종 규제들이 철폐 또는 완화되었고 이로 인해 많은 외국인 투자자들에게 문호가 개방되게 되었다. 그에 따라 풍부한 자금력을 지니고 있는 외국의 기관투자자들이 우리나라에 대한 투자를 확대하게 되어 우리나라의 주식시장에 있어서 이들 외국인 투자자들의 역할과 비중이 높아지고 있다. 따라서 국내 투자자들은 물론 외국인 투자자들의 투자를 활성화시키고 동시에 투자자들 사이의 정보불균형을 해소해줌으로써 효율적인 주식시장을 가능케 해주는 상장기업들의 IR(Investor Relations)활동이 증가하고 있는 추세에 있으며 그 중요성 또한 매우 크다 하겠다. 특히 국제 금융시장의 글로벌 통합이 가속화되고 각국의 증권시장을 매개로 하는 동시화현상(Concurrent Monetization)이 나타나고 있으며 금융 생산성의 측정기준이 다원화되면서 국제통상의 새로운 이슈로 IR활동의 중요성이 점차 강화되고 있다.

우리나라의 IR활동은 IMF이후 기업의 투명성과 자금관리의 상관관계가 높아지면서 기업들이 적극적인 IR활동을 전개하고, 외자유치를 위한 국제금융도시 순회 투자설명회도 열고 있으며, IR활동이 제대로 이루어지지 않는 상장기업은 기관투자자나 펀드매니저들로부터 투명하지 못한 회사로 낙인찍히는 등 IR의 중요성이 더욱 강조되고 있는 실정이다.

국내에서의 IR활동에 대한 기업 및 투자자들의 관심이 증대되고 있는 것과 비교해서 IR활동에 대한 국내에서의 연구는 아직도 상당히 미비한 실정이며, 지금까지 이루어진 IR활동에 대한 국내연구는 주로 IR활동에 대한 필요성 및 효과적인 IR을 위한 방법 등에 관한 연구들이 대부분이었다.

따라서 본 연구는 선진국 주식시장에서 활성화되어있는 상장기업들의 IR활동이, 금융의 글로벌화가 급격히 진전됨과 동시에 선진국 주식시장과 점차 통합되어 가는 과정에 있는 국내 주식시장에 미치는

영향을 비교·분석하고자 한다. 이를 위해서, 본 연구에서는 IR활동 가운데 대표적인 기업설명회가 국내의 증권시장에서 투자자와 기업간에 정보의 비대칭을 해소함으로써 어느 정도의 정보전달력으로 기업 가치를 증가시키는가를 분석해 보고자 한다. 최용록(2005)의 논문에 따르면 새로운 생산성의 패러다임으로 기존의 생산과정의 합리적 개선에 의한 양적인 투입 대비 산출의 시각에서 벗어나 본 연구에서 추진하는 기업의 IR활동에 의한 가치의 창출은 새로운 패러다임에 매우 시의적절한 사례연구로 볼 수 있을 것이다.¹⁾ 따라서 창조적 활동을 강조하는 가치창출의 새로운 패러다임의 시각에서 본 연구는 우리나라 기업의 IR활동 사례분석을 통해 생산성에 영향을 주는 특정변수²⁾들은 무엇인가를 분석하여, IR에 대한 이해의 재정립과 기업들의 IR활동을 보다 활성화시켜 보다 높은 질적 정보공유를 통해 기업과 투자자간의 신뢰관계를 구축하는 데에 기여하고자 한다. 이를 통해 그 동안 생산성과 관련된 제반 연구 및 분석에서 소외되었던 IR제도의 가치 창출 측면을 강조하여 체계적 발전에 기여하고자 하는데 이 논문의 목적이 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 다음 2장에서는 기존문헌을 살펴보고, 3장에서는 연구조사방법을 제시한다. 4장에서는 실증분석 결과를 제시하고 이를 해석하며, 마지막 5장에서는 요약 및 결론과 함께 향후 연구방향을 제시한다.

II. 선행연구의 비교분석

IR이란 기업이 주체가 되어 주주 및 투자자들에게 기업의 내용과 재무제표, 경영방침 등에 관한 정확한 정보를 제공하여, 기업에 대한 이해를 증진시키고 투자자와의 신뢰관계를 구축함으로써 증권시장에서의 우호적인 주주기반의 확보와 함께 자금조달을 원활하게 하기 위해 기업은 기업홍보활동의 일환으로 이루어지는 투자자 관리를 의미한다.

IR활동은 1953년 미국의 GE(General Electric)사에서 IR이란 용어를 사용하기 시작한 것이 시초였다. 1969년 전미 IR협회(NIRI : National Investor Relations Institute)가 설립되면서 조직화되었고, 유럽에서도 많은 기업들이 국제화 시대에의 돌입과 함께 외국인 소유지분비율의 상승에 따른 폐쇄적 경영에 대한 비판과 1980년대에 있었던 국영기업의 민영화에 따라 IR의 필요성이 높아졌다. 그에 따라 국제 IR연맹(International Investor Relations Federation)이 1990년에 창립되어 현재까지 유럽 각국이 그 주도권을 발휘하고 있다.

투자활성화와 기업의 투명성 제고, 투자자들 사이의 정보불균형 해소에 기여하는 이러한 상장기업들

1) 최용록, “패러다임 전환에 의한 신생산성의 새로운 개념에 대한 연구”, 「생산성논집」, 제19권 제2호, 한국생산성학회, 2005, pp1-16.

2) 최용록, 상계서, p13.

의 IR활동이 주식시장에 미치는 영향은 각 나라의 주식시장의 선진화 정도, 갖추어진 제도적 장치의 엄격함, 해당 국가의 경제여건 등에 따라 달라질 수 있을 것이다. 하지만 정보불균형 해소에 따른 기업의 성과에 미치는 영향에 대한 국내에서의 연구는 극히 미미한 상황이며, 이러한 IR활동에 따른 성과의 국제적인 비교는 거의 없었다.

국내에서의 IR활동에 대한 기업 및 투자자들의 관심이 증대되고 있는 것과 비교해 볼 때, IR활동에 대한 연구는 미비한 실정이다. 그동안 이루어진 IR활동에 대한 연구는 주로 IR에 대한 필요성 및 효과적인 IR을 위한 방법, 그리고 이를 뒷받침 할 수 있는 제도적 측면에 초점이 맞추어져 왔다.

이에 대한 연구로는 IR활동의 의미와 국내기업에 있어서 IR활동이 필요한 이유에 대해 연구한, 임웅기(1993)³⁾의 연구가 있으며, 이세근(1988)⁴⁾, 임윤식(1992) 등은 외국의 IR활동 운영사례, 증시개방과 상장회사의 IR활동 대책에 대해 연구하였다. 또한, 최운열(1993)⁵⁾은 국내기업의 이상적인 IR활동의 촉진 방안에 대해 연구하였다.

기업에 있어서 IR의 중요성에 대한 연구로써, Baruch Lev(1992)의 연구를 들 수 있는데 그는 IR활동을 통해서 투자자의 위험부담과 정보수집 비용을 줄이고 경영자의 신뢰를 높이는 수단으로 자율적인 공시가 효과적이며 IR을 통한 투자자와의 적극적인 의사소통을 통하여 투자기업에 대한 불확실성을 제거시키며 궁극적으로 주가에 대한 올바른 가격반영의 효과를 거둘 수 있다고 하였다.

주식가격에 대하여 IR활동이 미치는 효과에 대한 연구로는 Dennis(1973)의 연구를 들 수 있는데 그는 IR활동은 보통주 주식가격에 유의적인 영향을 주지 않는다고 하였다. 그러나 이 연구에서는 회사들이 직접 수행한 중요한 IR활동들을 다루지 않고, 독립된 회사에 의해서 수행된 IR활동에 의해서만 연구가 이루어졌다는 한계점이 있다. IR활동이 갖는 주식시장에서의 역할에 대해서는 Ajinkya와 Gift(1984)의 연구를 들 수 있는데 그들은 재무분석가들의 예측치와 경영자들의 예측치가 서로 다르기 때문에 시장에서 평가한 기업의 내재가치와 경영자가 평가한 내재가치 간에는 괴리가 발생하고, 따라서 경영자들이 IR활동을 통해 이런 괴리를 조정해 주며, 주가는 이러한 조정내용을 반영하게 된다고 하였다.

Brennan과 Tamarowski(2000)는 IR활동이 정보획득 비용을 감소시키기 때문에 주가를 상승시킨다고 주장했다. 국내의 연구로는 황인태(1996)의 연구를 들 수 있는데 그는 IR활동이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가를 보기위해서 주가자료와 주식거래량자료를 이용하여 비정상수익률을 발생하는지의 여부와 거래량변동을 분석하였다. 이 분석에서 IR활동을 실시한 기업과 실시하지 않은 기업간의 유의적인 차이를 보여 IR활동이 주주에게 유리한 영향을 미치는 정보의 효율성을 나타낸다고 하였다.

김철중과 송명규(1999)⁶⁾는 1993년부터 1997년까지 IR활동을 실시한 기업을 대상으로 IR활동의 효과

3) 임웅기, "무상증자 실시기업의 재무적 특성과 투자자 인식에 관한 연구", 「재무연구」, 제6권 제1호, 한국재무학회, 1993, pp77-107.

