

## 공시형태에 따른 이익의 가치관련성에 관한 연구

오상희  
신라대학교

### 1. 서론

회계의 목적은 다양한 이해관계자들에게 의사결정에 유용한 정보를 제공하는 것이라 할 수 있다. 이러한 목적을 달성하기 위해 각 기업들은 주주, 채권자 등에게 합리적 의사결정에 도움을 줄 수 있도록 다양한 정보를 제공하게 되는데, 그 대표적인 방법이 공시라고 할 수 있다. 그러나 정보를 준다는 의미의 공시가 중요 정보를 특정인에게만 선별하여 제공된다면, 다른 시장참여자간에 정보의 비대칭 문제가 발생하고, 또한 내부자거래 등의 불공정 거래행위로 악용될 수도 있기 때문에 금융감독원은 2002년 11월에 공정공시(fair disclosure)라는 제도를 도입하게 되었다.<sup>1)</sup>

공정공시제도의 장점은 기업 내부자와 일반 투자자 간 정보 불균형을 완화한다는 관점으로 볼 수 있는데, 이는 내부정보를 이용한 실제거래가 존재하지 않더라도 공시위반만으로도 처벌이 가능하므로 불공정거래를 사전에 차단하여 내부자거래 혹은 시장의 왜곡을 막을 수 있다는 점이다(장준경 등, 2007). 또한 공정공시제도 도입 후 누적초과수익률이 유의하게 낮아지거나 정보불균형에 의해 거래비용이 감소된 점 또한 장점으로 여겨졌다(Eleswarapu et al. 2004; Baily et al. 2003).

반면에, 공정공시제도의 단점은 제공되어야 할 공시와 그렇지 않은 공시에 관한 관련규정이 모호하여 기업의 자의적 판단이 개입된다는 점이다. 따라서 정보자체가 그 기업의 과시성 혹은 홍보성 성격의 정보가 범람될 수도 있다는 지적이다. 즉, 공정공시에 대한 부정적 견해는 이와 같이 불필요한 정보의 범람으로 인해 투자자들에게 정보의 신뢰성을 떨어뜨린다는 점이다(장준경 등, 2007). 또한 공정공시제도 도입 이후 공정공시정보의 양은 증가하였으나, 오히려 정보의 질은 떨어지는 것으로 나타나 기업과 투자자간의 정보불균형이 증가하는 것으로 나타났다(Straser 2002; Sidhu et al. 2008).

공정공시제도의 장, 단점에 따라 자본시장에서 공정공시제도가 어떤 역할을 하는지에 대

1) 금융감독원 기업공시제도 해설에서 요약 발췌, 2004. 2

한 연구들이 진행되어 왔는데, 국외 선행연구에 따르면 공정공시제도를 통해 기업의 정보불균형이 해소되었다는 결과와 그렇지 못했다는 결과가 혼재되어 나타났다(Eleswarapu et al 2004; Agrawal and Chadha 2006). 반면에 국내 선행연구에서는 공정공시 제도의 도입으로 정보불균형이 감소되었다는 연구들이 주를 이루고 있다(정광화 와 정석우, 2014; 김연화 와 손성규, 2009; 김성민과 전상경, 2005 등).

이러한 공정공시제도와 관련하여 본 연구의 목적은 우리나라 공정공시제도 시행이후 최근 5년 동안 공정공시의 공시행태에 따른 회계이익의 가치관련성이 어떻게 달라졌는지, 그리고 공시행태에 따라 회계이익의 가치관련성 정도가 차이가 있는지를 분석하고자 한다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 서론 이후 2장에서는 기업가치와 공정공시에 관한 이론적 배경 및 선행연구를 살펴보고, 3장에서는 가설의 설정 및 연구설계에 대해 기술한다. 그리고 4장에서는 표본의 기술통계량과 가설검증 및 분석결과를 제시하고, 마지막 장에서는 본 연구의 결론을 제시한다.

## II. 이론적 배경 및 선행연구

기업과 투자자 사이에 존재하는 정보비대칭으로 인하여, 기업 입장에서는 기업의 가치평가를 제대로 인정받지 못하는 불이익과 투자자 입장에서는 기업의 정보를 제대로 알지 못함으로써 생기는 불확실성이 생긴다. 이러한 관점에서 정보비대칭을 줄이고자 하는 유인에서 기업은 공시정보를 제공하고 있다.

이러한 관점에서 공정공시에 관한 선행연구는 대부분 사건연구를 통해 공정공시의 유형별 주가반응을 살펴봄으로써 공정공시의 정보효과를 실증분석하고자 한 연구가 대다수를 차지한다.

Gadarowski et al(2002)은 2000년도에 시행된 미국의 공정공시제도의 도입을 전후하여 사건일 전의 정보누출현상을 분석하였다. 분석 결과 영업실적정보 공시일의 2일 전부터 1일 전까지의 누적초과수익률이 유의하게 낮아졌으며 이는 정보누출현상이 감소했기 때문이며, 공정공시제도의 효과가 긍정적인 반응이라고 설명하였다.

