

# 건설기업의 IR(투자자관계)활동이 주가에 미치는 영향에 관한 연구

An empirical Study on Effects that IR activities of construction manufacturers cause to stock prices

정경택\* 윤자영\*\* 김재준\*\*\* 최인식\*\*\*

Jung, Kyung-Taek · Yoon, Ja-Young · Kim, Jae-Jun · Choi, In-Sig

## 요 약

최근 많은 기업들이 IR활동을 진행하고 있는 상황에서 건설기업들 또한 IR활동을 추진하고 있거나, 활동을 진행하려 하고 있는데 과연 IR활동이 투자자들과 자본 조달을 위해 IR을 수행하는 건설기업들에게 정(+)의 영향을 미치고 있는지 파악하기 위해 주식가격과 IR활동 간의 상관관계에 대해 분석해 본 후, IR활동 형태가 주식가격에 미치는 영향에 대한 실증분석을 실시하려 한다. 이를 위해 IR활동에 대한 국내·외 논문을 살펴보고 전문가에 인터뷰를 통해 IR활동 공시에 따라 주가는 상승할 것이라 가설과 해외 투자자를 대상으로 한 IR은 국내 투자자를 대상으로 한 IR보다 성과가 크게 나타날 것이라 가설을 세우고, 이 2가지 가설에 검증 통해 다음과 같은 결과를 도출하였는데, 첫째, 건설기업의 IR활동은 주가에 정(+)의 영향을 주고 있는 것으로 나타나고 있으며, 둘째, 국내, 국내·외 대상으로 하는 IR활동 보다는 해외대상으로 하는 IR활동이 효과가 더 큰 것으로 나타나고 있으며, 셋째, 국내대상으로 하는 IR활동은 해외대상으로 하는 IR활동보다는 큰 효과는 아니지만, 정(+)에 효과가 있는 것으로 나타나고 있다. 이런 연구 결과들을 통해 건설 기업은 보다 활발한 IR활동을 추진하여 투자자들에게 신뢰를 줌으로써 자본조달과 기업이미지제고에 효과를 볼 것으로 본다.

키워드: IR(투자자관계), CAR(누적 초과수익률), 공정공시제도, 미국예탁증서, 주가

## 1. 서론

### 1.1 연구의 배경 및 목적

후 분양 제도가 실시되면 건설기업에 자금조달 방식중 비중이 큰 수주에 의한 자금 조달에 벗어나 다른 방법을 통한 자금 조달을 찾아야 하는 현 상황에서 건설업에 자금조달 기법면에서 보면 상대적으로 불리한 간접금융(금융기관으로부터 차입 또는 어음발행 등)에 의존하는(의존도 91%이상) 건설업체가 전체의 80%에 달하고 있다. 하지만 건설업은 위험도와 함께 수익성이 높은 산업임에도 불구하고 건설업에 대한 금융기관의 이해부족으로 금융지원 과정에서 타 산업에 비해 차별적 대우를 받고 있으며, 이로 인하여 건설업체들은 자금조달의 어려움과 함께 상

대적으로 높은 금융비용부담을 감수하고 있다. 개별 건설업체들도 제조업체, 서비스업체등 타 업체에 비해 경영에서 효율적인 자금 조달이 차지하는 중요성을 간과해 온 것이 사실이며, 이로 인해 금융기관에 의한 불합리한 차별적 대우를 받고 있지만, 범산업적 차원에서 적극적으로 시정하려는 의미 있는 노력이 많지 않았던 것 또한 사실이다. 특히 건설금융 지원에서 건설업의 산업적 특성을 감안하지 않은 획일적인 신용평가 기준의 적용은 타 산업에 비해 차별적인 지원실적뿐만 아니라 같은 업종 안에서 건설업체간의 불공정한 신용할당으로 자금 조달에 어려움을 겪고 있다. 건설업에 차입관련 어려움 중 건설업에 대한 불신(19.6%)과 제출서류(재무재표)의 불신(4.0%)이 높은 비중을 차지하고 있는(대한건설협회, 2006) 상황에서 기업의 경쟁력 증대와 효율적인 자본을 조달하기 위해서는 지금까지의 폐쇄적인 경영관행에서 벗어나 투명성을 제고하는 것이 필수적인데, 이러한 기업 경영의 투명성 제고를 위한 유용한 방법 중의 하나가 IR(Investor Relations)<sup>1)</sup>이며 공정공시제도<sup>2)</sup> 실시로 인해 건설기업도 의무적으로 실시하고 있는데, 그렇다면 과연 IR활동이 투자자들과 자본 조달을 위해 IR을 수행하는 건설기업의 주가에

\* 일반회원, 한양대 일반대학원 석사과정, oiw22@hanmail.net

\*\* 중신회원, 한양대 건축환경공학과 석박사과정, nyx80@hanyang.ac.kr

\*\*\* 중신회원, 한양대 건축환경공학과 부교수, 공학박사, jjkim0205@hotmail.com

\*\*\*\* 일반회원, 한양대 대학원 박사과정, (교신저자), FirstPower@lycos.co.kr

정(+) 영향을 미치고 있는지 알아보고 IR에 대한 이해의 재정립을 통하여 건설기업들로 하여금 IR활동을 보다 활성화 시키며, 높은 질의 정보 공유를 통해 건설기업의 신뢰성을 높이는 것이 본 논문의 목적이다.