4) 이세근, "선진국 기관투자자의 해외증권투자", 「88년도 심포지움」, 한국증권학회, 1988, pp39-83.

5) 최운열, "우리나라 상장기업의 IR(Investor Relation) 정착방안", 「서강경영논총」, 제4권 제1호, 서강대학교 경영학연구원, 1993, pp313-325.

를 사전적 효과와 사후적 효과로 나누어서 파악하였다. 이들은 IR활동이 주식수익률에 미치는 영향을 분석한 결과, IR활동 실시전 기간동안에 주가가 상승하였음을 보고하였다. 이는 투자자들이 IR활동을 사전적으로 호재로 인식하고 있다는 것을 의미하는 것이라고 하였다.

III. 연구모형의 설정과 가설

1. 자료 및 표본기업의 선정

본 연구에서 사용된 표본은 2000년 4월부터 2005년 5월에 걸쳐 기업설명회 신고공시를 한 국내기업들과 외국기업들이다. 본 표본인 기업설명회 신고공시기업 리스트는 한국증권거래소 전자공시시스템에서 수집하였고, 외국기업의 기업설명회 일정에 대한 자료는 해당 기업의 홈페이지를 통해 수집하였다.

해당 국내외기업의 일별 주가 및 해당 시장수익률, 재무제표 자료는 Thomson Financial의 Datastream Database에서 구하였으며, 통계분석은 SAS V8.01 프로그램을 사용하였다.

기업설명회 공시를 실시한 국내기업의 표본은 전체 106개 기업, 337건이며, 외국기업의 경우는 전체 15개 기업, 100건이다. 추가적으로 국내기업들의 기업설명회 사례에 대한 공시별 분석을 위해서, 국내 공시 기업은 92개 기업, 210건, 국내외공시 기업은 23개 기업, 59건, 해외공시 기업은 43개 기업, 63건의 표본이 사용되었다. 분기별 실적보고 사례에서는 반기실적보고 기업은 47개, 69건, 연간실적보고 기업은 26개 기업, 39건의 표본이 사용되었다. 이러한 표본의 구성에서 알 수 있듯이, 국내외 및 해외 공시 기업의 사례에 비해 국내공시 기업의 사례가 더 많은 것은 아직까지 국내 주식시장이 국제 자본시장과 분리되어 있다는 증거로 해석할 수 있을 것이다.

2. 연구가설과 조사방법론

1) 연구가설의 설정

IR활동은 경영자와 투자자들 간의 정보의 비대칭을 해소하여 투자자들이 올바른 투자결정을 내릴 수 있도록 하는데 그 목적이 있다. 이러한 IR활동을 통해 기업은 투자자의 위험부담과 정보수집 비용을 줄이고 경영자의 신뢰를 높이게 되며, 투자자와 기업간의 적극적인 의사소통을 통하여 투자자의 투자기업에 대한 불확실성을 제거시킬 수 있으며 이는 궁극적으로 주가에 긍정적인 효과를 가져다 줄

6) 김철중, 송명규, "IR활동과 투자행태에 관한 연구", 「증권학회지」, 제24권 제1호, 한국증권학회, 1999, pp55-81.

7) 15개 외국기업은 모두 Fortune誌가 매년 7월에 선정하는 Global 500대 기업의 상위에 드는 기업들로 구성되었다.

것이다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1) IR공시에 따라 이와 관련된 기업의 주가는 양(+)⁸⁾의 비정상수익률을 나타낼 것이다.

주식시장에 상장된 기업의 국적 수, 상장기업의 수, 거래량, 거래총액, 역사 등의 측면에서 볼 때, 한국의 주식시장은 런던이나 뉴욕의 주식시장들에 비해 덜 발달된 시장으로 분류되어진다. 또한 한국시장에 상장된 기업은 선진 자본시장에 상장된 다국적기업들에 비해 IR활동에 대한 인식도 낮고 활동도 미비한 실정이다. 따라서, 국내 주식시장에 상장된 국내기업의 IR활동에 의한 영향과 선진 자본시장에 상장된 다국적기업들의 IR활동에 의한 영향과는 차이가 있을 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2) 국내기업들의 IR활동에 의한 비정상수익률이 외국기업들의 IR활동에 의한 비정상수익률보다 높을 것이다.

우리나라는 1997년 외환위기 이후, 외국인에 대한 주식시장의 제도적 개방을 실시하였으며, 외국인 투자자들의 국내주식시장에 대한 관심 증가와 함께 지속적인 투자가 이루어져 그들의 비중 또한 상당히 증가되었다. 그 결과, 2004년 국내증권시장의 시가총액 대비 외국인의 보유비중은 42.0%까지 이르렀다.⁸⁾ 국내주식시장에 대한 외국인투자자의 비중이 이처럼 확대됨에 따라 이들을 대상으로 하는 기업의 해외공시는 해당기업의 주가수익률에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 왜냐하면 국내주식시장이 외국인에게 완전 개방된 이후 외국인의 투자동향을 살펴보면, 2002년 1년을 제외한 모든 기간에 있어서 외국인의 순매수가 지속되어왔기 때문이다. 따라서 이들 외국인 투자자들을 대상으로 한 해외공시는 해당기업의 정보를 분석기간 동안 순매수를 보였던 외국인 투자자들에게 제공하게 됨으로써 해당기업 주식에 대한 매수를 촉진시켜 주가가 상승하였을 가능성이 높기 때문이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 3) IR의 해외공시는 국내공시 또는 국내외공시 보다 높은 비정상 수익률을 나타낼 것이다.

국내기업들의 연간실적보고에 관한 IR공시가 이루어지는 시점은 2월과 3월이 대부분이다. 이 시기에 이루어지는 IR공시에 대한 일반투자자들과 증권분석가들의 반응은 대체로 향후 해당 년도에 대한 기대감으로 인해 긍정적이다. 따라서 8월과 9월에 발표되는 반기의 실적보고에 비해 이 기간에 발표되는

8) 금융감독원, “외국인 투자동향 분석”, 2005, p8.

연간실적보고에 관한 IR공시는 주가수익률에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 4) 연간실적보고에 관한 IR공시는 해당 년도에 대한 기대감이 반영되어 양(+)¹의 비정상수익률을 보일 것이다.

기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 기업의 중요정보를 기업이 특정한 대상(기관투자자 또는 애널리스트)에게 선별적으로 제공함으로써 상대적으로 일반투자자는 정보의 부족 및 정보불균형에 직면하여 주식시장의 투명성이 떨어지는 결과를 초래해 왔다. 따라서 금융감독원은 이러한 정보의 불균형을 해소하기 위해 미국증권거래소가 시행하고 있는 공정공시제도(Fair Disclosure)의 국내시행을 검토하였고 그 결과 이 제도를 2002년 11월 1일부터 시행하게 되었다. 공정공시제도는 투자자에게 공정공시의 중요대상이 되는 장래사업, 경영계획, 영업실적에 대한 전망이나 예측, 그리고 정기보고서 제출 이전의 영업실적 등을 특정인(집단)에게 정보를 제공하기 10분전까지 거래소의 공시시스템으로 공시하는 제도를 말한다. 투자자는 이에 대한 기대감을 반영하여 기업의 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이며, 공정공시제도를 실시한 2003년 11월 1일 전·후, 기업의 비정상수익률에는 통계적으로 유의한 차이를 나타낼 것으로 예측하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 5) 공정공시제도에 실시에 대한 투자자의 기대를 반영하여 실시 후에 상대적으로 높은 비정상수익률을 나타내며, 실시 전·후의 CAR은 유의한 차이를 보일 것이다.

CAPM에 따르면 규모가 작은 기업의 수익률이 규모가 큰 기업의 수익률보다 높게 되고 이는 기업가치의 할인율을 높이는 결과를 낳기 때문에, 기업의 가치에는 음(-)의 영향을 미치게 된다. Banz(1981), Reinganum(1981)은 총자산의 규모를 대용변수로 사용하여 비정상수익률은 기업규모와 음(-)의 관계를 나타낸다고 주장했다. 또한 비교적 소규모의 기업이 IR공시를 한다면 대규모 기업의 IR공시에 비해 주식투자자들에게 매우 좋은 뉴스로 인식되어질 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 6-1) IR활동 공시 기업의 CAR과 기업규모와는 음(-)의 관계를 나타낼 것이다.

IR활동 목적의 배경에는 자기자본이익률(Return On Equity : ROE)에 대한 높은 요구가 내재되어 있다. 이것은 수익성을 나타내는 대용변수(Proxy)로써, 투자자본에 대한 경영성과 및 기업경영에 투하된 자본사용의 효율성을 나타낸다. 이 지표는 기업의 자기자본에 대한 기간이익 비율로 나타내며, 기업의

이익창출능력을 표현해 준다. 따라서 이 비율이 높으면 주가도 높게 형성되는 경향이 있을 것이므로 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 6-2) IR활동 공시 기업의 CAR과 자기자본이익률은 양(+)¹⁾의 관계를 나타낼 것이다.

