

公示透明성이 企業成果에 미치는 影響에 관한 研究

李弼商 · 柳國鉉

본 연구는 기업경영의 투명성을 기업내용공시의 투명성으로 정의하여 公示透明性指數가 企業成果에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, (1) 공시투명성지수는 市場價値 대 帳簿價値比率(MBR)과 정(+)의 유의적인 상관관계를 보여, 공시투명성지수가 높은 기업이 시장에서 높게 평가받고 있었다. (2) 공시투명성지수는 외국인투자자지분율과 정(+)의 유의적인 상관관계를 보여, 외국인투자자들이 공시투명성을 중요한 투자판단기준으로 고려하고 있다는 것을 보여 주었다. (3) 공시투명성지수는 대주주1인지분율과 정(+)의 상관관계를 보였다. 이는 외국인투자자들의 감시와 기업 지배구조제도의 정착 및 공시위반에 대한 제재강화로 대주주의 불공정행위 유인이 통제되고 있는 데 따른 것으로 보인다. (4) 공시투명성지수는 일일주가수익률의 연간변동성과 부(-)의 유의적인 상관관계를 보여, 공시투명성지수가 높은 기업은 주어진 정보에 대하여 주가가 덜 과민하게 반응하는 것으로 나타났다. 상기의 결과는 우리나라에서 개별기업의 공시투명성 차이가 기업내용에 대한 신뢰도와 평가 차이로 이어지는 등 공시투명성에 대한 시장기능이 작동하고 있다는 것을 나타내 주고 있다.

1. 研究 概要

대리인 문제 감소, 투자자 보호 및 시장기능 증진 등과 관련하여 기업 경영투명성의 중요성에 대한 인식에도 불구하고 투명성에 대한 정의, 변수개발 및 자료입수의 어려움 등으로 그동안 투명성에 대한 연구는 제한적이고도 미진한 수준에 머무르고 있다.

본 연구는 기업내용공시제도가 투자자의 투자판단에 필요한 정보를 공시하도록 하여 정보의 불균형이 해소될 수 있도록 하는 제도라는 점에 착안하여 기업경영의 투명성을 정보공유의 투명성 즉, 企業內容公示의 透明性(이하 '公示透明性'이라 한다)으로 정의하고 기업내용공시제도를 중심으로 공시투명성 변수를 설정하여 기업별로 공시투명성지수를 산출한 후 동 지수가 기업의 시장가치, 소유구조, 자본조달비용 및 수익률의 변동성 등 企業成果에 미치는 영향을 상장기업을 중심으로 종합적으로 분석하였다.

2. 先行 研究

지금까지 투명성 관련 연구는 크게 두 가지 방향에서 이루어졌다. 첫째는 투명성지수의 산출에 관한 연구이며, 두 번째는 개별기업의 투명성지수와 기업성과와의 관계를 규명하려는 연구이다.

2.1. 透明性指數의 算出에 관한 研究

Standard&Poors(S&P)는 선진국뿐만 아니라 개발도상국 등 전세계 주요 기업들의 透明性點數(Transparency&Disclosure Score: T&D Score)를 산정하여 발표하고 있다. S&P의 T&D Score는 상장기업 등의 사업보고서의 기재항목을 ① 소유구조와 투자자 관계 ② 재무투명성과 정보공시 ③ 이사회 및 경영진 구성 등 3개 부분의 98개 항목으로 나누어 기재항목 수를 점수화한 것이다.

S&P의 T&D Score는 기업간·국가별 기업지배구조 및 기업공시의 충실성의 정도를 평가할 수 있는 훌륭한 수단이 되고 있으나, 동 T&D Score는 단순히 98개 항목을 사업보고서에 얼마나 많이 기재하였는지 여부만을 점수화한 것으로 기재내용의 신뢰성 등에 대해 통제하지 못하는 약점을 가지고 있다.

싱가폴의 *The Business Times*(BT)는 2000년 8월부터 싱가포르 주식시장에서 거래되는 企業들의 透明性指數(Corporate Transparency Index: CTI)를 발표하고 있다. BT의 CTI는 재무정보의 충실성 및 완전성 등 內容(content)에 관한 사항과 적시성·전달수단·경로 등 정보의 形式(context)에 관한 사항으로 구성되어 있는데, 보다 상세한 정보를 보다 이해하기 쉽도록, 보다 빨리, 보다 많은 사람이 알 수 있는 방법으로 발표하는 기업이 높은 점수를 받도록 구성되어 있다. CTI는 최고 100점 만점이며, 산정방법이 엄격하여 50점 이상이면 합격점으로 간주되고 있다. 한편, BT의 CTI는 S&P의 T&D Score에 비하여 평가대상 정보가 제한되어 있다는 단점이 있다.

송문현·장범식(2003)은 코스닥기업의 투명성을 측정할 수 있는 지표를 추정하기 위한 목적으로 시가총액순위 코스닥 100대 기업을 대상으로 透明性指數(Transparency Index: TI)를 산출하였다. 송문현·장범식의 투명성지수는 기업의 투명성을 지배구조 9개 요소, 회계제도 7개 요소 및 기업특성 6개요소 등 3개 영역 22개 요소로 나누고, 요소에 대한 가중치 부여방법에 따라 3가지 방법으로 산출하였는데, 투명성지수의 평균과 중앙값은 3가지 방법 모두 48에 근접한 수준을 보였다.

2.2. 透明性指數와 企業成果와의 關係에 관한 研究

Patel, Balic, and Bwakira(2002)는 S&P가 산출한 1998년부터 2000년까지의 19개 개발도상국, 354개 기업의 T&D Score와 기업의 성과 및 소유구조와의 관계를 분석하였다. 한국, 브라질, 폴란드, 남아프리카공화국, 인도 및 태국 등 6대 개발도상국 시장에 대한 분석 결과를 중심으로 살펴보면 T&D Score와 장부가대비시가(price to book)비율과의 관계는 한국, 인도 및 태국 등 아시아 국가는 정(+)의 관계를 나타냈으나, 나머지 3개국은 부(-)의 관계를 보였다. 그러나 극단치(outlier)를 제외한 경우 남아프리카공화국을 제외한 5개국의 T&D Score와 장부가대비시가비율이 정(+)의 관계를 나타내었다. 또한, T&D Score와 대주주지분과의 관계는 부(-)의 관계로 나타났으나 한국만 정(+)의 관계를 보였다. 대부분의 개발도상국에서 대주주지분이 높을수록 기업의 투명성이 저하되고, 소액주주들은 적은 정보만을 받는 것으로 나타났다.

Patel and Dallas(2002)가 S&P가 S&P 500종목에 대해 산출한 T&D Score와 시장위험 및 장부가대비시가비율과의 관계를 분석한 결과에 따르면 T&D Score가 높을수록 시장위험(체계적 위험)이 낮았다. 저자는 기업이 공시정보량을 늘려 투명성을 높이면 시장위험이 감소되어 자본조달비용을 줄일 수 있다고 주장하고 있다. 또한 T&D Score가 높을수록 장부가대비시가비율이 높게 나타나는 등 시장의 평가도 높았다.

Black, Jang, and Kim(2002)은 企業支配構造指數(CGI)와 Tobin's Q 및 시장가치 대 장부가치비율(Market to Book value Ratio: MBR) 등 企業價値와의 관계를 연구하였다. 연구결과에 의하면 기업지배구조지수가 10%개선되면 Tobin's Q비율은 15%정도 유의적으로 개선되는 효과가 있는 것으로 나타났다. 또한 2단계 최소자승회귀방식(2SLS) 및 3단계 최소자승회귀방식(3SLS) 등 다양한 추정모형을 적용한 경우에도 같은 결론을 얻었다.

송문현·장범식(2003)은 코스닥 100대 기업의 透明性指數(TI)와 經營成果와의 관계를 연구하였는데, 주요 연구결과는 다음과 같다.

첫째, 투명성지수가 높은 기업일수록 외국인투자자의 지분이 유의적으로 높았다.

둘째, 투명성지수가 높을수록 주가수익률의 불안정성은 감소하는 것으로 나타났다.

셋째, 투명성지수와 Tobin's Q비율은 정(+)의 상관관계를 가지나 통계적으로 유의하지는 않았다.

넷째, 투명성지수가 높아지면 투자수익률은 유의적으로 증가하였다.