1.2 연구의 범위 및 방법

본 연구에서는 건설기업의 IR활동이 주가에 미치는 영향을 알아보고자 하는 논문이다. 본 연구의 수행절차는 문헌고찰에서 IR에 대한 이론적 고찰과 IR에 대한 선행연구를 알아본 후 전문가 인터뷰와 기존논문 내용을 가지고 연구가설을 세운다. 연구의 가설내용을 분석하기 위해 표본 기업을 선정 후 분석방법인 시장조정 수익률법을 사용하여 통계적으로 검정하기 위해 SPSS12.0을 이용한다. 각 단계를 통해 얻어진 실증적 분석에 결과를 통해 본 연구의 결과를 도출한다.

2. IR에 대한 정의 및 역사

2.1 IR의 정의 및 대상

IR활동이란 투자자를 대상으로 하는 기업홍보 활동을 뜻한다. IR활동의 본질은 기업 스스로가 정직성, 공개성, 성실성, 그리고 적시성의 원칙 하에서 투자자들이 필요로 하는 정보를 제공하는 데에 있다.

IR과 PR 간의 비교를 통해 IR활동의 특징을 살펴보면 다음 표 1과 같다.

표 1. IR과 PR 간의 비교

구분	IR	PR
대상	주주, 투자자 및 잠재투자자, 애널리스트 <sup>3)</sup>	불특정 다수, 일반 대중 및 언론기관
목적 (내용)	기업가치의 적정평가, 자금조달, 경영권 확보, 자율·적극·전략적 내용	기업 이미지 제고, 상품 광고, 긍정적인 정보, 제품홍보 등 기업홍보
방법	설명회, 인쇄물, 연차보고서 등 다양한 방법	대중매체

출처 : 한국IR협의회

1) IR(Invenstor Relations ; 투자자관계) 미국의 GE사에 IR부서가 설립된 것이 효시이다.  
 2) 공정공시제도는 2002년 11월 1일 시행된 내용으로 한국에 모든 상장기업이 공시를 의무와 하는 제도이며, 기업정보를 Analyst 또는 Fund Manager등 특정인에게 먼저 제공하는 것을 금지하는 제도를 말한다.

또한 IR의 대상도 일정하게 분류하고 있는데 그 대상은 표2와 같다.

표 2. IR의 대상

IR의 대상
■ 주주 : 국내·외에 거주하는 현재 주주 및 잠재주주
■ 애널리스트 : 매수측/매도측 애널리스트
■ 기관투자자 : 펀드매니저
■ 브로커 : 증권사 영업담당자
■ 언론사 : 증권/금융 담당 내·외신기자
■ 국내·외 신용평가기관
■ 기타 : IR회사, 예탁기관 등

출처 : 한국IR협의회

2.2 IR의 역사

미국의 IR의 역사는 1953년 GE사에 IR부서가 설립된 것이 효시가 되었으며, 초기 IR은 개인주주에 의하여 추진되었으며, 1970 ~ 80년대에는 방어 전략의 수단으로 안정주주 확보를 위해 IR을 이용한 회사가 늘어났으며, 90년대부터 현재까지는 기관투자자에 대한 대책이 급선무로 경영방침이 바뀌어 가고 있다.

유럽의 IR의 역사는 영국은 유럽에서 IR활동이 가장 활발하며, 1980년에 IR협회를 결성하였고, 1986년도의 금융개혁조치인 빅뱅을 계기로 두드러지기 시작했으며, 독일이나 프랑스 등 유럽대륙의 기업들은 장기간 은행이나 창업자 지배하에 있었으므로 시장에 대한 의식이 낮았다. 하지만, 국제화 시대에 돌입과 함께 외국인 지주비율의 상승에 따른 폐쇄적 경영에 대한 비판과 1980년대에 있었던 국영기업의 민영화에 따라 IR의 필요성이 높아지고 있다.

일본의 IR의 역사는 1960년대 초반 해외자금 조달의 필요성 때문에 1961년 SONY사가 미국에서 ADR(American Depository Receipt ; 미국예탁증서)<sup>4)</sup>를 발행한 것이 IR활동개시의 계기가 되었으며, 1990년대에 들어 거품경제가 붕괴되면서 기업들은 비로소 IR의 중요성을 인식하였다.

한국의 IR의 역사는 1985년에 삼성전자가 상장회사 중에서

3) 애널리스트가는 기업의 투자가치를 분석하는 사람을 말한다. 구체적으로는 해당 기업에 대한 재무분석과 사업분석등을 분석하고 그 기업 주식의 미래의 가치와 가격등을 예측해서 보고서를 작성하는 등의 업무를 하게 된다.  
 4) 미국예탁증서란(American Depository Receipt) 외국의 은행, 신탁회사 등이 외국주식을 근거로 발행하는 일종의 예탁증서를 말한다. 외국주식을 미국에서 직접 거래하는 경우에는 ① 미국투자자들에게 생소하며, ② 주권 수송 등이 번잡스럽고, ③ 분실, 도난의 경우 신주권 교부가 어려운 점등 단점이 많다.

