



## 저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

박사학위논문

# 공시위반 조치가 주가수익률에 미치는 영향

2017년



HANSUNG  
UNIVERSITY

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

합 용 일

박사학위논문

지도교수 홍용식

# 공시위반 조치가 주가수익률에 미치는 영향

Market Effects of the SFC's Corporate Disclosure Enforcement  
Release

2016년 12월 일

HANSUNG  
UNIVERSITY

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

함 용 일

박사학위논문

지도교수 홍용식

# 공시위반 조치가 주가수익률에 미치는 영향

Market Effects of the SFC's Corporate Disclosure Enforcement  
Release

위 논문을 경영학 박사학위 논문으로 제출함

2016년 12월 일

한성대학교 대학원

경 영 학 과

회 계 학 전 공

함 용 일

함용일의 경영학 박사학위논문을 인준함

2016년 12월 일

심사위원장 \_\_\_\_\_ 인

심사위원 \_\_\_\_\_ 인

심사위원 \_\_\_\_\_ 인

심사위원 \_\_\_\_\_ 인

심사위원 \_\_\_\_\_ 인

# 국 문 초 록

## 공시위반 조치가 주가수익률에 미치는 영향

한성대학교 대학원

경영학과

회계학전공

합 용 일

본 연구는 증권선물위원회의 국내 상장법인에 대한 공시위반 조치결과 발표가 주가수익률에 미치는 시장반응 효과를 사건연구(event study)를 통해 분석하였다. 또한 증권선물위원회의 금전적 제재수단인 과징금부과의 효과 등을 알아보기 위하여 다중회귀분석을 실시하였다. 실증분석 결과 첫째, 상장법인에 대한 공시위반 조치는 검증기간동안(-7, 7) 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률이 존재하고 있음을 확인하였는데, 사건일 전 4영업일부터 통계적으로 유의한(1% 또는 5%수준) 평균초과수익률이 나타나면서 사건일 후 3영업일까지 음(-)의 최고 누적평균초과수익률(5% 수준에서 유의)을 나타낸 후 점차 정보효과가 사라지고 있음을 확인하였다. 이는 회계감리결과 조치 또는 거래소의 불성실공시법인지정 조치 등과 관련한 선행연구 결과와 유사하게 공시위반 조치사실이 악재성 뉴스(bad news)로서 주가수익률에 부정적인 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 둘째, 검증기간별, 시장구분별, 공시위반 유형별 등 그룹 간 주가수익률 평균차이 비교결과 사건 후 보다는 사건 전 검증기간에서, KOSPI법인 보다는 KOSDAQ법인이 주가수익률에는 더 부정적인 영향을 받고 있고 그 주가수익률 평균차이 분석에서도 통계적으로 유의한 것으로 나타났으나 정기공시 위반과 수시공시 위반 간 주가수익률 차이 비교에서는 통계적 유의성이 나타나지 않았다. 셋째, 과징금 부과금액에 따른 주가수익률 차이비교에서는 총자산대비 과징금부과금액 비중이 클수록 음(-)

의 초과수익률에 미치는 영향이 크다는 것을 확인하였다. 끝으로, 제한된 표본하의 검증이기는 하였으나 공시위반 사항이 경미하여 조치결과가 발표되지 않는 기업에 있어서는 추가수익률에 미치는 음(-) 또는 양(+)의 효과가 전혀 나타나지 않았다. 또한 공시위반 발표기업과 미발표기업 간의 추가수익률 평균차이 검증에서도 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 중대한 공시위반 기업에 대하여 증권선물위원회가 조치결과를 발표하는 것이 상대적으로 실효성이 있음을 간접적으로 입증하고 있다고 볼 수 있다. 본 연구는 사실상 국내 상장법인에 대한 공시위반 조치결과 발표가 추가수익률에 미치는 영향을 분석한 최초의 연구로서 그 의미가 있고, 연구결과는 금융감독기관, 상장법인 및 투자자 등 증권시장 이해관계자에게 유용한 의사결정 정보를 제공할 것으로 기대한다.

**【주요어】** 증권선물위원회, 공시의무위반, 초과수익률, 누적초과수익률, 발행공시, 정기공시, 수시공시, 과징금

# 목 차

I. 서 론 .....	1
1.1 연구배경 및 목적 .....	1
1.2 연구내용 및 방법 .....	4
1.3 논문의 구성 .....	5
II. 이론적 배경 .....	7
2.1 기업공시제도 .....	7
2.2 증권선물위원회 .....	17
2.3 공시위반 조치결과 발표 현황 .....	24
III. 선행연구 .....	28
3.1 기업공시 관련 연구 .....	28
3.2 상장법인 조치 등과 관련한 연구 .....	36
IV. 연구 설계 .....	50
4.1 연구가설의 설정 .....	51
4.2 표본선정 .....	56
4.3 연구모형 .....	57
V. 실증분석 .....	65
5.1 기술통계량 및 상관분석 .....	65
5.2 분석결과 .....	69
5.3 추가분석 .....	92
VI. 결 론 .....	96



6.1 연구결과의 요약 .....	96
6.2 연구의 시사점 및 한계 .....	98
참고문헌 .....	100
ABSTRACT .....	105



## 표 목 차

<표 1> 자본시장법상 수시공시제도의 개선 .....	10
<표 2> 상장법인의 공시유형 분류 .....	16
<표 3> 과징금 부과대상 공시위반 행위 .....	21
<표 4> 과태료 부과대상 공시위반 행위 .....	22
<표 5> 형사벌칙 대상 공시위반 행위 .....	23
<표 6> 법인유형별 공시위반 현황 .....	24
<표 7> 공시유형별 위반현황 .....	26
<표 8> 공시의무 위반 과징금부과 현황 ('02. 1.~'16. 8.) .....	27
<표 9> 기업공시 관련 선행연구(요약) .....	33
<표 10> 상장법인에 대한 주요 사외감시 및 감독규제 환경 .....	37
<표 11> 상장법인 조치 등의 시장반응 선행연구(요약) .....	47
<표 12> 연구표본 선정현황 .....	56
<표 13> 기술통계량 .....	66
<표 14> 피어슨 상관계수 .....	68
<표 15> AAR 및 CAR_표본전체 .....	71
<표 16> 사건일 전·후 검증기간별 CAR .....	73
<표 17> 사건일 전·후 검증기간 간 CAR 독립표본 t검증 .....	74
<표 18> AAR 및 CAR(KOSPI법인 vs. KOSDAQ법인) .....	76
<표 19> KOSPI법인 vs. KOSDAQ법인 간 CAR 독립표본 t검증 .....	78
<표 20> 회귀분석(KOSPI법인 vs. KOSDAQ법인) .....	80
<표 21> AAR 및 CAR(정기공시 위반 vs. 수시공시 위반) .....	82
<표 22> 정기공시 위반 vs. 수시공시 위반 간 CAR 독립표본 t검증 .....	84
<표 23> 회귀분석(정기공시 위반 vs. 수시공시 위반) .....	85
<표 24> 회귀분석(과징금부과금액) .....	90
<표 25> 가설검증결과 요약 .....	91
<표 26> AAR 및 CAR(발표기업 vs. 미발표기업) .....	93
<표 27> 발표기업 vs. 미발표기업 간 CAR 독립표본 t검증 .....	95

## 그림 목 차

<그림 1> 상장법인의 공시위반행위 처리 흐름도 .....	19
<그림 2> 실증분석 체계도 .....	50
<그림 3> AAR 및 CAR_표본전체 .....	72
<그림 4> AAR 및 CAR(KOSPI법인 vs. KOSDAQ법인) .....	77
<그림 5> AAR 및 CAR(정기공시 위반 vs. 수시공시 위반) .....	83
<그림 6> AAR 및 CAR(발표기업 vs. 미발표기업) .....	94



# I. 서 론

## 1.1 연구배경 및 목적

현재 한국거래소(KRX)에는 60년의 역사를 거쳐 오면서 유가증권시장, 코스닥시장 및 코넥스시장에 2천여 개의 기업이 상장되어 있고, 시가총액이 1,600조원이 넘는 등 외형적 규모<sup>1)</sup>면에서 세계 14위<sup>2)</sup>의 증권시장으로 성장하는 등 우리나라 증권시장 개장 이래 최고의 성장기를 맞이하고 있다. 또한 이러한 양적 성장뿐만 아니라 기업공시관련 법령 및 제도의 정비, 전자공시시스템(DART)의 구축과 기타 투자자 보호를 위한 제도적 정비 등을 통하여 미국, 영국 등 어느 선진국 못지않은 수준 높은 공시 인프라를 갖추고 있다.

여기에 덧붙여 금융위원회, 금융감독원 등 금융감독기관은 증권시장의 투명성, 공정성과 효율성을 높이기 위하여 각종 회계 및 공시제도를 지속적으로 개선하고, 투자자 교육을 강화하는 한편 회계처리기준 위반 및 공시위반 행위에 대하여 엄정 대처하는 등 시장참가자 보호 및 공정한 거래질서 확립을 위한 다양한 조치를 취해 나가고 있다. 시장개설자인 한국거래소 또한 효율적 증권시장 운영을 위한 인프라 구축과 함께 불성실공시법인 지정제도, 관리종목 지정제도 및 시장퇴출 제도의 개선 등 증권시장의 투명성 제고를 위하여 부단한 노력을 기울이고 있다.

하지만 이러한 노력에도 불구하고 여전히 유가증권시장 상장법인(이하 'KOSPI법인')에 비하여 코스닥시장 상장법인(이하 'KOSDAQ법인')을 중심으로 회계처리기준 또는 각종 공시의무 위반 사실이 지속적으로 적출되고 여기에 상응하는 과징금·과태료의 부과, 증권발행제한 및 수사기관 통보 등의 제재조치가 취해지고 있는 것도 사실이다. 특히 KOSDAQ법인의 팽창<sup>3)</sup>은 외형상 급성장을 이끈 것은 사실이나 회계 및 공시관련 제반 법규 준수를 위한

1) 2016.8.현재 : 총 상장법인 수 2,078사(유가증권시장 774, 코스닥시장 1,175, 코넥스시장 129), 시가총액 1,635조원

2) 2016년 상반기 세계거래소연맹(WEF) 기준 : 1위 뉴욕증권거래소(NYSE), 2위 미국 나스닥(NASDAQ), 3위 일본거래소그룹, 4위 상해증권거래소, 5위 런던증권거래소 등

3) 1997년(359사), 2000년(604사), 2007년(1,023사) 2016.8(1,175사)

내부통제 조직이 탄탄하지 못함에 따라 각종 공시의무 및 회계처리기준을 위반하게 되고, 상당수 법인들이 상장폐지 실질심사<sup>4)</sup>를 거쳐 퇴출되면서 투자자 등 증권시장 참가자들로부터 충분한 신뢰를 얻지 못하게 되고, 결국은 투자자의 직접적 손실로까지 이어지고 있다.

기업공시는 증권시장 제도의 꽃이다. 공시가 제대로 즉 “완전하고 정확하게 적시에 공평하게 공시(Full, Accurate, Timely and Fair Disclosure)”된다면 대주주, 임직원 등 내부자의 미공개정보이용 행위와 같은 불공정거래도 일어날 수 없다. “햇빛은 가장 훌륭한 소독제이고 전깃불은 가장 효과적인 경찰관”이라는 Louis Dembitz Brandeis 前 미국 대법관의 말은 기업공시의 중요성을 한 마디로 잘 표현해주고 있다.

무엇보다 상장법인은 자기회사 주식의 투자판단에 중요한 영향을 미칠 수 있는 기업정보를 즉시 신속하게 공시하여야 하며, 투자자의 투자판단에 혼란을 주는 일이 없도록 허위이거나 불확실해서는 아니 된다. 또한 공시정보는 투자자가 이해하기 쉬워야 하고 모든 투자자에게 공평하게 널리 전달될 수 있도록 함으로써 투자자가 기업의 실체를 정확히 알고 투자할 수 있도록 정보 불균형을 해소하는 등 투자자 보호를 위한 노력이 중요하다. 공적 공시의무 사항은 물론이거니와 본질적으로 상장법인 스스로의 공시의무 준수 의지가 선결되어야 하며, 공시위반사실에 대한 사후조치 또는 시장에서의 강제 퇴출은 그 다음의 문제이다.

현재 금융위원회, 증권선물위원회 및 금융감독원 등 법률상 금융감독기관의 상장법인에 대한 조치권한은 크게 1) 증권시장에서의 주가 시세조종 또는 미공개정보를 이용한 내부자거래 등과 관련한 ‘불공정거래조사’ 결과 조치, 2) 상장법인 등 외부감사 대상법인의 회계처리기준 위반 등과 관련한 ‘회계감리’ 결과 조치, 3) 금융회사 등 검사대상회사에 대한 ‘검사’ 결과 조치 및 4) 상장법인의 각종 공시의무사항의 불이행, 해태, 거짓 공시 등과 관련한 ‘공시위반조사’ 결과 조치 등으로 나누어 볼 수 있다.

그 중 불공정거래조사에 따른 조치결과는 그 대상회사 및 위반행위자가 실명으로는 일반에 공표되지 않고 있으며, 금융회사에 대한 검사결과 조치는

---

4) 매출액이나 시가총액 미달 등 양적기준이 아닌 매출규모 부풀리기나 횡령, 배임 등 질적 기준에 미달하는 상장사를 퇴출시키기 위해 한국거래소가 도입한 제도로 2009년 2월부터 시행되었다.

최근에야 체계적으로 공표되고 있는 반면, 회계감리 조치결과는 “주식회사의 외부감사에 관한 법률(이하 ‘외부감사법’) 제 16조”에 따라서, 공시위반 조사에 따른 조치결과는 “자본시장과 금융투자에 관한 법률(이하 ‘자본시장법’) 제 426조”에 따라서 각각 금융감독원 홈페이지 및 보도자료 등의 매체를 통하여 법령에서 정하는 바를 일반에 공표하고 있다.

위 1), 3)과 관련한 연구결과 보다는 2)의 조치결과에 대한 정보효과, 즉 해당기업의 주가 등에 미치는 영향에 관한 연구가 활발한 것도 해당 공표 근거법률의 역사와 해당 준거법에 따른 공표범위 등과 무관하지 않다. 다만, 직접적으로는 본 연구과제인 위 4)와 같은 공시위반조사 조치결과 발표가 주가 수익률 등에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 제대로 된 시장반응 분석은 그 간의 연구결과에서는 찾아보기 어렵다. 한편 이와는 별도로 유가증권시장, 코스닥시장 및 코넥스시장 개설기관인 한국거래소는 상장법인의 공시불이행, 공시변경, 공시변복 및 공시지연 등 불성실공시법인에 대하여 매매거래정지, 불성실공시법인 지정, 관리종목 지정 및 상장폐지 결정에 이르기까지 다양한 자율규제 조치를 취함으로써 건전한 시장관리 기능을 유지하고 있다.

증권선물위원회는 자본시장법상 공시위반조치에 관하여 사실상 최고 심의·의결기구로서 중요한 역할을 수행하고 있다. 본 연구의 대상인 증권선물위원회의 공시위반 조치와 관련해서는 금융감독원이 사후적으로 사업보고서, 증권신고서, 주요사항보고서 등 공시관련 서류를 심사 및 조사를 하는 과정에서 자본시장법 등 관련법규 위반사실을 적발하는 경우에 당해 회사에 대한 기관 조치와 임직원 등에 대한 신분상 조치를 하고 있다. 이 때 조치수준에 따라 중대사항의 경우 증권선물위원회 의결로 과징금·과태료부과, 1년 이내의 증권 발행제한, 임원해임권고 등을 한 후 일반에 그 결과를 공표하지만, 경미한 위반사항에 대하여는 금융감독원장의 결정으로 경고, 주의 등의 조치를 취하거나 그 밖에 혐의사실이 없는 경우에는 무혐의 종결처리 하고 있어 그 결과가 일반에 공표되지는 않는다.

본 연구의 목적은 이와 같은 증권선물위원회의 중대조치가 취해졌을 때 해당기업의 주가수익률에는 어떠한 영향을 주고 있는가를 알아보는 것이다. 공시위반 이외의 회계감리결과, 세무조사 등과 관련한 선행연구에서는 감독당국

등의 조치가 해당기업의 주가에는 부정적인 영향을 주고 있는 것으로 보고되고 있다. 이것은 통상적으로 감독당국 등의 처벌 및 조치 등의 사실이 증권시장에 악재성 뉴스(bad news)로 투자자에게 인식·전달됨으로써 증권시장에서의 정보비대칭이 해소되는 과정을 거치기 때문이다. 공시위반 조치결과의 경우에도 악재성 뉴스로서 작용하여 해당기업의 주가수익률에는 공시위반 조치결과 발표일을 전후하여 부정적인 영향을 줄 것으로 예상된다.

## 1.2 연구내용 및 방법

증권선물위원회 공시위반 조치의 직접적인 시장반응 효과 연구를 찾아보기는 힘들지만 이와 유사한 감독규제기관의 조치 등에 대한 시장반응과 외부감사인의 비적정의견 표시 등에 따른 시장반응 효과는 다수 있다. 손성규·박종성(1998), 전성일·임종옥(2008), Feroz et al.(1991), Dechow et al.(1996) 등은 회계감리결과의 시장반응을, 손성규(2001), 최재은·최정운·배길수(2013), 손성규·오명진(2007) 등은 거래소의 불성실공시법인 지정 및 관리종목 지정의 시장반응을, 이병산·정재현(2008), 정운오·전병욱(2010) 등은 세무조사의 시장반응을, 이효익·박철우(1990), 이원흠·최수미(2001) 등은 비적정의견이 주가에 미치는 영향을, 손성규·오윤숙·배창현(2015) 등은 소송제기 사실 공시의 시장반응 효과를 각각 연구하였다. 이들의 연구결과는 통상 사건연구, 평균차이검증 및 다중회귀분석 등의 연구방법을 이용하여 해당 사건들이 증권시장에서 부정적인 신호로 해석되어 주가에는 대체적으로 음(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다.

본 연구에서는 시장반응의 효과 분석방법으로 선행연구에서 사용했던 모형을 이용하였는데, 감독규제기관의 조치라는 측면에서는 유사하기 때문이다. 우선 사건연구(event study)를 통하여 공시위반 조치일 전후 7영업일을 검증기간으로 하여 평균초과수익률과 누적평균초과수익률의 유의성을 살펴보고 이어서 동 수익률을 종속변수로 하고 기타 기업의 재무특성 변수 등을 통제변수로 하여 다중회귀분석을 실시하는 방법으로 연구모형을 설계하였다.

예상컨대 공시위반 조치는 부정적인 뉴스이므로 해당 기업의 주가수익률에

는 음(-)의 영향을 미칠 가능성이 높다. 선행 유사연구에서도 대부분 해당 사건이 주가에는 음의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다. 특히 같은 상장법인이라 하더라도 재무구조가 취약하고 내부통제가 취약한 KOSDAQ법인의 경우에는 KOSPI법인에 비하여 더욱 그러할 가능성이 높고 같은 공시위반이라도 사업보고서 등 정기고시서류의 미제출, 허위기재 등이 단순사실의 미공시보다는 더욱 주가에 영향을 미칠 것이다. 이에 따라 시장구분과 공시위반 유형을 각각의 그룹으로 나누어 주가수익률 평균차이를 비교·검증한다. 한편 증권선물위원회는 최근 기관제재, 임직원에 대한 신분상 제재보다는 과징금, 과태료 등 금전적 제재를 강화하고 있으며 여기에는 공시위반 제재사실의 공표도 포함되게 되는데 이에 대한 정책적 실효성에 대하여 살펴보는 것도 의의가 있다.

이를 요약하면, 첫째 증권선물위원회의 공시위반 조치는 해당기업에게는 부정적인 뉴스로 작용하여 사건일(event date) 또는 사건일을 전후한 검증기간(event period)동안 주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 알아본다. 둘째 이를 세분화하여 검증기간 별(사건일 전·후), 시장구분 별(KOSPI법인/KOSDAQ법인) 및 공시유형 별(정기공시/수시공시<sup>5)</sup>)로 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률의 차이가 있는가를 분석한다. 셋째 증권선물위원회의 주된 조치수단인 과징금부과금액이 주가수익률에 유의한 영향을 미침으로서 금전적 제재의 실효성이 있는가를 살펴본다. 끝으로 추가분석을 통하여 상대적으로 경미한 조치이기 때문에 그 조치결과가 공표되지 않는 미발표기업과 중대조치로서 일반에 공표되는 발표기업 간의 주가수익률 비교를 통하여 증권선물위원회 공시위반 조치결과 발표의 실효성을 간접적으로 확인해 보는 것이다.

### 1.3 논문의 구성

본 연구는 I 장의 서론에 이어 II 장에서는 기업공시제도의 개요, 증권선물위원회의 일반현황과 조치내역 등을 살펴본다. III 장에서는 기업공시에 관한

---

5) 발행공시와의 비교는 표본 수가 적어 본 연구에서는 생략하였다.



일반적 선행연구와 회계감리, 불성실공시법인 지정, 관리종목 등의 시장조치, 세무조사결과, 외부감사인의 비적정의견 표시, 소송제기 사실 공시 등에 따른 시장반응에 관한 선행연구에 대하여 고찰한다. IV장에서는 연구가설을 설정하고 표본을 선정하며 구체적인 연구모형을 설정한 다음, V장에서는 증권선물위원회의 공시위반조치 결과 발표가 주가수익률에 음(-)의 영향을 미치는지 여부, 사건일 전·후 검증기간별, 증권시장 구분별 또는 공시위반 유형별 등의 구분에 따른 주가수익률 차이를 검증한 후 과징금부과금액이 주가수익률에 어떤 영향을 미치는지 등에 대한 연구결과를 실증적으로 분석하여 제시한다. 마지막 VI장에서는 본 연구의 결론 및 한계점을 논의한다.



## II. 이론적 배경

### 2.1. 기업공시제도

#### 2.1.1 공시제도의 의의

기업공시제도는 “증권시장에서 투자자의 투자판단에 영향을 미칠 수 있는 회사 경영 및 재무 활동 등에 관한 중요한 사항을 투자자들에게 정확하고 신속하게 충분히 제공될 수 있도록 하는 증권시장의 핵심적인 제도”이다. 많은 국가에서 입법이나 제도를 통해 증권시장에서의 정보의 공시를 강제하고 규제하고 있다. 그 이유는 강제적 공시가 아니라면 상장법인은 자신에게 유리한 정보만을 제공하고 불리한 정보는 숨기려는 속성에서 벗어나지 못할 것이기 때문이다. 기업 입장에서 유리한 것인가 또는 불리한 것인가를 따질 필요가 없으며 새로운 정보의 필요정보다는 정확하고 진실한 정보의 제공이 중요하다고 할 수 있다.

지배주주 또는 경영진의 이익과 일반투자자 사이의 이해상충을 방지위해서도 공시규제의 필요성이 크다. 특히 자금의 제공자인 투자자와 자금의 수요자간의 정보 불균형(information asymmetry) 해소를 위해서도 공시의 필요성이 증가한다. 일반적으로 경영자는 일반 투자자에 비하여 해당기업의 사업내용과 재무상태에 대하여 많이 알고 있으며 자신의 재량으로 외부 투자자에게 정보 제공의 양과 질을 결정할 수 있는 위치에 있어 정보문제(information problem)에 직면하게 된다.

또한 투여된 자금을 바탕으로 경영자는 주어진 인센티브 구조 하에서 자신의 이익을 극대화 하려는 방향으로 나아가려는 유인을 갖게 되는데 이러한 대리인 문제(agency problem)로부터도 정보문제가 발생할 수 있다. 더 나아가 이러한 문제로부터 미공개정보를 이용한 내부자거래의 발생 개연성도 배제할 수 없게 된다. 이러한 정보 불균형 문제가 존재하게 되면 궁극적으로 자

본시장에서의 자원배분 기능이 원활히 작동할 수 없게 되고 결국 시장의 실패(market failure)가 발생하게 된다. 이러한 문제점이 지속되는 증권시장은 시장의 신뢰를 상실하게 되고 국내외 투자자로부터의 신뢰를 상실하게 되어 경쟁력을 잃고 도태될 수밖에 없다. 이러한 이유로부터 기업공시제도의 본질적 의의가 있는 것이며 현실적으로는 세계 각국의 금융감독기관과 증권거래소가 기업공시제도의 발전과 상장법인의 올바른 공시를 유도하여 건전한 시장질서를 확립하기 위한 부단한 노력을 하는 이유라고 할 수 있다. 특히 상장법인의 자율적 공시에만 의지하지 않고 중요 투자판단 요소들은 법규화하여 의무적으로 공시하게 하고 이를 이행하지 않거나 미흡한 경우 제재조치 등을 통하여 정보 불균형 문제를 강행적으로 해소하고 있는 것이다.

