

자율공시의 정보효과

원현우* · 남기석**

The Information Content of Voluntary Disclosure

Abstract

Although there has been no in-depth research or discussion on voluntary disclosure, it is being expanded for reducing companies' burden of timely disclosure and for providing diverse types of information to investors. Because there is no regulation enforcing voluntary disclosure, there can be problems in reliability and discretion excluding unfavorable information. If reliability is not secured in voluntary disclosure, we cannot exclude the possibility that the expansion of the voluntary disclosure system may weaken managerial transparency of firms.

Thus, the present study examined what differences there are in the information effect of voluntary disclosure between companies that had made disclosure sincerely and those that had made it insincerely in the past.

According to the results of the empirical analysis, those with poor quality of disclosure had a larger variation of abnormal trading. This suggests that when an unreliable company makes a voluntary disclosure, the unreliable disclosure confuses the market and increases the variation of trading volume.

Thus, the market's autonomous response to voluntary disclosure can bring confusion to the market, and damage to investors. Therefore, rather than indiscreet expansion of voluntary disclosure, it is considered necessary to develop regulations on disclosure and the assessment of the reliability of companies' disclosure based on various studies.

* 한국외국어대학교 일반대학원 경영학과 대학원생

** 한국외국어대학교 글로벌경영대학 부교수

I. 서론

1. 연구의 배경과 목적

자본시장에서 기업의 주요 정보를 보고하도록 하는 공시제도는 자본시장의 효율성 확보와 투자자 보호를 위해 중요하다. 시장에 제공되는 신뢰성 있는 정보는 근거 없는 소문 등으로 인한 폐해로부터 투자자를 보호할 뿐만 아니라 건전한 투자를 유인함으로써 자원의 효율적 배분을 촉진하는 기능을 갖는다. 이에 따라 세계 각국에서는 공시제도를 법제화하여 증권시장의 효율성과 거래의 공정성을 확보하려는 노력을 기울이고 있다.

현행 우리나라의 공시관련 법규는 증권발행인이 기업공개 후에 투자자에게 필요한 정보를 정기적·비정기적으로 공시하도록 유통시장 공시제도를 마련하고 있다. 정기공시는 일정기간 동안 기업의 영업 및 재무상태에 관한 사항을 공시하는 제도로 우리나라에서는 연차, 반기, 분기 보고서 및 연결, 결합재무제표를 채택하고 있다. 비정기 공시로는 수시공시와 특수공시가 있다. 수시공시는 기업경영활동과 관련된 사항 중에서 투자자의사결정에 영향을 미치는 내용을 실시간으로 공시하는 제도이며 특수공시는 기업실체의 변동 및 기업소유구조의 변동을 초래하는 내용 등을 공시하는 제도를 말한다. 정기공시와 특수공시 그

리고 자율공시를 제외한 수시공시는 기업의 이해관계자에 대한 최소한의 공시로서 이를 위반하는 경우 규제당국으로부터 여러 제재를 당한다는 점에서 강제공시에 해당된다. 정기공시가 기업회계기준에 의해 규제되듯이 상장기업의 수시공시는 유가증권시장 공시 규정에 의한 규제가 있지만 수시공시 속에 포함되어있는 자율공시(voluntary disclosure)¹⁾는 강제적인 규정이 없다. 자율공시가 제도권 하에서의 공시이기는 하나 자발적 공시라고 하는 투자설명회와 유사하여 투자설명회에서 제기되는 경영자의 거짓 보고는 제외한다는 임의성의 문제가 일어날 수 있다. 정우성, 오현미(1997)는 자발적으로 공시한 기업은 가능한 과대예측을 선호하는 것으로 나타나고, 대기업을일수록 예측정보를 자발적으로 공시하려는 경향이 높다고 보고했다. 손성규, 전영순(1999)은 공시의 주요 대상이 다른 공시 경로 별(IR, 경제, 일간신문)로 예측정보의 정확성 및 편의에 체계적 차이가 있다고 하였다. 즉 자발적 공시의 신뢰성은 공시의 대상에 따라 달라질 수 있다는 것이다. 그 후 김연화, 손성규(2007)의 연구에서도 기업의 공시선택권이 부여된 경우 약재보다는 호재가 더 많이 공표되는 연구결과를 발표하였다.

1) 2005년 12월 23일 유가증권시장공시규정의 개정을 통해 자진공시를 자율공시로 일원화하여 사용한다.

실제로 자율공시의 기업과 투자자 사이의 정보비대칭을 줄이는 순기능적인 역할을 충분히 못한다는 선행연구는 자율공시에 임의성이 개입되는 문제를 뒷받침하고 있다.

현재 자율공시에 대한 심층적인 연구와 논의가 없음에도 불구하고 최근에는 자율공시를 확대²⁾ 시행하고 있다. 만약 자율공시의 신뢰성이 확보되지 않는다면 자율공시제도의 확대시행이 기업의 경영투명성을 약화시킬 가능성을 배제할 수 없으며 자율공시제도를 남발하거나 악용하는 경우 시장에 왜곡된 정보를 제공하여 투자자에게 피해를 줄 가능성도 있다. 지금까지는 주로 기업회계기준을 근거로 한 정기공시가 주된 연구 대상이지만 투자의사결정이 단기에 이루어지는 경우 분기, 반년 또는 1년에 한번 공시되는 정기공시에 비해 적시에 제공되는 수시공시 중 하나인 자율공시가 중요시 될 수 있다.

지금까지의 연구에 따르면 정기공시의 정보효과로서 정보 불균형 감소효과와 자발적 공시의 거래량반응을 통한 정보효과는 검증되었지만, 기업 차이에 따른 자발적 공시의 정보효과 특히, 과거

에 공시를 성실히 한 기업과 불성실하게 한 기업의 시장반응의 차이에 대한 연구는 아직 제대로 이뤄지지 않았다. 이와 비슷한 연구로는 이원창, 황현선(2001)의 정보위험을 고려한 자발적 예측공시가 공시일 전후 비정상적 거래량 증가를 보인다는 연구가 있으나, 정보위험별로 기업을 구분하기 위한 객관적 기준이 없어 불성실공시지정법인과 절대예측오차를 가지고 구분하였다. 하지만 이는 집단간 정보위험의 차이를 명확히 구분했다고 확신하기 힘들고, 예측치 또한 IR 및 매일경제신문을 통한 예측 정보이므로 제도권 내의 공시인 자율공시와는 차이점을 보일 수가 있다. 또한 자율공시 사항은 의무공시 사항에 비해 사업계획 등 가변적이고 주관적인 보고이므로 공시내용을 변경 또는 반복한 경우 불성실공시 법인으로 지정하도록 하지만 실제 자율공시에 대해 불성실공시로 지적된 경우는 거의 없다. 따라서 본 연구에서는 공시의 신뢰성³⁾을 반영하여 공시의 성격⁴⁾에 따라 자율공시의 정보효과에 어떤 차이점이 생기며 시장의 반응은 어떠한지를 알아보고 최근 자율공시의 확대와 관련하여 어떤 정책적인 시사점을 반영할 수 있는지 살펴보고자 한다.