주당순이익(EPS)은 역사적 정보(historical Information)를 이용하여 미래의 보통주 수익성을 예측할 수 있는 정보를 제공한다. 일반적으로 주당순이익의 증가는 수익증대라는 측면에서 주가에 긍정적인 효과로 작용한다. 실질적으로 주당순이익 또는 순이익의 증가는 기업에 있어 현금유입의 증가를 단정하는 것은 아니지만, 영업이익이 감소하는 경우를 제외한 주당순이익의 증가는 주가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 6-3) IR활동 공시 기업의 CAR과 주당순이익은 양(+)²⁾의 관계를 나타 낼 것이다.

부채비율은 자본구성의 건전성 여부를 판단하는 대표적인 지표로써, 기업의 소유재산 중에서 부채가 어느 정도를 차지하고 있는가를 나타내는 비율이다.

대리인이론에 따라, 주주와 채권자들이 경영자를 통제하는 비용이 발생하고 이것은 가격에 반영될 것이다. 따라서 경영자는 이 통제비용을 줄이기 위해서, 그리고 외부자금조달에 대한 자본비용을 줄이기 위해서 기업정보를 더욱 자발적으로 공개하려는 유인을 가질 것이고 그에 따라 IR을 통한 투자자 관리를 하게 될 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 6-4) IR활동 공시 기업의 CAR과 부채비율은 음(-)³⁾의 관계를 나타낼 것이다.

2) 조사 방법론

(1) IR 공시에 따른 주가변화에 대한 사건연구

본 연구에서는 먼저 기업설명회 신고공시와 관련하여 비정상수익률이 발생하는지를 보기 위해 사건연구(event-study)를 한다. 사건연구에서는 기업설명회 신고공시를 한 표본기업들의 비정상수익률을 구하여 주식수익률의 변화유무에 대한 t-검정을 실시한다.

기업설명회 신고공시가 해당 기업의 주식수익률에 미치는 영향을 분석하기 위한 사건연구의 분석기

간은 기업설명회 신고공시일 전·후 -20일~+20일(공시일(0)을 포함하여 총 41일)로 정하고, 이 기간동안의 비정상수익률(AR)과 누적비정상수익률(CAR)을 구하여 공시일을 전·후한 기간 동안의 주가반응을 분석한다.

비정상초과수익률을 구하는 방법에는 평균조정수익률 모형(mean-adjusted return model), 시장조정수익률 모형(market-adjusted return model), 그리고 시장/위험조정 모형(market and risk-adjusted model(market model)) 등이 있다. 위의 3가지 모형 중 시장모형과 같이 위험이 조정된 이론적으로 우수한 모형이, 위험조정이 안되고 이론적으로 덜 정교한 모형 즉, 평균조정수익률 모형이나 시장조정수익률 모형보다 실제로 높은 설명력이 있다고 반드시 주장할 수는 없다. 이론적으로 정교한 모형이라도 그 모형이 일정한 가정에 의거하여 도출되었고 만약 그 가정이 현실에 맞지 않을 경우에는 성과측정상 문제가 있을 수 있기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 세 가지 모형의 결과에 큰 차이가 없다는 기존연구의 결과⁹⁾를 토대로 비교적 간단하게 비정상수익률을 구할 수 있는 시장조정수익률 모형을 이용하도록 한다.¹⁰⁾

$$AR = R - R_{mt} \tag{식1}$$

여기서, R : t 일의 표본기업(i) 주식수익률

R_{mt} : t 일의 시장 포트폴리오 수익률을 나타낸다.

<식1>에 의해 구해진 개별 표본기업의 비정상수익률을 t 일의 표본기업 수로 나누어 t 일에서의 AR 평균을 다음의 <식2>로 계산하였다.

$$AR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR \tag{식2}$$

N_t : t 일의 표본기업(i) 개수

누적비정상수익률인 CAR 은 사건기간 동안의 AR 을 누적한 것이며, 다음의 <식3>으로 계산한다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t \tag{식3}$$

t_1 : 사건기간의 시작일

t_2 : 사건기간의 종료일을 나타낸다.

사건기간 동안 AR 과 CAR 의 통계적 유의성을 알아보기 위하여 t 검증을 실시하였으며, 이를 위하여

9) 김찬웅·김경원, “사건연구에서의 주식성과 측정”, 「증권학회지」, 제20권, 한국증권학회, 1997, pp301-327.
 10) 시장조정 수익률모형은 주식의 사전적 기대 수익률이 주식 간에 동일하나 각 주식의 수익률은 다를 수 있다는 가정 하에서 이용된다. 이 모형은 Latane & Jones(1997)가 기대치 않는 이익의 영향 분석 시, 기준모형으로 사용했었고, Marsh(1979)는 영국시장에서 효율적 시장 검증에 산업수익률 조정모형과 시장모형을 이용하였다. 그 이후 Brown & Warner(1985)의 검증 이후로 국내·외적으로 사건연구에 많이 이용되었다.

횡단면 독립성을 가정한 Brown and Warner(1985)의 방법을 사용하여 검정통계량을 구한다. 사건기간 동안의 AR과 CAR의 검정통계량은 다음 각각의 식에 의해서 계산된다.

$$t_{AR_t} = \sqrt{N_t} \cdot \sum_{i=1}^{N_t} \frac{AR_{it}}{\hat{S}(AR_{it})} \quad <식4>$$

$$\text{여기서, } \hat{S}(AR) = \sqrt{\left(\sum_{t=-20}^{+20} (AR - AR_i^*) \right) / 40}$$

$$AR_i^* = \frac{1}{41} \sum_{t=-20}^{+20} AR$$

$$t_{CAR}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_t / \sqrt{\sum_{t=t_1}^{t_2} \hat{S}^2(AR_t)} \quad <식5>$$

$$\text{여기서, } \hat{S}^2(AR_t) = \frac{1}{40} \sum_{t=-20}^{+20} (AR_t - AR^*)^2$$

$$AR^* = \frac{1}{41} \sum_{t=-20}^{+20} AR_t$$

(2) 기업특성에 대한 횡단면 회귀분석

국내기업의 사례를 중심으로 기업설명회 실시 기업의 특성변수들이 기업설명회 신고공시에 따른 비정상수익률에 미치는 영향을 분석하기 위해서, CAR을 종속변수로 설정하고, 기업의 규모, 자기자본이익률, 주당순이익, 부채비율을 설명변수로 사용하는 횡단면 분석을 실시하도록 한다. 기업의 규모를 나타내는 대용변수(Proxy)로는 시가총액(Market value)을 사용하였는데, 로그(Log)를 취하여 분석하도록 한다.

또한 횡단면회귀분석에 설명변수로 사용되는 각 변수들의 값은 기업의 IR공시 직전년도말의 값을 사용하도록 한다. 이와 같은 횡단면 회귀분석은 다음과 같다.

$$CAR_i = a_i + \beta_{1i}MV_i + \beta_{2i}ROE_i + \beta_{3i}EPS_i + \beta_{4i}DEBT_i + \epsilon_t \quad <식6>$$

MV_i : 기업 i 의 IR 공시 직전년도말의 시가총액

ROE_i : 기업 i 의 IR 공시 직전년도말의 자기자본이익률

EPS_i : 기업 i 의 IR 공시 직전년도말의 주당순이익

$DEBT_i$: 기업 i 의 IR 공시 직전년도말의 부채비율

IV. 실증분석의 결과와 시사점

1. 국내외 기업의 IR 공시에 따른 주식수익률의 변화

본 연구에서는 2000년 4월부터 2005년 5월까지 기업설명회 신고공시 사례를 대상으로 하여 국내기업 전체 106개 기업, 337건수, 외국기업 전체 15개 기업, 100건수를 연구대상으로 하였다.

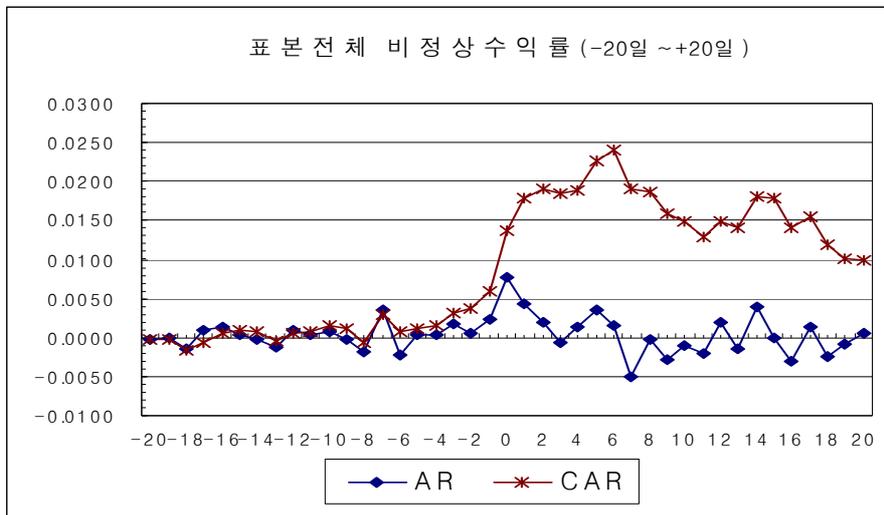
공시일을 기준으로 -20일부터 +20일까지 41일 동안의, 국내기업 사례의 전체표본, 국내공시기업, 국내외공시 기업, 해외공시기업, 반기실적보고기업, 연간실적보고 기업의 CAR에 대한 결과는 다음과 같다.