한편 무엇을 공시할 것인가 하는 문제에 있어서는 ‘중요성’에 대하여 고찰할 필요가 있다. 자본시장법은 중요한 정보를 ‘투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 정보’라고 규정함으로써 ‘중요성’에 대하여 일반화된 개념정의를 제시하여 유연한 적용을 예기하고 있다.<sup>6)</sup> 특히 관련 판례<sup>7)</sup>에 따르면 ‘합리적인 투자자라면 그 정보의 중대성과 사실이 발생할 개연성을 비교평가하여 판단할 경우 유가증권의 거래에 관한 의사사결정에서 중요한 가치를 지닌다고 생각하는 정보’를 중요한 정보의 기준으로 삼고 있다. 이는 미국 연방대법원이 Texas Gulf Sulphur사건<sup>8)</sup>에서 제시한 중대성-개연성 기준(magnitude-probability test)을 인용한 것이다. 이와 같은 관점에서 공시항목에 담길 내용이 정해지면 이를 법령에 열거하여 기술하거나 이를 포함하는 포괄적 개념으로 정의할 것인가 하는 것은 장단점과 각국의 문화적인 차이가 있어 단지 입법기술론적인 문제일 것이다.

### 2.1.2 공시제도의 유형

증권시장은 발행시장과 유통시장으로 나누어 볼 수 있다. 발행시장(primary market)은 기업이 발행한 증권을 투자자가 최초로 취득하는 시장인데 비하여

6) 자본시장법 제174조제1항

7) 대법원 2010. 5. 13. 선고 2007도9769 판결; 대법원 2008. 11. 27. 선고 2008도6219 판결

8) SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F.2d(2d Cir. 1968).

유통시장(secondary market)은 이미 발행된 증권이 투자자들 사이에서 거래되는 시장이다. 이와 같은 관점에서 기업공시를 크게 발행시장 공시와 유통시장 공시로 나누어 볼 수 있으며 유통시장 공시는 다시 투자자에게 정기적으로 기업 내용을 알리는 정기공시와 회사에 특별한 사항이 발생할 때마다 하게 되는 수시공시(비정기공시)로 나누어 볼 수 있다. 그 밖에 공개매수제도(Tender offer)<sup>9)</sup> 등 M&A와 관련한 사항을 공시하는 특수공시가 있다. 공개매수란 “기업지배권의 획득이나 유지·강화를 위해 장외에서 공개적으로 대상기업 주주를 상대로 프리미엄을 지급하고 대량의 주식을 단기간에 매수하는 행위”를 말한다. 우리나라 자본시장법 제133조제1항에서는 “불특정 다수인에 대하여 의결권 있는 주식 등의 매수의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하고 증권시장 및 다자간매매체결회사 밖에서 그 주식등의 매수(다른 증권과의 교환을 포함)를 하는 것”으로 정의하고 있다. 누구든지 공개매수를 하고자 하는 자는 그 공개매수공고를 한 날에 공개매수신고서를 금융위원회(금융감독원)와 거래소에 제출하여야 한다.(동법 제133조제2항)

그 밖에 주식 등의 5%이상 보유사실과 그 후의 지분변동을 신속하게 공시하도록 함으로써 지배권시장(market for corporate control)의 투명성 및 공정성을 확보하고자 하는 제도적 장치로서 주식 등의 대량보유 상황보고 제도가 있다. 통상 '5% rule'이라고 부르는데 이는 주식 등의 대량취득 또는 처분에 관한 정보를 시장에 공시하게 함으로써 지배권 시장의 투명성을 제고하고 투자자를 보호하는 한편 불공정거래 감시 장치로서의 기능도 하고 있다. 이 제도는 지배권 경쟁에 있어 공격하는 측과 방어하는 측 모두에게 동등하게 적용되고 있으므로 중립적인 제도로 볼 수 있다. 이상과 같은 발행공시, 유통공시, 특수공시 등의 용어는 자본시장법 등 법률상 구분하는 용어는 아니므로 특별한 의미를 갖는 것은 아니나 자본시장관련 실무와 관련 연구에서는 널리 사용되어지고 있다.

9) 기업지배권의 획득이나 유지·강화를 위해 장외에서 공개적으로 대상기업 주주를 상대로 프리미엄을 지급하고 대량의 주식을 단기간에 매수하는 행위를 말한다. 우리나라 자본시장법(제133조 제1항)에서는 ‘불특정 다수인에 대하여 의결권 있는 주식 등의 매수의 청약을 하거나 매도의 청약을 권유하고 증권시장 및 다자간매매체결회사 밖에서 그 주식등의 매수(다른 증권과의 교환을 포함)하는 것으로 정의하고 있다. 누구든지 공개매수를 하고자 하는 공개매수신고서를 그 공개매수공고를 한 날에 금융위원회(금융감독원)와 거래소에 제출하여야 한다.(동법 제133조제2항)

본 연구에서는 증권선물위원회의 공시위반 조치내역을 발행공시, 정기공시 및 수시공시로 구분하여 분석한다. 다만, 수시공시의 경우 현행 주요사항보고서(current report) 및 종전의 주요경영사항보고서를 동일한 수시공시 위반사항으로 분류하였다. 그 이유는 다음 <표 1>과 같이 구 증권거래법 하에서는 수시공시의 주관기관이 금융위원회(금융감독원)와 거래소로 이원화되어 있었던 것을 자본시장법이 시행되면서 일부 공적규제 항목을 분리하여 ‘주요사항 보고서’제도를 신설하고, 그 밖의 수시공시 제도는 자율규제로 전환하여 거래소로 일원화된 배경을 감안하였기 때문이다.

<표 1> 자본시장법상 수시공시제도의 개선<sup>10)</sup>

구 증권거래법				⇒	자본시장법				
구 분		조치권자	제출처		구 분		조치권자	제출처	비고
수시공시	공적규제	금융위	금융위 또는 거래소		비정기공시	주요사항 보고서	금융위	금융위 (거래소 통보)	법정공시
	자율규제	거래소	거래소			수시공시	거래소	거래소 (금융위 통보)	자율공시

10) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률안 설명자료(재정경제부, 2007.1). 92p

## (1) 발행공시

발행공시(primary market disclosure)는 “발행되는 증권을 취득하는 투자자의 투자판단을 돕기 위하여 발행할 증권과 발행인에 대한 정보를 알리도록 하는 ‘증권신고서’와 증권의 청약을 권유할 때 투자자들이 합리적인 판단을 할 수 있도록 발행기업의 내용 및 발행되는 증권의 내용을 기재하여 발행인이 일반투자자에게 제공하는 청약권유문서인 ‘투자설명서’ 등”이 있다<sup>11)</sup>.

증권신고서에는 대표이사 및 신고업무 담당이사의 서명의무<sup>12)</sup>를 부과하여 그 작성의 책임성을 높이고 있으며 “모집매출에 관한 일반사항, 증권의 권리 내용, 투자위험 요소, 인수인의 의견, 자금의 사용목적 등 모집매출의 개요와 회사의 개요, 사업의 내용, 재무에 관한 사항(재무제표 포함), 이사회, 주주 및 임직원에 관한 사항, 이해관계자와의 거래내용 등 발행인의 개요 등”을 기재하도록 하고 있다.

아울러 정관, 주주총회 또는 이사회 결의사항에 관한 서류, 인수계약서 사본 등을 첨부토록 하고 있다. 투자설명서에도 “발행인의 개요, 재무사항, 사업 내용 등이 기재”되는데 증권신고서와 투자설명서는 거의 동일하며 그 기재내용에 따라 구분되기 보다는 그 목적에 따라 구분된다. 즉 증권신고서는 감독당국에, 투자설명서는 일반투자자에게 청약의 권유시 그 내용을 알리는데 사용되어진다.

이와 같이 발행시장 공시를 규제하는 목적은 자금을 조달하기 위해 증권을 발행하는 주체는 가능한 많은 자금을 조달하기 위해 회사에 유리한 내용은 널리 알리려 하고 불리한 사항은 숨김으로써 최대한 발행가액을 높이려 하는 유인을 갖기 때문이다. 반면에 투자자는 적절한 가격 또는 그 이하로 증권을 매입함으로써 거래차익을 얻고자 할 것이다.

그러나 기본적으로 발행시장의 양 당사자인 발행주체인 기업과 투자자들

11) 그 밖에 발행시장관련 공시서류로는 증권신고서 정정신고서와 철회신고서, 일괄신고서, 증권발행실적보고서 등이 있으며, 투자설명서는 형식, 기재내용 및 이용시점 등에 따라 통상의 투자설명서, 예비투자설명서, 간이투자설명서 등으로 세분할 수 있다.

12) 기업회계 및 경영의 투명성을 높이려 증권신고서를 비롯한 공시서류의 허위기재 및 누락 등을 방지하기 위해 2003년 12월 31일 증권거래법 당시부터 도입되어 현행 자본시장법에서 동일하게 적용되고 있다.

사이에는 정보의 불균형이 존재한다. 이러한 정보의 불균형을 시장자율에만 맡기는 경우 투자자는 적정가치보다 많은 자금을 지출할 개연성이 높고 결국 손해를 볼 수밖에 없다. 발행시장 공시를 규제하는 것은 이러한 피해를 방지하기 위해 필수적인 것이라 할 수 있다.

한편 금융감독원은 증권신고서의 심사를 맡고 있는데 “증권신고서가 형식적 요건을 제대로 갖추었고 그 증권신고서 중 중요사항에 관하여 허위 기재 또는 누락이 있음을 발견하지 못한 경우 증권신고서를 수리”해야 한다. “신고서를 수리하면 접수된 날에 수리가 된 것으로 본다”. 증권신고서를 심사한 결과 “증권신고서의 형식을 제대로 갖추지 아니한 경우 또는 그 증권신고서 중 중요한 사항에 관하여 거짓의 기재 또는 표시가 있거나 중요사항이 기재 또는 표시되지 아니한 경우와 중요사항의 기재나 표시내용이 불분명하여 투자자의 합리적인 판단을 저해하거나 투자자에게 중대한 오해를 일으킬 수 있는 경우에는 그 증권신고서에 기재된 증권의 취득 또는 매수의 청약일 전일까지 그 이유를 제시하고 정정신고서의 제출을 요구”할 수 있다.

위반에 대한 책임으로는 행정조치<sup>13)</sup> 이외에 민사상 손해배상책임, 형사책임(5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금 등)과 과징금 부과(최대 20억원) 조치 등이 있다. 과징금 부과대상자로는 민사상 배상책임을 지는 자와 같은데 “증권신고서의 신고인과 신고 당시의 발행인의 이사, 공인회계사·감정인·신용평가사, 그 증권의 인수인 또는 주선인 등”이 해당한다.

또한 증권신고서나 투자설명서의 부실공시에 대한 손해배상책임은 증권관련 집단소송의 대상으로 정해져 있다.(증권관련 집단소송법 제3조제1항) 증권관련 집단소송법은 남소방지를 위해 구성원이 50인 이상이고 보유증권 합계가 발행증권 총수의 0.01% 이상일 것을 요구한다. 현실적으로는 입법 당시 예상과 달리 본격적인 증권관련 집단소송이 제기되고 있는지 않은데 이는 엄격한 소제기 요건과 소송비용의 부담 때문인 것으로 추정된다.

13) 1년의 범위에서 증권의 발행 제한, 임원에 대한 해임권고, 고발 또는 수사기관에의 통보, 경고 또는 주의 등



## (2) 정기공시

정기공시(periodical disclosure)는 투자자에게 분기, 반기 및 연간 단위로 각 기간별 경영활동 및 영업실적 등을 투자자들에게 공시함으로써 투자판단에 활용토록 하는 제도로써 사업보고서, 분기보고서, 반기보고서가 있다. 이러한 자료들은 작성에 상당한 비용과 시간이 소요되는데, 각 사업연도 경과 후 90일 이내에 사업보고서(분·반기보고서는 각각 45일 이내)를 금융위원회(금융감독원)와 거래소에 제출하여야 한다.

자본시장법은 상장 또는 공모 등을 통한 주식분산에 의해 다수의 투자자가 존재하게 되거나 공개기업은 아니지만 500인 이상의 증권소유자가 존재하는 법인에 한하여 사업보고서 제출의무를 부과하고 있다. 구 증권거래법 하에서는 금융위원회 등록법인 중 주주 수 500인 이상인 법인이 사업보고서 제출대상이었으나 등록법인 제도가 폐지됨에 따라 ‘등록법인’ 요건을 ‘외부감사 대상법인’으로 변경하였다.

사업보고서에는 “1) 회사의 목적, 상호, 사업내용, 2) 임원보수, 3) 재무에 관한 사항, 4) 이사회 등 회사의 기관 및 계열회사에 관한 사항, 5) 주주에 관한 사항, 6) 임직원에 관한 사항, 7) 회사의 대주주 또는 임직원과의 거래 내용 등이 기재되고 회계감사인인 감사보고서(분·반기검토보고서), 감사의 감사보고서, 법인의 내부감시장치의 가동현황에 대한 감사의 평가의견서, 그 밖에 금융위원회가 정하여 고시하는 서류 등”이 첨부된다. 사업보고서에는 증권신고서와 같이 “제출 당시 그 법인의 대표이사과 동 보고서 제출업무를 담당하는 이사가 그 내용을 확인·검토하고 이에 각각 서명”하여야 한다.

금융위원회(금융감독원)은 사업보고서 등의 중요한 불비가 발생한 경우에는 행정조치를 통하여 해당 보고서의 정정 등을 요구할 수 있으며, 필요시 증권발행제한 등의 조치도 내리게 된다. 위반에 대한 책임으로는 행정조치<sup>14)</sup> 이외에 민사상 손해배상책임, 형사책임(5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금 등)과 과징금 부과(최대 20억원) 조치 등이 있다.

14) 1년의 범위에서 증권의 발행 제한, 임원에 대한 해임권고, 고발 또는 수사기관에의 통보, 경고 또는 주의 등



### (3) 수시공시

수시공시(timely disclosure)는 “기업의 경영활동, 영업활동 및 재무상태의 중요한 변동 등과 관련하여 주요사항이 발생하면 이를 즉시 공시하도록 하는 제도”이다. 이러한 공시항목 및 내용은 시장참가자들의 정보 불균형을 해소하여 증권시장의 효율성을 높이므로 주요사항들이 빠짐없이 공시되도록 하는 것이 필수적이다. 하지만 지나친 공시부담을 주지 않는 범위 내에서 균형있게 정해질 필요가 있다. 수시공시는 자본시장법 출범당시 최초로 도입된 주요사항보고서 제도와 거래소 증권시장에서 이루어지는 수시공시가 있다.

주요사항보고서(current report<sup>15)</sup>) 제출대상 사유로는 “1) 어음·수표의 부도, 2) 영업활동의 정지, 3) 회생절차 개시신청, 4) 해산사유 발생, 5) 자본의 증가 및 감소에 관한 결정이 있는 경우, 6) 중용한 영업 또는 자산의 양수도, 7) 자기주식의 취득 또는 처분 결의 등”이 있으며 사유가 발생한 날 익일까지 금융위원회(금융감독원)에 제출하여야 한다. 주요사항보고서를 제출하지 아니하거나 허위 기재 등을 한 경우에는 행정조치 이외에 형벌 및 과징금 등의 제재를 받게 된다. 주요사항보고서에는 그 사유별로 구분하여 보고 내용을 증명할 수 있는 서류를 첨부하여야 하며 제출대상 사유가 발생한 날 익일까지 금융위원회에 제출하여야 한다. 미국의 current report의 경우 신고기한을 4일 이내로 하고 있으나, 우리나라는 수시공시 기한이 당일인 점 등을 감안하여 공시의 적시성을 확보하고자 사유발생일 익일까지 신고하도록 하고 있다.

한편, 거래소로 관리체계가 일원화된 수시공시는 “1) 상장법인의 영업 및 생산 활동에 관한 사항, 2) 상장법인의 재무구조에 변경을 초래하는 사항, 3) 상장법인의 기업경영활동에 관한 사항”으로 거래소 공시규정에서 정하고 있다. 위반에 대한 제재로서 불성실공시법인 지정, 공시위반 제재금 부과 등이 있다. 구, 증권거래법에서는 수시공시 위반에 대하여도 형사처벌이 가능하였으나 이제는 거래소 자율규제 대상으로 일원화 되어 형사벌칙 부과가 곤란해짐에 따라 제재금의 부과를 통해 수시공시의 실효성을 확보하고 있다.

15) 우리나라 제도와 비슷한 미국의 주요사항보고서(current report)의 항목 수는 22개이고, 일본의 임시보고서는 26개 항목이다.

#### (4) 기타공시

특수공시는 발행시장 공시 및 유통시장공시 이외에 공개매수신고서, 안정조작신고서 및 시장조성신고서 등 불공정거래의 규제와 M&A의 공정성 확보등과 관련된 공시제도이다. 한편 한국거래소가 운영하는 조회공시, 공정공시(fair disclosure<sup>16)</sup>) 및 자율공시제도가 있다. 조회공시는 “투자자보호를 위하여 풍문, 보도내용 등의 사실여부와 주가와 거래량이 급변하는 경우에 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 미공개정보가 있는지를 거래소가 상장법인에게 확인하는 것”이다. 거래소는 공시책임자, 담당자에게 전화, FAX로 조회공시를 요구하고 해당기업은 일정한 시한<sup>17)</sup>까지 당해 조회공시에 대하여 답변공시를 하여야 한다.

우리나라의 공정공시제도는“기업의 주요정보를 애널리스트 등 특정집단에 선별적으로 제공함으로써 발생할 수 있는 시장참가자의 정보 불균형을 최소화하기 위해 미국의 공정공시제도를 근간으로 하여 2002년 11월에 도입되었는데 공정공시 대상 정보를 당해 법인의 임원 등 공정공시 정보제공자가 공정공시 대상정보를 기관투자자 등에 제공하고자 하는 경우에는 당해 상장법인으로 하여금 이를 사전에 공시하도록 하는 것”이다. 대상정보로는 “1) 장래사업계획 또는 경영계획, 2) 매출액, 영업손익, 경상손익, 당기순손익 등에 대한 전망 또는 예측, 3) 사업보고서등의 제출 전 당해 보고서와 관련된 재무정보, 4) 공시의무사항으로서 공시기한이 경과되지 아니한 사항” 등이다.

그 밖에 자율공시는 상장기업의 공시능력을 제고하고자 자진공시 및 일부 항목에서 제한적으로 운용되던 자율공시항목을 확대하여 주요경영사항 이외의 사항에 관하여 상장기업의 자율적인 판단에 의하여 당해 기업에 관한 주요 경영상의 정보 또는 장래계획 등을 공시할 수 있도록 하는 제도이다. 주된 공시내용은 “기술도입 및 이전, 자원개발 투자 및 개발자원 경제성 판명, 특허권 양수도, 재산증여 및 수증, 합병 등 주주총회 결의 무효 또는 취소소송

16) 2000년 10월 미국에서 시행된 Regulation FD(fair disclosure)를 본 따 만든 제도로서 수시 공시제도를 보완하고 있으며 거래소 공시규정에 도입하였다.

17) 풍문 또는 보도에 따른 조회공시의 경우 조회공시 요구시점이 오전인 경우 당일 오후까지, 오후인 경우에는 익일 오전까지 답변공시를 하여야 하며, 시황급변에 따른 조회공시에 대하여는 1일 이내에 답변공시를 하여야 한다.

의 제기·신청 또는 그 소송에 대한 판결·결정, 기타 회사의 경영·재산 및 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있다고 판단되는 사항”이며 신고시한은 사유발생일 다음날 까지다. 이상과 같은 상장법인의 공시유형 분류를 다음 <표 2>와 같이 정리하였다.

<표 2> 상장법인의 공시유형 분류

구 분			주요 공시서류	근거
발행시장 공시			증권신고서 투자설명서 소액공모공시서류	법정 공시
유통시장 공시	정기공시		사업보고서 반기보고서 분기보고서	법정 공시
	수시공시	비정기 공시	주요경영사항보고서	법정 공시
		수시공시	거래소 공시규정 서식	거래소 자율 공시
		공정공시		
		자율공시		
		조회공시		
특수공시			공개매수신고서 주식등의 대량보유상황(5%)보고서	법정 공시

\* 음영부분이 본 건 연구대상 공시위반 유형인 발행공시, 정기공시, 수시공시(비정기공시 + 수시공시)를 의미함

## 2.2. 증권선물위원회

### 2.2.1 설치근거, 구성 및 권한

증권선물위원회는 금융감독기구의 설치 등에 관한 법률 제 19조에 근거하여 설치되었다. 증권선물위원회는 1998년 4월 금융감독위원회의 설립 당시 발족한 금융감독위원회 내부 기구로 시작하여 2008년 금융감독위원회가 금융위원회로 통합·변경됨에 따라 금융위원회의 소속이 되었다. 증권선물위원회는 “위원장 1인을 포함한 5인의 위원으로 구성되며, 위원장을 제외한 위원 가운데 1인은 증권선물위원회 상임위원이다. 위원장은 금융위원회 부위원장이 겸임하고, 위원은 금융, 증권, 선물, 회계 분야에 경험이 많은 자, 대학에서 법률학, 경제학, 경영학 또는 회계학을 전공한 자 등 가운데 금융위원회 위원장의 추천으로 대통령이 임명”한다. 위원장이 아닌 “위원의 임기는 3년이며, 1차에 한해 연임할 수 있고 회의는 위원 2인 이상의 요구가 있을 때 위원장이 소집하되, 위원장 단독으로 소집”할 수도 있다. 회의는 위원 3인 이상의 찬성으로 의결한다. 증권선물위원회의 주요 권한은 “1) 자본시장의 불공정 거래조사, 2) 기업회계 기준 및 회계감리에 관한 업무, 3) 금융위원회원회가 심의·의결하는 증권·선물시장의 관리 감독 및 감시 등과 관련된 주요 사항에 대한 사전심의, 4) 자본시장의 관리·감독 및 감시 등을 위하여 금융위원회로부터 위임받은 업무, 5) 기타 다른 법령에서 증권선물위원회에 부여된 업무” 등이다.

### 2.2.2. 자본시장조사심의위원회의 운영

증권선물위원회는 자본시장조사업무규정 제21조에 의하여 “불공정거래 및 공시 의무 위반에 대한 조사결과 보고 및 처리안을 심의하기 위한 자문기구”로서 자본시장조사심의위원회를 두고 있다. 자본시장조사심의위원회의 구성인원은 “1) 증선위 상임위원, 2) 금융위원회 자본시장국장 또는 금융위원회 3급 이상 공무원 중에서 금융위원회장이 지명하는 자 1명 3) 금융위원회 법률자문관, 4) 금융감독원 공시·조사 담당 부원장보, 5) 금융관련법령에 전문지식이

있거나 증권·선물에 관한 학식과 경험이 있는 변호사, 교수 등 전문가중에서 증권선물위원회위원장이 위촉하는 자 3인, 6) 금융위원회 자본시장조사단 조사담당관” 등으로 구성되어 있다.

### 2.2.3. 증권선물위원회와 금융감독원의 관계

금융위원회의 설치 등에 관한 법률에 의하여 금융감독원은 “금융위원회와 증권선물위원회의 지시 및 감독을 받아 증권·선물시장의 불공정거래 조사업무, 증권·선물시장의 관리·감독 및 감시 등의 업무를 처리”할 수 있고 금융위원회의 지시를 받아 “증권신고서의 신고인, 유가증권의 발행인·인수인 기타 관계인에 대하여 조사”를 할 수 있다.