최초로 해외전화사채를 발행함으로써 시작되었으며, 1990년대 초에 들어 한국 상장회사협의회가 주관하여 IR을 소개 하면서 인식되게 되었으며, 1995년 이후, 국내 상장회사의 IR활동을 지원하기 위한 IR컨설팅 전문회사가 설립되었으며, 2002년 11월 공정공시제도가 실시되었으며 (정현주, 2002), 국내 건설회사의 최초 사례는 LG건설이 1996년 IR팀을 신설한 사실이 있다.

### 2.3 국내 IR의 공시활동

국내 IR의 공시활동은 증권선물거래소 전자공시시스템<sup>5)</sup>이나, 각 증권회사와 각 기업별 홈페이지 등을 통해 이루어지고 있으며 그 내용은 공시차트/뉴스 및 재무현황, 재무종합분석, 종합주가 지수<sup>6)</sup>, 공시분석차트 등을 보여주고 있는데, 위 내용의 예는 다음 그림1과 같다.

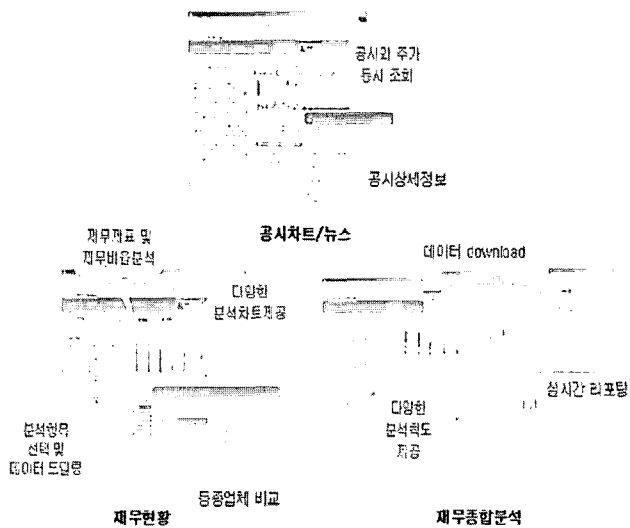


그림 1. 증권선물거래소 전자공시시스템

## 3. IR의 선행연구

현재까지 IR에 대한 국내의 연구는 IR과 주가 성과에 관한 실증 연구와 정보의 공시와 공정공시제도 등에 관한 실증 연구 및 기업의 공시에 관한 실증 연구 등이 있었으며, 국외의 연구는 IR 활동을 통한 애널리스트 수 증가와 주식의 유동성 및 자본 비용에 따른 요구 수익률의 관계 및 IR의 역할과 IR을 수행하도록 하는 유인을 탐구하기 위하여 이론적 모델을 개발하였으며, 안정

적인 소유구조와 자본 시장 개방이 일본 기업의 IR의 질에 미치는 영향과 기업의 성과에 미치는 영향 검증 등 다양한 연구가 진행되어 왔으나, 특정한 업종을 분류하여 IR활동을 연구한 논문도 없었으므로 건설기업이라는 특정한 부분의 IR활동이라는 논문을 통해 업종별 IR활동을 통한 보다 세부적인 IR활동을 알아보고자 한다. 본 논문에 앞서 기존 IR에 관한 연구를 알아보면 다음의 표3에서 표4와 같다.

표 3. 국내 선행연구

저자	제목	내용
전준수 (2001)	증시개방이후 외국인 투자자가 한국증시에 미친 영향에 관한 실증분석	IR과 주가성과에 관한 실증 연구
이남구 (2000)	IR에 따른 주가 변화에 대하여 사건 연구	
조준희 (2000)	코스닥 기업의 IR 실사가 주가에 미치는 효과	
정우성과 오현미(1997)	기업자발적 공시한 매출액 및 당기순이익 예측정보 정확성에 관한 연구	정보의 공시와 공정공시제도 등에 관한 실증 연구
전상경과 김성민(2003)	공정공시제도의 실효성에 관한 실증 연구	
김병호 (1995)	기업이익 발표 전후의 AR의 분산에 대한 연구	기업의 공시에 관한 실증 연구
박경훈 (2002)	회계이익정보가 주가에 미치는 영향을 연구	

표 4. 해외 선행연구

저자	제목	내용
Brennan & Tamaroxski (2000)	Investor Relations, Liquidity, and stock price	IR활동을 통한 애널리스트 수 증가와 주식의 유동성 및 자본 비용에 따른 요구수익률의 관계
Hong & Huang (2000)	Talking up Liquidity: Insider Trading and Investor Relations	IR의 역할과 IR을 수행하도록 하는 유인을 탐구하기 위하여 이론적 모델을 개발
Yosikaya & Gedajlovic (2002)	The Impact of Global Capital Market Exposure and Stable Ownership on Investor Relations Practices and Performance of Japanese Firms	안정적인 소유구조와 자본 시장 개방이 일본 기업의 IR의 질에 미치는 영향과 기 의 성과에 미치는 영향 검증

## 4. 연구 가설

### 4.1 IR의 공시가 주가에 미치는 영향에 관한 분석

본 연구는 건설 기업의 IR 공시의 주가 성과를 분석하기 위하

5) <http://kind.kse.or.kr>에 사이트에서 전자공시시스템을 통해 기업공시 확인

6) 증권거래소에 상장된 주식의 증권시장지표 중에서 주식의 전반적인 동향을 가장 잘 나타내는 대표적인 지수이다.

