

가결산이익 공시유형과 기업어음 신용등급

정광화(제1저자)
고려대학교 경영대학 석·박사통합과정
(zykhan@naver.com)

이동현(공동저자)
고려대학교 경상대학 조교수
(lyys@korea.ac.kr)

정석우(교신저자)
고려대학교 경영대학 교수
(jeong@korea.ac.kr)

본 연구는 공시유형에 따른 기업의 가결산이익 정보의 정확성과 기업어음 신용등급과의 관련성을 실증분석한다. 기업의 연간 가결산이익 공시정보는 일정 기준에 따라 공시하는 수시공시와 경영자가 자발적으로 공시 여부를 결정하는 공정공시로 구분된다. 선행연구(손성규, 이은철, 2005; 장지인, 전영순, 2003)에서는 가결산이익 공시정보가 주식시장에서 정보효과가 있음을 보여주었으나 공시유형별 차이는 고려하지 않았다. 이동현 외 2인(2011)은 공정공시에 의한 가결산이익이 수시공시에 의한 가결산이익보다 정확함을 보고하였으며, 정광화, 정석우(2012)는 이러한 정확성의 차이로 인해 공정공시 가결산이익의 정보효과가 수시공시보다 더 크다는 사실을 누적초과수익률(CAR)을 이용하여 실증하였다. 본 연구에서는 가결산이익의 상대적 정확도와 기업어음 신용등급 간의 관계를 분석함으로써 공시형태에 따른 정보의 유용성이 타인 자본시장에서도 일관성 있게 적용되는지를 알게 해주어 타인자본시장의 이해관계자들에게 의미 있는 정보를 제공해준다. 실증분석 결과, 첫째, 가결산이익 공정공시 기업의 기업어음 신용등급이 수시공시 기업의 경우보다 높은 것으로 나타났다. 둘째, 가결산이익 공시정보가 부정확할수록 신용등급이 낮은 것으로 나타났다. 이는 왜곡된 정보에 대하여 시장 메커니즘이 정상적으로 작동하고 있음을 의미한다. 셋째, 기업어음 신용등급은 수시공시보다 공정공시에 의한 가결산이익의 정확성에 더 민감하게 반응하는 것으로 나타났다. 이는 채권시장이 의무적인 수시공시보다 자발적인 공정공시에 더욱 높은 정확성을 기대한다는 사실을 의미한다.

본 연구결과는 가결산이익 공시는 정확성이 뒷받침되었을 때 정보효과가 높다는 것을 시사하며, 채권자와 투자자 그리고 가결산이익 정보를 왜곡하여 공시하려는 경영자들에게 의미 있는 시사점을 제공한다.

주제어: 가결산이익, 수시공시, 공정공시, 타인자본비용, 신용등급

1. 서론

본 연구는 기업의 가결산이익 공시유형 차이와 기업어음 신용등급 간의 관계를 분석한다. 기업공시제도는 경영자와 외부 정보이용자의 정보비대칭을 완화하고 자본시장 내 정보불균형을 해소하여 투자자 보호와 자본시장의 발전을 도모하기 위하여 도입되

었다.¹⁾ 기업공시는 규정에 의한 의무공시와 경영자에 의한 자발적공시로 나누어지며 이러한 공시유형별로 서로 다른 정보효과를 가진다(Beyer et al., 2010). 제도의 목적과 공시의 내용은 동일하다 할지라도 특정 요건이 달성되었을 때 의무적으로 공시하는 수시공시와 공시 여부가 자발적으로 결정되는 공정공시는 서로 다른 효익과 비용을 가지기 때문에 공시정보의 정확성에 차이가 발생하고 이로 인해 공

시의 정보효과도 달라지게 된다.

가결산이익 공시는 외부 투자자에게 유용한 정보를 보다 적시성 있게 제공하며 목적적합성을 제고시킨다는 점에서 장려되어야 할 공시제도이다(장지인, 전영순, 2003). 일정 기준 이상의 손익구조 변동이 발생했을 때에 경영자는 가결산이익을 의무적으로 공시해야 하지만 그 외의 경우에는 순전히 경영자가 자발적으로 공시 여부를 결정한다.²⁾

자발적공시인 가결산이익 공정공시의 경우 부정확한 공시에 따른 비용이 의무공시인 수시공시보다 크기 때문에 경영자는 공정공시의 정확성을 높이고자 하는 유인이 더 크다.³⁾ 또한, 확실적인 양적 중요성 기준에 의한 수시공시보다 자발적으로 시장에 정보를 제공할 유인이 있는 공정공시가 투자자에게 더욱 유용한 정보를 제공한다. 반면 수시공시의 경우는 특정 상황 발생 시 의무적으로 공시해야 하는 것이기 때문에 수시공시에 대한 순효익이 크지 않은 경영자라면 공시의 정확성을 제고하고자 하는 노력은 상대적으로 줄어들게 된다. 선행연구에 따르면 공정

공시에 의한 가결산이익의 정확성은 수시공시에 의한 가결산이익보다 높은 것으로 나타났다(이동현 외 2인, 2011). 이는 경영자가 기업의 가결산이익에 관하여 수시공시보다는 공정공시의 정확성에 더욱 큰 관심과 노력을 기울이고 있음을 의미한다. 정광화, 정석우(2012)는 이동현 외 2인(2011)을 확장하여 공시유형별로 차별적인 시장반응이 존재하는지를 연구하였다. 구체적으로, 가결산이익 공시일 전후의 누적초과수익률(CAR)을 이용하여 공정공시 가결산이익의 정보효과가 수시공시보다 더 크다는 실증분석 결과를 제시하였다. 본 연구에서는 공시유형별 정확성에 대한 경영자의 차별적 노력이 기업의 타인자본비용과도 차별적인 관련성을 가지는지를 검토한다. 많은 선행연구들이 기업공시와 자기자본비용과의 관련성을 실증분석한 반면(Welker, 1995; Botosan, 1997; Healy et al., 1999; Lang and Lundholm, 2000), 타인자본비용 측면에서 분석한 연구는 상대적으로 적다. 기업의 자본조달 활동에 있어 타인자본은 자기자본 못지않게 중요한 자본

2) 수시공시와 관련하여 유가증권시장 공시규정 제7조에서는 최근사업연도 매출액, 영업손익 또는 당기순손익이 직전사업연도 대비 100분의 30(대규모법인의 경우 100분의 15) 이상 증가 또는 감소한 사실이나 결정이 있는 경우 결산주주총회의 소집을 통지·공고하기 이전까지 이를 거래소에 신고하도록 의무화하고 있다. 공정공시와 관련하여서는 동 규정 제15조에서 사업보고서 등을 제출하기 이전에 당해 사업보고서 등과 관련된 매출액, 영업손익, 법인세비용차감전계속사업손익 또는 당기순손익 등 영업실적을 공정공시정보제공 대상자에게 선별적으로 제공하는 경우에는 그 사실 및 내용을 거래소에 신고하도록 규정하고 있다.

3) 본 연구에서 의미하는 공시에 따른 비용은 부정확한 가결산이익 정보가 공시된 경우를 전제로 한다는 점에 유의해야 한다. 수시공시, 조회공시 같은 의무공시에 대한 조치와 공정공시, 자율공시와 같은 자발적공시에 대한 조치에는 차이가 있으며 일반적으로 의무공시에 대해서 제재조치가 훨씬 더 강력하다. 하지만 본 연구에서는 다음과 같은 이유로 부정확한 가결산이익 공정공시의 공시비용이 가결산이익 수시공시보다 클 수도 있다고 판단하였다. 첫째, 본 연구에서는 가결산이익 수시공시 또는 가결산이익 공정공시 전체에 대한 공시비용이 아니라 부정확한 정보를 공시했다는 전체 하에 발생하는 공시비용에 집중하였다. 예를 들어, 기업의 가결산이익이 부정확한 경우 경영자가 이를 공시하지 않는다면 공시비용은 발생하지 않으나 이를 공시했다면 그 자발적 성격으로 인해 수시공시보다 더 큰 공시비용을 초래할 수 있다. 즉 공시의무가 없음에도 자발적으로 가결산이익을 공시하였는데 그 정보가 부정확하다면 경영자의 의도에 대한 시장의 의구심을 증폭시켜서 수시공시를 통해 부정확한 가결산이익을 제공한 경우보다 시장의 제재(주가 하락 등) 정도가 더 클 수 있다. 둘째, 본 연구에서는 공시비용의 개념을 감독당국의 조치사항 뿐만 아니라 시장 메커니즘에 의한 제재까지 포함하는 것으로 확장하였다. 감독당국의 제재조치는 의무공시(수시공시)의 형태에 더 강하게 적용될 것으로 예상되나 시장의 제재는 자발적공시(공정공시)에 더 강할 수도 있으므로 이를 모두 고려한 공시비용은 공정공시가 더 클 수도 있다고 판단된다. 이는 가결산이익 수시공시가 가결산이익의 정보에 대한 외부 수요(demand)를 고려하지 않고 확실적인 기준에 의해 일반적으로 제공되는데 반해, 가결산이익 공정공시는 재무분석가, 기관투자자 등 가결산이익의 정보에 대한 외부 수요가 높은 경우에 제공되기 때문에 시장의 관심이 높은 경우에 자발적으로 부정확한 정보를 제공한다면 시장의 제재가 더욱 클 것이라 예상되기 때문이다. 셋째, 가결산이익 수시공시 정보가 부정확한 경우라 하더라도 공정공시를 실시하면 별다른 제재조치가 없다는 현실을 고려하였다(손성규, 이은철, 2005).

조달 원천이다. 따라서 공시유형별 공시정보와 주가 수익률 간의 관계가 타인자본비용에도 일관성 있게 적용되는지 여부를 연구할 필요성이 있다.

가결산이익 공시제도는 동일한 정보(연간이익 잠정실적)가 서로 다른 형태(자발적공시와 의무공시)로 자본시장에 제공된다는 점에서 공시유형별 차별적 효과를 검토하는데 적합하다. 또한 가결산이익은 최종보고이익과의 비교를 통하여 공시의 정확성을 효과적으로 확인할 수 있으므로 공시의 정확성에 대한 투자자 반응을 연구하는 데에도 적절하다.

