

불성실공시법인 지정 및 벌점부과에 대한 주가반응

이용석

한양대학교
(lambert7@hanyang.ac.kr)

박희진

한양대학교
(hjpark00@hanyang.ac.kr)

이세철

경기대학교
(leesc@kgu.ac.kr)

본 연구의 목적은 기업이 불성실공시법인으로 지정되는 경우 지정여부 및 부과벌점에 대한 자본시장의 반응을 살펴보는 것이다. 이를 위하여 본 연구는 기업이 공시불이행, 공시반복, 공시변경의 사유로 불성실공시법인으로 지정된 경우 불성실공시법인 지정일 전·후의 주가변동을 사건연구(event study)의 방법과 회귀분석을 이용하여 분석한다.

자본시장에 제공되는 공시정보는 기업 내부이용자와 외부이용자 사이에 존재하는 정보비대칭(information asymmetry) 문제를 완화시켜 자원의 효율적인 배분이 가능할 수 있도록 도와주는 기능을 수행한다. 이러한 기능을 수행하는 공시정보에 신뢰성 및 정확성이 담보되지 못한다면 시장참여자들은 기업이 제공하는 공시정보의 신뢰성에 의구심을 갖게 될 것이며, 객관적인 기업가치를 평가하는 데 어려움을 겪을 것이다. 불성실공시법인으로 지정된다는 것은 기업이 제공하는 공시정보의 신속성, 정확성 및 신뢰성에 오류가 존재한다는 것을 의미하며, 지정과 관련하여 부과되는 벌점이 높을수록 위반행위에 대한 중요성 수준은 높다고 할 수 있다.

시장참여자들이 불성실공시법인 지정사실을 공시정보에 대한 불확실성 증가와 신뢰성 하락으로 받아들인다면, 이로 인한 부정적인 인식은 주가에 반영될 것이다. 이러한 사실은 손성규(2001)와 최재은 등(2013)의 선행연구에서 검증된 바 있다. 그러나 자본시장의 부정적인 반응을 이끌어 내는 주된 요인이 불성실공시법인 지정여부인지 또는 지정과 관련하여 부과되는 벌점인지에 대해서는 명확하게 밝혀진 바가 없다. 만약에, 부과되는 벌점과 자본시장의 반응 간에 관련이 없다면, 현재 시행되고 있는 벌점제도의 개선 또는 보완이 필요할 것이다. 이러한 논의에서 본 연구는 과거 선행연구에서는 자료미비로 인해 검증하지 못했던 불성실공시법인의 부과벌점에 초점을 두고 분석을 수행한다. 특히, 부과벌점을 당기 부과벌점과 누적 부과벌점으로 구분하여 분석을 수행한다.

분석결과를 살펴보면, 불성실공시법인 지정여부에 따라 지정일 이후 최초거래일의 주식수익률이 하락하는 결과를 보였으며, 음(-)의 초과수익률은 통계적으로 유의한 수준이었다. 한편, 당기에 부과되는 벌점에 비례해서 자본시장의 부정적인 반응이 심화될 것으로 예상되었으나, 당기에 부과되는 벌점과 자본시장의 부정적인 반응은 관련이 없는 것으로 나타났다. 반면에 과거에 불성실공시법인으로 지정되면서 부과되었던 누적 부과벌점 수준에 따라 자본시장의 부정적인 반응이 심화되는 것으로 나타났다. 아울러, 불성실공시법인 지정과 관련한 자본시장의 부정적인 반응은 지정여부보다는 누적 부과벌점에 의해 좌우되는 것으로 나타나고 있다.

본 연구는 불성실공시법인 지정일의 단기간의 주가반응을 이용하여 부과벌점의 효과를 직접적으로 살펴보았다는 점에서 선행연구와 차별성을 가진다. 또한 본 연구결과는 불성실공시법인 지정으로 인해 기업이 부담하는 비용이 증가할 수 있다는 직관적인 결과를 보여주고 있다. 아울러, 과거부터 누적된 부과벌점이 불성실공시법인 지정일의 자본시장 반응과 관련이 있다는 본 연구의 결과는 경영진, 투자자, 정책당국 등 정보이용자에게 중요한 시사점을 제공할 것으로 판단된다.

주제어: 불성실공시법인, 불성실공시벌점, 주가반응, 사건연구

1. 서론

본 연구의 목적은 기업이 불성실공시법인으로 지정되는 경우 지정여부 및 부과벌점에 대한 자본시장의 반응을 분석하는 것이다. 과거 회계부정과 관련한 이슈가 확대된 이후 최근에는 회계투명성에 대한 사회적 요구가 증가하고 있는 것으로 보인다. 아울러 회계투명성에 대한 사회적 요구에 부합하는 제도적 개선도 체계를 갖추어 가고 있다. 회계투명성이란 기업의 경영성과와 재무상태에 관한 정보를 이해 가능한 방법으로, 관련성 있고, 신뢰할 수 있는 수준으로, 적시에 공시하는 것으로 정의할 수 있다.¹⁾ 이러한 정의는 공시정보의 신속성, 정확성 및 신뢰성을 강조한 개념이라고 볼 수 있다. 공시정보는 기업 내부이용자와 외부이용자 간에 존재하는 정보비대칭 (information asymmetry) 문제를 완화시켜 자원이 효율적으로 배분될 수 있도록 한다. 그러나 회계투명성이 확보되지 못한 상황 하에서 정보가 제공된다면 시장참여자들은 기업이 제공하는 공시정보의 신뢰성에 의구심을 가질 것이며, 객관적인 기업의 가치를 평가하는 데 어려움을 겪을 것이다. 또한 경영자가 기회주의적인 목적으로 공시제도를 악용한다면 그릇된 공시정보는 시장참여자들의 경제적 의사결정에 혼란을 초래할 것이다. 공시제도의 오·남용으로 인한 자본시장의 혼란을 방지하기 위해 한국거래소(이하 거래소)는 불성실공시제도를 마련하여 규제하고 있다.

불성실공시제도는 상장법인이 법령 또는 규정에 따른 신고의무를 성실히 이행하지 아니하거나 이미 신고한 내용을 반복 또는 변경하는 경우 해당법인을

불성실공시법인으로 지정하여 관리·감독하는 제도이다. 불성실공시법인으로 지정되어 벌점이 부과되는 경우 위반내용의 중요성에 따라 해당 기업은 주식매매의 정지, 공시위반 제재금 부과, 개선계획서 제출 요구 등과 같은 차등적인 조치를 받을 수 있다. 자본시장 참여자들은 거래소의 전자공시시스템 및 증권매체를 통해 불성실공시법인 지정여부와 지정사유, 부과벌점을 즉각적으로 파악할 수 있다. 따라서 불성실공시법인으로 지정되었다는 사실이 자본시장에서 추가적인 정보로 활용된다면 그 효과는 당일 주가에 반영될 것이다. 불성실공시법인으로 지정된다는 것은 기업이 제공하는 공시정보의 신속성, 정확성 및 신뢰성에 오류가 존재한다는 것을 의미하며, 부과벌점이 높을수록 위반행위에 대한 중요성의 수준이 높다고 할 수 있다. 시장참여자들이 불성실공시법인 지정 및 벌점부과 사실을 정보에 대한 불확실성 증가와 신뢰성 하락으로 받아들인다면, 이로 인한 부정적인 인식은 주가의 하락으로 나타날 것이며 부과벌점이 높을수록 주가의 하락폭은 증가할 것이다.

위와 같은 논의에서 본 연구는 불성실공시법인 지정여부 및 부과벌점에 대한 자본시장에서의 정보효과를 분석하고자 한다. 이를 위하여 본 연구는 두 가지 연구방법을 사용한다. 첫째, 기업이 공시불이행, 공시반복, 공시변경의 사유로 불성실공시법인으로 지정된 경우, 해당 지정일을 사건일로 하여 사건일 전·후 시점의 주식수익률을 분석하는 사건연구(event study) 방법을 이용한다. 둘째, 사건일 전·후 시점의 주식수익률을 종속변수로 하고 불성실공시법인 지정으로 인해 부과되는 벌점을 설명변수로 사용한 회귀분석을 이용한다.

한편, 본 연구와 관련하여 손성규(2001)와 최재

1) 「국가경쟁력 강화 방안」, 한국회계학회 심포지엄 자료, 2006년 11월

은 등(2013)에 의하면 불성실공시법인 지정여부가 자본시장에 부정적인 영향을 준다는 결과를 보여주고 있다. 그러나 자본시장의 부정적인 반응을 이끌어 내는 주된 요인이 불성실공시법인 지정여부인지 또는 지정과 관련하여 부과되는 벌점인지에 대해서는 명확하게 밝혀진 바가 없다. 만약에, 부과되는 벌점과 자본시장의 반응 간에 관련이 없다면, 현재 시행되고 있는 벌점제도의 개선 또는 보완이 필요할 것이다. 반대로, 자본시장의 반응에 있어서 부과벌점이 주요요인으로 작용한다면 기업 실무진에게 시사하는 바가 클 것이다. 이러한 논의에서 본 연구는 과거 선행연구에서는 자료의 미비로 인해 검증하기 못했던 부과벌점에 초점을 두고 분석을 수행한다. 특히, 부과벌점을 당기 부과벌점과 누적 부과벌점으로 구분하여 분석을 수행한다.

또한 이아영 등(2008), 이명곤 등(2012), 손성규 등(2012)과 같이 불성실공시법인지정과 관련하여 자본비용, 감사보수, 감사시간 등을 분석한 선행연구의 경우 불성실공시법인지정에 대한 정보이용자의 반응을 직접적으로 보여주지 못하고 있다는 한계점을 가지고 있다. 예컨대, 불성실공시법인의 경우 상대적으로 수익성 및 재무상태가 양호하지 못하거나 내부통제가 취약하다는 특성을 가지고 있는 것으로 파악된다. 선행연구의 결과에는 이와 같은 내생성의 문제가 개입되었을 우려가 있다. 따라서 선행연구와 비교해 볼 때, 본 연구는 불성실공시법인 지정일의 단기간의 주가반응을 이용하여 불성실공시법인 지정 및 누적벌점의 효과를 직접적으로 살펴보았다는 점에서 차별성을 가진다.

분석결과, 불성실공시법인 지정여부에 따라 지정일 이후 최초거래일의 주식수익률이 하락하는 결과를 보였으며, 음(-)의 초과수익률은 통계적으로 유의한 수준이었다. 이와 같은 결과는 시장참여자들이

불성실공시법인 지정을 부정적인 사건으로 인식하고 있음을 의미한다. 한편, 당기에 부과되는 벌점에 비례해서 자본시장의 부정적인 반응이 심화될 것으로 예상되었으나, 당기에 부과되는 벌점과 자본시장의 부정적인 반응은 관련이 없는 것으로 나타났다. 반면에 과거에 불성실공시법인으로 지정되면서 부과되었던 누적 부과벌점 수준에 따라 자본시장의 부정적인 반응이 심화되는 것으로 나타났다. 아울러, 불성실공시법인 지정과 관련한 자본시장의 부정적인 반응을 초래하는 주된 요인은 지정여부보다는 누적 부과벌점인 것으로 나타나고 있다. 본 연구결과는 불성실공시법인 지정으로 인해 기업이 부담하는 비용이 법령에 따른 제재조치뿐만 아니라 시장참여자의 부정적인 인식으로 인한 추가하락도 있음을 보여주는 결과라고 할 수 있다. 이러한 불이익이 부과벌점과 관련이 있다는 검증결과는 정책당국, 기업의 공시책임자, 투자자 등에게 중요한 시사점을 제공할 것으로 판단된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 이론적 배경 및 선행연구를 검토하고, 제 III 장에서는 가설을 설정하고 이를 검증하기 위한 연구방법을 설명한다. 제 IV 장에서는 실증분석 결과를 보고하고, 마지막으로 제 V 장에서는 결론을 제시한다.

II. 이론적 배경 및 선행연구 검토

2.1 불성실공시제도

불성실공시란 상장법인이 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」, 「유가증권시장공시규정」 또는 「코스

「다시장공시규정」에 따른 신고의무를 성실히 이행하지 아니하거나 이미 신고한 내용을 번복 또는 변경하는 것을 말한다.²⁾ 불성실공시의 유형은 크게 공시 불이행, 공시번복, 공시변경으로 구분된다. 구체적으로 공시불이행은 상장법인이 공시사항을 허위로 공시하거나 공시기한 내에 공시하지 않은 경우를 말하며, 공시번복은 이미 신고·공시한 내용의 전면취소, 부인 또는 이에 준하는 내용을 공시한 경우를 지칭한다. 공시변경은 이미 공시한 사항 중 중요한 부분을 수정한 경우를 말하며, 예로는 유형자산 취득 및 처분 금액의 변경과 증자 및 감자 비율의 변경이 있다.³⁾

거래소는 공시규정을 위반한 상장법인에 대해 불성실공시법인 지정여부 및 부과별점을 예고한다. 해당 법인은 이의가 있는 경우 거래소가 고지한 사항에 대해 이의를 신청할 수 있다. 거래소는 이의제기에 대한 별도의 심의절차를 거쳐 최종적으로 불성실공시법인 지정 및 부과별점을 결정한다. 불성실공시법인에 대한 별점부과가 본격적으로 시행된 것은 2004년 10월 이후부터이다. 별점제도의 시행으로 누적별점에 따른 차등적인 제재조치가 이루어져 보다 체계적인 관리가 수행되고 있다.