<표 4-1> IR공시에 따른 CAR 결과값¹¹⁾

	전 체	국내 공시	국내외공시	해외 공시	반기실적 보고	연간실적 보고
-20일~+20일	0.0099	0.0098	-0.0250	0.0270	-0.0066	0.0567**

*, **, ***는 각각 통계적으로 10%, 5%, 1%내에서 유의함을 나타낸다.

[그림 4-1] 전체표본의 AR 및 CAR 추세선(기업=106 건수=337)



국내기업의 경우, 전체표본을 대상으로 분석한 결과, 전체사건기간(-20일~+20일) 동안에서는 +0.99%의 양(+)의 누적초과수익률을 나타냈다. 기간별로 살펴보면, -8일에는 -0.06%의 음(-)의 누적비정상수익률을 나타냈으나, -9일부터 상승하여 +6일에서는 2.4%의 (+)의 누적초과수익률을 나타냈다. 이것은 <가

11) 사건기간(-20일~+20일) 내의 각 일별 CAR값을 나타낸 표는 부록에 수록하였음.

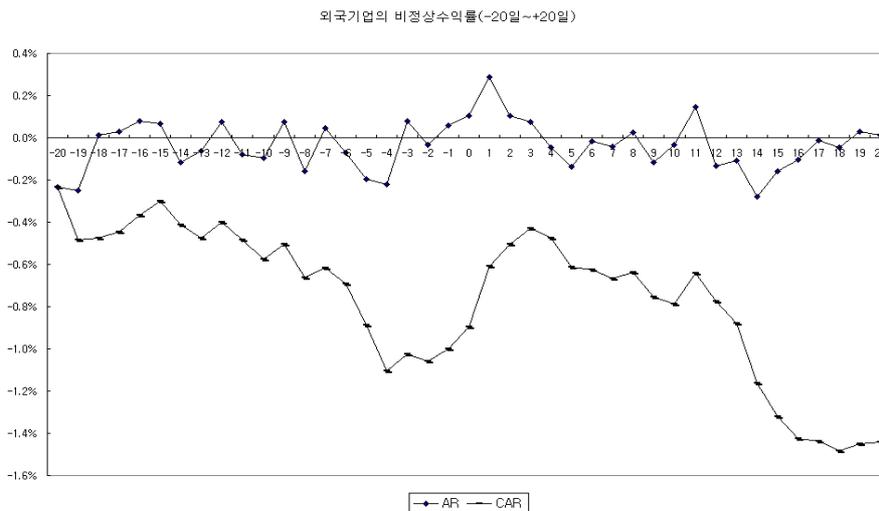
설1>의 IR공시에 따라 해당 기업의 주가는 양(+)의 비정상수익률을 나타낼 것이라는 가설과 일치되는 결과이며, 공시일(0)부터 +9일까지는 통계적으로 유의한 값을 나타내어 연구가설을 지지하고 있다.

국내기업 사례의 전체사건기간 동안의 AR 및 CAR의 추세를 나타낸 <그림 4-1>을 통해 자세히 살펴보면 다음과 같다.

국내기업의 경우 IR의 사전적 기대효과로 인해 -2일부터 CAR이 급격히 상승하였고, +6일에 가장 높은 CAR값을 나타낸 후, 조정되는 추세를 나타내고 있다. 또한 전체적으로 양(+)의 CAR값을 나타내어, Brennan & Tamarowski(2000), 김철중·송명규(1999), 황인태(1996)의 연구에서 IR공시가 주가에 긍정적인 영향을 준다는 연구결과와 동일한 결과를 나타내고 있음을 알 수 있다.

이에 비해 Fortune誌가 2004년도에 선정한 Global 500대 기업에 속한 외국기업 15개사가 실시한 100건의 IR활동에 따른 AR, CAR의 결과는 다음과 같다.¹²⁾

[그림 4-2] 외국기업의 AR 및 CAR 추세선(기업=15 건수=100)



<그림 4-2>에서 보는바와 같이, 전체사건기간 내내 음(-)의 CAR을 나타내고 있다. 이러한 결과는 IR공시에 따라 해당 기업의 주가가 양(+)의 CAR을 나타낼 것이라는 가설과 상반되는 것이며, 또한 사건기간동안 양(+)의 CAR을 나타내었던 국내기업 사례의 결과와 반대되는 것이다. IR활동을 실시한 사건일(0)을 기준으로 -20일부터 -0.4%의 CAR을 나타내다가 -4일까지 지속적으로 하락하였다. 그 후 상승과 반복을 계속하던 CAR은 +20일까지 더 큰 폭으로 하락하였다. 특히, -20일부터 -17일, -5일부터 사건일, +14일부터 +20일까지의 CAR은 통계적으로 유의한 수준이었다. 이렇듯 외국 다국적기업의 경우 IR 공

12) 외국기업 사례에 대한 사건기간(-20일~+20일) 동안의 각 일별 AR, CAR값을 나타낸 표는 부록에 수록하였음.

시를 할 경우, 오히려 주가에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타나게 된 이유는 본 연구에서 표본으로 삼은 외국기업의 대부분이 선진화된 주식시장에 상장된 기업들이기 때문에, 이미 투자자 정보불균형과 같은 문제점들이 개선된 효율적인 이들 선진주식시장에서는 공시제도에 따른 효과가 미비할 것이기 때문으로 보인다.

국내의 기업의 IR공시에 따른 주식수익률의 변화를 살펴본 결과, 국내기업의 경우에는 정(+)의 누적비정상수익률을, 외국기업의 경우 부(-)의 누적비정상수익률을 나타냄으로써 국내기업의 경우 기업의 가치를 증대시키는 방안의 일환으로 IR활동을 적극적으로 이용하는 것이 바람직할 것이며, 국내기업과 외국기업 간의 상반된 결과는 국내의 금융시장이 선진국 금융시장에 비해 여전히 정보의 불균형이 해소되지 않고 있음을 보여주는 것이라 할 수 있다.

2. 국내기업 IR 공시의 종류에 따른 주식수익률의 변화

1) 공시별 효과분석 결과

기업설명회 신고공시를 한 기업들의 표본들 가운데, 기업설명회 대상에 따라, 국내공시, 국내외공시, 해외공시로 구분하여 공시대상이 달라짐에 어떤 효과를 발생하는지를 연구하기 위해 각 공시별 CAR을 분석하였다.

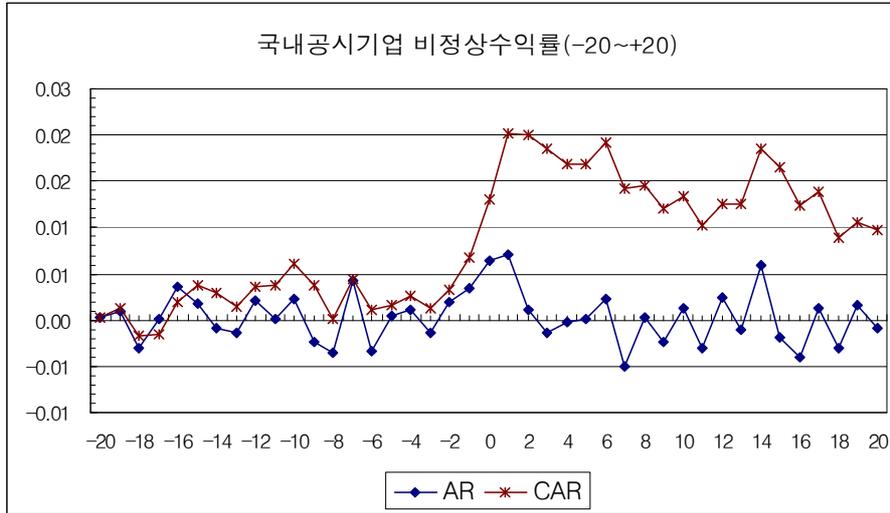
(1) 국내공시 효과분석

국내공시는 국내의 기관투자자, 애널리스트, 펀드매니저 및 투자분석가, 언론사, 일반투자자, 개인투자자 등을 대상으로 하여 기업설명회를 실시한 표본들로 정의한다. 국내공시 사례 표본은 전체 92개 기업, 210건이 분석되었다.

공시일을 기준으로 -20일 ~ +20일 기간동안의 CAR은 +0.98%의 양(+)의 누적초과수익률을 나타냈다. 기간별로는 -17일에는 -0.16%로 음(-)의 누적초과수익률을 나타냈으나, -2일부터 급격한 상승추세를 나타내어 +1일에는 +2.02%의 양(+)의 누적초과수익률을 나타냈다. 이러한 결과는 표본전체에서 나타난 결과와 상당히 유사하게 나타났는데, 이것은 전체표본 106개 기업, 337건수에서 국내공시 사례의 높은 비중으로 인해 유사한 결과값을 나타낸 것으로 분석된다. 또한 +1일에서 +3일 기간에서의 CAR 값은 통계적으로 매우 유의한 결과였다.