Chen, Chen, and Wei(2003)는 개발도상국 시장에 있어서의 公示點數(disclosure score)와 자기자본조달비용과의 관계를 연구하였다. 연구결과 CLSA의 공시점수와 자기자본조달비용은 유의적인 부(-)의 관계로 나타났으나, S&P의 공시점수와 자기자본조달비용은 상관

관계가 없는 것으로 나타났다.

미국의 경우 공시량이 증가하면 bid-ask spreads가 줄어들고(Welker(1995), Healy et al.(1999)), 자기자본비용[Botosan et al.(2002)] 및 부채조달비용[Sengupta(1998)]이 각각 감소하는 것으로 나타났다.

지금까지의 투명성지수의 연구는 기업의 지배구조, 공시 및 기업특성 변수를 혼용하여 투명성을 측정하거나, 투명성 변수의 신뢰성과 질적 측면을 고려하지 못하는 경우가 많았다. 반면에 본 연구는 기업내용에 대한 공시투명성의 관점에서 실제자료로 변수의 질적측면을 고려하여 기업의 투명성을 종합적으로 분석하였다는 점에서 선행연구와 차이점이 있다고 하겠다.

3. 公示透明性指數의 算出

3.1. 企業經營 透明性의 定義

Vishwanath and Kaufmann(1999) 및 한정화·배종석(2001)의 연구 등에서 나타난 企業經營 透明性의 정의 또는 중심개념은 '정보의 공개 또는 공시, 정보흐름의 증가'이다. Vishwanath and Kaufmann(1999)은 투명성 문제와 관련하여 정부부문은 부패해소에, 기업부문은 정보의 불균형 해소에 초점이 주어지고 있다고 하였다.

본 연구에서는 기업경영의 투명성을 '기업의 내부경영자와 외부이해관계자가 기업내용 전반에 대한 적절한 정보를 적시에 공유하여 정보의 불균형이 없는 상태'로 정의한다. 다시 말해 기업경영의 투명성을 정보공유의 투명성 즉, 公示透明性으로 정의한다.

3.2. 公示透明性 變數의 設定

企業內容公示制度⁽¹⁾가 기업 내·외부자 간의 정보불균형을 해소하는 장치로 작동하도록 하여 기업경영의 투명성이 확보되기 위해서는 기업내용 전반에 대한 적절한 정보가 적시에 제공되어야 한다. 즉, 공시투명성이 확보되기 위해서는 공시정보가 다음의 여섯

(1) 유가증권의 발행인으로 하여금 발행 유가증권의 청약 및 거래에 필요한 모든 정보를(fully) 적시에(timely) 적정하게(fairly) 공시하도록 강제하는 자본시장 관리방식이 공시주의(disclosure philosophy)이며, 공시주의의 이념을 제도화한 것이 기업내용공시제도(corporate disclosure system)이다. 기업내용공시제도는 발행시장공시제도(유가증권발행인 등록제도, 유가증권신고서제도 등), 유통시장공시제도(정기공시제도, 수시공시제도) 및 특수공시제도(합병신고서제도, 자기주식취득·처분신고제도, 임원·주요주주의 주식소유상황보고제도 등) 등으로 나눌 수 있으며, 전자시스템(DART)으로 제출·열람되고 있고, 공시의무 위반시 형사처벌, 행정제재 및 시장조치의 대상이 된다. 한편, IR(Investor Relation) 및 외부감사제도도 기업내용공시와 밀접한 관련이 있다.

가지 요건을 충족하여야 한다. 첫째, 정보의 適正性(fairness): 공시정보는 신뢰할 수 있도록 관련규정을 준수하여 적정하게 작성되어야 한다. 둘째, 정보의 完全性(fullness): 투자자의 투자판단에 필요한 모든 정보가 공시되어야 한다. 셋째, 정보의 一貫性(consistency): 공시정보는 기간별·기업간 비교가 용이하도록 일관성이 있게 작성되어야 한다. 넷째, 정보의 適時性(timeliness): 투자자에게 제공되는 공시정보는 시의성 있게 적시에 제공되어야 한다. 다섯째, 정보의 接近性(access): 공시정보에 대한 투자자의 접근에 제한이나 차별이 없어야 한다. 여섯째, 정보보고자의 道德性(morality): 임원 및 대주주 등 공시정보 보고자가 법규를 위반하는 등의 도덕성에 흠결이 없어야 한다.

기업경영의 투명성은 기업내용의 공시를 통해 정보불균형이 해소될 때 달성될 수 있다는 점을 감안하여 증권거래법상의 기업내용공시제도를 중심으로 공시투명성 변수를 설정하였다. 공시투명성 변수의 구체적 설정내용과 설정사유는 <表 1>과 같다.

3.3. 公示透明性指數의 算出方法

2000년부터 2002년까지의 분석대상기간 중 1,761개(2000년 583개, 2001년 584개, 2002년 594개)의 상장법인에 대하여 公示透明性指數(Corporate Disclosure Transparency Index: CDTI)를 산정하였다.

공시투명성지수는 12개의 공시투명성 변수에 대하여 기업별 공시투명성 차이가 용이하게 비교될 수 있도록 공시정보의 질적 측면에서 공시의무 위반이 없고, 정보의 일관성과 적시성이 있어 신뢰성이 높으며, 양적 측면에서 절대적인 공시량이 많고, 정보보고자의 법규위반이 적은 기업에 높은 점수를 부여하는 방법으로(변수별로 2~21단계로 나누어) 산정하였다.

공시투명성지수는 100점을 만점으로 하였으며, 공시투명성 변수에 대한 가중치 부여방법 차이에 따른 편차문제를 해결하기 위해 가중치 부여방법을 달리하여 3가지 공시투명성지수(CDTI 1·2·3)를 산정하였는데, 그 구체적 내용은 <表 2>와 같다.

제1안(CDTI 1)은 모든 변수에 대하여 동일한 가중치를 부여하는 방법으로 총점 96점에 대하여 100점 만점으로 환산하여 계산하였다.

제2안(CDTI 2)은 분식회계 및 감사의견 변수에 34점을 부여하는 등 공시정보의 적정성요건에 50점의 가중치를 부여하는 방법이며, 제3안(CDTI 3)은 공시정보의 적정성요건 비중을 제1안 32점과 제2안 50점의 중간수준인 42점으로 하되, 공시정보의 양적요건인 완전성요건의 비중을 24점에서 33점으로 높이는 방법이다. 즉, 제1안은 연구자의 주관성이 배제된 방법이라고 할 수 있고, 제2안은 가장 주관성이 높은 방법이며, 제3안은 중간 정도의 방법이라 할 수 있겠다.

〈表 1〉 公示透明性 變數의 內容 및 設定事由

정보 요건	공시투명성 변수	공시투명성 변수 설정사유
적 정 성	발행·정기· 특수공시 위반	기업내용공시제도는 기업경영과 관련된 모든 정보를 적정하게 적시에 공 시하도록 하는 제도이므로 공시의무 준수여부는 정보의 신뢰성 및 정보 공유의 투명성과 직결됨
	수시공시 위반	
	분식회계	재무제표는 기업회계기준 및 회계감사기준에 따라 작성·감사되어야 하 는 바, 분식회계 사실이 적발되거나 감사의견이 적정의견이 아닌 기업은 회계정보의 신뢰성과 투명성이 낮음
	감사의견	
완 전 성	수시공시 총횟수	신뢰성에 문제가 없는 정보는 가능한 투자자에게 많이 제공될수록 좋으 며, 제공되는 공시횟수가 많을수록 정보공유의 투명성은 그만큼 높아지 는 것으로 볼 수 있음 * 정기공시의 횟수는 기업별로 같으며, 발행·특수공시 사항은 수시공시 의무가 동시에 부과되므로 수시공시 횟수가 공시량의 대용치로 적당함 * IR은 투자판단에 필요한 정보를 적극적으로 제공하는 행위이며, 자진 공시는 의무공시사항이 아님에도 자진하여 공시하는 것이므로 IR 및 자진공시 횟수가 많은 기업은 정보공유의 투명성이 높은 것으로 볼 수 있음
	IR 횟수	
	자진공시 횟수	
일 관 성	중요한 회계처리 기준 변경	유형자산의 감가상각방법 및 내용연수 등 중요한 회계처리기준을 임의로 변경하는 경우 회계정보의 기간별·기업별 비교를 어렵게 하는 등 회계 정보의 투명성이 낮아짐
적 시 성	재무제표 공표시기	재무제표 및 감사보고서는 외부감사 절차가 종료되면 가능한 빨리 공표 되는 것이 회계정보의 적시성 및 내부자거래 방지측면에서 투명성을 높 이는 길임
접 근 성	재무제표 영문공시	재무제표가 영문으로 작성·공시되는 경우 외국인투자자에 대한 정보의 접근성 제고측면에서 투명성이 높아지는 것으로 볼 수 있음 * 2000년 3월부터 모든 공시서류에 대하여 전자공시제도가 전면 시행됨 에 따라 공시정보에 대한 투자자의 접근에 제한이나 차별은 없어짐
보고자 의 도덕성	임원·주요주주의 단기매매 차익 반환	정보보고자인 임원·주요주주 등이 관련 법규를 위반하는 등 도덕성 및 준법성 측면에서 문제가 있는 경우 동 정보보고자가 보고하는 정보의 신 뢰성에도 부정적인 영향을 미치게 됨
	임원·주요주주의 지분변동 보고 위반	