구체적으로 불성실공시법인 지정 및 별점부과 절차를 살펴보면, 거래소는 공시위반의 중요성을 기준으로 중대한 위반, 통상의 위반, 경미한 위반으로 구분하고 각각 7점, 5점, 3점의 예고별점을 부과한다. 해당법인은 예고별점에 대해 이의가 있는 경우 통보 받은 날로부터 7일 이내에 거래소에 이의를 신청할 수 있다. 거래소는 이의신청종료일로부터 10일 이내에 유가증권시장상장·공시위원회(이하 위원회)

의 심의를 거쳐 불성실공시법인 지정여부와 부과별점, 공시위반제재금 등을 결정한다. 위원회는 공시위반의 중요성 및 동기를 기준으로 가중사유와 감경사유를 논의하며 제재심의기준표에 따라 부과별점을 결정한다. 상장법인이 단순한 착오로 경미한 사항을 위반하였다고 평가받는 경우 해당 법인은 예고별점보다 낮은 0점을 부과 받을 수 있다. 반면, 고의로 중대한 사항을 위반하였다고 인정된 경우 해당 법인은 예고별점보다 높은 10점의 별점을 부과 받을 수도 있다. 단, 위원회가 가중사유와 감경사유를 반영하여 결정할 수 있는 부과별점의 범위는 불성실공시건당 최소 0점부터 최대 12점까지이다.⁴⁾

불성실공시법인 지정 및 별점부과 절차에서 확인한 바와 같이 단순한 착오로 공시규정을 위반한 상장법인은 이의신청 및 위원회의 심의를 통해 구제받을 수 있다. 그럼에도 불구하고 불성실공시법인으로 지정되었다는 것은 기업이 제공하는 정보의 신뢰성이 낮다는 것을 의미한다. 불성실공시법인 지정사실은 부과별점에 따라 일정기간 증권관련 매체의 기업명 앞에 표시되기 때문에 시장참여자들은 즉각적으로 불성실공시법인 지정여부를 파악할 수 있다. 증권시장지 또는 증권정보 단말기의 시세표 등 증권관련 매체에 불성실공시법인으로 표시되는 기간은 부과되는 별점이 높을수록 길다. 별점이 5점 미만인 경우에는 총 1주일간 표시되고 별점이 5점 이상 10점 미만인 경우에는 총 2주일간 표시되며, 별점이 10점 이상인 경우에는 총 1개월간 표시된다. 또한 거래소는 전자공시시스템을 통해 위반기업의 명단과 지정 사유, 부과별점 등을 1년간 게재함으로써 사후관리를 수행할 뿐만 아니라 불성실공시법인으로 지

2) 「유가증권시장공시규정」 제2조 제5항 및 제6항과 「코스닥시장공시규정」 제2조 제5항.

3) 「유가증권시장공시규정」 제29조, 제30조 및 제31조.

4) 「유가증권시장공시규정 시행세칙」 제13조 및 제13조의3.

정된 법인의 공시책임자 및 공시담당자에 대하여 불성실공시예방교육을 실시하며, 사전예방 및 재발방지를 위한 개선계획서의 제출을 요구하기도 한다.

불성실공시법인으로 지정되는 경우 부과벌점이 5점 이상인 경우에는 매매거래일 기준으로 지정일 당일 1일간 매매거래가 정지된다. 불성실공시법인 지정에 따른 제재조치에서 주목할 점은 공시위반기업이 보유하고 있는 누적벌점에 따라 제재조치가 상이하다는 것이다. 구체적으로 불성실공시법인 지정 등으로 인한 누적벌점이 과거 1년 이내에 15점 이상이 되는 경우에는 관리종목으로 지정이 된다. 관리종목 지정 후 1년 이내에 추가적인 누적벌점이 15점 이상이 되는 경우에는 상장적격성 실질심사를 받게 되며, 경우에 따라 해당기업은 상장폐지가 될 수도 있다. 최근 2012년 개정된 공시규정에 따르면, 거래소는 불성실공시법인으로 지정한 상장법인에 대해 벌점부과 이외에 1억원 이내에서 공시위반제재금을 부과할 수 있도록 하고 있다.⁵⁾ 이는 불성실공시법인에 대한 제재조치가 강화되고 있음을 보여주는 일례라고 할 수 있다.

2.2 불성실공시제도에 관한 선행연구

불성실공시제도와 관련된 선행연구들은 불성실공시법인 지정에 따른 공시품질의 저하가 기업의 이해관계자들에게 미치는 영향을 분석하고 있다. 손성규(2001)는 불성실공시를 공시불이행, 공시변경, 공시번복, 공시지연으로 구분하고 불성실공시의 정보효과가 불성실공시의 유형별로 차이가 나타나는지를 검증하였다. 1990년부터 1998년까지의 자료를 이

용하여 분석한 결과, 공시번복과 공시지연에 대해서는 불성실공시 지정일에 유의한 음(-)의 주가반응을 보였으나 공시불이행과 공시변경에 대해서는 유의한 주가반응을 보이지 않았다.⁶⁾ 이아영 등(2008)은 개별기업의 불성실공시법인 지정여부 및 지정횟수를 공시품질에 대한 객관적인 측정치로 보고, 공시품질의 저하가 타인자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과를 살펴보면 불성실공시법인으로 지정된 기업의 신용등급(차입이자율)은 비지정기업에 비해 낮고(높고), 지정횟수가 많을수록 신용등급 하락 및 차입이자율의 상승정도가 유의적으로 크게 나타났다. 이러한 결과는 불성실공시법인 지정에 대한 채권자들의 반응을 보여주는 결과라고 할 수 있다. 이아영 등(2008)은 불성실공시법인 지정으로 인한 공시품질의 저하가 자본시장에서 불리하게 작용하여 타인자본비용의 증가를 초래한 것이라고 주장하였다. 최재은 등(2013)은 불성실공시제도의 효과를 자본시장반응 및 재무보고 품질의 관점에서 살펴보았다. 분석결과, 불성실공시법인 지정일에 자본시장은 음(-)의 주가반응을 보였으며, 불성실공시법인 지정기업의 재무보고품질은 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 나타났다.

이명곤 등(2012)은 감사인이 감사투입시간과 감사보수를 결정하는데 있어 감사대상회사의 불성실공시법인 지정여부가 영향을 미치는지를 살펴보았다. 구체적으로 감사인이 불성실공시법인 지정여부를 감사위험의 증가로 인식한다면, 감사위험을 수용 가능한 수준으로 낮추기 위해 감사투입시간을 증가시킬 것이다. 또한 추가적인 감사투입시간을 고려하여 이에 상응하는 보상을 청구할 것이다. 분석결과에 따

5) 「유가증권시장공시규정」 제35조의2.

6) 과거 불성실공시의 유형은 공시불이행, 공시변경, 공시번복, 공시지연으로 총 4가지가 존재하였으나 1992년 6월 1일부터 공시지연이 공시불이행으로 통합됨에 따라 현재 불성실공시의 유형은 공시불이행, 공시변경, 공시번복으로 구분된다.

르면, 유가증권시장에 상장된 기업의 감사인은 불성실공시법인 지정을 감사위험으로 인식하고 추가적인 감사노력을 투입하며, 이에 대한 보상을 요구하는 것으로 나타났다. 손성규 등(2012)은 불성실공시법인 지정사실과 벌점제도가 외부감사인의 내부회계관리제도 검토의견 및 감사의견 표명에 영향을 미치는지를 검증하였다. 예상과 일관되게 분석결과는 불성실공시법인으로 지정된 경우 내부회계관리제도평가에서 적정 이외의 의견을 받을 가능성이 높은 것으로 나타났다. 내부회계관리제도평가와 동일하게 감사의견의 경우도 불성실공시법인으로 지정된 법인은 적정의견 이외의 감사의견을 받을 가능성이 높은 것으로 보고되었다.

불성실공시법인 지정여부 및 횡수만을 고려한 이아영 등(2008)의 연구와는 달리 이명곤 등(2012)과 손성규 등(2012)의 연구는 불성실공시법인 지정여부뿐만 아니라 누적벌점도 고려하고 있다. 누적벌점은 불성실공시법인으로 지정된 기업의 위반항목의 중요성 및 위반동기를 고려하여 차별적으로 점수를 부과하는 관리적 성격의 벌점으로서 2004년 10월 이후부터 본격적으로 시행되었다. 감사인은 불성실공시법인 지정에 따른 누적벌점이 높은 기업의 감사위험을 더 높게 평가하였으며, 내부회계관리제도평가와 감사의견에도 누적벌점을 반영하는 것으로 나타났다(이명곤 등, 2012; 손성규 등, 2012).

본 연구는 이명곤 등(2012)과 손성규 등(2012)의 연구에서 이용된 불성실공시법인 지정여부 및 벌점을 실험변수로 설정하여 분석을 수행하였다는 점에서 선행연구와 유사하다. 그러나 채권자 및 감사인의 반응을 연구한 선행연구와는 달리 직접적으로 주식시장참여자들의 반응을 분석하였다는 점에서 선행연구와 차별성을 갖는다. 또한 이아영 등(2008)의 연구가 불성실공시법인 지정에 따른 타인자본비

용의 영향을 살펴본 반면, 본 연구는 불성실공시법인 지정일에 대한 단기간의 주가반응을 분석한다. 구체적으로 본 연구는 사건연구(event study) 방법과 사건연구를 통해 계산된 불성실공시법인 지정일 전·후의 초과수익률을 종속변수로 설정한 회귀분석을 수행하였다는 점에서 선행연구와 방법론적인 차이가 존재한다. 본 연구가 사건연구의 분석방법을 이용한 것은 실험변수 이외의 다른 요인이 주가에 미치는 영향을 배제하고 분석을 수행하기 위해서이다. 즉, 불성실공시법인 지정일 전·후의 주가반응을 통해 불성실공시법인 지정 및 부과벌점이 주가에 미치는 영향을 직접적으로 살펴보고자 한다.

2.3 사건연구에 관한 선행연구

사건연구는 기업에 관한 특정사건이 발표되었을 때, 해당 사건이 주가에 미치는 영향을 분석함으로써 특정사건의 경제적 영향을 평가하는 것이다. 회계학에서 사건연구의 방법론은 Fama et al.(1969)이 주식분할의 공시효과를 사건연구의 방법으로 분석한 이후 수많은 실증연구에 이용되어 왔다. 사건연구에 있어서 가장 먼저 수행해야 하는 절차는 연구대상이 되는 사건을 정의하고 사건기간을 결정하는 것이다. 사건기간이란 특정 정보가 주가에 영향을 미칠 수 있다고 판단되는 기간을 말한다. 일반적으로 사건기간은 특정 정보의 공시일(event date)을 기준으로 전·후 기간을 포함하여 설정한다. 사건일 이전을 사건기간에 포함시키는 이유는 사건이 공표되기 이전에 해당 정보가 시장에 알려졌을 가능성이 존재하기 때문이다. 반면에 사건일 이후를 사건기간에 포함시키는 이유는 주식시장이 폐장된 이후 정보가 공시된 경우 또는 해당 기업의 주식거래가 없는 경우 등을 고려하기 위해서이다.

사건연구와 관련된 연구는 크게 방법론연구와 실증연구로 구분할 수 있다. 사건연구방법론에 관한 연구는 Brown and Warner(1980, 1985), Scholes and Williams(1977), Dimson(1979), Malatesta(1986) 등이 있다. 그 중에서도 Brown and Warner(1980, 1985)의 연구는 주요 성과측정모형의 비교를 통해 통계적인 오류를 최소화하고 검정력을 높일 수 있는 사건연구방법론을 제시하였다는 점에서 높이 평가된다. 구체적으로 Brown and Warner(1980, 1985)는 미국증권시장의 월별 및 일별수익률 자료를 이용한 시뮬레이션을 통해 평균조정수익률모형, 시장조정수익률모형 및 시장모형의 검정력을 비교·분석하였다.

반면 사건연구에 관한 실증연구는 Harawa(1992), 조경식 등(2003)의 연구가 있다. 회계와 관련된 특정 사건의 자본시장 반응을 분석한 최근의 연구로는 이세용 등(2009), 권수영 등(2011), 김현아와 김문태(2012), 오명전과 손성규(2012) 등의 연구가 있다. Harawa(1992)는 1970년부터 1984년까지 Wall Street Journal에 상호변경이 게재된 총 160개 기업을 대상으로 상호변경이 주가수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 연구결과에 따르면, 상호변경 공시일 이전 1일(-1)부터 공시일 이후 3일(+3)까지 긍정적인 주가반응을 보이는 것으로 나타났다. 조경식 등(2003)은 2000년 1월부터 2002년 12월 까지 코스닥시장에서 합병을 공시한 총 45개 합병 기업들을 대상으로 합병공시에 대한 주가반응을 연구하였다. 분석결과, 합병공시일 이전 1일, 합병공시일 및 합병공시일 전·후 3일의 누적기간에서 평균적으로 주주의 부가 증가하는 것으로 나타났다.