여 IR 공시일을 사건일로 하는 사건 연구를 수행하였다. IR활동을 활발히 수행하고, IR활동에 대한 전담부서의 기능을 강화시킬수록, 주가의 적정한 평가가 이루어지며, 기업 내의 이익을 창출할 수 있다. 즉, IR활동이 활발히 이루어질수록 건설 기업내 실질적인 이익을 가져주며 많은 잠재적 효과를 가져온다. 또한 IR활동은 정보 획득 비용을 감소시킴으로써 그 기업을 연구하는 애널리스트의 수를 증가시키고 이는 그 기업의 주식 유동성을 상승시키는 효과를 가지며 유동성의 증가로 인하여 자본 비용이 낮아짐에 따라서 주가가 상승하게 된다는 인과관계를 논증하여 기업의 IR의 중요성을 시사한 바 있다 (Brennan & Tamarowski, 2000). 국내의 연구에서도 IR활동과 주가간의 긍정적인 관계에 관한 증거를 발견하였다 (김철중과 송명규, 1998). 이러한 배경에 따라, 본 연구에서는 IR활동에 따라 기업의 주가가 상승할 것이라는 가설을 설정하였다.

[가설1]. IR의 공시에 따라 주가는 상승할 것이다.(+)

#### 4.2 IR의 대상이 주가에 미치는 영향에 관한 분석

주식시장의 개방에 따라 상장 기업에 대한 외국인의 관심은 점차 높아지고 있으며, 외국인 주주 비중도 확대되었다. 기업의 주식이 대외적으로 명성을 얻게 되면, 국제 자본시장을 통한 자금조달이 유리해짐과 동시에, 기업지명도가 높아지면서 대외경쟁력이 향상될 수 있다. 자본시장의 개방 후 회계이익정보가 주가에 미치는 영향에 관하여 실증연구를 수행하였는데, 증시개방 후의 회계정보의 유용성이 개방 전보다 증가하였음을 발견하였다 박경훈(2002). 개방 후 외국인 투자 선호기업의 통계치가 외국인투자 비선호기업의 경우보다 더 높게 나왔으며 따라서 외국인 투자 비중이 높은 경우에 외국인 투자비중이 낮은 경우보다 투자자들에게 회계정보가 더 유용한 정보가 되고 있다고 하였다. 또한 증시 개방이후에 외국인투자자의 거래량이 주가 수익률에 영향을 미친다고 하였다 전준수(2001). 이런 내용을 가지고 [가설2]를 세우는데, 내용은 다음과 같다.

[가설2]. 해외 투자자를 대상으로 한 IR은 국내 투자자를 대상으로 한 IR 보다 성과가 크게 나타날 것이다.

### 5. 실증적 분석

#### 5.1 표본 기업 선정

본 연구에 상용된 IR 공시 자료는 한국 증권거래소 전자공시

에서 얻었으며, 2000년 1월 ~ 2005년 12월 31까지 총 38개 업체의 275개 공시 샘플을 사용하였다. 업체선별은 증권거래소 상장업체중 업종분류가 건설업으로 분류되는 38개 업체(GS건설, 경남기업, 계룡건설산업, 고려개발, 금호산업, 남광토건, 대림산업, 대우건설, 동부건설, 동양건설, 두산산업개발, 범양건설, 벽산건설, 삼부토건, 삼호, 삼호개발, 삼환기업, 삼환까무, 서광건설산업, 성원건설, 성지건설, 신성건설, 신세계건설, 신일건설, 신한, 우방, 일성건설, 중앙건설, 진흥기업, 코오롱건설, 태영, 풀림산업, 한라건설, 한신공영, 한일건설, 현대건설, 현대산업개발)를 선별하였는데, 상장업체만 분류한 이유는 김철중과 송명규(1998) 논문에서 코스닥 등록업체와 상장업체 성과차이 검증을 통해 코스닥 등록업체에 IR활동 성과가 상장업체 성과보다 크다는 연구결과를 통해 상장업체 IR활동이 주가에 상승영향을 주면 코스닥 등록업체에 상승영향을 미치는 것으로 보고 코스닥 등록업체를 제외한 상장업체들로만 분류하였다.