〈表 2〉 公示透明性指數(CDTI) 算定方法

정보요건	공시투명성 변수	제1안 (CDTI 1)		제2안 (CDTI 2)		제3안 (CDTI 3)	
			소계		소계		소계
적정성	발행·정기·특수공시 위반	8점	32점	8점	50점	7점	42점
	수시공시 위반	8점		8점		7점	
	분식회계	8점		18점		14점	
	감사의견	8점		16점		14점	
완전성	수시공시 총횟수	8점	24점	10점	24점	20점	33점
	IR 횟수	8점		8점		7점	
	자진공시 횟수	8점		6점		6점	
일관성	회계기준 변경	8점		5점		5점	
적시성	재무제표 공표일자	8점		8점		7점	
접근성	재무제표 영문공시	8점		5점		5점	
도덕성	단기매매차익 반환	8점	16점	4점	8점	4점	8점
	지분보고 위반	8점		4점		4점	
계		96점		100점		100점	

註: CDTI 1은 100점 만점으로 환산: $96 \times 100 / 96$.

한편, 분석대상 1,761사의 2000년 1월부터 2002년 말까지의 공시투명성 변수의 기초통계내용은 〈表 3〉과 같다.

3.4. 公示透明性指數 算出結果

공시투명성 변수에 대한 가중치 부여방법에 따라 3가지 방법으로 계산된 公示透明性指數(CDTI)의 算出結果를 보면 다음과 같다. 2000년부터 2002년까지의 기간 중 우리나라 상장기업의 공시투명성지수의 평균은 CDTI 3의 2000년도(59.8)를 제외하면 60점대 수준을 나타내고 있다. 연도별로는 2000년 이후 3가지 공시투명성지수의 평균이 모두 상승추세를 나타내고 있는 가운데 표준편차도 같이 증가하는 양상을 나타내고 있다. 지수계산 방법별로는 CDTI 2의 평균이 가장 높았고 CDTI 1과 CDTI 3는 비슷한 수준을 보였다. 또한 공시투명성지수의 전체 분포는 3가지 지수 모두 평균에 밀집된 분포를 보였으며, 공시투명성지수의 구체적 분포현황은 〈表 4〉와 같다.

공시투명성지수의 기업규모별·업종별 현황, 기업집단 소속기업 및 지배구조모범기업 등의 현황을 CDTI 3을 중심으로 살펴보면 다음과 같다.

〈表 3〉 公示透明性 變數 基礎統計

(單位: 건)

투명성 변수	2000년	2001년	2002년	계
발행·정기· 특수공시 위반	21	9	21	51
수시공시 위반	35	6	26	67
분식회계	9	13	47	69
감사의견	한 정 27 부 적 정 1 의견거절 7	한 정 20 부 적 정 4 의견거절 9	한 정 17 부 적 정 0 의견거절 2	한 정 64 부 적 정 5 의견거절 18
	소계	35	33	19
수시공시 총횟수 ¹⁾	6,198 (10.6)	8,831 (15.1)	10,988 (18.5)	26,017 (14.8)
IR	77 (2.3)	68 (2.3)	125 (2.8)	270 (2.5)
자진공시	207 (1.5)	260 (1.7)	531 (2.1)	998 (3.6)
회계기준 변경	53	42	87	182
재무제표 공표일자	조기제출 165 (2.3일)	조기제출 325 (1.8일)	조기제출 333 (3.1일)	조기제출 823 (2.4일)
	지연제출 35 (6.4일)	지연제출 17 (6.8일)	지연제출 8 (11.4일)	지연제출 60 (7.2일)
단기매매차익 반환	14	15	20	49
지분보고 위반	74 (1.3)	340 (1.7)	440 (2.1)	854 (1.8)
재무제표 영문공시	18사	20사	22사	60사

註: 1) 수시공시 총횟수는 수시공시 총건수에서 정정건수를 차감하여 계산함.

2) 분석대상회사 1,761사 기준이며, ()는 실시·위반회사 평균임.

資料: 금융감독원(공시감독국·회계감독국), 한국증권거래소(상장공시부), 한국IR협의회.

공시투명성지수의 企業規模別 現況을 살펴보기 위해 우선 자산총액 1,000억원 미만은 소기업으로, 5,000억원 이상은 대기업으로, 1,000억원 이상 5,000억원 미만은 중기업으로 분류하였다. 분석대상 3개년도 모두 기업규모가 클수록 즉, 소기업보다는 중기업이, 중기업보다는 대기업의 공시투명성지수가 높은 가운데, 소기업 및 중기업의 공시투명성지

〈表 4〉年度別 公示透明性指數(CDTI) 現況

지수	연도	평균	표준편차	최대	최소	아래 4분 위수(Q1)	중간 (Q2)	위 4분 위수(Q3)
CDTI 1	2000	61.1	5.3	84	41	58	61	64
	2001	62.7	5.6	85	46	59	64	66
	2002	63.5	6.4	92	43	60	64	68
CDTI 2	2000	65.6	5.5	85	31	64	66	68
	2001	67.7	5.6	88	46	66	68	70
	2002	68.2	7.2	93	37	66	69	72
CDTI 3	2000	59.8	5.9	86	31	57	59	63
	2001	62.4	6.1	89	41	59	62	65
	2002	63.6	7.1	90	37	60	63	67

수는 전체 평균보다 낮았으나 대기업은 전체 평균보다 높았다. 한편, 2002년의 중기업의 경우를 제외하면 기업규모가 커질수록 공시투명성지수의 표준편차도 커지는 것으로 나타났다.

이처럼 대기업의 투명성지수가 높게 나타난 것은 공시투명성 변수 중 수시공시 총횟수 및 IR 횟수 등 정보의 절대적 제공량은 기업의 규모가 커지면 증가한다는 측면 외에도 각종 공시의무를 제때 성실히 이행하기 위해서는 공시전담 조직 및 인력 등이 소요되지만 이러한 공시시스템을 갖추는 것이 소기업보다는 대기업이 용이하다는 측면을 들 수 있겠다.

공시투명성지수의 業種別 現況을 살펴보면, 대다수 업종의 공시투명성지수 평균은 큰 차이를 보이지 않았다. 다만, 통신업의 경우 2000년 및 2002년의 공시투명성지수의 평균은 74.7 및 81.3으로 전체평균 59.8 및 63.6보다 유의적으로 높았으며, 서비스업도 비교적 높은 공시투명성 수준을 보였다.

年度別로는 2000년 평균 61.0에서 2002년 평균 59.4로 하락한 어업을 제외한 모든 업종의 2002년 공시투명성지수가 2000년도보다 상승하였다.

2002년의 공시투명성지수를 그룹별로 비교하여 보면 〈表 5〉와 같다. 지배구조모범기업, 투명회계대상기업, 기업집단 소속기업, 대기업, 중기업, 기업집단 비소속기업 및 소기업의 순으로 공시투명성지수의 평균이 높았다.

한편, CDTI 1 및 CDTI 2의 경우에도 위의 분석결과와 동일한 결과를 보였다.

〈表 5〉 그룹別 2002年の 公示透明性指數(CDTI 3) 比較

분포	지배구조 모범기업	투명회계 대상기업	기업집단 소속기업	대기업	중기업	기업집단 비소속기업	소기업
평균	78.8	69.3	67.2	67.1	63.2	62.9	61.1
표준편차	8.6	7.6	9.2	8.9	5.7	6.3	6.1

4. 公示透明性指數와 企業成果의 關係에 대한 實證分析

4.1. 假說의 設定

기업내용을 충실히 적극적으로 공시하는 기업 즉, 公示透明性이 높은 기업과 공시투명성이 낮은 기업은 市場의 信賴度에 차이가 있을 것이며, 이러한 市場의 신뢰도 차이는 企業의 經營成果 차이로 이어질 것이란 가정하에 다음과 같은 가설을 설정하였다.

