공정공시 수준이 투자효율성에 미치는 영향

The Effects of Fair Disclosure Level on Investment Efficiency

김 도 연(Kim, Doyoun) - 제 1 저자
영남대학교 경영학과 박사과정
(Ph.D Candidate, School of Business Administration,
Yeungnam University)
doyoun@ynu.ac.kr
010-9148-3433

박 서 윤(Park, Seoyoon) - 공동저자
영남대학교 경영학과 시간강사, 경영학 박사
(Ph. D and Instructor, School of Business Administration,
Yeungnam University)
psyoon@ynu.ac.kr
010-2688-6875

신 홍 권 (Shin, Hungkwon) - 교신저자
영남대학교 산경연구소 선임연구원, 경영학 박사
(Ph. D and Senior Researcher or Insitute of Management & Economic Research,
Yeungnam University)
james0523@ynu.ac.kr,
010-2517-5409

공정공시 수준이 투자효율성에 미치는 영향

<요 약>

본 연구는 공정공시 수준과 투자효율성 간의 관련성에 대해 검증하였다. 선행연구에 따르면, 공정공시수준이 높을수록 기업과 정보이용자들 간의 정보비대칭이 완화되고 기업정보의 질이 투명해짐으로써 기업의 자본조달비용이 낮아지는 것으로 나타났다. 그러나 긍정적인 평가를 받고 있는 공정공시제도도 경영자가 예측공시를 할 경우에는 목표이익을 달성하기 위해 이익조정을 수행함으로써 회계정보의 질은 낮아진다는 결과 또한 나타나고 있어 혼재된 결과를 보여준다. 따라서 본 연구에서는 선행연구에 더하여 공정공시수준이 투자효율성에 미치는 영향을 분석하였다.

분석결과, 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 과소투자는 감소하는 것으로 나타났다. 즉, 과소투자 확률이 높을 때 공정공시 수준이 높으면 투자가 증진됨을 의미한다. 그리고 과잉투자가능성이 증가함에 따라 투자가 증가하는 정도는 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 약한 것으로 나타났으며, 과대투자가능성이 높을 때는 공정공시 수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자를 적게 하는 것으로 나타났다. 이를 통해 공정공시 수준은 투자효율성에 긍정적인 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

본 연구는 투자효율성과 관련된 연구가 많지 않은 상황에서 공정공시수준이 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 대해 분석하였다는 데 의의가 있다. 즉, 공정공시 제도로 인해 정보비대칭이 완화됨으로써 자본조달이 용이하며 자본비용이 낮아 기업의 과소투자를 감소시키는데 영향을 미친다는 것을 밝혔다는 데 의의가 있다.

주제어 : 공정공시제도, 투자효율성, 정보비대칭

Ⅰ. 서론

본 연구는 자본시장에서 정보비대칭성을 완화시키고 자본시장의 효율적 자원배분을 가능하게 하는 공시가 기업의 투자효율성에 영향을 미치는지 분석하고자 한다. 구체적으로 공시수준이 높은 기업일수록 공시정보에 대한 감시와 견제 기능이 발휘되어 회계정보의 질이 높아지고 정보비대칭성이 감소됨에 따라 자본조달 비용이 낮아진다는 선행연구의 결과에 근거하여 공시수준이 높아질수록 투자효율성이 증가하는 지 살펴보고자 한다.

공시는 사업내용이나 재무상황, 영업실적 등 기업의 주요한 정보를 이해관계자에게 알리는 제도로서 주주, 채권자, 투자자 등 이해관계자가 기업에 대한 의사결정에 중요한 판단 자료로 활용된다. 이렇듯 공시는 기업의 주요한 정보를 이해관계자에게 전달함으로써 기업 정보비대칭성이 낮아져 자본시장 자원이 효율적으로 배분되는 역할을 하는 것이다. 따라서 공시는 회계정보이용자 보호를 위해 공정하고 신속하게 이루어져야 한다. 이에 우리나라는 회계정보의 불균형을 감소시키고 회계정보의 신뢰성을 제고하기 위해 공시를 강화하고[1], 회계정보이용자에게 기업에 관한 정보를 동일하게 제공하는 공정공시제도(Fair Disclosure)를 도입하였다[2]. 공정공시제도의 형태는 크게 세 가지로 구분되는데, 첫째는 경영계획 및 영업실적과 관련된 공정공시, 둘째는 수시공시의무관련 공정공시, 셋째는 기재정정 공정공시이다. 본 연구에서는 세 가지 형태로 제공되는 공정공시 중 경영계획 및 영업실적 공정공시를 분석대상으로 제한하였다[3].

---

1) 2003년 1월 3일 금융감독원에서 발표한 공시강화 주요 내용으로는, 첫째, 주권상장·협회등록법인 및 기타 사업보고서 제출법인은 매출채권, 자산교환거래, 시장성 없는 지분성증권 등 자의적 회계처리의 위험성이 높은 항목에 대하여 그 구성 및 평가내역 등을 상세히 공시하여야 한다. 둘째, 기업이 대주주·임원·특수관계자에 대하여 금전을 대여하는 경우에는 약정기간, 미수금액 등과 함께 대여이자율과 회사의 평균차입금리를 비교 공시하여야 하는 등 그 구체적인 계약내용을 공시하여야 한다. 셋째, 기업의 분·반기보고서의 재무제표 양식도 기업회계기준서 제2호(중간재무제표)의 내용에 맞게 작성되어야 한다. 넷째, 외부감사의 적정성 및 감사인의 독립성에 관한 공시강화로 기업은 감사보수·총소요시간·비감사용역 계약체결현황 등에 관한 정보를 회사별로 비교가능 하도록 상세히 공시하여야 한다(“공개기업의 회계투명성 제고를 위한 회계정보 공시강화 등”,금융감독원 2003년 1월 6일, http://www.fss.or.kr/fss/kr/promo/bodobbs_view.jsp?seqno=7808).