사건기간 동안 국내공시 기업의 AR 및 CAR의 추세를 나타낸 <그림 4-3>을 살펴보면, 공시일(0일)을 기준으로 공시일 이전기간에서는 비교적 완만한 형태의 양(+)의 누적초과수익률을 보이다가, 공시일 이후부터 몇 일간 급격하게 높은 양(+)의 누적초과수익률을 보이고 있음을 알 수 있다. 이러한 추세는 앞서 살펴본 전체표본의 결과와 유사한 결과이다.

[그림 4-3] 국내공시 기업의 AR 및 CAR 추세선(기업수=92 건수=210)



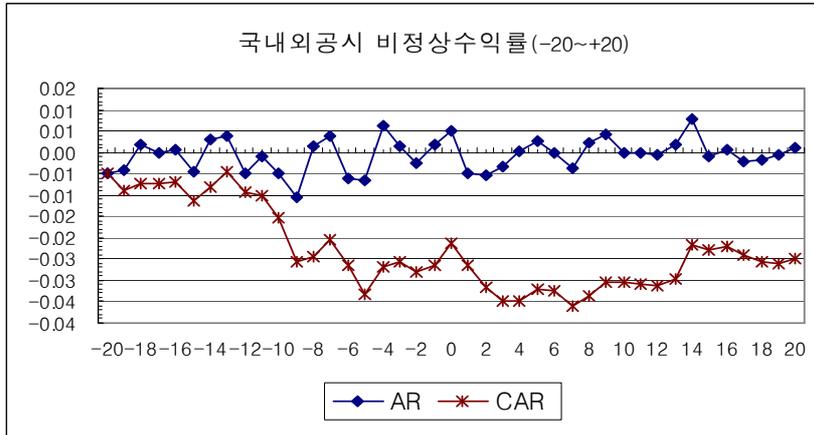
(2) 국내외공시 효과 분석

기업설명회 신고공시를 한 기업들의 표본들 가운데, 국내외공시는 국내의 기관투자자, 애널리스트, 펀드매니저 및 투자분석가, 언론사, 금융기관 조사담당자, 개인투자자, 주주 등을 대상으로 하여 기업 설명회를 실시한 표본들로 정의한다. 국내외공시사례는 23개 기업, 59건수가 분석되었다.

국내외공시 사례에서 사건기간 동안 -2.50%의 음(-)의 누적초과수익률을 나타내었다. 기간별로는 -11일에 -0.1%의 누적초과수익률을 나타내어 +7일에 -3.59%까지 하락하는 추세를 나타냈다. -18일~ -10일, +14일~ +20일 기간을 제외하고, 전 기간에 걸쳐 통계적으로 유의한 값이었다.

이러한 결과는 <그림 4-4>에서 보는바와 같이, 앞서 살펴보았던 표본전체와 국내공시에서의 IR이 주가에 미치는 영향과는 상반된 결과이다. 따라서 IR대상이 국내와 국외의 기관투자자, 증권분석가, 개인투자자, 언론 등에 동시에 실시되는 경우에는 양(+)의 기대효과가 존재하지 않고, 음(-)의 조정효과를 발생시켜 공시일(0)부터는 더욱 주가수익률이 하락한다는 것을 알 수 있었다. 국내외 기관투자자들을 대상으로 기업설명회를 개최할 경우, 해당 기업의 주가에 부정적인 결과가 미친 것은, 이러한 국내외 기관투자자들을 대상으로 한 기업설명회의 개최 이유의 대부분이 해당 기업에 대한 시장에서의 부정적인 인식의 확산에 기인한 것이기 때문인 것으로 보인다.

[그림 4-4] 국내외공시 기업의 AR 및 CAR 추세선(기업수=23 건수=59)

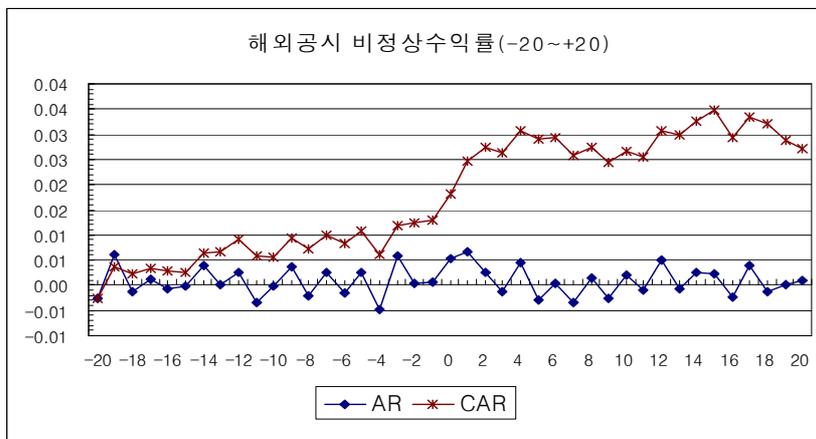


(3) 해외공시 효과 분석

해외공시는 해외의 기관투자자, 투자자, 신용평가사, 애널리스트 등을 대상으로 하여 기업설명회를 실시한 표본들로 정의한다. 해외공시 사례는 43개 기업, 63건수가 분석되었다.

해외공시 사례에서는 전체사건기간 동안에 +2.70%의 양(+)의 누적초과수익률을 나타냈다. <그림 4-5>를 통해 기간별로 살펴보면, -20일에 -0.26%의 음(-)의 누적초과수익률을 나타냈으나, 이후 기간부터 양(+)의 누적초과수익률을 나타내고 있음을 알 수 있다. 즉, -3일부터 급격한 상승추세를 나타내어 +15일에는 +3.49%의 누적초과수익률을 나타냈다. 이러한 결과는 국내공시에서의 +0.98%와 비교해 볼 때 상당히 높은 수준의 값이다.

[그림 4-5] 해외공시 기업의 AR 및 CAR 추세선(기업수=23 건수=59)



이와 같은 결과는 <가설3>의 IR의 해외공시는 국내공시 보다 높은 비정상수익률을 나타낼 것이라는 가설과 일치하는 결과이다. 따라서 외국인에 대한 국내주식시장의 개방이후 외국인의 관심이 점차 높아졌고, 국제투자자들을 통한 자금조달로 자금조달원이 다양해짐에 따라 국내기업의 대외경쟁력이 향상되기 때문에 IR의 해외공시가 주가에 긍정적인 효과를 나타내는 것으로 분석된다. 또한 공시일(0) 후, +9일~+11일, +19일~+20일을 제외하고는 통계적으로 유의한 결과를 나타냄으로써 이와 같은 연구 결과를 지지하고 있음을 알 수 있다.

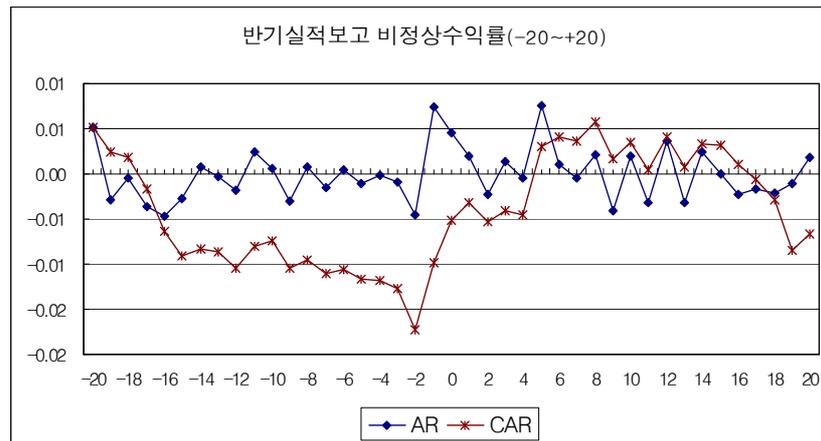
2) 분기별 공시효과 결과분석

기업설명회 신고공시 기업들 가운데, 분기별 실적보고에 대한 효과를 연구하기 위하여, 각 분기별로 표본을 분석하였다. 분기별 실적보고에서는 기업설명회의 대상자들인 증권분석가, 투자자, 언론관계자들의 주관심대상인 반기실적보고(2분기 실적보고)와 연간실적보고(4분기 실적보고)를 중심으로 분석하였다.

(1) 반기실적보고 효과 분석

투자자들의 주관심대상 가운데 하나인 반기실적보고(2분기 실적보고)를 실시한 47개 기업, 69건수의 사례를 분석한 결과는 다음과 같다.

[그림 4-6] 반기실적보고 기업의 AR 및 CAR 추세선(기업수=47 건수=69)



<그림 4-6>에서 설명하는 것과 같이, 공시일(0)을 기준으로 전체사건기간 동안 -0.66%의 음(-)의 누적 초과수익률을 나타냈다. 구간별로는 -2일까지 음(-)의 비정상초과수익률을 나타냈으나, -1일부터 급격히

상승하여 IR에 대한 긍정적인 측면의 기대효과를 나타냈다. +5일부터는 양(+)의 누적초과수익률을 나타냈으나, 다시 +13일부터 하락하는 음(-)의 조정효과로 양(+)의 기대효과가 상쇄되고 있음을 알 수 있다. 그러나 -2일, -1일, +5일에만 AR의 값이 통계적으로 유의하였고, CAR은 전체기간에 있어서 통계적으로 유의하지 않았다.