假說 1: 공시투명성지수가 높은 기업은 낮은 기업에 비하여 市場의 평가가 높다.

공시투명성지수가 높은 기업은 낮은 기업에 비하여 기업내용에 대한 市場의 信賴度가 높을 것이다. 기업에 대한 이러한 신뢰도 차이는 기업가치에 대한 평가차이로 이어져 市場의 신뢰도가 높은 기업은 동일한 장부가치에 대하여 市場의 평가도 높을 것이다.

假說 2: 공시투명성지수가 높은 기업일수록 外國人投資者의 持分率이 높다.

외국인투자자는 개발도상국시장에 대한 투자시 후진적 기업지배구조와 기업내용공시제도 미정착에 따른 대주주의 회사재산 유용·착취(tunneling) 및 불공정거래 행위 등을 우려하여 투명성 정도를 중요한 투자판단기준으로 고려할 것이기 때문에 공시투명성지수가 높은 기업일수록 외국인투자자의 지분율도 높을 것이다.

외국인투자자의 이러한 투자경향은 우리나라에도 적용될 것이다.

假說 3: 공시투명성지수가 높은 기업일수록 機關投資者의 持分率이 높다.

기관투자자는 일반투자자들로부터 대규모 자금을 조성하여 주식시장에 투자함과 동시에 여러 투자자를 대리하여 투자기업에 대한 모니터링 기능을 수행하여야 하는 특성 때문에 공시투명성 정도를 중요한 투자판단기준으로 고려할 것이므로 공시투명성지수가 높은 기업일수록 기관투자자의 지분율도 높을 것이다.

假說 4: 大株主持分率이 높은 기업일수록 공시투명성지수는 낮다.

우리나라의 경우 ① 기업인수·합병시장 및 경영자시장이 발달하지 못한 점 ② 기업지배구조제도가 아직까지 제대로 정착하지 못한 점 ③ 증권집단소송제도가 도입·시행되지 못하고 있는 점 등을 감안할 때 내부정보 등을 이용한 대주주의 회사재산 유용·착취를 제도적으로나 시장기능에 의해 효과적으로 견제할 수단이 부족하기 때문에 지배주주의 공시의무 준수 등 경영정보 공유의지도 그만큼 약할 수밖에 없다. 그리고 대주주의 지분율이 높을수록 그만큼 대주주에 대한 기관투자자 및 일반투자자의 감시·견제기능은 약화될 수밖에 없기 때문에 대주주지분율이 높을수록 공시투명성지수는 낮을 것이다.

假說 5: 공시투명성지수가 높은 기업일수록 資本調達費用이 낮다.

공시투명성 변수 중 분식회계 및 감사의견은 신용등급 평가의 기초가 되는 재무제표의 신뢰성과 직접 관련되는 문제라는 점과, 공시투명성지수 차이는 기업내용에 대한 시장의 신뢰도 차이로 연결될 것이란 점을 감안할 때 공시투명성지수가 높은 기업은 회사채의 신용등급이 높을 것으로 예상할 수 있다. 선행연구 결과 帳簿價對比時價(price to book)比率은 시장전체 또는 개별기업의 자본비용에 대한 좋은 예측치인 것으로 나타났다.⁽²⁾ 공시투명성지수가 높은 기업은 假說 1에서 언급한 바와 같이 시장가치 대 장부가치비율(MBR)이 높을 것으로 예상된다. 이를 부채조달비용에 적용하면, 공시투명성지수가 높은 기업은 부채조달비용이 낮을 것이므로 負債調達費用(cost of debt)의 대응치인 무보증회사채의 신용등급이 높을 것으로 예상할 수 있다.

假說 6: 공시투명성지수가 높은 기업일수록 株價收益率의 變動性(Volatility)이 적다.

株式市場이 效率的(efficient market)이라면 주가는 주어지는 정보에 따라 즉시 변하게 된다. 그리고 그 변동폭은 투자자들이 주어진 정보에 대하여 반응하는 정도에 따라 달라지며, 투자자들의 정보에 대한 반응의 민감도는 당해 기업에 대한 시장의 신뢰도에 의해 크게 좌우될 것이다. 시장의 신뢰도가 높은 기업일수록 주어진 정보에 대해 투자자들은 상대적으로 덜 과민하게 반응할 것이다. 따라서 투자자들은 공시투명성지수가 높아 시장의 신뢰도가 높은 기업보다는 공시투명성지수가 낮아 시장의 신뢰도가 낮은 기업에 대한 정보를 불확실성이 높은 것으로 보아 주어진 정보에 대하여 보다 과민하게 반응할 것이다.

(2) Patel and Dallas(2002, p. 12) 참조.

假說 7: 지배구조모범기업 및 투명회계대상기업으로 선정된 기업은 공시투명성지수가 높다.

기업지배구조는 기업의 경영의사를 중립적으로 투명하게 결정할 수 있는 출발점이 되며, 회계정보는 투자판단에 가장 큰 영향을 미치는 정보라는 점에 비추어 볼 때, 주주의 권리보호·지배구조·공시가 우수한 지배구조모범기업과, 내부통제제도·감리결과의 투명성·외부감사인과의 협조성 등이 우수한 투명회계대상기업은 일반기업에 비하여 공시투명성지수도 높을 것으로 기대할 수 있을 것이다.

4.2. 標本の選定 및 變數의 定義

4.2.1. 標本の選定

본 연구의 가설을 실증적으로 검증하기 위하여 2000년부터 2002년까지의 분석대상기간 중 증권거래소 상장법인을 대상으로 다음의 조건을 만족하는 1,761개 기업을 표본으로 선정하였다.

첫째, 2002년 말 현재 증권거래소 상장법인으로 존속중인 기업만을 대상으로 하고 분석대상기간 중에 상장폐지된 기업은 MBR 산정시 시장가치 기준시점의 통일을 위해서 표본에서 제외하였다.

둘째, 은행 등 금융기관은 사업내용이 일반기업과는 근본적으로 다를 뿐만 아니라 적용법규, 감독기관의 감시(motiring) 강도, 법규위반시 제재 및 재무제표 계정과목의 성격 등이 일반기업과 상이한 점이 많기 때문에 종속변수 및 독립변수의 측정방법도 일반기업과는 달리할 필요성이 있는 점을 감안하여 62개 금융업 영위법인을 표본에서 제외하였다.

셋째, 한국상장회사협의회 기업정보웨어하우스 TS 2000 데이터베이스에 재무자료가 없는 기업을 제외하였다.

4.2.2. 變數의 定義

(1) 從屬變數

본 연구는 공시투명성이 기업성과 전반에 미치는 영향을 검증하기 위하여 기업의 시장가치, 소유구조, 자본조달비용 및 추가수익률의 변동성 등 4가지 유형의 6개 종속변수를 사용하였는데, 주요내용은 다음과 같다.

① 企業의 市場價値 測定

본 연구는 공시투명성이 높은 기업과 낮은 기업의 시장에서의 평균적(중기적) 평가차이 즉, 기업의 시장가치를 보고자 하므로 성과측정변수 중 Tobin's Q 및 MBR이 사용될 수 있겠으나, Tobin's Q의 경우 우리나라에서 자산의 대체원가자료를 구할 수 없기 때문에 자산대체원가의 대응변수를 사용할 경우의 측정상의 오류발생 가능성 등을 감안하여

MBR을 기업 시장가치의 대응변수로 사용하였다.

MBR의 구체적 산정방법은 Black, Jang, and Kim(2002)의 방법을 이용하였다.

$$MBR_{it} = MV_{it}/BV_{it}$$

$$= (\text{보통주주식수} \times \text{보통주 연말종가}) / (\text{자산장부가} - \text{부채장부가} - \text{우선주장부가})$$

MBR_{it}: t시점에서의 표본기업 i의 시장가치 대 장부가치비율

MV_{it}: t시점에서의 표본기업 i의 보통주 시가

BV_{it}: t시점에서의 표본기업 i의 보통주 장부가

한편, 기업투명성 이미지의 복합적 형성과 일정기간 지속 등의 특성을 감안할 때, MBR을 모든 기업에 대해 동일시점에 일률적으로 측정해도 무방한 것으로 보고, 본 연구에서는 보통주의 시가산정시 연말종가를 이용하였다.