김현아와 김문태(2012)는 K-IFRS의 유형자산재평가 규정(제1016호)을 조기 도입한 기업을 대상으로 재평가차액이 클수록 자본시장에서 해당기업의

주식수익률이 상승하며 이러한 반응은 재무구조개선 동기와 재무정보에 대한 긍정적 평가 동기일수록 크게 나타난다는 결과를 보고하였다. 권수영 등(2011)은 사건연구방법을 이용하여 경영자의 예측정보 공시시점 선택이 존재한다는 것을 보고하였으며, 국내 자본시장의 효율성으로 인하여 경영자의 예측정보 공시시점 선택은 큰 영향이 없다는 결과를 보고하였다.

오명전과 손성규(2012)는 전기오류수정손익을 보고한 기업을 대상으로 사건연구방법을 이용하여 오류수정 보고 이후 얼마나 오랫동안 부정적인 시장반응이 지속되는지를 분석하였다. 사건연구방법을 이용하여 분석한 결과, 오류수정으로 인한 부정적인 효과가 약 1분기동안 지속되다가 사라지는 것으로 나타났다. 이세용 등(2009)은 감사인 지정을 최초로 받은 기업을 대상으로 사건연구를 실시하여 감사인 지정기업에서 누적초과수익률이 양(+)의 값을 갖는다는 실증분석 결과를 보고하였다. 이러한 결과는 자본시장에서 감사인 지정을 긍정적으로 평가한다는 것을 의미한다. 사건연구의 방법은 상호변경, 합병 및 인수, 이익공시와 같이 기업의 특정 사건에 대한 자본시장의 평가를 분석하는 연구에서 폭넓게 이용되고 있는 방법이라고 할 수 있다.

III. 가설설정 및 연구설계

3.1 가설설정

기업이 불성실공시법인으로 지정되는 경우 위반내용의 중요성에 따라 주식매매의 정지, 공시위반 제재금 부과, 개선계획서 제출 요구 등과 같은 제재조치를 받게 된다. 이러한 제재조치는 기업에게 실질

적인 경제적 손실을 입힐 뿐만 아니라 추후 기업의 재무 및 영업활동에도 잠재적인 제약이 가해질 수 있어 기업의 내재가치에 악영향을 줄 수 있다.

또한 불성실공시법인으로 지정되었다는 것은 공시정보의 신뢰성 훼손을 의미하며, 이는 정보이용자의 입장에서 정보위험의 증가를 의미하게 된다. Diamond and Verrecchia(1991), Baiman and Verrecchia (1996) 등에 의하면 공시정보의 신뢰성 훼손 또는 정보위험의 증가는 자기자본비용의 증가를 가져오는 것으로 나타나고 있다. 이러한 자기자본비용의 증가는 기업 내재가치의 하락을 의미한다. 즉, 불성실공시법인으로 지정되어 공시정보의 신뢰성이 훼손되었다는 사실 하나만으로도 기업의 내재가치에 악영향을 미칠 수 있다.

불성실공시법인 지정사실은 일정기간 증권관련 매체의 기업명 앞에 표시되기 때문에 시장참여자들은 즉각적으로 불성실공시법인 지정여부를 파악할 수 있다. 따라서 불성실공시법인 지정사실이 자본시장에서 추가적인 정보로 활용된다면, 불성실공시법인 지정일에 해당 기업의 주식초과수익률은 음(-)으로 나타날 것으로 예상된다. 이를 검증하기 위해 가설 1을 다음과 같이 설정한다.

가설 1: 불성실공시법인으로 지정된 기업은 불성실공시법인 지정일에 음(-)의 초과수익률을 보일 것이다.

불성실공시법인 지정시 부과되는 벌점이 높을수록 위반행위에 대한 중요성 수준이 높다고 할 수 있다. 부과벌점이 높을수록 해당기업에 대한 제재조치가 강화되어 기업의 실질적 및 잠재적인 경제적 손실이

증가할 것이다. 또한 부과벌점이 높다는 것은 공시정보의 신뢰성 훼손정도가 상대적으로 중요하다는 것을 의미한다. 따라서 불성실공시법인 지정이 기업의 내재가치에 미치는 악영향은 부과되는 벌점에 비례할 수 있으며, 자본시장에서 이를 인지하고 있다면 부과벌점이 높을수록 부정적인 주가반응은 강화될 것이다. 이를 검증하기 위해 가설 2를 다음과 같이 설정한다.

가설 2: 당기 부과벌점이 높은 기업일수록 불성실공시법인 지정일의 초과수익률은 작아질 것이다.

한편, 누적벌점은 불성실공시법인으로 지정되어 과거에 부과된 벌점의 합계액을 의미한다. 손성규 등(2012)에 의하면 누적벌점이 높을수록 공시 및 재무정보 투명성이 의심되는 기업에 해당한다고 설명하고 있다. 또한 불성실공시법인에 대한 일부 제재조치는 누적벌점에 근거하여 이루어지고 있다.⁷⁾ 따라서 불성실공시법인 지정이 기업의 내재가치에 미치는 악영향은 누적벌점에 비례하며, 이러한 사실을 자본시장에서 인지하고 있다면 누적벌점이 높을수록 부정적인 주가반응은 강화될 것이다. 이를 검증하기 위해 가설 3을 다음과 같이 설정한다.

가설 3: 누적 부과벌점이 높은 기업일수록 불성실공시법인 지정일의 초과수익률은 작아질 것이다.

7) 유가증권시장 상장규정에 의하면 벌점부과일로부터 과거 1년 이내의 누적벌점이 15점 이상이면 관리종목으로 지정된다.

3.2 실증분석방법

3.2.1 사건연구

본 연구에서 가설 1을 검증하기 위하여 사건연구(event study)방법을 이용한다. 사건일(t=0)은 자본시장에서 해당 기업이 불성실공시법인으로 공시된 지정일로 정의하며, 해당 지정일에 불성실공시법인으로 지정된 기업의 주식거래가 없는 경우, 공시일 이후 첫 주식거래일을 사건일로 정의한다.

초과수익률(AR; abnormal return)을 계산하기 위하여 Brown and Warner(1985)가 제시한 방법 중 시장모형(market model)을 사용한다. 시장모형은 CAPM모형을 수정하여 무위험이자율(risk free rate)을 절편으로 사용하지 않고, 시장전체의 변동과 개별기업 주가변동 간의 선형관계를 분석하는 회귀모형으로 다음 식 (1)로 정의된다.

$$R_{i,t} = a_i + \beta_i \cdot R_{m,t} + \varepsilon \quad \text{식 (1)}$$

$R_{i,t}$: 기업 i의 t시점의 일별 주식수익률
 $R_{m,t}$: t시점의 시장동일가중지수수익률

본 연구에서는 해당기업의 직전년도를 추정기간(estimation periods)으로 설정하고 KOSPI 평균수익률(EWI: equally weighted index)과 개별기업 일별주가수익률을 이용하여 식 (1)의 a 와 β 를 추정하였다. 추정된 a 와 β 를 이용하여 사건일 -20일부터 +20일까지의 기업별 초과수익률(AR)을 측정한다. 구체적인 측정방법은 식 (2)와 같다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (a_i + \beta_i \cdot R_{m,t}) \quad \text{식 (2)}$$

$AR_{i,t}$: 기업 i의 t시점의 초과수익률
 $R_{i,t}$: 기업 i의 t시점의 실제수익률
 a_i : 식 (1)에서 추정된 기업 i의 a 값
 β_i : 식 (1)에서 추정된 기업 i의 β 값
 $R_{m,t}$: t시점의 시장동일가중지수수익률

시장모형을 사용하여 개별기업의 초과수익률을 계산한 이후, 아래의 식 (3)을 이용하여 불성실공시법인으로 지정된 전체기업에 대한 평균초과수익률(AAR; average abnormal return)을 계산한다.

$$AAR_t = \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \times \frac{1}{N} \quad \text{식 (3)}$$

AAR_t : t시점의 기업 N개의 평균초과수익률
 $AR_{i,t}$: 기업 i의 t시점의 초과수익률

식 (3)에서 계산된 평균초과수익률을 사건연구 기간동안 합산·누적하여 누적평균초과수익률(CAAR; cumulative average abnormal return)을 아래의 식 (4)와 같이 계산한다.⁸⁾ 이렇게 계산된 누적평균초과수익률을 이용하면 불성실공시법인 지정으로 인한 사건이 개별기업 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 분석할 수 있다.

$$CAAR_N(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \quad \text{식 (4)}$$

$CAAR_t$: t시점의 기업 N개의 누적평균초과수익률
 AAR_t : t시점의 기업 N개의 평균초과수익률

3.2.2 회귀분석

사건일 전·후의 누적초과수익률을 종속변수로 하는 모형 (1)을 설정하여 가설 2와 가설 3을 검증한

8) 불성실공시법인 지정일 이전 총 20거래일을 사건연구의 시작기간으로 설정한다.

다. 사건일 전·후의 누적초과수익률을 이용하는 방법은 사건일 당일(0일)의 수익률만을 고려하여 분석할 경우 발생할 수 있는 편의를 완화시킬 수 있다는 장점이 있다. 본 연구에서는 종속변수인 누적초과수익률의 측정기간을 다양하게 설정함으로써 분석결과의 강건성을 높이고자 하였다. 먼저, 불성실공시법인 지정 전일(-1일)부터 지정 다음날(+1일)까지 총 3일간의 누적초과수익률($CAR_{(-1,1)}$)을 종속변수로 설정하였다. 사건일 전·후 3일간의 누적초과수익률은 사건연구에서 이용되는 주가수익률의 보편적인 측정방법이라고 할 수 있다. 두 번째로 불성실공시법인 지정 당일(0일)부터 지정 다음날(+1일)까지 2일간의 누적초과수익률($CAR_{(0,1)}$)을 이용하였으며, 마지막으로, 불성실공시법인 지정일(0일)의 초과수익률($CAR_{(0,0)}$)을 종속변수로 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 CAR_{i,t} = & a_0 + \beta_1 D_score_{i,t} + \beta_2 CD_score_{i,t} \\
 & + \beta_3 ROA_{i,t-1} + \beta_4 LEV_{i,t-1} + \beta_5 SIZE_{i,t-1} \\
 & + \beta_6 OCF_{i,t-1} + \beta_7 BTM_{i,t-1} + \beta_8 LIST_{i,t} \\
 & + \sum \beta_k YD + \varepsilon
 \end{aligned}$$

모형 (1)

- CAR : 누적초과수익률
 $CAR_{(-1,1)}$: 불성실공시법인 지정 전일(-1일)부터 지정 다음날(+1일)까지의 누적초과수익률
 $CAR_{(0,1)}$: 불성실공시법인 지정 당일(0일)부터 지정 다음날(+1일)까지의 누적초과수익률
 $CAR_{(0,0)}$: 불성실공시법인 지정 당일(0일)의 초과수익률
 D_score : 불성실공시법인의 당기 부과벌점
 CD_score : 불성실공시법인의 누적 부과벌점
 ROA : 총자산이익률
 LEV : 부채비율
 $SIZE$: 총자산 자연로그 값
 OCF : 영업활동 현금흐름/기초총자산
 BTM : 장부가치/시장가치
 $LIST$: 계속해서 상장되었으면 1, 아니면 0

실험변수는 불성실공시법인 지정에 따른 당기 부과벌점(D_score)과 누적 부과벌점(CD_score)이다. 거래소는 2004년 10월 이후 불성실공시법인으로 지정된 해당 기업에 대해 벌점을 부과하고 있으며, 이는 상장공시시스템을 통해 공시된다. 실험변수인 D_score 와 CD_score 의 회귀계수가 각각 유의한 음(-)의 값을 보인다면, 가설 2와 가설 3은 지지된다.

본 연구의 통제변수는 다음과 같다. ROA는 개별 기업의 성과가 자본시장에서 초과수익률에 주는 영향을 통제하기 위하여 추가한다. 기업의 영업성과가 좋을수록 해당 기업은 자본시장에서 높은 초과수익률을 올릴 가능성이 높다. 부채비율을 의미하는 LEV는 총부채를 총자산으로 나누어 측정한다. 자본시장에서는 부채가 많을수록 상대적으로 기업의 위험이 높다고 평가할 수 있다. 부채비율로 인한 위험은 초과수익률에 영향을 미칠 수 있기 때문에 통제변수로 추가하였다.

SIZE는 기업규모를 통제하기 위하여 추가하였으며, 기업규모가 클수록 자본시장에 해당 기업에 대한 정보가 풍부할 것으로 예상된다(Fama and Macbeth, 1973). 영업활동 현금흐름 비율이 높은 기업일수록 위기대응능력이 우수한 기업으로 인식되기 때문에 악재(bad news)가 발생하더라도 충격이 완화될 가능성이 높다. 기업의 장부가치를 시장가치로 나누어 계산한 BTM은 기업의 성장성을 통제하기 위하여 포함하였다. LIST는 불성실공시법인 지정일 이후부터 2012년 11월까지 상장폐지 되었는지를 통제하기 위하여 추가하였다. 상장폐지가 예상되는 경우 작은 악재에도 초과수익률이 급격히 낮아질 수 있기 때문에 이러한 문제를 완화시키기 위하여 추가하였다.