#### 5.2 분석 방법

본 연구에서는 Brown and Warner(1980)에 시장조정 수익률법을<sup>7)</sup> 사용하였는데, 통계적으로 검정능력이 가장 높다고 한다. 시장조정 수익률법은 개별주식의 정상적인 기대수익률은 시장 모형에서 모든 증권의 알파가 0 이고, 베타가 1인 것으로 단순히 평균치를 가정한 것이다. IR실시일 전후의 초과수익률은 업종별 평균수익률로 조정(mean adjusted method)하여 구한다.

먼저  $i$ 주식의  $t$ 일의 초과수익률(abnormal return ; AR)은 다음과 같이 구한다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ct} \quad (1)$$

단,  $AR_{it}$  :  $i$  주식의  $t$  일의 초과수익률

$R_{it}$  :  $i$  주식의  $t$  일의 수익률

$R_{ct}$  :  $i$  기업이 속한 산업의  $t$  일의 단순평균수익률

초과수익률로부터 평균초과수익률(average abnormal return ; AAR)은 다음과 같이 구한다.

7) Brown, S. and Warner J., "Measuring Security Price Performance", *Journal of Financial Economics*, vol.8(1980), pp.205-258.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (2)$$

단, N = 표본의 수

여기서 구한 초과수익률을 검증기간 동안 누적하여 일정기간의 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return :CAAR)을 계산하고 통계적 유의성을 검증하기 위해 t검정을 실시하였다. t값은 Brown-Warner(1980)의 시장조정 수익률법에 의해 구한다.

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AAR_t \quad (3)$$

$$t\text{통계량} = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{t=t_1}^{t=t_2} (AAR_t - \overline{AR})^2}} \quad (4)$$

단,  $\overline{AR} = \frac{1}{61N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=-30}^{t=30} AR_{it}$

### 5.3 가설 검정 결과

#### 5.3.1 IR 공시가 주가에 미치는 영향에 관한 분석

[가설1]의 건설기업의 IR활동 효과를 검정하기 위해 누적평균 수익률을 구하고 차이검정을 실시하였으며, 그 결과는 다음과 같다.

(1) 누적평균초과수익(CAR; Cumulated Abnormal Return) 분석

건설업의 분석기간동안의 누적평균초과수익률(CAR)을 그림으로 나타내면 그림 2와 같다.

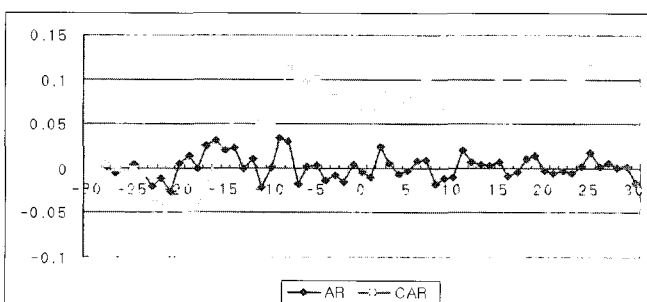


그림 2. 건설업의 CAR

그림 2에서 볼 수 있는 바와 같이, IR을 실시한 건설업의 누적평균초과수익률은 IR실시전 (-27일 ~ -17일) 기간에서 하락한 것으로 나타났으며, 실시전 -16일을 중심으로 음(-)에서 양(+)의 CAR로 바뀌고 있다. 다시 말해서 IR을 실시한 건설업에서 IR실시 효과는 양(+)의 사전기대효과로 주로 나타내고 있으며, IR실시 이후 양(+)의 조정효과가 모두 존재하는 것으로 판단된다.

이상의 그림 2에서 설명한 IR실시 효과를 구체적인 통계량을 가지고 확인해 보기 위해, 분석기간 동안의 CAR을 구해보면 표 5와 같다.

표 5. 건설업의 CAR

기 간	CAR	추가조정률
(-30 ~ -1)	0.07029	0.67491
(+1 ~ +30)	0.04744	
(-30 ~ +30)	0.11402	-

표 5에서와 같이 IR실시효과는 IR실시 전 기간에 미리 반영되어 IR실시 30일전부터 1일전까지의 CAR은 7.0%이며, IR실시 일 이후부터 실시 후 30일까지의 CAR은 4.7%이다. 한편, IR실시이후의 추가조정률은 67.5%이다. 이로부터 건설기업의 IR실시효과는 IR실시이전이후의 양(+)의 기대효과와 조정효과가 모두 존재함을 보여주는 결과이다.

#### (2) 차이검정

표6는 건설업의 IR활동이 효과를 분석하기 위해 차이검정을 실시한 결과이다.

표 6. 건설업의 IR활동 차이 검정

		평균	N	표준편차	t	p-value
대응1	공시 전	0.0268	30	0.05302	-9.492	0.000
	공시 후	0.0959	30	0.01956		

표 6는 건설업의 IR활동 효과를 분석하기위한 것으로 IR실시 이전 사전기간(-30일~-1일)의 누적평균초과수익률은 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다(t=-9.492). 건설업의 IR실시 효과는 사전·사후가 모두 양(+)의 방향으로 나타나고 있으며, p-value는 0.000으로 나타나 귀무가설이 기각된다. 위 내용을 통해 검증결과로 볼 때, [가설1]의 건설업의 IR실시 효과는 주가조정(+) 영향을 미칠 것이라는 가설은 지지되는 것으로 나타났다.

