

불성실공시법인의 제재조치에 대한 시장 반응: 벌점의 제재금 대체부과를 중심으로*

박채린(주저자)

이화여자대학교 경영학과 박사과정
(pcr029@ewhain.net)

한종수(교신저자)

이화여자대학교 경영대학 교수
(jhan@ewha.ac.kr)

오명전(공저자)

숙명여자대학교 경영학부 교수
(mjoh@sm.ac.kr)

본 연구는 불성실공시법인의 벌점이 공시위반제재금(벌금)으로 대체되는 경우 시장에 어떠한 영향을 미치는지를 검증한다. 현행 제도는 불성실공시법인이 일정 요건을 충족하는 경우 벌점 중 일부 또는 전부를 제재금으로 대체할 수 있도록 허용하고 있다. 이 제도는 벌점을 부과하는 경우와 벌점을 제재금으로 대체하는 경우에 대해 동일한 제재효과를 가정하는 것이다. 이 가정이 제도의 취지라면 벌점의 대체여부에 따른 시장의 차별적인 반응은 존재하지 않을 것으로 예상된다.

실증분석결과, 시장은 불성실공시법인 지정일에 벌점이 제재금으로 대체된 법인에 대하여 상대적으로 덜 부정적인 추가 반응을 보였다. 이는 벌점과 제재금의 대체부과가 동일한 제재효과를 가질 것이라 가정하는 제도의 취지와 달리 시장은 대체여부에 대해 차별적으로 반응하고 있음을 나타낸다. 한편 거래소는 벌점당 제재금을 상향시켜 제재를 강화시켰다. 이에 따라 기업이 부담해야 할 벌점당 제재금 금액이 상향하여 시장 반응에 미치는 영향이 달라지는지 추가적으로 분석하였다. 추가분석결과, 이러한 결과는 벌점당 제재금이 상향되는 경우에도 일관적으로 나타났다. 이는 벌점당 제재금의 크기에 관계없이 대체된 기업에 대해서는 여전히 덜 부정적으로 반응한다는 것을 의미한다. 또한 제재금으로 대체된 법인이 재지정 되는 경우 벌점을 부과받은 기업이 재지정 되는 경우에 비해 공시위반 수준이 유의하게 높은 것을 확인하였다. 이 결과는 제재금 대체가 벌점에 비하여 제재효과가 적다는 것을 의미하는 것으로 주분석의 결과와 일관된다. 따라서 대체된 법인이 재지정되는 경우 벌점과 제재금을 가중부과하거나 벌점을 대체하기 위한 요건 등의 강화가 필요해 보인다. 본 연구는 불성실공시법인 지정시 벌점의 대체여부 효과를 검증한 최초 논문이라는 점에서 의미가 있으며, 본 연구의 결과는 공시위반제재금 제도의 개선 필요성을 시사한다.

주제어: 불성실공시법인, 공시위반제재금, 대체부과, 사건연구

1. 서론

본 연구의 목적은 불성실공시제도의 제재조치 중 벌점을 부과하는 경우와 부과벌점을 공시위반제재금(이하 제재금)으로 대체받는 경우 추가 반응에 어떠

한 영향을 미치는지를 비교·분석하는 것이다. 구체적으로 불성실공시법인 공시일에 관찰되는 누적초과 수익률이 벌점과 제재금의 대체여부에 따라 차별적인 반응을 보이는지 분석한다.

불성실공시제도란 각 시장에 상장된 기업이 상장 규정에 따른 신고의무를 성실히 이행하지 않거나(공

최초투고일: 2019. 10. 18 게재확정일: 2019. 12. 5

* 본 연구는 제1저자 석사학위논문의 주요내용을 발췌하여 전체적으로 수정·보완한 논문입니다. 학위논문 심사위원에 참여해주신 교수님들께 감사드립니다. 또한 심사과정에서 유익한 조언을 제공해주신 익명의 심사위원님들께 감사드립니다.

시불이행), 이미 신고한 내용을 번복(공시번복) 또는 변경(공시변경)하는 경우에 해당 기업을 불성실 공시법인으로 지정하는 제도이다.¹⁾ 불성실공시법인으로 지정된 기업은 거래소의 심의를 통해 벌점을 부과받는다. 그러나 불성실공시법인으로 지정예고된 기업이 벌점의 대체납부 신청을 한 경우 코스닥시장 공시위원회(이하 위원회)의 심의를 거쳐 부과받은 벌점의 일부 또는 전부를 공시위반제재금으로 대체하여 납부할 수도 있다.²⁾ 부과벌점을 공시위반제재금으로 대체받은 기업은 부과벌점에 시행세칙에서 규정한 금액을 곱하여 납부해야 한다. 대체부과여부는 불성실공시법인 지정내역에 명시되어 있기 때문에 투자자들은 즉각적으로 제재조치 사항을 확인할 수 있다.

그러나 아래 기사에 제시된 것과 같이 거래소와 금융투자업 등의 관계자들은 벌점을 공시위반제재금으로 대체하는 제도에 대하여 부정적인 태도를 보이고 있다. 거래소 관계자의 경우 “관리종목이 되지 않기 위하여 제재금을 내겠다는 회사가 많다”고 말하였다. 불성실공시법인으로 지정된 기업은 누적된 벌점의 수준에 따라 매매거래정지나 관리종목지정 등의 추가적인 제재를 받을 수 있다. 만약 부과받은 벌점의 일부 또는 전부가 제재금으로 대체된다면 누적 벌점이 감소함에 따라 추가적인 제재를 받을 가능성이 낮아진다. 따라서 벌점을 제재금으로 대체해 주는 경우 벌점을 부과하는 경우에 비하여 제재효과가 상대적으로 낮아질 수 있다는 것을 의미한다. 또한 금융소비자원 대표는 책임을 피할 수단을 주면 자본시장을 건전하게 할 수 없음을 말하며 벌점을 없애

지 말고 벌점과 벌금을 동시에 부과해야 한다고 하였다. 이러한 부정적인 견해는 아래의 기사에 잘 요약되어 있다.

거래소 관계자는 “관리종목이 되지 않으려고 제재금을 내겠다는 회사가 많다”고 말했다... 거래소는 돈으로 벌점을 대체하는 게 기업에 선택권을 주는 제도라고 밝혔다... 금융투자업계의 한 관계자는 “돈 내면 해결되도록 법으로 정해졌으니 어찌겠느냐”며 “일반인은 불성실 공시법인 투자를 자제하는 게 최선”이라고 말했다... 자본시장연구원 금융법제팀장은 “회사가 성실히 공시하게끔 해서 투자자를 보호해야 한다”며 “돈으로 벌점을 대신하는 것은 투자자와 상관없는 조치”라고 꼬집었다... 금융소비자원 대표는 “책임을 피할 수단을 주면 자본시장을 건전하게 할 수 없다”며 “벌점을 없애지 말고 벌점과 벌금을 동시에 부과해야 한다”고 강조했다.³⁾

위와 같은 관계자들의 부정적인 견해는 제재당국의 생각과는 매우 다르다고 할 수 있다. 거래소는 일정 요건을 모두 충족하는 경우로서 벌점 중 일부 또는 전부를 제재금으로 부과하더라도 공시위반 재발 위험이 없다고 인정되는 경우에 벌점의 대체부과를 허용하고 있다.⁴⁾ 이는 제재당국이 벌점과 공시위반 제재금이 동일한 제재효과를 가진다는 가정을 하고 있다는 것을 의미한다. 반면에 관계자들은 벌점의 제재효과가 공시위반제재금의 제재효과보다 크다고 주장하고 있다. 이와 같은 제재당국과 관계자들의 사고의 차이는 실증연구를 통해서만 확인이 가능하다. 만일 관계자들의 주장과 같이 벌점과 공시위반제재금의 제재효과가 다르다면 대체제도의 폐지 또는 현행 대체제도에 추가적인 고려가 필요할 것이다.

1) 코스닥시장 공시규정 제1장 「총칙」 제2조.

2) 본 연구는 코스닥시장을 연구의 표본으로 하였다. 동일한 제도가 유가증권시장에도 있다. 유가증권시장의 경우 유가증권시장상장·공시위원회의 심의를 거쳐 부과벌점의 일부 또는 전부를 제재금으로 대체하여 부과할 수 있다.

3) 유혜진, 2016, “돈이면 다 돼”...불성실공시법인 벌점 대체 괜찮나, 브릿지경제

4) 코스닥시장 공시규정 시행세칙 [별표 1] 불성실공시 제재 심의 기준.

본 연구는 벌점의 제재금 대체여부가 시장에 어떠한 영향을 미치는지 주가를 통해 살펴봄으로써 제도의 실효성을 검증한다. 시장은 불성실공시법인의 당해 벌점과 누적 벌점 수준에 따라 공시위반 수준을 파악하며 벌점의 수준이 높을수록 부정적으로 반응한다(최재은 외, 2013; 이용석 외, 2014). 따라서 벌점을 제재금으로 대체받아 감소하는 경우 시장은 공시위반 수준이 낮다고 받아들여 대체받은 기업에 대해 덜 부정적인 반응을 보일 수 있을 것이다. 반면 벌점이 제재금으로 대체된다 하더라도 제도의 취지대로 동일한 제재효과를 가진다면 대체여부에 관계없이 주가반응은 동일할 것이다.

한편 불성실공시일은 지정예고일과 지정일 두 날짜가 있고, 지정예고일과 지정일 모두에 벌점의 대체여부에 따라 주가반응이 달라질 수 있다. 불성실공시법인 지정예고일이란 기업이 불성실공시법인으로 지정되기 전 지정예고를 통보받는 날로써 불성실공시의 사유 내역이 공시된다. 따라서 시장이 지정예고일에 공시되는 불성실공시 사유를 통해 벌점의 대체여부를 예측한다면, 지정예고일에 벌점의 대체여부에 대하여 차별적인 시장반응이 나타날 수 있다. 불성실공시법인 지정일에는 제재금 대체여부와 벌점이 공시되므로 제재금 대체여부에 대한 시장반응이 나타날 수 있다. 따라서 본 연구는 벌점의 제재금 대체효과를 두 공시일 모두에 대하여 검증한다.

벌점의 구체적인 대체요건에 대한 규정이 개정되어 시행된 2011년 6월 15일부터 2017년도까지 분석한 실증 결과는 다음과 같다. 첫째, 불성실공시법인 지정예고일의 자료를 분석한 결과, 대체여부에 따른 차별적인 주가 반응은 나타나지 않았다. 둘째, 불성실공시법인 지정일의 자료를 분석한 결과, 제재금으로 대체부과받은 기업의 경우 벌점만을 부과받은 기업에 비해 상대적으로 유의한 양(+)의 주가

반응을 보였다. 즉 시장은 지정일에 공시되는 대체여부를 통하여 벌점을 제재금으로 대체받은 기업에 대해 상대적으로 덜 부정적으로 반응한다. 한편 거래소는 공시위반에 따른 제재조치가 시행되고 있음에도 불성실공시 행태가 지속적으로 나타나는 것을 고려하여 벌점당 제재금을 상향시켜 제재를 강화해왔다. 따라서 기업이 부담해야 할 벌점당 제재금 금액이 상향하는 경우 제재금으로 대체받은 법인에 대하여 부정적인 시장 반응이 증가할 것으로 예상할 수 있다. 이에 대한 추가분석 결과 시장은 벌점을 제재금으로 대체하기 위한 벌점당 제재금 금액이 상승하여도 대체받은 법인에 대해 유의한 양(+)의 주가반응을 보였다. 이러한 결과는 대체받은 법인에 대한 제재조치가 상향되었다 하더라도 시장은 지속적으로 덜 부정적이게 판단하는 것으로 해석할 수 있다. 또한 표본에 사용된 불성실공시법인들의 추후 행태에 대하여 기업 측면에서 분석하였다. 그 결과 제재금으로 전부 대체받은 법인이 벌점만을 부과받은 법인보다 불성실공시법인으로 재지정되는 경우 공시위반 수준이 유의하게 더 높은 것을 확인하였다. 이는 거래소의 기대와 달리 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 경우 제재효과가 상대적으로 적다는 것을 의미하며 주분석 결과와 일관된다.