2006년부터 2010년 사이에 가결산이익을 공시한 12월 결산법인 중 제조업에 속하는 기업을 대상으로 가결산이익 공시유형과 기업어음 신용등급 간의 관계를 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 공정공시 가결산이익 기업의 기업어음 신용등급이 수시공시 가결산이익 기업에 비해 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 동일한 가결산이익 공시라 하더라도 자발적으로 기업의 성과를 공시하여 정보비대칭을 줄이고자 하는 경영자의 노력을 자본시장이 긍정적으로 평가하고 있음을 의미한다. 둘째, 가결산이익의 정확성이 떨어지는 경우에는 신용등급이 유의하게 낮은 것으로 확인되었는데, 이는 회계 결산능력의 부족이나 경영자 기회주의 등의 이유로 가결산이익이 정확하지 않은 경우에는 자본시장이 올바르게 평가하여 불이익을 부과하고 있음을 의미한다. 셋째, 이러한 가결산이익의 정확성에 대한 자본시장의 반응은 수시공시보다 공정공시에서 더욱 두드러지는 결과를 보였다. 이를 통해 자본시장은 의무적으로

공시해야 하는 수시공시보다는 경영자가 자발적으로 공시하는 공정공시에 더욱 민감한 반응을 보이는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 자본시장이 가결산이익 수시공시보다 공정공시에 더욱 높은 정확성을 기대한다는 사실을 의미한다. 즉 의무사항이 아닌 경영자의 자발적 노력에 자본시장이 더욱 큰 관심과 기대를 가지고 있으며 가결산이익 공정공시가 정확하지 않다면 수시공시에 비해 상대적으로 자본시장에서 더 불리하게 작용하는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 점에서 공헌점을 가진다. 첫째, 본 연구의 결과는 타인자본시장의 여러 이해관계자들에게 의미 있는 시사점을 제공한다. 구체적으로, 신용평가사들이 신용등급을 산정할 때 기업정보의 신뢰성을 고려한다는 사실은 더 낮은 비용으로 자본을 조달해야 하는 경영자와, 신용등급을 바탕으로 타인자본 제공 여부와 이자율 등을 결정하는 채권자, 그리고 실제 기업어음에 투자하는 투자자들에게 매우 유용한 정보가 될 것으로 기대된다. 특히 채권자는 타인자본 제공 이후에도 기업이 제공하는 정보에 의존하여 경영자를 감시하기 때문에 기업정보의 신뢰성은 더욱 중요하다. 추가적으로, 본 연구 결과는 기업가치와 관련하여 채권자지분을 평가할 때도 효과적인 고려사항이 될 수 있을 것으로 기대된다. 둘째, 본 연구는 선행연구(이동훈 외 2인, 2011; 정광화, 정석우, 2011)를 확장하여 타인자본시장에서 가결산이익의 정확성에 따른 정보효과를 살펴보는 동시에 자발적공시와 의무공시를 분리하여 공시유형별 효과를 분석하였다는 점에서 차별성이 있다.⁴⁾ 셋

4) Beyer et al.(2010)은 자발적공시의 대응치로 주로 사용되는 투자관리연구협회(Association for Investment Management and Research: AIMR) 점수와 연구자가 개발한 공시점수 등은 자발적공시 효과뿐만 아니라 의무공시에 대한 효과도 동시에 반영하고 있기 때문에 이들 측정치들이 순수하게 자발적공시만을 나타낸다고 해석하기에는 무리가 있으며, 따라서 공시유형별 효과를 구분하기 어렵다는 단점이 있다고 지적하고 있다. 공시관련 연구에 있어 자발적공시 측정치가 이러한 문제를 가지는 경우 공시효과가 과연 자발적공시로 인한 것인지, 의무공시로 인한 것인지 아니면 복합적인 요인으로 인한 것인지 불명확하다는 한계점이 있다(Heitzman et al., 2010).

제, 가결산이익 공시정보는 신뢰성이 확보되었을 때에 기업가치에 효과적임을 보여주었다. 이러한 실증 결과는 회계 전문성 등 신뢰성 제고를 위한 규정과 노력이 전제되지 않으면 자본시장에 혼란을 초래할 수 있음을 시사한다. 마지막으로, 가결산이익의 정확성에 대한 우려가 높고 이에 대한 감독당국의 제재가 쉽지 않은 현실에서 부정확한 가결산이익의 자발적공시는 자본시장에서 수시공시에 비해 더 부정적으로 평가되고 있음을 보여주었다. 이러한 결과는 특히 가결산이익을 왜곡하여 자발적으로 공시하려는 경영자들에게 상당한 시사점을 제공한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 선행 연구를 살펴보고 연구가설을 설정한다. 제3장에서는 표본 선정 및 방법론을 기술한다. 제4장과 제5장에서는 실증분석 결과를 제시하며 제6장에서는 결론을 제시한다.

II. 선행연구 및 가설설정

기업공시제도는 정보 우위에 있는 내부자로부터 선량한 투자자를 보호하기 위해 도입된 제도이다. 자본시장의 정보불균형이 심화되어 정보를 가지지 못한 투자자들이 손해를 보게 되면 투자자는 결국 시장을 외면하게 된다(손성규, 2009). 따라서 거래소에서는 수시공시, 공정공시, 자율공시, 조회공시 등 여러 가지 공시제도를 운용하고 있으며 이를 통해 투자자를 보호하고 있다. 이러한 기업공시는 크게 규정에 의한 의무공시와 경영자에 의한 자발적 공시로 구분할 수 있다. Beyer et al.(2010)은 2000년 이후 10여 년간의 공시 관련 연구들을 종합적으로 검토하였다. 그들은 공시유형에 따른 차별적

효과가 존재함을 보이기 위해 연간이익 공시와 분기 주가수익률의 변동성(the quarterly stock return variance)간의 관계를 분석하였다. 1994년부터 2007년까지 70,700건의 기업-분기 자료를 이용하여 실증분석을 실시한 결과, 분기 주가수익률에 대한 의무공시(mandatory disclosures)의 공헌도는 12%에 미치지 못하는데 반해 자발적공시(voluntary disclosures)의 공헌도는 약 66%에 이르렀다. 즉 동일한 이익정보라 하더라도 공시유형에 따라 기업 공시의 정보효과는 달라짐을 보여주었다.

기업의 가결산이익과 관련하여 의무공시는 유가증권시장 공시규정 제7조에 수시공시제도로 규정되어 있고, 자발적공시는 동규정 제15조에 공정공시제도로 규정되어 운영되고 있다. 이들 가결산이익 공시는 기업의 연간 손익에 대한 유사한 정보를 제공하나 의무공시(수시공시)와 자발적공시(공정공시)의 형태가 병존하는 독특한 특성을 지닌다. 자발적공시와 의무공시의 차별적 효과를 검토할 때 가결산이익을 대상으로 연구하는 것은 다음과 같은 장점이 존재한다. 첫째, 가결산이익 공정공시와 가결산이익 수시공시는 자발적공시와 의무공시라는 제도적 차이만 존재할 뿐 제공되는 정보 내용은 연간 손익에 대한 것이라는 점에서 동일하다. 기존 공시관련 선행 연구들은 투자관리연구협회(AIMR)에 의한 재무분석가의 공시점수나 연구자가 개발한 공시지수(index) 등을 자발적공시의 대용치로 사용하였다. 그러나 이러한 대용치에는 자발적공시 뿐만 아니라 의무공시에 대한 평가도 반영되어 있기 때문에 자발적공시의 효과만을 측정하기가 어렵다는 한계점이 있다(Welker, 1995; Healy et al., 1999; Heitzman et al., 2010). 가결산이익 공시를 이용하면 자발적공시와 의무공시라는 제도적 차이점을 분리하여 분석할 수 있다는 장점이 있다. 둘째, 가결산이익과 최종 보고

이익과의 비교를 통하여 투자자들은 짧은 시간 안에 직접적으로 공시의 정확성을 확인할 수 있다. 따라서 가결산이익은 공시의 정확성에 대한 투자자 반응을 연구하기에 적절하다. 기업이 언제나 진실한 정보만을 공시하는 것은 아니며 왜곡된 공시의 효익이 비용보다 더 크거나 공시에 따른 비용 부담이 거의 없다면(costless) 경영자는 왜곡된 정보라도 공시할 수 있기 때문에(Beyer et al., 2010) 공시의 정확성을 수월하게 확인할 수 있는지 여부는 중요한 고려사항이 된다.

가결산이익의 공시효과에 대한 선행연구는 제도별로 독립적으로 이루어졌다.⁵⁾ 가결산이익 공시는 시장반응과 유의한 양(+)⁶⁾의 관계를 가지며 주가반응의 선점효과도 존재하는 것으로 나타났다(손성규, 이은철, 2005; 장지인, 전영순, 2003). 이는 가결산이익 공시가 시장에서 유용하게 이용된다는 것을 의미한다. 또한 시가총액이 크고 영업성능이 양호할수록 가결산이익을 사전공시하는 것으로 나타났다(전영순, 손준희, 2005).

가결산이익 수시공시에 대한 연구로써 손성규, 이은철(2005)은 12월 결산 상장법인 중 60% 이상의 기업들이 수시공시를 통해 가결산이익을 사전에 공시하고 있음을 발견하였다. 또한 수시공시일을 전후로 가결산이익을 이용한 비기대이익과 누적초과수익률(CAR) 간에는 유의한 양(+)⁷⁾의 관계가 있음을 제시함으로써 수시공시가 정보효과가 있음을 보여주었다. 송인만, 박연희(2006)는 상당수의 수시공시 가결산이익이 외부감사 이후에 공시되어 정보효과가 제한적임을 확인하였으며 가결산이익이 과대공시된 경우에는 주총소집통지일 기간에서 음(-)의 수익률

을 발견하고 신뢰성을 제고할 수 있는 제도적 장치의 보완을 요구하였다.

가결산이익 공정공시에 대한 연구로는 장지인, 전영순(2003)이 매일경제신문에 자발적으로 가결산이익을 보고한 기업을 대상으로 사전공시 현황 및 공시기업 특성과 그 공시유인에 대해 검토하였다. 연구 결과, 사전공시일을 전후한 초과수익률은 그 측정방법이나 측정기간에 상관없이 유의한 양(+)⁸⁾의 값을 가짐을 보여줌으로써 자발적인 가결산이익 공시가 정보효과가 있음을 확인하였다. 전영순, 손준희(2005)는 가결산이익을 과대공시하는 기업의 특성을 파악하고 주식시장에서 과대공시기업에 불이익이 주어지는지를 조사하였다. 연구 결과, 기업규모가 작을수록, 기업의 경영성능이 열악할수록, 결산과정의 마지막 단계에서 결정되는 유가증권평가손실 등이 매출액에서 차지하는 비율이 큰 기업일수록 가결산 순이익을 과대 공시하는 경향이 있음을 확인하였으며 사후 실적치 대비 가결산 순이익의 오차가 커질수록 부정적인 주가반응이 나타남을 보여주었다.

한편 가결산이익 수시공시와 공정공시를 동시에 분석하여 정보간 공시유형의 차별성을 검증하려는 시도도 나타났다. 이동현 외 2인(2011)은 의무공시인 가결산이익 수시공시보다 자발적공시인 가결산이익 공정공시의 정확도가 더 높다는 분석결과를 제시하면서, 경영자는 가결산이익 수시공시에는 노력을 덜 기울이거나 정정보고를 통해 책임을 회피하는 반면 기업정보에 관심있는 재무분석가나 투자자에게 자발적으로 정보를 제공하는 공정공시 가결산이익 정보의 정확성에 대해 더 큰 관심을 가지고 있다고 주장하였다. 정광화, 정석우(2012)는 가결산이익 공

5) 한국의 공정공시제도는 2002.11.1부터 시행되었다. 장지인, 전영순(2003)은 1996~2000년을, 전영순, 손준희(2005)는 1996~2003년을 연구대상기간으로 하고 있으므로 본 연구에서 언급하는 가결산이익 공정공시 적용시기와는 차이가 있다. 그러나 상기 선행연구들의 연구대상은 매일경제신문을 통해 자발적으로 가결산이익을 공시한 기업이라는 점에서 현재의 가결산이익 공정공시와 매우 유사하다.

시일 전후의 누적초과수익률(CAR)을 이용하여 공시유형별 시장반응을 연구하였다. 실증분석 결과 투자자들은 수시공시보다 공정공시 가결산이익에 더 민감하게 반응하였으며, 이러한 현상은 정보비대칭 정도가 높은 소규모기업군에서 두드러졌다.