2) 2006년 4월 1일부터 의무 수시공시사항은 기존 232개에서 134개로, 자진공시의 형식으로 운영되고 있는 자율공시 사항은 9개에서 43개 항목으로 확대되었고 기업은 규정에 없는 중요사항에 대해서도 자율적으로 공시할 수 있도록 함.

3) 본 논문에서는 공시의 신뢰성을 반영하기 위해 (사)한국기업지배구조원센터에서 평가한 기업별 공시점수로 공시 우량/불량 기업으로 구분하였다.

4) 본 논문에서는 공시의 성격을 호재/악재/중립, 투자/채무/영업/기타로 구분하였다.

II. 선행연구의 검토

1. 정보효과에 관한 선행연구

Beaver(1968)는 NYSE 상장기업을 대상으로 이익공시 시점에 주가변동과 거래량이 모두 유의하게 증가하여 정보효과가 있다고 판단하였으며 Lev and Ohlson (1982)은 시장이 특정정보에 대하여 효율적일 경우 주가변동이 없는 상황에서 개별투자자들이 거래를 통하여 자기의 효용이나 부를 증가시킬 수 있다고 기대하면 거래는 발생한다고 설명하였다. 주가변동은 공시된 정보가 시장전체 평균 기대치에 미치는 효과를 반영하지만, 거래량변동은 그 정보가 개별투자자들에게 미치는 영향을 나타낸다. 즉 주가는 공시기업의 내재가치에 대한 개별투자자들의 기대치가 서로 평균화된 후 시장 평균기대치를 나타내지만 거래량은 개별투자자들의 모든 거래활동의 합을 나타낸다(Beaver, 1968; Bamber, 1987; Kim and Verrecchia, 1991). 이는 공시의 정보효과가 시장에서 주가 변동과 거래량의 변화로 표현된다는 것을 뜻한다.

국내 연구로는 장지인, 전영순(2003)이 정기 주총일 이전 경제신문 등 신문매체를 통해 가결산 정보를 자발적으로 공시하는 기업의 사전 공시 정보효과 및 실적치가 확정되는 정기 주총일의 주가반응에 대한 선점효과를 분석한 결과, 사전

공시일 이후 초과수익률은 유의한 양의 값을 보이며 사전 공시를 수행한 경우 정기 주총 일에는 유의하지 않은 주가반응을 보이는 것으로 보고하였다. 그리고 전성빈(2006)은 수시공시의 정보효과를 거래량과 주식수익률을 통하여 분석한 결과 기대 거래량에 비해 평균적으로 비정상적인 증가를 보였으며 분산도 평균적으로 유의하게 큰 것으로 나타나 수시공시의 정보 유용성을 입증하였다.

2. 주가변동에 관한 선행연구

Ball and Brown(1968)은 최초로 주가반응을 통하여 이익의 정보효과를 검증하였으며 Waymire(1984)는 미국 Wall Street Journal에 나타난 경영자 이익예측을 이용하여 정보효과가 있는 지를 분석하였다. 그는 경영자의 이익 예측치가 조정되어 발표될 경우 유의적인 주가반응을 보인다고 하였다. Ajinkya and Gift (1984)는 경영자의 이익증가예측이 주가와 유의한 양의 반응을 보이는 반면 이익감소예측의 경우는 음의 주가반응을 보임을 검증하였다. 그리고 Francis et al.(1997)는 미국 경영자와 재무분석가 모임에서 발표되는 정보를 분석하여, 발표 이후 주가변동은 없었으나 주가가 낮은 주식의 경우 주가가 상승하는 경향이 있다고 하였다.

국내연구에서는 손성규(1997a)가 재

무분석가들이 사용하는 IR정보의 정보 효과가 없음을, 손성규, 전영순(1997b)은 연구에서는 IR활동과 경제기사에 대한 주가 반응이 없음을 밝혔다. 이는 재무분석가에게는 신뢰성 있는 정보로 이용되지만 주식시장에서 투자자들에게는 의사결정에 영향을 미치지 않기 때문이라고 하였다.

3. 거래량변동에 관한 선행연구

거래량반응에 관한 최초의 실증적 연구자인 Beaver(1968)는 이익공시에 따라 주가반응과 거래량 반응을 분석하여 회계이익공시가 거래량 변동에 정보효과가 있음을 보여주었다. 그는 주가반응과 거래량반응은 정보효과와 다른 측면을 반영하므로 양자의 반응이 서로 다른 방향으로 나타날 수 있고, 비기대이익과 기업규모는 초과거래량과 양의 관계에 있으며, 기업규모는 초과거래량과 음의 관계가 있다고 하였다. 그 후 Lev and Ohlson(1982)은 특정정보가 공시되는 시점에서 주가변동 없이 나타나는 거래량 반응은 경제적 의미를 가질 수 있다고 하였다. 시장이 특정정보에 효율적일 경우 그 정보가 공시되는 시점에서 주가변동이 없다면 어느 투자자도 공시된 정보로 인하여 이익을 얻거나 손해를 보지 않는다. 투자자들은 거래를 통하여 좀 더 효율적으로 위험을 공유하게 되고 이로 인

해 개별투자자들의 효용은 증가하여 사회전체적인 부의 증가를 기대할 수 있다. 특정 정보의 공시시점에서 주가변동 없이 거래량이 유의하게 증가한다면 이는 그 공시가 사회적인 가치(social value of information)를 가짐을 의미하므로 저자들은 거래량 연구의 중요성을 강조하고 있다. 그는 실제로 주가 반응이 없이도 기업이 공개하는 정보가 투자자들의 엇갈리는 반응을 유발할 경우 주가 반응 없이도 거래량 반응만 일어날 수 있으며 새로이 공시되는 정보가 유의하게 투자 의사결정에 사용되는 정도를 판단하는 데는 주가반응과 거래량 반응은 상호보완적이라고 하였다.

Varian(1986), Karpoff(1986)는 정보 공시 이전에 투자자들이 갖고 있던 기대치와 상이한 정도가 클수록 거래량은 증가한다고 주장하였고 Ziebart(1990)와 Ajinkya et al.(1991)은 재무분석가 예측치 분산을 이용하여 이를 실증 분석하였다. 그리고 Bamber(1987)는 회계이익정보 공시를 사용하여 공시 내용 중 새로운 정보량이 많고 기업규모가 작을수록 거래량은 증가한다고 보고하였다. 이처럼 미국에서는 거래량 변동 연구가 활발하나 국내에서는 많지 않을 뿐만 아니라 거의 모든 연구가 회계이익의 공시에 따른 거래량반응을 검토한 것으로, 자발적 공시에 따르는 거래량 연구는 부족한 실정이다.