2) 금융감독원은 2002년 11월 7일에 정부에서 발표한 ‘회계제도 개혁방안’을 구체화하여 공개기업의 회계정보 공시강화를 위해 사업보고서 서식을 개정하고, 공정공시제도를 시행하여 이를 2002년 12월 결산보고부터 적용하도록 하였다.

3) 이는 수시공시의무관련 공정공시는 기업에서 의무적으로 공시해야하는 사항 중 신고기한이 경과되지 아니한 경우 공정공시 형태로 제공되는 것이며, 기재정정 공정공시는 기 실시된 공정공시 내용에 대한 단순한 자구 수정으로서, 수시공시의무관련 공정공시와 기재정정 공

이러한 공정공시제도로 인해 기업과 정보이용자들 간의 정보비대칭이 완화되고 기업정보의 질이 투명해짐으로써 기업의 자본조달비용이 낮아지는 것으로 나타났다(Botosan, 1997; Francis et al., 2008; Chen et al., 2010; 김연화와 손성규, 2009; 이원흠, 2011; 나영과 임욱빈, 2014). 구체적으로 나영과 임욱빈(2014)은 이익의 질을 통제한 후 공정공시수준이 자기자본비용에 미치는 영향을 살펴본 결과, 공정공시수준이 높을수록 자기자본비용이 낮아지는 것으로 나타났다. 또한 공정공시를 정보의 성격에 따라 실적예측공시와 비실적예측공시로 구분하여 자기자본비용에 미치는 영향을 살펴본 결과, 실적예측공시 수준이 높을수록 자기자본비용이 낮아지지만 비실적예측공시 수준은 자기자본비용에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 그리고 이상철(2011)은 한국기업지배구조센터의 기업지배구조 평가항목 중 공시분야에 대한 평가점수를 공시수준으로 측정하여 공시수준이 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하였다. 분석결과, 공시수준이 높을수록 타인자본비용은 낮아지는 것으로 나타났다. 이러한 선행연구들의 결과는 공시수준이 증가할수록 기업과 정보이용자들 간에 존재하는 정보비대칭이 감소하여 자본비용이 낮아진다는 것을 통해 공시제도의 효과를 보여준다.

또한 공정공시제도는 회계이익의 가치관련성을 제고하는 것으로 나타났다(이세용과 노밝은, 2011). 구체적으로, 이세용과 노밝은(2011)은 공정공시제도의 도입으로 회계이익 정보가 보다 신속하게 정보이용자에게 제공되는 것이 가능하게 되고, 기업의 내재가치에 대한 정보를 정보이용자들에게 제공하여 이를 주가에 반영하게 함으로써 회계이익의 가치관련성은 증가한다는 것을 밝혔다.

그러나 긍정적인 평가를 받고 있는 공정공시제도도 회계정보의 투명성을 훼손한다는 부정적인 평가를 받기도 한다(Kasznik, 1999; 박종성과 남지희, 2010; 김보민 외, 2011; 신홍권과 서대석, 2015). 구체적으로, 경영자가 예측공시를 할 경우 목표이익을 달성하기 위해 이익조정을 수행할 것이라는 측면에서 경영자의 예측공시로 인해 회계정보의 질은 낮아진다는 것이다.

이상에서 보듯이 공정공시제도의 효과에 대해서는 일관된 결과가 나타나고 있지 않다. 즉, 공정공시 수준이 높을수록 정보비대칭이 감소하여 자본비용이 낮아진다는 결과가 제시되고 있으나 경영자가 예측공시를 할 경우 목표이익을 달성하기 위하여 이익조정이 이루어진다는 결과를 보이고 있다. 따라서 본 연구에서는 공정공시제도와 관련된 이러한 선행연구에 더하여 공정공시제도가 투자효율성(investment efficiency)에 어떠한 영향을 미치는지 실증분석하고자 한다.

정공시는 진정한 의미에서 본 연구에서 분석하고자하는 공정공시라 보기 어렵다 판단했다(신홍권과 서대석, 2015).

관점에 따라서는 공정공시제도가 기업의 투자의사결정에 미치는 영향이 선험적으로 명확하지 않을 수 있다. 우선 앞서 살펴본 선행연구에 따르면 공정공시 수준이 높을수록 정보비대칭이 낮아져 자본조달이 용이하며 자본비용이 낮다. 따라서 투자의사결정을 하는 과정에서 공시수준이 높은 기업의 경우 적절한 투자기회가 있을 때 이러한 투자기회가 실제 투자로 이어질 수 있는 자본을 쉽게 확보할 수 있으며, 낮은 자본비용으로 자본조달이 가능할 것이라 예상할 수 있다. 즉, 공정공시수준이 높은 기업의 투자효율성은 높을 것이라 예상할 수 있다.

그러나 낮은 회계정보의 질을 보고하는 기업은 투자효율성이 낮다는 선행연구의 결과가 제시(Biddle and Hilary, 2006; Biddle et al., 2009; 최승욱과 배길수, 2014)됨에 따라 공정공시수준이 투자효율성에 간접적으로 부정적(-)인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 왜냐하면 앞서 살펴본 공정공시 관련 선행연구에서는 경영자가 예측공시를 할 경우 목표이익을 달성하기 위해 이익조정을 행함으로써 회계정보의 투명성이 낮다는 결과가 제시되고 있는데, 회계정보의 질이 낮은 기업은 투자효율성이 낮아 경영자 예측공시 수준이 높을수록 투자효율성은 낮을 것이라 예상할 수 있다.