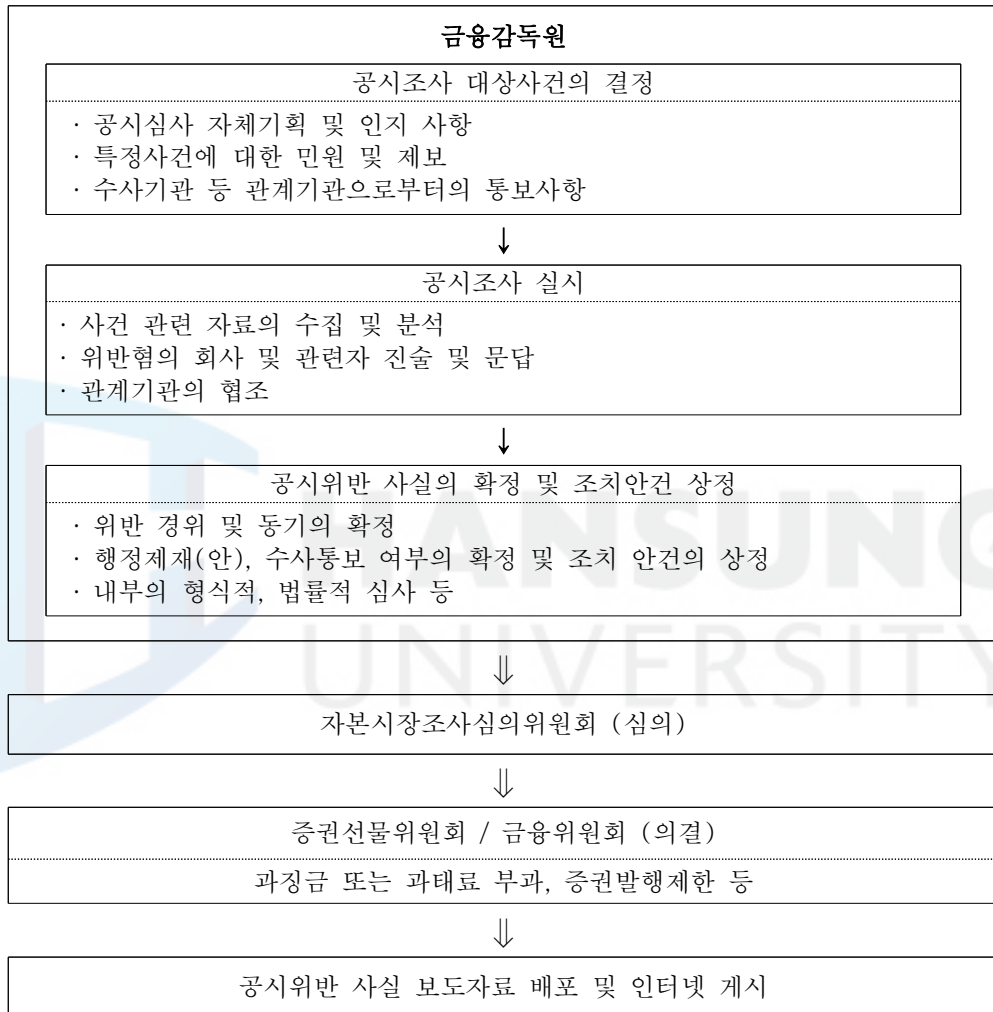
### 2.2.4. 증권선물위원회의 공시위반 처리 절차

자본시장법상 공시의무위반 혐의는 금융감독원에서 증권신고서 또는 사업보고서 등의 심사과정에서 인지하거나 각종 언론 매체상의 보도내용을 통하여 자체 인지하고 동 인지내용을 조사사건에 포함할 지 여부를 결정한다. 금융감독원은 공시위반사항의 확인, 자료징구 및 관련자 문답 등의 방법으로 조사를 실시하고 있다. 조사결과 조치수준의 결정은 금융감독원 내부심의, 내·외부전문가로 구성된 자본시장조사심의위원회 심의 및 증권선물위원회 의결을 거쳐 공시의무 위반사실 등을 최종적으로 확정한다. 제재예정 대상자는 사전통지에 대한 이의제기 외에 자본시장조사심의위원회 심의 또는 증권선물위원회가 의결할 때 출석하여 의견진술이 가능하다. 증권선물위원회는 공시위반사항에 대하여 과징금, 과태료, 증권발행제한, 임원해임권고, 고발 또는 수사기관 통보 등 행정제재를 부과할 수 있다. 과징금·과태료 등 금전적 제재<sup>18)</sup>는

---

18) 공시위반에 대한 과징금 부과 제도는 1999년 4월 1일 시행되었다. 당시 과징금 부과 한도는 5억원이었다. 이후 2001년 4월 1일 공시위반법인 등에 대한 벌칙 조항 강화 차원에서 구 증권거래법이 개정되어 과징금 부과한도가 20억원으로 증가하였고 2002년 2월 1일에는 과태료 부과 한도가 2백만원에서 1천만원으로 상향 조정되었다. 2009년 2월 4일 자본시장법 시행으로 주요사항보고서의 과징금 부과 근거(법 제429조 제3항)가 신설되었고,

금융위원회에서 징수하고 있으며 이를 납부하지 아니하는 경우에는 체납처분 절차에 의하여 강제집행 등의 절차를 시행하고 있다. <그림 1>은 이상과 같은 상장법인의 공시위반행위 처리 흐름을 간략히 나타낸 것이다.



<그림 1> 상장법인의 공시위반행위 처리 흐름도

과징금 최저부과액 감경 근거가 동 법 시행령(제379조 제1항 제2호)에 신설되었으며, 과징금 부과 소멸시효 제도가 도입(법 제429조 제4항)되었고, 과태료 부과 한도가 소액공모 공시서류 제출의무 위반의 경우 1천만원에서 5천만원으로, 증권발행실적보고서 제출의무 위반의 경우 500만원에서 1천만원으로 상향 조정되었다.

### 2.2.5. 공시위반 조치내용의 공표

증권선물위원회는 그간 개인정보라이버시 등을 사유로 제재내용을 제한적으로 공개해 왔으나, 과징금 및 과태료 등 금전적 제재 조치를 원칙적으로는 공개하되 수사기관에 고발·통보하는 등 금융위원회(증권선물위원회)가 중국적 조치를 하지 않는 사안의 경우 타 기관과의 관계 등을 고려하여 비공개로 운영해 오고 있다. 공표의 수준은 일반인이 어떤 행위가 제재의 대상이 되는지를 알 수 있을 정도로 상세히 공개하고 원칙적으로 증권선물위원회의 조치 안전에 준하는 수준으로 공개하고 있다.

제재내용의 공개범위는 제재대상자, 제재조치일, 제재조치내용, 제재대상사실, 관련법규, 과징금부과 산출내역 등이며 법인의 경우 법인명을 공개하고 있으나, 개인의 경우에는 직함만 공개하고 실명을 공개하지는 않고 있다(자본시장법 제426조 및 동법시행령 제377조). 통상의 경우 증권선물위원회 의결일에 주요 제재내용에 대하여 보도자료 등을 배포하여 공개하고 있으며 사후적으로는 금융위원회 및 금융감독원의 인터넷 홈페이지에서 원클릭으로 접근 가능하도록 공개하고 있다. 이는 미국, 홍콩 등의 경우에도 해당 국가 금융감독기관 인터넷 홈페이지에서 원클릭으로 접근이 가능한 것과 유사하게 운용하고 있다. 현재 금융감독원 홈페이지에는 “제재내용 공시”란이 개설되어 있으며, 보도자료만을 일목요연하게 게재하고 있으므로 누구나 언제든지 온라인상으로 확인할 수 있으며 그 밖에 다양한 언론매체 등을 통하여서도 알 수 있게 된다.

### 2.2.6. 증권선물위원회 공시위반 조치의 종류

증권선물위원회는 상장법인의 공시위반 행위의 동기가 고의, 중과실 또는 단순과실인지 여부와 당해 위법행위의 시정 또는 원상회복 여부, 유사사건에 대한 조치와의 형평성, 당해 조치가 향후 증권시장참여자에게 미칠 영향 등을 종합적으로 판단하여 과징금, 과태료, 증권발행제한 등 자본시장법상 취할 수 있는 행정제재와 형벌제재를 위한 수사기관 통보 등의 조치를 하게 된다. 이



와는 별도로 상장법인 등이 증권신고서와 투자설명서 중요사항에 관하여 거짓 기재 또는 중요사항을 기재하지 않아 투자자가 손해를 입은 경우 자본시장법 제125조에 따른 손해배상 책임이 있으며, 사업보고서 등의 경우에도 이와 같은 사유로 투자자가 손해를 입은 경우 동법 제162조에 따른 손해배상 등 민사상 책임이 있다. 다음은 상장법인의 공시위반 행위에 대한 행정제재(과징금, 과태료 부과대상)와 형사벌칙 대상을 정리한 것이다.

#### (1) 행정제재

증권선물위원회의 공시위반에 대한 행정제재 종류로서 과징금, 과태료, 기타 행정제재가 있다. 우선 과징금은 증권신고서(정정신고서, 투자설명서 등을 포함), 정기보고서(사업, 분·반기보고서), 주요사항보고서의 미제출, 중요사항 거짓 기재 또는 기재누락에 대하여 고의 또는 중과실이 있는 경우에 한하여 과징금 부과가 가능하다. 과징금 부과금액이 5억원 이상인 경우에는 조치권자가 금융위원회가 된다. 조치대상자는 증권신고서의 경우 자본시장법 제125조 제1항 각 호의 자가 되며, 정기보고서 및 주요사항보고서의 경우 보고서 제출대상법인이 된다. 과징금은 위반행위가 있었던 때로부터 3년이 경과하면 부과할 수 없다. 다음 <표 3>은 과징금 부과대상 공시위반 행위를 정리한 것이다.

<표 3> 과징금 부과대상 공시위반 행위

조치대상 위반행위	과징금	관련조문
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 공시종류 <ul style="list-style-type: none"> <li>· 증권신고서(정정신고서, 투자설명서 등 포함), 정기보고서(사업, 분·반기 보고서), 주요사항보고서</li> </ul> </li> <li>- 위반행위 : 미제출, 중요사항 거짓 기재, 기재누락</li> <li>- 주관적요건 : 고의 또는 중과실</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 20억원 이하</li> <li>- 조치대상자 (증권신고서) : 자본시장법 §125① 각 호의 자</li> <li>(정기보고서, 주요사항보고서) : 사업보고서 제출대상법인</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 자본시장법 §119, §122, §123, §159①, §160, §161①, §429①, ③, §430①</li> </ul>



증권선물위원회는 소액공모 공시서류를 제출하지 아니한 경우, 증권발행실적 보고서를 제출하지 않거나 거짓으로 작성·제출한 경우, 자료제출명령, 증인 출석 또는 증언 및 의견진술요구에 불응한 자에 대하여 최대 5천만원의 범위 내에서 과태료를 부과할 수 있다. 그 밖에 공시위반행위에 대하여 증권선물위원회가 조치 가능한 행정제재로는 공고 및 정정명령, 발행 등 정지·금지, 1년 범위내 증권발행제한, 임원해임권고, 고발 또는 수사기관 통보, 경고·주의가 있다. 다음 <표 4>는 과태료 부과대상 공시위반 행위를 정리한 것이다.

<표 4> 과태료 부과대상 공시위반 행위

조치대상 위반행위	과태료	관련조문
- 소액공모 공시서류 미제출	- 5천만원이하	자본시장법 §449① 36호
- 증권발행 실적보고서 미제출 또는 거짓 작성·제출 - 자료제출 명령, 증인 출석, 증언 및 의견진술 요구 불응	- 1천만원이하	자본시장법 §449② 7호, 8호

## (2) 형사벌칙

자본시장법상 공시위반에 대한 형사벌칙은 다음 <표 5>와 같다. 증권신고서를 제출하지 않고 증권을 모집 또는 매출한 자, 증권신고서, 일괄신고서 추가서류, 정정신고서, 투자설명서, 정기보고서, 주요사항보고서의 중요사항 거짓 기재 또는 기재를 누락한 자 및 중요사항의 거짓 기재 또는 기재누락 사실을 알고도 서명한 자, 정정신고서를 제출하지 아니한 자 등에게는 5년 이하의 징역 또는 2억원 이하의 벌금에 처할 수 있다. 또한, 증권신고서 효력발생전 증권의 취득 또는 매수의 청약을 승낙한 자, 투자설명서를 제출하지 아니한 자, 투자설명서 교부의무를 위반한 자, 정당한 투자설명서 사용의무를 위반한 자, 정기보고서, 주요사항보고서를 제출하지 아니한 자 등에게는 1년 이하의 징역 또는 3천만원 이하의 벌금에 처할 수 있다.

<표 5> 형사벌칙 대상 공시위반 행위

위반행위	형사벌칙	관련조문
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 증권신고서를 제출하지 않고 증권을 모집 또는 매출한 자</li> <li>- 증권신고서, 일괄신고서추가서류, 정정신고서, 투자설명서, 정기보고서, 주요사항보고서의 중요사항 거짓 기재 또는 기재누락한 자 및 중요사항의 거짓기재 또는 기재누락 사실을 알고도 서명한 자 등</li> <li>- 정정신고서를 제출하지 아니한 자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 5년 이하 징역/2억원 이하 벌금</li> </ul>	<p>§444 제12호~ 제14호</p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>- 증권신고서 효력발생전 증권의 취득 또는 매수의 청약을 승낙한 자</li> <li>- 투자설명서를 제출하지 아니한 자</li> <li>- 투자설명서 교부의무를 위반한 자</li> <li>- 정당한 투자설명서 사용의무를 위반한 자</li> <li>- 정기보고서, 주요사항보고서를 제출하지 아니한 자</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 1년이하 징역/3천만원 이하 벌금</li> </ul>	<p>§446 제20호~ 제23호, 제28호</p>

### 2.3. 공시위반 조치결과 발표 현황<sup>19)</sup>

증권선물위원회는 <표 6>에서와 같이 2002년 1월 이후 2016년 8월까지 총 497개 상장법인(위반건수 : 총 609건)에 대하여 조치하고 그 결과를 금융감독원 보도자료를 통하여 해당 법인의 실명, 위반의 주요내용 및 조치내역을 공식적으로 발표하고 금융감독원 및 금융위원회 인터넷 홈페이지에 그 사실을 게시하였다.

<표 6> 법인유형별 공시위반 현황

(단위 : 사, 건)

연 도	KOSPI법인		KOSDAQ법인		비상장법인		계	
	회사	건	회사	건	회사	건	회사	건
2002	12	13	26	29	11	11	49	53
2003	30	40	35	53	11	11	76	104
2004	7	11	19	39	1	1	27	51
2005	14	19	26	43	1	1	41	63
2006	2	3	11	18	16	19	29	40
2007	3	3	13	14	4	5	20	22
2008	5	5	12	15	9	9	26	29
2009	4	5	24	26	28	31	56	62
2010	2	2	19	21	22	22	43	45
2011	1	1	5	6	12	13	18	20
2012	4	5	3	3	16	18	23	26
2013	6	6	6	6	8	9	20	21
2014	3	3	6	6	7	7	16	16
2015	4	4	20	22	8	8	32	34
'16. 8.	4	4	13	14	4	5	21	23
계	101	124	238	315	158	170	497	609

19) 이 수치는 금융감독원 홈페이지에 공표된 회사를 기준으로 한 것이므로 실제 조치법인 수와 다를 수 있다.

법인 형태별로는 KOSDAQ법인이 238사로 대다수를 차지(전체의 47.9%) 하였고 KOSPI법인은 101사로 20.3%, 비상장법인이 158사로 31.8%의 비중을 각각 차지하였다. 조치 건수 기준으로 보더라도 KOSDAQ법인이 315건으로 전체의 절반 이상인 51.7%를 차지하였고 KOSPI법인은 124건으로 20.4%, 비상장법인이 170건으로 27.9%의 비중을 각각 차지하는 것으로 나타났다. 이와 같은 조치결과는 비교적 KOSDAQ법인 또는 비상장법인의 회계·공시관련 내부통제 조직 및 적정 인원이 KOSPI법인에 비하여 상대적으로 취약함에 따른 결과로 해석된다.

연도별로 살펴보면, 연평균 33.9사가 41.5건의 공시의무를 위반한 것으로 나타났다. 물론 실제 위반 건수는 훨씬 많을 것으로 예상되나 과징금 등 중대 조치의 경에만 발표되므로 이를 감안할 필요가 있다. 특히 2003년에는 76사(KOSPI법인 30사, KOSDAQ법인 35사, 비상장법인 11사), 104건으로 가장 많았는데 이는 당시 상장법인의 최대주주와의 거래내역에 대한 공시의무 이행여부를 집중 점검하는 과정에서 최대주주에 대한 지급보증, 담보제공, 금전대여 등의 사실을 공시하지 않았거나 허위로 공시함에 따라 조치를 받은 법인이 많았던 것에 기인한다. 2005년에도 상장법인의 특수관계인과의 거래내역 공시와 관련된 조치가 많았던 것으로 나타났으며(총 41사, 63건), 2009년에는 사실상 상장폐지에 다다랐던 한계기업들이 반기보고서, 사업보고서 등의 정기보고서를 법정시한 내에 제출하지 못하였거나 중요자산의 처분 또는 취득과 관련한 자산양수도신고서를 제출하지 않음에 따라 상대적으로 많은 조치건수가 발생(총 56사, 62건)했던 것으로 보인다. 반면 2014년에는 16사, 16건으로 가장 적은 규모로 나타났는데 특별한 이유는 발견하지 못하였다.

<표 7>은 총 609건의 공시위반 건수를 공시위반 유형별로 세분하여 나타내고 있다. 기업 경영활동에 있어 중요사항이 발생할 때마다 공시하는 수시공시사항(현행 자본시장법상 주요경영사항보고서 포함)에 대한 위반사항이 304건으로 가장 많은 비중(49.9%)을 차지하였고 그 다음으로는 사업보고서, 분반기보고서 등 정기보고서 위반사항이 183건(30.0%)이었으며, 직접금융 자본조달과 관련되는 발행공시 사항 위반 건수가 118건(19.4%), 그 밖에 특수공시 4건(0.7%) 순으로 나타났다. 참고로 이중에는 둘 이상의 공시유형을 동시

에 위반하는 경우로 나타나는데 이는 한번 잘못된 정보가 다른 유형의 공시 사항에도 동일하게 공시됨에 기인한다.

<표 7> 공시유형별 위반현황

(단위 : 건, %)

구 분		건 수
수시공시	주요경영사항 공시불이행 등	304 ( 49.9)
정기공시	정기보고서(사업·반기·분기보고서)미제출 또는 거짓기재	183 ( 30.0)
발행공시	증권신고서 미제출 또는 거짓기재	118 ( 19.4)
특수공시	합병신고서 등 거짓기재	4 ( 0.7)
계		609 (100.0)

<표 8>은 497개 법인에 대한 과징금 및 과태료 부과금액을 그 규모별로 세분화 한 것이다. 참고로 본 연구에서는 과징금 및 과태료를 구분 없이 과징금부과금액으로 하여 금전적 제재의 효과를 분석한다. 별도의 구분이 없는 한 과징금으로 통일하여 표기한다. <표 8>에서 보는 바와 같이 전체 법인의 77.1%에 해당하는 383개 법인에 대하여 과징금을 부과하였으며 여타 114개 법인(22.9%)에 대하여는 과징금 부과가 없었다.

이들 법인에 부과한 과징금은 총 381억 9천 7백만이었는데 1사당 평균 과징금 부과규모는 9천 9백만원 상당이었으며, 최고금액은 법정 최고부과한도인 20억원이었다. 구간 값별로 살펴보면 1천만원 초과 5천만원 이하가 173사 (34.8%)로 가장 많았고 그 다음은 1억원 초과 5억원 이하(75사, 15.1%), 1천만원 이하(64사, 12.8%)의 순이었으며 10억원 초과 20억원 이하의 고액이 부과된 회사도 4사가 있었다.

한편 과징금부과가 없는 경우에는 검찰 등 수사기관 통보가 되었거나 1년 이하의 증권발행제한 조치로 종결되었다. 또한 공시위반으로 조치를 받은 법

인 중 일부는 조치유형이 여러 개여서 과징금 및 과태료, 증권발행제한 및 과태료 등의 형태로 병과조치를 받은 경우도 있다.

<표 8> 공시의무 위반 과징금부과 현황 ('02.1.~'16.8.)

(단위 : 사, %)

구 분	회사 수		비 중	
없음	114		(22.9)	
1천만원 이하	64	383	(12.9)	(77.1)
1천만원 초과 ~ 5천만원 이하	173		(34.8)	
5천만원 초과 ~ 1억원 이하	61		(12.3)	
1억원 초과 ~ 5억원 이하	75		(15.1)	
5억원 초과 ~ 10억원 이하	6		( 1.2)	
10억원 초과 ~ 20억원 이하	4		( 0.8)	
계	497		(100.0)	

### Ⅲ. 선행연구

#### 3.1. 기업공시 관련 연구

상장기업과 관련한 정보의 공시는 재무제표를 중심으로 하는 회계정보의 공시뿐만 아니라 기업경영활동 전반에 걸친 보고서 및 경영자가 보유하는 정보 등 모든 정보를 포함하는 포괄적 개념으로 이해할 필요가 있다. 기업공시와 관련한 연구는 다양한 분야에서 이루어져 왔다. 실제 연구활동에 있어서도 회계정보 뿐만 아니라 기업이 법규상 의무로서 행하는 강제공시(mandatory disclosure) 또는 기업이 투자자에게 자발적으로 제공하는 자율적 공시(voluntary disclosure)가 주가 및 거래량, 재무분석가 등에 미치는 영향 등이 행하여져 왔다. 강제공시의 경우 이미 규제당국에 의하여 보고의 종류, 형식 등이 정해져 있는데 사업보고서 서식, 주요공시 항목, 수시공시 항목 및 공정공시 항목 등이 대표적이다. 자율적 공시의 경우 그야말로 기업이 자율적으로 하는 공시이므로 기업의 투자설명회(IR, Investor Relation) 등이 있는데 그 자발적 동기에는 여러 가지 경제적 유인이 있을 수 있다.

다른 한편으로 보면 기업공시와 관련한 연구는 공시의 횟수, 질적수준(이익 예측분산, 공시오류 및 정정여부, 지배구조평가등급 등)과 공시의 유형(공정공시, 수시공시, 자율공시 등)을 원인으로 하여 해당기업의 주가, 거래량 등의 시장반응, 재무분석가의 수 또는 정확성, 자본비용, 신용등급 등의 결과에 미치는 영향을 분석하는 경우와 이와 반대로 기업의 지배구조 형태 및 수준, 소유구조, 회계·공시관련 제도의 법제적 변화 등을 원인으로 하여 이것이 공시의 빈도 및 질적 수준 등에 어떻게 영향을 미치고 있는가를 연구하는 경우로 구분해 볼 수도 있다. 다음은 이와 같은 관점에서 기업공시와 증권시장 등과 의 상호 연계성을 가지고 연구된 결과를 간략히 정리한다.

전성빈 등(2006)은 우리나라 수시공시 제도의 현황을 살펴보고, 2003년 금융감독원의 전자공시시스템(DART)에 신고 된 일반 경영사항 관련 수시공시 자료를 이용하여 수시공시 정보가 거래량 및 주가에 미치는 영향을 살펴봄으

로써 수시공시의 정보효과를 실증적으로 분석하였다. 연구결과에 따르면 “검증기간 -1일부터 +1일까지 3일간으로 정의된 수시공시기간 동안의 거래량이 비공시기간 동안의 거래량이나 해당 기업의 기대거래량에 비해 평균적으로 비정상적인 증가를 보였으며, 공시기간 동안의 주식수익률 분산이 비공시기간 동안의 주식수익률 분산보다 평균적으로 유의하게 큰 것으로 나타나 수시공시 정보의 유용성을 지지하는 결과를 보였음”을 보고하였다. 또한 “수시공시로 거래량 변동이나 주가 변동이 비정상적으로 증가되었다는 것은 수시공시 정보가 투자자들에게 유용하게 이용되고 있다는 증거로 받아들일 수 있어 수시공시 정보가 정보 불균형 문제의 해소에 기여함으로써 자원의 효율적 배분 및 자본시장의 건전한 발전에 중요한 역할을 차지하고 있다는 시사점을 제시하고 있다”고 보고하였다.

조중석·조문희(2006)는 분기보고공시가 자본시장의 정보비대칭에 미치는 영향을 연구하기 위하여 정보비대칭추정치로 주식수익률변동성(Daily stock return volatility: VOLA)과 연간주식거래회전률(Trading volume turnover: VOL)을 사용하여 분기보고공시와 정보비대칭의 관계를 연구하였다. 연구결과 “예측한 것과 같이 분기보고공시가 자본시장의 정보비대칭을 감소시킨 것을 확인하였으며, 주식수익률 변동성은 감소하였고, 동시에 연간 주식거래 회전률은 증가한 것”을 발견하였다. 이는 분기보고공시로 향상된 기업의 정보공시 수준이 자본시장에서의 정보비대칭을 감소시킨다는 것을 실증 분석한 결과라고 할 수 있다.”고 보고 하였다.

나영·임옥빈(2014)는 공정공시 제도가 자본시장에 미치는 영향을 분석하기 위해 공정공시를 통해 기업의 정보를 제공한 유가증권 상장기업들을 대상으로 공정공시수준과 자기자본비용의 관련성을 검토하였다. 또한 이익의 질을 통제할 경우에도 공정공시 수준과 자기자본비용의 관련성이 존재하는지와 이익의 질적 수준에 따라 공정공시 수준이 자기자본비용에 미치는 영향이 차이가 있는지를 살펴보았다. 검증결과 “공정공시수준과 자기자본비용의 관련성은 유의한 음(-)의 관련성이 있는 것으로 나타났으며 이익의 질을 통제한 이후에도 공정공시수준과 자기자본비용의 관련성은 유의한 음(-)의 관련성이 있음”을 보고하였다. 즉 “기업의 공정공시수준이 확대 될수록 기업과 정보 이



용자들 간에 존재하는 정보 불균형 및 정보위험의 감소로 인하여 자기자본비용이 감소하는 것으로 이해할 수 있고” 나아가 “공정공시를 정보의 성격에 따라 실적예측공시와 비실적예측공시로 구분하여 자기자본비용의 관련성을 분석한 결과 실적예측공시는 유의한 음(-)의 관련성을 보였으나 비실적예측공시는 유의하지 않음”을 보고하였다. 또한 외국인 투자자 지분율에 따른 공정공시 수준과 자기자본비용의 관련성을 분석한 결과 “외국인 투자자 지분율이 높을수록 공정공시를 통해 기업의 정보를 공시하는 경우가 많아짐에 따라 정보 불균형이 줄어들고 이에 따라 자기자본비용이 감소하는 것으로 판단할 수 있다.”고 주장하였다.