Bailey et al(2003)은 공정공시제도의 도입을 전후하여 초과수익률의 변동성과 초과거래량의 변동성을 분석한 결과 초과수익률의 변동성은 유의하지 않으나, 초과거래량의 변동성은 유의한 반응을 나타내었다고 밝혔다. 이는 공정공시제도로 인해 기업의 당 분기 영업실적에 대한 자발적 공시양은 늘어났지만, 미래 영업실적에 대한 정보는 보히려 정보경색효과로 감소하여 애널리스트들 사이의 예측 차이를 증가시킴으로 인한 거래량의 증가를 초래한다고

설명하였다. 결국 대부분의 공정공시는 당 분기 영업실적과 관련된 정보를 공시하는 것이어서 그 효과는 별로 없는 것으로 나타났다.

정광화 와 정석우(2014)는 자본시장을 통해 제공되는 기업의 영업실적인 정기공시(분, 반기 보고서 등)는 상대적으로 지연되어 공시되기 때문에, 실적 정보의 적시성을 제고하여 가결산이익공시를 통해 이익공시에 대한 시장반응이 공시유형에 따라 차별적으로 나타나는지를 실증분석하였다. 그 결과 공정공시 가결산이익에 대한 추가반응이 수시공시보다 더 큰 것으로 나타났으며, 가결산이익 발표시점을 전후로 한 비정상거래량도 공정공시의 경우가 더 많이 나타나는 결과를 얻었다. 또한 공정공시 가결산이익 공시기업의 재무분석가 이익예측표준편차가 수시공시의 경우보다 더 작은 것으로 나타났다. 이러한 결과로 볼 때, 공정공시 가결산이익의 정보효과가 상대적으로 더 높다는 것을 알 수 있었다.

김연화 와 손성규(2009)는 공시와 관련된 연구에서는 공시의 양을 연구대상으로 하거나, 공시품질과 공시의 양은 양(+의) 관련성이 있다고 가정하고, 다양한 방법으로 공시품질을 측정하여 정보비대칭과 자기자본비용에 미치는 영향을 연구하였다. 이 때 공시품질의 대용치로 불성실공시 지적여부, 신속스크린에 의한 사업보고서 오류발견여부, 연구자에 의해 측정된 공시품질인덱스 및 기업지배구조개선센터에서 공표하는 지배구조평가등급 등을 사용하였다. 연구결과 공시품질의 대용치를 신속스크린에 의한 사업보고서 오류발견여부, 연구자에 의한 공시품질인덱스로 사용하였을 경우 재무분석가 예측오차가 적고, 자기자본비용이 낮은 연구결과를 보여주었다.

나영과 임옥빈(2014)은 공정공시를 통해 기업의 정보를 제공한 유가증권 상장기업들을 대상으로 공정공시수준과 자기자본비용의 관련성을 분석하였다. 분석결과 공정공시수준과 자기자본비용의 관련성은 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났다. 즉 기업의 공정공시수준이 확대 될수록 기업과 정보이용자들간에 존재하는 정보불균형 및 정보위험의 감소로 인하여 자기자본비용이 감소하는 것으로 이해할 수 있다. 또한 실적예측공시는 유의한 음(-)의 관련성을 나타냈으나, 비실적예측공시는 유의하지 않은 결과로 나타났다. 이로써 기업이 비실적예측공시 보다는 실적예측공시를 많이 할수록 기업과 정보이용자간의 정보불균형이 감소함으로써 자기자본비용이 감소함을 알 수 있다.

공정공시와 가치관련성을 동시에 연구한 주제는 흔치 않으나, 가치관련성과 관련된 연구들은 대표적으로 다음과 같다.

박중성과 이은철(2003)은 회계제도 개선시점을 기준으로 하여 회계제도 개선이전(1995년부터 1997년)과 회계제도 개선기간동안(1998년부터 2000년) 기말주가를 주당순이익과 주당순자산에 대하여 회귀분석하여 얻은 수정 R2 값과 주당순이익 및 주당순자산의 회계계수는 유의적으로 감소하며, 적어도 2000년까지는 회계제도 개선 노력에도 불구하고 회계정보의 유용성이 지속적으로 감소하고 있다고 분석하였다.

김정옥(2010)은 기업의 부채를 금융기관으로부터의 차입금과 일반부채로 나누어, 부채의 특성이 Ball and Brown(1968)이래 지속적인 관심을 받아온 회계수치가 기업가치와 갖는 관련성에 미치는 영향을 조사하였다. 이때 기업가치를 장부가치와 순이익 가치로 나누어 연구한 결과, 일반부채비율이 높은 기업보다 금융기관차입금비율이 높은 기업이 장부가치의 가치관련성이 순이익이 가치관련성 보다 높은 것으로 나타났다. 이는 투자자들은 순이익 정보를 이용하여 기업의 미래 능력을 평가하기 보다는 장부가치가 내포하고 있는 현재의 기업상태에 더 관심을 가진다는 것을 보여준다. 또한 일반부채비율이 높을수록 그렇지 않은 기업에 비해 순이익의 가치관련성이 장부가치 보다 높은 것으로 나타났다. 즉, 외부 공시정보에 대한 의존도가 높은 일반투자자들은 고품질 회계정보를 공시할 것을 기업에 요구할 것이고 이 결과 기업의 미래를 예측할 수 있는 순이익 정보가 시장가치에 더 적극적으로 반영된다는 것이다.