국내의 연구를 살펴보면 황인태(1995)

는 연결재무제표 발표시점에서 거래량이 유의적으로 증가하는 지를 검증하였는데, 연결감사보고서 공시일에 거래량이 유의하게 증가하는 것으로 나타났다. 최종서와 신성목(1997)은 이익공시 시점에 비정상적인 거래량 반응이 나타나는지 여부와, 이 거래량 반응이 비기대 이익, 기업규모, 공시전의 정보불균형, 공시시점 위험변동 및 비정상수익률의 절댓값에 의해서 설명되는지를 분석하여, 거래량 반응의 크기와 유의성 여부를 찾아내었다. 손성규, 전영순(2000)은 거래량변동을 통한 경영자 예측 정보공시의 정보효과를 분석하여 새로운 정보량과 거래량반응은 유의하지 못하며 기업규모가 클수록 거래량이 줄어들음을 밝혔다. 이는 시장에 유포되는 정보량이 많을수록 거래량반응은 적어짐을 뜻하는 것이다.

4. 신뢰성에 관한 선행연구

Akerlof(1970), Spence(1974)는 IR에서 제시되는 정보가 투자자들에게 새로운 정보로 작용할 수 있음을 신호이론(signalling)으로 설명할 수 있다고 하였다. 기업 내의 정보에 민감할 수밖에 없는 투자자들이 경영자의 자발적인 공시를 하나의 신호(signal)로 인식할 수 있는데, 여기서 문제가 되는 것은 과장된 정보의 전달이라는 것이다. 즉, Akerlof(1970)가 제시한 불량중고차의 문제가

다. 과장된 정보에 대한 상응한 조치가 취하여지지 않는다면 이러한 정보의 통제수단은 존재하지 않게 되어 과장된 정보만이 시장에 남게 된다는 것이다. 그 후 Grossman(1981)은 사후적인 제재조치를 모형에 도입하여 정보 불균형이 존재할 때 불량중고차만이 시장에 남게 된다는 Akerlof의 이론을 반박하였다. 모든 경영자가 이러한 정보를 공시하지 않는다면 정보이용자들은 이들 정보가 부정적인 정보이므로 발표되지 않는다고 판단함으로써 공시되지 않는 정보에 대한 부정적인 판단을 하게 돼 경영자는 이러한 공시를 항상 수행할 이유가 존재한다고 했다. 이러한 경영자의 공시에 대한 임의성의 문제로 인해 Verrecchia(1983)는 기업의 재무공시는 관련된 사적비용(proprietary cost)과 공시정보가 회사에 얼마나 유리한 지에 달려있으며 기업의 자발적 공시는 공시내용이 유리할수록 증가할 것이라고 보았다. 그리고 Diamond(1985)는 자발적 공시의 유인을 공시에 의해 절감되는 정보비용의 함수로 설명하였다. 공시가 없을 경우 투자자들은 사적인 정보수집활동을 하게 되지만 공시를 하게 될 경우 이러한 거래비용의 절감을 가져올 수가 있다고 보았다. 하지만 Skinner(1992)와 Baginski, Hasse, and Waymire(1992)는 위와는 달리 기업에 불리한 정보를 공시할 유인이 유리한 정보를 공시할 유인보다 더 클 수 있음

을 지적하였다. 나쁜 소식을 미리 공지하여 시장의 충격을 완화시키려는 유인을 갖고 있다는 것이다.

한편 Karpoff(1986), Kim and Verrecchia(1991)는 투자자들이 공시된 정보를 상이하게 해석하는 정도가 커짐에 따라 거래량이 증가한다고 주장하였으며 Bamber(1987)는 공시되는 이익정보가 시장에 아직 반영되어 있지 않은 새로운 정보를 많이 제공하면 할수록 투자자들이 그 정보를 달리 해석하여 공시 기업에 대한 기대치가 상이해지며 그 결과 거래량의 증가를 초래하게 된다고 보고하였다. Lang and Lundholm(1996)은 더 좋은 정보 공시정책을 펴는 기업의 경우 정보비대칭이 감소하여 재무분석가의 예측분산이 줄어들었음을 보여주었고 Penno(1997)는 정보의 질에 대한 비대칭성과 자발적 공시 사이에 상호 관련이 있음을 보여주었다.

국내에서는 손성규(1997a)가 경영자가 자발적으로 공시하는 회계예측정보가 재무분석가의 이익예측치에 유의한 영향을 미치고 있음을 밝혔다. 하지만 손성규(1997b)는 IR과 경제신문의 정보는 정보효과가 존재하지 않아 IR정보를 공시로 보아 규제하려는 관계당국의 의도는 불필요하다고 하였으며 재무분석가에게는 유용하나, 전체 투자자에게는 정보전달효과가 없다고 하였다. 임의성이 개입될 수 있는 IR과 경제신문상의 경

영자의 자발적 정보는 기업의 내재가치에 영향을 줄 수 없다는 투자자의 해석이다. 이원창, 황현선(2001)은 자발적 예측공시로 공시 일을 전후한 거래량이 비정상적으로 증가하고 정보위험 크기에 따른 경영자의 자발적 예측공시는 집단간 거래량의 차이를 보인다 했으나 통계적 유의성은 발견하지 못하였다. 정우성, 오현미(1997)는 자발적으로 공시한 기업이 과대예측을 선호한다고 하였고, 대기업일수록 예측정보를 자발적으로 공시하려는 경향이 높으며, 기업규모와 대상기업의 업종은 예측오차에 영향을 주지 않음을 밝혔다.

나인철, 이남주(1999)는 경영자가 사업보고서나 영업보고서에 공시하는 당년도 매출 목표의 내용에 따라 재무분석가가 체계적으로 예측치를 수정한다고 하였으며 그 결과 예측치를 향상시켰음을 알아냈다. 최순재, 황재국(2001)은 기업규모가 크고 수익성이 높을수록 인터넷 재무공시를 하는 경향이 높다고 하였다. 한편 손성규 외 2인(2006)은 자진공시가 수시공시의 한 형태로 정보를 전달하기 위한 목적으로 진행되었지만, 정보비대칭의 해소라는 순기능적인 역할이 신뢰성이 결여되면 역기능으로 작용할 수 있음을 지적하고 있다. 이들은 자진공시를 많이 수행한 기업의 경우 재무분석가의 이익예측분산이 유의적으로 작으나 예측오차는 유의적이지 못함을 밝혔다.