회계정보의 불균형을 해소하고 회계정보의 투명성을 제고시키기 위하여 공시를 강화와 더불어 공정공시가 도입되어 13년간 이어옴에 따라 본 연구에서는 공정공시 제도적 도입 취지와 공정공시의 순기능에 초점을 맞추어 공정공시가 정보불균형을 완화시키는 긍정적인 역할을 할 것이라는 관점에서 공정공시 수준과 투자효율성간의 관계를 실증분석하고자 한다. 이에 본 연구는 2005년부터 2012년 사이의 우리나라 비금융업 상장기업을 사용하여 공정공시수준과 투자효율성간의 관계를 조사한다. 공정공시수준의 내생성을 통제하기 위해 Heckmen(1979)의 이단계 추정법을 사용하여 실증분석한 결과 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 과소투자가 감소하는 것으로 나타났다. 이는 과소투자 확률이 있을 때 공정공시 수준이 높으면 투자가 증진된다는 것을 의미한다. 그리고 과잉투자가능성이 증가함에 따라 투자가 증가하는 정도는 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 약한 것으로 나타났으며, 과대투자가능성이 높을 때는 공정공시 수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자를 적게 하는 것으로 나타났다. 이를 종합하면 공정공시 수준은 투자효율성에 긍정적인 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

본 연구는 투자효율성과 관련된 연구가 많지 않은 상황에서 공정공시수준이 기업의 투자의사결정에 미치는 영향에 대해 분석하였다는 데 의의가 있다. 즉, 공정공시제도로 인해 정보비대칭이 완화됨으로써 자본조달이 용이하며 자본비용이 낮아 기업의 적정투자와 관련이 있음을 밝혔다는 데 의의가 있다. 또한 이러한 결과를 통해 공정공시제도의 효과를 분석하였다는 데 의의가 있다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 진행된다. 제 Ⅱ장에서는 선행연구를 기술하고 연구의 가설을 설정한다. 제 Ⅲ장에서는 연구방법 및 표본선정을 기술한다. 제 Ⅳ장은 실증분석결과를 제시하며, 마지막으로 제 Ⅴ장은 연구의 결과를 요약하고 연구를 마무리한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

기업의 지배구조가 잘 구축되어 있는 기업은 회계정보불균형을 줄이고 대리인 문제를 해소하기 위해 경영자로 하여금 공시에 대한 압력이 증가하게 된다. 즉 외국인투자자지분율 또는 기관투자자지분율이 높은 기업, 이사회 또는 감사위원회의 독립성이 높은 기업일수록 회계정보 투명성을 제고시키고 자본조달 비용을 감소시키기 위하여 경영자에게 공시 압력을 행사하게 됨에 따라 이들 기업에서는 공시수준이 증가시키게 된다((Mak 1991; Healy and Wahlen 1999; 허영빈.심상규 2003; 이정화.손성규 2005; 장지영.권선국 2009). 이는 공시수준이 높은 기업일수록 회계정보불균형이 줄어들고 사적 정보우위에 있는 경영자의 대리인 문제를 감소시킨다는 것을 의미한다.

공시수준과 회계정보의 질간의 관계를 연구한 선행연구를 살펴보면, 회계이익의 질과 공시수준간의 관계를 분석한 최종원과 이연진(2010)의 연구에서는 이익지속성과 재량적발생액으로 이익의 질을 측정하여 회계이익의 질이 우수한 기업이 자발적 예측공시를 증가시킨다는 결과를 제시하고 있다. 기업의 자발적 공시에 대한 신뢰성을 검증한 이균봉 외(2012)의 연구에서는 직전기의 이익조정 수준이 낮은 기업일수록 자발적 공시를 증가시킨다고 주장하였다. 나영과 임욱빈(2012)의 연구에서는 이익의 질이 높은 기업일수록 공정공시 수준을 증가시키고 공정공시 수준이 높은 기업일수록 자기자본조달 비용이 낮아진다는 연구결과를 제시하고 있다. 기업의 공시수준과 자본비용간의 관계를 분석한 이원흠(2011)은 공시수준이 높은 기업일수록 자기자본비용과 타인자본비용은 낮아진다고 주장하였다. Francis et al(2008) 또한 이익의 질이 높은 기업일수록 자발적 공시수준을 증가시키고 자발적 공시 수준이 높은 기업일수록 자본비용은 감소한다고 주장하였다. 또한 박경진 외(2006)는 공시수준이 높을수록 기업고유 정보가 주가에 잘 반영되어 자원의 효율적 배분이 가능해 져 공시가 자본시장에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 이와같이 공시수준과 회계정보의 질간의 관계에 대한 연구를 종합하면, 공시수준이 높은 기업은 회계이익의 질이 높고 공시를 통해 자본시장의 정보비대칭성을 낮추어 자본조달비용을 감소시킨다는 것이다.

한편 경영자와 이해관계자 사이에 회계정보불균형이 커질수록 자본조달비용은 커지게 되고 투자의 효율성은 떨어지게된다(반혜정.2012; 김현진 2015; 최승욱과 최경수. 2014; 손판도 2011; 장지영과 김지령 2015).

먼저 정보비대칭과 자본조달비용간의 관계와 관련된 선행연구를 살펴보면, 공시수준과 자본비용간의 상관관계를 분석한 이원흠(2011)은 기업지배구조가 좋은 기업일수록 정보불균형은 해소되고 공시의 정보효과로 인해 공시수준이 높은 기업일수록 자본비용이 감소한다고 주장하였으며, 공정공시와 자기자본비용간의 관련성을 연구한 나영과 임욱빈(2012)은 이익의 질이 높은 기업일수록 공정공시 수준이 높으며 공정공시 수준이 높은 기업일수록 자기자본비용이 낮아진다는 연구연과를 제시하였다. 정보비대칭과 타인자본비용간의 관계를 분석한 고영우와 이세철(2012)은 정보비대칭이 완화되면 타인자본비용이 줄어들기 때문에 기업이 자본시장에서 타인자본비용을 줄이기 위해서는 정보비대칭을 줄이는 노력이 필요하다고 주장하였다. 그리고 공정공시 정보효과를 분석한 김지홍 외(2005)는 공정공시가 정보불균형을 줄이는 정보효과가 존재한다는 연구결과를 제시하고 있다. 이와같이 공시수준과 자본조달비용간의 관계에 대한 선행연구를 종합하면, 공시수준이 증가할수록 정보불균형이 해소되어 자본조달비용이 감소할 수 있으며 기업이 자본시장에서 자본조달비용을 줄이기 위해서는 공시를 통해 정보불균형을 해소시킬 수 있다.