② 所有構造 測定

공시투명성이 기업의 소유구조에 미치는 영향을 분석하기 위해 외국인투자자지분율, 기관투자자지분율 및 대주주1인지분율 3가지 종속변수를 사용하였다. 외국인투자자지분율은 사업보고서상의 소유자별 주식분포상황 중 외국인지분율을 사용하였다.

기관투자자지분율은 사업보고서상의 소유자별 주식분포상황 중 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사, 은행, 종합금융회사 및 상호저축은행 지분의 합계를 사용하였다.

또한 대주주1인지분율은 증권거래법 제54조의5 제4항 제2호의 규정에 의한 최대주주와 증권거래법 제36조 제3호의 규정에 의한 특수관계인의 지분합계가 가장 많은 자의 지분율로서 사업보고서상의 주식분포상황을 참조하였다.

③ 資本調達費用 測定

공시투명성이 負債調達費用에 미치는 영향을 분석하기 위해 부채조달비용의 대응치로 무보증회사채의 신용등급을 종속변수로 사용하였다.

신용등급 자료는 2000년 1월부터 2002년 12월까지 무보증회사채의 발행실적이 있는 회사 중 무보증회사채 발행년도의 한국신용평가의 최근 신용등급을 기준으로 하되, 한국신용평가의 신용등급이 없는 경우에는 한국신용정보 및 한국기업평가의 당해 연도 중 최근 신용등급을 사용하였다. 실제 분석에서는 신용등급을 점수화하여 이용하였는데, 그 방법은 D등급을 1점으로 하여 신용등급이 1단계 높아질 때마다 1점씩 높여 AAA등급을 20점으로 하였다.

④ 株價收益率의 變動性(Volatility) 測定

공시투명성이 변동성에 미치는 영향을 분석하기 위해 일일주가수익률의 연간변동성을 종속변수로 사용하였다. 일일주가수익률의 연간변동성(δy)은 한국증권연구원에서 제공하는 KSRI Stock Database의 일일주가수익률의 표준편차(δd) 자료에 250일의 연간 주식거래 일수를 적용하여 다음과 같이 연으로 환산하여 산정하였다.

$$\delta y = \delta d * \sqrt{250}$$

$$\therefore \delta d = \left(\frac{\sum_{i=1}^T r_{i,t}^2 - \left(\frac{1}{T}\right) \left(\sum_{i=1}^T r_{i,t}\right)^2}{T-1} \right)^{\frac{1}{2}}$$

$r_{i,t} = \ln(1 + i$ 증권의 t 일수익률)

T : i 증권의 연간실제거래일수

계산조건: T 가 증권거래일의 1/2 이상일 것

(2) 獨立變數

기업의 경영투명성이 기업성가에 미치는 영향을 분석하기 위한 설명변수로서 公示透明性指數(CDTI)를 사용하였다. 공시투명성 변수의 가중치 부여방법에 따라 3가지 방법으로 계산된 공시투명성지수를 모두 이용하였다.

(3) 統制變數

종속변수로 사용된 기업성과 변수들이 업종이나 기업규모 등에 따라 상당히 다를 수 있기 때문에 공시투명성이 기업성가에 미치는 순수효과를 관찰하기 위해 기업규모, 재무레버리지, 수익성, 성장성, 회전율, 고정비율 및 기업집단 Dummy를 통제변수로 사용하였다.

기업규모는 총자산에 자연대수를 취하여 사용하였다. 재무레버리지는 부채총계를 자본총계로 나눈 부채비율로 측정하였다. 수익성은 자본잠식기업에도 적용할 수 있는 장점이 있는 매출액순이익률(당기순이익/매출액)을 사용하였다. 또한 성장성의 대응치로 R&D지출액을 매출액으로 나눈 비율을 사용하였다. 회전율은 매출액을 총자산으로 나눈 총자산회전율을 사용하였다. 고정비율은 고정자산을 자본총계로 나누어 사용하였다.

마지막으로 기업집단 Dummy는 공정거래위원회가 발표하는 기업집단 소속기업인 경우에는 1, 아니면 0을 부여하는 변수이다. 기업집단은 2001년까지는 30대 대규모기업집단

을 발표하여 왔으나 2002년부터는 ‘상호출자제한 기업집단 등’으로 제도가 바뀌었다. 본 연구에서는 자료의 비교가능성을 고려하여 2002년의 경우 43대 상호출자제한 기업집단 등 가운데 30대까지만 기업집단으로 분류하였다.

4.3. 實證分析 模型

이상에서 설명한 변수를 가지고 본 연구에서는 다음과 같은 다중회귀모형을 사용하였다.

〈公示透明性指數와 市場價値와의 關係〉

$$MBR_{it} = \beta_0 + \beta_1 CDTI(1,2,3)_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Leverit + \beta_4 ROS_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Turnover_{it} + \beta_7 Fixit + \beta_8 DumGrit + \epsilon_{it}$$

〈公示透明性指數와 企業所有構造와의 關係〉

$$Foreign\ Rate_{it} = \beta_0 + \beta_1 CDTI(1,2,3)_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Leverit (Insti\ Rate_{it}, Owner\ Rate_{it}) + \beta_4 ROS_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Turnover_{it} + \beta_7 Fixit + \beta_8 DumGrit + \epsilon_{it}$$

〈公示透明性指數와 資本調達費用과의 關係〉

$$Credit\ Rating_{it} = \beta_0 + \beta_1 CDTI(1,2,3)_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Leverit + \beta_4 ROS_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Turnover_{it} + \beta_7 Fixit + \beta_8 DumGrit + \epsilon_{it}$$

〈公示透明性指數와 株價收益率의 變動性과의 關係〉

$$Stock\ Volatility_{it} = \beta_0 + \beta_1 CDTI(1,2,3)_{it} + \beta_2 Size_{it} + \beta_3 Leverit + \beta_4 ROS_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 Turnover_{it} + \beta_7 Fixit + \beta_8 DumGrit + \epsilon_{it}$$

여기서

MBR: 시장가치 대 장부가치비율 (Market to Book value Ratio)

Foreign Rate: 외국인투자자지분을

Insti Rate: 기관투자자지분을

Owner Rate: 대주주1인지분을

Credit Rating: 무보증회사채 신용등급

Stock Volatility: 일일주가수익률의 연간변동성

CDTI(1,2,3): 공시투명성지수(1안, 2안, 3안)

Size: 기업규모(ln 총자산)

Lever: 재무레버리지(부채비율: 부채총계/자본총계)

ROS: 매출액순이익률(당기순이익/매출액)

Growth: R&D/매출액

Turnover: 총자산회전율(매출액/총자산)

Fix: 고정자산/자본총계

DumGr: 30대 기업집단 소속회사는 1, 아니면 0

5. 實證分析 結果

실증분석에서 사용된 변수의 기초통계량은 <表 6>과 같다.

종속변수의 연도별 분포를 살펴보면, 2002년의 MBR을 제외하면 대체로 연도별 분포에 큰 차이를 보이지 않았다. 종속변수의 연도별 추세는 MBR, 외국인투자자지분율, 대주주 1인지분율 및 무보증회사채 신용등급은 증가추세를 나타내고 있고, 일일주식수익률의 연간변동성은 감소추세를 보이고 있다. 또한 기관투자자지분율은 감소 후 증가하는 양상을 나타내고 있다.

3가지 공시투명성지수별로 회귀계수의 크기, 부호 및 통계적 유의성 등에 큰 차이는

<表 6> 變數의 分布 現況(2000~2002)

구분	변수	표본수	평균	표준편차	최대	최소
종속변수	MBR	1,761	0.89	11.71	483.86	-47.74
	Foreign Rate(%)	1,715	5.87	12.11	93.13	0.00
	Insti Rate(%)	1,746	8.28	13.40	91.07	0.00
	Owner Rate(%)	1,612	36.40	17.73	92.95	0.96
	Credit Rating	392	12.14	3.48	20.00	1.00
	Stock Volatility	1,724	0.73	0.25	1.62	0.20
통제변수	Size	1,761	19.16	1.42	24.89	15.53
	Lever	1,761	2.88	25.25	706.39	-198.56
	ROS	1,761	-0.23	7.46	22.25	-298.35
	Growth	1,761	0.01	0.04	1.32	0.00
	Turnover	1,761	1.01	1.54	40.92	0.00
	Fix	1,761	2.19	14.34	269.55	-159.89
	Qratio	1,761	0.91	1.03	26.78	0.21

註: 독립변수인 공시투명성지수에 대한 기초통계는 <表 4> 참조.