본 연구는 다음과 같은 공헌점을 갖는다. 첫째, 본 연구는 불성실공시제도 중 벌점의 대체효과를 검증한 최초의 연구이다. 공시위반 수준을 벌점으로 사용한 선행연구(손성규 외, 2012; 이상호 외, 2018; 이용석 외, 2014; 장석진 외, 2016)에 더하여 그동안 고려되지 못했던 벌점의 대체여부를 고려함으로써 불성실공시법인의 제재조치에 대한 연구를 확장하였다. 둘째, 제도의 취지와 달리 제재조치의 선택에 따라 시장의 차별적인 반응이 존재함을 확인하여 현행 제도의 개선이 필요함을 제시하였다. 거래

소가 벌점을 제재금으로 대체부와 받은 기업과 벌점을 부과받은 기업에 대해 제재효과의 차이가 없을 것이라 가정한 제도의 취지와 달리 시장은 대체부와 받은 기업에 대해 덜 부정적으로 반응하였다. 이는 제재조치 선택에 따라 기업에게 차별적인 효용이 존재할 수 있으며 기업이 제도의 허점을 이용할 수 있음을 보여준다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 국내 불성실공시제도 및 공시위반제재금과 선행연구에 대해 설명하고 제Ⅲ장에서 연구가설을 설정한다. 제Ⅳ장에서는 표본선정과정과 연구모형을 제시하고 제Ⅴ장에서는 실증분석 결과를 기술한다. 마지막으로 제Ⅵ장에서 본 연구에 대한 결론으로 마무리한다.

II. 불성실공시제도 및 선행연구

2.1 불성실공시제도

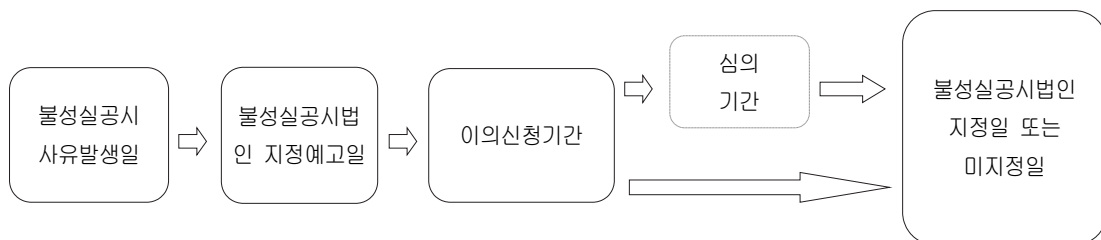
불성실공시제이란 각 시장에 상장된 기업이 상장규정에 따른 신고의무를 성실히 이행하지 않거나(공

시불이행), 이미 신고한 내용을 번복(공시번복) 또는 변경(공시변경)하는 경우에 해당 기업을 불성실공시법인으로 지정하는 제도이다. 다만 경미한 사항으로서 주가에 미치는 영향이 크지 않다고 거래소가 인정하는 경우에는 불성실공시법인으로 지정 받지 않을 수 있다.

거래소는 공시규정에 위반되는 사유가 발생한 해당 기업에 대하여 불성실공시법인으로 지정예고하며 그 사실을 공시매체에 게재하고 해당 법인에게 통보한다.⁵⁾ 이 날을 불성실공시법인 지정예고일(이하 지정예고일)이라고 하는데, 지정예고일에는 사유 발생일, 사유 내역 등 불성실공시에 대한 정보가 처음으로 공개된다. 지정예고를 통보받은 기업은 해당 내용에 이의가 있는 경우 통보받은 날로부터 7일 이내에 거래소에 이의를 신청할 수 있다. 거래소는 이의신청기간 종료일로부터 10일 이내에 각 시장의 공시위원회 심의를 거쳐 심의일로부터 3일 이내에 해당 기업에 대한 제재사항을 결정해야 한다. 만약 해당 기업의 이의신청이 없다면 이의신청 마감일에 해당 기업을 불성실공시법인으로 지정하고 이를 공표한다.

거래소가 해당 기업을 불성실공시법인으로 지정하는 경우, 위반의 동기(고의, 중과실, 과실, 단순착

〈그림 1〉 불성실공시법인 지정 과정



5) 코스닥시장 공시규정 제4장 「불성실공시」 제2절 제32조.

오)와 위반의 중요성(중대한 위반, 통사의 위반, 경미한 위반)등의 사항을 고려하여 벌점을 부과한다. 각 사항에 따라 벌점은 가중 및 감경될 수 있으며 누적된 벌점에 따라 추가적인 제재조치가 발생할 수 있다. 1년 이내에 누적된 부과벌점이 5점 이상인 경우 매매거래일 기준으로 지정일 당일 1일간 매매거래가 정지되고 누적된 벌점이 15점 이상인 경우 관리종목 지정 없이 상장적격성 실질심사 대상이 될 수 있다.

불성실공시법인 지정에 따른 부과벌점, 공시위반 제재금의 유무, 벌점의 공시위반제재금 대체여부 등의 제재조치 사항은 불성실공시법인 지정일(이하 지정일)에 공시된다. 거래소는 불성실공시법인 지정사실을 공표하는 경우 불성실공시법인 지정일로부터 5회 연속하여 증권시장지에 그 내역을 게재한다. 또한 해당 사실을 최초로 공표하는 날을 포함하여 부과받은 벌점에 따라 각 호의 기간별로 증권시장지 또는 증권정보문의 단말기 등의 시세표상에 “不” 또는 “불성실공시법인” 등의 표시를 한다.⁶⁾ 증권관련 매체에 표시되는 기간은 벌점에 따라 상이하다. 벌점이 5점 미만인 경우는 1주일간, 5점 이상 10점 미만인 경우는 2주일간, 10점 이상인 경우에는 1개월간 표시된다. 단 벌점이 2점 이하인 경우에는 증권시장지 또는 증권정보문의 단말기 등의 시세표상에 표시하지 않을 수 있다.

2.2 공시위반제재금

불성실공시법인으로 지정예고를 받은 기업이 대체 부과와 관련한 각 시장의 공시규정 시행세칙에 규정된 일정 요건들을 모두 충족시켰다면 기업은 거래소

에 벌점의 대체신청을 할 수도 있다. 이의 신청 시 벌금으로의 대체를 신청한 후 위원회의 심사를 통과하는 기업은 불성실공시법인 지정에 따른 부과벌점의 일부 또는 전부를 공시위반제재금으로 대체하여 부과받을 수 있다. <표 1>에서 보는 바와 같이 일정 요건을 모두 충족하는 경우란 ①해당법인의 대체부과 신청이 있을 것, ②관리종목 지정법인이 아닐 것, ③최근 2년간 불성실공시법인으로 지정된 전력이 없을 것, ④부과벌점이 10점 미만일 것이다. 부과벌점을 공시위반제재금으로 대체받은 기업은 부과받은 벌점에 시행세칙에서 규정한 금액을 곱하여 납부해야 한다.

벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체받으려는 경우 2012년 6월 22일 개정 이전엔 부과벌점이 4점 미만인 경우, 개정 이후부터 5점 미만인 경우에만 가능하다. 벌점이 10점 이상인 경우에는 대체부과가 불가하다. 즉 제재당국은 불성실공시법인으로 지정된 전체 법인 중에서 상대적으로 공시위반 수준이 낮은 경우와 ②와 ③처럼 상대적으로 기업 상태가 건전한 기업에 대해 대체부과 신청을 허락한다고 해석할 수 있다. 공시위반제재금은 2015년 8월 31일 개정 이전엔 부과 벌점당 200만원, 이후부터 400만원으로 개정되어 시행되고 있다.

2.3 불성실공시법인에 관한 선행연구

선행연구들은 자본시장참여자들이 불성실공시법인에 대해 주로 부정적인 반응을 보이는 것을 확인하였다. 손성규(2001)는 불성실공시법인 지정공시가 실제로 기업의 내재가치에 부정적인 영향을 미치는 사건인지를 시장 반응을 통하여 분석하였다. 그 결

6) 코스닥시장 공시규정 시행세칙 제4장 「불성실공시」 제15조.

〈표 1〉 벌점을 공시위반제재금으로 대체하기 위한 조건⁷⁾

구 분	2011.6.15. 개정	2012.6.22. 개정	2015.8.31. 개정
부과대상 (공통사항)	○ 다음의 요건을 모두 충족하는 경우로서 벌점 중 일부 또는 전부를 제재금으로 부과하더라도 공시위반 재발위험이 없다고 인정되는 경우 · 해당법인의 대체부과 신청이 있을 것 · 관리종목 지정법인이 아닐 것 · 최근 2년간 불성실공시법인으로 지정된 전력이 없을 것 · 부과벌점이 10점 미만일 것		
부과대상 (변경사항)	○ 벌점 전부를 제재금으로 부과하고자 하는 경우에는 부과벌점이 4점 미만일 것	○ 벌점 전부를 제재금으로 부과하고자 하는 경우에는 부과벌점이 5점 미만일 것 ○ 최근 2년간 세칙 제21조제2항제1호에서 규정하는 교육미이수 사실이 없을 것	
부과벌점당 제재금 금액 (변경사항)	○ 제재금 대체부과 = 제재금으로 대체할 벌점 × 200만원		○ 제재금 대체부과 = 제재금으로 대체 할 벌점 × 400만원

과 불성실공시 유형이 공시지연과 공시번복인 경우 불성실공시지정일에 유의한 음(-)의 주가 반응이 있음을 관찰하여 불성실공시법인 지정공시의 정보성을 확인하였다. 이용석 외(2014)는 불성실공시법인의 지정여부 및 벌점에 대한 자본시장의 반응을 분석하여 지정일에 평균초과수익률이 유의한 음(-)의 값을 가지는 것을 확인하였다. 특히 해당 기업의 누적부과벌점 수준에 따라 자본시장의 부정적인 반응이 심화됨을 보여주었다. 이아영 외(2008)는 불성실공시법인의 신용등급이 비지정법인에 비해 유의하게 낮으며 타인자본비용은 상대적으로 높은 것을 보고하였다. 특히 불성실공시법인으로 지정되는 횟수가 많을수록 신용등급은 크게 하락하고 차입이자율은 상승하는 모습을 보고하였다. 박상수 외(2008)는 불성실공시와 이익정보의 유용성을 분석하였다. 그 결과 불성실공시법인의 미래이익 회계계수가 낮아 투자자들이 미래이익을 예측하는데 어려움을 겪는 것을 확인하였다. 이는 투자자들이 미래의 이익을 예

측할 수 있는 충분한 정보를 얻지 못하거나 불성실공시법인이 정보를 공시하더라도 투자자들이 정보를 신뢰하지 않고 있음을 보여준다.

불성실공시지정은 경영자의 재무보고품질에도 영향을 미친다. 손성규 외(2010)는 불성실공시지정법인과 전기오류수정 사이의 양(+)의 관계를 확인하여 수시공시의 적정성에 문제가 있는 경우 정기공시의 적정성에도 문제가 발생함을 보였다. 이는 불성실공시법인으로 지정된 기업의 전반적인 재무보고품질이 낮음을 시사한다. 김유찬 외(2010)는 불성실공시는 경영자의 불순한 의도로 발생된다고 주장하면서 해당 기업의 재량적발생액이 높을수록 불성실공시법인으로 지정될 가능성이 높은 것을 보여주었다. 또한 이상호 외(2018)는 재무제표 비교가능성이 높은 기업일수록 불성실공시법인으로 덜 지정되며 지정된 기업의 경우 부과 벌점과 적발 기간이 감소함을 확인하였다. 이는 비교가능성이 높은 기업의 경우 동종 산업 내 유사한 비교 대상 기업이 많기 때

7) 코스닥시장 공시규정 시행세칙 [별표 1] 불성실공시 제재 심의 기준.