기업공시에는 고유한 효익과 비용이 따른다. 동일한 가결산이익에 대한 공시라 하더라도 정확성에 차이가 나는 이유는 공시유형별로 서로 다른 효익과 비용을 가지기 때문이다. 예를 들어, 기업의 당해연도 실적이 유가증권시장 공시규정에서 규정하고 있는 양적 중요성 기준을 초과하리라고 예상되는 경우에는 경영자는 공시의 정확성보다는 적시성에 주안점을 두어 우선적으로 수시공시를 실시하고 당해연도 최종 이익이 확정될 때 정정공시를 실시하는 것이 공시비용⁶⁾을 최소화할 수 있는 전략이 된다.⁷⁾ 반면에 자발적으로 가결산이익을 공시할 때 부정확한 정보를 제공한다면 공시정보의 신뢰성 훼손으로 인한 공시비용이 급증하기 때문에 공정공시를 실시하고자 하는 경영자는 정확한 가결산이익을 제공하는 것이 최선의 전략이 된다.

이동현 외 2인(2011)은 의무공시인 가결산이익 수시공시보다 자발적공시인 공정공시에 의한 가결산이익의 정확도가 더 높다는 실증결과를 제시하였다. 가결산이익 공정공시의 정확성이 수시공시보다 높은 이유는 다음과 같다. 첫째, 공시의 정확성이 낮을 경우 발생하는 공시비용이 수시공시 대비하여 공정공시의 경우에 더 크다. 모든 공시는 효익과 비용이 동시에 존재하며 자발적공시는 비용 대비 효익이

큰 경우에 한하여 이루어지게 된다(Beyer et al., 2010). 공정공시는 경영자와 투자자간 정보비대칭을 줄임으로써 자본조달비용을 낮출 수 있다는 점에서 그 효익이 존재한다. 그러나 가결산이익과 감사 후 최종 보고이익의 차이가 크다면 오히려 기업의 회계 결산능력에 대한 의구심을 초래하는 등 공시의 신뢰성이 크게 훼손되어 공시에 따른 비용이 급격히 증가하게 된다. 따라서 공정공시를 통해 가결산이익을 공시하는 경영자는 이러한 비용을 줄이고자 공시의 정확성을 제고할 유인이 있으나 의무공시는 규정에 따라 공시 여부가 결정되므로 상대적으로 이런 유인이 부족하다. 둘째, 가결산이익 공정공시는 개별 기업이 공시 여부에 대해 의사결정을 하는 반면, 수시공시의 경우는 공시의 효익 비용과 무관하게 획일적인 양적 중요성 기준에 의해 이루어지고 있으므로 투자자에게 유용한 정보라도 양적 중요성 기준에 미달하는 경우는 공시되지 않는다는 문제점이 존재한다. 더욱이 중요성 기준은 개별 기업마다 다르기 때문에(Heitzman et al., 2010) 획일적인 양적 기준을 적용하기보다는 개별 기업의 고유한 특성을 고려하여 자발적으로 공시된 정보가 더 유용하다. 셋째, 가결산이익 공정공시의 경우에는 해당 기업에 불리하면(즉, 효익 대비 비용이 높으면) 자발적공시를 실시하지 않으면 되지만, 가결산이익 수시공시는 의무사항이므로 기업이 공시의 순효익이 높지 않은 경우에는 정보를 왜곡하여 공시할 가능성이 있다.⁸⁾ 이런 경우에도 수시공시는 추후 정정공시를 이용하면 감독당국의 제재를 회피할 수 있기 때문에 이러

6) 본 연구에서 언급하는 공시비용이란 신뢰성이 낮은 정보를 기업이 제공할 경우 기업의 신뢰성이 저하되고 정보의 유용성은 낮아지게 되는 것을 의미한다(McNichols 1989; Ng et al. 2008; Hutton and Stocken 2009; 권수영 등 2010).

7) 유가증권시장 공시규정에 따르면 결산주주총회의 소집을 통지, 공고하기 전까지 정정공시가 이루어지면 감독기관의 제재는 없다(손성규, 이은철, 2005).

8) 예를 들어, 전년 대비 실적이 악화되어 가결산이익 수시공시의 대상이 되는 기업은 성과 악화에 따른 주주 집단소송 가능성을 염려하여 단계적으로 충격을 완화하고자 정확한 성과가 아닌 왜곡된 손익을 공시할 유인이 있다.

한 수시공시의 정확성에 대한 우려는 상존한다(손성규, 이은철, 2005).

따라서 공정공시에 의한 가결산이익의 정확성은 수시공시에 의한 가결산이익보다 높을 것으로 예상되며 이는 경영자와 투자자 사이의 정보비대칭을 완화하여 자본비용에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 정광화, 정석우(2012)는 가결산이익 공시에 대한 주가수익률을 이용하여 자기자본시장의 반응을 연구하였다. 많은 선행연구에서 공시수준과 자본비용 간에는 음(-)의 관련성이 있음을 보고하고 있다. 다시 말해 기업공시의 목적 중 하나는 정보비대칭을 완화시켜 자본조달비용을 낮추는 것이다. 타인자본 또한 기업의 중요한 자금조달 원천임을 고려하면, 가결산이익 공시유형과 자기자본비용 간의 관련성이 타인자본비용에도 일관성을 가지는지를 연구할 필요성이 있다. 본 연구에서는 가결산이익 수시공시에 대비하여 상대적으로 정확성이 높은 가결산이익 공정공시와 자본시장과의 관련성을 타인자본비용 측면에서 살펴본다. 이러한 점을 고려하여 본 연구의 첫 번째 가설을 다음과 같이 설정하고 이를 검증한다.

가설 1: 가결산이익 공정공시 실시 기업의 기업어음 신용등급은 가결산이익 수시공시 실시 기업에 비해 높다.

경영자가 정보비대칭을 완화하고자 자발적으로 가결산이익을 공시한다 하더라도 이익예측 정보가 정확하지 않다면 공시정보의 신뢰성이 훼손되어 오히려 기업공시에 대한 불신만을 초래할 수 있다. 전영순, 손준희(2005)에 따르면 미국의 경우 공시정보

의 신뢰성은 투자자들의 집단소송이라는 시장감시기능을 통하여 확보되나 우리나라는 집단소송과 같은 시장감시기능이 강력하지 않고⁹⁾ 현 공시제도 하에서 감독당국이 허위공시의 고의성을 입증하기가 어렵기 때문에 우리나라 자본시장에는 공시정보의 정확성에 대한 우려가 상존한다.¹⁰⁾ 따라서 가결산이익 정보의 정확성이 낮은 경우 사후적으로 타인자본비용이 높아질 것으로 예상된다. 이를 검증하기 위하여 다음의 가설을 설정한다.

가설 2: 가결산이익 공시의 정확성은 기업어음 신용등급과 양(+)의 관련성이 있다.

마지막으로 가결산이익 정보의 정확성이 기업어음 신용등급에 미치는 영향이 공시유형별로 차이가 있는지를 검토하고자 한다. 가결산이익 수시공시에 비해 공정공시가 더 긍정적으로 평가받고 있다면 이는 타인자본시장이 의무사항이 아닌 경영자의 자발적 노력에 더욱 큰 관심과 기대를 가지고 있음을 의미한다. 즉 가결산이익 공정공시의 정확성이 낮다면 수시공시에 비해 상대적으로 타인자본시장에서 더 큰 불이익을 입는 것으로 해석할 수 있다. 수시공시의 경우에는 많은 기업들이 정정보고 제도를 이용하기 때문에 기업은 물론 타인자본시장도 수시공시의 정확성에는 공정공시보다 상대적으로 적은 관심을 가질 것으로 예상된다(이동현 외 2인, 2011). 이를 검증하기 위하여 다음의 가설을 설정한다.

가설 3: 가결산이익 공시의 정확성에 따른 기업어음 신용등급은 수시공시 기업에 비해 공정공시 기업이 더 높다.

9) 아시아경제. 2007.12.26. 증권집단소송제, 유명무실... 도입 2년 '0전'

10) 아시아경제. 2010.3.16. 판치는 '뺑튀기 공시' 투자주의보

III. 연구설계와 표본

3.1 연구설계

3.1.1 연구모형의 설정

본 연구의 첫 번째 목적은 가결산이익 공시가 제도적 유형에 따라 자본시장과 차별적 관련성을 가지는지 검증하는 것이다. 구체적으로 자발적공시인 가결산이익 공정공시 기업의 타인자본비용이 의무공시인 수시공시 기업보다 더 낮은지를 기업어음 신용등급을 통해 살펴본다.

본 연구에서 타인자본비용을 연구한 이유는 다음과 같다. 첫째, 채권자들은 기업의 부도위험 평가에 정보비대칭 정도를 반영한다. 이를 위해 과거 공시 품질을 검토하여 공시품질이 높다면 경영자가 불리한 정보를 감출 가능성이 낮다고 판단하여 위험프리미엄을 낮게 적용한다(Sengupta, 1998). 둘째, 채권자들이 사후 모니터링에 이용하는 부채약정(debt covenants)은 기업이 제공하는 회계정보에 기반하기 때문에 회계정보의 신뢰성은 매우 중요하다. 따라서 회계정보의 신뢰성에 영향을 미치는 회계 전문성 확보와 경영자의 공시전략은 매우 중요한 고려요소가 된다(Anderson et al., 2004). 셋째, 부채는 자기자본보다 만기가 짧고 가치평가가 상대적으로 수월하기 때문에 연구결과가 균형자산가격결정모형(equilibrium asset pricing model)을 잘못 설계해서 나온 것이라는 비판에서 좀 더 자유롭다(Klock et al., 2005). 넷째, 부채는 기업의 자금 조달의 중요한 원천일 뿐만 아니라 기업가치의 상당부분을

구성하고 있다(Mansi et al., 2004). 다섯째, 부채는 분배 정책(payout policy)에 대한 주주와 경영자 사이의 이익상충(conflicts of interest)에 대한 좋은 해결책이 될 수 있다(Jensen, 1986). 상기와 같은 이유로 가결산이익 공시유형과 자본시장이 어떤 관련이 있는지를 타인자본시장 측면에서 연구할 필요성이 있다.