김연화·손성규(2007)은 자율공시에 정보효과가 존재하는지를 검증하며 또한 최근에 강제공시사항이었다가 자율공시로 전환된 공시사항에 대해서 정보효과에 차이가 존재하는 지를 검증하였다. 실증분석 결과 “자율공시에는 정보효과가 존재하며 동일한 공시사항에 대해서는 강제/자율공시 여부에 무관하게 정보효과에 차이가 없다.”는 것과 동시에 “공시사항이 강제에서 자율로 전환될 때에는 공시건수가 감소됨을 보인다.”고 보고하였다. 이러한 실증분석 결과는 “정보공개를 필수적으로 하기 위해서는 이를 강제함이 최선인 것이고, 정보공개를 강제하지 않고 기업의 자율에 맡길 경우 투자자들이 이용 가능한 정보의 양은 줄어들지만 투자자들이 공시의 강제여부에 따라 달리 해석하지는 않음을 의미한다.”고 보고하였다.

Diamond and Verrecchia(1991) 및 Kim and Verrecchia(1994)은 “자발적 공시로 인하여 정보를 보유한 투자자와 정보를 보유하지 않은 투자자 간의 정보 불균형이 감소됨으로써 주식의 유동성이 증가한다.”고 주장하였다. 구체적으로, “양호한 공시수준을 가진 기업에 대해서는 투자자들이 주식거래가 공정한 가격으로 이루어진다는 것을 확신하게 되고 그에 따라 주식의 유동성이 증가된다.”는 것이다. 또한 이들은 “공시의 확대 및 그에 따른 주식유동성 증가가 기관투자자의 소유지분의 증가를 가져온다”고 주장하고 있다.

이문영·심호식(2012)은 대규모 기업집단 소속기업을 대상으로 이사회の特징들로 측정한 기업지배구조 수준과 공정공시제도를 통한 정보의 빈도 사이의 관련성을 조사하였다. 분석 결과를 요약하면 “1) 이사회 중 사외이사의 비

율이 높을수록 그리고 회색이사의 비율이 낮을수록 공시 빈도가 높았고 2) 이사회 위원 중 다른 회사의 사외이사를 현재 겸임하고 있거나 과거 역임한 경험이 있는 이사가 증가할 경우와 회계/세무 전문가가 독립적인 사외이사로 포함되어 있을수록(즉, 이사회의 전문성이 증가할수록) 공시빈도가 높았고 3) 이사회 내 감사위원회가 설치된 기업일수록 공시 빈도가 높았으며 4) 소액주주 보호를 위한 집중투표제나 서면투표제를 도입하고 있는 경우 공시 빈도가 높았음”을 보고하였다. 본 연구결과는 우수한 기업지배구조의 필요성과 당위성에 대하여 감독기관과 학계, 업계, 투자자들에게 정책적으로 유용한 시사점을 제공하고 있다고 보여 진다.

이정화·손성규(2005)는 기업지배구조가 기업의 정보공시에 긍정적인 영향을 미치는지를 실증적으로 검증하였다. 실증분석에는 한국증권거래소(KSE)에 2000년부터 2003년까지 계속 상장된 기업들 중에서 비금융업에 속한 총 1,463개 기업-연도 표본을 사용하였다. 분석 결과는 “이사회의 독립성이 높을수록, 감사위원회를 도입한 기업이 도입하지 않은 기업에 비해, 외국인 투자자 지분율이 높을수록, 기관투자자 지분율이 높을수록, 경영자의 소유지분율이 낮을수록 각각의 경우에 그렇지 못한 경우보다 공시수준이 더 높은 것으로 나타났음”을 보고하였다. 즉 기업지배구조는 기업의 공시수준에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며 지배구조의 우수성이 기업의 경영투명성 제고에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대할 수 있게 하였다.

심호식 등(2010)은 지배주주의 의결권과 배당권의 차이인 지분율 괴리도로 측정된 기업의 지배구조 수준과 공정공시제도를 통해 공시되는 정보의 빈도 사이의 관련성을 조사하였다. 연구결과 “1) 지분율 괴리도가 증가 할수록 공시수준이 감소하였고 2) 지분율 괴리도를 구성하는 배당권과 의결권을 별도의 변수로 나누어 분석해 본 결과 배당권은 공시수준과 유의적인 관련성이 없었으나 의결권은 공시수준과 음(-)의 관련성을 가지고 있었으며 3) 공시를 하지 않은 기업과 괴리도 차이가 발생하지 않는 기업들을 제외하고 추가 분석을 실시하여 본 경우 마찬가지로 지분율 괴리도가 높을수록 공시수준이 감소”한 것으로 나타났다.

최영수 등(2014)은 공시의 품질을 측정하고 공시의 질이 정기공시인 연차

이익공시일의 주가반응에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 연구결과 “공시의 질이 높을수록 이익공시일의 회계정보로 인한 주가변동성을 감소시키는 것”으로 나타났다. 즉 “이익공시일 전의 사전적 공시는 정보력을 가지고 있고 이는 적시에 충분하게 주가에 반영된다고 해석할 수 있는데 이는 적시성 있는 정보를 자본시장에 전달하여 정보 불균형을 완화하고 자본시장의 효율성을 도모하는 기능을 수행하고 있는 것임”을 주장하였다. 그리고 “공시의 질이 높을수록 회계이익의 가치관련성이 증분적으로 감소되는 것으로 나타났지만 공시의 질은 순자산정보의 가치관련성에는 유의한 증분적 영향을 미치지 못하는데 이는 정보적 관점에서 공시를 통해 사전적으로 질이 좋은 정보가 시장에 제공되므로 이익공시일의 회계이익의 주가관련성을 감소시킨다고 해석할 수 있다.”고 설명하고 있다.

Gelb and Zarowin(2000)은 “공시평가점수가 높은 기업이 공시평가점수가 낮은 기업에 비하여 당기이익 및 미래이익과 주가 사이에 더 높은 상관관계를 보이고 있음”을 발견하였다. 이러한 연구결과들은 모두 회사의 공시전략이 정보가 주가에 반영되는 속도에 영향을 준다는 것을 의미한다.

Botosan(1997)은 공시수준과 자본비용의 관계를 실증적으로 고찰하였는데 공시의 수준을 연차보고서에 공시된 자발적 공시의 양으로 측정하였다. 실증분석 결과 “재무분석가가 많지 않을 경우는 공시의 수준이 높을수록 즉 공시의 양이 많을수록 자기자본비용이 낮아지는 것으로 나타나 자본비용 가설을 지지”하고 있다. 한편 “재무분석가의 수가 많은 경우에는 이 두 변수간에 차이가 없는 것으로 나타나고 있는데 이는 연구에서 연차보고서만을 대상으로 하여 공시수준을 측정함으로써 재무분석가들이 공시와 관련하여 행하는 역할을 충분히 고려하지 못했기 때문”인 것으로 여겨진다. 그는 “자본비용과 연차보고서 공시에 대한 재무분석가 평가순위 사이에 음(-)의 관계가 존재함”을 발견하였다. 그러나 그들은 “자본비용이 분기별 공시와는 양의 관계를 가지며 기업설명회(IR)활동과는 관련을 가지지는 않는다.”는 결과도 보고하였다.

Bhushan(1989a, b)과 Lang and Lundholm(1996)은 “경영자의 사적 정보가 강제공시를 통해 충분히 전달되지 않는 상황에서 자발적 공시가 이루어지게 되면 이는 재무분석가의 정보입수비용을 낮춰줌으로 재무분석가의 분석을

증가시키게 된다.”고 주장하였다. 따라서 “자발적 공시는 재무분석가 서비스의 공급을 증가시키는 데 기여지만 자발적 공시가 재무분석가 서비스의 수요에 대해 미치는 영향은 불분명하다.”고 하였다. “공시가 증가함에 따라 재무분석가의 예측정확성이 향상되고 매매추천의견이 보다 정확하게 제시될 수 있으므로 재무분석가 서비스에 대한 수요가 증가되는 측면이 있다. 그러나 다른 한편으로 자발적 공시의 확대에 의해 투자자가 정보를 보다 일찍 접할 수 있으므로 경영자의 사적 정보를 전달함에 있어서 재무분석가가 가지는 정보선점우위는 감소하고 이는 재무분석가의 서비스에 대한 수요 감소로 이어질 수 있음”을 보고 하였다.

다음 <표 9>는 기업공시와 관련한 일반적 연구결과를 요약 정리한 것이다.

<표 9> 기업공시 관련 선행연구(요약)

구분	연구자	주요내용
공시유형별시 장반응 등	전성빈 등 (2006)	-검증기간 -1일부터 +1일까지 거래량이 비정상적인 증가를 보였으며, 주식수익률 분산이 유의하게 큰 것으로 나타남. 따라서 수시공시 정보의 유용성을 지지
	조중석· 조문희(2006)	-분기보고 공시가 자본시장의 정보 비대칭을 감소시킨 것을 확인하였으며, 주식수익률 변동성은 감소하였고 연간 주식거래 회전률은 증가하였음
	나영·임옥빈 (2014)	-공정공시수준과 자기자본비용의 관련성은 유의한 음(-)의 관련성이 있음 -이익의 질을 통제한 이후에도 공정공시수준과 자기자본비용의 관련성은 유의한 음(-)의 관련성 있음
	김연화·손성규 (2007)	-자율공시에는 정보효과가 존재하며 동일한 공시사항에 대해서는 강제/자율공시 여부에 무관하게 정보효과에 차이가 없음

		-공시사항이 강제에서 자율로 전환될 때에는 공시건수가 감소됨
	Diamond and Verrecchia(1991) Kim and Verrecchia(1994)	-자발적 공시로 인하여 정보를 보유한 투자자와 정보를 보유하지 않은 투자자 간의 정보 불균형이 감소됨으로써 주식의 유동성이 증가
	이문영·심호식 (2012)	-이사회 중 사외이사의 비율이 높을수록, 회색이사의 비율이 낮을수록 공시 빈도 높음 -이사회 위원 중 회계/세무 전문가가 독립적인 사외이사 포함될수록 공시빈도가 높음 -이사회 내 감사위원회가 설치된 기업일수록, 소액주주 보호를 위한 집중투표제나 서면투표제를 도입하고 있는 경우 공시빈도가 높음
지배구조와 공시수준 과의 관계	이정화·손성규 (2005)	-“이사회의 독립성이 높을수록, 감사위원회를 도입한 기업, 외국인 투자자 지분율이 높을수록, 기관투자자 지분율이 높을수록, 경영자 소유지분율이 낮을수록” 공시수준이 더 높음
	심호식 등 (2010)	-지분율 괴리도가 증가할수록 공시수준 감소 -배당권은 공시수준과 유의적인 관련성이 없었으나 의결권은 공시수준과 음(-)의 관련성이 있음
공시의 품질 연구	최영수 등 (2014)	-공시의 질이 높을수록 이익공시일의 회계정보로 인한 주가변동성을 감소시킴. 즉, 공시는 적시성 있는 정보를 자본시장에 전달하여 정보 불균형을 완화하고 자본시장의 효율성을 도모 -공시의 질이 높을수록 회계이익의 가치관련성이 증분적으로 감소되는 것으로 나타났지만 공시의 질은 순자산정보의 가치관련성에는 유의한 증분적 영향을 미치지 못함
	Gelb and Zarowin(2000)	-공시평가점수가 높은 기업이 공시평가점수가 낮은 기업에 비하여 당기이익 및 미래이익과 주가 사이에 더 높은 상관관계를 보임

	Botosan(1997)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-재무분석가가 많지 않을 경우는 공시의 수준이 높을 수록, 즉 공시의 양이 많을수록 자기자본비용이 낮아지는 것으로 나타나 자본비용 가설을 지지</li> <li>-재무분석가의 수가 많은 경우에는 이 두 변수간에 차이가 없는 것으로 나타남</li> </ul>
	Bhushan (1989a, b) Lang and Lundholm (1996)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-경영자의 사적 정보가 강제공시를 통해 충분히 전달되지 않는 상황에서 자발적 공시가 이루어지게 되면 이는 재무분석가의 정보입수비용을 낮춰주어 재무분석가의 분석을 증가시키게 됨</li> </ul>



### 3.2. 상장법인 조치 등과 관련한 연구

기업공시제도와 관련한 국내외 다양한 연구 결과에도 불구하고 상장법인의 공시의무 위반행위에 대하여 금융위원회, 증권선물위원회 및 금융감독원 또는 미국의 증권거래위원회(Securities Exchange Commission : SEC<sup>20)</sup>) 등과 같은 금융감독기관이 직접 부과한 조치와 관련하여 시장의 주가반응 등을 분석한 국내외 연구 자료는 찾아보기 힘들다. 따라서 본 연구가 사실상 처음으로 증권선물위원회의 상장법인의 공시위반 조치결과 발표에 대한 시장반응을 구체적으로 분석하는 것이다.

한편 상장법인은 자본시장법에 따른 공시의무 위반 조치 이외에도 외부감사법에 따른 감사보고서에 대한 회계감리, 증권시장 개설기관인 한국거래소 등으로부터의 불성실공시법인 지정 및 관리종목 지정 등의 시장조치, 세법에 따른 세무신고사항 등에 대한 세무조사, 법원, 검찰 또는 경찰 등 사법당국의 민형사상 수사 및 판결, 민형사상 소송의 피소 및 회계법인 등 외부감사인의 감사의견 표명 및 의견거절 등 다양한 사유로 해당 법인의 주가 또는 영업·재무활동 의사결정 등에 직·간접적으로 영향을 받을 수 있는 사외 감시 및 감독 규제 환경에 늘 놓여 있다.

그러므로 <표 10>과 같이 다양한 사외감시 및 감독규제 요인들로부터 받는 조치 또는 처분 등의 결과가 증권시장에서 해당기업의 주가, 거래량 등에 미치는 영향을 연구한 선행 연구결과를 참고할 수 있다면 간접적으로나마 공시위반 행위의 시장반응 효과를 비교·고찰할 수 있을 것으로 기대한다. 특히 대부분의 이와 같은 연구들은 상장법인을 대상으로 하여 시장조정모형 또는 시장모형 등을 통하여 비정상 초과수익률을 측정하는 사건연구(event study) 또

---

20) SEC는 미국 증시에서 이뤄지는 거래를 감시 감독하는 정부 직속 기관이다. 미국증권거래위원회라고 불리기도 한다. SEC가 처음 세워진 것은 1934년이다. 주요 기능은 증시에 대한 감시 감독이다. 불법 거래나 주가 조작 등을 적발하는 기본 업무를 비롯해 상장 기업이 공시 의무를 철저히 이행하고 있는지, 증권업자들이 관련 법규를 제대로 지키고 있는지 등도 함께 감독한다. 불법이나 위법 사례를 발견할 경우 직접 규제를 할 수도 있고 검찰이나 경찰에 관련 사건을 넘길 수도 있다. 위원장은 국회의 권고에 따라 대통령이 임명한다.



는 다중회귀분석 등을 연구방법으로 이용하고 있으며 그 결과의 해석방법에 있어서도 크게 다르지 않은 경향을 보이고 있다.

따라서 본 연구의 선행연구로서 1) 금융감독원의 상장법인에 대한 회계감리 조치결과 발표 2) 거래소의 상장법인에 대한 불성실공시법인 지정 또는 관리종목 지정, 3) 국세청의 세무조사 착수 또는 세무조사 결과의 공시, 4) 소송의 제기, 5) 외부감사인의 의견거절 또는 비적정의견의 제시 등과 관련한 각각의 상장법인에 대한 시장반응 연구결과 등을 차례로 살펴봄으로써 본 건 연구주제인 공시위반 조치결과 발표와 간접적으로 비교하여 본다.

<표 10> 상장법인에 대한 주요 사외 감시 및 감독규제 환경

구 분	조치권자	조치내용
금융감독 기관	금융위원회 증권선물위원회 금융감독원	· 회계처리기준 · 공시의무 위반행위 조치 · 불공정거래행위 · 금융회사검사결과 조치
시장개설자	한국거래소	· 불성실공시법인 지정 <sup>21)</sup> · 관리종목 지정 · 상장폐지 실질심사 결정
세무관청	국세청 관세청	· 세무조사 및 추징
외부감사인	회계법인	· 비적정의견(한정, 부정적, 의견거절)제시
사법당국	법원 검찰, 경찰	· 민사·형사상 소송제기 · 기소, 판결 등

21) 불성실공시법인 지정현황 : 2014년 77사(KOSPI 25, KOSDAQ 42,) 2015년 69사(KOSPI 23, KOSDAQ 46)



### 2.3.1 회계감리조치 시장반응

상장법인의 감사보고서에 대한 감리는 외부감사법 제15조에서 증권선물위원회가 공인회계사가 수행한 회계감사보고서를 감리할 수 있도록 하고 있으며 실제 감리는 금융감독원이 수행하고 있다. 우리나라는 미국과 마찬가지로 회계감리결과를 발표하고 있는데 대부분의 국내외 연구결과에서는 감리결과 발표가 해당 기업의 주가에는 부정적인 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 가장 중요한 회계정보가 공적기관에 의해 확인되고 발표되는 과정을 거치면서 증권시장에서는 해당기업의 주가하락 요인으로 작용하는 것이다. 다만 이러한 효과는 발표 당일을 중심으로 영향을 미쳤다가 일정기간 경과 이후 그 효과가 점차 사라지는 것을 알 수 있다.

전성일·임종옥(2008)은 2003년부터 2006년까지 국내 상장법인 76사를 연구 표본으로 하여 증권선물위원회의 감리지적 발표시점의 bad news가 주가에 어떠한 영향을 미치는지, 이익조작과 어떤 관련성이 있는지 등에 대하여 분석하였다. 연구 결과 “감리지적발표는 큰 폭의 주가하락으로 시장에서 bad news로 인식되고 있고 감리조치결과 발표와 초과수익률과의 관계를 비교하여 보면 음(-)의 관련성이 있으며 임원해임권고와 감사인지정이 시장에 유의하게 반응하는 변수”로 나타났다. 또한, “회계감리조치 결과 발표일 이후 회사측 감리조치결과 발표는 코스닥시장이 유가증권시장보다 민감한 반응을 보였으며, 회사측 감리조치결과 발표를 중징계와 경징계로 분류한 결과 두 집단간 초과수익률은 차이를 보였으며, 그 중 중징계가 더욱 더 하락한 것”으로 나타났다.

이장형(2008)은 2001년부터 2003년까지 공시된 국내 118사를 대상으로 감리지적내용 및 조치사항을 분석하였다. 그 중 “상장법인 23사의 초과수익률을 분석해 본 결과 부(-)의 초과수익률이 사건일을 전후한 10일 동안 나타났다. 이 또한 기업의 감리지적사항이 나쁜 소식(bad news)으로 시장의 주가에 부(-)의 영향을 주고 있음”을 보고한 사례이다.

손성규·박중성(1998)은 1991년부터 1996년까지 증권감독원의 회계감리에서 지적된 국내 82개사를 대상으로 감리지적의 효과를 분석하였다. 그 결과

“(1) 감리지적 발표시점을 전후한  $\pm 20$ 일 동안의 시장모형에 의한 비정상수익률은 감리지적 발표일과 그 다음날에 유의적인 음의 비정상수익률을 보였으며, 누적비정상수익률은 음의 값을 보이며 감리지적 발표시점에서 급격히 하락하다가 발표 12일까지 지속되었고, (2) 지적사항이 당기순이익에 영향을 미치는 집단과 미치지 않는 집단 간의 누적비정상수익률 비교에서는 유의한 결과를 얻지 못하였으며, (3) 조치의 경중에 따른 누적비정상수익률 차이 분석에서는 5%수준에서 유의한 차이를 보였음”을 보고하였다.

박경호(2010)는 회계처리기준 위반 기업에 대한 회계감리조치의 경제적 효과 존재여부를 조사하였다. 이와 같은 연구주제를 선택한 이유는 금융감독원의 회계감리조치가 기업과 자본시장에 대해 장기적인 효과가 있는지, 효과가 있다면 그 효과는 기업의 상장시장 간에 차이가 있는지를 이해하기 위해서이다. 실증분석 결과 “회계감리지적 효과는 기업이 상장한 자본시장에 따라 다르게 나타나는 것이 발견되었다. 즉, 대부분의 분석(단기적 주식시장 반응, 기업성고, 운전자본, 레버리지, 투자활동, 사채의 만기, 신용등급 등)에서 회계감리지적의 효과는 KOSDAQ법인이 KOSPI법인에 비해 큰 것”으로 나타났다. 이와 같은 연구결과들은 기업회계기준 위반의 동기와 효과를 이해하는데 있어서 KOSDAQ법인을 KOSPI법인과 구분하여 이해하는 것이 중요하다는 것을 의미한다.

한편 외국사례로서 Feroz et al.(1991)은 1982년부터 1989년까지의 188개사를 대상으로 미국 SEC의 감리결과를 분석하여 “(1) 어떤 형태의 변칙적인 회계처리가 감리를 초래하며 (2) 이러한 감리가 기업의 재무제표, 경영자 및 감사인에 어떠한 영향을 미치며 (3) 투자자들이 감리지적에 대하여 어떻게 반응하는지를 검토”하였다. 그들은 “전체 감리지적 기업중에서 미래의 수익을 당기의 수익으로 인식하고, 대손상각의 인식을 지연시킴으로써 매출채권과 재고자산을 과대 계상한 기업이 70% 정도에 이르고 있으며 이러한 오류로 인해 당기순이익이 50%정도 과대계상 되었다”고 보고하였다. 그들은 감리 이후에 미래이익에 대하여 재무분석가가 예측수정을 하향조정하였는지, 그리고 감리대상기업으로 지정된 시점과 감리지적 발표시점에서 지적기업의 주가가 하향 조정되는지를 분석하였다. 그리고 그러한 부정적인 주가반응의 횡단면적

차이가 지적대상 기업의 이익조정 정도와 관련이 있는지를 검토하였다. 분석 결과 “재무분석가들은 감리로부터 문제가 지적된 기업에 대하여 감리지적 이후 이익예측치를 하향조정하였으며 SEC가 감리지적을 발표한 2일 동안 해당 기업의 수익률이 13%정도 하락하여 감리가 주가에 부정적인 영향을 미침”을 보였다. 또한 “감리대상기업으로 지정된 기간 중에도 6%의 음의 비정상수익률을 보였으며 주가의 하향조정 정도는 변칙적인 회계처리에 의한 이익의 크기와 상관관계가 있음”을 보여 주었다.

Dechow et al.(1996)은 1982년부터 1992년까지 436개사(최종 연구표본 92사)를 대상으로 하여 이익조작을 이유로 감리에서 지적된 기업의 주가반응과 이익조작의 동기 및 그 결과에 대해 분석하였다. 분석결과 “주가반응은 감리지적사실이 발표되었을 때 Feroz et al.(1991)의 연구에서와 유사하게 평균적으로 9%의 주가하락을 가져왔고, 이익조작의 동기로는 자금조달비용을 낮추어 유리한 조건으로 자금조달을 하거나 채무이행을 회피하기 위한 것 등이 가장 큰 유인이었고, 경영자가 보너스를 많이 받거나 높은 가격에 보유주식을 팔기 위한 것이라는 증거는 나타나지 않았으며, 감리지적기업의 총발생액과 재량적 발생액이 통제기업보다 높다”는 사실을 밝혀냈다.

### 2.3.2 불성실공시법인 지정 및 관리종목지정 시장반응

시장개설자인 한국거래소는 시장별로 유가증권시장공시규정, 코스닥시장공시규정 등을 두고 상장법인이 제반 규정사항을 위반하였을 경우 매매거래의 정지, 불성실공시법인 지정, 관리종목 지정, 상장폐지 등 효율적 시장운영을 위한 다양한 조치를 취하고 있다. 대부분의 국내 연구에서는 이와 같은 시장조치가 내려졌을 때 일시적으로 주가에 부정적인 영향을 주었다가 일정기간 이후 정보효과가 사라지는 것으로 보고되고 있다.

손성규(2001)는 1990년에서 1998년 10월까지 증권거래소에 보고된 불성실법인을 대상으로 불성실공시 공표가 기업의 내재가치에 부정적인 영향을 미치는 사건인지를 검토하였다. “불성실공시 지정일에는 음(-)의 주가 반응을 보이나 유의적이지는 않은 반면, 누적적인 영향을 검토한 결과 검증기간

(-10~10일 사이)에는 음(-)의 매우 유의적인 결과를 나타내 불성실공시의 정보효과가 혼합된 결과”임을 보였다. 불성실공시의 유형별로는 “공시번복과 공시지연에 대하여는 불성실공시 지정일에 유의적인 음(-)의 주가반응이 나타났으나 공시불이행과 공시변경에 대해서는 유의적인 음(-)의 주가반응을 보이지 않았음”을 보고 하였다.

최재은 등(2013)은 2002년에서 2010년까지 증권거래소에 상장된 224사를 대상으로 거래소 불성실공시지정의 효과를 분석하였다. 그 결과 “(1) 불성실공시와 관련된 두 가지 사건일(지정예고일, 지정일)에 대해 시장은 대체로 유의한 음의 주가반응을 보이고 있다. (2) 불성실공시 지정기업은 비지정기업에 비해서 재무보고의 품질이 낮다. (3) 불성실공시 지정 후 재무보고의 품질이 유의하게 높아진다는 것” 등을 발견하였다. 결국 “불성실공시제도가 기업의 행태에 영향을 미쳐 재무보고의 품질을 향상”한다고 보고하였다.