문에 정보비대칭이 낮아 경영자의 기회주의적인 요인이 낮은 것으로 해석하였다. 조용언 외(2014)는 불성실공시법인의 경영자가 자신의 기회주의적 행태를 숨기기 위하여 미지정법인에 비해 보수주의적 회계처리를 약화시킴을 발견하였다. 최재은 외(2013)는 불성실공시법인 지정의 효과에 대해 분석하였다. 우선 시장은 불성실공시법인 지정예고일과 지정일에 대해 부정적인 주가 반응을 보였다. 이에 대해 지정예고일에 해당기업의 이익제기를 통해 미지정될 기회가 있음에도 시장은 일단 부정적인 소식으로 판단하는 것으로 해석하였다. 또한 불성실공시법인의 재무보고품질은 비지정기업에 비해 유의하게 낮으며 지정 이후 재지정당하지 않기 위해 재무보고품질을 유의하게 향상시킴을 보여주었다.

마지막으로 불성실공시지정법인에 대한 외부감사인의 반응에 대한 연구도 진행되었다. 전반적으로 외부감사인은 불성실공시로 지정된 기업이 미지정법인보다 상대적으로 더 높은 감사위험을 갖고 있다고 판단한다. 이명곤 외(2012)는 불성실공시 지정횟수와 누적 벌점이 높을수록 감사보수와 양(+)의 관련성이 있음을 보고하였다. 손성규 외(2012)는 불성실공시법인으로 지정된 경우 내부회계관리제도 평가와 감사의견에서 적정의견 이외의 의견을 받을 가능성이 높으며 누적 벌점 수준에 따라 더 심화되는 모습을 보고하였다. 장석진 외(2016)는 유가증권시장에서 불성실공시법인으로 지정될수록 감사보고시차가 증가함을 확인하였으며 특히 당해년도 벌점과 누적 벌점이 높을수록 감사보고시차에 유의한 양(+)의 반응이 나타나는 것을 확인하였다. 종합적으로 선행연구들은 이해관계자들이 불성실공시법인에 대하여 부정적인 반응을 보인다는 실증결과를 보고하였다.

이상의 선행연구들은 불성실공시법인 지정예고일, 지정일 등 불성실공시와 관련한 공시일의 시장 반응

이나 불성실공시법인의 특징을 살펴보았다. 그러나 불성실공시 제도 측면에서 벌점의 제재금 대체효과에 대한 연구는 미흡한 상태이다. 거래소는 벌점의 일부 또는 전부를 제재금으로 부과하더라도 공시위반 재발위험이 없다고 인정되는 경우에 벌점의 대체부과를 허용해주고 있다. 이러한 현행 제도가 효과적으로 시행되고 있는지는 실증적 분석을 통해서만 검증할 수 있다. 또한 공시위반 수준의 대응치로서 그간 고려되지 못했던 대체여부를 고려하여 보다 정교한 제재조치 효과를 살펴볼 수 있을 것이다. 본 연구는 그간 고려되지 못했던 벌점의 대체여부를 다룸으로써 선행연구와 차별성이 있으며 불성실공시법인의 제재조치 측면에서 현재 시행되고 있는 제도의 실효성을 검증했다는 것에 의의가 있다.

III. 가설 설정

기업이 정보를 성실하지 않게 공시하는 경우 투자자를 오도할 위험이 있으며 기업의 내재가치를 잘못 전달할 수 있다(손성규, 2001). 따라서 기업에게 보다 투명한 공시를 요구하고 기업의 불성실한 공시를 억제하기 위해 불성실공시제도가 시행되고 있다. 불성실공시와 관련한 선행연구에 따르면 불성실공시는 주로 정보비대칭이 높은 상황에서 경영자의 도덕적 해이나 기회주의적인 행태로 인해 발생된다(김유찬 외, 2012; 손성규, 2001; 이상호 외, 2018). 불성실공시법인으로 지정된 법인은 공시 위반의 동기와 위반의 중요성에 따라 벌점 등의 제재조치를 부과받는다. 따라서 투자자들은 불성실공시법인 지정일에 공시되는 벌점과 누적벌점 수준이 높을수록 부정적인 시장 반응을 나타낸다(박상수 외, 2008;

이아영 외, 2008; 이용석 외, 2014; 최재은 외, 2013).

한편 거래소는 일정 요건을 모두 충족하는 불성실 공시 기업에 대해 벌점의 일부 또는 전부를 벌점당 제재금 금액으로 환산하여 대체납부할 수 있는 제도를 시행하고 있다. 코스닥시장 공시규정 시행세칙의 불성실공시 제재 심의기준에 따르면 “벌점 중 일부 또는 전부를 제재금으로 부과하더라도 공시위반 재발위험이 없다고 인정되는 경우”로서 벌점을 대체납부하더라도 제재효과가 같은 것으로 가정하고 있다. 본 제도는 일정 요건을 모두 만족시켜 공시위반 재발의 위험이 없는 기업에게 제재조치 선택권을 줌으로써 공시 규제에 대한 부담을 줄여주고 개선할 수 있는 기회를 부여해 준다. 그러나 이에 대한 투자자의 판단은 다를 수 있다.

벌점은 불성실공시법인에 대한 기본적인 제재조치로서 불성실공시로 인한 누적벌점이 15점 이상이어서 관리종목법인으로 지정되는 경우⁸⁾에 직접적인 영향을 미친다. 만약 제재금의 대체부과를 통해 벌점이 감소한다면 향후 벌점의 누적으로 인한 관리종목법인 지정 등의 추가적인 제재를 받을 가능성이 낮아지기 때문에 투자자들은 상대적으로 덜 부정적으로 받아들일 수 있을 것이다. 또한 벌점은 투자자들이 기업의 불성실한 공시위반 수준을 파악할 수 있는 정보로서, 선행연구에 의하면 지정일에 결정되는 벌점의 수준에 따라 시장은 부정적으로 반응한다(손성규, 2001; 이용석 외, 2014; 최재은 외, 2013). 따라서 불성실공시법인의 벌점이 제재금으로 대체되어 감소하는 경우 투자자들은 벌점을 부과받은 기업에 비해 상대적으로 낮은 위반 수준이라 판단하여 덜 부정적인 반응을 보일 수 있을 것이다. 반면에 제

도의 취지대로라면 대체여부에 대한 주가 반응 차이는 존재하지 않을 수도 있다. 즉 거래소는 벌점의 대체여부에 관계없이 제재효과가 동일한 것으로 가정하고 있기 때문에 지정일에 제재금 대체여부에 대한 추가적 정보가 제공되어도 시장은 당초 취지대로 두 제재조치에 대하여 동일하게 판단할 수 있을 것이다. 이와 같은 투자자들의 반응은 제재금 대체여부가 공시되는 불성실공시법인 지정일에 확인할 수 있을 것이다. 그러나 방향을 예측할 수 없으므로 귀무가설로 설정하여 검증한다.

한편 불성실공시법인은 지정되기 전 지정 사유내역과 함께 불성실공시법인으로 지정예고된다. 시장은 지정예고일에 공시되는 사유내역을 통해 불성실공시법인으로 지정될 경우의 대략적인 제재수준을 예상할 수 있으며, 따라서 지정예고를 일단 부정적인 소식으로 판단하여 유의한 주가하락을 보인다(최재은 외, 2013). 만약 시장이 지정예고일에 사유내역을 통하여 기업의 대체여부를 예상할 수 있다면 지정예고일에 대체여부에 따른 주가 반응 차이가 나타날 수 있을 것이다. 반면에 지정예고일에는 대체여부가 기재되어 있지 않으므로 대체여부를 고려할 수 없거나 사유내역을 통한 대략적인 예측이 어렵기 때문에 대체여부에 따른 주가 반응 차이는 나타나지 않을 것이다. 따라서 방향을 예측할 수 없으므로 다음과 같이 귀무가설로 설정하여 검증한다.

가설 1: 불성실공시법인 지정예고일에 대체여부에 따른 주가 반응은 차이가 없을 것이다.

가설 2: 불성실공시법인 지정일에 대체여부에 따른 주가 반응은 차이가 없을 것이다.

8) 표본 기간 이후인 2018년 4월 4일부터 상장적격성 실질심사 대상으로 변경되었다.

IV. 표본 및 연구모형

4.1 표본선정

표본선정과정은 <표 2>의 Panel A에 요약되어 있다. 먼저 가설 검증을 위한 표본은 벌점의 제재금 대체 조건이 구체적으로 명시된 2011년 6월 15일 이후부터 2017년까지 코스닥시장⁹⁾에 상장된 법인을 사용한다. 표본의 동질성을 위해 12월 결산인 비금융업 법인을 대상으로 한다. 특히 벌점의 일부만이 제재금으로 대체되는 경우와 벌점 이외에 추가적으로 제재금을 부과 받은 경우는 벌점과 제재금 효과가 혼재되어 있을 수 있으므로 벌점이 제재금으로 전부 대체된 기업과 벌점만을 부과받은 기업을 대상으로 한다. 한편 불성실공시법인이 벌점을 제재금으로 일부 또는 전부 대체받기 위해선 불성실공시 제재 심의기준에 있는 일정 요건들을 모두 충족시켜야 한다. 따라서 벌점만을 부과받은 기업도 대체부과하기 위한 요건들을 만족시킨 기업을 사용한다. 이에 따라 부과벌점이 5점 또는 4점 이상인 경우, 이전 2년간 불성실공시법인으로 지정된 전력이 있는 경우 그리고 공시위반제재금을 추가로 부과받은 기업 등은 표본에서 제거한다. 단, 교육미이수 사실여부와 대체부과 신청여부도 대체부과 요건이지만, 이는 공시되지 않기 때문에 표본에 반영하지는 못했다.

불성실공시법인의 대체여부와 벌점 및 제재금에 대한 정보는 한국거래소 전자공시 홈페이지(<http://kind.krx.co.kr>)를 통하여 수작업으로 수집하였다. 기업별 수익률과 재무자료는 FnGuide에서 제공하는 DataGuide와 한국신용평가(주)에서 제공하는 KIS-Value를 통하여 추출하였다. 수집과정에서 수익률과 재무자료를 구할 수 없는 기업은 표본에서 제거하였으며 표본의 극단치가 미치는 영향을 통제하기 위해 독립변수와 종속변수의 상, 하위 1%에서 조정(winsorization)하였다. 본 연구에 쓰인 표본은 최종적으로 총 144개 기업-연도가 선정되었다.

<표 2>의 Panel B는 표본의 연도별 분포를 나타낸다. 총 144개 기업-연도에서 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 기업-연도는 86개이며 벌점만을 부과받은 기업은 58개 기업-연도이다. Panel C는 벌점만을 부과받은 기업과 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 기업의 제재조치 평균을 나타낸다. 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 기업은 평균 6,732,558원의 제재금을 대체부과 받았고 벌점만을 부과받은 기업은 평균 2.47점의 벌점을 부과받았다. 두 집단을 보다 효율적으로 비교하기 위하여 제재금으로 대체받은 기업의 제재금을 벌점으로 환산하였다. 벌점으로 환산한¹⁰⁾ 후 평균은 2.39점으로 벌점만을 부과받은 기업의 2.47점과 통계적으로 유의한 차이가 없었다.¹¹⁾ 이는 두 집단의 공시위반 수준이 유사하다는 것을 의미한다.

9) 본 연구에서 유가증권상장법인을 포함하지 않는 이유는 표본의 동질성을 유지하기 위함이다. 선행연구에 따르면 코스닥시장이 유가증권시장보다 정보비대칭 수준이 크기 때문에 공시에 대한 정보효과가 크며 투자자들은 코스닥에 상장된 불성실공시법인 공시일에 대해 더 민감하게 반응한다(최재은 외, 2013). 무엇보다 유가증권상장법인의 경우 본 논문의 가설을 분석함에 있어 집단을 나누는데 표본 수가 충분하지 않았다.

10) 시행세칙 개정에 따라 2015년 8월 31일 이전까지는 벌점당 2,000,000원, 이후부터는 벌점당 4,000,000원으로 조정하였다.

11) 벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체받은 기업과 벌점만을 부과받은 기업의 벌점 환산 후 평균 값을 차이검정한 결과 t값은 -0.515로 유의한 차이를 나타내지 않았다.