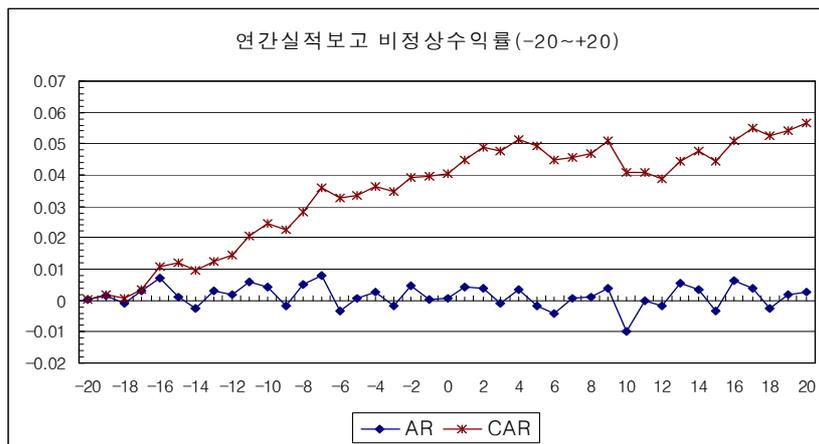
공시일(0) 기준 -10일~+10일 사건기간에서, -2일에 -0.28%로 나타났으나, -1일부터 상승추세를 나타내어 사건기간 전체에서는 +1.53%의 양(+)의 누적초과수익률을 나타냈다. 통계적 유의성은 +1일에만 나타났다. 이러한 결과는 IR활동이 주시가격에 유의적인 영향을 주지 않는다고 주장한 Dennis(1973)의 연구결과와 일치하는 것이다.

(2) 연간실적보고 효과 분석

연간실적보고(제4분기 실적보고)를 실시한 기업들의 사례는 모두 26개 기업, 39건수에 해당되었으며 이들을 분석한 결과는 다음과 같다.

<그림 4-7>에서 볼 수 있듯이, 공시일(0)을 기준으로 전체사건기간 동안 +5.65%의 높은 양(+)의 CAR을 나타냈으며, 사건기간 내내 지속적인 상승추세를 나타냄으로써 사전적인 양(+)의 기대효과가 상당히 크게 나타남과 동시에 사후적으로 음(-)의 조정효과가 나타나지 않음이 발견되었다. 이것은 반기실적보고에 관한 결과에서 사전적 기대효과는 있었으나, 전체적으로 음(-)의 조정효과로 상쇄된 CAR을 나타낸 결과와는 다른 결과이다. 따라서 IR대상자들은 반기실적보고보다는 연간실적보고에 상당히 민감한 반응을 보이는 것으로 분석된다. 특히, -6일부터 +20일까지의 CAR 값은 통계적으로 유의하였다.

[그림 4-7] 연간실적보고 기업의 AR 및 CAR 추세선(기업수=26 건수=39)



따라서 연간실적 보고 효과분석에서는 IR공시에 따라 주가에 긍정적인 효과를 나타낼 것으로 기대

한 <가설1>을 지지하고 있다. 또한, IR공시에 대한 일반투자자들과 증권분석가들의 반응은 대체로 향후 해당 년도에 대한 기대감으로 인해 긍정적이기 때문에 8월과 9월에 발표되는 반기의 실적보고에 비해 이 기간에 발표되는 연간실적보고에 관한 IR공시는 주가수익률에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측한 <가설4>과 일치하게 나타났다.

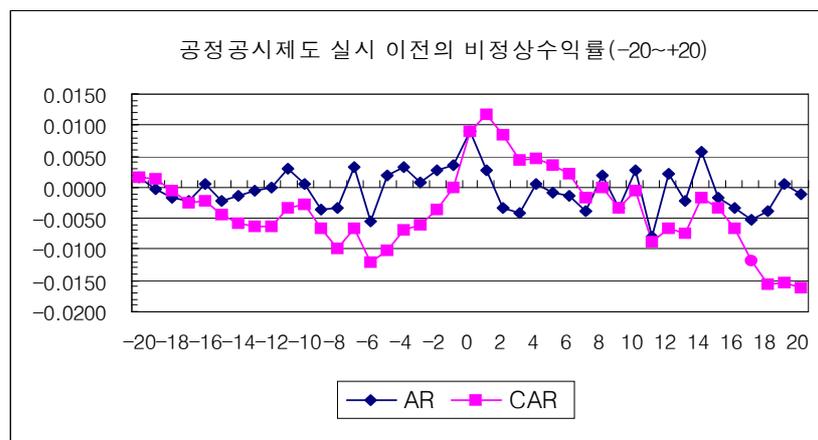
3) 공정공시제도 실시에 따른 효과분석

증권거래법상 공시제도는 기업 스스로 재무 및 경영상황을 공표하게 하여 투자자에게 충분한 투자 판단자료를 제공하는 한편, 시장참여자간 정보의 비대칭을 방지하기 위한 것으로, 금융감독위원회가 2002년 11월 1일부터 공정공시제도를 실시하였다. 이러한 공정공시제도는 상장법인 등이 애널리스트 또는 기관투자자 등 특정집단에게 기업의 중요정보를 제공하는 경우, 그 내용을 일반 투자자에게도 즉시 공시하도록 하는 것이다. 따라서 정보의 비대칭성 해소를 통한 불공정거래 가능성을 축소하고자 하는데 그 목적이 있다.

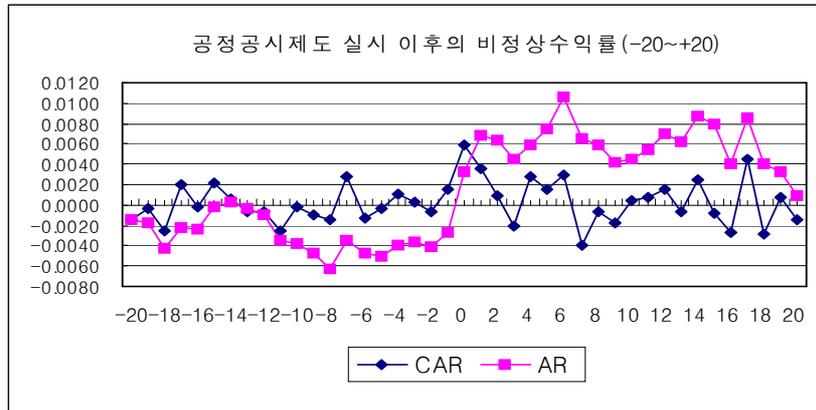
따라서 본 연구에서는 상장기업이 자사에 대한 투자 유치를 목적으로 행하는 기업설명회와 정보의 비대칭을 해소시킴으로써 일반 투자자들에게도 투자 수익의 기회를 확대시켜주는 공정공시제도가 깊은 관련이 있을 수 있다는 전제하에 공정공시제도 시행 이전기간에서의 IR공시가 주가에 미치는 영향력과 공정공시제도 시행 이후기간에서의 IR공시가 주가에 미치는 영향력을 상호 비교분석하였다.

<그림 4-8>은 공정공시제도 실시 이전 54개 기업, 110건을 분석한 비정상수익률의 추세를 나타낸다. 공시일(0)을 기준으로 -2일에 -0.36%의 음(-)의 CAR을 나타냈으나, -1일부터 상승하여 +0.01%의 양(+)의 CAR 값을 나타냈다. -20일~+20일 기간 전체에서는 -1.63%의 음(-)의 CAR을 나타냈다.

[그림 4-8] 공정공시제도 이전의 AR 및 CAR추세선(기업수=54 건수=110)



[그림 4-9] 공정공시제도 이후의 AR 및 CAR추세선(기업수=52 건수=227)



<그림 4-9>은 공정공시제도 실시 이후 52개 기업, 227건수를 분석한 비정상수익률의 추세선을 나타낸다. -1일에는 -0.27%의 음(-)의 CAR을 냈으나, 공시일(0)부터 상승하여 +0.32%의 CAR을 나타냈으며, 기간 전체에서는 +0.09%의 양(+)의 CAR을 나타냈다.

위에서 볼 수 있듯이, 공정공시제도 실시 이후에 상대적으로 높은 CAR을 실현했으며, 공정공시제도 실시 전·후의 CAR 값의 차이 존재여부를 분석하기 위해서 T-test를 실시한 결과, 통계적으로 유의한 차이를 나타내어 <가설5>를 지지하는 결과를 나타냈다. 따라서 정보의 불균형을 해소하기 위한 공정공시제도의 시행은, 투자자의 기대감을 반영하여 기업의 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 정책당국의 공정공시제도의 실시가 어느 정도 정착되었음을 의미하는 것으로 기본적으로 정보의 획득에 있어서 불리함을 가지고 있는 외국인투자자들의 국내기업에 대한 투자를 유인하는데 도움을 줄 것으로 예상되어진다.

<표 4-3> 공정공시제도 실시 전후 T-test 결과값

공정공시제도 실시 전후	Before 평균(1)	After 평균(2)	평균 차이 (1) - (2)	T-value
	-0.004	0.0015	-0.005	-4.11***

*, **, ***는 각각 통계적으로 10%, 5%, 1%내에서 유의함을 나타낸다.