회계학 연구에 있어 타인자본비용의 대응치로 재무제표로부터 계산한 차입이자율과 신용등급이 주로 사용된다. 차입이자율의 경우 발행 시의 타인자본비용을 나타낼 뿐 기업의 현재 타인자본비용을 반영하지 못하는 역사적 측정치(historical measurement)라는 문제점이 있는 반면, 신용평가기관에서 공표하는 신용등급은 전문가들이 재무제표와 기타 정보를 이용하여 산출하는 것으로 차입이자율의 객관적 척도로 이용될 수 있다(Mansi et al., 2004; 이아영 외 2인, 2008). 기업어음은 신용상태가 양호한 기업이 단기자금을 조달하기 위하여 자기신용을 바탕으로 발행하는 만기 1년 이내의 유통어음이다. 기업이 기업어음을 발행하려면 둘 이상의 신용평가기관으로부터 B등급 이상의 신용등급을 받아야 한다.¹¹⁾ 우리나라의 기업어음 신용등급은 현재 기업에서 부담하고 있는 이자비용을 나타내기 때문에 가결산이익 공시와 타인자본비용의 관계를 살펴보려는 본 연구 목적에 더 적합하다. 따라서 본 연구에서는 타인자본비용의 대응치로 기업어음 신용등급을 사용한다. 더욱이 상기 대응치들은 서로 높은 양(+)의 상관관계가 있다고 볼 수 있으므로 기업어음 신용등급을 사용한 연구결과는 현실적으로 타당성이 있다고 판단된다.¹²⁾

본 연구에서 기업어음 신용등급은 순차적으로 가

11) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제183조 제1항

12) 실제로 평가를 담당하는 신용평가기관과 기업어음을 중개하는 증권회사의 담당자에게 확인한 결과, 기업어음 신용등급은 기업어음

장 높은 A1 등급에 '12'를 부여하고 가장 낮은 D등급은 '1'의 값을 부여하였다. 또한 기업어음 신용등급은 기업의 결산월 이후 2분기말의 신용등급을 이용하였는데, 그 이유는 기업의 최종 결산이익이 확정 발표되고 신용평가기관들이 가결산이익 공시의 정확성을 사후적으로 평가하여 기업어음 신용등급에 반영하는 시간을 고려하기 위함이다.¹³⁾ 상기 내용을 검증하기 위하여 다음과 같은 연구모형 (식 1)을 설정한다.

$$\begin{aligned} \text{Rating}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{TYPE}_{it} + \alpha_2 \text{LEV}_{it} \\ & + \alpha_3 \text{MARGIN}_{it} + \alpha_4 \text{LSIZE}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{MTB}_{it} + \alpha_6 \text{DEFAULT}_{it} \\ & + \alpha_7 \text{INTCOV}_{it} + \alpha_8 \text{IND} \\ & + \alpha_9 \text{YD} + \varepsilon \end{aligned} \quad (\text{식 1})$$

- Rating : t년도말 이후 2분기말에 신용평가기관이 제공하는 기업어음 신용등급으로 측정된 타인자본비용. 가장 높은 A1등급에 12, 가장 낮은 D등급에 1을 부여함
- TYPE : t년도 회계이익에 대하여 가결산이익 공정공시를 실시하였으면 1, 수시공시를 실시하였으면 0을 부여한 더미변수
- LEV : t년도 부채비율(총부채/총자산)
- MARGIN : t년도 세전이익률(세전이익/전기매출액)
- LSIZE : t년도 기업규모로 총자산의 자연로그값
- MTB : t년도 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율
- DEFAULT : t년도 부도위험. Bharath et al.(2008)

- 의 Altman Z-Score
- INTCOV : t년도 이자보상비율(영업이익/이자비용)
- IND : 산업별 더미변수
- YD : 연도별 더미변수
- 편의상 아래첨자는 생략함

(식 1)에서 주된 관심변수는 공시유형을 나타내는 변수인 TYPE이다. 자발적공시인 가결산이익 공정공시 기업의 기업어음 신용등급이 수시공시 기업보다 높다면 TYPE의 계수는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. 이는 타인자본 시장이 상대적으로 가결산이익 공정공시를 긍정적으로 평가하고 있음을 의미한다.

경영자가 공시정보의 정확성을 제고할 유인이 높은 이유는 가결산이익의 정확성이 낮아 신뢰성이 훼손되는 경우에는 오히려 기업공시에 대한 불신을 초래하여 공시에 따른 비용(disclosure costs)이 증가하기 때문이다. 가결산이익의 정확성이 타인자본 비용에 미치는 영향을 검토하기 위해 다음과 같이 (식 2)를 설정한다.

$$\begin{aligned} \text{Rating}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{ERROR}_{it} + \alpha_2 \text{LEV}_{it} \\ & + \alpha_3 \text{MARGIN}_{it} + \alpha_4 \text{LSIZE}_{it} \\ & + \alpha_5 \text{MTB}_{it} + \alpha_6 \text{DEFAULT}_{it} \\ & + \alpha_7 \text{INTCOV}_{it} + \alpha_8 \text{IND} \\ & + \alpha_9 \text{YD} + \varepsilon \end{aligned} \quad (\text{식 2})$$

매입 시 적용되는 할인율에 실제로 반영되고 있음을 확인하였다. 또한, 둘 이상의 신용평가기관으로부터 평가받은 등급이 서로 다른 경우에는 일반적으로 낮은 등급을 유효등급으로 하며 신용등급 이외의 요인들도 할인율 산정에 반영된다. 따라서 기업어음 신용등급은 실제로 기업이 부담하는 자본비용에 영향을 미치며, 이는 기업어음 신용등급을 타인자본비용의 대용치로 사용하는 본 연구 설계가 타당성이 있음을 의미한다.

13) 기업어음 신용등급 평가의 종류에는 본평가, 정기평가, 수시평가가 있다. 본평가는 평가대상기업의 평가의뢰에 따라 최근 연간 결산 자료를 기초로 결산일로부터 6개월 이내에 매년 1회 실시하며, 정기평가는 반기결산일을 기준으로 반기실적 및 정기평가일 현재의 신용도 변화요인을 반영하여 기평가등급의 변경여부를 결정한다. 한편, 수시평가에서는 신용등급 유효기간 내에 평가대상기업의 채무이행 및 원리금 상환에 영향을 줄 수 있는 환경변화요인이 있는 경우 수시로 기평정등급의 변경여부를 결정한다(출처: 한국기업평가(주) 홈페이지). 따라서 본 연구에서 사용된 결산월 이후 2분기말(차년도 6월말)의 신용등급은 최근 연간 결산실적을 이용하여 본평가를 실시한 후의 신용등급으로서 본 연구에서 사용된 공시 및 재무자료들과 동일한 회계연도를 대상으로 한다.

Rating : t년도말 이후 2분기말에 신용평가기관이 제공하는 기업어음 신용등급으로 측정된 타인자본비용. 가장 높은 A1등급에 12, 가장 낮은 D등급에 1을 부여함

ERROR : t년도 예측오류. 공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이의 절대값을 기초자산으로 조정함

$$\left(\frac{|가결산이익 - 실제이익|}{기초자산(천억원)} \right)$$

LEV : t년도 부채비율(총부채/총자산)

MARGIN : t년도 세전이익률(세전이익/전기매출액)

LSIZE : t년도 기업규모로 총자산의 자연로그값

MTB : t년도 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율

DEFAULT : t년도 부도위험. Bharath et al.(2008)의 Altman Z-Score

INTCOV : t년도 이자보상비율(영업이익/이자비용)

IND : 산업별 더미변수

YD : 연도별 더미변수

편의상 아래첨자는 생략함

(식 2)에서 관심변수는 예측오류를 나타내는 변수인 ERROR이다. 가결산이익의 정확성이 낮을수록 기업어음 신용등급이 낮아진다면 관심변수인 ERROR의 계수값이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 이는 가결산이익의 정확성이 낮을 경우 자본시장이 불이익을 부과한다는 것을 의미한다.

자본시장이 수시공시보다 공정공시의 정확성에 더욱 큰 관심과 기대를 가지고 있다는 주장은 다음 (식 3)을 이용하여 검증한다.

$$\begin{aligned}
 \text{Rating}_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{TYPE}_{it} + \alpha_2 \text{ERROR}_{it} \\
 & + \alpha_3 \text{ERROR*TYPE}_{it} + \alpha_4 \text{LEV}_{it} \\
 & + \alpha_5 \text{MARGIN}_{it} + \alpha_6 \text{LSIZE}_{it} \\
 & + \alpha_7 \text{MTB}_{it} + \alpha_8 \text{DEFAULT}_{it} \\
 & + \alpha_9 \text{INTCOV} + \alpha_{10} \text{IND} \\
 & + \alpha_{11} \text{YD} + \varepsilon \quad (\text{식 } 3)
 \end{aligned}$$

Rating : t년도말 이후 2분기말에 신용평가기관이 제공하는 기업어음 신용등급으로 측정된 타인자본비용. 가장 높은 A1등급에 12, 가장 낮은 D등급에 1을 부여함

TYPE : t년도 회계이익에 대하여 가결산이익 공정공시를 실시하였으면 1, 수시공시를 실시하였으면 0을 부여한 더미변수

ERROR : t년도 예측오류. 공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이의 절대값을 기초자산으로 조정함

$$\left(\frac{|가결산이익 - 실제이익|}{기초자산(천억원)} \right)$$

ERROR*TYPE : t년도 ERROR와 TYPE 간의 상호작용변수

LEV : t년도 부채비율(총부채/총자산)

MARGIN : t년도 세전이익률(세전이익/전기매출액)

LSIZE : t년도 기업규모로 총자산의 자연로그값

MTB : t년도 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율

DEFAULT : t년도 부도위험. Bharath et al.(2008)의 Altman Z-Score

INTCOV : t년도 이자보상비율(영업이익/이자비용)

IND : 산업별 더미변수

YD : 연도별 더미변수

편의상 아래첨자는 생략함

(식 3)에서 관심변수는 상호작용변수인 ERROR*TYPE이며, 같은 내용을 담고 있는 가결산이익 공시라 하더라도 자본시장이 자발적공시인 공정공시에 더 많은 관심을 가지고 있다면 ERROR*TYPE의 계수값이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다. 즉 공시 정확성에 대한 기업어음 신용등급의 민감도는 가결산이익 수시공시보다 공정공시의 경우에 더 크다는 것을 의미한다.

3.1.2 통제변수

본 연구모형에서는 부채비율(LEV), 세전이익률(MARGIN), 기업규모(LSIZE), 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB), 부도위험(DEFAULT), 그리고 이자보상비율(INTCOV) 등을 통제변수로 고려하였다. 이들 통제변수들은 채무불이행위험을 나타내며 선행연구들에서 사용된 변수들이다. 부채비율이 높을수록 위험프리미엄과 채무불이행위험은 증가하여 타인자본비용은 높아지므로 신용등급은 떨어진다. 따라서 그 계수값은 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다(Modigliani and Miller, 1958; Sengupta, 1998; Khurana and Raman, 2004; 이아영 외 2인, 2008; 최관 외 2인, 2010; 양동훈 외 2인, 2011). 신용등급은 가결산이익 정보의 정확성에 의해서도 영향을 받지만 이익의 크기에 대해서도 영향을 받는다. 다시 말해, 기업의 수익성이 좋을수록 채무불이행위험은 낮아지므로 이를 통제하기 위하여 세전이익률 변수(MARGIN)를 추가하였으며 신용등급과 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다(Sengupta, 1998; 이아영 외 2인, 2008; 양동훈 외 2인, 2011). 기업규모(LSIZE)는 총자산에 자연로그값을 취하여 측정하였는데 기업규모와 시장위험은 음(-)의 관계에 있으며 기업규모가 클수록 타인자본비용은 낮아질 것이므로 기업규모의 계수값은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다(Botosan and Plumlee, 2002; 이아영 외 2인, 2008; 최관 외 2인, 2010; 양동훈 외 2인, 2011). 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)이 크다는 것은 높은 성장기회와

낮은 위험을 의미한다(Fama and French, 1995; Khurana and Raman, 2004; 이아영 외 2인, 2008). 또한 선행연구는 MTB는 위험프리미엄과 음(-)의 관계에 있음을 보여주었다(Gode and Mohanram, 2003). 따라서 MTB의 계수값은 신용등급과 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다. Mazumdar and Sengupta(2005)는 타인자본비용의 결정요인을 분석할 때 부도위험을 통제하여야 한다고 주장하면서 실증분석 결과를 제시하였다. 선행연구와 마찬가지로 본 연구에서도 부도위험의 측정치로 Altman Z-Score를 사용하였으며 이 점수가 높을수록 부도가능성이 낮음을 의미하기 때문에 부도위험(DEFAULT)의 계수값은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.¹⁴⁾ 이자보상비율(INTCOV)이 높을수록 기업의 이자상환능력은 우수하다는 것을 의미하기 때문에 이자보상비율의 계수값은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다(Sengupta, 1998). 마지막으로, 산업별 연도별 효과를 통제하였다.