〈표 2〉 표본선정

Panel A. 표본선정과정

표본선정과정	표본 수
2011년 6월 15일부터 2017년도까지 불성실공시법인으로 지정된 상장법인 중 12월 결산인 비금융업 법인	414
공시위반제재금을 추가로 부과받거나 일부만 대체받은 경우	(109)
부과벌점이 5점 또는 4점을 초과한 경우	(87)
관리종목 또는 2년 내에 불성실공시법인으로 지정된 적이 있는 경우	(16)
재무자료 및 수익률을 찾을 수 없는 경우	(58)
총 표본	144

Panel B. 연도별 분포

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	계
불성실공시법인	14	23	20	16	23	29	19	144
벌점을 제재금으로 전부 대체받은 법인	(8)	(13)	(12)	(6)	(14)	(19)	(14)	86
벌점만을 부과받은 법인	(6)	(10)	(8)	(10)	(9)	(10)	(5)	58

Panel C. 대체여부 집단별 제재조치 수준

	평균	벌점 환산 후 평균
벌점을 제재금으로 전부 대체받은 법인의 제재금	6,732,558원	2.39점
벌점만을 부과받은 법인의 벌점	2.47점	2.47점

4.2 연구모형

4.2.1 사건 연구

본 연구는 불성실공시법인 공시일에 벌점의 대체여부가 주가 반응에 차별적인 영향을 미치는지 검증한다. 불성실공시법인 공시일의 주가 반응을 측정하기 위하여 사건연구(Event study)방법을 사용한다. 사건연구란 기업의 특정 사건 공시가 해당 기업의 주가에 미치는 영향을 측정하는 방법으로 Fama et al.(1969)의 연구에서 사용된 이후 많은 실증연구에 사용되어 왔다. 불성실공시법인에 대한 국내

선행연구에선 사건연구를 통해 불성실공시법인에 대해 부정적인 반응이 나타남을 확인하였고(손성규, 2001; 최재은 외, 2013; 이용석 외, 2014) 당해 벌점과 누적벌점에 따라 부정적인 반응이 심화됨을 보여주었다(이용석 외, 2014).

본 연구의 수익률 추정기간은 사건일을 기준으로 120일 동안을 사용하며 사건일은 불성실공시법인 지정예고일과 불성실공시법인 지정일을 사용한다. 초과수익률(AR: abnormal return)과 누적초과수익률(CAR: cumulative abnormal return)은 Brown and Warner(1985)의 시장모형을 통해 다음과 같이 측정한다.

$$R_{ti} = \alpha_i + \beta_i R_{tm} + \varepsilon_{ti} \quad \text{식(1)}$$

$$AR_{ti} = R_{ti} - (\alpha_i + \beta_i R_{tm}) \quad \text{식(2)}$$

$$CAR_{ti} = \sum_t^n AR_{ti} \quad \text{식(3)}$$

R_{ti} = 기업 i의 일별 주식수익률

R_{tm} = 시장수익률

ε_{ti} = 잔차값

AR_{ti} = 기업 i의 초과수익률

CAR_t = 기업 i의 n개의 누적초과수익률

먼저 식(1)에서 개별기업의 수익률을 사용하여 회귀계수를 추정하고 여기서 얻은 회귀계수를 통해 식(2)에서 개별기업의 초과수익률을 측정한다. 그리고 구해진 개별기업의 초과수익률을 이용하여 식(3)과 같이 누적초과수익률을 측정한다.

4.2.2 회귀분석

본 연구의 가설1과 가설2를 검증하기 위한 회귀모형은 다음 식(4)와 식(5)와 같다.

$$\begin{aligned} CAR1 &= \alpha_0 + \beta_1 SUB + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA \\ &+ \beta_4 \leq V + \beta_5 OCF + \beta_6 BTM + \beta_7 \\ &+ \beta_8 LIST + YEAR + \epsilon \end{aligned} \quad \text{식(4)}$$

$$\begin{aligned} CAR2 &= \alpha_0 + \beta_1 SUB + \beta_2 SIZE + \beta_3 ROA \\ &+ \beta_4 \leq V + \beta_5 OCF + \beta_6 BTM + \beta_7 \\ &+ \beta_8 LIST + YEAR + \epsilon \end{aligned} \quad \text{식(5)}$$

$CAR1$ = 불성실공시법인 지정예고일의 누적초과수익률
 $CAR1(-1, +1)$ = 불성실공시법인 지정예고일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률
 $CAR1(0, +1)$ = 불성실공시법인 지정예고일의 0

일부터 +1일까지 누적초과수익률

$CAR2$ = 불성실공시법인 지정일의 누적초과수익률

$CAR2(-1, +1)$ = 불성실공시법인 지정일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률

$CAR2(0, +1)$ = 불성실공시법인 지정일의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률

SUB = 부과벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체받은 기업은 1, 그렇지 않으면 0

$SIZE$ = 전년도말 총자산 자연로그 값

ROA = 전년도말 당기순이익/총자산

LEV = 전년도말 부채/총자산

OCF = 전년도말 영업활동 현금흐름/총자산

BTM = 전년도말 장부가치/시장가치

$BETA$ = 전년도 1년간의 일간수익률로 추정된 베타값

$LIST$ = 불성실공시법인으로 지정된 이후 계속해서 상장되었으면 1, 그렇지 않으면 0

$YEAR$ = 연도더미

ϵ = 오차항

분석을 위하여 불성실공시법인 공시일의 누적초과수익률을 종속변수로 사용한다. 식에서 주된 관심변수는 부과벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체받은 기업(SUB)이다. 만약 제재금으로 전부 대체받은 경우와 벌점만을 부과받은 경우가 주가 반응에 차별적인 영향을 미치지 않는다면 관심변수인 SUB 는 $CAR1$ 과 $CAR2$ 에 대하여 통계적으로 유의한 값을 갖지 않을 것으로 예상된다.

본 연구의 관심변수인 SUB 외에 주가 반응에 미치는 다른 영향을 통제하기 위하여 변수들을 추가하였다. 기업 크기($SIZE$)는 기업 규모가 클수록 기업의 정보비대칭이 크기 때문에 음(-)의 방향으로 나올 것을 예상한다(이용석 외, 2014). 총자산이익률(ROA)은 기업의 성과가 높을수록 초과수익률이 높아질 것으로 예상하며 부채비율(LEV)은 기업의 부채비율로 인한 위험이 높을수록 초과수익률에 부정

적 반응을 보일 것이라 예상한다. 또한 영업현금흐름(*OCF*)은 영업활동현금흐름이 높을수록 위기대응 능력이 높아 악재에 대한 충격이 낮을 가능성이 있어 통제변수로 추가하였다(이용석 외, 2014). *BTM*은 기업의 성장성을 통제하기 위하여 추가하였고 *BETA*는 각 기업별로 시장모형을 이용해 계산한 시장베타로써 시장의 체계적 위험을 통제하기 위해 추가하였다. 또한 상장폐지가 예상되는 경우 작은 악재에도 초과수익률이 급격히 낮아질 가능성이 존재하기 때문에 이러한 문제를 통제하기 위하여 *LIST*를 추가하였다(이용석 외, 2014) 마지막으로 불성실공시법인으로 지정된 시점의 재무자료는 전년도 정보이기 때문에 변수에 사용된 자료들은 ($t-1$)년도 재무자료를 사용한다(이용석 외, 2014).

V. 실증 분석 결과

5.1 불성실공시법인에 대한 주가수익률

〈표 3〉과 〈표 4〉는 각각 불성실공시법인 지정예고일과 불성실공시법인 지정일을 기준으로 -1일부터 +1일까지 전체 기업의 평균초과수익률(*AAR*)과 누적평균초과수익률(*CAAR*)을 나타낸 표이다.

〈표 3〉의 Panel A는 불성실공시법인으로 지정된 전체 기업의 지정예고일에 대한 평균초과수익률(*AAR*)과 누적평균초과수익률(*CAAR*)을 나타낸다. Panel A에서 불성실공시법인 지정예고일(0일)의 누적평균초과수익률(*CAAR*)은 -0.033로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 또한 +1일에 -0.044로 하락하는 추세를 보이고 있다. 지정예고된 법인이 항상 지정되는 것은 아니다. 즉, 지정예고된 법인

중에도 후에 미지정될 가능성도 있다. 그럼에도 불구하고 〈표 3〉은 시장이 지정예고를 일단 부정적인 신호로 받아들이는 것을 보여주며 이는 선행연구(최재은 외, 2013)와 유사한 결과이다.

Panel B와 Panel C는 전체 표본을 각각 별점을 제재금으로 전부 대체받은 기업과 별점만을 부과받은 기업으로 구분하여 분석한 결과이다. Panel B의 경우 누적평균초과수익률(*CAAR*)은 지정예고일(0일)과 +1일에 각각 -0.033과 -0.043으로 1% 수준에서 유의하게 하락하는 모습을 보인다. 또한 Panel C의 경우 지정예고일(0일)의 누적평균초과수익률(*CAAR*)은 -0.032로 1%수준에서 유의한 음의 값을 띄고 있으며 +1일에 -0.046으로 지속적으로 하락하는 경향을 보인다. 즉 지정예고일의 경우 별점을 부과받은 기업과 대체받은 기업 모두 부정적인 반응을 나타낸다. 이는 지정예고일에 별점의 대체여부가 결정되지 않기 때문에 시장은 대체여부를 고려할 수 없으며 불성실공시 사유내역을 통한 공시위반 수준의 예측도 어려운 것으로 해석할 수 있다.

〈표 4〉의 Panel A는 불성실공시법인으로 지정된 전체 기업의 지정일에 대한 평균초과수익률(*AAR*)과 누적평균초과수익률(*CAAR*)을 나타낸다. Panel A의 경우 불성실공시법인 지정일(0일)의 누적평균초과수익률(*CAAR*)은 -0.008로 10% 수준에서 유의한 값을 보인다. 별점을 제재금으로 전부 대체받은 기업(Panel B)과 별점만을 부과받은 기업(Panel C)으로 나누어 분석한 경우 Panel B의 누적평균초과수익률(*CAAR*)은 -0.004로서 통계적으로 유의한 값을 띄지 않았다. 그러나 Panel C의 누적평균초과수익률(*CAAR*)은 지정일(0일)과 +1일에 각각 -0.015와 -0.028로 각각 10%와 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 띄었다. 즉 지정일 이후 별점만을 부과받은 기업에서 유의한 추가하락이 더 강하게

〈표 3〉 불성실공시법인 지정예고일 수익률

사건일	AAR	T-Value	CAAR	T-Value
Panel A. 불성실공시법인으로 지정된 기업(N=144)				
-1	-0.010	-2.030	-0.010	-2.030
0	-0.022	-4.977***	-0.033	-4.703***
1	-0.011	-2.652	-0.044	-6.545***
Panel B. 불성실공시법인 중 벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체부과 받은 기업(N=86)				
	AAR	T-Value	CAAR	T-Value
-1	-0.008	-1.065	0.008	-1.065
0	-0.025	-4.081***	-0.033	-3.277***
1	-0.009	-1.699*	-0.043	-5.027***
Panel C. 불성실공시법인 중 벌점만을 부과받은 기업(N=58)				
	AAR	T-Value	CAAR	T-Value
-1	-0.014	-2.352**	-0.014	-2.352**
0	-0.019	-2.837***	-0.032	-3.661***
1	-0.014	-2.133**	-0.046	-4.162***

〈표 4〉 불성실공시법인 지정일 수익률

Variables	AAR	T-Value	CAAR	T-Value
Panel A. 불성실공시법인으로 지정된 기업(N=144)				
-1	-0.001	-0.337	-0.001	-0.337
0	-0.007	-2.316**	-0.008	-1.709*
1	0.000	0.104	-0.008	-1.288
Panel B. 불성실공시법인 중 벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체부과 받은 기업(N=86)				
	AAR	T-Value	CAAR	T-Value
-1	0.002	0.429	0.002	0.429
0	-0.006	-1.702*	-0.004	-0.690
1	0.009	1.891*	0.006	0.765
Panel C. 불성실공시법인 중 벌점만을 부과받은 기업(N=58)				
	AAR	T-Value	CAAR	T-Value
-1	-0.006	-1.314	-0.006	-1.314
0	-0.009	-1.570	-0.015	-1.722*
1	-0.013	-2.716***	-0.028	-2.708**

1) 변수설명

AAR(average abnormal return)= 평균초과수익률, CAAR(cumulative average abnormal return)=누적평균초과수익률

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

나타났으며 전체 표본에서 보인 부정적인 반응은 주로 벌점만을 부과받은 기업에 의해 나타났다고 해석할 수 있다.