불성실공시법인 지정 이전의 재무자료가 이미 자본시장에 공시가 된다는 점을 감안하여 회귀분석에 포함된 재무변수는 직전년도(t-1)의 자료를 사용하

였다. 또한 직전년도(t-1)가 아닌 당해 연도(t)의 재무자료를 이용할 경우 상장폐지로 인한 표본의 손실문제가 발생하므로 직전년도(t-1)의 재무자료를 사용하는 것이 보다 적절하다고 사료된다.

3.3 표본선정

본 연구는 KOSPI 상장기업 중 불성실공시법인으로 지정된 모든 법인을 분석대상으로 선정하였다.⁹⁾ 분석기간은 불성실공시제도가 본격적으로 실시된 2002년부터 2011년까지이다. 불성실공시법인 지정여부, 부과벌점, 불성실공시법인 지정사유 등의 자료는 한국거래소 전자공시시스템의 공시자료를 이용하여 수집하였다. 구체적인 표본선정과정은 <표 1>의 Panel A와 같다.

사건연구에 사용된 분석대상은 총 344개 기업-연도이다. 구체적으로 불성실공시법인으로 지정된 총 355개 기업-연도 중에서 불성실공시법인 지정 이후 즉시 상장폐지되어 불성실공시에 대한 초과수익률을 계산할 수 없는 11개의 기업을 제외한 총 344개 기업-연도를 대상으로 사건연구를 실시한다.

한편, 불성실공시법인 지정에 따른 당기 부과벌점과 누적 부과벌점이 해당 사건에 미치는 영향을 분석하기 위해서는 2004년 10월 이후 공시된 당기 부과벌점과 누적 부과벌점이 필요하기 때문에 가설 2와 가설 3을 검증하는 경우에는 표본수를 달리하여 분석한다. 즉, 2004년 10월 이전 불성실공시법인으로 지정된 116개 기업-연도를 제외한 228개 기업-연도의 표본 가운데 FN-guide에서 재무자료를 구할 수 없는 8개의 표본을 제외하고, 총 220개를 기

<표 1> 표본선정기준과 표본수

Panel A: 표본선정기준											표본수
2002년부터 2011년까지 KOSPI에서 불성실공시로 지정된 법인											355
(1) 불성실공시법인 지정후 즉시 상장폐지로 초과수익률을 계산할 수 없는 기업 제외											(11)
사건연구에 사용된 표본											344
(2) 불성실공시법인에 대한 벌점이 공시되지 않는 2004년 10월 이전 기업 제외											(116)
(3) FN-guide에서 재무자료를 입수할 수 없는 기업 제외											(8)
회귀분석에 사용된 표본											220
Panel B: 연도·유형별 불성실공시법인의 표본											
불성실 공시 유형	2002	2003	2004 10월 전	2004 10월 후	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
공시불이행	26	29	30	6	19	15	3	21	17	25	22
공시번복	10	6	14	3	8	8	11	18	11	11	12
공시변경	0	1	0	0	5	2	3	4	1	2	1
합계	36	36	44	9	32	25	17	43	29	38	35

9) 회계학 분야의 선행연구를 살펴보면, 12월 결산법인만을 연구표본으로 분석하는 경우가 많다. 그러나 본 연구에서는 불성실공시법인으로 지정되는 모든 기업에 대하여 분석을 수행하고자 12월 이외의 결산법인도 연구표본에 포함하였다. 추가적으로 12월 결산법인만을 이용하여 분석을 수행한 결과에서도 주된 분석결과와 큰 차이를 보이지 않았다.

업-연도를 대상으로 회귀분석을 수행하였다. 결과적으로 사건연구에 이용된 총 344개의 표본은 가설 1의 검증을 위한 표본이며, 회귀분석에 이용된 총 220개의 표본은 가설 2와 가설 3의 검증을 위한 표본이다.

IV. 실증분석결과

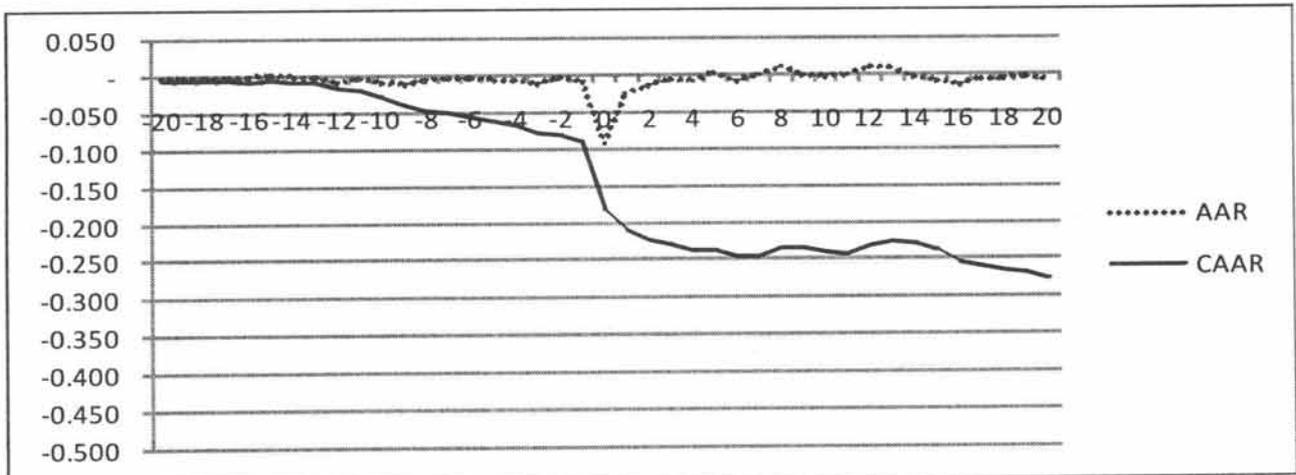
4.1 불성실공시법인 지정에 따른 주기반응

〈그림 1〉과 〈표 2〉는 불성실공시법인 지정기업(N=344)의 지정공시일 기준 -20일부터 +20일까지의 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 나타낸 것이다. AAR은 불성실공시법인 지정일에 급격하게 하락하는 추세를 보이고 있으며, CAAR은 사건일 -10일 전부터 감소하기 시작하여 지정일 이후 급격히 하락하여 지속적으로 감소하는

추세를 보이고 있다.

구체적으로 AAR은 사건일 기준 -12일에 -0.008%(유의수준 5%), -9일에 -0.012%(유의수준 1%), -3일에 -0.011%(유의수준 1%)의 값을 보고한 후 -1일부터 +2일까지 총 4일간(사건일, t=0포함) 연속하여 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 사건 당일의 AAR은 -0.092%(유의수준 1%)의 값을 보이고 있다. CAAR은 -9일부터 음(-)의 값으로 누적되어 지속적으로 하락하다가 사건일에 급격하게 하락하는 추세를 보이고 있다. 이러한 결과는 가설 1을 지지하는 것으로 해석된다.

〈그림 2〉와 〈표 3〉은 표본을 당기 부과별점 기준으로 총 3개 집단으로 구분하고 지정일 전·후 AAR과 CAAR을 분석한 결과이다. 각 그림과 표의 Panel A, Panel B 및 Panel C는 부과별점이 가장 낮은 집단, 부과별점이 중간인 집단, 부과별점이 가장 높은 집단에 대한 분석결과이다. 분석결과를 보면, 당기에 부과된 별점이 높을수록 지정일의 AAR의 하락폭이 상대적으로 증가하는 것으로 나타나고 있다.



1) 변수설명

AAR_t : t시점 기업 N개의 평균초과수익률

$CAAR_t$: t시점 기업 N개의 누적평균초과수익률

〈그림 1〉 불성실공시법인 지정에 따른 초과수익률(N=344)

〈표 2〉 불성실공시법인 지정에 따른 초과수익률(N=344)

사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value	사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value
					0	-0.092	-7.05***	-0.182	-5.97***
-20	-0.004	-1.14	-0.004	-1.14	1	-0.026	-3.00**	-0.208	-6.37***
-19	-0.002	-0.55	-0.006	-0.95	2	-0.016	-1.98**	-0.224	-6.54***
-18	0.000	0.11	-0.005	-0.64	3	-0.006	-0.88	-0.229	-6.41***
-17	-0.001	-0.24	-0.006	-0.61	4	-0.009	-1.36	-0.238	-6.32***
-16	-0.001	-0.36	-0.007	-0.64	5	0.002	0.30	-0.235	-6.37***
-15	0.002	0.62	-0.005	-0.39	6	-0.010	-1.79*	-0.245	-6.34***
-14	-0.002	-0.43	-0.007	-0.46	7	0.000	0.03	-0.245	-6.27***
-13	-0.002	-0.43	-0.008	-0.52	8	0.012	0.74	-0.233	-5.80***
-12	-0.008	-2.24**	-0.016	-0.95	9	-0.002	-0.33	-0.235	-6.72***
-11	-0.003	-0.92	-0.020	-1.08	10	-0.005	-0.85	-0.240	-7.01***
-10	-0.008	-2.31	-0.028	-1.47	11	-0.002	-0.54	-0.242	-7.98***
-9	-0.012	-3.39***	-0.040	-2.03*	12	0.010	0.94	-0.231	-7.38***
-8	-0.006	-1.81	-0.046	-2.25**	13	0.007	1.87*	-0.224	-7.08***
-7	-0.005	-1.34	-0.051	-2.33**	14	-0.005	-1.25	-0.229	-7.21***
-6	-0.004	-1.20	-0.055	-2.44**	15	-0.009	-2.26**	-0.238	-7.51***
-5	-0.005	-1.15	-0.060	-2.55**	16	-0.015	-3.27***	-0.253	-7.90***
-4	-0.007	-1.62	-0.067	-2.70**	17	-0.006	-1.36	-0.259	-7.93***
-3	-0.011	-2.78**	-0.078	-3.05***	18	-0.005	-1.43	-0.264	-7.94***
-2	-0.003	-0.80	-0.081	-3.16***	19	-0.003	-0.62	-0.267	-7.90***
-1	-0.009	-2.57**	-0.090	-3.49***	20	-0.008	-2.31**	-0.275	-9.16***

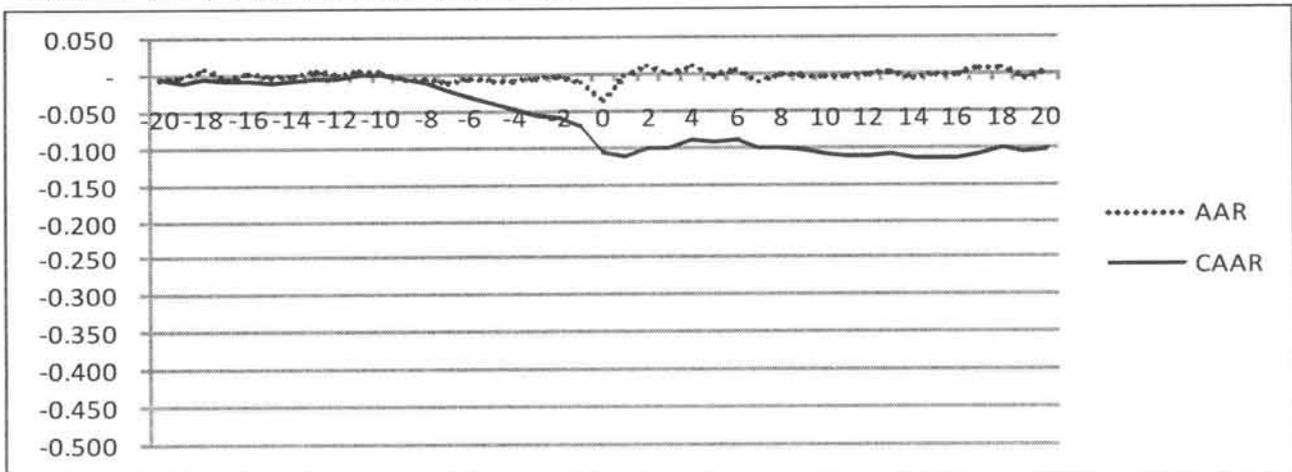
1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