3.1.3 분석 방법(Ordered Logit Regression)

본 연구에서는 종속변수로 기업어음 신용등급을 사용하였으며 신용등급이 가장 높은 등급인 A1에 12를 부여하고, 이후 낮은 등급에 대하여 순차적으로 1씩 차감하여 가장 낮은 등급인 D에 1을 부여하였다. 이로 인해 종속변수는 이산형 변수이자 서열척도에 해당하게 된다. 선행회귀모형인 통상최소자승법(OLS)의 기본 가정은 연속형 변수와 오차항의 정규분포 가정인데, 본 연구의 종속변수인 기업어음

14) 여러 국내 선행연구들(양동훈 외 2인, 2011; 이상철 외 2인, 2011; Byun, 2007)과 마찬가지로 본 연구에서는 Altman (1968)의 Z-Score 계산식을 원용하여 부도위험을 측정하였다. 그러나 우리나라 기업들과 미국 기업들 사이에 존재하는 기업특성 차이가 Z-Score에 영향을 미칠 수 있으므로, 이러한 차이를 조정하지 않고 부도위험을 측정한 본 연구의 실증결과는 해석에 주의를 기울일 필요가 있다.

신용등급은 이러한 기본 가정을 위배하게 되어 잘못된 추론을 도출하게 된다. 따라서 선행연구와 마찬가지로 이러한 문제점을 보완하기 위해 순서화로지트(Ordered Logit) 회귀분석을 실시하여 통상최소자승법(OLS) 결과와 함께 제시하였다(Rock et al., 2001; 이아영 외 2인, 2008; 양동훈 외 2인, 2011).

3.2 표본의 선정

본 연구는 2006년부터 2010년까지 한국거래소에 상장된 유가증권시장 상장기업 중에서 다음의 조건을 만족하는 기업을 대상으로 한다.¹⁵⁾

- (1) Fn-DataGuidePro DB에서 기업어음 신용등급 자료를 얻을 수 있는 기업
- (2) 가결산 연간이익을 공시한 기업
- (3) 금융업에 속하지 않는 기업
- (4) 12월 결산법인
- (5) 한국상장회사협의회 TS2000에서 필요한 재무자료를 입수할 수 있는 기업

표본 선정 조건 (1)은 기업의 결산월 이후 2분기 말의 신용등급을 이용하였는데, 그 이유는 기업의 최종 결산이익이 확정 발표되고 신용평가기관들이

가결산이익 공시의 정확성을 사후적으로 평가하여 기업어음 신용등급에 반영하는 시간을 고려했기 때문이다. 표본 선정 조건 (2)는 금융감독원 전자공시시스템¹⁶⁾에 공시된 가결산 연간이익 정보를 수집하였음을 의미한다. 상기 조건을 적용한 결과, 기업어음 신용등급이 있는 총 672개의 표본 중에서 가결산이익을 공시하여 최종 표본으로 채택된 자료는 총 534개의 기업-연 자료이며 이중 수시공시 자료는 456개, 공정공시에 의한 자료는 78개인 것으로 나타났다.¹⁷⁾

〈표 1〉은 가결산이익 공시의 분포를 보여준다. Panel A에서 알 수 있듯이 기업어음 신용등급을 가지고 있는 672개의 기업 중에서 90% 이상(수시·공정공시 534개와 동시공시 79개를 합한 613개 기업)이 수시공시 또는 공정공시를 통하여 가결산이익을 사전에 제공하고 있다. 또한 경영자의 자발적인 의사결정으로 이루어지는 공정공시는 수시공시 제도에 비해 표본의 수가 적음을 알 수 있다. 본 연구에서는 수시공시와 공정공시가 동일자에 이루어진 79개의 표본은 분석에서 제외한다. 가결산이익 공시유형과 자본시장과의 관련성을 알아보려는 본 연구의 목적을 고려할 때, 같은 날짜에 수시공시와 공정공시가 함께 이루어진 경우는 공시유형별 효과가 혼재되어 있어 어느 하나의 공시유형으로 분류하기가 곤

15) 2011년에 국제회계기준을 도입하면서 연결재무제표가 기본재무제표로 변경되었으나 아직 수시공시 제도(가결산이익 수시공시 포함)는 개별재무제표 기준으로 운용되고 있다. 따라서 2011년 이후의 자료는 그 이전의 자료와 성격이 다르다고 판단하여 연구기간에서 제외하였다. 공정공시는 경영자의 자발적인 의사에 따른 공시이므로 가결산이익 공정공시를 연결재무제표를 기준으로 하는 개별재무제표 기준으로 하는 공시규정에서 정하는 바는 없으나, 한국거래소(KRX)의 담당자에게 확인한 결과 공정공시는 수시공시에 준하여 판단하므로 가결산이익 공정공시도 개별재무제표를 기준으로 공시하되 연결재무제표를 기준으로 공시해도 무방하다고 판단된다. 한편 모든 공시를 연결재무제표 중심으로 할 것을 규정할 공시규정 개정안은 2013.1월 현재 금융위원회의 승인을 기다리고 있으며, 금융위원회의 최종 승인이 이루어지면 금융감독원과 조율을 거친 후에 2013년 중으로 개정 규정이 적용되어 비로소 완전한 연결중심 공시체제로 전환될 예정이다. 따라서 공시규정 개정 이후로는 가결산이익 수시공시와 공정공시 모두 연결재무제표 중심으로 발표되게 된다.

16) <http://dart.fss.or.kr/>

17) 가결산이익을 공시할 때 매출액만 공시하고 영업손익과 당기순손익을 공시하지 않은 기업이 있으므로 일부 표본(3개)이 손실되어 가결산이익의 정확성을 분석할 때(식 2)와 변수간 상호작용을 분석할 때(식 3)는 전체표본은 531개가 이용되었다.

〈표 1〉 표본의 분포

Panel A: 연도별/유형별 분포

연도	수시공시	공정공시	소계	동시공시	미공시	합계
2006	77	23	100	20	14	134
2007	83	20	103	12	16	131
2008	105	18	123	8	11	142
2009	98	9	107	18	11	136
2010	93	8	101	21	7	129
합계	456	78	534	79	59	672

Panel B: 산업별 분포

한국표준산업분류상 대분류 기준 산업	산업코드	표본수	구성비(%)
광업	B	1	0.19
제조업	C	269	50.38
전기, 가스, 증기 및 수도사업	D	13	2.43
건설업	F	113	21.16
도매 및 소매업	G	54	10.11
운수업	H	16	3.00
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	J	24	4.49
전문, 과학 및 기술 서비스업	M	44	8.24
합계		534	100.00

란하기 때문이다. Panel B는 표본의 산업별 분포를 알려준다. 제조업이 50.38%(269개)로서 가장 많으며, 건설업(21.16%, 113개), 도매 및 소매업(10.11%, 54개) 순으로 표본을 구성하고 있다. 전체 표본은 여러 산업에서 고르게 선정되어 표본선택 편의는 심하지 않은 것으로 판단된다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량 및 상관관계 분석

〈표 2〉는 본 연구에서 사용된 주요 변수들의 기술

통계량 및 상관관계 분석 결과를 보여준다. Panel A는 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 극단치의 영향을 제거하기 위하여 변수들의 상·하위 1%를 조정하였다(winsorization). 기업어음 신용등급의 평균이 9.16으로서 평균적으로 A2와 A2- 사이에 있으며, 예측오류(ERROR)와 부채비율(LEV)의 평균값은 각각 1.439과 0.547로 나타났다. 기업의 수익성을 나타내는 세전이익률(MARGIN)의 평균값은 0.073이었다. 다음으로 자연로그를 취한 총자산으로 측정된 기업규모(LSIZE)의 평균값은 21.268이었으며 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)의 평균값은 1.309인 것으로 나타났다. Altman Z-Score로 측정된 부도위험(DEFAULT)은 클수록 부도위험이 낮은 것을 의미하는데 그 평균값은 2.413

〈표 2〉 기술통계량 및 상관관계

Panel A: 기술통계량

변수	N	평균값	최소값	5%	중위수	95%	최대값	표준편차
Rating	534	9.16	2	5	10	12	12	2.637
ERROR	531	1.439	0.000	0.000	0.002	6.397	37.067	4.803
LEV	534	0.547	0.043	0.210	0.574	0.792	0.937	0.176
MARGIN	534	0.073	-0.393	-0.125	0.047	0.287	1.036	0.179
LSIZE	534	21.268	17.269	19.010	21.238	23.553	25.033	1.367
MTB	534	1.309	0.138	0.224	0.965	3.661	6.065	1.093
DEFAULT	534	2.413	-0.341	0.544	1.993	5.611	15.409	1.897
INTCOV	534	47.331	-3.572	-0.890	2.795	67.802	2896.160	311.705

Panel B: Pearson 상관관계

변수	Rating	TYPE	ERROR	LEV	MARGIN	LSIZE	MTB	DEFAULT	INTCOV
Rating	1	0.252 (〈.0001)	-0.196 (〈.0001)	-0.469 (〈.0001)	0.397 (〈.0001)	0.587 (〈.0001)	0.297 (〈.0001)	0.377 (〈.0001)	0.103 (0.0178)
TYPE		1	-0.096 (0.0267)	-0.145 (0.0008)	0.109 (0.0114)	0.121 (0.0051)	0.162 (0.0002)	0.191 (〈.0001)	0.121 (0.005)
ERROR			1	0.128 (0.0032)	-0.135 (0.0019)	-0.087 (0.0445)	0.016 (0.7089)	-0.133 (0.0022)	-0.009 (0.8284)
LEV				1	-0.505 (〈.0001)	0.041 (0.3491)	0.037 (0.3985)	-0.597 (〈.0001)	-0.223 (〈.0001)
MARGIN					1	0.146 (0.0007)	0.163 (0.0002)	0.501 (〈.0001)	0.087 (0.0446)
LSIZE						1	0.143 (0.0009)	-0.037 (0.3937)	-0.036 (0.4008)
MTB							1 1 (〈.0001)	0.36477 (〈.0001)	0.056 (0.194)
DEFAULT								1	0.20027 (〈.0001)
INTCOV									1

Rating : t년도말 이후 2분기말에 신용평가기관이 제공하는 기업어음 신용등급으로 측정한 타인자본비용. 가장 높은 A1등급에 12, 가장 낮은 D등급에 1을 부여함

TYPE : t년도 회계이익에 대하여 가결산이익 공정공시를 실시하였으면 1, 수시공시를 실시하였으면 0을 부여한 더미변수

ERROR : t년도 예측오류. 공시된 가결산이익과 사후 확정되는 순이익의 차이의 절대값을 기초자산으로 조정함 값

$$\left(\frac{\text{가결산이익} - \text{실제이익}}{\text{기초자산(천억원)}} \right)$$

LEV : t년도 부채비율(총부채/총자산)

MARGIN : t년도 세전이익률(세전이익/전기매출액)

LSIZE : t년도 기업규모로 총자산의 자연로그값

MTB : t년도 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율

DEFAULT : t년도 부도위험. Bharath et al.(2008)의 Altman Z-Score

INTCOV : t년도 이자보상비율(영업이익/이자비용)

*, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타내며, 변수들은 상·하위 극단치 1%가 조정된 값(winsorization)

으로 나타났다. 기업의 이자상환능력을 측정하는 이자보상비율(INTCOV)의 평균값은 47.331로 나타났다.