Ali and Hwang(2006)은 16개국의 나라를 대상으로 국가의 차별적인 특성이 가치관련성에 관한 연구를 한 결과, 은행중심 국가가 시장중심 국가에 비해 회계정보과 기업가치간의 가치관련성이 낮으며, 대륙법 국가가 영미법 국가에 비해 가치관련성이 낮다는 주장을 하였다. 그 결과 공시된 회계정보에 대한 수요가 낮을수록 가치관련성이 낮은 회계정보를 생산하게 된다는 결론을 얻었다.

한봉희(1998)는 초과주가수익률을 회계이익과 비기대회계이익에 회귀시켜 얻은 R2 과 사전 비기대회계이익에 투자하였을 때 얻을 수 있는 초과주가수익률을 이용하여 1981년부터 1995년까지의 기간동안 회계이익정보의 유용성이 향상되었는지를 분석하였다. 그 결과 외국의 연구(Collins et al. 1997; Francis and Schipper, 1999)와는 달리 회계이익정보의 유용성은 과거 기간동안 감소하고 있는 것으로 나타났다.

### III. 연구설계 및 연구방법

#### 1. 연구설계

Ball and Brown(1968)은 비기대이익과 누적초과수익률(CAR)간에 양(+)의 관련성이 있음을 검증함으로써 회계이익이 시장가치와의 관련성을 가짐을 보여주었다. 또한 주식거래량을 가지고 회계이익의 공시효과를 보여준 Beaver(1968)는 회계이익 공시에 대한 주가변화는 시장의 평균적인 기대의 변화를 나타낼 뿐이므로 주가변화가 없다고 해서 회계이익의 정보효과가 없는 것은 아니라고 주장하였다. 다시 말해, 개별투자자들의 속성과 투자환경은 모두

다르기 때문에, 동일한 정보 즉, 공정공시 등에 대해서 서로 다르게 해석할 수 있으며 공시된 정보를 긍정적으로 해석하는 투자자는 가격상승을, 부정적으로 해석하는 투자자는 가격하락을 가져오게 되는데 이러한 상반된 효과가 서로 상쇄된다면 주가는 변하지 않을 수도 있다는 것이다(권수영 등 2010). 이러 다양한 연구중에서, 국내 연구들은 대부분 새로운 공시제도에 대한 주가가 거래량 반응을 통해 정보의 유용성을 검증하여 정보불균형이 감소하였다는 연구들이 주를 이루고 있다(김연화와 손성규, 2007; 손성규와 박지영, 2008 등).

투자자 등을 포함한 다수의 시장참여자들이 기업의 경제적 성과를 직접 관찰하고 이를 사용하여 기업의 가치를 평가하는 것은 쉬운 일이 아니다(Dimitrov and Jain, 2006). 따라서 다수의 선행연구에서는 기업의 경제적인 성과를 관찰하는 대용치로 회계이익 등을 포함한 회계에서 제시하는 값들을 사용하였으며, 이를 최초로 연구한 것이 Ball and Brown(1968)이다. 또한 Ohlson(1995) 및 Feltham and Ohlson(1995)을 비롯한 많은 선행연구가 장부가치와 순이익이 기업가치와 관련이 있다는 이론적인 모형을 제시하였고, 이후 가치관련성에 관한 연구가 활기를 띠기 시작하였다.

Ball and Brown(1968)은 이익에 기초한 회계측정치들이 주가수익률과 유의한 관계가 있다는 발견을 통하여 회계정보에 기초한 측정치들이 기업의 가치와 관련성이 있다는 주장을 하였다. 그러나 시장에서의 가치는 다양한 요소에 의해 평가되기 때문에 단순히 보고된 회계수치만으로 기업의 가치를 완전히 설명할 수 없다. 따라서 선행연구는 순이익과 장부가치를 시장가치에 회귀하는 선형함수에 다양한 기업의 특성을 추가하여 이들이 회계수치와 기업가치 간 관련성에 미치는 영향을 조사하였다. 이 같은 연구는 회계정보가 기업의 가치를 설명하는 것에 추가적인 증거를 제공하는 것으로 오랫동안 중요한 연구과제의 하나로 인식되어 왔으며(Ali and Hwang, 2000; Collins et al., 1997; Joos and Lang, 1994; 김정옥, 2010), 본 연구는 이러한 연구를 기초로 하여 공정공시라는 하나의 특성을 우리나라 공정공시제도 시행이후 최근 5년 동안 공정공시의 공시형태에 따른 회계이익의 가치관련성이 어떻게 달라졌는지, 그리고 공시형태에 따라 회계이익의 가치관련성 정도가 차이가 있는지를 분석하고자 한다.

본 연구는 공정공시제도를 이전의 선행연구와는 달리 공정공시라는 정보환경의 변화를 회계학적인 가치관련성의 입장에서 분석하는 것이 의미가 있다고 할 수 있다. 더구나 단순히 공정공시가 아닌 실적예측항목과 비실적예측항목으로 나누어서 분석하는데 의의가 있다.

본 연구목적에 따라 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설1 : 실적예측항목의 공정공시수준이 높은 기업일수록 회계이익 가치관련성이 증가할 것이다.

가설 2 : 비실적예측항목의 공정공시수준이 높은 기업일수록 회계이익 가치관련성이 있을 것이다.