〈표 3〉과 〈표 4〉를 요약하면 불성실공시법인 지정예고일의 경우 시장은 대체여부와 관계없이 일관되게 부정적으로 반응한다. 반면 불성실공시법인 지정일의 경우 시장은 벌점만을 부과받은 기업에 대해 더 유의한 음(-)의 값을 보여 벌점을 제재금으로 대체부과받은 법인에 비해 더 부정적으로 반응하고 있음을 확인하였다. 즉 시장은 벌점의 대체여부에 대해 차별적으로 반응하며 이는 대체여부가 공시되는 불성실공시법인 지정일에 나타나는 것으로 해석할 수 있다.

5.2 기술통계

〈표 5〉는 본 연구에 사용된 주요 변수들의 기술통계를 나타낸 표이다. 〈표 5〉의 Panel A에서 $CAR1(-1, +1)$ (불성실공시법인 지정예고일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률)의 평균 값은 -0.043이며 $CAR1(0, +1)$ (불성실공시법인 지정예고일의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률)의 평균 값은 -0.033, $CAR2(-1, +1)$ (불성실공시법인 지정일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률)의 평균 값은 -0.008, $CAR2(0, +1)$ (불성실공시법인 지정일의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률)의 평균 값은 -0.007로 모두 음의 값을 보이고 있다. 이는 불성실공시법인으로 지정예고되거나 지정당한 경우에 모두 부정적인 시장 반응이 나타남을 확인할 수 있다.

Panel B와 Panel C는 각각 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 기업과 벌점만을 부과받은 기업의 기술통계를 나타낸다. 지정예고일의 누적초과수익률인 $CAR1(-1, +1)$ 와 $CAR1(0, +1)$ 의 평균 값은 Panel

B의 경우 각각 -0.042, -0.033이며 Panel C의 경우 각각 -0.044, -0.033으로 모두 음(-)의 값을 보였다. 반면 지정일의 누적초과수익률인 $CAR2(-1, +1)$ 와 $CAR2(0, +1)$ 의 평균 값은 Panel B에서 각각 0.005, 0.003이며 Panel C에서 각각 -0.044, -0.033의 값을 보였다. 즉 대체받은 법인의 경우 지정예고일과 달리 대체여부가 공시되는 지정일에 누적초과수익률이 양(+)의 값을 보여 시장이 상대적으로 덜 부정적으로 반응함을 알 수 있다. 이는 시장이 지정일에 두 집단에 대해 다르게 반응하고 있음을 나타내며 두 집단간 유의한 차이가 있는지는 〈표 6〉의 차이분석을 통해 검증한다.

통제변수의 경우 Panel A에서 당기순이익(ROA)의 평균 값은 -0.098이며 현금흐름(OCF)의 평균 값은 0.021로서 선행연구와 같이 낮은 수익성 구조를 나타내고 있다. 또한 부채비율(LEV)은 평균적으로 50.3%이며 지속적인 상장여부를 나타내는 $LIST$ 의 평균 값이 0.78로 불성실공시법인으로 지정된 이후 78%가 지속적으로 상장되고 있음을 확인할 수 있다.

5.3 차이분석

〈표 6〉은 주요 변수에 대한 차이분석 결과이다. Panel A와 Panel B는 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 집단($SUB=1$)과 벌점만을 부과받은 집단($SUB=0$)간 주요변수에 대한 평균차이가 있는지 검증한 표이다. Panel A의 경우 지정예고일에 집단간 유의한 차이는 존재하지 않았다. 반면 Panel B의 $CAR2(-1, +1)$ 와 $CAR2(0, +1)$ 의 경우 제재금으로 대체받은 법인이 벌점만을 부과받은 기업에 비해 각각 0.033, 0.025씩 1% 수준에서 유의하게 높은 평균을 가졌다. 즉 집단 간 차이는 지정일에만 존

〈표 5〉 주요변수의 기술통계

	최소값	최대값	평균	표준편차
Panel A. 불성실공시법인으로 지정된 기업(N=144)				
$CAR1(-1, +1)$	-0.297	0.169	-0.043	0.077
$CAR1(0, +1)$	-0.264	0.120	-0.033	0.068
$CAR2(-1, +1)$	-0.262	0.229	-0.008	0.073
$CAR2(0, +1)$	-0.216	0.142	-0.007	0.054
SUB	0	1	0.600	0.492
$SIZE$	23.235	28.369	25.127	0.862
ROA	-0.799	0.429	-0.098	0.210
LEV	0.093	1.097	0.503	0.213
OCF	-0.295	0.694	0.021	0.140
BTM	-0.441	4.467	0.913	0.882
$BETA$	-0.021	1.745	0.888	0.412
$LIST$	0	1	0.780	0.412
Panel B. 불성실공시법인 중 벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체부과 받은 기업(N=86)				
$CAR1(-1, +1)$	-0.297	0.169	-0.042	0.079
$CAR1(0, +1)$	-0.264	0.120	-0.033	0.068
$CAR2(-1, +1)$	-0.131	0.229	0.005	0.066
$CAR2(0, +1)$	-0.100	0.142	0.003	0.048
SUB	1	1	1	0
$SIZE$	23.235	28.369	25.08	0.874
ROA	-0.799	0.429	-0.088	0.184
LEV	0.101	0.969	0.476	0.193
OCF	-0.234	0.694	0.018	0.119
BTM	0.037	4.467	0.860	0.835
$BETA$	-0.021	1.745	0.958	0.377
$LIST$	0	1	0.760	0.432
Panel C. 불성실공시법인 중 벌점만을 부과받은 기업(N=58)				
$CAR1(-1, +1)$	-0.297	0.169	-0.044	0.075
$CAR1(0, +1)$	-0.253	0.120	-0.033	0.069
$CAR2(-1, +1)$	-0.262	0.225	-0.028	0.079
$CAR2(0, +1)$	-0.216	0.095	-0.022	0.058
SUB	0	0	0	0
$SIZE$	23.261	27.901	25.197	0.848
ROA	-0.799	0.429	-0.113	0.244
LEV	0.093	1.097	0.543	0.236
OCF	-0.295	0.694	0.026	0.168
BTM	-0.441	4.467	0.990	0.951
$BETA$	-0.021	1.745	0.785	0.444
$LIST$	0	1	0.830	0.381

1) 변수설명

$CAR1(-1, +1)$ = 불성실공시법인 지정예고일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률, $CAR1(0, +1)$ = 불성실공시법인 지정예고일의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률, $CAR2(-1, +1)$ = 불성실공시법인 지정일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률, $CAR2(0, +1)$ = 불성실공시법인 지정일의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률, SUB = 벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체받은 기업은 1, 그렇지 않으면 0, $SIZE$ = 전년도말 총자산 자연로그 값, ROA = 전년도말 당기순이익/총자산, LEV = 전년도말 부채/총자산, OCF = 전년도말 영업활동 현금흐름/총자산, BTM = 전년도말 장부가치/시장가치, $BETA$ = 전년도 1년간의 일간수익률로 추정된 베타값, $LIST$ = 불성실공시법인으로 지정된 이후 계속해서 상장되었으면 1, 그렇지 않으면 0

〈표 6〉 차이분석

Panel A. 지정예고일간 차이분석

Variables	SUB=1 (N=86)	SUB=0 (n=58)	Diff	(t-value)
CAR1(-1, +1)	-0.004	-0.044	0.040	0.197
CAR1(0, +1)	-0.033	-0.033	0.000	-0.031
SIZE	25.064	25.204	0.830	-0.969
ROA	-0.097	-0.119	0.022	0.578
LEV	0.476	0.543	-0.067	-1.873*
OCF	0.016	0.016	0.000	-0.019
BTM	0.864	0.998	-0.135	-0.894
BETA	0.953	0.781	0.172	2.492**
LIST	0.760	0.830	-0.072	-1.050

Panel B. 지정일간 차이분석

Variables	SUB=1 (N=86)	SUB=0 (n=58)	Diff	(t-value)
CAR2(-1, +1)	0.005	-0.028	0.033	2.718***
CAR2(0, +1)	0.003	-0.022	0.025	2.723***
SIZE	25.079	25.197	-0.118	-0.802
ROA	-0.088	-0.112	0.024	0.640
LEV	0.475	0.543	-0.067	-1.802*
OCF	0.018	0.026	-0.008	-0.312
BTM	0.860	0.990	-0.130	-0.864
BETA	0.957	0.785	0.173	2.509**
LIST	0.760	0.830	-0.072	-1.050

Panel C. 지정예고일과 지정일간 차이분석

Variables	CAR1(-1, +1)	CAR2(-1, +1)	Diff	(t-value)
SUB=1 (N=86)	-0.041	0.005	-0.046	-4.314***
SUB=0 (N=58)	-0.044	-0.027	-0.016	-1.068

Panel D. 지정예고일과 지정일간 차이분석

Variables	CAR1(0, +1)	CAR2(0, +1)	Diff	(t-value)
SUB=1 (N=86)	-0.033	0.002	-0.036	-4.387***
SUB=0 (N=58)	-0.033	-0.021	-0.011	-0.889

1) 변수설명은 〈표 5〉와 같음

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

제하며 대체받은 법인의 누적초과수익률 평균 값이 유의하게 높은 것을 보인다. 통제변수의 경우 Panel A와 Panel B에서 제재금으로 대체받은 법인의 *LEV* 값이 5% 수준에서 유의하게 낮았으며 *BETA* 값은 10% 수준에서 유의하게 높은 값을 나타내었다.

한편 Panel C와 Panel D는 집단별(*SUB*)로 지정예고일의 누적초과수익률(*CAR1*)과 지정일의 누적초과수익률(*CAR2*)의 평균에 유의한 차이가 있는지 검증한 표이다. 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 기업의 경우(*SUB=1*) Panel C에서 0.046, Panel D에서 0.036씩 지정일의 누적초과수익률이 지정예고일의 누적초과수익률보다 모두 1% 수준에서 유의하게 높았다. 반면 Panel C와 Panel D에서 벌점만을 부과받은 기업(*SUB=0*)의 경우 지정예고일과 지정일간 유의한 차이가 없었다. 즉 대체받은 법인의 경우 지정일의 누적초과수익률 평균 값이 지정예고일보다 유의하게 높음을 보인다.¹²⁾

이를 종합하면 지정일에 대체받은 법인의 누적초과수익률 평균이 벌점만을 부과받은 기업보다 유의하게 높아 대체여부에 따른 주가 반응 차이가 존재하는 것으로 보인다. 이는 지정예고일에 음(-)의 값이었던 누적초과수익률이 지정일에 양(+)의 방향으로 전환된 대체 법인에 의해 나타난 것으로 해석할 수 있다. 다만 차이 분석은 통제변수를 고려하지 않은 채 집단 간 차이만을 분석한 결과로서 보다 의미 있는 분석은 통제변수를 포함한 회귀분석을 통해 검증해야 한다.

5.4 상관분석

〈표 7〉과 〈표 8〉은 각각 지정예고일과 지정일의 주요 변수들간 상관관계를 나타낸 표이다. 〈표 7〉에서 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 기업(*SUB*)과 지정예고일의 누적초과수익률 *CAR1*(-1, +1), *CAR1*(0, +1)는 통계적으로 유의한 상관관계를 발견할 수 없었다. 반면 〈표 8〉에서 벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체받은 기업(*SUB*)과 지정일의 누적초과수익률 *CAR2*(-1, +1), *CAR2*(0, +1)의 값은 각각 0.222, 0.223으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 상관분석 결과 불성실공시법인 지정일의 주가 반응에 벌점의 대체여부에 따른 상관관계가 존재함을 확인하였다. 다만 이러한 관계는 변수간의 상관성만을 관측한 것으로 각 변수들을 통제한 다중회귀분석을 실시하여 가설을 검증하여야 한다.