Panel B는 변수들 간의 상관관계를 보여주고 있다. 피어슨 상관계수를 보면 모든 독립변수는 종속변수인 기업어음 신용등급(Rating)과 통계적으로 유의한 예상과 같은 결과를 보인다. 구체적으로, 관심변수인 공시유형(TYPE)은 종속변수인 기업어음 신용등급(Rating)과 0.252의 상관성을 보이며 이는 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 이는 단일변량분석에서 가결산이익 공정공시를 실시한 기업이 수시공시 기업보다 기업어음 신용등급이 더 높은 것을 의미한다. 예측오류(ERROR)는 -0.196의 유의한 상관성을 가진다. 통제변수의 경우에도 예상대로의 결과를 보인다. 부채비율(LEV)은 -0.469의 유의한 상관성을 보이며, 세전이익률(MARGIN)은 0.397의 양(+)의 상관성을 가진다. 기업규모(LSIZE)와 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)도 각각 0.587, 0.297로서 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 부도위험(DEFAULT)은 0.377로서 신용등급과 유의한 양(+)의 관계를 가지는데 이는 부도위험이 낮을수록 신용등급이 높다는 것을 의미한다. 마지막으로 이자보상비율(INTCOV)은 0.103으로 기업어음 신용등급과 유의한 양(+)의 상관성을 가진다.

4.2 실증분석 결과

〈표 3〉은 가결산이익 공정공시 기업의 기업어음 신용등급이 수시공시 기업의 신용등급보다 높은지를

알아보기 위하여 (식 1)을 회귀분석한 결과이다. 관심변수인 공시유형(TYPE)은 통상최소자승법(OLS)에서는 5% 수준에서, 순서화로지트분석(Ordered Logit)에서는 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 타인자본시장이 자발적공시인 가결산이익 공정공시를 의무공시인 수시공시보다 긍정적으로 평가하는 것으로 해석되며 [가설 1]을 지지하는 결과이다. 통제변수들의 결과는 대체적으로 선행연구와 일치하는 것으로 나타났다. 부채비율(LEV)은 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지며, 세전이익률(MARGIN)과 기업규모(LSIZE)의 경우 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나 기업의 수익성이 높을수록, 기업규모가 클수록 기업어음 신용등급이 높다는 것을 알 수 있다.¹⁸⁾ 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)과 Altman Z- Score로 측정한 부도위험(DEFAULT)도 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나서 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율이 높을수록, 부도위험이 낮을수록 신용등급이 높은 것으로 나타났다. 이자보상비율(INTCOV)의 경우에는 통계적으로 유의하지 않은 계수값을 가지는 것으로 나타났다. 마지막으로, 변수들 간에 다중공선성이 존재하는지를 검토하기 위하여 분산팽창계수(VIF)를 검토한 결과 최대값이 2.31이므로 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 보인다.

〈표 4〉는 가결산이익 공시정보가 부정확한 경우 타인자본비용과의 관련성을 검증한 실증결과이다. 관심변수인 예측오류(ERROR)는 OLS에서는 1% 수준에서, Ordered Logit에서는 5% 수준에서 통

18) 기업의 수익성(MARGIN) 외에도 기업의 이익 추세가 기업어음 신용등급에 영향을 미칠 수 있다. 이를 추가로 통제하기 위해 전년 대비 이익 증감액을 전기매출액으로 표준화한 변수를 포함하여 분석한 후에도 본 연구의 주요 결과들이 여전히 지지됨을 확인하였다.

〈표 3〉 가결산이익 공시유형과 타인자본비용과의 관계

$$Rating_{it} = a_0 + a_1TYPE_{it} + a_2LEV_{it} + a_3MARGIN_{it} + a_4LSIZE_{it} + a_5MTB_{it} + a_6DEFAULT_{it} + a_7INTCOV_{it} + a_8IND + a_9YD + \varepsilon \quad (식 1)$$

변수	예상 부호	OLS		Ordered Logit	
		회귀계수	t-값	회귀계수	Wald Chi-Square
Intercept	?	-10.548	-5.83***	표시생략	
TYPE	+	0.508	2.56**	1.076	12.92***
LEV	-	-6.603	-11.74***	-8.471	98.15***
MARGIN	+	0.729	1.51	1.696	4.92**
LSIZE	+	1.023	19.11***	1.746	270.78***
MTB	+	0.535	6.84***	0.454	17.05***
DEFAULT	+	0.005	0.10	0.302	11.21***
INTCOV	+	-0.00004	-0.19	0.00001	0.001
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
Adj. R ²		67.47		-	
Max-rescaled R ²		-		75.49	
표본수		534		534	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) 변수의 정의는 〈표 2〉와 동일함

계적으로 유의한 음(-)의 값을 가짐으로써 예상과 일치하는 결과를 보여준다. 이는 가결산이익이 부정확할수록 기업어음 신용등급이 낮아져서 타인자본비용이 증가하는 것으로 해석되며 [가설 2]를 지지하는 결과이다. 이러한 결과는 신뢰성이 담보되지 않은 가결산이익 공시는 공시비용(disclosure costs)의 증가를 초래하여 오히려 기업가치에 불리하게 될 것을 시사한다. 통제변수의 경우는 부채비율(LEV)의 경우 OLS와 Ordered Logit 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가진다. 세전이익률(MARGIN)은 OLS에서는 통계적으로는 유의하지 않지만 Ordered Logit에서는 예상대로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 가지며, 기업규모(LSIZE)와 자본의 장부

가치 대비 시장가치 비율(MTB)의 경우 예상과 같이 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가진다. 한편 부도위험(DEFAULT)은 OLS에서는 유의하지 않으나 Ordered Logit에서는 유의한 양(+)의 값을 가진다. 이자보상비율(INTCOV)의 경우는 통계적으로 유의하지 않은 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 마지막으로, 변수들 간에 다중공선성이 존재하는지를 검토하기 위하여 분산팽창계수(VIF)를 검토한 결과 최대값이 2.29이므로 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 보인다.

〈표 5〉는 자본시장이 가결산이익 공정공시와 수시공시의 공시 정확성에 차별적으로 반응하는지를 검증한 실증결과이다. 관심변수는 예측오류(ERROR)

〈표 4〉 가결산이익 공정공시의 정확성과 타인자본비용과의 관계

$$Rating_{it} = a_0 + a_1ERROR_{it} + a_2LEV_{it} + a_3MARGIN_{it} + a_4LSIZE_{it} + a_5MTB_{it} + a_6DEFAULT_{it} + a_7INTCOV_{it} + a_8IND + a_9YD + \varepsilon \quad (식 2)$$

변수	예상 부호	OLS		Ordered Logit	
		회귀계수	t-값	회귀계수	Wald Chi-Square
Intercept	?	-10.225	-5.63***	표시생략	
ERROR	-	-0.045	-3.22***	-0.035	4.10**
LEV	-	-6.691	-11.96***	-8.559	101.16***
MARGIN	+	0.632	1.31	1.502	3.88**
LSIZE	+	1.029	19.26***	1.745	270.81***
MTB	+	0.575	7.37***	0.501	20.50***
DEFAULT	+	-0.002	-0.04	0.321	12.66***
INTCOV	+	0.00001	0.07	0.00006	0.03
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
Adj. R ²		67.58		-	
Max-rescaled R ²		-		74.94	
표본수		531		531	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임
2) 변수의 정의는 〈표 2〉와 동일함

와 공시유형(TYPE)의 상호작용변수인 ERROR*TYPE이며 이는 가결산이익 공시의 정확성이 낮을 수록 기업어음 신용등급이 하락하는 결과가 공시 유형별로 차이가 있는지를 살펴보기 위한 것이다. ERROR*TYPE은 OLS와 Ordered Logit 모두에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가진다. 구체적으로 OLS에서는 10% 수준에서, Ordered Logit에서는 5% 수준에서 유의하다. 이는 가결산이익 공시 정확성에 대한 타인자본비용의 민감도가 공정공시가 수시공시보다 크다는 것을 의미하며 [가설 3]을 지지하는 결과이다. 즉, 가결산이익 공정공시의 정확성에 대한 자본시장의 기대수준이 수시공시의 경우보다 더 높기 때문에 공시 정확성이 낮은 경우

공정공시의 공시 비용(dislosure costs)이 수시공시보다 더 크다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 타인자본시장은 의무사항이 아닌 경영자의 자발적인 노력에 더욱 큰 관심과 기대를 가지고 있음을 시사한다. 통제변수인 부채비율(LEV)은 음(-)의 값을, 기업규모(LSIZE)와 자본의 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB)은 양(+)의 값을 가지며 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 세전이익률(MARGIN)과 부도위험(DEFAULT)은 OLS에서는 유의하지 않으나 Ordered Logit에서는 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가진다. 이자보상비율(INTCOV)은 통계적으로 유의하지 않은 계수값을 가진다. 마지막으로, 변수들 간에 다중공선성이 존재하는지를 검토하

〈표 5〉 가결산이익 공시유형에 따른 타인자본비용의 민감도

$$Rating_{it} = a_0 + a_1TYPE_{it} + a_2ERROR_{it} + a_3ERROR*TYPE_{it} + a_4LEV_{it} + a_5MARGIN_{it} + a_6LSIZE_{it} + a_7MTB_{it} + a_8DEFAULT_{it} + a_9INTCOV_{it} + a_{10}IND + a_{11}YD + \varepsilon \quad (\text{식 3})$$

변수	예상 부호	OLS		Ordered Logit	
		회귀계수	t-값	회귀계수	Wald Chi-Square
Intercept	?	-10.151	-5.62***	표시생략	
TYPE	+	0.582	2.82***	1.240	15.34***
ERROR	-	-0.041	-2.93***	-0.030	3.06*
ERROR*TYPE	-	-0.295	-1.76*	-0.570	5.70**
LEV	-	-6.544	-11.71***	-8.537	99.29***
MARGIN	+	0.634	1.32	1.565	4.18**
LSIZE	+	1.020	19.02***	1.760	269.73***
MTB	+	0.547	7.01***	0.472	17.99***
DEFAULT	+	-0.008	-0.15	0.284	9.86***
INTCOV	+	-0.00004	-0.18	0.00002	0.002
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
Adj. R ²		68.02		-	
Max-rescaled R ²		-		75.75	
표본수		531		531	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) 변수의 정의는 〈표 2〉와 동일함

기 위하여 분산팽창계수(VIF)를 검토한 결과 최대 값이 2.32이므로 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 보인다.

V. 추가분석

5.1 수시공시의 정정공시 통제

본 연구는 경영자가 의무공시보다 자발적공시에

더 많은 관심과 노력을 기울이기 때문에 가결산이익 공정공시의 공시 정확성이 더 높다는 선행연구를 확장하여 타인자본시장이 공정공시에 더 민감하게 반응하고 있음을 보여주고 있다. 그러나 가결산이익 수시공시는 정정공시를 통하여 감독당국의 제재를 회피할 수 있고 실무상 정정공시가 빈번하게 일어나고 있으므로 이러한 특성을 통제한 이후에도 연구결과가 일관성을 보이는데를 검증하기 위하여 추가분석을 실시한다. 구체적으로 정정공시가 없는 가결산이익 공정공시와 수시공시로 표본을 한정하여 이 경우에도 공정공시 기업의 기업어음 신용등급이 수시

공시 기업보다 높은지를 검증한다. <표 6>은 (식 1)과 (식 3)을 이용하여 가결산이익의 정확성을 통제 한 후 공시유형이 기업어음 신용등급에 미치는 영향을 보여주는 회귀분석 결과이다. Panel A는 (식 1)을 적용한 결과를 보여준다. 실증분석 결과, 관심변수인 공시유형(TYPE)은 정확성을 통제 한 후에도 OLS에서는 1% 수준에서, Ordered Logit에서는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지며 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 3.02였다. Panel B는 (식 3)을 적용한 결과이다. 관심변수인 ERROR*TYPE은 OLS에서는 10% 수준에서, Ordered Logit에서는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났으며 이는 예상과 일치하는 결과이다. 기타 통제변수의 경우에도 공시 정확성을 통제하기 전과 유사한 결과를 보이고 있다. Panel B에서 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 3.05이므로 다중공선성 문제는 크지 않은 것으로 보인다.