## 2. 연구방법

대한민국 대표 공시채널인 KIND(한국거래소 kind.krx.co.kr)를 살펴보면, 공시유형은 수시공시, 시장조치, 공정공시, 신고사항, 채권공시, 채권시장조치, 정기공시, 특수공시, 발행공시, 지분공시, 워런트공시, ENT공시, 의결권공시 그리고 공정위공시로 나누어진다. 이 중 본 연구의 표본인 ‘공정공시’ 항목을 살펴보면, 기타의 사항을 포함하여 크게 6가지로 나누어지고 이는 또 다시 자발적인 공시와 비자발적인 공시로 나누어 질 수 있다.

구체적인 공정공시 항목은 수시공시의무관련사항, 결산실적공시예고, 매출액 영업손익 등 전망/예측, 장래사업계획 및 경영계획, 기타, 매출액 영업손익 등 영업실적의 6가지이다. 이 중에서 자발적 공시사항이 아닌 즉 강제공시사항은 수시공시 의무관련사항의 단 한가지뿐이고, 나머지 5가지는 모두 자발적 공시사항으로 분류되어 진다.

본 연구에서는 나영과 임옥빈(2014)의 연구방법에서와 같이, 공시행태를 자발적 공정공시 대상항목의 성격에 따라 실적을 예측하는 공시항목과 실적을 예측하지 않는 공시항목(비실적 예측공시항목)으로 구분하였다. 이는 공시행태에 따라 회계이익의 가치관련성이 어떠한 관련성을 가지는지를 살펴보고자 함이다. 이 때 실적 예측공시항목은 결산실적공시예고와 매출액 영업손익 등 전망/예측이 포함되고, 비실적 예측공시항목은 장래사업계획 및 경영계획, 매출액 영업손익 등 영업실적 그리고 기타의 항목이 포함된다. 이 때 공정공시항목의 연구기간은 공정공시제도 도입후 부터인 2003년 4월부터 2013년 3월까지이다.

연구가설을 검증하기 위한 연구모형은 다음과 같이 설정된다.

$$\begin{aligned}
 RET_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 \Delta EARN_{i,t} + \alpha_2 FD_{i,t} + \alpha_3 NFD_{i,t} \\
 & + \alpha_4 \Delta EARN_{i,t} \times FD_{i,t} + \alpha_5 \Delta EARN_{i,t} \times NFD_{i,t} \\
 & + \alpha_6 SIZE_{i,t} + \alpha_7 LEV_{i,t} + \alpha_8 MTB_{i,t} + \alpha_9 FOR_{i,t} + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

여기서,

$RET_{i,t}$  : 월별누적주식수익률

$\Delta EARN_{i,t}$  : 당기순이익 변화분

$FD_{i,t}$  : 공정공시(FD)중 실적예측공시항목(A)에 관한 더미변수(실적예측공시빈도가 평균보다 크면 1, 아니면 0)

$NFD_{i,t}$  : 공정공시(FD)중 비실적예측공시항목(B)에 관한 더미변수(비실적예측공시빈도가 평균보다 크면 1, 아니면 0)

$SIZE_{i,t}$  : ln(시장가치)

$LEV_{i,t}$  : 부채비율

$MTB_{i,t}$  : 시장가치-장부가치 비율

$FOR_{i,t}$  : 외국인 지분율

위 모형(1)에서 종속변수인  $RET_{i,t}$ 는 회계연도 4월부터 다음해 3월까지의 월별누적주식수익률로 계산된다.  $\Delta EARN_{i,t}$ 는 당기순이익의 변화분과 당연도 당기순이익을 나타내는 변수로서 규모효과를 통제하기 위하여 각 기업의 총자산으로 조정하여 사용한다<sup>2)</sup>. 또한 여러 가지 통제변수와  $EARN_{i,t}$  변수 그리고  $\Delta EARN_{i,t}$  변수를 모두 모형에 포함하게 되면 변수들간의 다중공선성이 의심되기 때문에, 본 연구에서는 Yu(2007)와 이세용과 노밝은(2011)의 연구방법에 따라 각 통제변수를 10등분 한 후 이를 다시 9로 나누어 0과 1사이의 값을 가지도록 스케일링 하여 사용하였다.

$FD_{i,t}$ 는 공정공시값중 실적예측공시항목 빈도를 나타내는 변수이며, 이중 평균보다 더 많은 공시를 했느냐의 여부에 따라 더미로 분류된다. 또한  $NFD_{i,t}$  변수는 비실적예측공시항목 빈도를 나타내는 변수이며, 마찬가지로 평균보다 더 많은 공시를 했느냐의 여부에 따라 더미로 분류된다.

모형 (1)을 연구가설에 맞게 구체적으로 모형을 세분하여 보면 모형 1-1에서는  $\alpha_2$  와  $\alpha_4$  를 포함한 모형으로 가설 1을 검증할 것이며,  $\alpha_4$  와  $\alpha_5$  의 값으로 회계이익의 가치관련성이 포착될 것이다. 만일, 실적예측공시가 양의 값을 가진다면 가치관련성이 증가한 것으로 예측할 것이며, 반대이면 가치관련성은 나타나지 않는 것으로 예상되어 진다. 위와 마찬가지로 모형 1-2는  $\alpha_3$  와  $\alpha_5$  를 포함한 모형으로 가설2를 검증하여 가치관련성 여부를 살펴볼 것이다. 또한 모형 (1) 전체항목을 모두 포함한 모형을 모형 1-3으로 설정하여 실적예측항목과 비실적예측항목을 모두 포함하였을 경우 가치관련성을 살펴볼 것이다.