다음으로 정보비대칭과 투자효율성간의 관계에 대한 선행연구를 살펴보면, 반혜정(2011)은 건전한 지배구조를 가진 기업은 회계정보비대칭을 완화시키고 대리인문제를 완화시켜 투자효율성은 증가한다는 연구결과를 제시하고 있다. 최승욱과 이우재(2015)는 재무분석가의 수가 많은 기업일수록 경영자에 대한 모니터링 기능이 잘 발휘되고 정보불균형을 완화시켜 투자효율성이 증가한다는 결과를 제시하였고, 최승욱과 최경수(2014)는 재무보고이익과 세무보고이익의 차이가 큰 기업일수록 정보비대칭은 크고 회계정보의 질은 낮기 때문에 경영자는 회계정보 우위의 입장에서 기회주의적 투자행위를 할 것이라고 주장하였다. 이와같이 정보비대칭과 투자효율성간의 관계에 대한 선행연구를 종합하면, 정보불균형이 낮고 대리인문제가 적은 기업일수록 투자효율성이 높다는 것이다.

결과적으로 공시수준이 높은 기업은 대리인문제가 완화되고 정보불균형을 완화되어 자본조달비용을 감소시키고 궁극적으로 투자의 효율성이 증가하게 된다는 것이다. 이에 본 연구에서는 공정공시 수준이 투자효율성에 영향을 미치는지 실증분석하고자 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 : 공정공시 수준이 높은 기업은 그렇치 않은 기업 보다 투자효율성이 높을 것이다.

Ⅲ. 연구방법 및 표본

3. 1 투자효율성의 측정

본 연구는 공정공시수준이 투자효율성에 미치는 영향을 분석함에 있어 그 목적이 있으므로 투자효율성을 측정하는 것이 가장 핵심적인 내용이다. 이에 본 연구는 Biddle et al.(2009)의 연구에 따라 투자기회를 현금보유량과 부채비율에 의하여 설명하는 방법을 사용한다. 현금보유량이 많은 기업의 경영자는 자신의 권한과 보상을 증가시키기 위해 과잉투자가 발생할 가능성이 높다(Jensen, 1986; Blanchard et al., 1994; Opler et al., 1999) 그러나 부채비율이 높으면 원금과 이자를 상환해야 하기 때문에 경영자가 임의로 사용할 수 있는 현금이 감소하므로 이러한 대리인 문제는 부채를 통해 일정부분 해소가 가능하다(박진하와 권대현, 2012). 또한 부채비율이 높은 기업은 부채부담이 높아 외부로부터 자금을 조달할 가능성이 낮고 자금조달비용 또한 높아진다(Myers, 1977). 따라서 본 연구에서는 현금보유량이 많고 부채비율이 낮은 기업은 과잉투자 성향이 있는 기업으로, 현금보유량이 적고 부채비율이 높은 기업은 과소투자 성향이 있는 기업으로 정의하였다.

과잉투자성향(OVER)의 측정방법은 다음과 같다. 먼저 현금보유량은 현금및현금등가물을 총자산으로 나눈 값을 전체표본에서 차지하는 10분위수로 구하고, 부채비율(총부채를 총자산으로 나눈 값)에 '-1'을 곱한 값을 전체표본에서 차지하는 10분위수로 구한다. 그리고 10분위수를 리스케일(re-scale)하여 현금보유량과 부채비율이 각각 0~1의 값을 가지도록 계산한 후, 두 순위값의 평균값을 구한다. 이렇게 구해진 평균값은 0~1의 값을 가지며 현금보유량이 많을수록 부채비율이 낮을수록 과잉투자성향을 나타내게 된다. 과잉투자성향(OVER)은 현금보유량이 많고 부채비율이 낮을수록 즉, 과잉투자를 할 가능성이 높을수록 1에 가까운 값을 나타내고, 현금보유량이 적고 부채비율이 높을수록 즉, 과소투자를 할 가능성이 높을수록 0에 가까운 값을 나타낸다.

3. 2 연구모형

본 연구는 공정공시 수준이 투자효율성에 미치는 영향을 검증하고자 한다. 이를 위하여 본 연구는 다음과 같은 모형 (1)을 설정하며, 이를 설명하면 다음과 같다.

가설을 검증하기 위하여 Heckman's two-stage를 적용한다. 구체적으로 공정공시수준에 영향을 미치는 요인을 사용하여 분석한 첫 번째 모형에서 구한 오차항을 사용하여 Inverse

Mill Ratio(λ)를 추정하고 이를 두 번째 모형에서 통제변수로 사용하며, 각각의 모형은 다음과 같다.

1st stage

$$DIS_t = a_0 + a_1SIZE_t + a_2LEV_t + a_3CF_t + a_4BIG_t + \Sigma YR + \Sigma IND + e_t \qquad (1)$$

여기서 DIS_t : 공시수준이 높으면 1, 아니면 0;
$SIZE_{it}$: 총자산 자연로그값;
LEV_{it} : 총부채/총자산;
CF_{it} : 현금흐름;
BIG_{it} : Big 4 감사인 이면 1, 아니면 0;
YD : 연도더미;
IND : 산업더미.