신현한 외 2인(2004)은 기업에 대한 정보를 적극적으로 투자자들에게 전달하면 기업의 정보환경이 향상되어 재무분석가의 예측오차는 줄어들 것이라 하였다. 이처럼 우리나라 경영자의 자발적 예측정보 공시에 관한 대부분의 연구는 신뢰성과 관련된 연구이다.

Ⅲ. 가설설정

김연화, 손성규(2007)가 밝힌 바와 같이 공시의 주체는 기업 자체이기 때문에 불리한 정보는 감추려는 경향이 있다. 자율공시가 제도권하에서의 공시이지만 강제적인 성격의 공시가 아니기에 경영자의 거짓 보고와 관련된 신뢰성과 불리한 보고의 제외라는 임의성의 문제가 생길 수 있다. 본 연구에서는 자율공시의 정보효과가 공시의 신뢰성에 따라 어떻게 반응하는 지를 살펴보고자 한다.

공시의 정보효과는 보통 주가와 거래량 반응을 통해 알 수가 있다. Ball and Brown(1968)이 최초로 주가반응을 통하여 이익의 정보효과를 검증한 이후 Lev and Ohlson(1982)은 주가반응 없이도 거래량반응은 일어날 수 있으므로 거래량 반응의 실증분석 없이 주가반응에 대한 연구에만 근거하여 정보효과를 논해서는 성급한 결론에 도달할 수 있다고 주장했다. 즉 거래량이 유의하게 증가한다

면 정보효과가 있는 것으로 보았다. 손성규(1997)는 경영자의 자발적 회계정보 예측에 대한 주식시장에서의 정보효과를 주가반응을 통해 검증하여, 자발적 회계정보는 정보효과가 존재하지 않음을 보였다. 그 후 손성규, 전영순(2000)은 손성규(1997)의 주가반응 연구에 대한 연장선상에서 거래량 변동을 통하여 경영자 예측정보의 정보효과를 검토하여, 예측정보 공시가 공시시점을 전후하여 거래량의 비정상적인 증가를 가져와 정보효과가 있다고 결론지었다.

손성규, 전영순(2000)은 거래량변동을 통한 경영자 예측 정보공시의 정보효과를 검증한 결과, 공시시점 전후에 거래량은 비정상적으로 증가하지만 이는 경영자의 정보위험특성을 반영하지 않은 결과라고 주장했다. 주식시장이 효율적이라 가정하면 자율공시를 신뢰성 있는 공시로 받아들일 경우 투자자들의 기대치 변화를 가져올 수 있다. 이와 같은 문제점으로 인해 이원창, 황현선(2001)은 기업을 정보위험의 크기에 따라 구분하여 연구하였다. 그 결과 자발적 예측공시는 공시일 전후 비정상적인 거래량 증가를 보였으며 정보위험 크기에 따른 경영자의 자발적 예측공시로 인해 각 집단 간 거래량의 차이는 있으나 통계적으로 유의하지 않다고 보고하였다. 위 연구는 공시를 불성실하게 한 기업을 객관적 기준 없이 불성실공시지정법인과 절대예

측오차율을 가지고 구분은 하였으나 자의적인 측면이 있어 집단간 정보위험의 차이를 명확히 구분했다고 확신할 수 없다. 또한 공시 내용별로 그에 대한 시장 반응의 차이가 존재할 수 있는데 이를 통제하지 못하였다. 따라서 본 논문에서는 좀 더 객관적으로 공시에 성실한 기업을 구분하기 위해 (사)한국기업지배구조지원센터에서 평가한 기업별 공시점수로 공시우량 기업 여부를 판단하였다.

손성규 외 2인(2006)은 자진공시가 수시공시의 한 형태로서 정보전달의 목적으로 진행되었지만 정보비대칭의 해소라는 순기능적인 역할 수행은 신뢰성이 결여될 때 역기능이 발생할 수도 있음을 지적하고 있다. 이에 따라 본 연구에서는 과거 정확하고 성실한 공시를 자주했던 신뢰적인 기업이 공시를 하였을 때 시장은 더 확실한 신호로 받아들일 것으로 예상한다.

본 연구에서는 공시사항 별로 호재성 공시와 악재성 공시 그리고 중립적인 공시로 구분하였다. 호재와 악재의 구분 방법은 여러 가지가 있을 수 있으나 통상 연구자가 자의적으로 판단하는 방법과 시장 반응에 따라 공시의 성격을 구분하는 방법이 있다. 김연화, 손성규(2007)는 자의성이 많이 개입될 수 있는 단점 때문에 시장 반응에 따라 구분하였으나 이는 결과론적인 방법이라는 단점이 있으므로 본 연구에서는 호재와 악재에 대한

자의적인 구분을 하고 투자자 별로 상이한 판단이 가능하면 중립적인 공시로 구분하였다. 그리고 공시 내용상 영업과 투자, 재무활동으로 구분하였으며 위에 포함시킬 수 없는 사항은 기타활동으로 구분하였다. 이러한 새로운 구분방법에 따라 다음과 같은 가설을 도출할 수 있다.

- H1: 공시우량기업의 호재성 자율공시는 공시불량기업의 호재성 자율공시보다 정보효과가 클 것이다.
- H2: 공시우량기업의 악재성 자율공시는 공시불량기업의 악재성 자율공시보다 정보효과가 클 것이다.
- H3: 공시우량기업의 투자관련 자율공시는 공시불량기업의 투자관련 자율공시보다 정보효과가 클 것이다.
- H4: 공시우량기업의 재무관련 자율공시는 공시불량기업의 재무관련 자율공시보다 정보효과가 클 것이다.
- H5: 공시우량기업의 영업 관련 자율공시는 공시불량기업의 영업 관련 자율공시보다 정보효과가 클 것이다.

IV. 표본의 선정 및 연구 방법론

1. 표본의 선정

본 연구에서는 표본의 선정기간을 자

울공시가 확대 시행된 시점인 2006년 4월 1일부터 2007년 12월 31일까지로 하고, 다음의 조건을 만족시키는 기업을 표본기업으로 선정하였다.

- (1) 증권거래소 상장기업
- (2) 공시에 대한 점수를 알 수 있는 기업⁵⁾
- (3) 자율공시를 한 기업
- (4) KISVALUE Library를 통해 거래량과 수익률을 알 수 있는 기업

조건 (2)는 (사)한국기업지배구조개선지원센터에서 평가한 지배구조 평가항목 중 공시 점수로, 본 논문의 공시 우량성 판단지표가 된다. 여기서 공시 점수의 항목은 다음과 같다.