5.3.2 IR의 대상이 주가에 미치는 영향에 관한 분석

[가설2]의 해외 투자자를 대상으로 한 IR은 국내 투자자를 대상으로 한 IR 보다 성과가 크게 나타날 것이란 가설을 검증하기 위해 각 대상마다 누적평균초과수익률(CAR; Cumulated Abnormal Return)을 구하고 차이검정을 실시하였으며, 그 결과는 다음과 같다.

(1) 국내대상의 누적평균초과수익(CAR; Cumulated Abnormal Return) 분석

국내대상의 분석기간 동안의 누적평균초과수익률(CAR)을 그림으로 나타내면 그림 3과 같다.

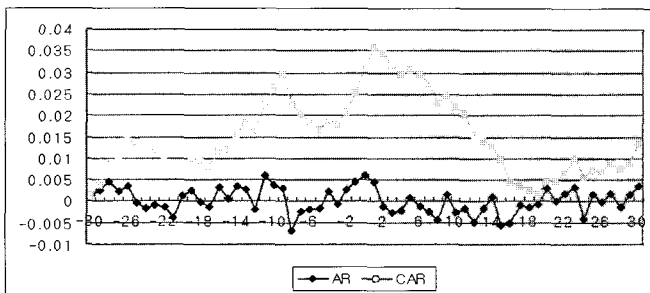


그림 3. 국내대상의 CAR

그림 3에서 볼 수 있는 바와 같이, 국내대상으로 IR을 실시한 누적평균초과수익률은 IR실시전 (-8 ~ 4일)기간에는 하락한 것으로 나타났는데 이 경우 내부 정보가 소수 투자자들에게 유출됐을 가능성이 있지만, 실시전 (-30 ~ -9일)기간에는 상승하며 18일 이후 다시 상승한다. 다시 말해서 국내대상의 IR을 실시한 효과는 양(+)의 사전기대효과로 주로 나타내고 있으며, IR실시 이후 양(+)의 조정효과가 모두 존재하는 것으로 판단된다.

(2) 해외대상의 누적평균초과수익(CAR; Cumulated Abnormal Return) 분석

해외대상의 분석기간 동안의 누적평균초과수익률(CAR)을 그림으로 나타내면 그림 4와 같다.

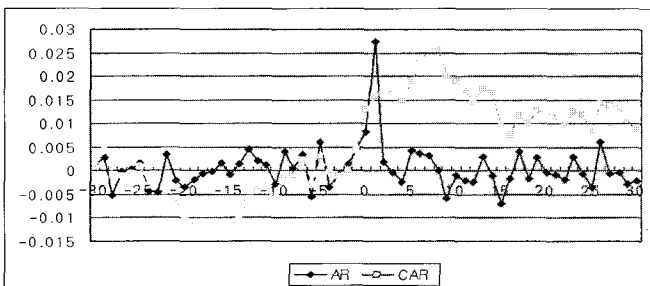


그림 4. 해외대상의 CAR

그림 4에서 볼 수 있는 바와 같이, 해외대상으로 IR을 실시한 누적평균초과수익률은 IR실시전 (-30 ~ -15일)기간에는 하락한 것으로 나타났으며, -14일 이후부터 미미하게 상승하고 있으며, -2일부터 양(+)CAR로 바뀐다. 다시 말해서 국내대상의 IR을 실시한 효과는 양(+)의 사전기대효과로 주로 나타내고 있으며, IR실시 이후 양(+)의 조정효과가 모두 존재하는 것으로 판단된다.

(3) 국내·외대상의 누적평균초과수익(CAR; Cumulated Abnormal Return) 분석

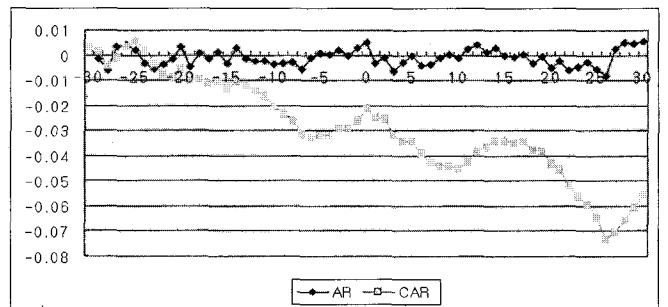


그림 5. 국내·해외대상의 CAR

그림 5에서 볼 수 있는 바와 같이, 국내·외 대상으로 IR을 실시한 누적평균초과수익률은 IR실시전 -30일부터 하락한 것으로 나타났으며 전체적으로 CAR이 하락하고 있다. 다시 말해서 IR을 실시한 건설업에서 IR실시 효과는 음(-)의 사전기대효과로 주로 나타나고 있지 않으며, IR실시 이후 음(-)의 조정효과가 모두 존재하지 않는 것으로 판단된다.