모형에 포함된 통제변수는 오원정과 손성규(2006)의 연구에 기초하여 설정하였으며, 이에 대한 설명은 다음과 같다. 기업규모(SIZE)는 총자산의 자연로그값으로 측정하며, 기업규모가 클수록 정보불균형 해소로 인한 효익이 커질수 있고(King et al., 1990) 공시에 대한 평균비용이 감소한다면 기업규모가 증가함에 따라 공시도 증가할 것으로 기대(Land and Lundhold, 1993)할 수 있기 때문이다. 즉, 기업규모가 클수록 공정공시를 통한 정보제공이 증가하므로 이를 포함하였다(오원정과 손성규, 2006). 부채비율(LEV)이 높을수록 부채계약조항의 위반 가능성이 커지며(Meek et al., 1995), 또한 이익조정할 가능성이 높기 때문에 경영자들은 공시를 꺼리게 될 것이라는 선행연구(Healy and Palepu, 2001)의 결과에 따라 부채비율을 포함했으며, 이에 대한 측정은 총부채를 총자본으로 나누었다. 마지막으로 연도와 업종의 차이가 결과에 영향을 미칠 가능성을 고려하여 이를 포함하였다.

2nd stage

$$\begin{aligned} INV_{t+1} = {} & b_0 + b_1DIS_t + b_2DIS_t{*}OVER_t + b_3OVER_t + b_4SIZE_t + b_5MTB_t + b_6ROA_t + \\ & b_7Loss_t + b_8CFO_t + b_9AGE_t + b_{10}TANGIBILITY + b_{11}std_CF \\ & + b_{12}std_SALES + b_{13}std_INV + \Sigma YD + \Sigma IND + e_t \qquad (2) \end{aligned}$$

여기서, INV_{t+1} = t+1기 자본투자/t기 총자산;

= (t+1)기 현금흐름표상의 투자활동으로 인한 현금유출액 중 설비자산을 위한 유출된 금액/t기 총자산;

DIS_t = 공정공시수준;

= 금융감독원 제공 전자공시시스템 상 기업의 공정공시 자료 중 기재정정공시와 공시의무사항 공시를 제외한 실적 및 이익예측 공정공시 했으면 1, 그렇지 않으면 0;

$OVER_t$ = 과잉투자성향(Biddle et l.(2009)의 모형에 의해 측정된 0~1의 값);

$SIZE_t$ = 총자산의 자연로그값;

MTB_t = 시가총액/총자본;

LEV_t = 총부채/총자산

ROA_t = 순이익/총자산;

$LOSS_t$ = 당기에 순손실을 보고하면 1, 그렇지 않으면 0;

CFO_t = 영업현금흐름/총자산;

AGE_t = 현재년도-유가증권시장 상장년도;

std_CF_t = 과거 5년간 영업현금흐름의 표준편차;

std_SALES_t = 과거 5년간 매출액의 표준편차;

std_INV_t = 과거 5년간 자본투자의 표준편차

YD = 연도더미

IND = 산업더미

이와 같은 모형을 바탕으로 본 연구는 공정공시 수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자효율성이 높을 것이라는 가설을 검증하고자 한다. 우선 효율적인 투자란 역선택이나 대리인비용과 같은 시장마찰(market friction)이 없을 때 기업이 순현금흐름(NPV:Net Present Value)이 양(+)인 투자안에 투자하는 것을 의미한다(Biddel et al., 2009; 박진하와 권대현, 2012). 따라서 과소투자는 NPV가 양(+)인 투자안임에도 불구하고 투자하지 않는 것을 의미하며, 과대투자는 NPV가 음(-)인 투자안임에도 불구하고 투자 하는 것을 말한다. 위에서 구한 과잉투자성향(OVER)은 1에 가까울수록 과잉투자성향이 높고, 0에 가까울수록 과소투자성향이 높다. 따라서 본 연구의 가설은 식(2)의 b_1과 b_2를 중심으로 검증한다. b_1은 기업이 과소투자를 할 가능성이 높은 경우(즉, OVER=0인 경우) 공정공시수준이 차기 투자에 미치는 영향을 보여주는 검증계수로 가설과 일관된 결과를 나타내기 위해서는 b_1은 유의한 양(+)의 부호를 제시하여야 한다. 즉, b_1의 회귀계수가 양(+)의 부호를 제시할 경우, 과소투자가능성이 높은 상황에서 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자가 많이 이루어지고 있다

는 것을 의미하므로 투자효율성이 높다는 것을 보여준다. 그리고 b_2는 과잉투자가능성(즉, OVER=1인 경우)이 증가함에 따라 공정공시수준이 투자에 미치는 증분효과(incremental effect)를 측정한다. 결국 과잉투자를 할 가능성이 높은 상황, 즉 'OVER=1'인 상황에서 공정공시수준이 투자에 미치는 영향은 '$b_1 + b_2$'로 측정된다. 따라서 b_1과 b_2가 통계적으로 영(0)과 다르다면, 구체적으로 $b_2<0$ 및 $b_1 + b_2<0$ 이면 과잉투자가능성이 높은 상황에서 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자가 적게 이루어지고 있다는 것을 의미하므로 투자효율성이 높다는 것을 보여준다.

그리고 공정공시수준 이외에도 투자에 영향을 미칠 것으로 예상되는 변수들을 박진하와 권대현(2012), 최승욱과 배길수(2014)를 참조하여 통제변수로 포함하였다. 구체적으로 기업규모, 성장성, 수익성, 당기순손실여부, 현금흐름, 기업연령, 현금흐름변동성, 매출변동성, 투자변동성을 통제변수로 포함하였다.