- ① IR 실적
- ② 자진·초회·정정공시 등 공시실적
- ③ 개별이사의 이사회 참석률 공시 및 찬반여부 공시
- ④ 인터넷 홈페이지, 감사보고서 등의 영문 공시여부 등
- ⑤ 이사 개인별 보수총액 공시여부

조건 (3)은 금융감독원 전자공시시스템을 통해 공시자료를 수집하였다. (2)의 조건을 만족하는 기업은 총 685개이

며, 이 중 386개의 기업이 총 1,803건의 자율공시를 하였다. 여기서 같은 날 여러 공시를 한 경우 자율공시의 개별 효과를 알 수 없어 제외하였고, 같은 내용의 공시가 여러 번 중복된 경우 하나로 보아 총 1,366개의 자료가 최종 표본으로 선정되었다.

<표 1> 표본의 구성

공시 점수를 알 수 있는 기업	685
자율공시를 한 기업	386
총 자율공시 수	1,803
단독 자율공시 수	1,366

2. 연구방법론

2.1 자율공시의 주가반응

자율공시의 주가반응을 검증하기 위하여는 시장조정수익률 모형(Market Adjusted Return Model)을 사용한다. 공시 기업의 주식 i 의 초과 수익률(Abnormal Return)은 다음과 같이 계산한다.

$$AR_{it} = Rit - R_{mt}$$

AR_{it} : i 기업의 t 일의 초과 수익률

R_{it} : i 기업의 t 일의 주식 수익률

R_{mt} : t 일의 시장수익률

이렇게 구해진 개별기업의 일별 초과 수익률을 사건기간 동안 일별로 누적하

5) (사)한국기업지배구조지원센터에서는 매년 기업의 지배구조를 평가하는데 여러 항목 중 공시에 대한 평가도 점수화되어있다.

<표 2> 공시사항별 빈도수

공 시 분 류	구분 1	구분 2	계
기타주요경영사항	중립성	기타	728
단일판매·공급 계약체결	호재성	영업	254
타법인 출자결정	중립성	채무	103
단기차입금감소	호재성	채무	43
타인에 대한 채무보증결정	악재성	기타	34
금전대여	중립성	채무	34
기술도입·이전·제휴계약체결	호재성	투자	28
유형자산처분결정	중립성	투자	30
타법인 출자 지분 처분결정	중립성	채무	22
자원개발투자결정	호재성	투자	15
소송 등의 판결·결정	중립성	기타	14
신규시설투자	호재성	투자	12
유형자산 취득결정	중립성	투자	10
기타주요경영사항(자회사)	중립성	기타	9
소송 등의 제기·신청	악재성	기타	5
재산증여	악재성	기타	5
출자상호저축은행 분기채무제표확정	중립성	기타	4
매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%) 미만변경	중립성	영업	4
단기차입금증가결정	악재성	채무	3
재해발생	악재성	기타	2
매출액 또는 손익구조 30%(대규모법인 15%)미만변경(자회사)	중립성	영업	2
생산재개	호재성	기타	1
재산수증	악재성	기타	1
재산증여(자회사)	악재성	기타	1
채무면제이익발생	호재성	채무	1
특허권양수결정	호재성	투자	1
합 계			1,366

여 개별주식 i 의 누적 초과 수익률(Cumulative Abnormal Return)을 구한다.

$$CAR_{it} = \sum_{t=-1}^{+1} AR_{it}$$

2.2 자율공시의 거래량반응

비정상거래량을 산정하기 위한 모형으로도 역시 시장조정거래율모형(Market Adjusted Volume Model)을 사용한다. 공시기업의 주식 i 의 초과 거래변동률(Abnormal Volume)은 다음과 같이 계산한다.

$$AVit = \Delta Vit - \Delta Vmt$$

$AVit$: i 기업의 t 일의 초과 거래변동률

ΔVit : i 기업의 t 일의 거래변동률

ΔVmt : t 일의 시장의 거래변동률

이렇게 구해진 개별기업의 일별 초과 거래변동률을 사건기간동안 일별로 누적하여 개별주식 i 의 누적 초과거래변동률(Cumulative Abnormal Volume)을 구한다.

$$CAVit = \sum_{t=-1}^{+1} AVit$$

검정표본으로는 공시 일을 기준으로 (-1, +1)일을 검정기간으로 해당기업 거래량의 움직임을 분석한다.

2.3 가설의 검증방법

본 논문에서는 가설 H1에서 H5를 검증하기 위해서 사건기간 동안의 일별 초과 수익률과 누적초과수익률 및 일별 초과

거래변동률, 누적초과거래변동률에 대해 독립표본 t 검정을 사용하여 두 모집단 평균의 차이에 대한 가설검정을 하게 된다.

검증표본으로는 공시일을 기준으로 (-1, +1)일을 검정기간으로 해당기업 해당 주가의 움직임을 분석한다. 회계정보의 유용성을 검증하기 위해서는 주식시장의 효율성이 먼저 전제되어야 하며 자본시장에서 투자자들이 얼마나 효율적으로 이용하는가는 효율적 시장가설로 표현된다. 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)이란 “증권시장에서 주식 가격은 이용 가능한 정보를 충분히 그리고 즉시(full and promptly) 반영할 것이다”라는 가설이다. 따라서 효율적 시장가설이 성립하면 정보가 이미 주가에 충분히 반영되어 있기 때문에 투자자들은 그 정보를 이용하더라도 초과수익률을 얻을 수 없게 된다는 것이다. 지금까지의 연구 결과에 따르면 ‘공시되어 이용 가능한 모든 정보(all publicly available information)’는 주가에 충분히 그리고 즉시 반영된다는 준강형 효율적 시장가설이 성립하는 것으로 밝혀졌다. 이에 따라 공시를 하면 거기에 포함된 정보가 주가와 거래량에 완전히 즉시 반영된다는 가정을 한다. 따라서 공시의 정보효과를 검증하기 위해 -1일, 공시 당일 그리고 +1일의 짧은 기간을 검정기간으로 설정한다. 비 공시 기간은 검정기간을 제외한 기간에 해당된다.

V. 실증분석

1. 실증분석

<표 3>에서 호재성 자율공시 발표 시

공시당일 0.05%의 유의수준에서 유의하게 거래량 반응이 일어나고 평균차이가 생겼으나 공시 우량성이 낮은 기업의 초과 거래변동률이 더 컸다. 이는 믿음이 가지 않는 기업이 자율공시 발표시 시장에

<표 3> 호재성 자율공시 발표시 독립표본 t검정(-1, +1)

구 분	공시우량성	N	평균 값	중위수	t값
AVit-1	1	30	0.203	-0.023	0.642
	2	30	0.016	-0.120	
AV	1	30	0.357	-0.088	-2.506**
	2	30	2.271	0.729	
AVit+1	1	30	0.204	-0.034	0.588
	2	30	0.016	-0.414	
CAV	1	30	0.764	0.584	-1.875*
	2	30	2.302	0.916	
ARit-1	1	30	0.000	-0.001	0.272
	2	30	-0.002	-0.007	
AR	1	30	-0.005	-0.007	-1.721*
	2	30	0.009	0.008	
ARit+1	1	30	0.002	-0.001	0.909
	2	30	-0.005	-0.006	
CAR	1	30	-0.004	0.002	-0.512
	2	30	0.003	-0.005	

- 주) 1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%에서 유의함.
 2) 공시의 우량성에서 1은 공시점수가 높은 기업을 뜻하고 2는 낮은 기업을 뜻한다.
 3) ARit-1: 공시 전일 초과수익률, ARit: 공시일 당일 초과수익률, ARit+1: 공시일 익일 초과수익률, CAR: 누적초과수익률, AVit-1: 공시 전일 초과거래변동률, AVit: 공시일 당일 초과거래변동률, AVit+1: 공시일 익일 초과거래변동률, CAV: 누적초과거래변동률.