또한 독립변수 이외에  $SIZE_{i,t}$ ,  $LEV_{i,t}$ ,  $MTB_{i,t}$ ,  $FOR_{i,t}$  변수가 통제변수로 모형에 포함시켰

2)  $EARN_{i,t}$  변수의 경우  $\Delta EARN_{i,t}$  변수를 통제하기 위하여 사용된 변수로서, 이익은 영속적인(permanent) 부분과 일시적인(transitory) 부분으로 구성되므로  $EARN_{i,t}$  과  $\Delta EARN_{i,t}$  변수를 동시에 포함하는 모형을 동시에 사용하는 것이 더 합리적이라는 Ali and Zarowin(1992)의 방법론에 따른 것이다. 그러나 본 모형에서는 두 분석을 모두 실시한 결과 큰 차이가 없으므로, 모형을 간결성을 위하여 EARN모형을 포함시키지 않았다.

다. 이와 같은 통제변수는 Fransis et al(2005)와 이세용과 노밖은(2011), 나영과 임옥빈(2014)의 선행연구를 참고하여 변형시킨 것이다.

$SIZE_{i,t}$  변수는 시장가치에 자연로그를 취한 값으로, Lang and Lundholm(1996)에 의하면 기업규모가 자발적 공시와 관련성이 있음을 주장하였는데, 기업의 규모가 커질수록 자본시장에 투자자, 채권자 등 다양한 이해관계자들이 많아지게 되므로, 공시에 대한 압박이 심해져서 공시되는 순이익 정보는 많은 부분이 이미 주가에 반영되어 있을 것으로 예상할 수 있다. 따라서 기업규모가 클수록 회계이익의 가치관련성은 감소할 것으로 예상된다.  $LEV_{i,t}$  변수는 부채비율로서, 재무위험을 통제한 변수이다. 부채비율은 부채가 작거나 없는 기업에 비해 회계이익의 가치관련성이 상대적으로 작게 나타난다는 Dhaliwal and Li(2006)의 연구에 따라 통제변수로 포함되었다.  $MTB_{i,t}$  변수는 Market-to-Book Ratio로서 기업의 성장기회에 대한 통제변수이다. 기업의 성장성이 클수록 기업가치에 상대적으로 증가할 것이기 때문에 양(+의 값을 가질 것으로 예상되어 진다.  $FOR_{i,t}$  변수는 외국인 투자자 지분율을 나타내는 변수로, 외국인 투자자는 정보를 수집하는 능력이나 분석이 일반 투자자보다 우월하다하기 때문에 투자위험이나 정보불균형을 줄이기 위해 보다 많은 공시압력을 기업에 행사할 것이기 때문에 통제변수로 추가하였다.

## IV. 실증분석결과

### 1. 표본의 기술통계량

표본에 관한 기술통계량이 <표 4-1>에 나타나 있다. RET변수는 표본평균은 -0.017로 나타나고 있고 이 중 최소값은 -1.37 그리고 최대값은 23.26이다.  $\Delta EARN$  변수의 평균은 0.003이고 최소값은 -2.38 최대값은 2.62로 이 값은 자산으로 규모조정된 값이다. SIZE변수는 자연로그 취한 주가를 기반으로 한 값으로 평균은 26.57이다. LEV변수는 부채비율로서 평균은 1.79 최소값은 0.05 그리고 최대값은 132로 나타났다. MTB는 기업가치와 장부가치의 비율로서 평균 1.99이며 최대값은 67로 나타났다. FOR은 외국인 지분율의 비율로 평균비율은 12%이며 최대비율은 89%로 나타났다.

<표 4-1> 기술통계량

	평균	표준편차	최소값	최대값
RET	-.01706	.9409	-1.376	23.262
△EARN	.00367	.13311	-2.3828	2.6268
SIZE	26.572	1.822	22.198	33.187
LEV	1.7921	4.078	.0518	132.06
MTB	1.9908	2.98642	-.64	67.16
FOR	12.4047	14.85424	.00	89.73

주) RET : 월별누적주식수익률, △EARN: 당기순이익변화분, SIZE : ln시장가치, LEV : 부채비율, MTB : 시장-장부가치 비율, FOR : 외국인지분율

<표 4-2>는 8개 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과이다. 종속변수로 RET변수는 다른 모든 변수와 유의적인 관련성을 가지는 것으로 나타났다. FD변수는 EARN 그리고 LEV를 제외하고는 유의적인 상관관계를 보였다. 마찬가지로 NFD변수 또한 EARN 그리고 LEV를 제외하고는 유의적인 상관관계를 보였다. 그리고 나머지 변수들은 모두 통제변수로서 각각의 상관관계를 보여주고 있다.