5.2 수시공시 가결산이익의 방향성 통제

가결산이익 공정공시는 자발적공시(voluntary disclosure)로서 기업의 경영자가 공시할 정보량과 질에 대해서 자유로이 선택할 수 있는 특성을 가지고 있다. 예를 들어 공정공시의 경우 경영자는 경제신문 등의 보도매체나 투자설명회(IR) 등에서 자발적으로 수행하게 되므로 공시정보가 낙관적인(favorable) 경우에만 공시할 가능성이 존재한다. 따라서 낙관적인 정보(Good News)가 있을 경우에만 경영자가 편의적으로(biased) 자발적공시를 실

시할 가능성이 있다. 이에 이러한 경영자의 유인(incentive)이 본 연구의 결과를 왜곡할 가능성을 우려하여 본 절에서는 가결산이익 공시정보의 방향성을 통제 한 추가분석을 실시한다. 구체적으로 가결산이익 수시공시를 좋은 소식(Good News)과 나쁜 소식(Bad News)로 구분하고 이를 각각 공정공시와 비교·분석한다. <표 7>은 수시공시에 의한 가결산순이익이 직전년도 최종보고순이익보다 많은 경우를 좋은 소식으로, 그렇지 않은 경우를 나쁜 소식으로 구분하고 분석한 결과이다.¹⁹⁾

Panel A는 (식 1)을 이용한 결과이다. 좋은 소식의 경우, 관심변수인 공시유형(TYPE)은 OLS는 5% 수준에서, Ordered Logit은 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이때 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 2.16이다. 나쁜 소식의 경우는 OLS와 Ordered Logit 모두 1% 수준에서 유의한 결과를 보인다. 이때 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 2.71이다.

Panel B는 (식 3)을 이용한 결과를 제시한다. 좋은 소식의 경우, 관심변수인 ERROR*TYPE은 OLS에서는 유의하지 않으나 Ordered Logit에서는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가진다. 이때 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 2.16이다. 나쁜 소식의 경우에는 OLS에서는 10% 수준에서, Ordered Logit에서는 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가진다. 이때 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 2.75이다. 따라서 이와 같이 자기선택편의를 고려한 후에도 기존 연구결과는 지지되고 있음을 알 수 있다.

19) 가결산순이익이 아닌 당해연도 최종보고이익을 기준으로 좋은 소식과 나쁜 소식을 분류한 경우와 가결산순이익의 중요성(30% 또는 15%)을 기준으로 좋은 소식과 나쁜 소식을 분류한 경우에도 질적으로 매우 유사한 결과를 보였다.

〈표 6〉 정정공시 없는 가결산이익 공시유형과 타인자본비용과의 관계

Panel A:

$$Rating_{it} = a_0 + a_1TYPE_{it} + a_2LEV_{it} + a_3MARGIN_{it} + a_4LSIZE_{it} + a_5MTB_{it} + a_6DEFAULT_{it} + a_7INTCOV_{it} + a_8IND + a_9YD + \varepsilon \quad (\text{식 1})$$

변수	예상 부호	OLS		Ordered Logit	
		회귀계수	t-값	회귀계수	Wald Chi-Square
Intercept	?	-8.133	-4.78***	표시생략	
TYPE	+	0.675	2.70***	0.758	4.29**
LEV	-	-5.325	-5.99***	-6.133	18.42***
MARGIN	+	0.901	1.31	1.316	1.72
LSIZE	+	0.878	11.14***	1.674	118.65***
MTB	+	0.463	4.17***	0.337	4.12**
DEFAULT	+	0.046	0.59	0.660	14.07***
INTCOV	+	0.0001	0.25	0.005	2.08
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
Adj. R ²		65.59		-	
Max-rescaled R ²		-		76.56	
표본수		278		278	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) 변수의 정의는 〈표 2〉와 동일함

Panel B:

$$Rating_{it} = a_0 + a_1TYPE_{it} + a_2ERROR_{it} + a_3ERROR*TYPE_{it} + a_4LEV_{it} + a_5MARGIN_{it} + a_6LSIZE_{it} + a_7MTB_{it} + a_8DEFAULT_{it} + a_9INTCOV_{it} + a_{10}IND + a_{11}YD + \varepsilon \quad (\text{식 3})$$

변수	예상 부호	OLS		Ordered Logit	
		회귀계수	t-값	회귀계수	Wald Chi-Square
Intercept	?	-7.950	-4.60***	표시생략	
TYPE	+	0.766	2.98***	0.922	5.92**
ERROR	-	-0.057	-1.25	0.033	0.37
ERROR*TYPE	-	-0.440	-1.72*	-0.636	4.63**
LEV	-	-5.227	-5.88***	-6.035	17.57***
MARGIN	+	0.899	1.31	1.449	2.04
LSIZE	+	0.871	10.92***	1.715	117.92***
MTB	+	0.490	4.23***	0.270	2.30
DEFAULT	+	0.036	0.45	0.687	14.27***
INTCOV	+	0.0001	0.17	0.005	1.89
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
Adj. R ²		65.86		-	
Max-rescaled R ²		-		76.90	
표본수		276		276	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) 변수의 정의는 〈표 2〉와 동일함

5.3 가결산이익 예측오류(ERROR) 통제

본 연구에서 가결산이익 공시 정확성에 대한 타인 자본비용의 민감도와 관련하여 공정공시가 수시공시보다 크다는 실증분석 결과를 <표 5>에서 제시하

고 이를 타인자본시장이 경영자의 자발적인 노력에 더욱 큰 관심과 기대를 가지고 있는 것으로 해석하였다. 그러나 기업의 경영자는 기계적으로 최종보고이익을 가결산이익으로 공시할 가능성이 존재한다. 따라서 이러한 특성을 통제하기 위해 예측오류

<표 7> 수시공시 가결산이익의 방향성 통제

Panel A:

$$Rating_{it} = a_0 + a_1TYPE_{it} + a_2LEV_{it} + a_3MARGIN_{it} + a_4LSIZE_{it} + a_5MTB_{it} + a_6DEFAULT_{it} + a_7INTCOV_{it} + a_8IND + a_9YD + \epsilon \quad (식 1)$$

변수	예상 부호	좋은 소식(Good News)		나쁜 소식(Bad News)	
		OLS	Ordered Logit	OLS	Ordered Logit
		회귀계수 (t-값)	회귀계수 (Wald χ^2)	회귀계수 (t-값)	회귀계수 (Wald χ^2)
Intercept	?	-11.169*** (-5.74)	표시생략	-8.609*** (-5.33)	표시생략
TYPE	+	0.439** (2.01)	1.061*** (10.50)	0.753*** (3.28)	0.974*** (8.10)
LEV	-	-6.472*** (-8.83)	-8.195*** (48.86)	-5.267*** (-7.36)	-8.206*** (49.49)
MARGIN	+	-0.086 (-0.24)	1.126 (1.31)	0.734 (1.20)	1.713 (2.48)
LSIZE	+	1.042*** (15.30)	1.973*** (167.15)	0.916*** (12.75)	1.702*** (139.51)
MTB	+	0.484*** (5.33)	0.372*** (7.73)	0.325*** (3.21)	0.292** (4.31)
DEFAULT	+	-0.018 (-0.30)	0.233** (4.87)	0.127 (1.62)	0.647*** (15.96)
INTCOV	+	0.000 (0.02)	0.004** (4.13)	0.000 (-0.88)	-0.000004 (2.17)
산업효과		통제	통제	통제	통제
연도효과		통제	통제	통제	통제
Adj. R ²		62.43	-	69.87	-
Max-rescaled R ²		-	73.65	-	79.58
표본수		316	316	296	296

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) 변수의 정의는 <표 2>와 동일함

〈표 7〉 수시공시 가결산이익의 방향성 통제 (계속)

Panel B:

$$Rating_{it} = a_0 + a_1TYPE_{it} + a_2ERROR_{it} + a_3ERROR*TYPE_{it} + a_4LEV_{it} + a_5MARGIN_{it} + a_6LSIZE_{it} + a_7MTB_{it} + a_8DEFAULT_{it} + a_9INTCOV_{it} + a_{10}IND + a_{11}YD + \varepsilon \quad (\text{식 3})$$

변수	예상 부호	좋은 소식(Good News)		나쁜 소식(Bad News)	
		OLS	Ordered Logit	OLS	Ordered Logit
		회귀계수 (t-값)	회귀계수 (Wald χ^2)	회귀계수 (t-값)	회귀계수 (Wald χ^2)
Intercept	?	-10.308*** (-5.30)	표시생략	-8.575*** (-5.26)	표시생략
TYPE	+	0.458** (2.04)	1.176*** (11.45)	0.813*** (3.40)	1.150*** (10.20)
ERROR	-	-0.087*** (-3.42)	-0.086*** (7.08)	-0.031* (-1.83)	-0.013 (0.40)
ERROR*TYPE	-	-0.269 (-1.61)	-0.604** (6.47)	-0.279* (-1.66)	-0.534** (4.54)
LEV	-	-6.366*** (-8.85)	-8.356*** (50.27)	-5.267*** (-7.38)	-8.266*** (50.01)
MARGIN	+	-0.178 (-0.50)	1.014 (1.04)	0.730 (1.19)	1.706 (2.47)
LSIZE	+	1.038*** (15.34)	2.026*** (167.55)	0.919*** (12.66)	1.720*** (138.81)
MTB	+	0.478*** (5.35)	0.377*** (7.80)	0.353*** (3.41)	0.306** (4.36)
DEFAULT	+	-0.030 (-0.50)	0.233** (4.79)	0.105 (1.33)	0.618*** (14.10)
INTCOV	+	0.000 (-0.03)	0.004** (3.98)	0.000 (-0.87)	-0.000004 (2.14)
산업효과		통제	통제	통제	통제
연도효과		통제	통제	통제	통제
Adj. R ²		64.00	-	70.15	-
Max-rescaled R ²		-	74.58	-	79.74
표본수		314	314	293	293

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임

2) 변수의 정의는 〈표 2〉와 동일함

〈표 8〉 예측오류가 있는 가결산이익 공시유형과 타인자본비용과의 관계

$$Rating_{it} = a_0 + a_1TYPE_{it} + a_2ERROR_{it} + a_3ERROR*TYPE_{it} + a_4LEV_{it} + a_5MARGIN_{it} + a_6LSIZE_{it} + a_7MTB_{it} + a_8DEFAULT_{it} + a_9INTCOV_{it} + a_{10}IND + a_{11}YD + \varepsilon \quad (식 3)$$

변수	예상 부호	OLS		Ordered Logit	
		회귀계수	t-값	회귀계수	Wald Chi-Square
Intercept	?	-13.337	-7.13 ***	표시생략	
TYPE	+	0.213	0.74	1.156	5.18 **
ERROR	-	-0.039	-2.94 ***	-0.034	3.17 *
ERROR*TYPE	-	-0.211	-1.34	-0.587	5.36 **
LEV	-	-6.674	-9.60 ***	-9.967	70.97 ***
MARGIN	+	0.294	0.43	1.339	1.09
LSIZE	+	1.194	17.33 ***	2.107	159.15 ***
MTB	+	0.512	5.45 ***	0.587	14.73 ***
DEFAULT	+	0.115	1.52	0.259	4.56 **
INTCOV	+	0.0001	0.33	0.0001	0.14
산업효과		통제		통제	
연도효과		통제		통제	
Adj. R ²		73.63		-	
Max-rescaled R ²		-		78.82	
표본수		276		276	

1) *, **, ***는 양측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임
 2) 변수의 정의는 〈표 2〉와 동일함

(ERROR)가 없는 표본, 즉 가결산순이익과 최종보고 순이익이 동일한 표본을 제외하고 예측오류(ERROR)가 있는 표본에 한정하여 추가분석을 실시한다. 〈표 8〉은 (식 3)을 이용한 분석결과를 제시한다. 실증분석 결과, 관심변수인 ERROR*TYPE은 OLS는 유의하지 않으나, Ordered Logit은 5% 수준에서 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이때 분산팽창계수(VIF)의 최대값은 2.23이다. 이는 예측오류(ERROR)를 통제한 후에도 기존 결과가 지지됨을 의미한다.