서 신뢰적이지 못한 공시로 인해 혼란스러워하는 점이 거래량 변동률 증가로 나타났다고 볼 수 있다. Karpoff(1986), Kim and Verrecchia(1991)는 투자자들이 공시된 정보를 상이하게 해석하는 정도가 커

짐에 따라 거래량이 증가한다고 주장하였다.

<표 4>는 악재성 자율공시 발표시 누적 초과거래변동률이 0.05%의 유의수준에서 유의하게 증가함을 보였고 악재성

<표 4> 악재성 자율공시 발표시 독립표본 t검정(-1, +1)

구분	공시우량성	N	평균 값	중위수	t값
AVit-1	1	25	0.041	-0.154	-0.974
	2	25	0.592	-0.010	
AV	1	25	0.300	0.113	-1.947*
	2	25	1.578	0.294	
AVit+1	1	25	0.147	-0.094	-0.936
	2	25	0.975	-0.203	
CAV	1	25	0.486	0.317	-2.528**
	2	25	3.145	1.204	
ARit-1	1	25	-0.010	-0.008	-1.903*
	2	25	-0.002	-0.003	
AR	1	25	0.003	0.006	-0.136
	2	25	0.004	0.000	
ARit+1	1	25	0.012	0.008	0.000
	2	25	0.012	0.004	
CAR	1	25	0.004	0.011	-0.817
	2	25	0.014	0.012	

주) 1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%에서 유의함.

2) 공시의 우량성에서 1은 공시점수가 높은 기업을 뜻하고 2는 낮은 기업을 뜻한다.

3) ARit-1: 공시 전일 초과수익률, ARit: 공시일 당일 초과수익률, ARit+1: 공시일 익일 초과수익률, CAR: 누적초과수익률, AVit-1: 공시 전일 초과거래변동률, AVit: 공시일 당일 초과거래변동률, AVit+1: 공시일 익일 초과거래변동률, CAV: 누적초과거래변동률.

공시도 호재성 공시와 마찬가지로 공시 우량성이 낮은 기업의 거래 변동률이 더 크게 나타났다.

투자관련 자율공시는 발표시 누적 초과거래변동률이 공시 우량성에 따라 반

대로 유의한 차이를 보였고, 악재성 자율공시와의 누적 초과거래변동률 비교시 더 높은 초과거래변동률의 증가를 가져왔다. 특히 공시 우량성이 낮은 기업에서 그 차이가 더 컸는데 이는 악재성 자율공

<표 5> 투자관련 자율공시 발표시 독립표본 t검정(-1, +1)

구 분	공시우량성	N	평균 값	중위수	t값
AVit-1	1	30	0.096	-0.023	-1.323
	2	30	0.447	0.117	
AV	1	30	0.395	0.352	-2.115*
	2	30	1.868	0.380	
AVit+1	1	30	0.131	-0.024	-1.356
	2	30	1.349	-0.345	
CAV	1	30	0.622	0.600	-2.721**
	2	30	3.664	1.832	
ARit-1	1	30	-0.001	0.003	-0.914
	2	30	0.007	-0.001	
AR	1	30	-0.001	-0.003	-0.685
	2	30	0.006	0.003	
ARit+1	1	30	0.005	0.003	-0.821
	2	30	0.014	0.003	
CAR	1	30	0.004	0.001	-1.419
	2	30	0.027	0.004	

주) 1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%에서 유의함.
 2) 공시의 우량성에서 1은 공시점수가 높은 기업을 뜻하고 2는 낮은 기업을 뜻한다.
 3) ARit-1: 공시 전일 초과수익률, ARit: 공시일 당일 초과수익률, ARit-1: 공시일 익일 초과수익률, CAR: 누적초과수익률, AVit-1: 공시 전일 초과거래변동률, AVit: 공시일 당일 초과거래변동률, AVit-1: 공시일 익일 초과거래변동률, CAV: 누적초과거래변동률.

시보다 투자관련 자율 공시 특히 공시 우량성이 낮은 기업에 대해 시장이 더 혼란스러워하고 있다고 볼 수 있다. 이에 따라 가설 H1부터 H3까지의 연구가설은 기각되고, H4와 H5만 채택하게 된다.

공시의 성격별로 기업 자율공시를 t검정한 결과 전체적으로 자율공시 전일부터 초과거래변동률이 유의하게 높아졌다. 이는 자율공시 정보가 미리 시장에 알려졌음을 의미한다고 볼 수 있다.

<표 6> 재무관련 자율공시 발표시 독립표본 t검정(-1, +1)

구분	공시우량성	N	평균 값	중위수	t값
AVit-1	1	30	0.396	0.001	-0.734
	2	30	0.686	0.014	
AV	1	30	-0.014	-0.136	-1.982*
	2	30	1.008	0.237	
AVit+1	1	30	0.448	0.068	-0.058
	2	30	0.468	-0.076	
CAV	1	30	0.832	0.467	-1.958*
	2	30	2.162	1.051	
ARit-1	1	30	0.006	0.005	0.909
	2	30	0.000	0.003	
AR	1	30	-0.002	-0.005	-1.174
	2	30	0.006	0.002	
ARit+1	1	30	0.010	0.005	1.584
	2	30	-0.002	-0.003	
CAR	1	30	0.014	0.003	0.943
	2	30	0.003	-0.003	

주) 1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%에서 유의함.

2) 공시의 우량성에서 1은 공시점수가 높은 기업을 뜻하고 2는 낮은 기업을 뜻한다.

3) ARit-1: 공시 전일 초과수익률, ARit: 공시일 당일 초과수익률, ARit+1: 공시일 익일 초과수익률, CAR: 누적초과수익률, AVit-1: 공시 전일 초과거래변동률, AVit: 공시일 당일 초과거래변동률, AVit+1: 공시일 익일 초과거래변동률, CAV: 누적초과거래변동률.