김태영(2003)은 1997년부터 2001년까지의 국내기업 중에서 증권거래소와 코스닥상장기업을 대상으로 불성실공시의 정보내용을 분석하였다. 실증결과 “거래소와 코스닥시장에서 불성실공시라는 정보가 투자자에게 부정적인 정보를 제공하고 있음”을 확인하였고, “불성실공시 유형에 따른 시장반응의 차이를 살펴본 결과는 공시불이행, 공시번복, 공시변경 중 공시번복의 초과수익률이 가장 낮은 것”으로 나타났다. 또한 “기업의 특성에 따라 불성실공시법인으로의 지정에 대한 시장반응의 차이를 살펴보기 위해 여러 재무변수를 독립변수로 하여 누적초과수익률과의 관계를 분석한 결과는 유일하게 부채비율이 누적초과수익률과 음(-)의 관계를 나타내어 부채비율이 높은 기업은 불성실공시에 대해 더 큰 충격을 받은 것”으로 나타났다.

손성규·오명전(2007) 1997년부터 2005년까지 92개 상장법인을 대상으로 거래소의 관리종목이 지정을 시장에서 어떻게 받아들이는지 회계정보의 효과를 분석하였다. 관리종목 지정 자체가 시장에서 부정적인 신호로 인식된다면 기업이 공시하는 회계정보에 대하여 그 효과는 지정 전에 비하여 감소할 것이기 때문이다. 연구결과 “관리종목의 지정 전에 비하여 지정 후에 비기대이익에 대한 누적초과수익률이 감소하는 것”으로 나타났다. 이러한 결과는 “관리종목의 지정자체가 시장에서 부정적인 정보로 인식함”을 의미한다. “관리종

목의 지정사유는 크게 비적정 감사의견이나 불성실공시와 같이 회계정보의 신뢰성과 관련된 사유와 자본잠식이나 주식거래량 요건 등 회계정보의 신뢰성과는 무관한 사유로 구분"된다. 연구결과 "회계정보 신뢰성으로 인한 지정기업들이 그렇지 않은 지정기업들에 비하여 비기대이익의 누적초과수익률이 더 많이 감소하는 것"으로 나타났다. 한편 "관리종목의 지정이 부정적인 신호라면 관리종목의 해제는 시장에서 긍정적인 신호로 받아들여져야 하는데 연구결과 관리종목에서 해제된 후에 비기대이익에 대한 누적초과수익률이 증가하는 것"으로 나타났다. 또한 "회계정보의 신뢰성과 관련한 지정기업은 누적초과수익률의 증가정도가 그렇지 않은 기업에 비하여 낮게" 나타났다.

### 2.3.3 세무조사 공시의 시장반응

세무당국의 조치도 흥미로운 부분이기도 하나 세무조사 사실, 세무조사 결과 등 상세내역을 알기 어렵기 때문에 관련 연구에 어려움이 많다. 일부 사후 세무조사 결과 공사사실을 바탕으로 연구하거나 일부 세무대리인 등의 내부 자료에 의존할 수 밖에 없는 단점이 있다.

정운오·전병욱(2010)은 1995년부터 2007년 5월까지의 기간에 세무조사를 받은 101개 상장법인의 178개 세무조사 자료를 연구표본으로 하여 세무조사 사전통지일과 착수일을 하나의 사건일로 간주하고 세무조사종결일과 세무조사결과통지일을 또 하나의 사건일로 간주하여 각각의 사건일을 포함하는 일정기간 동안의 평균비정상수익률과 누적비정상수익률을 조사하였다. 전반적으로 "세무조사의 착수는 주가에 부정적 영향을 미치는 반면, 세무조사의 종결은 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타남으로써, 세무조사 관련 사건에 대한 주가반응이 일률적이지 않음"을 발견하였다. 또한 "부정적 시장반응은 사전통지일로부터 +2일에 유의적으로 나타났고(평균비정상수익률 -0.395%), 긍정적 반응은 세무조사종결일로부터 +3일에 유의적으로 나타났는데(평균비정상수익률 0.645%), 이는 세무조사가 비록 공시적으로는 비공개 정보이지만 실제로는 관련정보가 시장에 누출되어 비교적 신속하게 주가에 반영<sup>22)</sup>됨을 간접적으로 시사"한다. 한편, 2000년부터 2008년까지 "추정세액

을 공시한 157개 상장기업을 대상으로 추정세액을 공시한 기업의 주가가 공시일 직후 거래일(+1거래일)에 유의적으로 하락(-0.695%)하는 현상을 관찰하였다.

이병산·정재현(2008)은 기업의 조세회피행위 여부에 따라 2000년부터 2007년 7월까지의 KOSPI법인과 KOSDAQ법인을 대상으로 국세청의 세무조사를 받아 법인세 등의 추가 납부세액이 발생하였다고 공시<sup>23)</sup>한 조세포탈기업(153사)과 국세청의 세무조사결과 납부할 세액을 세법규정에 따라 충실하게 신고·납부한 것으로 확인되는 성실납세기업(90사)을 대상으로 이들 기업의 상반된 공시내용에 따른 주가반응을 누적초과수익률을 통해 분석하였다. 연구결과 “조세포탈기업의 경우 공시일(event day)에 KOSPI기업에서 유의적인 음의 주가반응을 보였고 추정세액의 크기와는 음의 주가반응을 보이고” 있었다. 한편 “성실납세기업의 경우 공시일(수상 또는 모범납세자 지정일 등)에 KOSPI기업은 유의적인 양(+)의 주가반응을 나타내었지만 KOSDAQ기업은 유의적인 결과를 보여주지 못했다”. 그리고 “조세포탈기업과 성실납세기업의 누적초과수익률의 추세를 살펴보면 증권시장에서 세무조사로 인한 추정세액에 대하여 통계적으로 유의한 부정적인 반응(사건일  $\pm 5$ 일간, -1.3%)으로 성실한 납세에 대해서는 긍정적인 반응으로 나타나지만 이러한 정보의 효과는 일시적인 악재 또는 호재로 영향을 미치는 것”으로 보인다.

#### 2.3.4 소송제기 공시의 시장반응

손성규 등(2015)은 2005년부터 2010년까지 유가증권 시장에 상장되어 있는 기업을 대상으로 `소송의 제기(신청)` 공시 중 기업이 피소된 경우에 대하여 연구를 실시하였다. 소송사건의 발생으로 회사가 피소를 당하는 경우 기업에 악재로 작용하는데, “소송사건의 공시는 시장에 부정적인 영향을 미치리라

22) 누적비정상수익률의 경우 사건일이 세무조사사전통지일/착수일인 경우 +2~+5일까지, 세무조사종결일/결과통지일인 경우 +4일부터 +8일까지 각각 시장반응의 유의성이 나타났다.

23) 한국거래소의 공시기준에는 유가증권시장의 경우 자기자본의 100분의 5이상(대규모기업의 경우 1000분의 25), 코스닥시장은 자기자본의 100분의 5(대기업의 경우 100분의 3)이상의 벌금, 과태료, 추징금 또는 과징금 등이 부과된 사실이 확인된 때 “벌과금 등의 부과”의 명칭으로 공시하고 있다.



예상할 수 있다.”고 하였다. 하지만, 소송의 제기공시 자체만으로는 승·패를 예측할 수 없기 때문에 ‘소송의 제기’라는 기업의 불확실성(uncertainty)이 시장의 즉각적인 반응을 가져오는지 그리고 기말시점에서 외부감사인은 어떠한 대응을 하는지 살펴보았다. 연구결과는 “1) 기업의 피소에 대해 시장은 부정적인 반응을 나타냈으며 비금전소송보다는 금전소송에서 유의하게 부정적 반응을 보였다. 즉 시장에서는 기업가치에 직접적인 영향을 미치는 금전소송에 대해 더욱 민감하게 반응한 것”으로 해석되었다. 또한 “2) 기업소송에 대한 감사인의 반응을 살펴보면 기업소송여부만을 고려하였을 경우 감사보수와 감사노력은 증가하는 것으로 나타났으며 감사보고서상 특기사항에 기재되는 경우 감사인은 더욱 적극적인 감사업무를 수행하는 것”으로 나타났다. 그리고 3) 기업소송을 금전소송과 비금전소송으로 나누어서 분석한 결과 재무제표에 직접적인 영향을 미치는 금전소송에 대해서는 감사보수를 높이고 추가적인 감사노력을 투입하는 적극적인 감사대응을 하는 것으로 나타났으나 비금전소송에 대해서는 통계적인 유의성을 나타내지는 않았다.”는 것을 발견하였다. 이는 “감사인들이 재무제표에는 영향을 미치지 않지만 기업에 미치는 영향이 미미하지 않은 비금전소송을 너무 과소평가하고 있지 않은지에 대한 의문을 갖게 한다”고 보고 하였다.

### 2.3.5 비적정 감사의견의 시장반응

외부감사인의 비적정 감사의견은 경영자가 회계처리기준을 위배하면서까지 경영실적을 부풀리거나 손실을 회피하려는 의도가 있거나 기업에 내재된 재무적 취약성을 감추기 위한 경우가 많이 있으므로 이는 투자자에게 부정적인 영향을 주고 주가에도 부정적인 음(-)의 영향을 줄 것이다.

국내에서는 이효익·박철우(1990)가 감사의견의 공시시점을 결산공고일로 선정하고 주식수익률을 이용하여 공시시점의 일별 초과수익률의 변동을 관찰하였다. 연구 결과에 따르면 “적정의견 이외의 감사의견 즉 한정, 부적정 혹은 의견거절의 근거가 되는 제한내용에 따라 주식수익률에 미치는 부정적 영향이 상이하다”고 할 수 있다. 즉, “당기순이익을 과대표시하고 있다는 제한

내용의 경우에는 부(-)의 초과수익률이 나타났다. 당기순이익을 과소표시하고 있다는 제한내용의 경우에는 정(+)의 초과수익률이 나타났으나 통계적으로 유의적인 수준은 아님”을 보고 하였다. 한편 “당기순이익에 무영향인 제한내용의 경우에는 부(-)의 초과수익률을 보여주고 있는데, 이 사실은 당기순이익에 직접적인 영향이 없더라도 기업의 불확실성 및 감사범위의 제한 등이 기업의 평가에 대한 위험수준을 반영하여 주가에 영향을 미치는 것”으로 해석된다. 결론적으로 “적정의견 이외의 감사의견이 공시되는 시점을 중심으로 주식시장에서 이에 대한 주가의 반응이 나타나는 것”으로 분석되었다. 이는 “감사의견이 추가적 정보로서의 가치를 내재하고 있음”을 의미한다.

이원흠·최수미(2001)는 한정의견, 부적정의견 및 의견거절 등 비적정 감사의견을 공표한 기업들의 주가반응에 대한 사건연구 분석 및 횡단면 분석을 실행하였다. 연구결과 “(1) 비적정 감사의견은 통계적으로 유의한 (-) 주가반응을 가져왔고 (2) 부실감사나 분식회계에 대한 관심이 고조되었던 2000년도에 부정적 주가반응이 더 크게 나타났고 (3) 한정의견과 기타 비적정 의견에 관한 주가반응의 차이분석 결과 기타 비적정의견 기업의 부정적 주가반응이 더 크게 나타났고 (4) 2000년도에 최초로 비적정 의견을 받은 기업의 주가가 이전에 비적정 의견을 받은 기업보다 더 떨어졌으며 (5) 한정의견의 사유가 감사범위제한인 경우가 회계기준위배인 경우보다 평균적으로 주가가 더 떨어졌으나 통계적으로 유의한 차이는 없었다.”는 것을 보고 하였다. 한편, “누적초과수익률에 대한 기업특성변수와의 관계를 분석한 횡단면 분석결과, 회계분식우려가 많은 전년대비 매출채권비율, 재고자산비율, 감가상각비율 및 전기오류수정이익(손실)비율 등 재무비율이 주가와 (-)관계를 갖는 것”으로 나타났다. 그러나 “회귀분석계수의 통계적 유의성이 낮아 비적정 감사의견기업의 재무비율과 초과수익률 사이에서 기대되는 결과를 확인할 수 없었음”을 보고 하였다.

김정재(1995)는 한정의견을 받을 확률이 언론매체를 통한 한정의견 공표시의 주가 및 거래량 반응과 어떤 관계를 갖는지 살펴보았다<sup>24)</sup>. 연구결과에

24) 주가는 발표당일 3.26%하락하였고(1%수준에서 유의), 거래량도 비정상적으로 증가(5%수준에서 유의)하였다. 발표일 주변 사흘(-1, +1)동안의 주가와 거래량 반응은 각각 1%수준에서 유의함으로써 한정의견 공표가 주가와 거래량반응을 통해서 정보효과를 가지고 있는 것으로 보



따르면 “이익 공표 후에 한정의견 공표가 이루어지는 공시 후 표본에 있어서는 한정의견을 받을 확률과 주가반응은 정(+)의 관계를 가짐으로써 사전에 기대되는 한정의견을 받을 확률이 높으면 후속적인 한정의견 공표시의 주가 하락이 작다”는 결론을 내렸다. 반면 “이익공표와 동시에 공표되는 동시표본의 경우 한정의견을 받을 확률은 주가반응과 부(-)의 관계를 보였다. 이는 한정의견에 대한 시장반응은 이익 공표와 동시에 이루어지는 표본과 나중에 이루어지는 표본사이에 차이가 있음”을 나타낸다.

Dodd et al.(1984)은 비적정 감사의견의 공표에 따른 주가반응을 분석하였다. ‘1973년부터 1980년 사이에 604개의 최초로 한정의견, 의견거절 등 비적정 감사의견을 받은 기업을 대상으로 시장모형에 의한 주식초과수익률을 분석한 결과 “한정의견 공시 이전에 음(-)의 초과수익률이 나타났으나 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났음”을 보고 하였다. 또한 “의견거절의 경우 통계적으로 의미 있는 음(-)의 초과수익률”로 나타났다. 이후 Dopuch et al.(1986)은 “한정의견을 받은 기업 중에서 언론매체를 통해 한정의견 사실이 공표된 기업만을 분석한 결과 통계적으로 유의한 음(-)의 주가반응이 나타남”을 확인하였다.

한편 반기재무제표에 대한 검토의견의 정보효과에 관한 연구도 살펴볼 필요가 있다. 손성규·이은철(2005) 실증분석결과 “반기재무제표에 대한 비적정 검토의견에 대해서 음의 초과수익률을 보이는 것”으로 나타났다. 또한 “비적정 검토의견을 받은 비기대이익에 대해서는 적정 검토의견을 받은 비기대이익보다 정보를 할인하는 것”으로 나타났다. 이러한 결과는 반기 검토의견이 정보효과가 있다는 증거이다. 또한 “비적정 검토의견을 한정과 기타 비적정 의견으로 구분하여 비교한 결과 주가반응에 차이가 없었고, 비적정 검토의견과 비적정 감사의견의 주가반응을 비교한 결과 비적정 감사의견에 대한 주가반응이 더 부정적인 것”으로 나타났다. 마지막으로 결산감사에서 비적정 감사의견을 받은 표본들을 대상으로 반기 검토의견의 적정여부에 따른 주가반응의 차이를 분석한 결과 “반기 검토에서 이미 비적정의견을 받은 표본들에 대한 주가반응이 덜 부정적인 것으로 나타나 검토의견이 감사의견에 대해 사전

---

고하였다.

적인 정보효과를 갖고 있는 것”으로 나타났다.

Mary et al.(2003)은 검토 받은 분기이익과 검토 받지 않은 분기 이익 간에 주식수익률과 이익간의 관련성에 있어서 차이가 있는지를 비교하였다. 분석 결과 “검토 받은 분기이익의 주식수익률과 이익간의 관련성이 더 큰 것으로 나타났으며 이들은 이것을 분기검토로 인해 분기이익의 질이 향상된다는 간접적인 증거”라고 주장하였다. 이는 검토제도의 유용성에 대한 증거라고 할 수 있다. 다음 <표 11>는 상장법인에 대한 각종 조치 및 처분 등의 시장반응 연구결과를 요약 정리한 것이다.

<표 11> 상장법인 조치 등의 시장반응 선행연구(요약)

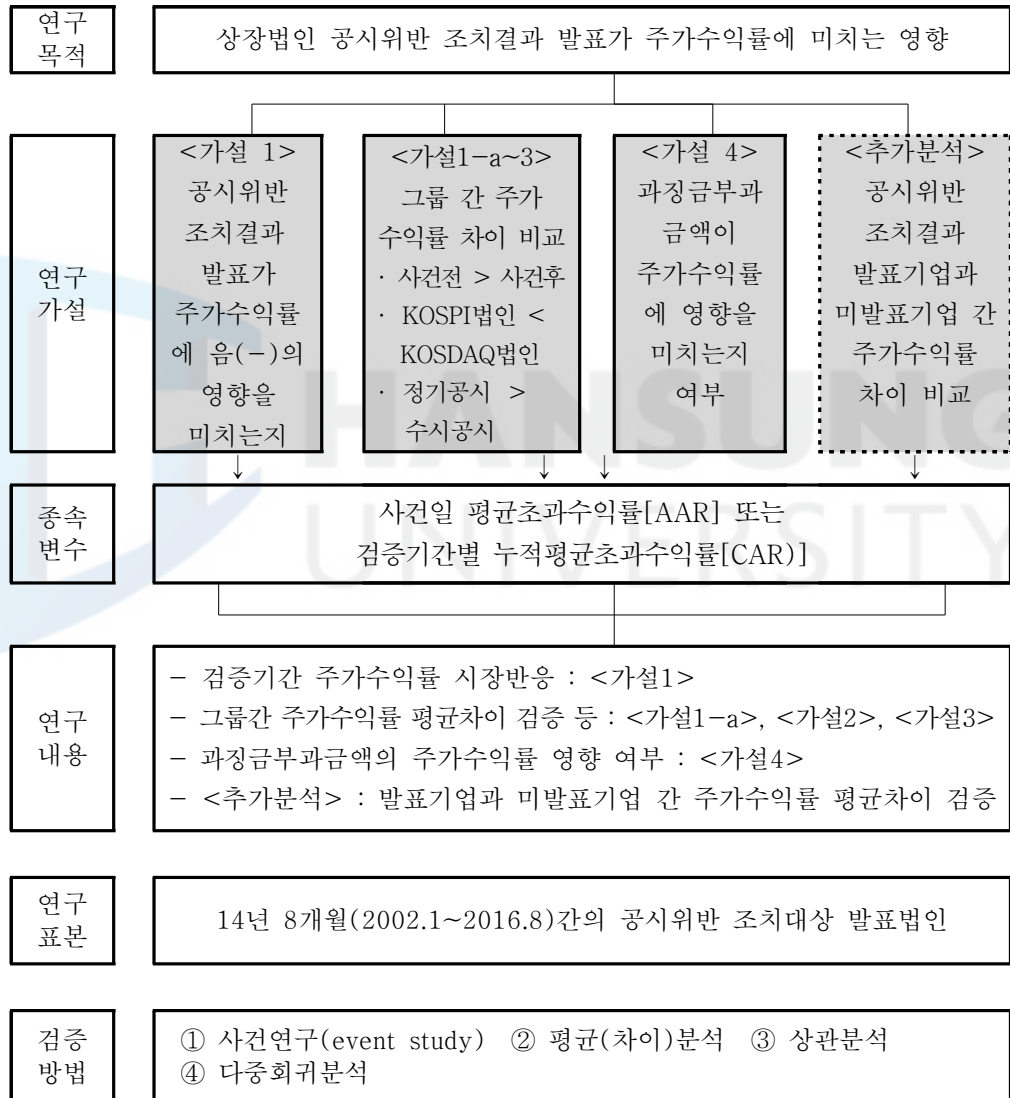
구 분	연구자	주요내용
회계감리 (금융 감독기관)	전성일·임종욱 (2008)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-감리조치결과 발표와 초과수익률과의 관계를 비교하여 보면 음(-)의 관련성이 있음</li> <li>-코스닥시장이 유가증권시장보다 민감한 반응을 보였으며, 회사에 대한 중징계와 경징계 집단간 초과수익률은 차이를 보였으며, 그 중 중징계가 더욱 더 하락</li> </ul>
	이장형 (2008)	-감리결과 발표로 부(-)의 초과수익률이 사건일을 전후한 10일동안 나타남
	손성규·박종성 (1998)	<ul style="list-style-type: none"> <li>-감리지적 발표시점을 전후한 ±20일 동안의 비정상 수익률은 감리지적 발표일과 익일에 유의적인 음의 비정상수익률을 보임</li> <li>-누적비정상수익률은 음의 값을 보이며 감리지적 발표시점에서 급격히 하락하다가 발표 12일까지 지속</li> </ul>
	박경호 (2010)	-회계감리지적 효과는 기업이 상장한 자본시장에 따라 다르게 나타남. 즉, 대부분의 분석(단기적 주식시장 반응, 기업성고, 운전자본, 레버리지, 투자활동,

		사채의 만기, 신용등급 등)에서 회계감리지적의 효과는 KOSDAQ법인이 KOSPI법인에 비해 큰 것으로 나타남
	Feroz et al. (1991)	-SEC가 감리지적을 발표한 2일 동안 해당기업의 수익률이 13% 정도 하락하여 감리가 주가에 부정적인 영향을 미침
	Dechow et al. (1996)	-주가반응은 감리지적사실이 발표되었을 때 평균적으로 9%의 주가하락을 가져옴
불성실 공시법인 지정 (거래소)	손성규 (2001)	-음(-)의 주가 반응을 보이나 유의적이지는 않은 반면, 누적적인 영향은 검증기간(-10~ 10일 사이)에는 음(-)의 매우 유의적인 결과를 나타냄
	최재은 등 (2013)	-불성실공시와 관련된 두 가지 사건일(지정예고일, 지정일)에 대해 시장은 대체로 유의한 음(-)의 주가 반응을 보임
	김태영 (2003)	-부채비율이 누적초과수익률과 음(-)의 관계를 나타내어 부채비율이 높은 기업은 불성실공시에 대해 더 큰 충격을 받은 것으로 나타남
관리종목 지정 (거래소)	손성규·오명전 (2007)	-회계정보 신뢰성으로 인한 지정기업들이 그렇지 않은 지정기업들에 비하여 비기대이익의 누적초과수익률이 더 많이 감소
세무조사 (국세청)	정운오·전병욱 (2010)	-부정적 시장반응은 사전통지일로부터 +2일에 유의적으로 나타남
	이병산·정재현 (2008)	-조세포탈기업의 경우 공시일(event day)에 KOSPI기업에서 유의적인 음(-)의 주가반응
소송제기	손성규 등	-기업의 피소에 대해 시장은 부정적인 반응을 나타냄

	(2015)	으며, 비금전소송보다는 금전소송에서 유의하게 부정적 반응을 보였음
비적정 의견 (외부 감사인)	이효익·박철우 (1990)	-비적정의견 기업의 경우 유의적인 음(-)의 초과수익률을 보임
	이원흠·최수미 (2001)	-비적정 감사의견은 통계적으로 유의한 (-) 주가반응을 가져옴
	김정재 (1995)	-이익공표와 동시에 공표되는 동시표본의 경우 한정 의견을 받을 확률은 주가반응과 부(-)의 관계를 보임
	Dodd et al. (1984)	-한정의견 공시 이전에 음(-)의 초과수익률이 나타났으나 통계적 유의성은 없는 것으로 나타났으며 의견거절의 경우 통계적으로 의미 있는 음(-)의 초과수익률로 나타남
	Dopuch et al. (1986)	-한정의견을 받은 기업 중에서 언론매체를 통해 한정의견 사실이 공표된 기업만을 분석한 결과 통계적으로 유의한 음(-)의 주가반응이 나타남
	손성규·이은철(2005)	-반기재무제표에 대한 비적정 검토의견에 대해서 음의 초과수익률을 보임

## IV. 연구설계

본 연구를 위한 가설설정, 표본선정 및 연구방법의 채택 등 연구설계의 이해를 돕기 위하여 다음 <그림 2>와 같이 실증분석 체계도를 마련하였다.



<그림 2> 실증분석 체계도

## 4.1 연구가설의 설정

기본적으로 상장법인에 대한 사외감시 장치와 감독당국 등의 조치 또는 처분 사실 등의 발표는 해당 기업에는 분명 악재성 정보(bad news)이다. 특히 규모가 작고 재무구조가 취약한 상장법인의 경우 과징금 등의 현실적 부담뿐만 아니라 증권시장에서의 평판이 저해되고 내부통제의 취약성을 드러내게 됨으로써 기업 가치를 훼손 받게 된다고 볼 수 있다. 이와 같은 결과는 고스란히 주가수익률에 반영될 것이다.