<표 4-2> 상관관계

	RET	FD	NFD	△EARN	SIZE	LEV	MTB	FORN
RET	1							
FD	-0.04 (0.05)	1						
NFD	-0.05* (0.02)	0.51** (0.00)	1					
△EARN	0.11** (0.00)	-0.00 (0.56)	-0.00 (0.72)	1				
SIZE	-0.08** (0.00)	0.46** (0.00)	0.57** (0.00)	0.00 (0.85)	1			
LEV	0.17** (0.00)	-0.00 (0.75)	-0.04 (0.06)	-0.03 (0.10)	-0.05* (0.01)	1		
MTB	0.15** (0.00)	0.12** (0.00)	0.14** (0.00)	0.10** (0.00)	0.17** (0.00)	0.15** (0.00)	1	
FOR	-0.06** (0.00)	0.32** (0.00)	0.34** (0.00)	-0.00 (0.68)	0.60** (0.00)	-0.10** (0.00)	0.13** (0.00)	1

주 1) RET : 월별누적주식수익률, FD : 공정공시 중 예측부분의 평균보다 크면 1, 아니면 0인 더미변수, NFD : 공정공시 중 비예측부분이 평균보다 크면 1, 아니면 0인 더미변수, △EARN: 당기순이익변화분, SIZE : ln시장가치, LEV : 부채비율, MTB : 시장-장부가치 비율, FOR : 외국인지분율  
 2) \*\*, \* 은 각각 1%, 5%에서 유의적임.

## 2. 가설 검증 및 실증분석 결과

<표 4-3>은 가설 1과 2를 검증하기 위한 것으로 모형 1을 분석한 결과로, 종속변수를 RET로 분석한 결과이다.

$FD_{i,t}$ 는 공정공시값중 실적예측공시항목 빈도를 나타내는 변수이며, 이중 평균보다 더 많은 공시를 했느냐의 여부에 따라 더미로 분류된다. 앞에 가설에서 설명한 봐야 같이 가설 1은 모형에서  $\alpha_2$ 와  $\alpha_4$ 를 통해 살펴보면, 본 결과에서는  $\alpha_2$ 값은 예측한대로 유의적인 양의 값을 나타내고 있다. 그러나  $\alpha_4$ 값은 유의성을 나타내고 있지 않다. 따라서 실적예측공시값이 기업가치를 반영한다고 볼 수 없다.

두 번째 NFD모형에서  $NFD_{i,t}$ 변수는 비실적예측공시항목 빈도를 나타내는 변수이며, 마찬가지로 평균보다 더 많은 공시를 했느냐의 여부에 따라 더미로 분류된다. 가설에서 설명한대로 가설 2를 검증할 것이며,  $\alpha_3$ 와  $\alpha_5$ 의 값으로 회계이익의 가치관련성이 포착될 것이다. 분석결과  $\alpha_3$ 와  $\alpha_5$  모두 유의적인 관련성을 보이지 않고 있다. 따라서 비실적예측공시항목은 이 것만으로는 기업가치 관련성을 설명한다고 결론 내릴 수가 없다. 따라서 가설 2 또한 기각되는 것으로 볼 수 있다.

마지막으로 모형1-3은 전체항목을 모두 포함한 모형으로 실적예측항목과 비실적예측항목을 모두 포함하였을 경우 가치관련성을 살펴본 것이다.

분석결과  $\alpha_2$ 와  $\alpha_4$ 를 살펴보면,  $\alpha_2$ 와  $\alpha_4$  모두에서 유의적인 양의 관련성을 나타낸다. 이는 실적예측공시가 많을수록 기업가치관련성 또한 높아진다는 것을 의미하고 있다. 반면에  $\alpha_3$ 와  $\alpha_5$ 는 유의적인 관련성을 나타내지 않고 있다. 이는 모형 1-2의 결과와도 유사한 것이다.

따라서 본 연구의 결과 공정공시중 실적예측항목은 기업가치와 미약하지만 관련성을 가지는 것으로 나타났고, 비실적예측공시항목은 기업가치와 관련성이 낮은 것으로 나타났다.

본 연구결과를 통해 기업을 보여주는 공정공시중 실적예측항목만이 기업가치를 반영하며, 비실적예측공시항목은 기업가치관련성을 나타내지 않는 것으로 조심스럽게 말할 수 있다.

<표 4-3> 모형의 분석결과

		종속 변수(RET)		
		모형1-1(FD)	모형1-2(NFD)	모형1-3(ALL)
절편	방향	0.942** (2.32)	0.937** (2.18)	0.893** (2.04)
△EARN	+	0.747*** (4.61)	0.750*** (4.62)	0.746 (4.60)
FD	+	0.048* (1.74)		0.048* (1.85)
NFD	+		-0.078 (-1.53)	-0.016 (-1.29)
△EARN*FD	+	0.061 (1.54)		0.0719** (2.11)
△EARN*NFD	+		-0.128 (-0.13)	-0.016 (-1.31)
SIZE	-	-0.041** (-2.57)	-0.040** (-2.39)	-0.038** (-2.25)
LEV	+	0.034*** (6.36)	0.034*** (5.33)	0.034*** (6.35)
MTB	+	0.044*** (5.98)	0.044*** (5.97)	0.044*** (5.97)
FOR	+	-0.001 (-0.54)	-0.001 (-0.59)	-0.001 (-0.55)
F값		18.86***	18.83***	18.67***
Adj R <sup>2</sup>		0.08	0.07	0.08

주 1) RET : 월별누적주식수익률, FD : 공정공시 중 예측부분의 평균보다 크면 1, 아니면 0인 더미 변수, NFD : 공정공시 중 비예측부분이 평균보다 크면 1, 아니면 0인 더미변수, △EARN: 당기순이익변화분, △EARN\*FD : △EARN과 FD의 교호작용 변수, △EARN\*NFD : △EARN과 NFD의 교호작용변수, SIZE : ln시장가치, LEV : 부채비율, MTB : 시장-장부가치 비율, FOR : 외국인지분을  
 2) \*\*\*, \*\*, \* 은 각각 1%, 5%, 10%에서 유의적임. ( )안은 t-통계량