5.5 가설검증결과

5.5.1 가설 1에 대한 회귀분석

〈표 9〉는 본 연구의 가설 1을 검증한 회귀분석 결과로서 벌점의 대체여부(*SUB*)가 지정예고일의 누적초과수익률(*CAR1*)에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 열(1)과 열(2)는 각각 *CAR1*(-1, +1)(불성실공시법인 지정예고일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률)과 *CAR1*(0, +1)(불성실공시법인 지정예고일의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률)에 대

12) 표로 보고하지는 않았으나 〈표 6〉의 Panel C와 Panel D에서 유의한 반응이 나타난 대체집단(*SUB=1*)을 표본으로 통제변수를 포함한 시계열분석을 추가적으로 진행하였다. 분석 결과 지정일인 경우 *CAR*(-1, +1)에 대하여 0.047($t=4.307$), *CAR*(0, +1)에 대하여 0.037($t=4.240$)의 값을 나타내 모두 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 시계열적으로 분석하여도 동일한 관계가 나타남을 의미한다.

〈표 7〉 지정예고일 상관분석

	<i>SUB</i>	<i>CAR1</i> (-1, +1)	<i>CAR1</i> (0, +1)	<i>SIZE</i>	<i>ROA</i>	<i>LEV</i>	<i>OCF</i>	<i>BTM</i>	<i>BETA</i>	<i>LIST</i>
<i>CAR1</i> (-1, +1)	0.017 (0.844)	1								
<i>CAR1</i> (0, +1)	-0.003 (0.976)	0.694 (0.000)	1							
<i>SIZE</i>	-0.081 (0.334)	0.191 (0.022)	0.124 (0.140)	1						
<i>ROA</i>	0.048 (0.564)	0.176 (0.035)	0.117 (0.163)	0.239 (0.004)	1					
<i>LEV</i>	-0.155 (0.063)	-0.003 (0.967)	-0.012 (0.891)	0.167 (0.045)	-0.473 (0.000)	1				
<i>OCF</i>	-0.002 (0.985)	0.139 (0.097)	0.147 (0.080)	0.094 (0.264)	0.421 (0.000)	-0.104 (0.217)	1			
<i>BTM</i>	-0.075 (0.373)	0.113 (0.177)	0.02 (0.814)	0.325 (0.000)	0.289 (0.000)	-0.219 (0.008)	0.033 (0.695)	1		
<i>BETA</i>	0.205 (0.014)	0.242 (0.003)	0.203 (0.015)	0.061 (0.465)	0.087 (0.298)	-0.220 (0.008)	-0.043 (0.605)	-0.201 (0.016)	1	
<i>LIST</i>	-0.086 (0.307)	-0.071 (0.399)	-0.083 (0.325)	-0.190 (0.023)	0.208 (0.013)	-0.108 (0.197)	0.045 (0.596)	0.047 (0.578)	0.066 (0.430)	1

1) 변수설명은 〈표 5〉와 같음

2) 괄호안의 수치는 p-value를 나타냄

한 영향을 분석한 결과이다.¹³⁾ 분석 결과 *SUB*값은 각각 -0.005, -0.007로서 통계적으로 유의한 값을 나타내지 않았다.¹⁴⁾ 이는 불성실공시법인 지정예고일에 별점의 대체여부가 주가 반응에 미치는 영향에 차이가 없는 것으로 가설 1을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 즉 지정예고일에는 별점의 대체여부가 공시되지 않기 때문에 차별적인 시장반응이 존재하지 않거나 불성실공시 사유 내역을 통한 대략적인

대체여부를 예측하지 못한 것으로 해석할 수 있다.

5.5.2 가설 2에 대한 회귀분석

〈표 10〉은 가설 2의 검증 결과로서 열(1)과 열(2)는 각각 *CAR2*(-1, +1)(불성실공시법인 지정일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률)와 *CAR2*(0, +1)(불성실공시법인 지정일의 0일부터 +1일

13) 표로 보고하지는 않았으나 누적초과수익률 기간을 *CAR1*(0, +2)과 *CAR1*(-2, +2)으로 증가시켜 추가적으로 분석하였다. 분석 결과 *SUB*값이 각각 -0.013($t=-0.926$)과 0.02($t=1.01$)로 유의하지 않았다. 이는 주분석 결과와 질적으로 유사하였다.

14) 표로 보고하지는 않았으나 초과수익률을 측정하는 모형에 있어 시장조정모형과 규모조정모형에 대한 분석도 추가적으로 진행하였다. 분석 결과 시장조정모형의 경우 *CAR1*(-1, +1)과 *CAR1*(0, +1)에 대한 *SUB*값은 각각 -0.002($t=-0.177$)와 -0.007($t=-0.575$)로 유의하지 않았으며 규모조정모형의 경우 *CAR1*(-1, +1)과 *CAR1*(0, +1)에 대한 *SUB*값은 각각 -0.003($t=-0.202$)과 -0.008($t=-0.652$)로 유의하지 않았다. *CAR1*(0, +1)에 대한 t 값이 낮아 해석에 유의가 필요하지만 이는 주분석 결과와 질적으로 일관된다.

〈표 8〉 지정일 상관분석

	<i>SUB</i>	<i>CAR2</i> (-1, +1)	<i>CAR2</i> (0, +1)	<i>SIZE</i>	<i>ROA</i>	<i>LEV</i>	<i>OCF</i>	<i>BTM</i>	<i>BETA</i>	<i>LIST</i>
<i>CAR2</i> (-1, +1)	0.222 (0.007)	1								
<i>CAR2</i> (0, +1)	0.223 (0.007)	0.839 (0.000)	1							
<i>SIZE</i>	-0.067 (0.424)	0.016 (0.847)	0.064 (0.446)	1						
<i>ROA</i>	0.057 (0.501)	-0.029 (0.732)	0.047 (0.572)	0.227 (0.006)	1					
<i>LEV</i>	-0.155 (0.063)	0.004 (0.965)	-0.044 (0.599)	0.161 (0.054)	-0.467 (0.000)	1				
<i>OCF</i>	-0.028 (0.739)	-0.057 (0.499)	-0.013 (0.878)	0.090 (0.282)	0.384 (0.000)	-0.080 (0.341)	1			
<i>BTM</i>	-0.072 (0.389)	0.029 (0.729)	0.059 (0.483)	0.327 (0.000)	0.273 (0.001)	-0.217 (0.009)	-0.003 (0.968)	1		
<i>BETA</i>	0.206 (0.013)	-0.048 (0.565)	0.059 (0.482)	0.054 (0.521)	0.126 (0.131)	-0.265 (0.001)	-0.021 (0.806)	-0.180 (0.031)	1	
<i>LIST</i>	-0.086 (0.307)	0.136 (0.105)	0.180 (0.031)	-0.200 (0.016)	0.194 (0.020)	-0.095 (0.260)	0.039 (0.647)	0.021 (0.806)	0.085 (0.314)	1

1) 변수설명은 〈표 5〉와 같음

2) 괄호안의 수치는 p-value를 나타냄

〈표 9〉 지정예고일에 대한 회귀분석

<i>Variables</i>	<i>(1) CAR1(-1, +1)</i>		<i>(2) CAR1(0, +1)</i>	
	<i>Coeff.</i>	<i>t-stats.</i>	<i>Coeff.</i>	<i>t-stats.</i>
<i>Intercept</i>	-0.139	-0.625	-0.116	-0.583
<i>SUB</i>	-0.005	-0.363	-0.007	-0.594
<i>SIZE</i>	0.001	0.103	0.002	0.258
<i>ROA</i>	0.052	1.289	0.006	0.174
<i>LEV</i>	0.053	1.320	0.002	0.045
<i>OCF</i>	0.064	1.287	0.077	1.732*
<i>BTM</i>	0.013	1.495	0.002	0.242
<i>BETA</i>	0.061	3.535**	0.045	2.878***
<i>LIST</i>	-0.020	-1.127	-0.017	-1.098
Year Dummy	Included		Included	
Obs	144		144	
Adj. R2	0.08**		0.062*	
F	1.89		1.671	

1) 변수설명은 〈표 5〉와 같음.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

〈표 10〉 지정일에 대한 회귀분석

Variables	(1) $CAR2(-1, +1)$		(2) $CAR2(0, +1)$	
	Coeff.	t-stats.	Coeff.	t-stats.
Intercept	-0.298	-1.440	-0.289	-1.896*
SUB	0.042	3.318**	0.029	3.157***
SIZE	0.011	1.241	0.010	1.583
ROA	-0.032	-0.822	-0.018	-0.634
LEV	0.004	0.111	0.001	0.035
OCF	-0.021	-0.435	-0.004	-0.122
BTM	0.002	0.229	0.003	0.526
BETA	-0.017	-1.019	-0.001	-0.050
LIST	0.046	2.791***	0.037	3.057***
Year Dummy	Included		Included	
Obs	144		144	
Adj. R2	0.077**		0.079**	
F	1.857		1.873	

1) 변수설명은 〈표 5〉와 같음.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

까지 누적초과수익률)에 대하여 검증한 결과이다.¹⁵⁾ 분석 결과 SUB값은 각각 0.042, 0.029로서 각각 5%, 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다.¹⁶⁾ 즉 투자자들은 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 기업에 대하여 벌점만을 부과받은 기업에 비해 상대적으로 덜 부정적으로 반응하고 있음을 나타낸다. 이는 대체여부가 주가 반응에 미치는 영향에 차이가 없음을 예상한 가설 2를 지지하지 않는 결과이다. 통제변수의 경우 선행연구와 유사하게 LIST 값이

0.046, 0.037로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다.

가설 1과 가설 2를 검증한 결과는 다음과 같다. 불성실공시법인 지정일의 경우 벌점의 대체여부에 따른 차별적인 시장반응이 존재한다. 투자자들은 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 기업에 대해 덜 부정적인 반응을 나타낸다. 이러한 결과는 당초 벌점을 부과받는 경우와 벌점을 제재금으로 대체 납부하는 경우 제재효과에 차이가 없을 것이라는 제도적

15) 표로 보고하지는 않았으나 누적초과수익률 기간을 $CAR2(0, +2)$ 와 $CAR2(-2, +2)$ 로 증가시켜 추가적으로 분석하였다. 분석 결과 SUB값이 0.029($t=2.442$), 0.047($t=2.776$)로 각각 5%, 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내었다. 이는 주분석 결과와 질적으로 유사하였다.

16) 표로 보고하지는 않았으나 초과수익률을 측정하는 모형에 있어 시장조정모형과 규모조정모형에 대한 분석도 추가적으로 진행하였다. 분석 결과 시장조정모형의 경우 $CAR2(-1, +1)$ 와 $CAR2(0, +1)$ 에 대한 SUB값은 0.036($t=2.922$)과 0.024($t=2.546$)로서 각각 1%, 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내었고 규모조정모형의 경우 $CAR2(-1, +1)$ 와 $CAR2(0, +1)$ 에 대한 SUB값은 0.037($t=3.077$)과 0.025($t=2.845$)로 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내었다. 이는 주분석 결과와 질적으로 일관된다.

기대와 달리 시장은 대체부과받은 기업에 대해 상대적으로 긍정적이게 받아들이는 경향이 있다는 것을 의미한다. 이는 벌점이 제재금으로 대체되어 감소하는 경우 시장은 공시위반 수준이 상대적으로 낮다고 판단하는 것으로 해석할 수 있다. 반면 지정예고일에는 대체여부에 따른 시장반응에 차이가 없었다. 이 결과가 의미하는 것은 두 가지로 해석할 수 있다. 우선 지정예고일에는 벌점의 대체여부가 결정되지 않은 상태이기 때문에 시장의 반응엔 차이가 없는 것으로 해석할 수 있다. 두번째로 지정예고일에 공시위반 사유내역이 공시되어도 시장은 대략적인 대체여부를 예측할 수 없는 것으로 해석할 수 있다.