앞에서 살펴 본 바와 같이 전성일·임종옥(2008), 이장형(2008), 손성규·박종성(1998), Feroz et al.(1991), Dechow et al.(1996) 등은 ‘회계감리’ 결과 조치가 주가에 부(-)의 영향을 미치고 있음을 보고하고 있다. 또한 손성규(2001), 최재은 등(2013)과 손성규·오명전(2007) 등의 증권시장에서의 ‘불성실공시법인 지정’ 조치와 ‘관리종목 지정’ 등과 관련한 선행 연구결과에서도 이러한 조치들이 대체로 해당기업의 주가에는 통계적 유의성을 가지면서 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 보고되고 있다.

또한 정운오·전병욱(2010), 이병산·정재현(2008) 등은 세무조사 등이 주가에 부정적인 영향을, 손성규 등(2015)은 기업의 소송제기 공시가 주가에 부정적인 영향을 미치고 있음을 보고하였으며, 이효익·박철우(1990), 이원흠·최수미(2001), 김정재(1995), 손성규·이은철(2005) 및 Dodd et al.(1984), Dopuch et al.(1986) 및 등의 사례에서와 같이 외부감사인의 한정 의견 등 비정적 감사 의견 또는 비적정 검토 의견에 대한 시장 반응도 사건일을 전후하여 음(-)의 영향을 주고 있는 것으로 보고되고 있다.

마찬가지로 상장법인의 자본시장법 등 공시의무 위반 내역 발표에 따른 증권선물위원회 등 감독당국의 조치 또한 증권시장에서는 투자자에게 악재성 정보로 받아들여짐으로써 사건당일 또는 이를 전후한 기간에 걸쳐 해당 기업의 주가수익률에는 부정적으로 음(-)의 영향을 끼칠 것으로 예상된다.

다만, 주가수익률에 미치는 영향이 증권선물위원회 조치 결과 발표를 전후하여 언제부터 어느 정도의 음(-)의 초과수익률이 나타날 것인가와 만약에 그 효과가 나타난다면 얼마동안 누적적으로 지속될 것인가는 하는 것 등의

결과에 대한 통계적 유의성을 살펴볼 필요가 있다. 이와 같은 논의를 바탕으로 본 연구에서는 증권선물위원회의 공시위반 조치결과 발표가 새로운 악재성 정보로서 증권시장에 전달되었을 때 사건당일 또는 이를 전후한 일정 검증기간에 걸쳐 해당 기업의 평균초과수익률 또는 누적평균초과수익률의 변화에 유의한 영향을 미치는지 알아보기 위하여 다음과 같이 <가설 1>을 설정한다.

**<가설 1> 공시위반 조치결과 발표는 주가수익률에 음(-)의 영향을 미친다.**

위와 같은 논의를 바탕으로 하여 증권선물위원회의 공시위반 조치 발표일을 전후한 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률 간 유의한 차이가 있는지 알아보기 위하여 다음과 같이 <가설 1-a>를 설정한다. 만약 공시위반 조치결과 발표 이전에 관련정보가 시장에 노출되었다면 사건일 이전의 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률에 미치는 음(-)의 영향이 사건일 이후보다 크게 나타날 것이고, 그 반대의 경우라면 사건일 이후에 더 작게 나타날 것이기 때문이다. 선행연구 중 전성일·임종옥(2008)의 연구에서는 “회계감리조치 발표일 전·후에 평균적 차이가 있는지를 분석한 결과, 개별수익률과 초과수익률 모두 회계감리결과 발표일 이후에 주가가 통계적으로 유의하게 하락”한 것으로 보고하였다. 하지만, 현실적으로는 공시위반 발표일 이전이라도 관련정보가 여러 경로를 통하여 누설될 가능성이 있기 때문에 공시위반 조치결과 발표 전 주가수익률이 발표 후 주가수익률보다 더 많은 음(-)의 영향을 받을 수도 있다. 특히 손성규·박종성(1998) 등의 연구에서는 “사건일 전·후 주가수익률 비교가 없더라도 감리지적 발표일 이전부터 유의한 비정상수익률이 나타나는 경우도 많이 있어” 이를 뒷받침 한다.

**<가설 1-a> 공시위반 조치결과 발표는 ‘발표 후 검증기간’ 보다 ‘발표 전 검증기간’의 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다.**

다음으로 증권선물위원회의 공시위반 조치결과 발표의 효과를 보다 구체적으로 알아보기 위하여 연구표본을 두 가지 비교 그룹으로 나누어 초과수익률

및 누적초과수익률을 검증한다. 즉 연구표본에 대하여 1) 조치대상 법인을 KOSPI법인과 KOSDAQ법인으로 나누었을 때, 2) 공시위반 유형별(발행공시·정기공시·수시공시)로 나누었을 때로 구분하여 공시위반 조치결과 발표일을 전후한 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 알아보고 그 각각의 차이의 통계적 유의성을 검증해 본다.

먼저, 공시위반 조치결과 발표가 공시의무 위반기업의 소속 시장구분(KOSPI법인과 KOSDAQ법인)에 따라 초과수익률 및 누적초과수익률에 차이가 있는지를 알아보기 위하여 다음과 같이 <가설 2>를 설정한다. 유사 선행 연구인 전성일·임종욱(2008)의 회계감리조치가 주가에 미치는 영향에 관한 연구분석 결과에서는 “KOSDAQ법인이 KOSPI법인보다 민감한 음(-)의 시장반응을 보였음”을 알 수 있다. 하지만, 이병산·정재현(2008)은 국세청의 세무조사결과 “조세포탈기업의 경우 공시일에 KOSPI법인에서 유의적인 음(-)의 주가 반응을 나타냈지만 KOSDAQ법인은 유의적인 결과를 보여주지 못했다”고 보고하였다. 또한 “성실납세기업의 경우에는 공시일에 KOSPI기업은 유의적인 양(+)의 주가반응을 나타냈지만 KOSDAQ기업은 유의적인 결과를 얻지 못하였음”을 보고하였다.

본 연구에서는 상대적으로 회사규모 및 재무상태 등의 측면에서 열위에 있고, 과징금부과금액의 현실적 부담 및 증권시장 평판뿐만 아니라 공시·회계와 관련한 내부통제시스템의 구축 및 운영능력 또한 취약한 KOSDAQ법인이 KOSPI법인에 비하여 공시위반 조치결과 발표에 따른 주가수익률에는 부정적인 영향을 더 크게 받을 것으로 예상된다.

#### **<가설 2> 공시위반 조치결과 발표는 ‘KOSPI법인’ 보다 ‘KOSDAQ법인’의 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다.**

다음으로 발행공시, 정기공시 및 수시공시 등 공시위반의 유형에 따라 증권물위원회의 공시위반 조치결과 발표에 따른 주가수익률에 유의한 차이가 있는지 알아보기 위하여 다음과 같이 <가설 3>을 설정한다. 주로 기업의 자금조달 및 재무상태 전반을 공시하고 있는 정기공시 또는 발행공시에 관한 위



만사향이 대체로 특별한 사향이 발생하였을 때 1회성(spot) 공시에 그치는 수시공시 위반사항에 비하여는 주가수익률에 부정적인 영향을 더 많이 미칠 것으로 예상된다. 실제로도 정기공시 및 발행공시 위반의 경우 증권시장 퇴출 사유로도 이어질 수 있기 때문에 시장참가자 및 감독기관의 관심과 반응이 클 수밖에 없다. 다만, 표본 수가 상대적으로 적은 발행공시를 정기공시 또는 수시공시와 비교하는 것은 본 연구에서 생략한다. 선행연구에서는 각각의 공시유형에 따른 시장반응 효과 연구는 많이 있었으나 공시유형 간 비교연구는 찾아보기 힘들다. 전성빈 등(2006)의 수시공시의 정보효과에 관한 실증연구에서는 “검증기간 -1일부터 +1일까지 3일간으로 정의된 수시공시기간 동안의 거래량이 비공시기간 동안의 거래량 및 기대 거래량에 비해 평균적으로 유의한 증가를 보였으며, 공시기간 동안의 주식수익률 분산이 비공시기간 동안의 주식수익률 분산보다 평균적으로 유의하게 큰 것으로 나타나 수시공시 정보의 유용성을 지지하는 결과”를 보였다.

### **<가설 3> 공시위반 조치결과 발표는 ‘수시공시’ 위반의 경우 보다 ‘정기공시 위반’의 경우가 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다.**

최근 금융감독기관의 조치수단으로는 종전의 위반기업 또는 위반자에 대한 직접적인 기관조치 또는 신분상 제재에서 해당 법인에 대한 과징금, 과태료 등 금전적 제재수단을 활성화하고 있는 추세를 보여주고 있다. 아울러 금전적 부과금액 또한 점차 상향시키고 있는 가운데 공시위반에 있어서도 금전적 제재의 중요성이 커지고 있어 동 조치 수단의 실효성에 대하여 알아보는 것도 의미가 있을 것이다. 본 연구에서는 과징금과 과태료를 구분하지 않고 동일한 금전적 제재로 보아 과징금으로 표기하였다.

선행 연구결과 중 금융감독기관, 공정거래위원회 등 행정청이 관련법규 위반을 사유로 부과하는 과징금 등 금전적 제재의 시장반응 효과를 연구한 결과는 실제로 찾아보기 어렵다. 다만 전성일·임종욱(2008) 연구의 일부에서 “회계감리조치 중 과징금부과금액은 전체모형에서는 통계적 유의성이 나타나지 않았으나 KOSDAQ법인의 경우에 한정된 모델에서는 초과수익률과 통계

적으로 유의(5% 수준)한 것”으로 나타났다. 또한 회계감리조치에 있어서 기본적으로 과징금부과는 중조치 대상으로 볼 수 있는데 전성일·임종옥(2008)의 연구에서 “회계감리조치 결과를 중징계와 경징계로 분류한 결과에 있어서는 5% 유의수준에서 유의한 차이가 있는 것”으로 나타났다.

이를 기초로 과징금부과금액이 주가수익률에 통계적으로 유의한 영향을 미치는지를 알아보기 위하여 다음과 같이 <가설 4>를 설정한다. 연구표본에서 알 수 있듯이 공시위반 조치결과 발표법인 대다수가 KOSDAQ법인이기 때문에 과징금부과금액 납부의 현실적 부담 및 평판리스크 저해 등에 따라 과징금부과금액에 따라 주가수익률에 미치는 부정적인 영향은 더 클 것으로 예상한다.

<가설 4> 공시위반 법인에 대한 과징금부과금액은 주가수익률에 음(-)의 영향을 미친다.



HANSUNG  
UNIVERSITY

## 4.2 표본선정

본 연구는 2002년 1월부터 2016년 8월까지 증권선물위원회로부터 증권신고서 등의 발행공시 사항, 사업보고서(분기·반기보고서 포함) 등의 정기공시 사항과 주요사항보고서 등과 관련한 수시공시 사항 등을 이행하지 않았거나 부실기재 또는 거짓 기재 등을 함으로써 과징금, 증권발행 제한 등의 제재조치를 받고 그 위반내역 및 조치 내역이 금융감독원 홈페이지 등을 통하여 공표된 법인을 대상으로 분석하였다. 동 기간 중 증권선물위원회가 공시위반으로 조치하고 공표한 법인은 다음 <표 12>와 같이 총 497사였다. 이 중 비상장법인, 상장폐지 이후에 조치가 이루어진 법인<sup>25)</sup>, 금융회사 및 추가자료 및 재무제표가 미비하여 초과수익률 등의 산정이 곤란한 법인 등을 제외한 총 222사를 최종 연구표본 기업으로 사용하였다.

<표 12> 연구표본 선정현황

(단위 : 사)

· 공시위반으로 증권선물위원회 조치를 받은 상장법인('02. 1~'16. 8)	497
· - ) 비상장법인(상장폐지 이후 조치 받은 법인 포함)	158
· - ) 금융회사 등	15
· - ) 추가자료 및 재무제표 미비 법인 등	102
<b>· 연구가설 분석에 사용된 최종표본*</b>	<b>222</b>

\* 연도별 회사수 : '02(21), '03(49), '04(14), '05(21), '06(9), '07(11), '08(13), '09(12), '10(17), '11(4), '12(5), '13(11), '14(8), '15(14), '16.8(13)

한편 증권선물위원회의 공시위반 조치내역은 금융감독원 홈페이지의 보도자료를 기준으로 하였다. 일별 추가수익률 자료 및 시장수익률 자료와 재무사항에 관한 자료 등은 FnGuide, 금융감독원 전자공시시스템(DART) 등에서 구하여 사용하였다.

25) 증권선물위원회 조치가 해당 법인의 상장폐지 이후에 이루어진 회사로서 추가자료가 없다.

### 4.3 연구모형

본 연구는 5개의 가설과 추가분석을 검증하는데 가설의 성격에 따라 사건 연구를 통하여 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 산정한 후 평균차이 단일변량분석을 실시하거나 다중회귀분석 등의 연구방법을 병행하여 사용한다. 우선 <가설 1> 내지 <가설 4>와 <추가분석> 등에서는 공시위반 발표결과의 주가수익률 영향을 분석하기 위하여 시장조정수익률모형을 이용한 사건 연구를 통하여 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 산정한 후 t-test를 통하여 평균(차이)검증을 실시하고 이어서 <가설 2>, <가설 3>의 단일변량분석 연구결과와 관련한 강건성 검증을 위하여 기업의 주요 재무특성변수(총자산, 부채비율, 총자산이익률)를 통제한 후 다중회귀분석을 실시한다. 또한 <가설 4>의 과징금부과조치의 실효성을 검증하기 위하여 KOSPI법인 또는 KOSDAQ법인 여부에 따른 시장구분 더미변수, 공시위반 사실이 발행공시, 정기공시, 수시공시 등을 중복하여 위반하였는지 여부에 따른 공시중복 여부 더미변수, 기업의 주요 재무특성변수(총자산, 부채비율, 총자산이익률)와 연도변수 등을 통제한 후 다중회귀분석을 실시한다.

#### 4.3.1 사건연구 및 단일변량분석

새로운 정보(event)에 대한 시장가격의 반응을 분석하여 시장효율성을 검증하는 최초의 연구는 주식분할의 발표가 주식가격에 미치는 영향을 분석한 Fama, Fisher, Jensen, and Roll(FFJR)에 의해서 이루어졌다. 이들의 연구는 다른 연구자들이 시장효율성 검증에 널리 사용할 수 있는 연구방법을 개발하였다는 점에서 중요성을 가진다. 이 방법을 잔차분석(residual analysis) 또는 사건연구(event study)라고 한다. 즉 사건연구는 “어떤 사건의 발생으로 인하여 나타나는 비정상수익률(abnormal return)과 누적비정상수익률(cumulative abnormal return)의 크기를 사건발생시점을 전후하여 비교해 봄으로써 시장의 효율성 여부를 검증하는 것”이다. 한편, 사건연구에서의 주요관심사인 특정사건 전후의 비정상수익률을 측정하기 위한 성과측정모형에 대한 체계적인

연구는 Brown and Warner (1980, 1985)에 의해 이루어졌는데 그들은 성과 측정의 오류를 최소화하기 위한 방법을 찾고자 평균조정수익률모형(mean adjusted return model),<sup>26)</sup> 시장조정수익률모형(market-adjusted return model) 및 시장모형(market model) 등을 사용하였다.

국내 대부분의 사건연구에서도 “합병, 주식교환, 유상증자, 배당 등의 정보 효과 검증을 위한 방법으로 이들 모형을 벤치마크 하고 있는데, 대부분의 경우에 있어서 시장모형과 시장조정수익률모형을 이용”하고 있다. 우리나라에서 쓰이고 있는 이러한 성과측정 방법들은 김찬웅·김경원(1997)의 연구<sup>27)</sup>에서도 밝혔듯이 대체로 우수한 검증력을 나타내는 것으로 보고하고 있는데, 본 연구에서는 증권선물위원회 공시위반 조치결과 발표라는 사건이 가지는 성과를 측정하기 위하여 시장조정수익률모형(market adjusted return model)을 사용하여 연구표본 기업의 사건일 일평균초과수익률(average abnormal return, AAR)과 검증기간 별 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return, CAR)을 비교·측정한다. 이 모형에 의한 i증권의 t시점에서의 비정상 초과수익률, 즉  $AR_{i,t}$ 의 식은 다음과 같다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad \text{--- 식(1)}$$

$R_{i,t}$  = 개별주식 i의 t일에서의 개별주식수익률

$R_{m,t}$  = t일에서의 모든 증권들의 시장수익률(해당기업의 시장구분에 따라 KOSPI 법인의 경우에는 KOSPI수익률을 KOSDAQ법인의 경우에는 KOSDAQ 수익률)

$AR_{i,t}$  = 개별주식 i의 t일에서의 비정상수익률

시장조정수익률모형은 주식의 사전적 기대수익률이 주식 간에 동일하나 각 주식의 수익률은 다를 수 있다는 가정 하에 이용된다. 비정상초과수익률은 관측수익률(observed return)과 예측수익률로서의 시장수익률과의 차이를 의

26) 평균조정모형은 국내 사건연구에서는 비교적 많이 사용되지 않았다.

27) 사건연구에서의 주식성과측정, 김찬웅, 김경원(1997) 참조

미한다. 이 모형은 시장포트폴리오가 각 개별주식의 체계적 위험이 1이라는 가정 하에서는 자본자산가격결정모형의 의미와 일치한다. 본 연구에서의 시장 수익률은 통상의 국내연구에서와 같이 KOSPI지수 수익률 또는 KOSDAQ지수 수익률로 대체하여 사용하였으며, 검증기간을 사건일 전·후  $\pm 7$ 일,  $\pm 5$ 일,  $\pm 3$ 일,  $\pm 1$ 일, 0일 등으로 세분화하여 살펴본다.

### (1) 사건일

본 연구에서의 사건일은 회계감리관련 선행연구 등에서와 같이 증권선물위원회 조치일을 기준으로 하였다. 다만, 본 연구에 앞서 ‘사건일’을 ‘조치일’ 또는 ‘조치일 익일’ 중 어느 날을 기준으로 설정하여야 하는가에 대한 것은 신중하게 고려해야 할 부분이다. 왜냐하면 통상의 경우 증권선물위원회의 정례회의는 특별한 경우가 아닌 한, 매월 둘째 주 및 넷째 주 수요일 오후 16:00분에 개최되고, 공시위반 사실에 대한 조치의결은 그 이후 있게 되며, 위원회에서 조치사실이 확정되면 그 후에 보도자료 등을 통하여 일반 또는 언론에 공표되는 절차를 따르고 있기 때문이다.

즉, 조치 당일이 아닌 조치일 익일의 주가가 처음으로 공시위반 조치 사실의 영향을 받는 주식 시세라고 할 수 있다. 물론 증권선물위원회 결정일 또는 금융감독원의 보도자료 발표 이전이라도 금융감독원의 공시조사 심사절차, 증권시장에서의 풍문, 언론의 조기보도, 증권거래소의 조회공시 등을 통하여 공시위반 조치사실 또는 조치 가능사실이 하나의 중요한 정보로서 일반 투자자에게 알려질 수도 있다.

하지만 금융감독원의 보도자료가 공표된 이후에야 비로소 일반투자자들도 공시위반의 내용과 조치수준 등의 정보를 공식적으로 정확히 알 수 있게 되므로 증권선물위원회 조치와 관련한 일반적 연구에서는 조치일 익일을 사건일로 하는 것이 보다 합리적일 수 있다.

따라서 이러한 실무적인 제반 측면을 감안하여 본다면 금융감독기관 및 조세당국의 처분조치, 외부감사인 등의 감사의견 표시 등 상장법인을 둘러싼 사외감시 및 감독규제에 따른 정보효과를 다루는 사건연구에 있어서는 해당 사

건 공표의 특성에 따라 사건일을 명확히 하는 것이 보다 해당공시가 주가수익률에 미치는 영향을 합리적으로 측정하고 해석할 수 있을 것으로 본다.

## (2) 초과수익률의 측정 및 통계적 유의성 검증

위 식 (1)에서 산출된 각 개별기업의 비정상초과수익률을 다음 식(2)와 같이 평균하여 일평균초과수익률을 계산한다. 또한, 검증기간인 t1에서 t2까지의 누적평균초과수익률은 검증기간의 일평균초과수익률(AAR)을 검증기간별로 다음 식(3)과 같이 누적 합산한다.

$$AAR_{i,t} = \frac{\sum_{i=1}^N AAR_{i,t}}{N} \quad \text{--- 식(2)}$$

$$CAR_{i(t1,t2)} = \sum_{t=t1}^{t2} AAR_{i,t} \quad \text{--- 식(3)}$$

$AR_{i,t}$  = 개별기업 i의 t일에서의 초과수익률

$AAR_{i,t}$  = 일평균초과수익률

$CAR_{i(t1,t2)}$  = 검증기간 t1부터 t2까지의 누적평균초과수익률

아울러 위에서 계산된 AAR 및 CAR의 통계적 유의성 검증을 위하여 다음 식(4) 및 식(5)와 같이 t-통계량을 계산한다.

$$AAR_{i,t} \text{의 통계적 검증 ; } t = \frac{AAR_{i,t}}{S_t / \sqrt{N_t}} \quad \text{--- 식(4)}$$

$$CAR_{i(t1,t2)} \text{의 통계적 검증 ; } t = \frac{CAR_{i(t1,t2)}}{S_{(t1,t2)} / \sqrt{N_{(t1,t2)}}} \quad \text{--- 식(5)}$$

한편, 두 그룹간의 누적평균초과수익률의 차이에 대한 평균차이 유의성 검

증을 위하여 t-test를 사용하는데 그룹1의 누적평균초과수익률을  $CAR^A$ , 그룹 2의 누적평균초과수익률을  $CAR^B$ 라 하고, 그 표준편차를 각각  $S^A$ ,  $S^B$ 라 할 때 통계적 유의성 검증을 위한 t값은 다음 식(6)과 같이 계산한다.

본 연구에서는 검증기간 별(사건일 전·후), 시장구분 별(KOSPI법인 /KOSDAQ법인) 및 공시유형 별(정기공시/수시공시)로 각각의 그룹으로 나누어 추가수익률의 평균차이 유의성을 검증하기 위하여 t-test를 사용한다.

$$t = \frac{CAR_{i(t1,t2)}^A - CAR_{i(t1,t2)}^B}{\sqrt{\frac{(S_{(t1,t2)}^A)^2}{N_{(t1,t2)}^A} + \frac{(S_{(t1,t2)}^B)^2}{N_{(t1,t2)}^B}}} \quad \text{--- 식(6)}$$

$CAR_{i(t1, t2)}^A$  = 그룹A의 검증기간 t1부터 t2까지의 누적평균초과수익률

$CAR_{i(t1, t2)}^B$  = 그룹B의 검증기간 t1부터 t2까지의 누적평균초과수익률

$SA_{(t1, t2)}^A$  = 그룹A의 검증기간 t1부터 t2까지의 누적평균초과수익률의 표준편차

$SA_{(t1, t2)}^B$  = 그룹B의 검증기간 t1부터 t2까지의 누적평균초과수익률의 표준편차

$N_{(t1, t2)}^A$  = 그룹A의 표본 수

$N_{(t1, t2)}^B$  = 그룹B의 표본 수

#### 4.3.2 다중회귀분석

<가설 2> 및 <가설 3>의 강건성 검증과 <가설 4>와 관련하여 과징금부과 금액이 평균초과수익률 또는 누적평균초과수익률에 통계적으로 유의한 영향을 미치는지 알아보기 위하여 다음 식(7) 내지 식(12)와 같이 각각 다중회귀분석을 실시한다. 종속변수로는 사건당일 평균초과수익률[ $(AAR_{(0)})$ ] 또는 검증기간별 누적평균초과수익률[ $CAR_{(t1,t2)}$ ]을 각각 이용한다.

먼저 <가설 2>의 검증을 위하여 다음 식(7) 및 식(8)과 같이 다중회귀분석을 실시한다. 관심변수는 시장구분 변수(MKT)로서 KOSPI법인이면 0, KOSDAQ법인이면 1의 값을 갖는 더미변수이다. 통제변수로는 본 연구와 동일한 선행연구결과가 없기 때문에 앞서 살펴본 상장법인 조치 등에 관한 연



구를 참고할 필요가 있었다. 전성일·임종옥(2008)의 경우 회계감리결과가 초과수익률에 미치는 영향을 분석함에 있어 부채비율, 영업현금흐름, 매출액, 중복 징계횟수, KOSPI/KOSDAQ 더미변수 등을 사용하였다. 이원흠·최수미(2001)의 경우 비적정 감사의견에 대한 주가반응 연구에서는 전년대비 매출채권비율, 재고자산비율, 전년대비 감각상각비율, 전기오류수정손익비율 등을 사용하였고, 손성규·오명전(2007)은 관리종목 기업의 회계정보 효과 연구에서 t년도의 비기대이익, 기업규모, 부채비율 등을 사용하였다.