(4) 각 대상의 통계량 분석비교

국내, 해외, 국내·외대상의 3가지대상을 구체적인 통계량을 가지고 확인해보기 위해 분석기간의 CAR을 구해보면 다음과 같다.

표 7. 국내대상의 CAR

기간	CAR	추가조정률
(-30 ~ -1)	0.02524	0.74445
(+1 ~ +30)	-0.01879	
(-30 ~ +30)	0.01329	-

표 8. 해외대상의 CAR

기간	CAR	추가조정률
(-30 ~ -1)	0.00453	4.48785
(+1 ~ +30)	0.02033	
(-30 ~ +30)	0.00859	-

표 9. 국내·외대상 CAR

기 간	CAR	추가조정률
(-30 ~ -1)	-0.02611	-1.30448
(+1 ~ +30)	-0.03406	
(-30 ~ +30)	-0.05511	-

표 7에서와 같이 IR실시효과는 IR실시 전 기간에 미리 반영되어 IR실시 30일전부터 1일전까지의 CAR은 2.5%이며, IR실시 일 이후부터 실시 후 30일까지의 CAR은 -1.8%이다. 한편, IR 실시이후의 추가조정률은 74.5%이다. 이로부터 국내대상의 IR 실시이전 양(+)의 기대효과를 주지만 IR실시이후 음(-)의 기대효과를 나타나고 있으며, 조정효과는 양(+)으로 나타나고 있다.

반면, 표 8에서 IR실시 30일전부터 1일전까지의 CAR은 0.4%이며, IR실시일 이후부터 실시 후 30일까지의 CAR은 2.1%이다. 한편, IR실시이후의 추가조정률은 448.7%이다. 이로부터 해외대상의 IR실시효과는 IR실시이전이후의 양(+)의 기대효과와 조정효과가 모두 존재함을 보여주는 결과이다.

그리고 표 9에서 IR실시 30일전부터 1일전까지의 CAR은 -2.6%이며, IR실시일 이후부터 실시 후 30일까지의 CAR은 -3.4%이다. 한편, IR실시이후의 추가조정률은 -130.4%이다. 이로부터 해외대상의 IR실시효과는 IR실시이전이후의 기대효과는 나타나지 않으며, 음(-)의 조정효과로 모두 나타나지 않는 것으로 판단된다.

(5) 차이검정

표 10은 해외 투자자를 대상으로 한 IR은 국내 투자자를 대상으로 한 IR 보다 성과가 크게 나타날 것이란 가설의 차이검정을 실시한 결과이다.

표 10. 해외 투자자를 대상으로 한 IR은 국내 투자자를 대상으로 한 IR 보다 성과가 크게 나타날 것이란 가설의 차이검정

대상	전체기간(-30~30)	
	평균	표준편차
국내대상	0.0153	0.00917
해외대상	0.0056	0.01051
t값 (p-value)	6.420 (0.000)	

표 10은 국내·외 대상의 IR활동은 음(-)의 기대효과가 없는 것으로 나타나고 있으므로 대상비교에서 제외하며, 국내대상 IR활

동과 해외대상 IR활동 분류하여 비교한 것으로서 전체기간 (t=6.420)에서 두 대상간 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 국내대상 IR활동 효과와 해외대상 IR활동 효과는 사전·사후가 모두 양(+)의 방향으로 나타나고 있으며, p-value는 0.000으로 나타나 귀무가설이 기각된다. 위 내용을 통해 검증결과를 볼 때 해외 투자자를 대상으로 한 IR은 국내 투자자를 대상으로 한 IR 보다 성과가 크게 나타날 것이란 [가설 2]가 지지되는 것으로 분석되었다.

6. 결론

IR활동은 건설기업의 재무적 기능과 정보적 기능을 결합시켜 자발적으로 실행하는 경영전략으로 건설기업의 장기적인 성장 수단으로 적극 활용되어야 하며, IR을 통하여 건설기업의 경영진과 주주 또는 투자자와의 적극적인 커뮤니케이션에 의한 신뢰관계를 구축하여 건설기업의 자금조달과 건설기업이미지 제고, 주식의 유동성 확보등과 같은 기대효과가 있을 것이다. 건설기업의 IR활동은 기업의 비전 제시가 분명하며, 미래가치가 분명할 때 효과를 극대화할 수 있다.

본 연구의 목적은 건설기업의 IR활동(공시활동)이 주가에 미치는 영향 분석하는데 목적이 있다. 이러한 목적을 달성하기 위해 IR활동을 실시하는 건설업을 대상으로 IR활동에 실시효과를 규명하기 위해 실증분석을 실시하였다.

이상의 연구결과를 간략히 요약하면, 건설기업의 IR활동은 주가에 정(+) 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으며 국내, 국내·외 대상으로 하는 IR활동 보다는 해외대상으로 하는 IR활동이 효과가 더 큰 것으로 나타나는 것을 볼 수 있었다.