우선 기업규모(SIZE)는 총자산의 자연로그 값으로 측정하였으며, 성장성(MTB)은 시가총액/총자본으로 측정하였다. 기업규모(SIZE)가 크고, 성장기회(MTB), 그리고 수익성(ROA)이 높을수록 자금조달이 용이하여 투자가 많을 것으로 예상된다. 그리고 영업현금흐름(CFO)을 안정적으로 창출하는 기업은 투자기회가 많을 것이라 예상된다. 반면, 당기순손실(LOSS)를 보고한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자를 더 적게 할 것으로 예상된다. 또한 기업연령(AGE)는 상장된 지 오래되어 투자기회가 상대적으로 적을 것이라 예상된다. 그리고 영업현금흐름의 변동성, 매출액변동성, 투자변동성이 높은 기업은 투자성과를 예측하기 어렵고 투자재원도 변동성이 크게 나타나기 때문에 투자기회가 적을 것이라 예상된다. 마지막으로 연도별, 산업별 차이를 통제하기 위하여 연도더미(YD), 산업더미(IND)를 사용하였다.

3.3 표본의 선정

본 연구의 표본기간은 2005년부터 2012년까지이며[4], 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 중 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본기업으로 선정하였다.

(1) 2005년부터 2012년까지 유가증권시장에 상장된 비금융기업

4) 통제변수 중 영업현금 변동성(std_CF), 매출 변동성(std_sales) 그리고 투자변동성(std_investment)를 측정하기 위해서는 과거 5년간의 자료가 필요하다. 따라서 2000년부터의 재무자료가 사용되었다.

(2) 12월말 결산법인
(3) 한국상장회사협의회 TS2000베이터베이스에서 실증분석에 필요한 재무자료가 입수 가능한 기업
(4) 실증분석에 사용되는 회계변수의 크기가 극단치에 해당하지 않는 기업

조건 (1)과 같이 표본기간을 2005년부터로 한정한 이유는 공시강화 및 공정공시제도는 2002년부터 11월 시행되어 적용되었는데 공정공시제도 시행 이후 공시수준에 실질적인 변화를 주는 시점이 2004년도라 판단했으며, 공정공시수준을 추정하기 위해서는 공정공시수준의 자료가 필요하기 때문이다. 또한 은행이나 투자금융, 증권, 보험 등의 금융업에 속한 기업들은 영업활동과 자산구조 또는 회계정책 등이 다른 산업과는 크게 차이가 나기 때문에 표본의 동질성을 확보하기 위하여 비금융기업을 대상으로 한다.

조건 (2)는 결산월에 따른 차이가 결과에 영향을 미칠 가능성을 통제하기 위함이며, 조건 (3)은 실증분석에 필요한 기업의 재무자료는 한국상장회사협의회의 TS2000으로부터 추출하기 위함이다. 마지막으로 본 연구는 상대적으로 지나치게 크거나 작은 값이 결과에 영향을 미치는 것을 통제하기 위하여 극단치를 제거하고자 조건 (4)를 설정하였다[5]. 이를 통해 2,796기업-연도를 최종 표본으로 선정하였다. 구체적인 표본선정과정은 다음의 <표 1>과 같다.

<표 1> 표본 선정과정

구분	표본수
2005년부터 2012년까지 금융업을 제외한 유가증권 상장기업	5,004
(-) 12월 외 결산법인	(111)
(-) 공정공시자료를 구할 수 없는 기업	(765)
(-) 기업의 재무자료를 구할 수 없는 기업, 극단치 제거	(1,332)
(=) 최종표본	2,796

5) 식(2)의 회귀모형에서 구해진 Studentized Residual(Rstudent)의 ±2를 벗어나는 값을 극단치로 간주하여 제거하였다.

Ⅳ. 실증분석결과

4. 1 기술통계량 분석결과

다음의 <표 2>는 본 연구의 가설검증을 위한 회귀식에서 사용한 주요 변수들의 기초통계량을 제시하고 있다. 주요 변수를 살펴보면, 종속변수인 투자(INV)의 평균(중위수)은 0.046(0.034)로 나타나고 있어 이는 표본에 속한 기업들의 연간 투자금액이 평균적으로 자산대비 약 4.6%임을 의미한다. 과잉투자성향(OVER)은 앞서 살펴본 바와 같이 0 ~ 1의 값을 가지며, 과잉투자성향의 평균(중위수)은 0.547(0.550)으로 나타나고 있다. 그리고 또 다른 주요 변수인 공정공시수준(DIS_dum)의 평균(중위수)은 0.327(0)으로 나타나고 있어 표본에 속한 기업들중에서 32.7%가 금융감독원에서 제공하는 전자공시시스템 상에 공정공시를 한 것을 의미한다. 이들 변수들의 평균 및 중위수는 선행연구와 유사한 결과를 보여주고 있다.

다음의 <표 3>은 본 연구에서 사용한 변수들 간의 상관관계를 제시하고 있다. 구체적으로, 투자(INV)는 공정공시수준(DIS_dum)와 유의한 양(+)의 관계를 보여주고 있어 공정공시수준이 높다면 투자를 많이 한다는 주장을 부분적으로 뒷받침하고 있다. 또한 통제변수들 또한 선행연구와 유사한 결과를 보여주고 있다. 이러한 상관관계 분석은 다른 변수들과의 영향을 통제하지 않은 단변량 분석이기 때문에 다중회귀분석과 같은 다변량분석을 통하여 변수들간의 관계를 보다 명확히 검증할 필요성이 있다.