다만, 이와 같은 연구들은 각각 처분조치의 성격이 달라 일률적으로 통제변수를 정하기가 어렵고 대부분의 시장반응 연구의 특성상 변수들의 설명력(R<sup>2</sup> 값)도 떨어지는 경향이 있는 점은 불가피한 측면이 있다. 본 연구에서는 선행 연구를 참고하여 기업의 기본적인 재무상태를 나타낼 수 있는 기업규모, 안정성 및 수익성 지표로서 공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상의 총자산(SIZE), 부채비율(LEV), 총자산이익률(ROA)을 각각 통제변수로 하였다. 아울러 법제 환경 변화에 따른 효과를 감안하기 위하여 연도변수(Year)를 사용하였는데 자본시장법 시행(2009.2.4.) 전·후로 나누어 공시위반결과 발표일이 구 증권거래법 적용기간에 해당하면 0, 자본시장법의 적용을 받는 기간이면 1의 값을 갖는 더미변수를 설정하였다.

$$AAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MKT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + e_{i,t}$$

---- 식(7)

$$CAR_{i(t1,t2)} = \alpha_0 + \beta_1 MKT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + e_{i,t}$$

---- 식(8)

여기에서,

AAR<sub>i,t</sub>=검증기간 t일의 평균초과수익률, CAR<sub>i(t1,t2)</sub>=t1에서 t2일 사이의 누적평균초과수익률

MKT=공시위반법인이 KOSPI법인이면 0, KOSDAQ법인이면 1

SIZE=공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 기업규모(총자산에 자연로그를 취함)

LEV=공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 부채비율(=총부채/총자산)

ROA=공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 총자산이익률(=당기순이익/총자산)

Year=공시위반 발표일이 자본시장법 적용기간 이전이면 0, 적용기간이면 1

다음은 <가설 3>의 검증을 위하여 다음 식(9) 및 식(10)과 같이 다중회귀 분석을 실시한다. 관심변수는 공시위반 유형 변수(TYPE)로서 위반유형이 수시공시에 해당하면 0, 정기공시에 해당하면 1의 값을 갖는 더미변수이다. 통제변수로는 앞서 식(7) 및 (8)과 같다.

$$AAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 TYPE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + e_{i,t} \text{ --- 식(9)}$$

$$CAR_{i(t1,t2)} = \alpha_0 + \beta_1 TYPE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + e_{i,t} \text{ --- 식(10)}$$

여기에서,

$AAR_{i,t}$ =검증기간 t일의 평균초과수익률,  $CAR_{i(t1,t2)}$ =t1에서 t2일 사이의 누적평균초과수익률

TYPE=공시위반 유형이 수시공시이면 0, 정기공시이면 1

SIZE=공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 기업규모(총자산에 자연로그를 취함)

LEV=공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 부채비율(=총부채/총자산)

ROA=공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 총자산이익률(=당기순이익/총자산)

Year=공시위반 발표일이 자본시장법 적용기간 이전이면 0, 적용기간이면 1

끝으로 <가설 4>의 과징금부과금액이 주가수익률에 미치는 영향을 분석하기 위하여 다음 식(11)과 식(12)에 따라 다중회귀분석을 실시한다. 관심변수는 과징금부과금액(MON)인데 과징금부과 절대금액이 회사의 규모에 따라 부담요인이 다르다는 점을 감안하여 과징금부과금액이 해당회사의 총자산에서 차지하는 비중을 대용치로 이용하였다. 통제변수로는 앞서 식(7) 및 식(8)과 같다. 다만, 앞서 관심변수로 사용하였던 시장구분 변수(MKT)와 공시위반 유형이 한 개이면 0, 두 개 이상이면 1의 값을 갖는 중복여부 변수(DBL)를 추가로 사용하여 종합적으로 주가수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 이때 누적초과수익률의 검증기간은 검증기간 전체와 사건일 전후 특정기간 등으로 다양하게 나누어 살펴봄으로써 주가수익률에 영향을 미치는 기간을 구체적으로 알아본다.

$$AAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MON_{i,t} + \beta_2 MKT_{i,t} + \beta_3 DBL_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Year_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{--- 식(11)}$$

$$CAR_{i(t1,t2)} = \alpha_0 + \beta_1 MON_{i,t} + \beta_2 MKT_{i,t} + \beta_3 DBL_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Year_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{--- 식(12)}$$

여기에서,

$AAR_{i,t}$  =검증기간 t일의 초과수익률,  $CAR_{i(t1,t2)}$ =t1에서 t2일 사이의 누적초과수익률  
 $MON$ =총자산 대비 과징금부과금액 비중(=과징금부과금액/사건일 직전 최근사업년도 총자산)

$MKT$ =공시위반법인이 KOSPI법인이면 0, KOSDAQ법인이면 1

$DBL$ =공시위반유형(발행공시, 정기,공시 수시공시)이 한 개이면 0, 두 개 이상이면 1

$SIZE$ =공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 기업규모(총자산에 자연로그를 취함)

$LEV$ =공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 부채비율(=총부채/총자산)

$ROA$ =공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 총자산이익률(=당기순이익/총자산)

$Year$ =공시위반 발표일이 자본시장법 적용기간 이전이면 0, 적용기간이면 1

## V. 실증분석

### 5.1 기술통계 및 상관분석

#### 5.1.1 기술통계

다음 <표 13>은 전체표본 222개 회사에 대한 기술통계로 본 연구에서 사용된 주요변수의 평균, 표준편차, 사분위수, 최소값, 최대값 등이 요약되어 있다. 해석의 편의를 위하여 총자산 및 과징금부과금액은 자연로그 및 대용치를 취하기 이전의 상태 값을 병기하였다. 사건일 당일 평균초과수익률[AAR(0)] 평균값은 -0.9%이고 최소값은 -15.0%로써 사건일에 하한가<sup>28)</sup>까지 주가가 하락한 종목도 있었다. 누적초과수익률의 경우 사건일을 전후한 7일간의 누적 평균초과수익률[CAR(-7, 7)]인데 평균값은 -3.29%로 나타나 당일 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률 모두 음(-)의 추가수익률을 나타내고 있다. 최종 연구표본만을 대상으로 하는 과징금부과금액(MON)은 약 93백만원이고 부과금액의 범위는 미부과에서부터 최대 10.8억원까지 분포하고 있다. 한편 기업규모(SIZE)인 총자산의 편차가 크게 나타나고 있고 평균 총자산금액은 3,300억원 상당이나 이는 최대값 10.6조원의 기업이 포함된 결과이며, 75% 사분위 값이 1,175억원인 것에서 알 수 있듯이 비교적 1천억원 미만의 KOSDAQ법인이 연구표본의 대부분을 차지하고 있다. 부채비율(LEV)은 사건일 직전사업연도 부채총액을 총자산으로 나눈 값으로 평균값은 53.0%이고, 총자산이익률(ROA)은 사건일 직전사업연도 당기순이익을 총자산으로 나눈 값으로 평균값은 -24.6%로 나타나 전반적으로 재무상태가 양호하지 못한 기업들이 공시의무 위반으로 조치를 받은 것으로 나타났다. 이 또한 비교적 재무상태가 취약한 KOSDAQ법인이 연구표본에 많이 포함된 결과로 해석된다.

28) KOSPI, KOSDAQ 주식 일일 상하한 가격 제한 폭을 기존  $\pm 15\%$ 에서  $\pm 30\%$ 로 확대 (2015.6.15.)

&lt;표 13&gt; 기술통계량

(n=222)

변수	단위	평균	표준 편차	최소값	25%	75%	최대값
<i>AAR</i>	%	-0.90	5.71	-15.00	-3.38	1.31	14.93
<i>CAR</i>	%	-3.29	24.35	-109.22	-11.59	8.94	99.26
<i>MON</i>	%	0.24	0.78	0.00	0.01	0.17	10.18
	백만원	92.9	162.7	0	10.3	88.20	1,079.7
<i>SIZE</i>	log	4.83	0.64	3.14	4.41	5.07	7.03
	억원	3,299.8	10,123.9	13.8	253.2	1,175.2	106,279.4
<i>LEV</i>	%	53.0	21.2	1.3	40.2	67.0	97.0
<i>ROA</i>	%	-24.6	57.9	-545.4	-28.3	3.3	44.9

\* 주) AAR=사건일의 평균초과수익률, CAR=사건일 전 7일부터 사건일 후 7일까지의 누적평균초과수익률, MON=총자산 대비 과정금부과금액 비중(=과정금부과금액/사건일 직전 최근사업년도 총자산), SIZE=사건일 직전 최근사업년도 총자산(총자산에 자연로그를 취함), LEV=사건일 직전 최근사업년도 부채비율(=총부채/총자산), ROA=사건일 직전 최근사업년도 총자산이익률(=당기순이익/총자산)

### 5.1.2 상관분석

다음 <표 14>는 주요 변수들간의 피어슨 상관계수를 보여주고 있다. 변수들 상호간에 전반적으로 의미 있는 음(-) 또는 양(+ )의 방향성은 나타나고 있지 않다(최대 상관계수는 시장구분변수인 MKT와 기업규모 변수인 SIZE간의 -0.494). 먼저 사건일 평균초과수익률(AAR)은 누적평균초과수익률(검증기간  $\pm 7$ 일의 CAR)과 1%수준에서 통계적으로 유의한 양(+ )의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 사건일에 주가가 하락한 기업들이 대부분 검증기간 동안 누적적으로도 하락하였음을 의미 한다. 또한 시장구분 변수(MKT)와 유의한 음(-)의 상관관계(10% 유의수준)를 나타내고 있는데 이는 코스닥법인의 주가

수익률 하락과 상관관계가 있다는 것을 나타내고 있는 것이며, 부채비율(LEV)과도 음(-)의 상관관계가 나타났으나 유의성은 높지 않았다.(10% 유의수준). 그 밖에 총자산 대비 과징금부과금액 비중(MON), 중복 공시위반 변수(DBL)와 총자산(SIZE), 총자산이익률(ROA) 등과는 유의한 상관관계가 나타나지 않았다.

누적평균초과수익률(CAR)은 총자산 대비 과징금부과금액비중(MON)과만 음(-)의 유의한 상관관계(5%수준에서 유의)를 보여주고 있을 뿐 그 밖의 변수들과의 유의한 상관관계는 나타나고 있지 않다. 총자산 대비 과징금부과금액비중(MON)은 중복 공시위반 변수(DBL), 기업규모(SIZE) 및 총자산이익률(ROA)와 유의한 높은 상관관계(1%수준에서 유의)를 나타내고 있지만 그 계수 값(각각 +0.249, -0.261, -0.355)은 크지 않았다. 이는 공시위반 유형에 따라 과징금이 달리 부과되어 합산되고, 기업규모가 큰 경우 과징금부과비중이 상대적으로 낮게 나타난다는 점과 ROA값이 낮은 KOSDAQ법인이 공시위반법인에 많이 포함된 결과로 해석 된다.

한편 부채비율(LEV)과도 5%수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다. 시장구분 변수(MKT)는 기업규모(SIZE)와의 상관계수가 -0.494로 변수들 중 가장 높게(1% 수준에서 유의) 나타나고 있고, 총자산이익률(ROA)과의 상관관계도 -0.178(1% 수준에서 유의)로 나타났는데 이는 연구표본 중 KOSDAQ법인의 규모가 상대적으로 작고 수익성이 낮은 결과로 보여 진다. 아울러 기업규모(SIZE)와 총자산이익률(ROA)간 상관계수는 +0.431(1%수준에서 유의)로 나타나는데 상대적으로 규모가 큰 KOSPI법인이 KOSDAQ법인보다 수익성이 좋은 결과로 해석 된다. 기업규모 변수(SIZE), 부채비율(LEV) 또는 총자산이익률(ROA)이 상호간에 양(+)의 상관관계(1% 또는 5% 유의수준)를 나타내고 있는데 모두 총자산을 기준으로 관련비율 등이 산정되고 있기 때문이다.

<표 14> 피어슨 상관계수

(n=222)

	<i>AAR</i>	<i>CAR</i>	<i>MON</i>	<i>MKT</i>	<i>DBL</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>
<i>AAR</i>	1							
<i>CAR</i>	0.301***	1						
<i>MON</i>	-0.093	-0.141**	1					
<i>MKT</i>	-0.166**	-0.094	-0.002	1				
<i>DBL</i>	-0.106	-0.002	0.249***	0.037	1			
<i>SIZE</i>	0.049	0.028	-0.261***	-0.494***	-0.056	1		
<i>LEV</i>	0.127*	-0.065	-0.019	-0.112*	0.169**	0.162**	1	
<i>ROA</i>	0.023	0.009	-0.355***	-0.178***	-0.087	0.431***	-0.161**	1

\* 주1) AAR=사건일의 평균초과수익률, CAR=사건일 전 7일부터 사건일 후 7일까지의 누적평균초과수익률, MON=총자산 대비 과징금부과금액 비중(=과징금부과금액/사건일 직전 최근사업년도 총자산), MKT= KOSPI법인이면 0, KOSDAQ법인이면 1, DBL=공시위반유형(발행, 정기, 수시)이 한 개이면 0, 두 개 이상이면 1, SIZE=사건일 직전 최근사업년도 총자산(총자산에 자연로그를 취함), LEV=사건일 직전 최근사업년도 부채비율(=총부채/총자산), ROA=사건일 직전 최근사업년도 총자산이익률(=당기순이익/총자산)

주2) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

## 5.2. 분석결과

### 5.2.1. <가설 1>의 검증

**<가설 1> 공시위반 조치결과 발표는 주가수익률에 음(-)의 영향을 미친다.**

<가설 1>은 증권선물위원회의 공시위반 조치결과 발표가 사건당일 평균초과수익률 또는 누적평균초과수익률에 음(-)의 영향을 미치는지 여부를 검증하는 것이다. 공시위반 조치결과 발표가 해당 기업의 주가에 어떠한 영향을 미치고 있는가를 살펴보기 위하여 사건일 전후 7일간 총 15영업일간의 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 시장조정모형을 이용하여 측정하였다. 다음 <표 15>는 최종연구표본 222개 법인의 시장조정모형에 의한 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률 그리고 각각의 수익률에 대한 t-검증 통계량을 나타낸 것이고 <그림 3>은 이를 직관적으로 알 수 있도록 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률의 변화를 보여주고 있다.

<표 15>에서 보면, 전체 표본기업에 대한 검증기간(사건일 및 사건일 전후 7영업일 등 총 15일간) 동안의 누적평균초과수익률은 -3.298%로 통계적으로는 5%수준에서 유의한 것으로 나타났다. 물론 이는 전적으로 증권선물위원회의 공시위반 조치결과 발표라는 사건에 의해 모두 발생했다고 볼 수는 없겠으나, 회계감리 조치결과 발표와 거래소의 불성실공시법인지정 및 관리종목 지정 결과 등 다른 유사한 사외감시 및 감독규제 활동의 결과에 의한 주가에 미치는 영향을 분석한 선행 연구결과에서와 같이 해당기업이 공시위반 조치결과 발표라는 사건에 의하여 음(-)의 평균초과수익률을 얻고 있음을 확연히 보여주고 있다. 우선 전체 표본기업의 평균초과수익률을 보면, 검증기간 -7일부터 -5일까지는 특이사항이 없다가 검증기간 -4일에서 +2일까지 지속적으로 음(-)의 평균초과수익률을 나타내고 있는 가운데 검증기간 -4일(-0.881%, 1%수준에서 유의), -3일(-0.614%, 10%수준에서 유의), -1일



(-0.861%, 5%수준에서 유의) 및 사건 당일(-0.903%, 5%수준에서 유의)에서 통계적으로 유의한 음(-)의 평균초과수익률을 보이고 있는 것으로 나타났으며 그 밖에 검증기간 +3일 이후에는 어떠한 통계적 유의성도 나타나지 않았다. 특히 증권선물위원회 조치결과 발표일 전일 및 당일 이틀간에 걸쳐 연속적으로 음(-)의 수익률을 기록하고 있는데 모두 5%수준에서 통계적 유의성을 보였다. 한편, 누적평균초과수익률에 있어서는 검증기간 -7일부터 -2일까지는 어떠한 통계적 유의성도 나타나지 않다가 사건일 -1일부터 통계적 유의성(5%수준에서 유의)이 나타나면서 본 연구 검증기간까지 지속적으로 통계적 유의성이 높게 나타나고 있다는 것을 알 수 있다(5% 또는 1%수준에서 유의). 즉, 사건일 -1일부터 +7일까지는(최저 '-1일'/-2.356%, 최고 '+3일'/-3.594%) 지속적으로 유의하게(5%~1%수준) 증가하고 있는 모습을 보이지만, 사건일 +3일을 정점으로 하여 서서히 그 정보효과가 사라지고 있는 것을 알 수 있다. 특히 사건 당일까지의 누적초과수익률의 통계적 유의성이 가장 높은 것(1% 수준에서 유의)으로 나타나고 있는데 이는 앞서 전성일·임종욱(2008) 등의 회계감리결과 발표에 따른 시장반응과 최재은·최정은·배길수(2013)의 거래소 불성실공시지정(지정일, 지정예고일)의 효과 연구에서와 같이 추가수익률에는 확실히 부정적인 요소로 작용하고 있음을 알 수 있다.

이상과 같은 결과들을 종합하여 보면 증권선물위원회로부터 조치 받은 기업들은 해당 공시위반 조치결과 발표로 인하여 음(-)의 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 얻고 있다는 사실을 알 수 있다. 특히 공시위반 조치발표일 이전부터 통계적으로 유의한 음(-)의 평균초과수익률이 나타나고 있는 것은 사전에 공시위반 조치관련 정보가 시장에 유출되어 주가에 영향을 미치고 있는 정보효과로도 해석할 수 있다. 소결로써 과징금, 과태료 등 금전적 부담, 증권발행제한의 불이익뿐만 아니라 해당 법인의 평판관리에 있어서도 투자자들은 악재성 정보로 분명히 평가하고 있음을 확인할 수 있다. 즉 공시정보의 신뢰성 상실로 인하여 투자자의 당해 종목에 대한 투자매력을 감소시키고 정보비대칭 감소로 인하여 주가하락이 이루어진 것으로 해석된다. 따라서 공시위반 조치결과 발표는 추가수익률에 음(-)의 영향을 미친다는 <가설 1>은 지지된다.

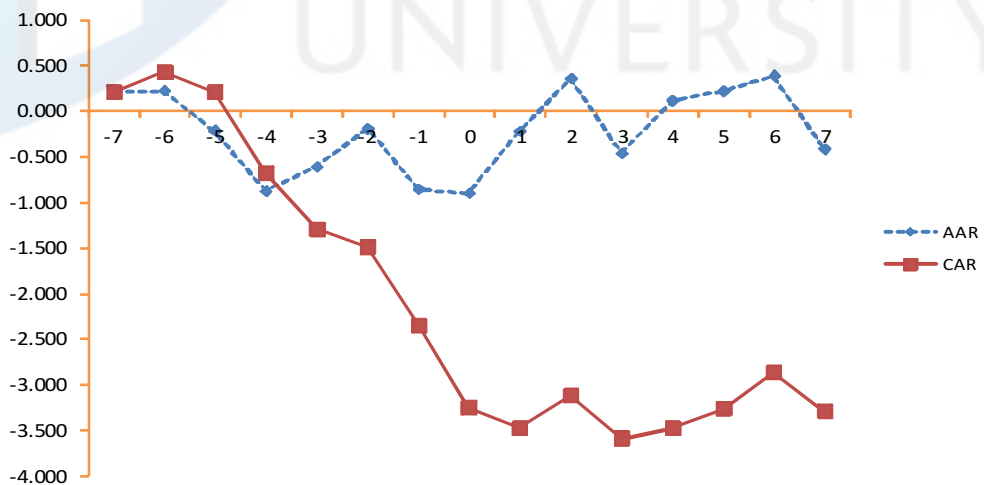
<표 15> AAR 및 CAR\_표본전체 (n=222)

사건 기간	AAR	t_값(p_값)	CAR	t_값(p_값)
-7	0.200	0.638 (0.524)	0.200	0.638 (0.524)
-6	0.220	0.571 (0.569)	0.420	0.834 (0.405)
-5	- 0.221	- 0.688 (0.492)	0.199	0.272 (0.786)
-4	- 0.881	- 2.766 (0.006***)	- 0.682	- 0.869 (0.386)
-3	- 0.614	- 1.797 (0.074*)	- 1.297	- 1.416 (0.158)
-2	- 0.198	- 0.496 (0.620)	- 1.495	- 1.401 (0.163)
-1	- 0.861	- 2.385 (0.018**)	- 2.356	- 2.045 (0.042**)
<b>0</b>	<b>- 0.903</b>	<b>- 2.353 (0.020**)</b>	<b>- 3.259</b>	<b>- 2.578 (0.011***)</b>
+1	- 0.223	- 0.574 (0.566)	- 3.481	- 2.502 (0.013**)
+2	0.354	0.962 (0.337*)	- 3.127	- 2.131 (0.034**)
+3	- 0.467	- 1.221 (0.223)	- 3.594	- 2.306 (0.022**)
+4	0.114	0.332 (0.740)	- 3.480	- 2.229 (0.027**)
+5	0.217	0.677 (0.499)	- 3.264	- 2.043 (0.042**)
+6	0.387	1.190 (0.235)	- 2.877	- 1.827 (0.069*)
+7	- 0.421	- 1.290 (0.198)	- 3.298	- 2.018 (0.045**)

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

다음 <그림 3>은 앞서 설명한 전체 표본기업의 검증기간 동안의 평균초과 수익률 및 누적평균초과수익률의 변화를 직관적으로 잘 보여주고 있다. 기존의 선행연구 중 무상증자, 우호적 합병 및 주식교환 등 호재성 정보(good news)에 관한 사건연구에서 누적초과수익률 그래프가 오른쪽으로 상향 하였다가 특정시점을 지나 횡보하면서 서서히 정보효과가 사라지는 것과는 반대로 누적평균초과수익률 그래프가 오른쪽으로 하향 하였다가 특정시점(여기에서는 검증기간 +3일)을 지나 횡보하면서 서서히 그 정보효과가 사라지는 것으로 나타나 악재성 정보의 전형적인 정보효과를 잘 나타내 주고 있다고 할 수 있다.

다만, 그림에서 보는 바와 같이 사건일 뿐만 아니라 사건일 이전 -4일부터 사건일 후 +1일까지 매일 벤치마크 수익률(KOSPI지수 또는 KOSDAQ지수) 대비 음(-)의 평균초과수익률을 얻고 있지만 사건일 후 +4일부터는 오히려 양(+)의 평균초과수익률을 얻고 있음을 알 수 있는데 이는 공시위반 조치로 인한 주가 효과가 비교적 초단기간에 걸쳐서만 영향을 주고 있는 것으로 해석된다.



<그림 3> AAR 및 CAR\_표본전체 (n=222)

### 5.2.2. <가설 1-a>의 검증

<가설 1-a> 공시위반 조치결과 발표는 ‘발표 후 검증기간’ 보다 ‘발표 전 검증기간’의 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다.

<가설 1-a>는 증권선물위원회의 공시위반 조치결과 ‘발표 전 검증기간’과 ‘발표 후 검증기간’의 누적평균초과수익률의 크기에 차이가 있는지 여부를 알아보는 것이다. 다음 <표 16>은 보다 구체적으로 검증구간을 검증기간별로 나누어 누적평균초과수익률의 통계적 유의성을 판단한 것이다. <표 16>에서 보는 바와 같이 공시위반 조치결과 발표일 이전의 대부분의 검증기간(-7~0, -5~0, -3~0, -1~0)에서는 각각의 음(-)의 누적평균초과수익률이 확연히 높은 통계적 유의성(모두 1% 유의수준)을 보여주고 있다. 반면 사건일 이후의 검증기간(+1~+3, +1~+5, +1~+7)에서는 모두 통계적으로 유의한 누적평균 초과수익률이 나타나고 있지는 않음을 알 수 있다.

<표 16> 사건일 전·후 검증기간별 CAR (n=222)

검증기간	CAR	t_값(p값)
(-7 ~ 0)	-3.259	-2.578 (0.011***)
(-5 ~ 0)	-3.679	-3.493 (0.001***)
(-3 ~ 0)	-2.576	-2.882 (0.004***)
(-1 ~ 0)	-1.764	-2.938 (0.004***)
(+1 ~ +3)	-0.335	-0.439 (0.661)
(+1 ~ +5)	-0.005	-0.006 (0.995)
(+1 ~ +7)	-0.039	-0.040 (0.968)

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

이는 증권선물위원회의 공시위반 조치결과 발표에 대한 정보가 이미 증

권시장에 알려져 있거나 다른 여러 경로를 통하여 해당 기업의 주가에 영향을 미치고 있는 것으로 판단된다. 사실 공시위반 혐의사실에 대한 심사, 확인, 최종조치를 하기까지에는 어느 단계에서든지 정보가 사전 유출될 개연성이 상당히 높다. 물론 본 연구에서 내부자거래에 해당하는 위법 개연성까지 논할 필요는 없겠으나 당해 회사의 임직원 등 내부자는 물론 공시위반 내역 처리 과정에서의 법률자문, 회계자문 등의 단계에서도 그 유출 가능성은 언제든지 내포되어 있다 하겠다.