2) 변수설명

AAR_t : t시점 기업 N개의 평균초과수익률

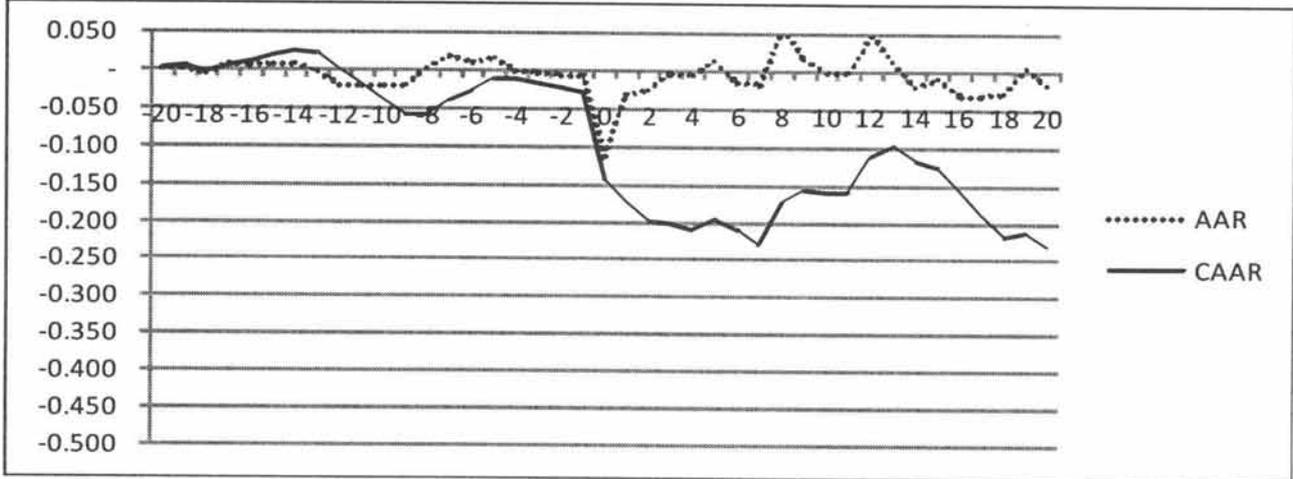
CAAR_t : t시점 기업 N개의 누적평균초과수익률

Panel A: 당기 부과벌점이 가장 낮은 집단(N=73)

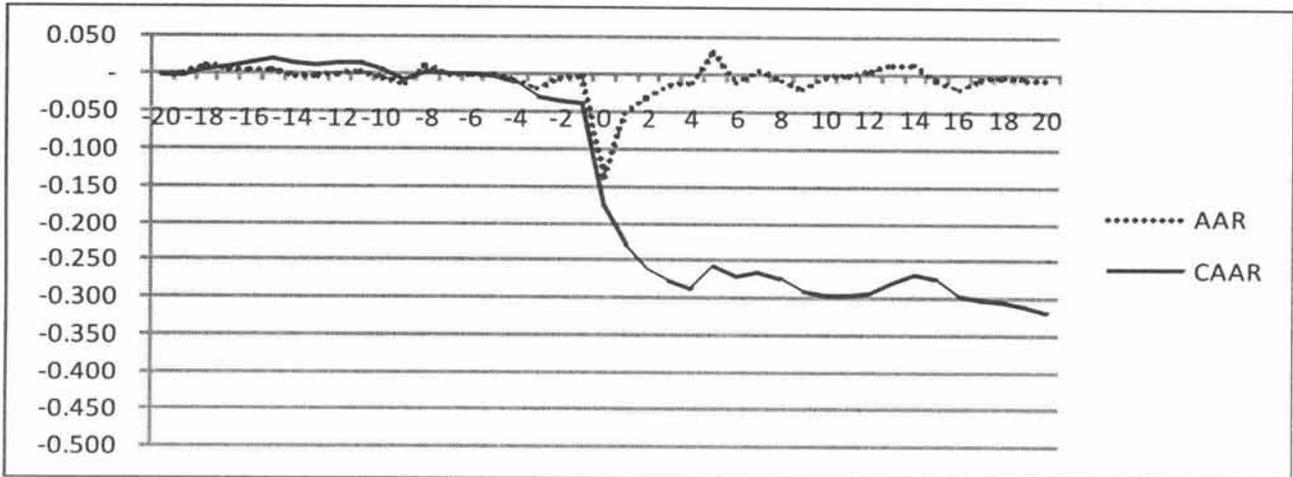


〈그림 2〉 불성실공시법인의 당기 부과벌점 수준에 따른 초과수익률(N=220)

Panel B: 당기 부과별점이 중간인 집단(N=74)



Panel C: 당기 부과별점이 가장 높은 집단(N=73)



1) 변수설명

- AAR_t : t시점 기업 N개의 평균초과수익률
- $CAAR_t$: t시점 기업 N개의 누적평균초과수익률

〈그림 2〉 불성실공시법인의 당기 부과별점 수준에 따른 초과수익률(N=220) (계속)

구체적으로 지정일의 AAR은 부과별점이 가장 낮은 집단에서는 -0.036%의 값을 보이는 반면 부과별점이 가장 높은 집단에서는 -0.137%의 값을 보이고 있어 그 차이가 대략 0.1%에 가깝게 나타나고 있다. 또한 부과별점이 가장 낮은 집단의 경우 지정일 이후에 CAAR의 뚜렷한 하락추세가 관찰되지 않는다. 이러한 결과는 부과별점에 따라 자본시장이 차

별적으로 반응하는 것으로 해석된다. 그러나 여기서 해석상 주의할 점은 당기 부과별점이 높은 집단은 대체적으로 누적 부과별점도 높은 집단이라는 점이다. 따라서 자본시장에서 당기 부과별점과 누적 부과별점 가운데 어떠한 정보에 가중치를 두는가 하는 것은 이후에 기술된 회귀분석을 통해 검증될 부분이라 하겠다.

〈표 3〉 불성실공시법인의 당기 부과벌점 수준에 따른 초과수익률(N=220)

Panel A: 당기 부과벌점이 가장 낮은 집단(N=73)

사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value	사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value
					0	-0.036	-1.91*	-0.106	-2.35*
-20	-0.006	-1.04	-0.006	-1.04	1	-0.005	-0.46	-0.111	-2.44**
-19	-0.004	-0.67	-0.010	-0.93	2	0.011	0.80	-0.100	-2.63**
-18	0.006	1.12	-0.004	-0.29	3	-0.000	-0.01	-0.100	-2.51**
-17	-0.005	-0.92	-0.009	-0.57	4	0.010	0.56	-0.090	-1.97*
-16	0.002	0.28	-0.007	-0.37	5	-0.003	-0.36	-0.093	-1.99*
-15	-0.002	-0.40	-0.010	-0.47	6	0.005	0.57	-0.088	-1.80*
-14	0.001	0.11	-0.009	-0.42	7	-0.011	-1.58	-0.098	-1.93*
-13	0.005	0.71	-0.004	-0.20	8	-0.001	-0.22	-0.100	-1.95*
-12	-0.001	-0.13	-0.005	-0.23	9	-0.004	-0.97	-0.104	-2.76**
-11	0.005	0.73	-0.000	-0.01	10	-0.004	-0.66	-0.107	-2.76**
-10	0.001	0.18	0.001	0.04	11	-0.004	-0.90	-0.111	-2.84**
-9	-0.006	-1.12	-0.005	-0.22	12	-0.001	-0.18	-0.112	-2.77**
-8	-0.005	-1.16	-0.011	-0.43	13	0.003	0.61	-0.109	-2.56**
-7	-0.011	-1.84*	-0.022	-0.80	14	-0.006	-0.98	-0.114	-2.67**
-6	-0.008	-1.56	-0.029	-1.00	15	-0.000	-0.02	-0.114	-2.66**
-5	-0.010	-1.74*	-0.039	-1.22	16	0.000	0.00	-0.114	-2.59**
-4	-0.009	-1.85*	-0.048	-1.40	17	0.008	1.76*	-0.107	-2.39*
-3	-0.006	-1.25	-0.054	-1.56	18	0.008	1.33	-0.099	-2.14*
-2	-0.003	-0.66	-0.057	-1.58	19	-0.006	-0.92	-0.105	-2.20*
-1	-0.013	-2.81**	-0.070	-1.98*	20	0.001	0.18	-0.104	-4.60***

Panel B: 당기 부과벌점이 중간인 집단(N=74)

사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value	사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value
					0	-0.112	-3.77***	-0.140	-1.94**
-20	0.003	0.38	0.003	0.38	1	-0.032	-3.14**	-0.172	-2.25*
-19	0.002	0.29	0.005	0.36	2	-0.026	-1.85*	-0.197	-2.57**
-18	-0.006	-0.80	-0.001	-0.04	3	-0.003	-0.34	-0.201	-2.56**
-17	0.007	1.02	0.006	0.26	4	-0.007	-0.64	-0.207	-2.52**
-16	0.005	0.56	0.011	0.39	5	0.013	0.59	-0.194	-2.31*
-15	0.008	0.85	0.019	0.55	6	-0.016	-1.26	-0.210	-2.41**
-14	0.007	0.78	0.026	0.66	7	-0.019	-1.63	-0.228	-2.48**
-13	-0.004	-0.50	0.022	0.52	8	0.057	0.82	-0.172	-1.86*
-12	-0.021	-2.35*	0.002	0.03	9	0.016	1.52	-0.157	-2.05*
-11	-0.020	-2.37*	-0.019	-0.41	10	-0.001	-0.07	-0.158	-2.15*
-10	-0.021	-2.26*	-0.039	-0.83	11	-0.001	-0.16	-0.159	-2.13*
-9	-0.019	-2.29*	-0.059	-1.18	12	0.049	0.99	-0.110	-1.40
-8	0.001	0.15	-0.057	-1.12	13	0.013	1.24	-0.097	-1.16
-7	0.019	2.34*	-0.038	-0.70	14	-0.019	-1.87*	-0.116	-1.42
-6	0.011	1.20	-0.027	-0.48	15	-0.009	-0.83	-0.125	-1.56
-5	0.016	1.72*	-0.011	-0.19	16	-0.032	-1.87*	-0.157	-1.93
-4	-0.001	-0.08	-0.012	-0.20	17	-0.033	-1.92*	-0.189	-2.23*
-3	-0.004	-0.45	-0.015	-0.25	18	-0.029	-2.56**	-0.218	-2.49**
-2	-0.008	-1.01	-0.023	-0.37	19	0.005	0.43	-0.212	-2.38*
-1	-0.006	-0.70	-0.029	-0.45	20	-0.019	-1.58	-0.231	-2.60**

〈표 3〉 불성실공시법인의 당기 부과별점 수준에 따른 초과수익률(N=220) (계속)

Panel C: 당기 부과별점이 가장 높은 집단(N=73)

사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value	사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value
					0	-0.137	-3.86***	-0.176	-1.98*
-20	-0.002	-0.23	-0.002	-0.23	1	-0.053	-2.45**	-0.228	-2.36*
-19	-0.002	-0.21	-0.003	-0.23	2	-0.032	-1.52	-0.260	-2.56**
-18	0.010	1.33	0.007	0.33	3	-0.015	-0.94	-0.275	-2.62**
-17	0.004	0.44	0.010	0.41	4	-0.011	-0.98	-0.286	-2.67**
-16	0.005	0.65	0.016	0.53	5	0.030	1.25	-0.257	-2.61**
-15	0.005	0.63	0.021	0.62	6	-0.013	-0.98	-0.270	-2.65**
-14	-0.005	-0.66	0.016	0.43	7	0.006	0.41	-0.264	-2.55**
-13	-0.003	-0.37	0.013	0.31	8	-0.008	-0.58	-0.272	-2.56**
-12	0.001	0.06	0.013	0.29	9	-0.019	-1.14	-0.291	-3.24***
-11	0.001	0.09	0.014	0.28	10	-0.003	-0.31	-0.294	-3.09**
-10	-0.007	-0.78	0.007	0.14	11	-0.002	-0.25	-0.296	-3.72***
-9	-0.014	-1.72*	-0.007	-0.12	12	0.004	0.53	-0.292	-3.60***
-8	0.010	1.09	0.003	0.05	13	0.012	1.27	-0.280	-3.76***
-7	-0.001	-0.11	0.002	0.03	14	0.014	1.69*	-0.266	-3.48***
-6	-0.002	-0.24	0.000	0.00	15	-0.008	-0.99	-0.274	-3.55***
-5	-0.001	-0.13	-0.001	-0.02	16	-0.021	-3.00	-0.295	-3.72***
-4	-0.010	-0.70	-0.011	-0.15	17	-0.007	-0.92	-0.301	-3.64***
-3	-0.020	-1.96*	-0.031	-0.40	18	-0.003	-0.53	-0.305	-3.62***
-2	-0.005	-0.66	-0.036	-0.47	19	-0.005	-0.63	-0.310	-3.62***
-1	-0.002	-0.32	-0.038	-0.51	20	-0.007	-0.78	-0.316	-5.98***