## V. 결론

회계의 목적은 다양한 이해관계자들에게 의사결정에 유용한 정보를 제공하는 것이라 할 수 있다. 이러한 목적을 달성하기 위해 각 기업들은 주주, 채권자 등에게 합리적 의사결정에 도움을 줄 수 있도록 다양한 정보를 제공하게 되는데, 그 대표적인 방법이 공시라고 할 수 있다. 그러나 정보를 준다는 의미의 공시가 중요 정보를 특정인에게만 선별하여 제공된다면, 다른 시장참여자간에 정보의 비대칭 문제가 발생하고, 또한 내부자거래 등의 불공정 거래행위로 악용될 수도 있기 때문에 금융감독원은 2002년 11월에 공정공시(fair disclosure)라는 제도를 도입하였다.

공정공시제도의 많은 장점과 단점이 있지만, 본 연구에서의 결론은 다음과 같다. 본 연구의 결과 공정공시중 실적예측항목은 기업가치와 미약하지만 관련성을 가지는 것으로 나타났고, 비실적예측공시항목은 기업가치와 관련성이 낮은 것으로 나타났다.

본 연구결과를 통해 기업을 보여주는 공정공시중 실적예측항목만이 기업가치를 반영하며, 비실적예측공시항목은 기업가치관련성을 나타내지 않는 것으로 조심스럽게 말할 수 있다.

본 연구는 기존의 선행연구와 비교할 때 다음과 같은 차이를 가진다.

첫째, 기존의 연구에서는 공정공시제도의 도입에 관한 주가나 거래량 반응을 통해 정보의 유용성을 검증하여 정보불균형이 감소하였다는 연구들이 주를 이루고 있다(김연화와 손성규, 2007; 손성규와 광지영, 2008; Gadarowski et al, 2002; Bailey et al, 2003 등). 즉, 공정공시로 인한 시장 참여자간에 정보비대칭이 감소하였는지를 살펴보고, 이에 대한 분석방법으로 공정공시 후 주가 수익률과 이에 따른 이익예측치의 정확성과 거래량에 집중하고 있는 형태를 보이고 있었다.

둘째, 기존 연구에서는 연구표본을 공정공시중에서도 가결산이익(장지인과 전영순 2003, 손성규와 이은철 2005, 송인만과 박연희 2006 등) 혹은 실적을 예측하는 공시사항으로 한정하여 연구가 이루어져 왔다. 그러나 본 연구에서는 실적예측항목뿐만 아니라, 비실적예측항목까지 모든 공정공시항목으로 연구표본을 확장하였다. 물론 기존 연구에서도 드물게 비실적예측항목을 포함한 경우도 있었지만, 많은 연구에서 연구범위로 넣지 않은 경우가 많았다. 아마도 기존 연구의 경우, 연구기간자체가 짧은 사건연구 위주로 연구가 진행되었기 때문이었다. 그러나 본 연구는 공정공시 후 5년 동안의 기간을 연구대상으로 하기 때문에, 실적예측항목뿐만 아니라, 비실적예측항목까지 포함하고 있다.

마지막으로, 공정공시와 관련하여 회계이익의 가치관련성에 관한 연구가 부족한 실정이다. 본 연구는 이전의 연구와는 달리 공정공시라는 정보환경의 변화를 회계학적 가치관련성의 입장에서 분석하는 것이 의미가 있다고 할 수 있다. 물론 공정공시로 인한 회계이익의 가치관련성에 관한 연구가 있긴 하지만(이세용과 노밖은 2011), 이들은 공정공시제도를 도입했느냐의 도입여부를 가지고 가치관련성을 논하고 있기 때문에, 본 연구와 같이 공시행태를 구분한 분석과는 차이가 있다.

## 참 고 문 헌

- 권수영 · 김문철 · 선성규 · 최관 · 한봉희(2010), 자본시장에서의 회계정보의 유용성: 분석, 평가, 활용. 신영사.
- 김성민 · 전상경(2005), “공정공시제도 도입 이후 기업의 공시행태 및 비기대실적치의 정보효과”,