[표 2] 기술통계량

Panel A: 전체표본(N=2,642)

변수	평균	중위수	1분위수	3분위수	표준편차
INV	0.046	0.034	0.015	0.066	0.040
DIS_dum	0.327	0.000	0.000	1.000	0.469
OVER	0.547	0.550	0.350	0.700	0.231
SIZE	19.968	19.670	18.773	20.842	1.653
MTB	0.992	0.723	0.461	1.169	0.996
ROA	0.024	0.031	0.005	0.062	0.123
LOSS	0.212	0.000	0.000	0.000	0.409
CFO	0.051	0.047	0.002	0.098	0.088
AGE	20.594	20.000	12.000	31.000	11.211
TANGIBILITY	0.257	0.229	0.143	0.338	0.217

주1) 변수의 정의

INV_{t+1} = t+1기 자본투자/t기 총자산;

= (t+1)기 현금흐름표상의 투자활동으로 인한 현금유출액 중 설비자산을 위한 유출된 금액/t기 총자산;

DIS_t = 공정공시수준;

= 금융감독원 제공 전자공시시스템 상 기업의 공정공시 자료 중 기재정정공시와 공시의무사항 공시를 제외한 실적 및 이익예측 공정공시 했으면 1, 그렇지 않으면 0;

$OVER_t$ = 과잉투자성향(Biddle et l.(2009)의 모형에 의해 측정된 0~1의 값);

$SIZE_t$ = 총자산의 자연로그값;

MTB_t = 시가총액/총자본;

LEV_t = 총부채/총자산

ROA_t = 순이익/총자산;

$LOSS_t$ = 당기에 순손실을 보고하면 1, 그렇지 않으면 0;

CFO_t = 영업현금흐름/총자산;

AGE_t = 현재년도-유가증권시장 상장년도;

TANGIBILITY = 유형자산/총자산.

[표 3] 상관관계(N=2,642)

변수	INV	DIS_dum	OVER	SIZE	MTB	ROA	LOSS	CFO	AGE	TANGIBILITYROA
INV	1									
DIS_dum	0.166***	1								
OVER	0.008	0.018	1							
SIZE	0.214***	0.341***	-0.272***	1						
MTB	0.159***	0.222***	0.061***	0.064***	1					
ROA	0.174***	0.121***	0.186***	0.104***	0.047***	1				
LOSS	-0.206***	-0.162***	-0.232***	-0.126***	-0.033*	-0.462***	1			
CFO	0.307***	0.170***	0.262***	0.141***	0.185	0.283***	-0.325***	1		
AGE	-0.056***	-0.090***	-0.066***	0.151***	-0.129	-0.050***	0.059***	-0.090***	1	
TANGIBILITY	0.192***	0.040**	-0.180***	0.133***	0.011	-0.050***	0.087***	0.173***	0.040**	1

주1) 각 변수의 정의는 <표 2>를 참조.
주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

4. 2 가설 검증결과

다음의 <표 4>는 공정공시수준이 투자효율성에 미치는 영향을 검증한 결과를 제시하고 있다. 먼저, 공정공시수준이 투자효율성을 높이는 cause-effect가 다른 요인(기업의 규모나 부채비율 등)으로 발생하는 것을 통제하기 위해 Heckmen(1979)의 2stage 방법을 사용한 결과를 제시하고 있다. 1st stage의 결과를 살펴보면, 기업규모(SIZE), 현금흐름(CFO), 대형감사인(BIG)은 공정공시수준에 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 이는 기업규모가 크며, 현금흐름이 안정적으로 창출될수록, 그리고 대형감사인에게 감사를 받을수록 공정공시를 많이 행할 가능성이 높다는 것을 의미한다.

<표 4> 공정공시수준과 투자효율성

변수	1st stage		2nd Stage	
	계수	Chi-Sq.	계수	t-값
Intercept	-9.017***	158.93	0.016	1.22
SIZE	0.296***	64.84		
LEV_t	0.007	0		
CF_t	2.969***	26.26		
BIG_t	0.222***	3.36		
DIS_dum			0.008**	2.01
OVER_disdum			-0.011*	-1.66
OVER			-0.002	-0.37
SIZE			0.001**	2.24
ROA			0.021***	2.83
MTB			0.004***	5.35
LOSS			-0.010***	-4.96
AGE			0.000***	-3.06
CFO			0.102***	10.72
TANGIBILITY			0.028***	8.33
Lambda			-0.002	-0.28
연도더미	포함		포함	
산업더미	포함		포함	
Coefficient test: $b_1 \neq b_2$			-0.005***	-3.45
Pusedo R^2 /수정된 R^2			0.1593	
F-값			38.84	
Max VIF			7.75	

주1) 변수의 정의 : <표 2>와 동일

주2) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10%의 수준에서 유의함(양측검정)

그리고 2nd stage의 결과를 살펴보면, 공정공시수준(DIS_dum)는 종속변수인 차기 투자와 5%수준에서 유의한 양(+)의 관련성이 나타나고 있다. 즉, 기업이 과소투자를 할 가능성이 높은 경우(즉, OVER=0인 경우) 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자가 많이 이루어지고 있다는 것을 의미하며, 이는 투자효율성이 높다는 것을 알 수 있다. 또한 과잉투자가능성의 경우를 나타내는 OVER_disdum의 값이 -0.011(t-값=-1.66)으로 나타나고 있으며, 이는 과잉투자가능성(OVER)이 증가함에 따라 투자가 증가하는 정도는 공정공시수준이 높은 기업은 공정공시수준이 낮은 기업에 비하여 약하다는 것을 의미한다. 뿐만 아니라, $b_1 + b_2$의 값이 음(-)으로 나타나고 있어 과잉투자가능성이 높은 상황에서 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자가 적게 이루어지고 있다는 것을 의미한다. 즉, 이는 공정공시수준이 높은 기업의 투자효율성이 높다는 것을 보여주는 결과인 것이다. 이를 종합하면 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자효율성이 높다는 것을 시사한다.