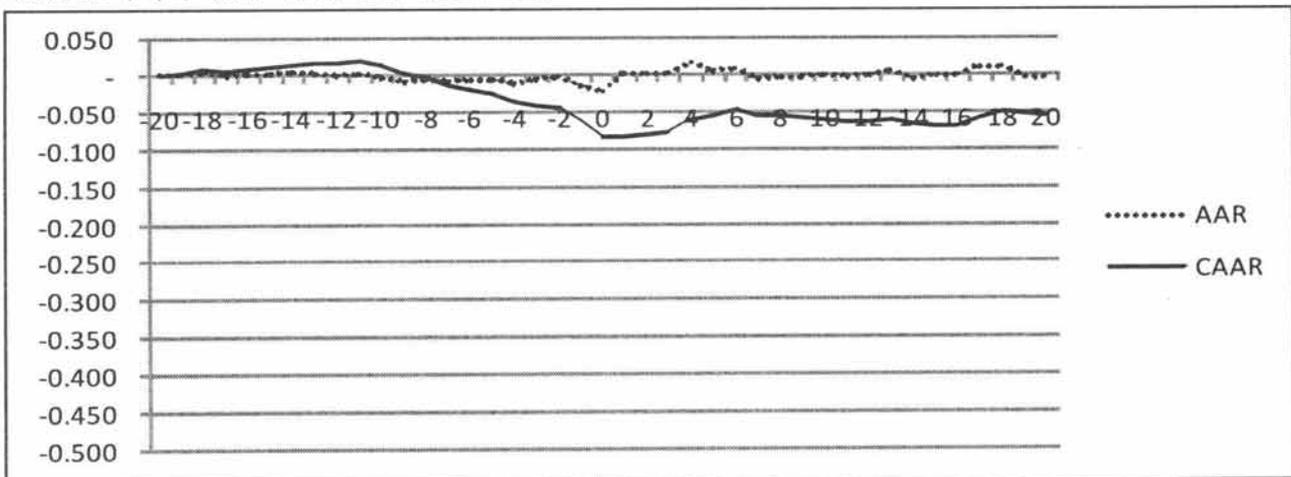
1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

2) 변수설명

AAR_t : t시점 기업 N개의 평균초과수익률

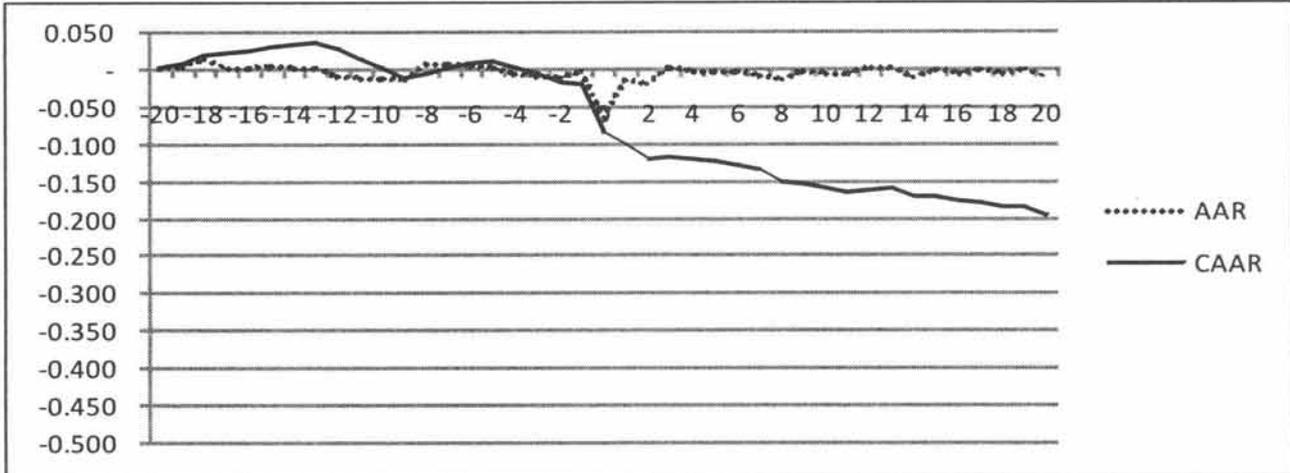
$CAAR_t$: t시점 기업 N개의 누적평균초과수익률

Panel A: 누적 부과별점이 가장 낮은 집단(N=74)

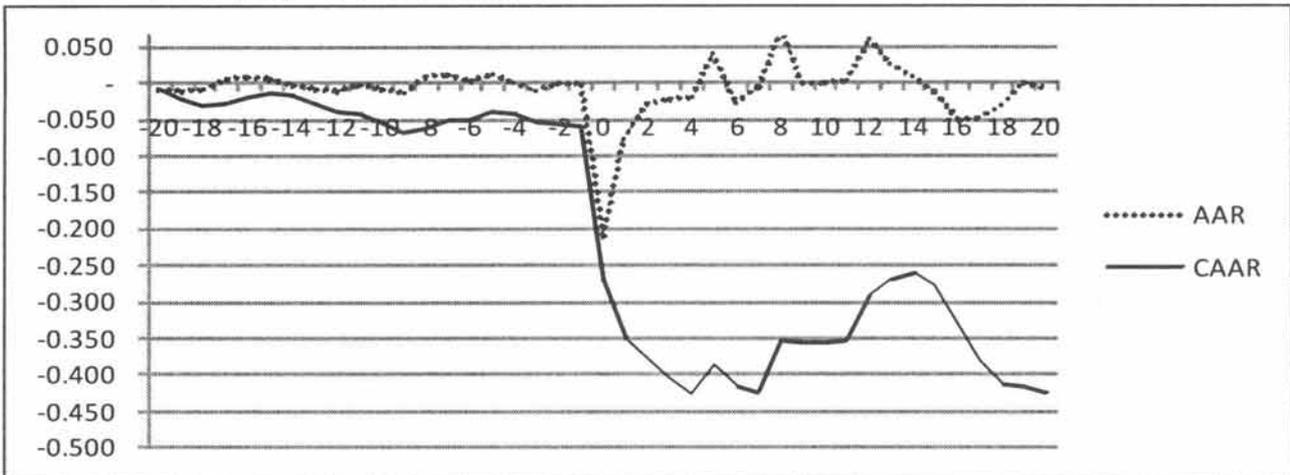


〈그림 3〉 불성실공시법인의 누적 부과별점 수준에 따른 초과수익률(N=220)

Panel B: 누적 부과벌점이 중간인 집단(N=78)



Panel C: 누적 부과벌점이 가장 높은 집단(N=68)



1) 변수설명

AAR_t : t시점 기업 N개의 평균초과수익률

$CAAR_t$: t시점 기업 N개의 누적평균초과수익률

〈그림 3〉 불성실공시법인의 누적 부과벌점 수준에 따른 초과수익률(N=220) (계속)

〈그림 3〉과 〈표 4〉는 표본을 누적 부과벌점 기준으로 총 3개 집단으로 구분하고 지정일 전·후 AAR과 CAAR을 분석한 결과이다. 분석결과를 보면, 누적벌점이 가장 낮은 집단의 경우 지정일 AAR은 -0.023%로 나타나고 있으며, 누적벌점이 가장 높은 집단의 경우 지정일 AAR은 -0.210%으로 나타나고 있어 두 집단 간 지정일 AAR은 대략 0.19%에 가까운 차이

를 보이고 있다. 위의 〈그림 2〉와 〈표 3〉의 결과와 비교해보면 집단 간 AAR의 격차가 거의 2배에 가깝다. 즉, 당기 부과벌점과 비교하여 누적 부과벌점이 지정일 자본시장의 반응에 상대적으로 많은 영향을 주는 것으로 해석된다. 또한 지정일 이후 CAAR의 추세를 살펴보면, 당기 부과벌점 수준보다 누적 부과벌점 수준에서 더 크게 변화하는 형태를 보이고 있다.

〈표 4〉 불성실공시법인의 누적 부과별점 수준에 따른 초과수익률(N=220)

Panel A: 누적 부과별점이 가장 낮은 집단(N=74)

사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value	사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value
					0	-0.023	-1.75*	-0.083	-2.19**
-20	0.001	0.18	0.001	0.18	1	0.001	0.10	-0.082	-2.26**
-19	0.002	0.36	0.003	0.32	2	0.002	0.21	-0.080	-2.34**
-18	0.005	1.03	0.008	0.77	3	0.003	0.32	-0.077	-2.25**
-17	-0.001	-0.24	0.007	0.54	4	0.016	0.92	-0.061	-1.55
-16	0.003	0.55	0.010	0.63	5	0.006	0.87	-0.055	-1.43
-15	0.001	0.14	0.011	0.64	6	0.009	1.13	-0.046	-1.22
-14	0.004	0.73	0.015	0.86	7	-0.008	-1.26	-0.054	-1.40
-13	0.003	0.56	0.018	1.00	8	-0.002	-0.51	-0.056	-1.41
-12	-0.000	-0.03	0.018	0.95	9	-0.003	-0.70	-0.059	-1.50
-11	0.001	0.14	0.019	0.90	10	-0.001	-0.21	-0.061	-1.48
-10	-0.005	-0.86	0.014	0.63	11	-0.003	-0.75	-0.064	-1.55
-9	-0.010	-2.18*	0.004	0.16	12	-0.000	-0.08	-0.064	-1.52
-8	-0.007	-1.90*	-0.003	-0.13	13	0.004	0.81	-0.060	-1.37
-7	-0.009	-1.78*	-0.012	-0.48	14	-0.007	-1.41	-0.066	-1.51
-6	-0.006	-1.33	-0.018	-0.65	15	-0.002	-0.43	-0.068	-1.56
-5	-0.006	-1.15	-0.024	-0.79	16	-0.001	-0.32	-0.069	-1.58
-4	-0.011	-2.39**	-0.034	-1.07	17	0.011	2.62**	-0.059	-1.33
-3	-0.007	-1.67	-0.042	-1.30	18	0.009	1.87*	-0.049	-1.08
-2	-0.004	-0.95	-0.045	-1.35	19	-0.003	-0.44	-0.052	-1.11
-1	-0.015	-3.20***	-0.060	-1.80*	20	-0.005	-0.86	-0.056	-2.50**

Panel B: 누적 부과별점이 중간인 집단(N=78)

사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value	사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value
					0	-0.064	-2.80**	-0.084	-1.13
-20	0.003	0.51	0.003	0.51	1	-0.015	-1.05	-0.099	-1.24
-19	0.006	0.73	0.009	0.69	2	-0.019	-1.39	-0.118	-1.36
-18	0.012	2.22*	0.021	1.29	3	0.003	0.34	-0.116	-1.34
-17	0.003	0.54	0.024	1.24	4	-0.004	-0.47	-0.120	-1.37
-16	0.002	0.20	0.026	1.12	5	-0.003	-0.30	-0.122	-1.57
-15	0.005	0.58	0.031	1.09	6	-0.004	-0.58	-0.127	-1.58
-14	0.003	0.38	0.033	1.02	7	-0.008	-1.13	-0.134	-1.65
-13	0.003	0.39	0.036	1.02	8	-0.015	-1.84*	-0.150	-1.79*
-12	-0.009	-1.19	0.027	0.72	9	-0.003	-0.43	-0.153	-1.93*
-11	-0.012	-1.67*	0.015	0.38	10	-0.006	-0.84	-0.159	-2.07*
-10	-0.011	-1.43	0.004	0.09	11	-0.006	-0.85	-0.164	-2.63**
-9	-0.015	-2.08*	-0.011	-0.24	12	0.003	0.42	-0.161	-2.54**
-8	0.006	0.90	-0.005	-0.10	13	0.003	0.38	-0.159	-2.35*
-7	0.008	1.14	0.003	0.06	14	-0.011	-1.58	-0.169	-2.38*
-6	0.005	0.72	0.009	0.16	15	-0.001	-0.08	-0.170	-2.34*
-5	0.002	0.30	0.011	0.19	16	-0.006	-0.81	-0.176	-2.36*
-4	-0.007	-0.55	0.004	0.05	17	-0.001	-0.20	-0.177	-2.32*
-3	-0.009	-1.00	-0.006	-0.09	18	-0.006	-0.81	-0.183	-2.37*
-2	-0.011	-1.56	-0.017	-0.25	19	-0.002	-0.22	-0.185	-2.44**
-1	-0.003	-0.45	-0.020	-0.29	20	-0.011	-1.43	-0.196	-4.52***

〈표 4〉 불성실공시법인의 누적 부과벌점 수준에 따른 초과수익률(N=220) (계속)

Panel C: 누적 부과벌점이 가장 높은 집단(N=68)

사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value	사건일	AAR	t-value	CAAR	t-value
					0	-0.210	-4.91***	-0.269	-2.93**
-20	-0.010	-1.04	-0.010	-1.04	1	-0.079	-4.16***	-0.348	-3.55***
-19	-0.012	-1.36	-0.022	-1.29	2	-0.031	-1.25	-0.379	-4.07***
-18	-0.009	-0.91	-0.031	-1.21	3	-0.026	-1.37	-0.405	-4.08***
-17	0.004	0.39	-0.027	-0.88	4	-0.022	-1.54	-0.426	-4.09***
-16	0.008	0.76	-0.019	-0.52	5	0.040	1.17	-0.387	-3.62***
-15	0.005	0.54	-0.014	-0.33	6	-0.030	-1.65	-0.416	-3.74***
-14	-0.004	-0.43	-0.018	-0.39	7	-0.008	-0.45	-0.425	-3.63***
-13	-0.010	-0.97	-0.028	-0.54	8	0.072	0.95	-0.353	-2.96**
-12	-0.013	-1.19	-0.041	-0.73	9	-0.001	-0.05	-0.354	-4.00***
-11	-0.003	-0.28	-0.044	-0.76	10	-0.001	-0.03	-0.355	-3.73***
-10	-0.010	-0.97	-0.054	-0.90	11	0.002	0.20	-0.353	-3.75***
-9	-0.015	-1.41	-0.068	-1.09	12	0.060	1.00	-0.293	-2.95**
-8	0.007	0.58	-0.062	-0.93	13	0.024	1.82*	-0.269	-2.84**
-7	0.009	0.84	-0.053	-0.75	14	0.008	0.60	-0.261	-2.82**
-6	0.002	0.18	-0.051	-0.72	15	-0.017	-1.28	-0.278	-3.15**
-5	0.010	0.89	-0.041	-0.57	16	-0.053	-2.69**	-0.330	-3.67***
-4	-0.001	-0.14	-0.042	-0.59	17	-0.050	-2.56**	-0.380	-3.96***
-3	-0.014	-1.44	-0.056	-0.77	18	-0.034	-2.74**	-0.414	-4.11***
-2	-0.000	-0.01	-0.056	-0.76	19	-0.001	-0.05	-0.414	-3.95***
-1	-0.003	-0.39	-0.059	-0.82	20	-0.010	-0.97	-0.425	-7.09***

1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

2) 변수설명

AAR_t : t시점 기업 N개의 평균초과수익률

CAAR_t : t시점 기업 N개의 누적평균초과수익률

위 사건연구 결과를 요약하면, 기업이 불성실공시법인으로 지정되는 경우 지정일에 초과수익률이 하락하며, 지정일 이후에도 일정기간동안 꾸준한 주가 하락이 관찰되고 있다. 즉, 자본시장에서는 불성실공시법인 지정을 부정적인 사건으로 받아들이고 있으며, 이러한 사건이 발생할 때 즉각적인 반응이 나타난다고 할 수 있다.