5.6 추가분석

5.6.1 지정유형에 따른 지정예고일 추가분석

가설 1의 결과에 대하여 본 연구는 시장이 지정예고일의 지정사유를 통해 대체여부를 예측하지 못하거나 벌점의 대체여부가 공시되지 않아 차별적인 시장반응이 나타나지 않는 것으로 해석하였다. 그러나 만약 기업들이 지정사유에 따라 벌점의 제재금 대체에 대한 일반적인 행태가 존재한다면 시장이 이를 인지하고 지정예고일에 공시되는 지정사유를 통해 차별적인 시장반응을 나타낼 수도 있을 것이다. 이 가능성을 검증하기 위하여 지정사유에 따른 기업의 대체여부와 시장반응의 차별적 반응이 불성실공시 지정예고일에 나타나는지를 추가적으로 살펴본다. 불성실공시 지정사유로는 지정예고일에 공시되는 지정유형을 사용한다. 지정유형은 공시불이행, 공시변

복, 공시변경으로 구성된다.

〈표 11〉의 Panel A는 불성실공시법인의 지정유형별 대체여부에 대한 분산분석 표이다. Panel A에서 공시변복(*ReD*)인 경우 대체여부 평균은 0.74, 공시변경(*ChD*)의 대체여부 평균은 0.63, 공시불이행(*UnD*)의 대체여부 평균은 0.51이며 지정유형에 따라 5% 수준에서 유의한 차이가 있음을 확인하였다. 사후검정을 통해 지정유형이 공시변경인 경우 다른 지정유형과 유의한 차이를 발견할 수 없었으나, 지정유형이 공시변복인 경우 공시불이행에 비해 대체여부가 5% 수준에서 유의하게 높음을 확인하였다. 즉, 공시변복과 공시불이행 집단 사이에서 통계적으로 유의한 차이가 존재한다.

Panel B는 지정유형별 지정예고일의 회귀분석을 나타낸 표이다. 분석 결과 $CAR1(-1, +1)$ (불성실공시법인 지정예고일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률)과 $CAR1(0, +1)$ (불성실공시법인 지정예고일의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률)에 대하여 *ReD*(불성실공시 지정유형이 공시변복인 경우), *ChD*(불성실공시 지정유형이 공시변경인 경우), *UnD*(불성실공시 지정유형이 공시불이행인 경우)는 모두 유의한 값을 나타내지 않았다. 즉 지정예고일의 지정유형에 따른 차별적인 시장반응은 존재하지 않았다.¹⁷⁾

이를 종합해보면 기업은 지정유형에 따라 대체여부에 유의한 차이가 존재하지만 시장은 이를 인지하지 못하여 차별적인 시장반응을 보이지 않는다고 해석할 수 있다. 이는 가설 1에서 시장이 지정예고일에 제공되는 사유내역을 통해 대체여부를 예측하지 못하여 차별적인 시장반응을 나타내지 않는다는 해

17) 표로 보고하지는 않았으나 분산분석 사후검정에서 집단 간 유의한 차이를 보인 공시변복($UnD=0$)과 공시불이행($UnD=1$) 집단 간의 회귀분석을 추가적으로 진행하였다. 분석 결과 $CAR1(-1, +1)$ 와 $CAR1(0, +1)$ 에 대한 UnD 값은 $-0.006(t=-0.412)$ 과 $0.009(t=0.706)$ 로서 유의한 값을 나타내지 않았다.

〈표 11〉 불성실공시의 지정유형별 분석

Panel A: 지정유형별 대체여부 분산분석

불성실공시유형	N	대체여부		$f_{값}$	사후검정
		평균	표준편차		
공시변복(<i>ReD</i>)	47	0.74	0.441	3.441**	<i>ReD</i> > <i>UnD</i> **
공시변경(<i>ChD</i>)	16	0.63	0.500		
공시불이행(<i>UnD</i>)	80	0.51	0.503		

Panel B: 지정유형별 지정예고일 회귀분석

Variables	(1) $CAR1(-1, +1)$			(2) $CAR1(0, +1)$		
Intercept	-0.158 (-0.704)	-0.146 (-0.656)	-0.156 (-0.695)	-0.104 (-0.516)	-0.119 (-0.592)	-0.098 (-0.488)
<i>ReD</i>	0.005 (0.320)			-0.010 (-0.768)		
<i>ChD</i>		-0.001 (-0.039)			-0.010 (-0.490)	
<i>UnD</i>			-0.004 (-0.279)			0.012 (1.028)
control variables	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Year Dummy	Included	Included	Included	Included	Included	Included
Obs	143	143	143	143	143	143
Adj. R2	0.078**	0.078**	0.078**	0.061*	0.058*	0.064*
F	1.863	1.855	1.861	1.658	1.628	1.697

1) 변수설명

$CAR1(-1, +1)$ = 불성실공시법인 지정예고일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률, $CAR1(0, +1)$ = 불성실공시법인 지정예고일의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률, *ReD* = 불성실공시 지정유형이 공시변복(Reversals of disclosure)인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0, *ChD* = 불성실공시 지정유형이 공시변경(Changes in disclosure)인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0, *UnD* = 불성실공시 지정유형이 공시불이행(Unfaithful disclosure firms)인 경우 1, 그렇지 않은 경우 0, 표에 나타나지 않았으나 통제 변수를 포함하여 분석함

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

석과 일관된 결과이다. 그러나 본 분석에서 사용된 대체여부는 지정일에 공시된 대체여부를 사용한 것이기 때문에 해석에는 주의가 필요하다. 추후 기업의 대체신청 여부가 공시되는 경우 추가적으로 분석할 수 있을 것이다.

5.6.2 벌점당 제재금 상향에 대한 회귀분석

거래소는 공시위반에 따른 제재조치가 시행되고 있음에도 불성실공시 행태가 반복적으로 나타나는 것을 우려하여 공시위반제재금의 한도 상향을 통해

기업이 부담해야 할 제재금을 증가시켜 제재를 강화해왔다. 벌점당 제재금의 경우 표본 기간 동안 200만원에서 400만원으로 향상되었다. 따라서 주 분석의 시장 반응을 분석함에 있어 벌점의 크기가 영향을 미칠 수 있기 때문에 표본을 나누어 검증할 필요가 있다. 이를 위하여 벌점당 제재금이 200만원에서 400만원으로 향상된 2015년 8월 31일 개정을 기준으로 표본을 나누며 주 분석에서 유의한 차이를 보인 지정일을 대상으로 분석하였다.

〈표 12〉의 Panel A는 벌점당 제재금이 200만원인 기간, Panel B는 벌점당 제재금이 400만원인 기간의 회귀분석을 나타낸 표이다. 열(1)과 열(3)은 $CAR2(-1, +1)$ (불성실공시법인 지정일의 -1일부터 +1일까지 누적초과수익률)에 대한 결과이며 열(2)와 열(4)는 $CAR2(0, +1)$ (불성실공시법인 지정일

의 0일부터 +1일까지 누적초과수익률)에 대한 결과이다. 분석 결과 열(1), 열(2), 열(3), 열(4)에 대한 SUB 값이 모두 유의한 양(+)의 값을 나타내어 벌점당 제재금의 크기에 따라 표본을 구분하여도 대체 받은 기업에 대한 덜 부정적인 반응은 주 분석과 일관되게 나타나고 있다. 따라서 벌점의 크기에 따라 주가 반응이 변동하지 않음을 확인하였다. 다만 열(2)의 경우 SUB 값이 양(+)의 값을 띄고 있지만 모형의 적합도가 낮아 해석에 유의가 필요하다.

한편 거래소는 제도 강화를 위해 기업이 부담해야 할 벌점당 제재금을 향상시켰으나 이에 따른 효과는 없는 것으로 보인다. 즉 벌점당 제재금을 향상시켰음에도 주가는 일관적으로 덜 부정적인 반응을 나타내어 벌점당 제재금의 지속적인 상향의 필요성을 나타낸다. 그러나 벌점당 제재금이 상향하는 경우 실

〈표 12〉 벌점당 제재금 상향에 대한 회귀분석

Variables	Panel A. 벌점당 제재금이 200만원인 기간		Panel B. 벌점당 제재금이 400만원인 기간	
	(1) $CAR2(-1, +1)$	(2) $CAR2(0, +1)$	(3) $CAR2(-1, +1)$	(4) $CAR2(0, +1)$
Intercept	-0.199(0.798)	-0.258(-1.295)	-0.958(-2.499 ^{***})	-0.587(-2.155 ^{**})
SUB	0.033(2.251 ^{**})	0.025(2.189 ^{**})	0.049(2.445 ^{***})	0.029(2.055 ^{**})
SIZE	0.006(0.583)	0.008(1.036)	0.033(2.111 ^{**})	0.019(1.719 [*])
ROA	-0.084(-1.538)	-0.029(-0.675)	-0.068(-1.226)	-0.054(-1.369)
LEV	0.012(0.269)	0.003(0.094)	-0.047(-0.785)	-0.030(-0.712)
OCF	-0.063(-0.820)	-0.048(-0.784)	0.087(1.488)	0.070(1.695 [*])
BTM	-0.008(-0.886)	-0.003(-0.409)	0.020(1.483)	0.016(1.690 [*])
BETA	-0.031(-1.598)	-0.016(-0.990)	0.053(1.841 [*])	0.052(2.544 ^{**})
LIST	0.033(1.740 [*])	0.03(2.032 [*])	0.101(3.539 ^{**})	0.07(3.463 ^{**})
Year Dummy	Included	Included	Included	Included
Obs	89	89	55	55
Adj. R2	0.128 ^{**}	0.017	0.334 ^{**}	0.344 ^{**}
F	2.074	1.125	3.71	3.836

1) 변수설명은 〈표 5〉와 같음.

2) ^{***}, ^{**}, ^{*}는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

제로 제재조치 강화로 인한 효과가 나타나지는 연구 표본이 없어 실증적으로 검증하지 못하였다.

5.6.3 공시위반제재금 대체여부에 따른 불성실공시 억제 효과

본 연구의 주 분석은 현행 제도에 대한 시장의 반응을 살펴보았다. 공시위반제재금의 대체여부에 따른 제재효과는 시장뿐만 아니라 기업에게도 영향을 미칠 수 있기 때문에 기업 측면에서도 살펴볼 필요가 있다. 벌점을 제재금으로 대체받은 기업은 불성실공시법인으로 재지정되는 경우 벌점만을 부과받은 기업에 비해 누적벌점이 낮을 것으로 예측할 수 있다. 이는 벌점을 제재금으로 대체받은 경우, 재지정에 대한 부담이 상대적으로 낮을 것이기 때문이다. 이에 따라 불성실공시법인의 벌점 대체여부에 따라 불성실공시 억제효과에 차이가 존재하는지를 분석한다. 이를 검증하기 위하여 표본으로 사용된 기업들의 추후 공시 행태를 살펴본다.

불성실공시법인의 추후 공시 행태로는 불성실공시

법인의 재지정 빈도수와 재지정된 법인의 누적된 공시위반 수준을 사용하였다. 재지정 빈도수는 지정 이후 다시 지정되는 빈도로서 빈도수가 높을수록 반복적으로 행해지는 것을 의미한다. 재지정된 기업의 공시위반 수준은 벌점과 추가적으로 부과된 제재금을 누적하여 사용하였다.¹⁸⁾ 즉 재지정된 법인의 벌점과 제재금이 높을수록 발생한 불성실공시의 공시위반 규모 혹은 정도가 높은 것을 의미한다. 비교를 위하여 모두 제재금으로 환산한 경우와 모두 벌점으로 환산한 경우를 분석하며 환산시 벌점당 제재금은 200만원 또는 400만원으로 계산하였다.¹⁹⁾ 분석기간은 지정된 벌점이 추가적 제재조치에 영향을 미칠 수 있는 기간까지 분석하였다. 즉 불성실공시법인의 누적벌점이 1년 또는 2년 내에 15점이 되는 경우 관리종목으로 지정될 위험²⁰⁾이 존재하기 때문에 불성실공시법인으로 지정된 이후 1년 또는 2년의 기간으로²¹⁾ 검증하였다.

〈표 13〉은 본 연구의 표본을 대상으로 추후 불성실공시법인의 재지정 행태를 정리한 표이다. 〈표 13〉에 따르면 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 86개

〈표 13〉 공시위반제재금 대체여부에 따른 불성실공시기업의 추후 행태

Variables	SUB=1(N=15)	SUB=0(N=10)	Diff	(t-value)
재지정빈도수	1.47	1.10	0.367	1.694
재지정기업의 제재금	50,930,000원	17,500,000원	33,433,000원	2.176**
재지정기업의 벌점	13.067	7.650	5.416	1.830*

1) 변수설명

SUB= 벌점을 공시위반제재금으로 전부 대체받은 기업은 1, 그렇지 않으면 0.