Ⅳ. 결론

공정공시는 회계투명성을 제고시키고 정보비대칭을 줄이기 위해 도입된 제도로서 이해관계자들은 정보불균형을 해소시키기 위해 경영자에 대해 공시 압력을 행사할 것이다. 특히, 상대적으로 경영자지분율이 낮아 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 기업, 그리고 기관투자자나 외국인투자자지분율이 높거나 감사위원회 및 이사회의 독립성이 높은 기업, 재무분석가의 수가 많은 기업 등에서는 경영자에 대한 감시와 견제가 이루어질 가능성이 높아 이해관계자들의 경영자에 대한 공시압력이 증가하게 된다. 회계투명성 제고 및 정보불균형 해소라는 공정공시 도입 취지에 따라 공정공시의 순기능이 발휘 된다면 공정공시로 정보불균형이 완화되고 이에 따라 자본비용이 감소하고 궁극적으로 투자효율성이 증가하게 될 것이다. 즉 공정공시 수준이 높을수록 기업과 이해관계자간의 정보비대칭이 완화되고 기업정보가 투명해짐에 따라 기업의 자본조달비용이 낮아지게 될 것이다.

그러나 공정공시 제도적 도입 목적과 달리 경영자가 예측공시할 때 실제이익이 목표이익에 못미치는 경우 실제이익을 목표이익으로 상향 조정할 유인이 발생할 수있다. 이에 본 연구에서는 회계정보불균형 해소 및 회계투명성 제고라는 공정공시 도입 본래의 제도적 도입 취지에 초점을 맞추어 공정공시 순기능 관점에서 공정공시 수준이 투자효율성에 미치는 영향을 실증 분석하였다.

분석결과, 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 과소투자는 감소하는 것으로 나타났다. 즉, 과소투자 가능성이 높을 때 공정공시 수준이 높으면 투자가 증진됨을 의미한다. 그리고 과잉투자가능성이 증가함에 따라 투자가 증가하는 정도는 공정공시수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 약한 것으로 나타났으며, 과대투자가능성이 높을 때는 공정공시 수준이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 투자를 적게 하는 것으로 나타났다. 이를 종합하면 공정공시 수준은 투자효율성에 차별적인 영향을 미치는 것을 의미한다.

실증분석 결과 공정공시가 기업의 정보불균형을 감소시키고 자본조달비용을 낮추어 투자

효율성을 높였다고 판단할 수 있으며, 자본시장에서 기업이 자본조달비용을 낮추고 투자효율성을 높이기 위해 공정공시를 활용하고 있다는 점을 시사한다.

본 연구의 공헌점은 투자효율성과 관련된 연구가 많지 않은 상황에서 공정공시 수준이 기업의 투자의사결정에 미치는 영향을 실증분석함으로써 공정공시의 유용성을 살펴보았다는데 있다. 또한 공정공시로 인해 정보비대칭이 완화됨으로써 자본조달이 용이하며 자본비용이 낮아 기업의 과소투자를 감소시키는데 영향을 미친다는 것을 밝힘으로써 기업 입장에서 자본조달비용을 감소시키는 방법으로 공정공시를 활용할 수 있다는 점에서 시사점을 제공하고 있다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재신청되지 않았음을 확인함”

<참고문헌>

김보민·이상열·오웅락(2011), 경영자 이익예측 공시가 이익조정에 미치는 영향, 세무와회계저널 제12권 제4호, pp.143-171.

김연화·손성규(2009), 공시품질의 효과에 관한 연구, 회계정보연구 제 27권 제2호, pp.145-175.

나영·임욱빈(2014), 공정공시와 자기자본비용의 관련성, 회계학연구 제39권 제1호, pp.1-42.

박종성·남지희(2010), 경영자 이익예측과 이익조정, 대한경영학회지 제23권 제1호, pp.487-510.

신홍권·서대석(2014), 공정공시 수준이 경영자의 이익조정 행동에 미치는 영향 - 장래계획 및 영업실적 공정공시 중심으로-, 세무와회계저널 제16권 제3호, pp.45-72.

이상철(2011), 공시품질과 타인자본비용의 관련성에 대한 연구, 회계저널 제20권 제4호, pp.1-34.

이세용·노밝은(2011), 공정공시제도 도입으로 인한 회계이익의 가치관련성 변화에 대한 연구, 회계학연구 제36권 제1호, pp.37-70.

이원흠(2011), 기업의 공시수준과 자본비용 간의 관계에 관한 실증연구, 규제연구 제20권 제1호, pp.3-32.

최승욱·배길수(2014), 산업전문가 감사인과 피감사기업의 투자의사결정, *회계학연구,* 제39권 제1호, pp.185-216.

Biddle, G. and G. Hilary. 2006. Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment. *The Accounting Review.* 81(5) : 963-982.

Biddle, G., G. Hilary and R. Verdi. 2009. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency?. *Journal of Accounting and Economics.* 48 : 112-131.

Botosan, C. A.(1997), Disclosure Level and Cost of Equity Capital, The Accounting Review 72(3), pp.323-349.

Chen, Z. H., D. S. Dhaliwal and H. Xie(2010), Regulation Fair Disclosure and the Cost of Equity Capital, Review of Accounting Studies 15(1), pp.106-144.

Francis, J., D. Nanda and P. Olsson(2008), Voluntary Disclosure, Earning Quality, and Cost of Capital, Journal of Accounting Research 46(1), pp.53-99.

Heckman, J.(1979), Sample Selection Bias as a Specification Error, Econometrica 47(1), pp.13-161.

Jensen, M.(1986), Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review 76(2), pp.323-329.

Kasznikm R.(1999), On the association between voluntary disclosure and earnings management. Journal of Accounitng Research 37(1), pp.57-81.

Myers, S. C.(1977), Determinants of Corporate Borrowing, Journal of Financial Economics 5(2), pp.147-175.

Opler, T., L. Pinkowitw, R. Stulz and R. Williamson(1999), The Determinants and Implications of Corporate Cash Holdings, Journal of Financial Economics 52(1), pp.3-46.