보이지 않았다.

5.1. 公示透明性指數와 企業 市場價値와의 關係

공시투명성지수가 시장의 평가에 미치는 영향을 평가하기 위해 MBR을 종속변수로 한 다중회귀분석의 결과는 <表 7>과 같다.

공시투명성지수의 산정방법과 상관없이 3가지 공시투명성지수는 모두 MBR과 정(+)의 유의적인 상관관계를 가지는 것으로 나타나고 있다. 이는 본 연구의 가설과 일치할 뿐만 아니라 Patel, Balic, and Bwakira(2002) 및 Black, Jang, and Kim(2002)의 연구와도 일치된 결과를 보여 주고 있다. 공시투명성지수별로는 CDTI 1·2는 5% 수준에서, CDTI 3은 1% 수준에서 각각 MBR과 유의한 정(+)의 상관관계를 보였다. 공시투명성지수가 1점 높은 기업은 약 0.1% 정도 MBR이 높은 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 주식시장이 이미 기업별 공시투명성의 차이를 인식하여 공시투명성이 높은 기업의 가치를 높게 평가하고

<表 7> MBR에 대한 回歸分析 結果(2000~2002)

구분	CDTI 1	CDTI 2	CDTI 3
β_0	11.4398*** (2.71)	11.1760*** (2.62)	11.7865*** (2.92)
CDTI	0.1099** (2.54)	0.1023** (2.54)	0.1431*** (3.55)
Size	-0.9715*** (-4.55)	-0.9586*** (-4.52)	-1.0930*** (-5.00)
Lever	-0.1801*** (-5.79)	-0.1792*** (-5.76)	-0.1784*** (-5.74)
ROS	0.0067 (0.21)	0.0042 (0.13)	0.0041 (0.13)
Growth	0.7478 (0.14)	1.0146 (0.19)	0.4069 (0.07)
Turnover	0.0037 (0.02)	0.0056 (0.04)	-0.0017 (-0.01)
Fix	0.6991*** (12.75)	0.6975*** (12.72)	0.6957*** (12.71)
DumGr	1.1129 (1.41)	1.1291 (1.43)	1.0731 (1.36)
Adj R ²	0.2550	0.2551	0.2576

註: 1) ()는 t값임.

2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 각각 유의함.

있다는 반증이라고 하겠다.

공시투명성지수 외에 MBR과 기타 변수와의 관계를 살펴보면, 기업규모 및 재무레버리지는 MBR과 유의한 부(-)의 상관관계를 보였다. 또한 기업집단 소속기업은 일반기업에 비하여 MBR이 높은 것으로 나타났으나 통계적으로 유의하지는 않았다.

공시투명성지수가 MBR에 미치는 영향을 연도별로 살펴보면 다음과 같다.

2000년과 2002년은 CDTI 1·2·3가 모두 MBR과 1% 유의수준에서 정(+)의 상관관계를 보였다. 반면에 2001년의 경우에는 CDTI 1은 MBR과 부(-)의 상관관계를, CDTI 2·3은 MBR과 정(+)의 상관관계를 각각 보였으며, 통계적으로 유의하지는 않았다.

5.2. 公示透明性指數와 企業所有構造와의 關係

5.2.1. 公示透明性指數와 外國人投資者持分率과의 關係

공시투명성지수가 외국인투자자들의 투자 의사결정에 미치는 영향을 평가하기 위해 외

〈表 8〉 外國人投資者持分率에 대한 回歸分析 結果(2000~2002)

구분	CDTI 1	CDTI 2	CDTI 3
β_0	-63.8164*** (-13.70)	-64.8426*** (-13.78)	-61.1883*** (-13.74)
CDTI	0.2103*** (4.43)	0.2067*** (4.67)	0.2011*** (4.53)
Size	2.9385*** (12.51)	2.9517*** (12.65)	2.8370*** (11.76)
Lever	0.0050 (0.15)	0.0069 (0.20)	0.0074 (0.22)
ROS	-0.0243 (-0.69)	-0.0296 (-0.84)	-0.0270 (-0.76)
Growth	3.9011 (0.65)	4.3413 (0.73)	3.9283 (0.66)
Turnover	-0.2005 (-1.16)	-0.1984 (-1.15)	-0.2017 (-1.17)
Fix	-0.0374 (-0.62)	-0.0407 (-0.68)	-0.0423 (-0.71)
DumGr	2.1744** (2.52)	2.2108** (2.57)	2.1292** (2.47)
Adj R ²	0.1804	0.1814	0.1808

註: 1) ()는 t값임.

2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 각각 유의함.

국인투자자지분율을 종속변수로 한 다중회귀분석의 결과는 <表 8>과 같다. 3가지 공시투명성지수는 모두 외국인투자자의 지분율과 1% 수준에서 정(+)의 유의적인 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 본 연구의 가설과 일치하며, 송문현·장범식(2003)의 연구와도 일치되는 결과이다.

외국인투자자들은 우리나라 상장기업의 공시투명성이 신뢰할 만한 수준에 이르지 못했다고 보고, 주식투자시 공시정보의 적정성(신뢰성)·완전성·일관성·접근성 및 정보보고자의 도덕성 등을 중요한 요소로 고려하고 있다고 유추해 볼 수 있겠다. 실제로 공시투명성지수가 1점 높은 기업에 대한 외국인투자자의 지분율은 평균적으로 약 0.2% 정도 높은 것으로 나타났다.

공시투명성지수 외에 외국인투자자의 지분율과 유의적인 관계를 보이는 변수는 기업규모 및 기업집단 Dummy 변수였다. 외국인투자자지분율과 기업규모는 1% 수준에서, 기업집단 Dummy는 5% 수준에서 각각 유한한 정(+)의 상관관계를 보였다.

5.2.2. 公示透明性指數와 機關投資者持分率과의 關係

공시투명성지수가 기관투자자들의 투자사결정에 미치는 영향을 평가하기 위해 기관투자자지분율을 종속변수로 한 다중회귀분석의 결과는 <表 9>와 같다.

CDTI 1·2·3 모두 기관투자자의 지분율과 부(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. CDTI 2의 경우에만 10% 수준에서 통계적 유의성을 보였다. 따라서 본 연구의 가설은 수용되지 않고 있다.

이러한 결과는 2가지 관점에서 설명될 수 있겠다.

첫째, 기관투자자는 투자자금을 맡긴 일반투자자를 대리하여 투자기업에 대한 모니터링 기능을 수행하여야 하는 당위성에도 불구하고, 우리나라에서 기관투자자의 소유권 및 의결권의 제한되고 있는 등의 제약으로 인하여 기관투자자들이 감시자로서의 역할을 제대로 수행하지 못하고 있다는 측면이다.

둘째, 우리나라의 기관투자자들은 외국인투자자에 비하여 상대적으로 공시투명성을 중요한 투자판단기준으로 고려하지 않고 있다는 측면이다.

한편, 통제변수 중 기업규모 및 고정비율은 기관투자자지분율과 통계적으로 유의한 정(+)의 상관관계를 나타내었으나, 재무레버리지 및 기업집단 Dummy와는 유의한 부(-)의 상관관계를 보였다.

5.2.3. 公示透明性指數와 大株主1人持分率과의 關係

공시투명성지수와 대주주1인지분율과의 관계를 검증하기 위해 대주주1인지분율을 종속변수로 한 다중회귀분석의 결과는 <表 10>과 같다. 3가지 공시투명성지수는 모두 대주주

〈表 9〉機關投資者持分率에 대한 回歸分析 結果(2000~2002)

구분	CDTI 1	CDTI 2	CDTI 3
β_0	-43.1146*** (-7.93)	-42.6122*** (-7.76)	-44.3514*** (-8.53)
CDTI	-0.0846 (-1.52)	-0.0852* (-1.65)	-0.0739 (-1.43)
Size	2.9702*** (10.83)	2.9673*** (10.89)	2.9980*** (10.65)
Lever	-0.0838** (-2.10)	-0.0847** (-2.12)	-0.0847** (-2.13)
ROS	-0.0023 (-0.05)	-0.0000 (-0.00)	-0.0014 (-0.03)
Growth	-4.7092 (-0.67)	-4.8650 (-0.69)	-4.7828 (-0.68)
Turnover	0.2053 (1.01)	0.2045 (1.01)	0.2046 (1.01)
Fix	0.1760** (2.51)	0.1774** (2.53)	0.1778** (2.53)
DumGr	-3.4953*** (-3.46)	-3.5066*** (-3.47)	-3.4771*** (-3.44)
Adj R ²	0.0711	0.0713	0.0709

註: 1) ()는 *t*값임.