<표 8>의 panel C를 살펴보면 악재성 자율공시에서 초과수익률이 유의하게 음(-)으로 나타났다. 마지막으로 투자관련 자율공시의 당일 초과 거래변동률은 가장 높은 것으로 나타났다.

VI. 결론

자율공시는 기업의 공시부담 완화와 투자자들에게 더 많은 정보를 전달할 목적으로 확대 시행되고 있으나 현재 그와

<표 7> 영업관련 자율공시 발표시 독립표본 t검정(-1, +1)

	공시우량성	N	평균 값	중위수	t값
AVit-1	1	30	0.179	-0.024	-0.307
	2	30	0.294	-0.085	
AV	1	30	0.476	-0.085	-1.781*
	2	30	1.451	0.740	
AVit+1	1	30	-0.021	-0.195	0.345
	2	30	-0.089	-0.315	
CAV	1	30	0.634	0.305	-1.786*
	2	30	1.656	0.822	
ARit-1	1	30	0.004	0.002	0.825
	2	30	-0.001	-0.004	
AR	1	30	0.005	0.008	0.159
	2	30	0.004	0.006	
ARit+1	1	30	-0.001	-0.006	0.000
	2	30	-0.001	-0.003	
CAR	1	30	0.008	0.008	0.546
	2	30	0.002	0.004	

- 주) 1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%에서 유의함.
 2) 공시의 우량성에서 1은 공시점수가 높은 기업을 뜻하고 2는 낮은 기업을 뜻한다.
 3) ARit-1: 공시 전일 초과수익률, ARit: 공시일 당일 초과수익률, ARit-1: 공시일 익일 초과수익률, CAR: 누적초과수익률, AVit-1: 공시 전일 초과거래변동률, AVit: 공시일 당일 초과거래변동률, AVit-1: 공시일 익일 초과거래변동률, CAV: 누적초과거래변동률.

<표 8> 자율공시의 성격별 일표본 t검정(-1, +1)

	N	평균 값	t값	중위수
Panel A: 공시접수 있는 자율공시 전체				
AVit-1	1366	0.438	6.920***	-0.026
AV	1366	0.923	10.568***	0.113
AVit+1	1366	0.403	3.427***	-0.121
CAV	1366	1.764	11.427***	0.536
ARit-1	1366	0.002	1.980**	-0.001
AR	1366	0.002	1.756*	-0.001
ARit+1	1366	0.001	0.565	-0.002
CAR	1366	0.005	2.193**	-0.001
Panel B: 호재성 자율공시				
AVit-1	365	0.419	2.475**	-0.046
AV	365	0.988	7.500***	0.220
AVit+1	365	0.128	1.569	-0.225
CAV	365	1.535	6.922***	0.608
ARit-1	365	0.002	1.064	0.000
AR	365	0.003	1.451	0.002
ARit+1	365	0.000	-0.126	-0.004
CAR	365	0.004	1.394	-0.001
Panel C: 악재성 자율공시				
AVit-1	52	0.298	1.097	-0.122
AV	52	0.911	2.802***	0.160
AVit+1	52	0.528	1.240	-0.191
CAV	52	1.736	3.301***	0.572
ARit-1	52	-0.005	-2.176**	-0.005
AR	52	0.003	0.767	0.001
ARit+1	52	0.012	2.850***	0.005
CAR	52	0.009	1.490	0.011

AVit-1	96	0.226	2.311**	-0.002
AV	96	1.230	4.022***	0.386
AVit+1	96	0.483	1.656	-0.223
CAV	96	1.940	4.565***	0.737
ARit-1	96	0.002	0.574	0.001
AR	96	0.006	1.592	0.000
ARit+1	96	0.007	1.585	0.002
CAR	96	0.016	2.259**	0.004

AVit-1	206	0.782	2.527**	-0.027
AV	206	0.875	3.511***	-0.037
AVit+1	206	0.523	3.631***	-0.008
CAV	206	2.180	5.318***	0.509
ARit-1	206	0.000	-0.135	-0.002
AR	206	-0.002	-0.617	-0.003
ARit+1	206	0.004	1.357	-0.001
CAR	206	0.002	0.398	-0.001

AVit-1	271	0.251	3.522***	-0.059
AV	271	0.825	6.870***	0.220
AVit+1	271	0.006	0.077	-0.233
CAV	271	1.081	8.192***	0.536
ARit-1	271	0.001	0.283	-0.002
AR	271	0.002	1.206	0.001
ARit+1	271	-0.002	-0.953	-0.004
CAR	271	0.001	0.249	-0.002

- 주) 1) *는 10%, **는 5%, ***는 1%에서 유의함.
 2) ARit-1: 공시 전일 초과수익률, ARit: 공시일 당일 초과수익률, ARit-1: 공시일 익일 초과수익률, CAR: 누적초과수익률, AVit-1: 공시 전일 초과거래변동률, AVit: 공시일 당일 초과거래변동률, AVit-1: 공시일 익일 초과거래변동률, CAV: 누적초과거래변동률.

관련된 연구와 검증은 다른 공시연구와 비교하여 많이 부족한 실정이다. 또한 공시확대와 규제의 범위에 대해서는 현재 학계와 실무계의 논의의 대상이 되고 있다. 본 연구는 자율공시를 확대 시행한 최근 정책에 기초하여 자율공시의 정보효과 특히, 자율공시의 신뢰성에 따른 시장반응을 알아보며 기업 특성별로 시장의 반응이 어떻게 달라지는가를 확인하고자 하였다. 본 연구의 결과는 다음과 같다.

첫째, 호재성 자율공시 발표 시 공시 당일 유의한 거래량 반응이 일어나고 평균 차이가 생겼으며 공시 우량성이 낮은 기업의 초과거래 변동률이 더 컸다. 이는 믿음이 가지 않는 기업이 자율 공시할 경우 시장의 신뢰결여로 투자자들이 혼란스러워하는 점이 거래량 변동률 증가로 나타났다고 볼 수 있다.

둘째, 악재성 자율공시 발표시 누적 초과거래변동률이 유의하게 증가하는 것으로 나타났고, 악재성 공시도 호재성 공시와 마찬가지로 공시 우량성이 낮은 기업의 거래 변동률이 더 크게 나타났다.

셋째, 투자관련 자율공시 발표시 누적 초과거래변동률이 공시 우량성과는 반대로 유의한 차이를 보였으며, 악재성 자율공시와의 누적 초과거래변동률 비교시 초과거래변동률이 더 높게 증가하는 것으로 나타났다. 특히 공시 우량성이 낮은 기업에서 그 차이가 더 컸는데

이는 악재성 자율공시보다 투자관련 자율 공시 특히, 공시 우량성이 낮은 기업에 대해 시장이 더 혼란스러워하고 있다고 볼 수 있다.