아울러 당기 부과벌점 또는 누적 부과벌점이 증가할수록 자본시장은 더욱 부정적으로 반응하는 것으로 나타났다. 다만, 당기 부과벌점과 누적 부과벌점 가운데 자본시장에서 어떠한 정보가 지배적으로 작

용하는지에 대해서는 후술하는 회귀분석에서 검증한다.

4.2 기술통계량 및 상관관계분석

〈표 5〉는 회귀분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 보여준다. 더미변수를 제외한 주요변수들이 상·하위 1%를 벗어나는 경우 각각 99%와 1%의 값으로 조정(winsorization)하여 분석을 수행한다.

종속변수 $CAR_{(-1,1)}$, $CAR_{(0,1)}$, $CAR_{(0,0)}$ 는 불성실공시법인 지정일을 기준으로 측정기간을 달리하여

〈표 5〉 주요 변수의 기술통계량(N=220)

변수	평균	표준편차	최소값	중위수	최대값
$CAR_{(-1,1)}$	-0.128	0.328	-1.496	-0.036	0.240
$CAR_{(0,1)}$	-0.121	0.319	-1.426	-0.028	0.274
$CAR_{(0,0)}$	-0.095	0.251	-0.997	-0.023	0.139
ROA	-0.277	0.477	-2.240	-0.106	0.206
LEV	0.774	0.756	0.0853	0.613	4.340
SIZE	25.181	1.520	22.557	25.017	28.988
OCF	-0.051	0.174	-0.993	-0.040	0.2640
BTM	0.705	1.676	-5.230	0.7292	4.099
LIST	0.614	0.488	0.000	1.000	1.000
D_score	7.391	9.014	0.000	6.000	70.000
CD_score	38.286	231.890	0.000	6.000	2002.000

1) 변수설명

$CAR_{(-1,1)}$: 불성실공시법인 지정 전일(-1일)부터 지정 다음일(+1일)까지의 누적초과수익률

$CAR_{(0,1)}$: 불성실공시법인 지정 당일(0일)부터 지정 다음일(+1일)까지의 누적초과수익률

$CAR_{(0,0)}$: 불성실공시법인 지정 당일(0일)의 초과수익률

D_score : 불성실공시법인의 당기 부과별점

CD_score : 불성실공시법인의 누적 부과별점

ROA : 총자산이익률

LEV : 부채비율

SIZE : 총자산 자연로그 값

OCF : 영업활동 현금흐름/기초총자산

BTM : 장부가치/시장가치

LIST : 계속해서 상장되었으면 1, 아니면 0

계산한 누적초과수익률이다. 해당 변수들의 평균은 모두 음(-)의 값을 나타내고 있다. 이는 불성실공시법인 지정일에 초과수익률이 감소한다는 가설 1을 지지하는 결과이기도 하다.

2004년 10월 이후 불성실공시법인 지정에 따라 부과 받은 벌점을 의미하는 불성실공시 부과별점(D_score)의 평균값은 7.39이며, 누적 부과별점(CD_score)의 평균값은 38.29이다. 불성실공시법인 지정일 이후 상장폐지 여부를 의미하는 LIST의 평균은 61.36%로 상장폐지 되지 않은 법인의 비율을 보여준다. 반대로, 전체 불성실공시법인 지정기업 중 38.34%의 기업이 불성실공시법인 지정이후

상장폐지 되었음을 알 수 있다. 총자산이익률을 의미하는 ROA와 영업현금흐름비율을 의미하는 OCF는 각각 -0.28과 -0.05의 평균값을 보이고 있어 불성실공시법인들은 전반적으로 수익성이 저조한 것으로 파악된다. 부채비율을 의미하는 LEV는 0.77의 값을 보이고 있어 부채가 자본의 3배에 달하는 것으로 나타났다. 기업의 장부가치를 시장가치로 나누어 측정한 BTM의 평균값은 0.71로 나타나 시가총액의 71%가 순자산장부가치인 것으로 나타났다.

〈표 6〉은 각 변수들 사이의 피어슨 상관계수를 보여준다. 사건연구를 통하여 계산된 누적초과수익률 3가지($CAR_{(-1,1)}$, $CAR_{(0,1)}$, $CAR_{(0,0)}$)가 각각 94%

〈표 6〉 상관관계 분석결과(N=220)

변수	$CAR_{(0,1)}$	$CAR_{(0,0)}$	ROA	LEV	SIZE	OCF	BTM	LIST	D_score	CD_score
$CAR_{(-1,1)}$	0.985 ($\langle .000$)	0.940 ($\langle .000$)	0.208 (0.002)	-0.193 (0.004)	0.204 (0.002)	0.179 (0.007)	0.232 (0.001)	0.380 ($\langle .000$)	-0.280 ($\langle .000$)	-0.434 ($\langle .000$)
$CAR_{(0,1)}$		0.959 ($\langle .000$)	0.206 (0.002)	-0.171 (0.011)	0.210 (0.002)	0.189 (0.005)	0.213 (0.002)	0.372 ($\langle .000$)	-0.288 ($\langle .000$)	-0.455 ($\langle .000$)
$CAR_{(0,0)}$			0.206 (0.002)	-0.155 (0.022)	0.220 (0.001)	0.200 (0.003)	0.207 (0.002)	0.386 ($\langle .000$)	-0.243 (0.000)	-0.442 ($\langle .000$)
ROA				-0.600 ($\langle .000$)	0.529 ($\langle .000$)	0.482 ($\langle .000$)	0.580 ($\langle .000$)	0.395 ($\langle .000$)	-0.121 (0.073)	-0.009 (0.899)
LEV					-0.247 (0.0002)	-0.095 (0.159)	-0.791 ($\langle .000$)	-0.315 ($\langle .000$)	0.075 (0.269)	0.072 (0.287)
SIZE						0.393 ($\langle .000$)	0.405 ($\langle .000$)	0.388 ($\langle .000$)	-0.192 (0.004)	-0.141 (0.036)
OCF							0.188 (0.005)	0.267 ($\langle .000$)	-0.045 (0.512)	-0.023 (0.735)
BTM								0.390 ($\langle .000$)	-0.064 (0.347)	-0.077 (0.255)
LIST									-0.140 (0.038)	-0.160 (0.018)
D_score										0.286 ($\langle .000$)

- 1) 변수설명은 〈표 5〉와 같음.
- 2) 괄호안의 수치는 p-값을 의미함.

이상의 높은 상관관계를 갖는 것을 확인할 수 있다.

본 연구의 실험변수인 D_score와 CD_score는 각각의 누적초과수익률 변수들과 통계적으로 1%수준에서 음(-) 상관관계를 보이고 있다. 이는 가설 2 및 가설 3의 기대방향과 일치하는 결과이다. 한편, 종속변수 CAR는 통제변수로 사용된 재무변수 ROA, SIZE, OCF, BTM, LIST와 양(+)의 상관계수를 보이고 있으며 LEV와는 음(-)의 상관계수를 보이고 있다. 사건일을 기준으로 짧은 기간(3일, 2일, 1일)동안 누적된 일별초과수익률임에도 불구하고 각

기업의 직전년도 재무자료들과 통계적으로 높은 상관관계를 갖고 있는 것을 확인할 수 있다.¹⁰⁾

4.3 회귀분석결과

가설 2를 검증하기 위한 회귀분석결과를 〈표 7〉에 제시하였다. Panel A, Panel B 및 Panel C는 종속변수 CAR에 대한 측정기간 차이만 존재하며, 그 외의 분석은 모두 동일하게 수행되었다.

10) 본 연구의 회귀분석에 사용된 독립변수들의 분산팽창지수(VIF)를 살펴본 결과 모든 모형에서 최대 3.33으로 5를 넘지 않는 것으로 나타나 다중공선성의 문제는 크지 않는 것으로 판단된다.

〈표 7〉 불성실공시법인 부과별점과 초과수익률의 관련성

Panel A: 불성실공시법인 지정 전일(-1일)부터 지정 다음일(+1일)까지의 CAR

변수	종속변수 기대부호	CAR _(-1,1)			CAR _(-1,1)			CAR _(-1,1)		
		계수	t-값	p-값	계수	t-값	p-값	계수	t-값	p-값
절편		-0.641	-1.39	0.168	-0.404	-0.88	0.381	-0.331	-0.77	0.442
D score	-				-0.006***	-3.06	0.003	-0.002	-1.10	0.275
CD score	-							-0.001***	-5.56	<.000
ROA	+	-0.063	-0.85	0.395	-0.068	-0.93	0.350	-0.030	-0.45	0.656
LEV	-	-0.031	-0.61	0.544	-0.030	-0.61	0.545	-0.022	-0.46	0.645
SIZE	+	0.006	0.31	0.753	0.000	0.01	0.992	-0.004	-0.21	0.833
OCF	+	0.137	1.17	0.242	0.158	1.37	0.171	0.126	1.17	0.242
BTM	+	0.020	0.95	0.345	0.021	1.03	0.303	0.016	0.83	0.405
LIST	+	0.237***	4.58	<.000	0.225***	4.42	<.000	0.196***	4.10	<.000
연도더미		포함			포함			포함		
수정 R ²		0.177			0.209			0.310		
표본수		220			220			220		

Panel B: 불성실공시법인 지정 당일(0일)부터 지정 다음일(+1일)까지의 CAR

변수	종속변수 기대부호	CAR _(0,1)			CAR _(0,1)			CAR _(0,1)		
		계수	t-값	p-값	계수	t-값	p-값	계수	t-값	p-값
절편		-0.672	-1.50	0.134	-0.433	-0.98	0.330	-0.360	-0.87	0.383
D score	-				-0.007***	-3.21	0.002	-0.002	-1.16	0.246
CD score	-							-0.001***	-5.83	<.000
ROA	+	-0.059	-0.82	0.410	-0.064	-0.91	0.363	-0.026	-0.40	0.689
LEV	-	-0.021	-0.42	0.672	-0.020	-0.42	0.675	-0.012	-0.26	0.799
SIZE	+	0.008	0.43	0.666	0.002	0.12	0.908	-0.002	-0.11	0.913
OCF	+	0.158	1.40	0.163	0.179	1.61	0.108	0.147	1.43	0.155
BTM	+	0.020	1.00	0.318	0.022	1.09	0.276	0.016	0.89	0.372
LIST	+	0.221***	4.43	<.000	0.210***	4.28	<.000	0.181***	3.94	0.000
연도더미		포함			포함			포함		
수정 R ²		0.180			0.216			0.325		
표본수		220			220			220		

Panel C: 불성실공시법인 지정 당일(0일)의 CAR

변수	종속변수 기대부호	CAR _(0,0)			CAR _(0,0)			CAR _(0,0)		
		계수	t-값	p-값	계수	t-값	p-값	계수	t-값	p-값
절편		-0.594	-1.81	0.071	-0.436	-1.33	0.184	-0.380	-1.26	0.209
D score	-				-0.004***	-2.89	0.004	-0.001	-0.77	0.445
CD score	-							-0.001***	-6.12	<.000
ROA	+	-0.051	-0.97	0.332	-0.054	-1.05	0.294	-0.025	-0.53	0.596
LEV	-	-0.014	-0.38	0.701	-0.014	-0.38	0.706	-0.007	-0.20	0.839
SIZE	+	0.019	0.82	0.412	0.007	0.54	0.589	0.004	0.34	0.733
OCF	+	0.142*	1.71	0.089	0.155*	1.90	0.058	0.131	1.74	0.084
BTM	+	0.015	1.01	0.313	0.016	1.09	0.277	0.012	0.89	0.376
LIST	+	0.173***	4.72	<.000	0.165***	4.58	<.000	0.143***	4.27	<.000
연도더미		포함			포함			포함		
수정 R ²		0.211			0.239			0.353		
표본수		220			220			220		

1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.
 2) 변수설명은 〈표 5〉와 같음.