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

18) 벌점을 제재금으로 대체하기 위해선 2년 내 지정된 경우가 없어야한다. 따라서 대체된 제재금은 존재하지 않는다.

19) 2015년 8월 31일 개정을 기준으로 개정 전에는 벌점당 200만원, 개정 후에는 벌점당 400만원으로 계산하였다.

20) 표본 기간 이후인 2018년 4월 4일부터 상장적격성 실질심사 대상으로 변경되었다.

21) 2014년 6월 18일 이전엔 “최근 2년간 누적벌점이 15점 이상인 경우”였으며 이후 “최근 1년간 누적벌점이 15점 이상인 경우”로 변경되었다. 따라서 개정 전의 경우 불성실공시법인으로 지정 후 2년까지, 개정 후의 경우 1년까지 분석하였다.

기업-연도의 경우 15개의 기업이 재지정 되었다. 재지정된 15개 기업은 평균적으로 1.47번 재지정 되었다. 벌점만을 부과받은 58개의 기업-연도의 경우 10개의 기업이 재지정 되었으며 재지정된 10개 기업은 평균적으로 1.1번 재지정 되었다. 재지정 빈도수를 차이 분석한 결과 t값은 1.694로 유의한 차이를 보이지 않았다. 그러나 부과받은 벌점과 제재금을 벌점과 제재금으로 각각 환산하여 합산한 경우 대체받은 법인의 평균값이 각각 10%와 5% 수준에서 유의하게 높았다.

결과를 해석하자면 불성실공시법인의 대체여부는 재지정 빈도수에는 영향이 없다. 즉 두 집단의 반복적인 불성실공시의 발생 빈도에는 차이가 없다. 반면, 공시위반 수준의 경우 벌점을 제재금으로 전부 대체받은 법인의 공시위반 수준이 더 높음을 보였다. 이는 대체받은 법인의 추후 공시 행태가 상대적으로 불성실함을 나타낸다. 즉 벌점의 대체여부에 따라 두 집단의 발생 빈도에는 차이가 없지만 재지정되는 경우 대체받은 법인에서 더 불성실한 수준의 공시가 발생했다고 해석할 수 있다. 따라서 대체부과받은 기업에 대한 제도 개선이 필요한 것으로 보인다. 예를 들어 대체부과받은 기업이 불성실공시법인으로 재지정되는 경우 벌점과 제재금을 함께 가중 부과 하여 기업에 대한 제재조치를 강화할 수 있을 것이다.

VI. 결론

본 연구는 불성실공시법인으로 지정된 기업의 벌점 대체여부가 시장반응에 미치는 영향을 분석하였다. 거래소는 불성실공시법인이 벌점 중 일부 또는 전부

를 제재금으로 부과하더라도 공시위반 재발위험이 없다고 인정되는 경우 대체부과를 허용한다. 이는 벌점을 부과받는 경우와 제재금으로 대체 부과받는 경우의 제재효과가 같다는 가정에 기반하고 있다.

본 연구의 분석결과는 이러한 가정과 같지 않다. 첫째, 불성실공시법인 지정일에 시장은 벌점을 제재금으로 대체받은 기업에 대해 상대적으로 덜 부정적인 반응을 보였다. 이는 시장이 벌점을 제재금으로 대체받은 기업에 대해 상대적으로 긍정적이게 받아들인다는 것을 시사하는 것으로 대체여부에 관계없이 제재효과가 같을 것으로 예상하는 가정과는 다른 결과이다. 또한 지정일에 대체여부에 대한 반응은 벌점당 제재금 금액이 상향되어도 일관적으로 나타나, 벌점당 제재금 금액에 영향을 받지 않았다. 마지막으로 기업 측면에서 불성실공시법인들의 지정된 후의 행태를 살펴본 결과 벌점을 제재금으로 대체받은 기업의 재지정된 공시위반 수준이 벌점을 부과받은 기업에 비해 상대적으로 높았다. 이는 대체부과받은 불성실공시 기업에 대하여 벌점 및 제재금의 가중부과 등 제재조치 강화의 필요성을 나타낸다. 한편 가설 검증의 결과처럼 시장은 대체부과받은 기업에 대해 상대적으로 긍정적으로 반응하여 벌점만을 부과받은 기업에 비해 약한 제재효과를 부여하게 된다. 이는 대체부과받은 기업이 재지정되는 경우 공시위반 수준이 상대적으로 높은 것과 연관될 수 있다. 따라서 대체부과받은 기업에 대한 제재조치 강화 외에 대체부과 요건에 대한 개선이 사전적으로 필요할 것으로 보인다. 즉 대체부과 요건에 대한 항목을 강화하거나, 제재금을 대체부과하는 것 보다 차등적으로 추가부과하여 개선할 수 있을 것이다.

본 연구는 다음과 같은 한계점이 있다. 먼저 어떠한 유인에 따라 경영자가 벌점의 대체부과를 신청하는지 구체적으로 알 수 없으며 기업의 제재금 대체

신청여부를 확인할 수 없기 때문에 제재금 대체를 신청했으나 받아들여지지 않은 기업은 구분하지 못하였다. 또한 대체법인을 고려함에 있어 벌점의 일부만을 대체받은 기업은 포함되지 않았으며 연구의 표본 수가 적기 때문에 연구결과에 편의가 발생할 수 있어 해석에 주의를 가질 필요가 있다. 이는 추후 상장시장이나 표본 수를 확대하여 후속 연구를 진행할 수 있을 것이다.

이러한 한계점에도 불구하고 본 연구는 불성실공시제도 중 벌점의 제재금 대체여부를 고려한 최초의 연구라는 점에 공헌점이 있다. 즉, 제재금으로 전부 대체받은 기업과 벌점만을 부과받은 기업의 시장반응을 비교하여 제도의 실효성을 검증했다는 것에 의미가 있다. 불성실공시제도가 경영자의 기회주의적인 행동을 억제하기 위하여 도입되었음에도 불구하고 불성실공시법인에게 제재조치 선택권을 부여하여 또 다른 기회주의적인 행태의 배경을 제공한다는 본 연구의 결과는 당국 및 거래소에게 제도 개선에 대한 시사점을 제공해 줄 수 있을 것이다.

참고문헌

- 김유찬 · 황국재 · 이선용(2010), “재량적 발생액과 불성실공시의 실증적 관계,” **회계저널**, 19(1), pp.173-201.
- 박상수 · 전성빈 · 이아영(2008), “부실공시기업의 이익정보 유용성에 관한 연구,” **회계연구**, 13(1), pp. 303-327.
- 손성규(2001), “불성실공시의 정보효과,” **연세경영연구**, 38(1), pp.1-31.
- 손성규 · 김성환 · 정기위(2010), “수시공시와 정기공시의 관계에 대한 연구 : 불성실공시와 전기오류수정을 중심으로,” **회계저널**, 10(4), pp.1-36.
- 손성규 · 오윤숙 · 채수준(2012), “불성실공시지정 및 부과 벌점이 내부회계관리제도 검토의견과 감사의견에 미치는 영향,” **회계학연구**, 37(1), pp.1-40.
- 이명곤 · 장석진 · 박희진(2012), “불성실공시가 감사시간과 감사보수에 미치는 영향,” **회계저널**, 21(6), pp.1-13.
- 이상호 · 문보영 · 유지연(2018), “재무제표 비교가능성과 기업 불성실공시의 관계에 대한 연구,” **세무와 회계저널**, 19(4), pp.171-214.
- 이아영 · 전성빈 · 박상수(2008), “불성실공시가 타인자본비용에 미치는 영향,” **회계학연구**, 33(1), pp. 127-158.
- 이용석 · 박희진 · 이세철(2014), “불성실공시법인 지정 및 벌점부과에 대한 주가반응,” **경영학연구**, 43(2), pp.387-413.
- 장석진 · 이세철 · 인창열(2016), “불성실공시와 감사보고서차,” **회계 · 세무와 감사 연구**, 58(4), pp.1-30.
- 조용언 · 하순금 · 이규섭(2014), “불성실공시가 보수주의에 미치는 영향,” **회계정보연구**, 32(3), pp.191-222.
- 최재은 · 최정운 · 배길수(2013), “불성실공시지정의 효과,” **회계학연구**, 38(3), pp.199-230.
- Brown, S. J. and Warner, J. B.(1985), “Using daily stock returns: The case of event studies,” *Journal of Financial Economics*, 14(1), pp. 3-31.
- Fama, E. F. and Fisher L. and Jensen, M. C. and Roll, R.(1969), “The adjustment of stock prices to new information,” *International Economic Review*, 10(1), pp.1-21.

Market Reaction to Sanctions Against Unfaithful Disclosure Corporations: Focusing on the Imposition of Fines in Replacement of Penalty Points

Chai-Rin Park* · Jongsoo Han** · Myeong-Jeon Oh***

Abstract

This study investigates how the unfaithful disclosure corporations have an effect on the market in case that their penalty points are replaced with fines for noncompliance with disclosure obligations. The current system permits the unfaithful disclosure corporations to substitute the penalty points that impose some or all of the penalty points as fines if they meet certain requirements. This system assumes that penalty points and fines have the same effects of sanctions. If this assumption is for the purpose of the system, it is expected that there will be no differential market reaction to the replacement of the penalty points.

As a result of the empirical analysis, it was found that the market showed relatively less negative stock price reaction to corporations that replaced the penalty points with fines at the date of designation of unfaithful disclosure corporations. This indicates that the market reacts differently to whether the penalty points are replaced with fines or not, unlike the purpose of the current system assuming that penalty points and the replacement of penalty points will have the same effects of sanctions. On the other hands, the Exchange reinforced the sanctions by raising the fine per penalty point. Additional analysis was carried out accordingly in order to find out whether the effects of raised fines to be borne by corporations on market reaction are changed. In additional analysis, these results were consistent even if the amount of fines for penalty points was raised. This means that the market still shows less negative reaction to corporations that replaced the penalty points with fines, regardless of the amount of fines for

* Ph. D Candidate, School of Business, Ewha Womans University, First Author

** Professor, School of Business, Ewha Womans University, Corresponding Author

*** Professor, Division of Business Administration, Sookmyung Women's University, Co-Author

each penalty. In addition, it was found that if corporations that replaced the penalty points with fines were re-designated as unfaithful disclosure corporations, their levels of disclosure violation were significantly higher than a case where corporations on which penalty points had been imposed were re-designated. This results mean that the replacement of penalty points with fines has less effect than the penalty points, which is consistent with the result of the main analysis. Therefore, it seems necessary to reinforce requirements for the replacement of penalty points with fines or impose additional penalty points and fines if a corporation that replaces the penalty points with fines is re-designated. This study is meaningful in that it is the first study that verifies the effects of the replacement of penalty points with fine, and the results suggest the need to improve the system of fines for noncompliance with disclosure obligations.

Key words: Unfaithful disclosure corporations, disclosure violation penalties, substitute levies, event study

-
- 저자 박채린은 현재 이화여자대학교 경영대학 회계학 전공 박사과정이다. 조선대학교 경영대학 경영학부를 졸업하였으며, 이화여자대학교에서 경영학석사를 취득하였고 현재에는 동 대학원에서 회계학 박사과정에 있다.
 - 저자 한종수는 현재 이화여자대학교 경영대학 회계학 전공 교수로 재직중이다. 연세대학교 경영학과 및 대학원 경영학과를 졸업하였으며, University of Pittsburgh에서 박사를 취득하였다. 국제회계기준 해석위원회의 위원으로 활동 중이다. 주요연구분야는 회계기준, 회계제도, 재무회계, 회계감사 등이다.
 - 저자 오명전은 현재 숙명여자대학교 경영학부 회계학 전공 교수로 재직중이다. 연세대학교 경영학과 및 대학원 경영학과를 졸업하였으며, 동 대학원에서 경영학석사 및 박사를 취득하였다. 주요연구분야는 회계기준, 회계감사 및 관련 회계제도 등이다.