이러한 연구결과를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 건설기업의 IR활동은 주가에 정(+) 영향을 주고 있는 것으로 나타나고 있으며, 앞으로 건설기업은 보다 활발한 IR활동을 통해 투자자들에게 신뢰를 줌으로써 자본조달과 기업이미지 제고에 효과를 볼 것으로 본다.

둘째, 국내와 국내·외 대상으로 하는 IR활동 보다는 해외대상으로 하는 IR활동이 효과가 더 큰 것으로 타나는 것을 보면 국내 투자자도 중요하지만 해외 투자자를 대상으로 하는 IR활동이 보다 더 큰 성과를 줌으로써 자금조달이나 기업이미지에 극대화시킬 수 있을 것으로 본다.

셋째, 국내대상으로 하는 IR활동은 해외대상으로 하는 IR활동보다는 큰 효과는 아니지만, 정(+)에 효과가 있는 것으로 나타난 만큼 국내대상의 IR활동을 적극적으로 보다 적극적으로 하게 된다면, 앞으로는 더 큰 효과를 볼 수 있을 것이다.

본 연구는 다음과 같은 몇 가지 한계를 갖는다.

첫째, IR의 정보효과는 비교적 장기간에 나타나는 영향도 고려하여 장기간 미치는 성과측정도 함께 연구되어야 할 과제이다.

둘째, 기업의 특성에 관한 부분을 고려하지 못한 부분은 기업 특성의 변수가 다양하며, 일정한 형태를 가지고 있지 않기 때문에 정확히 정립될 수 있는 시점이 오면 향후 연구에 방향이 되었으면 한다.

이러한 연구의 한계에도 불구하고 본 연구결과는 건설기업의 IR활동이 주가에 정(+)에 영향을 미치고 있으며, 해외대상으로 하는 IR활동이 보다 효과가 있다는 것을 증명하였다. 이 부분은 활발한 IR활동을 통해 건설기업의 자금조달과 기업이미지에 정(+)에 요인이 된다는 가능성을 보여주는 것으로 해석할 수 있다.

### 참고문헌

1. 김병호, “기업이익발표 전후의 비정상수익률 분산에 대한 연구”, 증권학회지 제18집, 1995
2. 박경훈, “자본시장 개방후 회계이익정보가 주가에 미치는 영향에 관한 연구”, 동의대학교 대학원 석사학위논문, 2002
3. 임웅기, IR의 경제적 기능과 한국 기업에서의 정착 필요성”, 상장협 제25호, 1992
4. 전주수, “증시개방이후 외국인 투자자가 한국증시에 미친 영향에 관한 실증분석”, 홍익대 대학원 석사학위논문, 2001
5. 전상경, 김성민, “공정공시제도의 실효성 검토”, 한국증권학회 학술발표회, 2003년 제4차
6. 정우성, 오현미, “자발적으로 공시한 정보의 예측오차와 기업 특성”, 1997, vol.17, 외대논총
7. 정현주, “IR에서의 공시활동이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구, 서강대 언론대학원, 2003
8. 조준희, “기업 IR활동이 주가에 미치는 영향에 관한 연구”, 홍익대학교 대학원 박사학위논문, 2002
9. 최중수, “국내외 건설부분 기업결합성과 분석” 한국건설관리학회 논문집 제6권 제5회 2005
10. Brennan, Michael J. and Tamarowski, Claudia, "Investor Relations, Liquidity, and Stock Price" The Bank of America Journal of Applied Corporate Finance, vol. 12 2000
11. Hong, Harrison and Huang, Ming "Talking up Liquidity; Insider Trading and Investor Relations", Stanford University, Working Paper, 2002
12. Yoshicawa, Toru and Gedejlivec, Eric R. "The Impact of Global Capital Market Exposure and Stable Ownership on Investor Relations Practices and Performance of Japanese Firms", Asia Pacific Journal fo Management, vol.19, 2002
13. 증권거래소 유가증권시장본부 전자공시시스템 <<http://kind.kse.or.kr>>
14. 대한 건설협회 <<http://www.cak.or.kr>>
15. 전자공시시스템 <<http://dart.fss.or.kr>>

논문제출일: 2006.10.27

심사완료일: 2007.03.28

### Abstract

Currently construction corporations also is whether executing or planning IR activities as other corporation do. We will analyze correlation between stock price and IR activities and execute actual analysis of how IR activities influence stock price in order to identify positive influence of IR activities on Construction Corporations which are executing IR activities for raising capital and investors. We make two hypothesizes through searching thesis and interviewing experts. Two hypothesizes are as follows. First of all, stock price will increase in terms of public of IR activities. Second of all, IR activities targeted on domestic investors will be very successful. We deduce conclusions through verifying two hypothesizes. Conclusions are as follows. First of all, IR activities of construction corporations influence stock price positively. Second of all, IR activities targeted on international are more effective than on domestic. Third of all, even though IR activities targeted on domestic is less effective than on international, it is indicated that it have positive influences.

Construction corporations give investors trustiness and then will expect to raise capital and renew its<sup>o</sup> imageby well executing IR activities.

**Keywords :** IR(Investor Relations), CAR(Cumulative Average Abnormal Return), ADR(American Depository Receipt)