3. 횡단면 회귀분석 결과

국내기업의 사례를 중심으로 IR공시가 해당기업의 주가수익률에 미치는 영향력을 나타내는 CAR과 기업의 특성변수들 사이의 관계를 분석하기 위해서 CAR을 종속변수로 하고, 기업의 규모, 기업의 수익

성, 주당순이익, 부채비율을 설명변수로 하는 횡단면 회귀분석을 수행하였다. 기업의 규모를 나타내는 대용변수로 시가총액을 사용하였는데, 이 변수는 자연로그(Log)를 취하여 표준화시켜서 분석하였다.

<표 4-4> 그룹별 횡단면회귀분석 결과

구 분	Intercept	시가총액	ROE	EPS	부채비율	Adj R ²
표본전체	0.0038 (0.06)	0.001 (0.21)	0.0000 (0.05)	-0.0000 (-0.26)	-0.0019 (-0.65)	-0.0129
국내공시	-0.2224 (-2.61)***	0.0186 (2.69)***	-0.0000 (-0.03)	-0.0000 (-1.58)	0.0003 (0.09)	0.0192
국내외공시	0.0135 (0.08)	-0.0107 (-0.76)	0.0005 (2.20)**	0.0000 (0.76)	0.0889 (3.11)***	0.1381
해외공시	-0.2136 (-1.25)	0.0192 (1.39)	0.0002 (1.27)	-0.0000 (-1.03)	0.0391 (1.87)*	0.1296
반기실적보고	-0.3465 (-2.06)**	0.0236 (1.60)	0.0005 (2.25)**	-0.0000 (-0.21)	0.0795 (2.69)***	0.2077
연간실적보고	0.2203 (1.48)	0.0183 (-1.59)	0.0004 (1.79)*	0.0000 (0.79)	0.0508 (2.15)**	0.0963

주> ()안은 t-value를 나타내며 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타냄

이에 대한 결과가 <표 4-4>에 나타나 있다. 전체표본에 대한 횡단면 회귀분석결과를 살펴보면, 기업 설명회 신고공시 기업의 CAR과 기업의 수익성 지표인 ROE가 양(+)의 관계를 나타냈고, 기업의 건전성을 나타내는 부채비율은 음(-)의 관계를 나타내었으나, 통계적으로 유의하지는 않았다.

국내공시기업의 CAR과 기업의 특성변수들과의 회귀분석결과는 기존의 연구결과들과는 반대의 결과를 나타냈다. 특히 기업의 규모가 누적초과수익률과 양(+)의 관계를 나타내었으며 이러한 결과는 통계적으로 1% 범위 내에서 유의한 결과였다. 이것은 기업의 규모가 큰 기업이 국내 투자자들을 대상으로 기업설명회를 할 경우 높은 주가수익률을 시현한다는 것을 의미하는 것이다.

국내외공시 기업들의 사례에서는 기업의 규모와는 음(-)의 관계가, 그 외의 ROE, EPS, 부채비율과는 양(+)의 관계를 보였으며, 특히, ROE와 부채비율은 통계적으로 유의한 결과였다. 이러한 결과는 본 연구에서의 가설과 어느 정도 일치하는 결과로서 기업의 규모가 작을수록, 기업의 수익성이 높을수록, 부채의 비율이 높을수록 국내외공시에 따른 누적초과수익률이 높음을 의미한다.

다음으로, IR공시 기업들의 분기별 실적보고에 따른 횡단면 회귀분석의 결과는 다음과 같다. 반기 실적보고 기업들의 횡단면 회귀분석 결과에서는 기업의 수익성을 나타내는 지표인 ROE가 <가설6-3>과 일치하게 양(+)의 관계를 나타냈다. 또한 부채비율 역시 누적초과수익률과 양(+)의 관계를 나타냈으며 이러한 결과들은 각각 통계적으로 5%와 1% 범위 내에서 유의한 값이었다. 연간실적보고 기업들의 횡단면 회귀분석 결과는 반기실적보고 기업들의 결과와 동일하게 나타났다.

V. 요약 및 결론

본 연구는 2000년 4월부터 2005년 5월에 걸쳐 기업설명회 신고공시를 한 국내 기업들과 외국기업들을 연구대상으로 하여, 기업설명회 신고공시와 관련한 비정상수익률이 발생하는지를 보기 위해 시장조정모형을 이용한 사건연구(event-study)를 실시하였다. 분석기간은 특정사건 공시 전·후 -20일~+20일까지의 기간으로 공시일(0)을 포함하여 41일을 사건분석기간으로 설정하였다. 이러한 사건연구방법론과 더불어 기업설명회에 따른 해당 기업의 CAR과 기업설명회를 실시한 기업의 특성변수사이의 관계를 분석하기 위해서 횡단면 분석을 실시하였다.

그 결과 다음과 같은 결론을 얻을 수 있었다. 우선, 국내외 기업들의 IR공시에 따른 주가 변화에 대한 분석결과를 살펴보면, 국내기업들의 사례에 있어서는 IR공시가 주가에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 하지만 외국기업들의 사례에 있어서는 IR공시가 주가에 부정적인 영향을 주는 것으로 나타남으로써 상반되는 결과가 도출되었다. 이러한 결과가 도출된 이유는 우리나라의 주식시장과 외국의 다국적기업들이 상장되어 있는 주식시장간의 효율성 측면에서의 차이에 기인하는 것으로 보인다.

다음으로 국내기업 사례를 중심으로 한 공시별 효과분석결과에서, 국내공시 사례는 전체사건기간 동안 +0.98%의 양(+)의 누적초과수익률을 나타냈으나, 국내외공시 사례에서는 -2.50%의 음(-)의 누적초과수익률을 나타냈다. 해외공시 사례에서는, 국내공시 및 국내외공시를 비교해 볼 때, 그보다 더 높은 양(+)의 누적초과수익률을 나타냈다. 따라서 외국인에 대한 증시개방이후 외국인의 관심이 점차 높아졌고, 국제자본시장을 통한 자금조달이 유리해짐에 따라 대외경쟁력이 향상되기 때문에 IR의 해외공시가 주가에 긍정적인 효과를 나타내는 것으로 분석된다.

다음으로, 분기별 실적보고에 대한 효과를 살펴보면, 반기실적보고 사례에서는 전체사건기간 동안 -0.66%의 음(-)의 누적초과수익률을 나타냈으나, 통계적으로 유의하지는 않다. 연간실적보고 기업들의 사례에 있어서는 전체사건기간 동안 +5.65%의 높은 양(+)의 CAR을 나타냈으며, 사건기간 내내 지속적인 상승추세를 나타내어 사전적 양(+)의 기대효과가 상당히 컸음을 나타낸다.

또한 금융감독위원회가 시장참여자간 정보의 비대칭을 방지하기 위해 2002년 11월 1일부터 실시한 공정공시제도 전·후 기업설명회 공시에 따른 누적초과수익률의 차이를 분석해본 결과, 투자자들이 이 제도 시행에 따른 기대감을 반영하고 있어서, 제도 실시 이후에 더 높은 양(+)의 CAR을 실현하였으며, 공정공시제도 시행 전·후의 이러한 CAR간에 통계적으로 유의한 차이가 있음을 발견하였다.

마지막으로, 기업설명회 실시 기업의 특성변수들과 IR공시에 따른 누적초과수익률간의 관계를 분석하기 위한 횡단면 회귀분석의 결과를 살펴보면, 기업설명회 신고공시 기업의 CAR과 ROE가 양(+)의 관계를 나타냈고, 부채비율과는 음(-)의 관계가 있다는 것을 알 수 있었으나, 이러한 결과는 통계적으로 유의하지 않았다. 국내공시의 경우, 기업의 규모는 누적초과수익률과 양(+)의 관계로 상당히 유의한 결과를 보였다. 국내외공시 기업들의 사례에서는 수익성과는 양(+)의 관계를, 부채비율과는 음(-)의 관계

를 나타냈고, 해외공시기업들에서는 부채비율이 누적초과수익률과 양(+)의 유의한 결과를 나타냈다.

이상의 연구결과를 통해서, 본 연구는 기업설명회가 우리나라의 증권시장에서 투자자와 기업간에 정보의 비대칭을 해소함으로써, 어느 정도의 정보전달력으로 기업의 가치를 증가시킨다는 것을 알 수 있었다. 따라서 국내의 주식시장이 동북아 지역을 대표하는 주식시장으로 나아가기 위해서는 IR에 대한 이해의 재정립과 함께 기업들의 IR활동을 보다 활성화시켜 보다 높은 질적 정보공유를 통해 기업과 투자자간의 신뢰관계를 구축해야 할 것이다.

특히 본 연구는 그동안 양적인 투입물의 극대화 내지는 산출물의 절약에서 생산성을 강조하던 기존의 패러다임에서 벗어나 가치창출의 비가시적인 생산성 (Invisible Productivity)의 패러다임을 계량적으로 분석하였다는 데에 매우 중요한 의미가 있으며 IR과 같은 질적인 기업의 생산성활동이 향후 중요한 국제통상의 과제로 부각되어야 한다는 것을 강조하고 있다. 한국기업들의 국제통상활동이 급속히 증대되면서 통상정보의 비대칭문제를 해소하기 위한 IR활동의 노력은 그만큼 중차대한 미래의 도전이 되기 때문이다.