2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 각각 유의함.

1인지분율과 정(+)의 상관관계를 보였다. 이중 CDTI 2의 경우에만 5% 수준에서 통계적 유의성을 보였다. 따라서 본 연구의 가설은 수용되지 않고 있다. 이는 6대 개발도상국시장 중 한국만 투명성점수와 대주주지분율과의 관계가 정(+)의 상관관계를 보였다는 Patel, Balic, and Bwakira(2002)의 연구결과와 일치하고 있다.

이는 다음 2가지의 관점에서 설명될 수 있겠다. 첫째는 외국인투자자들이 대주주1인에 대한 감시·견제기능을 효율적으로 수행하고 있다는 측면을 들 수 있겠다.

두 번째는 외환위기 이후 구축한 사외이사, 상근감사 등 기업지배구조제도의 예상보다 빠른 정착과, 공시정보 확충 및 위반에 대한 제재강화에 따라 대주주의 불공정행위 유인이 제도적으로 통제되고 있다는 측면을 들 수 있겠다.

한편, 매출액순이익률은 대주주1인지분과 1% 수준에서 통계적으로 유의한 정(+)의 상관관계를 나타내었는데, 이는 수익성이 높은 가치있는 기업에 대해서는 대주주가 지분율

〈表 10〉 大株主1人持分率에 대한 回歸分析 結果(2000~2002)

구분	CDTI 1	CDTI 2	CDTI 3
β_0	25.4479*** (3.32)	19.4027** (2.50)	24.2096*** (3.31)
CDTI	0.0199 (0.25)	0.1567** (2.13)	0.0759 (1.03)
Size	0.5734 (1.48)	0.4044 (1.05)	0.4580 (1.15)
Lever	-0.0440 (-0.34)	-0.0555 (-0.43)	-0.0491 (-0.38)
ROS	0.5747*** (2.96)	0.5433*** (2.79)	0.5647*** (2.91)
Growth	-19.6458** (-2.04)	-20.5771** (-2.15)	-20.1829** (-2.10)
Turnover	-0.6977** (-2.51)	-0.7118** (-2.56)	-0.7050** (-2.54)
Fix	-0.0088 (-0.05)	0.0069 (0.04)	-0.0022 (-0.01)
DumGr	-1.0972 (-0.77)	-1.0690 (-0.75)	-1.1130 (-0.78)
Adj R ²	0.0121	0.0148	0.0127

註: 1) ()는 t값임.

2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 각각 유의함.

을 늘리고 있다는 것을 보여 주고 있다.

5.3. 公示透明性指數와 資本調達費用과의 關係

공시투명성지수가 부채조달비용에 미치는 영향을 평가하기 위해 무보증회사채의 신용등급을 종속변수로 한 다중회귀분석의 결과는 〈表 11〉과 같다.

3가지 공시투명성지수는 모두 무보증회사채의 신용등급과 1% 유의수준에서 정(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났는데, 이는 본 연구의 가설과 일치할 뿐만 아니라 공시정보의 양이 증가하면 부채조달비용이 감소한다는 Sengupta(1998)의 연구와도 일치한다. 공시투명성지수가 1점 높은 기업에 대한 회사채 신용등급은 평균적으로 0.07~0.08% 정도 높은 것으로 나타났다. 상관관계는 유의적으로 존재하지만 공시투명성지수에 변동에 대한 회사채 신용등급의 변동폭은 현재 작은 것으로 나타났다.

한편, 통제변수 중 기업규모, 매출액순이익률 및 기업집단 Dummy 변수는 회사채 신

〈表 11〉 會社債 信用等級에 대한 回歸分析 結果(2000~2002)

구분	CDTI 1	CDTI 2	CDTI 3
β_0	-10.8328*** (-4.41)	-12.0453*** (-4.84)	-10.0292*** (-4.16)
CDTI	0.0678*** (2.85)	0.0862*** (3.74)	0.0710*** (3.05)
Size	0.9127*** (6.82)	0.8909*** (6.83)	0.8582*** (6.13)
Lever	-0.1285 (-1.34)	-0.1317 (-1.39)	-0.1352 (-1.41)
ROS	0.3545*** (3.54)	0.3641*** (3.66)	0.3723*** (3.70)
Growth	3.3444 (0.63)	3.3373 (0.64)	3.2204 (0.61)
Turnover	-0.0214 (-0.34)	-0.0201 (-0.32)	-0.0213 (-0.34)
Fix	0.0545 (0.43)	0.0615 (0.49)	0.0656 (0.52)
DumGr	0.8543** (2.23)	0.9234** (2.42)	0.8929** (2.33)
Adj R ²	0.3401	0.3498	0.3420

註: ()는 t값이며, ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 각각 유의함.

용등급과 유의적인 정(+)의 상관관계를 보였으며, 회사채 신용등급과 성장성은 정(+)의 상관관계를, 부채비율은 부(-)의 상관관계를 보이는 등 대체로 예상했던 관계를 보였다.

5.4. 公示 투명성指數와 株價收益率의 變動性과의 關係

공시투명성지수가 주가수익률의 변동성에 미치는 영향을 평가하기 위해 일일주가수익률의 연간변동성을 종속변수로 한 다중회귀분석의 결과는 〈表 12〉와 같다.

3가지 공시투명성지수는 모두 일일주가수익률의 연간변동성과 1% 유의수준에서 부(-)의 상관관계를 보였다. 이는 투명성지수가 높아지면 주가수익률의 불안정성이 감소한다는 송문현·장범식(2003)의 연구와도 일치하는 것이다.

주가의 변동폭은 주어진 정보에 대하여 투자자들이 반응하는 정도에 따라 달라진다고 볼 때, 공시투명성이 낮은 기업은 시장의 신뢰도가 낮기 때문에 주어진 정보에 대하여 보다 민감하게 반응하게 된다고 볼 수 있다.

〈表 12〉 株價收益率의 變動性에 대한 回歸分析 結果(2000~2002)

구분	CDTI 1	CDTI 2	CDTI 3
β_0	1.8168*** (18.26)	1.9232*** (19.32)	1.7955*** (18.94)
CDTI	-0.0048*** (-4.75)	-0.0067*** (-7.17)	-0.0060*** (-6.34)
Size	-0.0412*** (-8.19)	-0.0390*** (-7.88)	-0.0365*** (-7.12)
Lever	0.0012 (1.62)	0.0011 (1.55)	0.0011 (1.53)
ROS	-0.0012 (-1.65)	-0.0010 (-1.39)	-0.0011 (-1.51)
Growth	0.2689** (2.04)	0.2756** (2.11)	0.2860** (2.18)
Turnover	0.0011 (0.30)	0.0013 (0.35)	0.0013 (0.36)
Fix	-0.0011 (-0.83)	-0.0010 (-0.76)	-0.0009 (-0.72)
DumGr	-0.0154 (-0.83)	-0.0163 (-0.88)	-0.0136 (-0.74)
Adj R ²	0.0992	0.1139	0.1082

註: 1) ()는 t값임.

2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 각각 유의함.

5.5. 其他

한국기업지배구조개선지원센터 및 한국회계학회가 발표하고 있는 지배구조모범기업 및 투명회계대상기업의 공시투명성지수가 일반기업과 차이가 있는지 비교·검증하여 봄으로써 동 시상제도 및 본 연구의 객관성을 간접적으로 검증해 보았다.

먼저 2000년부터 2002년까지 지배구조모범기업으로 선정된 기업과 일반기업의 공시투명성지수의 분포현황은 〈表 13〉과 같다.

3가지 공시투명성지수 모두 지배구조모범기업의 평균과 표준편차가 일반기업보다 큰 것으로 나타났다. 지배구조모범기업과 일반기업의 공시투명성지수 평균차이에 대한 t값을 보면 3가지 공시투명성지수 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 차이가 있다는 것을 보여주고 있다.