VI. 결론

본 연구는 2006년부터 2010년까지 한국거래소에 상장된 유가증권시장 상장기업을 대상으로 가결산이익 공정공시가 수시공시에 비해 자본시장으로부터 긍정적으로 평가받는지 여부를 타인자본비용을 이용하여 살펴보았다.

가결산이익에 대한 선행연구는 가결산이익 수시공시의 정보의 유용성을 분석하는 연구(손성규, 이은철, 2005; 송인만, 박연희, 2006)와 가결산이익

공정공시 기업의 기업 특성을 분석하는 연구(장지인, 전영순, 2002; 전영순, 손준희, 2005)로 분리되어 공시유형별로 독립적으로 이루어졌다. 이동현 외 2인(2011)은 선행연구를 확장하여 가결산이익 공정공시와 수시공시를 동시에 비교하였으며 가결산이익 수시공시보다 공정공시의 정확성이 높다는 실증결과를 제시하였다. 정광화, 정석우(2012)는 정확성이 상대적으로 우수한 공정공시 가결산이익에 대하여 주가 반응이 더 민감하다는 결과를 보고하였다. 본 연구에서는 주식시장에서 실증분석한 공정공시 가결산이익의 상대적 정보효과가 타인자본시장에도 일관성 있게 적용되는지를 검토하기 위하여 가결산이익 공정공시와 자본시장과의 관련성을 타인자본비용 측면에서 분석하였다.

실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 가결산이익 공정공시 기업의 신용등급은 수시공시 기업보다 더 높은 것으로 나타났다. 이는 경영자들이 의무공시보다 자발적공시의 공시 정확성에 더 많은 관심과 노력을 기울이고 있으며 자본시장을 이를 긍정적으로 평가하고 있음을 의미한다. 둘째, 가결산이익 공시의 정확성이 낮을수록 기업어음 신용등급은 낮아졌다. 가결산이익의 정확성은 비교적 짧은 기간 안에 투자자에 의해 검증이 가능하므로 신뢰성이 결여된 공시정보는 오히려 역효과를 낳고 있음을 의미한다. 셋째, 가결산이익 공시 정확성에 대한 자본시장의 민감도는 수시공시보다 공정공시의 경우에 더 큰 것으로 나타났다. 이는 가결산이익 공정공시에 대한 자본시장의 기대수준이 수시공시의 경우보다 더 높기 때문에 공정공시의 경우 부정확한 공시에 따른 비용이 수시공시의 경우보다 더 크다는 사실을 의미한다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 가결산이익 정보의 신뢰성과 신용등급 간의 관련성을 분석한

본 연구 결과는 경영자, 채권자, 투자자 등 타인자본시장의 이해관계자들에게 유용한 정보를 제공한다. 둘째, 자발적공시와 의무공시를 분리하여 공시유형별 가결산이익의 정확성에 대한 타인자본시장의 반응을 연구했다는 점에서 선행연구를 확장하였다. 셋째, 가결산이익 공시는 신뢰성이 높을수록 정보효과가 높음을 보여주었다. 넷째, 자발적으로 공시한 가결산이익 정보가 정확하지 않으면 자본시장은 수시공시보다 더욱 민감하게 반응한다는 본 연구의 결과는 공시책임자와 같은 실무자들에게 의미 있는 정보를 제공한다.

참고문헌

- 손성규(2009), 수시공시이론, 제도 및 정책, 서울, 박영사.
 손성규, 이은철(2005), "손익구조변경 수시공시의 정보효과에 대한 실증분석," **회계저널**, 14 (4), 29-56.
 송인만, 박연희(2006), "가결산공시 시기의 적절성과 정보유용성," **회계학연구**, 31 (3), 151-181.
 양동훈, 이상철, 윤종철(2011), "공시의 질이 부채조달비용에 미치는 영향," **경영학연구**, 40 (3), 803-830.
 이동현, 최우석, 유승원(2011), "공시유형별 가결산이익의 정확성 및 정정공시," **경영학연구**, 40 (3), 721-751.
 이아영, 전성빈, 박상수(2008), "불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향," **회계학연구**, 33 (1), 127-158.
 이상철, 박재완, 윤종철(2011), "계속감사기간과 부채조달비용과의 관련성," **회계와 감사 연구**, 53 (1), 37-72.
 장지인, 전영순(2003), "가결산결과의 사전공시 현황 및 공시기업의 특성과 주가반응의 선점효과," **회계학연구**, 28 (1), 79-107.
 전영순, 손준희(2005), "가결산 순이익의 과대공시와 기업

- 특성 및 시장의 사후 감시기능," **회계학연구**, 30 (1), 79-105.
- 정광화, 정석우(2012), "가결산이익 공시유형과 시장반응," 한국경영학회 하계통합학술대회 발표논문.
- 최관, 박종일, 최성호 (2010), "계속감사기간과 자본시장의 반응," **회계학연구**, 35(1), 1-36.
- Anderson, R. C., S. A. Mansi, and D. M. Reeb (2004), "Board characteristics, accounting report integrity, and the cost of debt," *Journal of Accounting and Economics*, 37, 315-342.
- Beyer, A., D. A. Cohen, T. Z. Lys, and B. R. Walther (2010), "The financial reporting environment: Review of the recent literature," *Journal of Accounting and Economics*, 50, 296-343.
- Bharath, S., J. Sunder, and S. Sunder (2008), "Accounting Quality and Debt Contracting," *The Accounting Review*, 83 (1), 1-28.
- Botosan, C. A., and M. A. Plumlee (2002), "A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital," *Journal of Accounting Research*, 40 (1), 21-40.
- Byun, H. Y. (2007), "The Cost of Debt Capital and Corporate Governance Practices," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 36 (5), 765-806.
- Fama E., and K. French (1995), "Size and book-to-market factors in earnings and returns," *Journal of Finance*, 50 (March), 131-155.
- Gode, D., and P. Mohanram (2003), "Inferring the cost of capital using the Ohlson-Juettner model," *Review of Accounting Studies*, 8, 399-431.
- Healy, P. M., A. P. Hutton, and K. G. Palepu (1999), "Stock performance and intermediation changes surrounding sustained increases in disclosure," *Contemporary Accounting Research*, 16 (3), 485-520.
- Heitzman, S., C. Wasley, J. Zimmerman (2010), "The joint effects of materiality thresholds and voluntary disclosure incentives of firms' disclosure decisions," *Journal of Accounting and Economics*, 49, 109-132.
- Jensen, M. (1986), "Agency Costs of the Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76, 323-329.
- Khurana, I. K., and K. K. Raman(2004), "Litigation Risk and the Financial Reporting Credibility of Big 4 versus Non-Big 4 Audits: Evidence from Anglo-American Countries," *The Accounting Review*, 79 (2), 473-495.
- Klock, M. S., S. A. Mansi, and W. F. Maxwell (2005), "Does Corporate Governance Matter to Bondholders?" *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 40 (4), 693-719.
- Lang, M., and R. Lundholm (2000), "Voluntary disclosure and equity offerings: Reducing information asymmetry or hyping the stock?" *Contemporary Accounting Research*, 17 (Winter), 623-662.
- Mansi, S. A., W. F. Maxwell, and D. P. Miller (2004), "Does Auditor Quality and Tenure Matter to Investors? Evidence from the Bond Market," *Journal of Accounting Research*, 42 (4), 755-793.
- Mazumdar, S., and P. Sengupta (2005), "Disclosure and the Loan Spread on Private Debt," *Financial Analysts Journal*, 61 (3), 83-59.
- Modigliani, F., and M. Miller (1958), "The Cost of Capital, Corporation Finance and Theory of Investment," *The American Economic Review*, XLVIII, 261-297.
- Rock, S., S. Sedo, and M. Willenborg (2001), "An-

- alyst following and count-data econometrics," *Journal of Accounting and Economics*, 30, 351-373.
- Sengupta, P. (1998), "Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt," *The Accounting Review*, 73 (October), 459-474.
- Skinner, D. J. (1994), "Why firms voluntarily disclose bad news," *Journal of Accounting Research*, 32 (1), 38-60.
- Welker, M. (1995), "Disclosure policy, information asymmetry, and liquidity in equity markets," *Contemporary Accounting Research*, 11, 801-827.

The Type of Preliminary Earnings Announcements and Commercial Paper Credit Rating

Kwang Hwa Jeong* · Dongheun Lee** · Seok Woo Jeong***

Abstract

This study investigates the relation between the accuracy of preliminary earnings announcements and costs of debt capital. Preliminary earnings announcements consist of mandatory timely disclosure and voluntary fair disclosure. Mandatory timely disclosure has a predetermined threshold and managers are required to disclose preliminary earnings when the earnings change is beyond the threshold. Managers, on the other hand, can voluntarily disclose preliminary earnings regardless of the threshold. Prior research documents both types of preliminary earnings announcements have information contents in stock market, respectively. In other words, previous studies did not consider the difference of both types of disclosure. Recent study finds that preliminary earnings of fair disclosure are more accurate than those of timely disclosure. In addition, Jeong and Jeong (2012) reports that the information contents of fair disclosure are larger than those of timely disclosure. Using cumulative abnormal return (CAR), they assert that these findings result from the different accuracy of fair and timely disclosures. This study provides empirical evidence to investors in bond market.

We contribute to extant research by investigating the association between preliminary earnings announcements and commercial paper credit ratings. The main results are as follows. First, commercial paper credit ratings of the companies that voluntarily disclose preliminary earnings are higher than those of the companies to mandatorily disclose. Second, credit ratings of the firms that disclose preliminary earnings are positively related with preliminary earnings accuracy. It means that the mechanism in capital market functions well, penalizing the distorted information.

* Integrated Master's and Doctoral Student, Korea University Business School

** Assistant Professor, College of Business and Economics, Korea University

*** Professor, Korea University Business School

And the last, commercial paper credit ratings are more sensitive to the accuracy of fair disclosure than that of timely disclosure, which suggests that capital market demands relatively more accuracy for voluntary disclosure.

The result of this study suggests that the preliminary earnings announcements are effective only when the information accuracy can be secured. Our results provide implications to potential investors and managers who have intention to opportunistically disclose preliminary earnings.

Key words: Preliminary Earnings, Timely Disclosure, Fair Disclosure, Cost of Debt Capital, Credit Rating