- 증권학회지, 34(3), 71-100.
- 김연화·손성규(2009), “공시품질의 효과에 관한 연구”, *회계정보연구*, 제27권 제2호. 145-175.
- 김정옥(2010), “부채와 회계정보의 가치관련성: 금융기관차입금과 일반부채를 중심으로”, *회계학연구*, 제35권 제1호. 63-93.
- 나영·임옥빈(2014), “공정공시와 자기자본비용의 관련성”, *회계학연구*, 제39권 제1호. 1-42.
- 박근호·정준희·정희철(2014), “경영자이익예측공시 유형에 따른 차별적 시장반응과 예측정확성”, *회계저널*, 제23권 제5호, 79-113.
- 박종성·이은철(2003), “회계제도의 개선과 회계정보의 유용성”. *회계학연구*, 제28권 제2호, 105-134.
- 손성규·곽지영(2008), “조회공시의 현황, 의미 및 추가반응”, *회계저널*, 제17권 제2호. 65-95.
- 손성규·이은철(2005), “손익구조변경 수시공시의 정보효과에 대한 실증분석”, *회계저널*, 제14권 제4호, 29-56.
- 송인만·박연희(2006), “가결산공시 시기의 적절성과 정보유용성”, *회계학연구*, 제31권 제3호, 151-181.
- 이세용·노밝은(2011), “공정공시제도 도입으로 인한 회계이익의 가치관련성 변화에 대한 연구”, *회계학연구*, 제36권 제1호, 37-70.
- 이원흠·최수미(2004), “공정공시제도 시행이후 기업의 공시행태와 애널리스트의 투자등급 정보 효과 변화에 관한 연구”, *증권학회지*, 제33권 1호, 1-31.
- 장준경·석승훈·김준석(2007), “공정공시 도입 전후의 영업이익 공시에 대한 정보효과”. *금융학회지*, 제 12권 제1호. 107-139.
- 장지영·권선국(2009), “기업의 소유구조가 인터넷 재무정보 공시수준에 미치는 영향”, *회계저널*, 제18권 제2호, 343-368.
- 장지인·전영순(2003), “가결산결과의 사전공시 현황 및 공시기업의 특성과 추가반응의 선점효과”. *회계학연구*, 제28권 제1호, 80-107.
- 정광화·정석우(2014), “공시유형에 따른 연간이익공시의 차별적 정보효과”, *회계학연구*, 제39권 제5호, 287-326.
- 한봉희(1998), “국내자본시장에서 회계이익정보의 유용성 향상 여부에 관한 실증적 연구”, *회계학연구*, 제23권 제1호, 1-24.
- Agrawal A., S. Chadha., and M.A. Chen(2006), “Who is afraid of Reg FD? The behavior and performance of sell-side analysts following SEC’s Fair Disclosure rules”, *Journal of Business*, 79(6), 2811-2834.
- Ali, A. and L.S. Hwang(2000), “Country-Specific Factors Related to Financial Reporting and the Value Relevance of Accounting Data”. *Journal of Accounting Research*, 38, 1-21.

- Bailey W., H. Li, C.X. Mao, and R. Zhong(2003), “Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses”, *Journal of Finance*, 58(6), 2487-2614.
- Ball, R. and P. Brown.(1968). “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers”. *Journal of Accounting Research*, 6, 159-178.
- Barth, M.E., W.H. Beaver and W.R. Landsman.(1998). “Relative Valuation Roles of Equity Book Value and Net Income as a Function of Financial Health”, *Journal of Accounting and Economics*, 25, 1-34.
- Barth, M.E., and W.R. Landsman(1995), “Fundamental Issues related to using Fair Value Accounting for Financial Reporting”. *Accounting Horizon*, 9, 97-107.
- Bernard, V.L.(1994), Accounting-Based Valuation Methods, Determinants of Market-to-Book Ratios, and Implications for Financial Statement Analysis, Working paper.
- Collens, D.W., S.P. Kothari(1989), “An Analysis of Intertemporal and Cross-sectional Determinants of Earnings Response Coefficients”, *Journal of Accounting & Economics*, 11: 143-181.
- Dhaliwal, D.S., S. Heitzman, and O.Z. Li.(2006), “Taxes, Leverage, and the Cost of Equity”. *Journal of Accounting Research*, 44(4), 691-723.
- Dimitrov, V. and P.C. Jain.(2006), The Value Relevance of Changes in Financial Leverage. Working Paper. Rutgers University and Georgetown University.
- Eleswarapu, V.R., R. Thotnson, and K. Venkataratnan(2004), “The Impact of Regulation Fair Disclosure; Trading Costs and Information Asymmetry”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(2), 209-225.
- Feltham, G.A. and J.A. Ohlson.(1995), “Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities”, *Contemporary Accounting Research*, 11, 689-731.
- Francis, J., K. Schipper, and L. Vincent.(2005), “Earnings and Dividend Informativeness When Cash Flow Rights Are Separated from Voting Rights”, *Journal of Accounting and Economics*, 39, 329-360.
- Gadarowski, C., and P. Sinha.(2007), The Efficacy of Regulation Fair Disclosure, Working Paper. Rowan University and Chapman University.
- Irani, A.J., and I. Karamanou.(2003), “Regulation Fair Disclosure, analyst following, and analyst forecast dispersion”, *Accounting Horizons*, 17(1), 15-29.
- Lang, M. and R. Lundholm.(1996), “Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior”. *The Accounting and Economics*, 53, 34-54.

- Joos, P. and M. Lang.(1994), “The Effects of Accounting Diversity: Evidence from the European Union”, *Journal of Accounting Research*(Supplement), 141-186.
- Ohlson, J.(1995). “Earnings, Book Values and Dividends in Security Valuation”, *Contemporary Accounting Research*, 11, 661-687.
- Sidhu, B., T., Smith. R.E. Whaley, and R.H. Willis.(2008). “Regulation Fair Disclosure and the Cost of Adverse Selection”, *Journal of Accounting Research*. 46(3), 697-727.
- Straser, V.(2002), Regulation Fair Disclosure and information asymmetry, Working paper. University of Notre Dame.
- Yu. Young.(2007), How Do Investors and Analysts React to Accruals? Evidence from a Quarterly Analysis, Working paper, University of Texas Austin.