두 번째로 2000년부터 2002년까지 투명회계대상기업으로 선정된 기업과 일반기업의 공

〈表 13〉支配構造模範企業과 一般企業의 公示透明性指數 比較(2000~2002)

공시투명성지수	구분	평균	표준편차	t값
CDTI 1	지배구조모범기업	73.36	8.98	5.770***
	일반기업	62.29	5.70	
CDTI 2	지배구조모범기업	77.77	7.16	8.140***
	일반기업	67.03	6.14	
CDTI 3	지배구조모범기업	74.50	8.50	6.997***
	일반기업	61.78	6.38	

註: 1) 지배구조모범기업과 일반기업은 각각 22사, 1,739사이며, t값은 지배구조모범기업과 일반기업의 평균차이에 대한 t값임.

2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 각각 유의함.

〈表 14〉透明會計大賞企業과 一般企業의 公示透明性指數 比較(2000~2002)

공시투명성지수	구분	평균	표준편차	t값
CDTI 1	투명회계대상기업	68.22	5.19	2.973***
	일반기업	62.40	5.86	
CDTI 2	투명회계대상기업	72.89	5.04	2.755***
	일반기업	67.13	6.26	
CDTI 3	투명회계대상기업	68.00	6.16	2.781**
	일반기업	61.90	6.55	

註: 1) 투명회계대상기업과 일반기업은 각각 9사, 1,752사이며, t값은 투명회계대상기업과 일반기업의 평균차이에 대한 t값임.

2) ***는 1%, **는 5%, *는 10% 수준에서 각각 유의함.

시투명성지수의 분포현황은 〈表 14〉와 같다. 공시투명성지수의 평균은 투명회계대상기업이 일반기업보다 컸으나, 표준편차는 투명회계대상기업이 일반기업보다 작았다.

투명회계대상기업과 일반기업의 공시투명성지수 평균차이에 대한 t값을 보면 CDTI 1·2는 1% 수준에서, CDTI 3는 5% 수준에서 각각 통계적으로 유의하게 차이가 있다는 것을 보여 주고 있다.

따라서 지배구조모범기업 및 투명회계대상기업 선정제도는 공시투명성 관점에서도 타당성이 있는 것으로 보이며, 역으로 본 연구의 공시투명성지수도 일견 객관성을 갖는 것으로 볼 수 있겠다.

6. 結 論

본 연구는 기업내용공시제도를 중심으로 기업별로 공시투명성지수를 산출한 후 동 지수가 기업의 성과에 미치는 영향을 종합적으로 분석하고, 기업경영의 투명성과 기업의 성과가 유의적인 관계가 있음을 발견하였다.

본 연구가 지니고 있는 한계점은 다음과 같다.

첫째, 공시투명성지수를 산출을 위해 공시의무 위반 및 분식회계 변수를 사용함에 있어서, 법규를 위반하였지만 적발되지 않은 기업과 정상기업을 동일하게 취급하는 문제점이 있다. 둘째, 공시투명성 변수 중 정보보고자의 도덕성요건과 관련하여 내부자거래 및 시세조종 변수가 연구목적에 가장 부합할 수 있는 변수로 생각하였으나 자료입수가 어려워 본 연구에서는 임원·주요주주의 단기매매차익 반환 및 지분보고 위반변수를 사용하였다. 셋째, 본 연구에서는 MBR 산정시 시장가치 계산 기준시점의 통일을 위해 2002년 말 현재 증권거래소에 상장되어 있는 기업만을 대상으로 하고, 사업보고서 미제출 및 의견거절 감사의견 등 공시의무를 심하게 위반하여 상장폐지된 기업은 분석대상에서 제외하였으나, 이들 기업을 포함하면 공시투명성과 경영성과 간의 관계가 지금보다 뚜렷하게 검증될 수 있을 것으로 생각된다. 넷째, 본 연구의 회귀분석에서는 기업성과측정 종속변수에 상관없이 동일한 통제변수를 사용하고 있으나, 종속변수별로 통제변수를 달리 선정할 필요가 있다.

본 연구결과의 政策的 示唆點은 다음과 같다.

먼저, 감독기관은 공시대상 정보를 지속적으로 확충함과 동시에 공시내용에 대한 심사 및 조사를 한층 강화하여 위반기업을 적출하고, 적출된 위반기업에 대해서는 제재를 지금보다 엄격하게 하는 한편, 모든 위반 및 조치내용을 공개하여 투자자들이 이를 쉽게 알 수 있도록 할 필요가 있다.

투자자들은 공시투명성을 중요한 투자판단기준으로 고려할 필요가 있다.

신용평가회사는 회사채 등의 신용평가지 공시투명성 요소를 적극 반영하는 노력이 필요하다.

기업은 공시의무를 성실히 적극적으로 수행하는 등 투명경영을 실현하지 못하면, 시장에서 기업의 가치를 제대로 평가받고 경쟁력있는 기업으로 생존하기 어렵다는 인식을 새로이 할 필요가 있다.

高麗大學校 經營大學 經營學科 教授

136-701 서울특별시 성북구 안암동 5가 1번지

전화: (02)3290-1918

팩스: (02)927-3795

E-mail: phillee@korea.ac.kr

金融監督院 資産運用監督局 首席調査役

150-743 서울특별시 영등포구 여의도동 27번지

전화: (02)3786-8321

팩스: (02)3786-8318

E-mail: ryukh20@fss.or.kr

參 考 文 獻

금융감독원(2001): 『유가증권 발행·기업공시 안내』.

금융감독원(2002): 『기업공시제도 해설』.

김원기(1999): “기업경영의 투명성보장과 공시-OECD원칙의 ‘공시와 투명성’을 중심으로,” 『기업법연구』, 4, 43~68.

송문현·장범식(2003): “코스닥등록기업의 투명성지수에 관한 연구,” 코협연구보고서 03-1.

이필상(2002): 『재무관리』, 제4판, 서울, 박영사.

조준희(2002): “기업의 IR 활동이 주가에 미치는 영향에 관한 연구,” 박사학위 논문, 홍익대학교 대학원.

한정화·배종석(2001): “벤처기업 경영투명성 수준의 영향요인에 관한 실증연구,” 『경영학연구』, 30, 4, 1291~1316.

홍창목(2000): “경영투명성 제고를 위한 회계정보의 역할,” 『복악경영연구』, 6, 173~188.

황인태(1996): “IR이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구,” 『한남대학교 산업경영연구』, 10, 127~147.

Black, B., Hasung Jang S., and Woochan Kim(2002): “Does Corporate Governance Affect Firm Value?: Evidence from Korea,” Stanford Law School John M. Olin Program in Law and

- Economics, Working Paper.
- Botosan, C., and M. Plumlee(2002): “A Re-examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital,” *Journal of Accounting Research*, **40**, 21~40.
- Chen, Kevin C.W., Zhihong Chen, and K.C. John Wei(2003): “Disclosure, Corporate Governance, and the Cost of Equity Capital: Evidence from Asia’s Emerging Markets,” May 10.
- Elorrieta, A. M, and Brazil Price Waterhouse Coopers(2002): “Disclosure and Transparency, Accounting and Auditing, the Third Meeting of the Latin American Corporate Governance Roundtable sponsored by OECD and the World Bank.”
- Florini, A. M.(1999): “Does the Invisible Hand Need a Transparent Glove? The Politics of Transparency, the Annual World Bank Conference on Development Economics,” April 28~30.
- Gelos, R. Gaston, and Shang-Jin Wei(2002): “Transparency and International Investor Behavior,” NBER Working Paper **9260**.
- Healy, P., A. Hutton, and Paleupu(1999): “Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Increases in Disclosure,” *Contemporary Accounting Research*, **16**, 485~520.
- Mehrez, G., and D. Kaufmann(1999): “Transparency, Liberalization, and Financial Crises,” Working Paper.
- Patel, Sandeep A., Amra Balic, and Liliane Bwakira(2002): *Measuring Transparency and Disclosure at Firm-Level in Emerging Markets*, Standard & Poor’s, May.
- Patel, Sandeep A., and George Dallas(2002): *Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results-United States*, Standard & Poor’s, October 16.
- Sengupta, P.(1998): “Corporate Disclosure Quality and Cost of Debt,” *Accounting Review*, **73**, 459~474.
- Thompson, P.(2000): “BT to Launch Index on Corporate Transparency,” *The Business Times*.
- Vishwanath, Tara, and Daniel Kaufmann(1999): *Towards Transparency in Finance and Governance*, The World Bank, Draft, September 6.
- Welker, M.(1995): “Disclosure Policy, Information Asymmetry, and Liquidity in Equity Market,” *Contemporary Accounting Research*, **11**, 801~827.