넷째, 공시의 성격별로 기업의 자율공시를 했을 때의 t검정 결과 전체적으로 자율공시 전일부터 초과거래변동률이 유의하게 높아 자율공시의 정보효과가 있는 것으로 드러났다.

참고문헌

- [1] 권수영, 김문철, 손성규, 최관, 한봉희, “자본시장에서의 회계정보유용성”, 신영사, 2003.
- [2] 김연화, 손성규, “자율공시의 정보효과”, 『회계저널』, 제16권, 제2호(2007).
- [3] 나인철, 이남주, “기업 매출목표의 공시와 재무분석가가 매출예측치의 수정”, 『회계학연구』, 제24권(1999), pp.55-87.
- [4] 손성규, 광병진, 김연화, “자진공시가 정보비대칭에 미치는 영향”, (2006), 819-829.
- [5] 손성규, 전영순, “경영자의 자발적 공시경로별 정보유형별 회계정보 예측의 비교”, 『회계학연구』, 제24권, 제3호(1999), pp.25-52.
- [6] 손성규, 전영순, “거래량 변동률 통

- 한 경영자예측정보공시의 정보효과에 관한연구”, 『회계학연구』, 제4호(2000), pp.27-55.
- [7] 손성규, “경영자의 예측치와 재무분석가의 예측치의 비교-IR에서의 예측을 중심으로”, 『회계학연구』, 제22권, 제3호(1997a), pp.107-129.
- [8] 손성규, “경영자의 자발적 회계정보 예측에 대한 주식시장에서의 정보효과”, 『회계학연구』, 제22권, 제4호(1997b), pp.158-191.
- [9] 손성규, “불성실공시의 정보효과”, 『연세경영연구』, 제38권, 제1호(2001), pp.1-37.
- [10] 신현한, 장진호, 조영준, “1997년 금융위기를 전후로 한 한국기업의 경영투명성 변화: 재무분석가 이익예측자료를 이용한 분석”, 『회계저널』, 제13권, 제2호(2004), pp.1-27.
- [11] 이아영, “증권시장에서 수시공시 정보의 차별적 시장반응에 관한 연구”, 『회계연구』, 제11권, 제3호(2006), pp.186-196.
- [12] 이원창, 왕현선, “자발적 예측정보 공시의 정보효과”, (2001), pp.35-43.
- [13] 이장건, 정용기, 전성일, “특허권 취득공시와 주식시장 반응”, 2007.
- [14] 임학빈, 이지영, “우리나라의 주식시장에서 회계정보 유용성의 변동에 관한 실증연구”, 『회계연구』, 제10권, 제2호(2005).
- [15] 장지인, 전영순, “가결산결과의 사전공시 현황 및 공시기업의 특성과 주가반응의 선점효과”, 『회계학연구』, 제28권, 제1호(2003), pp.80-107.
- [16] 전성빈, 이아영, 박성한, “수시공시의 정보효과에 관한 연구”, 『회계학연구』, 제31권, 제1호(2006), pp.1-192.
- [17] 정우성, 오현미, “자발적으로 공시한 정보의 예측오차와 기업특성”, 『외대논총』, 제17집(1997), pp.757-774.
- [18] 정우성, “경영자 이익예측정보의 정확성과 시장기대이익 대응치로서의 적합성”, 『증권학회지』, 제21집(1997).
- [19] 최수미, “지식자산의 공시제도와 기업의 공시사례”, 2001.
- [20] 최순재, 황국재, “인터넷을 통한 자발적 재무공시기업의 특성 분석”, 『회계저널』, 제10권, 제3호(2001).
- [21] 한국증권연구원, “기업의 상장부담 경감 방안”, 2005.
- [22] Ajinkya, B., R. Atiase, and M. Gift, “Corporate Managers’ Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations,” *Journal of Accounting Research*, Vol. 22, No.2(1984), pp.425-444.
- [23] Ajinkya, B., R. Atiase, and M. Gift, “Volume of Trading and the Dispersion in Financial Analysts’ Ear-

- nings Forecasts,” *The Accounting Review*, (1991), pp.389-401.
- [24] Bamber, L., “Unexpected Earnings, Firm Size, and Trading Volume around Quarterly Earnings Announcements,” *The Accounting Review*, (1987), pp.510-532.
- [25] Ball, R. and P. Brown, “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers,” *Journal of Accounting Research*, (1968), pp.159-178.
- [26] Beaver, W., “Information Content of Annual Earnings Announcements,” *Journal of Accounting Research*, (1968), pp.67-92.
- [27] Diamond, D., “Optimal Release of Information by Firms,” *Journal of Finance*, Vol.40(1985), pp.1071-1094.
- [28] Francis, J., D. Hanna, and D. Phibrick, “Management Communications with Security Analysts, Working paper,” University of Chicago, 1997.
- [29] Gorossman, S., “The Role of Warrantie and Private Disclosure about Product Quality,” *Journal of Law and Economics*, Vol.24(1981), pp. 461-483.
- [30] Hassel, J. and R. Jennings, “Relative Forecast Accuracy and the Timing of Earnings Forecast Announcement,” *Accounting Review*, (1986), pp.58-75.
- [31] Karpoff, J., “A Theory of Trading Volume,” *Journal of Finance*, (1986), pp.1069-1087.
- [32] Kiger, J., “An Empirical Investigation of NYSE Volume and Price Reactions to the Announcement of Quarterly Earnings,” *Journal of Accounting Research*, (1972), pp.113-128.
- [33] Kim, O. and R. Verrecchia, “Trading Volume and Price Reactions to Public Announcements,” *Journal of Accounting Research*, (1991), pp.302-321.
- [34] Lang, M. and R. Lundholm, “Cross-sectional Determinants of Analyst Ratings of Corporate Disclosures,” *Journal of Accounting Research*, Vol.31(1993), pp.246-271.
- [35] Lev, B. and J.A. Ohlson, “Market-Based Empirical Research in Accounting: A Review, Interpretation, and Extension,” *Journal of Accounting Research*, (1982), pp.249-322.
- [36] Penn, M., “Information Quality and Voluntary Disclosure,” *The Accounting Review*, Vol.2(1997), pp.275-284.

- [37] Skinner, D., "Why Firms Voluntarily Disclose Bad News," Working paper, University of Michigan, 1992.
- [38] Spence, M., *Market Signalling*. Cambridge, Mass, Harvard University Press, 1974.
- [39] Varian, H., "Differences of Opinion in Financial Markets," Working Paper. University of Michigan, Ann Arbor, MI, 1986.
- [40] Verrecchia, R., Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and economics*, Vol.5(1983), pp.159-194.
- [41] Ziebart, D., "The Association between consensus of Beliefs and Trading Activity Surrounding Earnings Announcements," *The Accounting Review*, (1990), pp.477-488.