<표 5-1> IR공시에 따른 CAR 결과값

DAY	표본전체	국내공시	국내외공시	해외공시	반기실적 보고	연간실적 보고
-20	-0.0003	0.0004	-0.0048*	-0.0026	0.0052	0.0001
-19	-0.0003	0.0013	-0.0091**	0.0036	0.0024	0.0018
-18	-0.0017	-0.0018	-0.0073	0.0024	0.0019	0.0006
-17	-0.0007	-0.0016	-0.0075	0.0035	-0.0017	0.0036
-16	0.0006	0.0020	-0.0067	0.0029	-0.0064	0.0109
-15	0.0010	0.0038	-0.0113	0.0026	-0.0091	0.0119
-14	0.0008	0.0029	-0.0083	0.0064	-0.0083	0.0095
-13	-0.0004	0.0015	-0.0045	0.0066	-0.0086	0.0125
-12	0.0005	0.0036	-0.0093	0.0092	-0.0104	0.0145
-11	0.0008	0.0038	-0.0101	0.0058	-0.0080	0.0204
-10	0.0015	0.0061	-0.0151	0.0057	-0.0074	0.0246
-9	0.0012	0.0038	-0.0257**	0.0094	-0.0104	0.0227
-8	-0.0006	0.0002	-0.0243**	0.0072	-0.0096	0.0281
-7	0.0030	0.0045	-0.0206*	0.0098	-0.0111	0.0361
-6	0.0008	0.0011	-0.0266**	0.0082	-0.0106	0.0326*
-5	0.0011	0.0015	-0.0332***	0.0107	-0.0117	0.0335*
-4	0.0015	0.0026	-0.0270**	0.0061	-0.0118	0.0363**
-3	0.0032	0.0013	-0.0256*	0.0120	-0.0127	0.0346**
-2	0.0037	0.0033	-0.0281**	0.0124	-0.0172	0.0391**
-1	0.0060	0.0067	-0.0263*	0.0129	-0.0098	0.0395**
0	0.0136*	0.0131	-0.0214	0.0182	-0.0052	0.0403**
1	0.0179**	0.0202**	-0.0264*	0.0248*	-0.0032	0.0448**
2	0.0191**	0.0200*	-0.0317**	0.0275*	-0.0054	0.0487**
3	0.0185**	0.0186*	-0.0348**	0.0264*	-0.0041	0.0476**

DAY	표본전체	국내공시	국내외공시	해외공시	반기실적 보고	연간실적 보고
4	0.0190**	0.0168	-0.0346**	0.0307*	-0.0046	0.0512**
5	0.0226**	0.0169	-0.0321**	0.0289*	0.0030	0.0493**
6	0.0240***	0.0193	-0.0323*	0.0292*	0.0040	0.0450*
7	0.0190***	0.0143	-0.0359**	0.0258*	0.0036	0.0458**
8	0.0187**	0.0145	-0.0335**	0.0273*	0.0057	0.0469*
9	0.0160*	0.0121	-0.0303*	0.0246	0.0016	0.0509**
10	0.0150	0.0133	-0.0306*	0.0265	0.0036	0.0410*
11	0.0129	0.0103	-0.0309*	0.0256	0.0005	0.0408*
12	0.0148	0.0126	-0.0314*	0.0306*	0.0040	0.0388
13	0.0140	0.0126	-0.0296*	0.0300*	0.0008	0.0445*
14	0.0180	0.0185	-0.0216	0.0327*	0.0033	0.0479*
15	0.0179	0.0165	-0.0227	0.0349*	0.0032	0.0444*
16	0.0142	0.0125	-0.0219	0.0293	0.0010	0.0509**
17	0.0155	0.0138	-0.0240	0.0334*	-0.0007	0.0548**
18	0.0119	0.0089	-0.0255	0.0321*	-0.0028	0.0524**
19	0.0101	0.0105	-0.0261	0.0288	-0.0084	0.0541**
20	0.0099	0.0098	-0.0250	0.0270	-0.0066	0.0567**

*, **, ***는 각각 통계적으로 10%, 5%, 1%내에서 유의함을 나타낸다.

<표 5-2> 외국기업의 IR활동에 따른 AR, CAR 값

DAY	AR	CAR	DAY	AR	CAR
-20	-0.00235**	-0.00235**	1	0.00288*	-0.00610
-19	-0.00249**	-0.00485***	2	0.00105	-0.00505
-18	0.00012	-0.00473***	3	0.00075	-0.00430
-17	0.00029	-0.00444**	4	-0.00045	-0.00475
-16	0.00079	-0.00365	5	-0.00136	-0.00611
-15	0.00065	-0.00299	6	-0.00015	-0.00626
-14	-0.00115	-0.00414	7	-0.00040	-0.00666
-13	-0.00062	-0.00476	8	0.00027	-0.00639
-12	0.00073	-0.00402	9	-0.00116	-0.00755
-11	-0.00081	-0.00483	10	-0.00032	-0.00787
-10	-0.00094	-0.00577	11	0.00146	-0.00641
-9	0.00073	-0.00505	12	-0.00132	-0.00773
-8	-0.00157	-0.00662*	13	-0.00107	-0.00881
-7	0.00044	-0.00618	14	-0.00280**	-0.01161*
-6	-0.00072	-0.00690	15	-0.00158*	-0.01319*
-5	-0.00197	-0.00888**	16	-0.00105	-0.01425**
-4	-0.00219*	-0.01106**	17	-0.00012	-0.01436**
-3	0.00079	-0.01027**	18	-0.00046	-0.01482**
-2	-0.00032	-0.01059**	19	0.00030	-0.01452**
-1	0.00057	-0.01002*	20	0.00012	-0.01440**
0	0.00105	-0.00897*			

*, **, ***는 각각 통계적으로 10%, 5%, 1%내에서 유의함을 나타낸다.

참 고 문 헌

- 김상기, “주요재무비율과 주가수익비율과의 관계에 관한 실증연구”, 「동대논총」, 제25권 제1호, 동국대학교 경영학연구원, 1995.
- 김찬웅, 김경원, “사건연구에서의 주식성과 측정”, 「증권학회지」, 제20권, 한국증권학회, 1997.
- 김철중, 송명규, “IR활동과 투자행태에 관한 연구”, 「증권학회지」, 제24권 제1호, 한국증권학회, 1999.
- 연강흠, “증시개방후의 투자주체별 투자행태에 관한 연구”, 「증권학회지」, 제16권 제1호, 한국증권학회, 1994.
- 염후권, “기업규모와 PER이 주가에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 「경영논총」, 제21권 제1호, 고려대학교 경영대학, 1998.
- 이세근, “선진국 기관투자자의 해외증권투자”, 「88년도 심포지움」, 한국증권학회, 1988.
- 임웅기, “무상증자 실시기업의 재무적 특성과 투자자 인식에 관한 연구”, 「재무연구」, 제6권 제1호, 한국재무학회, 1993.
- 조준희, “기업 IR활동이 주가에 미치는 영향에 관한 연구”, 홍익대학교 박사학위논문, 2002.
- 정혜영, “회계의익 공시시점에서의 주가수익률분산과 거래량변동의 공통성에 관한 연구”, 「회계학연구」, 제10권, 제1호, 한국회계학회, 1990.
- 최운열, “우리나라 상장기업의 IR(Investor Relation) 정착방안”, 「서강경영논총」, 제4권 제1호, 서강대학교 경영학연구원, 1993.
- 황인태, “우리나라 상장회사의 IR 활성화 방안에 대한 고찰”, 「산업경영연구」, 제9권 제1호, 중앙대학교 산업경영연구소, 1996.
- 금융감독원, “2005.2월중 외국인투자자의 증권매매 동향”, 거시감독국, 2005.
- Ajinkya, Bipin, B. and Michael J. Gift, "Corporate Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations," *Journal of Accounting Research* Vol. 22, 1984.
- Brennan, Michael J. and Tamarowski, "Investor Relations, Liquidity, and Stock Price," *The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 12, 2000.
- Brown S.J. and J.B. Warner, "Measuring Security Price Performance," *Journal of Finance Economics* Vol. 34, 1980.
- Clarke, Geraldine, "Investor Realtion : Perceptions of annual statement," *Corporate Communications* Vol. 5, 2000.
- Deller, Dominic and Stubenrath, Michael and Weber, Christoph, "Investor Relation and the Internet - Background, Potential Application and Evidence and from the USA, UK, and Germany," *Johan Wolfgang Goethe University Working Paper*, 1998.
- Dennis, Charles N., "An Investigation into the Effects of Independent Investor Relations Firms on Common Stock Prices," *The Journal of Finance* Vol. 28, 1973.

Frank, Janes, "Investor Realtion : Surveys Edition," For Financial Times, 2003.

Hong, Harrison and Huang, Ming, "Talking up Liquidity; Insider Trading and Investor Relations," Stanford University Working Paper, 2002.

Jensen, M.C. and W.H. Mecking, "Theory of Firms; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," Journal of Financial Economics Vol. 23, 1976.

Reinganum, Marc R., "A New Empirical Perspective on the CAPM," The Journal of Financial and Quantitative Analysis Vol. 16, 1981.