우선, 설명변수인 당기 또는 누적 부과벌점이 누적초과수익률에 대한 추가 설명력을 갖는지 알아보기 위하여 불성실공시법인 지정에 따른 부과벌점을 제외한 통제변수와 종속변수인 $CAR_{(-1,1)}$ 를 이용한 회귀분석을 실시하였다. 분석모형에 당기 부과벌점 D_score 를 추가한 경우 모형의 설명력을 의미하는 수정 R^2 가 0.177에서 0.209로 증가하였으며, 추가적으로 누적 부과벌점 CD_score 을 포함한 경우 수정 R^2 가 0.310으로 증가하였다. 이를 통해 부과벌점이 불성실공시법인 지정일의 주가수익률 설명하는 중요한 변수라는 것을 확인할 수 있다. 또한 D_score 만 추가할 경우 해당 변수의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으나 CD_score 까지 추가한 경우에는 D_score 의 회귀계수는 유의하지 않고 CD_score 의 회귀계수만 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 당기 부과벌점보다는 누적 부과벌점이 불성실공시법인 지정 당일의 주가수익률을 설명하는 변수로 해석된다. 따라서 본 연구결과 가설 2는 지지되지 않고 있으며 가설 3은 지지된다고 하겠다. 아울러, 이러한 결과는 CAR 의 측정기간을 달리해도 동일하게 나타나고 있다.

한편, 회귀분석에는 불성실공시법인으로 지정된 기업만을 분석대상으로 하고 있어 분석결과에서 나타난 상수항은 순수한 불성실공시법인 지정효과를 의미하게 된다. D_score 및 CD_score 를 포함하지 않은 결과를 보면, Panel A, Panel B 및 Panel C에서 각각 $-0.641(t=-1.39)$, $-0.672(t=-1.50)$ 및 $-0.594(t=-1.81)$ 로 나타나고 있어 강건하게 유의한 결과를 보이지는 못하고 있다. D_score 및 CD_score 를 변수로 포함할 경우에는 상수항에 대한 유의수준이 현저하게 감소하여 전혀 유의한 값을 보여주지 못하고 있다. 이러한 결과는 자본시장에서 불성실공시법인 지정여부 자체의 정보효과는 미약한

것으로 해석되며, 자본시장의 반응을 가져오는 주된 요인은 누적벌점인 것으로 보인다.

V. 결론

최근 기업의 투명성에 대한 논의가 활발하게 진행되고 있는 사회적 분위기 속에서 불성실공시제도가 주목받고 있다. 불성실공시제도는 상장법인이 법령 또는 규정에 따른 신고의무를 성실히 이행하지 아니하거나 이미 신고한 내용을 번복 또는 변경하는 경우 해당법인을 불성실공시법인으로 지정하여 관리·감독하는 제도로서, 기업공시정보의 투명성 확보를 위한 제도적 장치라고 할 수 있다. 이러한 불성실공시제도로 인하여 불성실공시법인으로 지정되었다는 사실을 시장참여자들이 인식하게 된다면 불성실공시 지정법인이 공시한 정보의 신뢰성에 상당한 의구심을 갖게 되고, 의사결정시 혼란을 갖게 된다. 중대한 위법행위를 할수록 부과벌점이 높다는 점을 감안한다면 부과벌점이 높을수록, 그리고 부과벌점이 누적된 누적벌점이 높을수록 시장참여자들이 느끼는 부정적인 인식은 강화될 것이다.

이러한 배경에서 본 연구는 자본시장이 불성실공시법인 지정 및 벌점의 공시에 대하여 어떠한 반응을 하는지 살펴보았다. 먼저 불성실공시법인 지정일을 전·후로 하여 평균초과수익률과 누적평균초과수익률이 지정기업에서 낮아지는지를 분석하였다. 분석결과를 살펴보면 불성실공시 법인의 평균초과수익률이 사건당일 유의하게 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났으며, 누적평균초과수익률도 음(-)의 값을 갖는 것을 확인할 수 있었다. 재무비율들을 통제한 회귀분석 결과, 당기에 부과되는 벌점과 자본시장의

부정적인 반응은 관련이 없는 것으로 나타났다. 반면에 과거에 불성실공시법인으로 지정되면서 부과되었던 누적 부과별점 수준에 따라 자본시장의 부정적인 반응이 심화되는 것으로 나타났다. 또한 지정일 전·후에 나타나는 자본시장의 부정적인 반응을 이끌어내는 주된 요인은 지정여부 자체보다는 누적 부과별점인 것으로 파악된다.

이러한 결과는 주식시장에서 시장참여자들이 불성실공시법인 지정을 주가에 영향을 미치는 부정적인 사건으로 인식하고 있음을 의미한다. 또한 기업이 당기 동일한 별점을 부과 받더라도 과거 불성실공시법인으로 지정된 전력이 있다면, 해당 기업에 대한 자본시장의 반응이 더욱 부정적일 것이라고 해석할 수 있다.

본 연구의 의의는 다음과 같다. 불성실공시제도에 대한 채권자와 감사인의 반응을 분석한 선행연구는 수행되었으나, 자본시장에서 주주의 관점에서 불성실공시법인 지정 별점이 직접적으로 어떠한 영향을 주는지에 대한 연구들은 충분하지 않은 상황이다. 따라서 본 연구는 불성실공시법인 지정일 전·후의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률을 사용하여 불성실공시법인에 대한 자본시장의 반응을 살펴보았다는 점에서 선행연구와 차별성을 가진다. 또한 본 연구는 불성실공시법인 지정으로 기업이 부담해야 하는 비용이 불성실공시법인 지정에 따른 법령의 제재조치뿐만 아니라 시장참여자들의 부정적인 주가반응도 있다는 점을 검증하였다는 점에서 의의를 가진다. 특히, 불성실공시법인 지정 이후 당해 법인의 주식수익률이 악화된다는 본 연구의 결과는 기업의 공시책임자, 투자자 등에게 중요한 시사점을 제공할 것으로 판단된다.

본 연구의 한계점은 다음과 같다. 첫째, 불성실공시법인 표본의 부족으로 인해 연구결과에 편의가 발

생할 가능성이 있으므로 해석에 주의를 기울일 필요가 있다. 둘째, 주식수익률에 영향을 미칠 수 있는 생략변수의 문제가 있을 수 있다. 가설 2를 검증하기 위한 회귀분석에서 불성실공시를 보고한 사업연도에 상장폐지 등의 이유로 인하여 재무자료를 이용할 수 없어 해당 기업의 직전년도의 재무자료를 통제변수로 이용한 한계가 존재한다. 하지만 불성실공시법인 지정일에 자본시장 참여자들이 의사결정에 사용할 수 있는 재무정보는 실질적으로 해당 사업연도가 아닌 직전년도 재무자료일 수 있기 때문에 이러한 문제는 크지 않을 것이라 판단된다.

참고문헌

- 권수영 · 주현정 · 황문호(2011), "경영자 예측정보의 공시 시점 선택과 시장반응의 차별성," *회계학연구*, 36, 69-100
- 김현아 · 김문태, (2012), "자산재평가 동기에 따른 차별적 시장반응과 기업가치," *회계학연구*, 37, 81-109
- 손성규(2001), "불성실공시의 정보효과," *연세경영연구*, 38, 1-31
- 손성규 · 채수준 · 오윤숙(2012), "불성실공시지정 및 부과 별점이 내부회계관리제도 검토의견과 감사의견에 미치는 영향," *회계학연구*, 37, 1-40
- 오명전 · 손성규(2012), "오류수정 이후의 회계정보 신뢰성 변화," *회계학연구*, 37, 41-85
- 이명곤 · 장석진 · 박희진(2012), "불성실공시가 감사시간과 감사보수에 미치는 영향," *회계저널*, 21, 1-30
- 이세용 · 정형록 · 노밖은(2009), "감사인 지정에 대한 시장 반응," *회계학연구*, 34, 207-240
- 이아영 · 전성빈 · 박상수(2008), "불성실공시가 타인자본 비용에 미치는 영향," *회계학연구*, 33, 127-158
- 조경식 · 박준철 · 김희석 · 이장형(2003), "코스닥시장에서

- 합병공시가 주주부에 미치는 효과," *경영학연구*, 32, 707-732
- 최재은 · 최정운 · 배길수(2013), "불성실공시지정의 효과," *회계학연구*, 38, 199-230
- Baiman, S., and R. Verrecchia(1996), "The Relation among Capital Markets, Financial Disclosure, Production Efficiency, and Insider Trading," *Journal of Accounting Research*, 34, 1-22
- Brown, S. J., and Warner, J. B.(1980), "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, 8, 205-258
- Brown, S. J., and Warner, J. B.(1985), "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, 14, 3-31
- Diamond, D., and R. Verrecchia(1991), "Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital," *Journal of Finance*, 46, 1325-1360
- Dimson, E.(1979), "Risk Measurement when Shares are Subject to Infrequent Trading," *Journal of Financial Economics*, 7, 197-226
- Fama, E., L. Fisher, M. Jensen, and R. Roll(1969), "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *The International Economics Review*, 10, 1-21
- Fama, E., L and MacBeth, J. D.(1973), "Risk, Return and Equilibrium: Empirical Test," *The Journal of Political Economy*, 81, 607-636
- Harawa, R. D.(1992), "Wall Street Journal Announcements of News of Corporate Name-change and the Response of Security Prices: An Application of Event Studies and Synthetic-time Portfolio Performance Methodologies," Binghamton University
- Malatesta, P. H.(1986), "Measuring Abnormal Performance: The Event Parameter Approach using Joint Generalized Least Squares," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21, 27-38
- Scholes, M., and Williams, J.(1977), "Estimating Betas from Nonsynchronous Data," *Journal of Financial Economics*, 5, 309-327

An Empirical Study on the Stock Price Reaction to Unfaithful Disclosure and Unfaithful Disclosure Penalty Scores

Yong Seok Lee* · Hee Jin Park** · Se Chul Lee***

Abstract

The purpose of this study is to observe the capital market reaction concerning designation as an unfaithful disclosure company and imposition of penalty points. For this purpose, two methodologies are used in the study. The first methodology is the event study method which analyzes the stock market return before and after unfaithful disclosure designation due to reasons such as disclosure failure, disclosure overturn and disclosure change. The second methodology is the regression analysis method where the dependent variable is set as the daily stock return of the unfaithful disclosure company and the explanatory variable is set as the unfaithful disclosure penalty point.

Information disclosure to the capital market performs the function of enabling efficient allocation of resources by alleviating the information asymmetry problem that exists between the internal and external users of companies. If the reliability and accuracy of the information disclosure which performs these functions are not secured, the market participants will have doubts on the reliability of the information provided by the companies, and there will be difficulty in assessing the objective value of the companies. Being designated as an unfaithful disclosure company means there is an error in the speed, accuracy and reliability of the information disclosure of the company, and it can be said that the gravity of the violation is heavier when the penalty is higher.

If market participants interpret unfaithful disclosure designation and imposition of a penalty as increased uncertainty of information disclosure and a decline in reliability, the resulting

* Part-time lecturer, Department of Accounting, Hanyang University

** Ph.D. candidate, Department of Accounting, Hanyang University

*** Assistant Professor, Department of Accounting and Taxation, Kyonggi University

negative perception will be reflected in the stock prices. Therefore, if the designation of unfaithful disclosure has an additional information effect in the capital market, the corresponding company is expected to have a negative stock price reaction on the day of unfaithful disclosure designation. This expectation has been validated by Sohn(2001) and Choi et al.(2013). However, since there is a chance that the results of previous studies such as these are due to many other factors of unfaithful disclosure of a corporation, it cannot be concluded with certainty that the cause of the negative stock price reaction is only due to unfaithful disclosure. Therefore, in addition to the case studies of previous studies, this study conducts regression analysis on the profit rate of the date of unfaithful disclosure company designation and penalty points for unfaithful disclosure, to verify aspects previous studies failed to verify due to inadequate material on penalty points.

The analysis result shows a drop in the stock market return from the day of the designation of unfaithful disclosure, and a statistically significant negative cumulative return. This result signifies that stock market participants perceive designation of unfaithful disclosure as a negative event that impacts stock prices. Meanwhile, though the negative response was expected to increase proportionally with the imposed penalty points during the quarter of penalty imposition, the penalty points and negative reaction of the capital market were found to be unrelated. On the other hand, the negative response of the capital market was found to increase according to the level of penalty accumulation through past designation of unfaithful disclosure.

This study is differentiated from previous studies as it directly observes the effect of penalties through a short-term stock price reaction based on the date of unfaithful disclosure designation. In addition, the study presents an intuitive result that the expense of a firm may increase due to the designation of unfaithful disclosure. Furthermore, the result of this study that unfaithful disclosure penalties accumulated from the past is related to the capital market reaction on the day of unfaithful disclosure designation is expected to provide significant implications to information users such as executives, investors and policy makers.

Key words: unfaithful disclosure, unfaithful disclosure penalty points, stock price reaction, event study