한편 다음 <표 17>은 사건일 전·후 검증기간별(같은 영업일수) 누적평균초과 수익률의 차이를 독립표본 t-검증한 것이다. 표에서 보는 바와 같이 사건전후 7영업일(5%수준에서 유의) 및 5영업일(1%수준에서 유의)에서 통계적 유의성이 나타났으나 3영업일 분석에서는 통계적 유의성이 나타나지 않았다. 따라서 공시위반 조치결과 발표는 ‘발표 후 검증기간’ 보다 ‘발표 전 검증기간’의 주가 수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다는 <가설 1-a>는 사건전후 7영업일 및 5영업일에서 지지된다.

<표 17> 사건일 전·후 검증기간 간 CAR 독립표본 t검증

	집단	표본수	평균	표준편차	평균차이	t값(p값)
사건일 전·후 7일간	그룹1	222	-3.459	16.734	-3.420	- 2.290** (0.022)
	그룹2	222	-0.039	14.660		
사건일 전·후 5일간	그룹1	222	-3.458	14.858	-3.452	- 2.567*** (0.011)
	그룹2	222	-0.005	13.446		
사건일 전·후 3일간	그룹1	222	-1.962	11.991	-1.627	- 1.466 (0.143)
	그룹2	222	-0.335	11.388		

주1) 그룹1 : 사건일 전 검증기간[CAR(-6,0), CAR(-4,0), CAR(-2,0)]<sup>29)</sup>

그룹2 : 사건일 후 검증기간[CAR(1,7) CAR(1,5), CAR(1,3)]

주2) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

29) 증권선물위원회 조치결과가 당일 증권시장 종료 후 발표된다는 점을 감안하여 검증기간을 사건일 전·후 동일기간(7일, 5일, 3일)으로 구분하여 비교하였다.

### 5.2.3. <가설 2>의 검증

<가설 2> 공시위반 조치결과 발표는 'KOSPI법인' 보다 'KOSDAQ법인'의  
주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다.

#### (1) 사건연구 및 단일변량분석

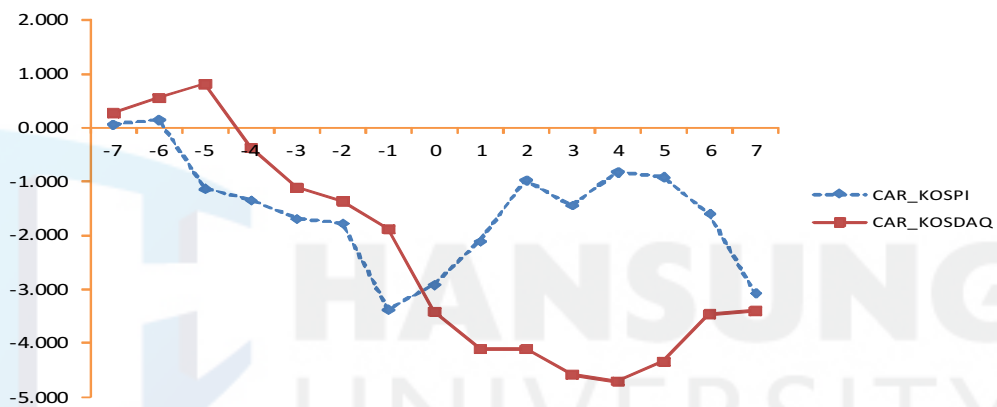
<가설 2>는 증권선물위원회의 공시위반 조치결과 발표대상 법인이 KOSPI법인 또는 KOSDAQ법인인지 여부에 따라 주가수익률에 미치는 영향이 다를 것인가에 대하여 검증하는 것이다. <표 18>에서 보는 바와 같이 KOSDAQ법인이 KOSPI법인에 비하여 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 받고 있음을 알 수 있다. 먼저 KOSPI법인의 평균초과수익률의 경우 검증기간 -5일(-1.281%, 5%수준에서 유의), -1일(-1.600%, 5%수준에서 유의), +2일(+1.134%, 10%수준에서 유의) 및 +7일(-1.474%, 5%수준에서 유의)에서 일부 유의한 것으로 나타났으나 전체 검증기간 동안에는 음(-) 또는 양(+)의 평균초과수익률이 혼재하여 나타나고 있어 일관성을 발견하기가 어렵다. 누적평균초과수익률의 경우 전체 검증기간 15영업일 동안 어떠한 통계적 유의성도 발견되지 않고 있어 공시위반 조치결과 발표라는 사건으로부터 통계적으로 유의한 영향을 받고 있지는 않은 것으로 나타났다. 반면, KOSDAQ법인의 경우에는 검증기간 -7일부터 -5일까지는 특이사항이 없다가 검증기간 -4일(-1.189%, 1%수준에서 유의), -3일(-0.738%, 5%수준에서 유의) 및 사건당일(-1.531%, 1%수준에서 유의)에서 통계적으로 유의한 음(-)의 평균초과수익률이 발견되었고, -4일부터 +4일 까지 9영업일간 지속적으로 일관된 음(-)의 평균초과수익률을 보이고 있다. 특히 누적평균초과수익률을 보면 사건당일부터 +7일까지 통계적으로 유의한(1%~10%수준에서 유의) 수익률을 보이고 있어(최저 +7일/-3.402%, 최고 +4일/-4.704%) KOSPI법인과는 대조적으로 공시위반 조치결과 발표라는 사건으로부터 주가수익률에 상당히 부정적인 영향을 받고 있음을 알 수 있다.

<표 18> AAR 및 CAR(KOSPI법인 vs. KOSDAQ법인)

사건 기간	KOSPI법인 (n=70)				KOSDAQ법인 (n=152)			
	AAR	t값 (p값)	CAR	t값 (p값)	AAR	t값 (p값)	CAR	t값 (p값)
-7	0.057	0.097 (0.923)	0.057	0.097 (0.923)	0.266	0.716 (0.475)	0.266	0.716 (0.475)
-6	0.088	0.140 (0.889)	0.145	0.146 (0.884)	0.280	0.580 (0.563)	0.547	0.945 (0.346)
-5	-1.281	-2.140 (0.036**)	-1.136	-0.791 (0.431)	0.267	0.714 (0.476)	0.814	0.973 (0.332)
-4	-0.212	-0.451 (0.654)	-1.348	-0.809 (0.421)	-1.189	-2.899 (0.004***)	-0.376	-0.439 (0.661)
-3	-0.346	-0.588 (0.559)	-1.694	-0.873 (0.386)	-0.738	-1.755 (0.081**)	-1.114	-1.114 (0.267)
-2	-0.086	-0.124 (0.902)	-1.780	-0.819 (0.415)	-0.250	-0.509 (0.611)	-1.363	-1.137 (0.258)
-1	-1.600	-2.179 (0.033**)	-3.380	-1.460 (0.149)	-0.521	-1.291 (0.199)	-1.885	-1.444 (0.151)
0	0.463	0.619 (0.538)	-2.917	-1.153 (0.253)	-1.531	-3.526 (0.001***)	-3.416	-2.376 (0.019**)
+1	0.806	1.096 (0.277)	-2.111	-0.736 (0.464)	-0.696	-1.545 (0.124)	-4.112	-2.655 (0.009***)
+2	1.134	1.856 (0.068*)	-0.977	-0.342 (0.734)	-0.005	-0.011 (0.992)	-4.117	-2.434 (0.016**)
+3	-0.470	-0.704 (0.483)	-1.447	-0.510 (0.612)	-0.465	-0.995 (0.321)	-4.583	-2.458 (0.015**)
+4	0.624	0.976 (0.332)	-0.823	-0.305 (0.761)	-0.122	-0.301 (0.764)	-4.704	-2.461 (0.015**)
+5	-0.098	-0.216 (0.830)	-0.921	-0.344 (0.732)	0.361	0.865 (0.388)	-4.343	-2.193 (0.030**)
+6	-0.677	-1.389 (0.169)	-1.598	-0.610 (0.544)	0.877	2.121 (0.036**)	-3.466	-1.766 (0.079**)
+7	-1.474	-2.335 (0.022**)	-3.072	-1.137 (0.259)	0.064	0.172 (0.864)	-3.402	-1.665 (0.098*)

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

다음 <그림 4>는 지금까지 설명한 ‘KOSPI법인과 KOSDAQ법인의 검증기간 동안의 누적평균초과수익률의 변화를 직관적으로 알 수 있도록 보여주고 있다. 그림에서와 같이 KOSDAQ법인의 누적평균초과수익률 그래프는 앞서 전체표본의 누적평균초과수익률 그래프와 같이 오른쪽으로 하향 하였다가 특정시점을 지나 회복하면서 서서히 정보효과가 사라지는 것으로 나타나고 있다. 반면, KOSPI법인의 경우에는 사건일 전일까지 누적적으로 하였으나 검증기간 전체에 걸쳐서는 누적적으로 감소하는 모습은 보이지 않고 상승과 하락세를 반복하는 추세를 보이고 있다.



<그림 4> AAR 및 CAR(KOSPI법인 vs. KOSDAQ법인)

한편 KOSDAQ법인의 평균초과수익률과 누적평균초과수익률은 앞서 <표 15> 및 <그림 3>에서 살펴본 전체표본에 비하여 더 큰 음(-)의 초과수익률을 보이고 있음을 알 수 있는데 사건 당일 전체표본의 초과수익률이 -0.903%(5%수준에서 유의)인데 비해 -1.531%(1%수준에서 유의)를 기록하여 0.628% 더욱 하락하였으며, 검증기간 중 최대 누적평균초과수익률은 전체표본에서는 3.594% (5%수준에서 유의)인데 비하여 -4.704%(5%수준에서 유의)로 나타나 1.11% 만큼 더 큰 음(-)의 영향을 받고 있다는 것을 알 수 있다.

다음 <표 19>는 KOSPI법인과 KOSDAQ법인의 사건당일 평균초과수익률 및 검증기간별 누적평균초과수익률 간 차이의 유의성 검증을 위하여 독립표본 t-검증을 실시한 것이다. 검증결과 KOSPI법인과 KOSDAQ법인의 주가수



익률 차이는 사건당일 평균초과수익률[AAR(0)]에서만 5%수준의 유의성이 나타났다. 하지만 누적평균초과수익률 비교에서는 [CAR(-1, 1), CAR(-7, 7), CAR(-5, 0), CAR(-7, 0)] 유의성이 나타나지 않았다. 이는 KOSPI법인의 경우 사건일 이전 구간에서는 KOSDAQ법인과 유사하게 주가가 하락하였으나 사건일 이후 구간에서는 사건당일을 제외하고는 곧바로 주가를 회복한 데 기인한다. 결국 시장구분 간 비교에서는 사건 당일의 결과에 대하여만 투자자들이 KOSDAQ법인에 대한 조치결과 발표를 하나의 투자판단 신호로써 부정적으로 받아들이고 있음을 알 수 있다. 따라서 공시위반 조치결과 발표는 ‘KOSPI법인’ 보다 ‘KOSDAQ법인’의 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다는 <가설 2>는 사건당일 평균초과수익률 [AAR(0)]에서만 지지된다.

<표 19> KOSPI법인 vs. KOSDAQ법인 간 CAR 독립표본 t검증<sup>30)</sup>

검증기간	집단	표본수	평균	표준편차	평균차이	t값(p값)
AAR (0)	KOSPI법인	70	0.463	6.256	1.994	2.442 (0.015**)
	KOSDAQ법인	152	-1.531	5.354		
CAR (-1,1)	KOSPI법인	70	-0.331	13.198	2.417	1.468 (0.143)
	KOSDAQ법인	152	-2.749	10.471		
CAR (-7,7)	KOSPI법인	70	-3.072	22.603	0.330	0.094 (0.926)
	KOSDAQ법인	152	-3.402	25.191		
CAR (-5,0)	KOSPI법인	70	-3.061	16.341	0.901	0.397 (0.692)
	KOSDAQ법인	152	-3.962	15.430		
CAR (-7,0)	KOSPI법인	70	-2.917	21.165	0.499	0.183 (0.855)
	KOSDAQ법인	152	-3.416	17.724		

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

30) 사건당일 평균초과수익률[AAR(0)]을 제외한 모든 검증기간의 누적평균초과수익률 [CAR(t1,t2)]에서 평균차이의 통계적 유의성이 발견되지 않았다.

## (2) 다중회귀분석

앞서 <가설 2>와 관련한 사건연구 및 단일변량분석의 강건성 검증을 위하여 다음 <표 20>과 같이 다중회귀분석을 실시하였다. 시장구분변수(MKT)를 관심변수로 하여 사건일 평균초과수익률[AAR(0)] 및 사건일 이전 다양한 검증기간별 누적평균초과수익률[CAR(t1,t2)]에 대하여 KOSPI법인 또는 KOSDAQ법인인지 여부에 따라 각각의 주가수익률에 어떠한 영향을 주고 있는지를 분석한 것이다. 여기에서의 주된 관심은  $\beta_1$ 의 방향과 유의성이다. 즉  $\beta_1$ 의 부호가 음(-)이고 유의성이 있다면 공시위반 조치결과 발표로 KOSDAQ법인이 주가수익률에 있어 음(-)의 영향을 KOSPI법인에 비하여 더 많이 받는다는 것을 의미한다.

결과는 <표 20>에서 보는 바와 같이 관심변수의 회귀계수( $\beta_1$ )는 예상한 바와 같이 음(-)의 방향성을 보이고 있으며 특히 [CAR(-5,0)]에서 1%수준의 높은 유의성을 보였으며 계수값은 -7.273이었다. 그 밖에 사건일 평균초과수익률[AAR(0)]과 [CAR(-7,0)]에서도 5%수준의 유의성<sup>31)</sup>을 나타냈으며 계수값은 각각 -2.380, -6.565 이었다. 하지만 사건일 이후 검증기간에서는 통계적 유의성을 발견할 수 없었는데 이는 앞서 사건연구에서 본 바와 같이 사건일 이전에 공시위반 조치 정보가 시장에 미리 반영된 결과로 보인다. 또한 KOSDAQ법인의 주가수익률 영향은 사건일 이전에 음(-)의 영향을 더 많이 받고 있음을 알 수 있다.

---

31) CAR(-3,0)구간에서도 5%수준에서 유의한 결과를 얻음

<표 20> 회귀분석(KOSPI법인 vs. KOSDAQ법인)

$$AAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MKT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + e_{i,t}$$

$$CAR_{i(t1,t2)} = \alpha_0 + \beta_1 MKT_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + e_{i,t}$$

회귀계수	기대부호	CAR(-7, 0)	CAR(-5, 0)	AAR(0)
$\alpha_0$		2.377(0.178)	8.527(0.773)	2.365(0.587)
$\beta_1$	-	-6.565(-2.104**)	-7.273(-2.827***)	-2.380(-2.533**)
$\beta_2$	±	0.237(0.093)	-1.070(-0.512)	-0.796(-1.043)
$\beta_3$	-	-5.592(-0.894)	-4.780(-0.926)	3.562(1.891*)
$\beta_4$	+	1.249(0.500)	2.173(1.055)	0.040(0.585)
$\beta_5$	+	2.608(1.003)	2.671(1.245)	1.132(1.446)
adj.R <sup>2</sup>		0.015	0.058	0.031
F-value		1.687	2.642**	2.416**
N		222		

주1)  $AAR_{i,t}$ =검증기간 t일의 초과수익률,  $CAR_{i(t1,t2)}$ =t1에서 t2일 사이의 누적초과수익률,  $MKT$ =공시위반법인이 KOSPI법인이면 0, KOSDAQ법인이면 1,  $SIZE$ =공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 기업규모(총자산에 자연로그를 취함),  $LEV$ =공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 부채비율(=총부채/총자산),  $ROA$ =공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제표상 총자산이익률(=당기순이익/총자산),  $Year$ =공시위반 발표일이 자본시장법 적용기간 이전이면 0, 적용기간이면 1

주2) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

#### 5.2.4. <가설 3>의 검증

<가설 3> 공시위반 조치결과 발표는 ‘수시공시’ 위반의 경우 보다 ‘정기공시 위반’의 경우가 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다.

##### (1) 사건연구 및 단일변량분석

<가설 3>은 공시위반 조치결과 발표내용이 정기공시 위반과 관련된 것인지 또는 수시공시 위반과 관련된 것인지에 따라서, 즉 공시위반 유형에 따라 평균초과수익률 또는 누적평균초과수익률의 크기에 유의한 차이가 있는지 여부를 검증하는 것이다. 다만, 본 연구에서는 발행공시 위반의 경우 연구표본의 수가 적어( $n=46$ ) 발행공시 위반과 정기공시 위반 간 및 발행공시 위반과 수시공시 위반 간의 주가수익률 비교는 생략한다. 다음 <표 21>과 <그림 5>는 각각의 가설에 따른 두 그룹간의 공시위반 조치결과 발표에 따른 시장반응 효과를 나타낸 것이다.

<표 21>에서 보는 바와 같이 공시위반 유형별로는 별다른 특이점이 발견되지 않았다. 먼저 정기공시 위반의 경우에는 검증기간 중 검증기간 -5일에서부터 +4일까지 지속적으로 음(-)의 평균초과수익률이 나타나고 있으나 사건일 당일에서만 통계적으로 유의한 평균초과수익률(-1.326%, 5%수준에서 유의)과 누적평균초과수익률(-3.854%, 10%수준에서 유의)을 나타내고 있다.

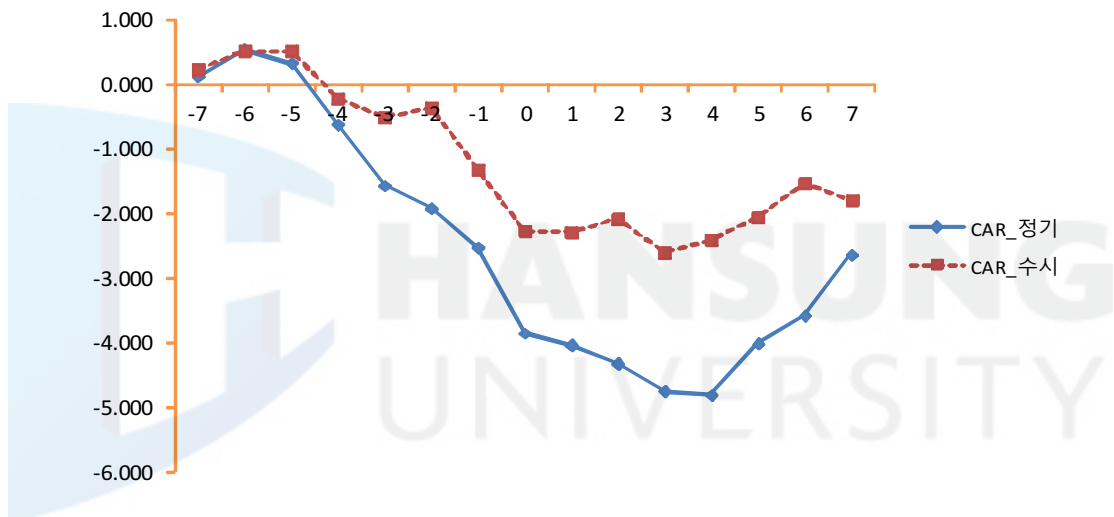
한편 수시공시 위반의 경우에는 검증기간 중 평균초과수익률은 검증기간 -4일(-0.739%, 5%수준에서 유의), -1일(-0.955%, 5%수준에서 유의) 및 사건일(-0.951%, 5%수준에서 유의)에서 통계적 유의성이 나타났으며, 누적평균초과수익률은 검증기간 -4일에서 +7일까지 지속적으로 음(-)의 수익률을 보이고는 있으나 사건 당일에서만 통계적 유의성(-2.270, 10%수준에서 유의)이 나타남을 알 수 있다.

<표 21> AAR 및 CAR(정기공시 위반 vs. 수시공시 위반)

사건 기간	정기공시 (n=65)				수시공시 (n=180)			
	AAR	t값(p값)	CAR	t값(p값)	AAR	t값(p값)	CAR	t값(p값)
-7	0.121	0.171 (0.865)	0.121	0.171 (0.865)	0.240	0.681 (0.497)	0.240	0.681 (0.497)
-6	0.421	0.463 (0.645)	0.542	0.429 (0.669)	0.282	0.640 (0.523)	0.522	0.887 (0.376)
-5	-0.212	-0.291 (0.772)	0.330	0.180 (0.857)	0.002	0.006 (0.995)	0.524	0.619 (0.536)
-4	-0.953	-1.377 (0.173)	-0.623	-0.364 (0.717)	-0.739	-2.043 (0.043**)	-0.215	-0.239 (0.811)
-3	-0.943	-1.271 (0.208)	-1.566	-0.804 (0.425)	-0.299	-0.776 (0.439)	-0.514	-0.504 (0.615)
-2	-0.353	-0.465 (0.644)	-1.920	-0.924 (0.359)	0.150	0.344 (0.731)	-0.364	-0.313 (0.755)
-1	-0.609	-0.870 (0.388)	-2.529	-1.201 (0.234)	-0.955	-2.556 (0.011***)	-1.319	-1.095 (0.275)
0	-1.326	-2.007 (0.049**)	-3.854	-1.873 (0.066*)	-0.951	-2.203 (0.029**)	-2.270	-1.743 (0.083*)
+1	-0.187	-0.225 (0.822)	-4.041	-1.980 (0.052)	-0.026	-0.060 (0.952)	-2.295	-1.634 (0.104)
+2	-0.287	-0.410 (0.683)	-4.328	-1.874 (0.065)	0.214	0.541 (0.589)	-2.082	-1.382 (0.169)
+3	-0.418	-0.543 (0.589)	-4.747	-1.834 (0.071)	-0.533	-1.313 (0.191)	-2.614	-1.613 (0.109)
+4	-0.063	-0.094 (0.926)	-4.810	-1.861 (0.067)	0.205	0.531 (0.596)	-2.409	-1.484 (0.140)
+5	0.790	1.278 (0.206)	-4.019	-1.467 (0.147)	0.350	0.974 (0.331)	-2.059	-1.260 (0.209)
+6	0.439	0.816 (0.418)	-3.580	-1.246 (0.217)	0.516	1.399 (0.163)	-1.542	-0.940 (0.349)
+7	0.938	1.378 (0.173)	-2.642	-0.856 (0.395)	-0.253	-0.680 (0.497)	-1.795	-1.067 (0.287)

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

<그림 5>는 정기공시 및 수시공시 위반의 경우 누적평균초과수익률 모두 일정수준까지는 하락하였다가 다시 상승하는 모습을 보이고 있으며, 특히 음(-)의 누적평균초과수익률의 하락 폭에 있어서는 정기공시 위반의 경우가 수시공시 보다는 크게 나타나고 있음을 알 수 있다. 이는 수시공시의 내용이 대부분 일시적·단발성 정보에 그치는데 비하여 정기공시의 경우 기업 경영 및 재무활동 전반에 관한 사항에 관한 내용이거나 심지어 정기보고서를 제출하지 못함에 따라 투자자 입장에서는 상장폐지까지도 우려할 수 있는 상황이기 때문에 상대적으로 시장에서의 반응이 클 수 있음을 나타낸다고 할 수 있다.



<그림 5> AAR 및 CAR(정기공시 위반 vs. 수시공시 위반)

한편 정기공시 위반의 경우와 수시공시 위반의 경우 주가수익률 비교를 위한 검증은 다음 <표 22>에서 보는 바와 같이 사건당일 평균초과수익률  $[AAR(0)]$  및 검증기간별 누적평균수익률  $[CAR(-1, 1), CAR(-7, 7), CAR(-5, 0)]$  및  $CAR(-7, 0)]$ 의 차이 검증에서 어떠한 유의성도 나타나지 않고 있음을 알 수 있다. 결론적으로 공시위반유형, 특히 정기공시 및 수시공시에 따른 초과수익률에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 이는 투자자 입장에서 공시위반 유형의 경중에 관계없이 공시위반 행위 자체를 하나의

위법행위로 인한 신뢰상실 또는 금전적 제재에 따른 회사 부담 등 하나의 사건으로 받아들인다고 볼 수도 있다. 특히 이와 같은 결과는 중복 위반행위가 있었던 법인을 제외한 표본을 가지고 실시한 주가수익률 평균차이 검증에서도 동일한 결과를 가져왔다. 따라서 공시위반 조치결과 발표는 ‘수시공시’ 위반의 경우 보다 ‘정기공시 위반’의 경우가 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미친다는 <가설 3>은 지지되지 않는다.

<표 22> 정기공시 위반 vs. 수시공시 위반 간 CAR 독립표본 t검증<sup>32)</sup>

사건 기간	집단	표본수	평균	표준편차	평균 차이	t값(p값)
AAR (0)	정기공시	65	-1.326	5.325	-0.375	-0.457 (0.648)
	수시공시	180	-0.950	5.789		
CAR (-1,1)	정기공시	65	-2.121	10.492	-0.190	-0.123 (0.902)
	수시공시	180	-1.931	10.697		
CAR (-7,7)	정기공시	65	-2.642	24.873	-0.847	-0.252 (0.801)
	수시공시	180	-1.795	22.562		
CAR (-5,0)	정기공시	65	-4.396	11.037	-1.605	-0.829 (0.408)
	수시공시	180	-2.791	14.119		
CAR (-7,0)	정기공시	65	-3.854	16.586	-1.585	-0.635 (0.526)
	수시공시	180	-2.269	17.471		

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

## (2) 다중회귀분석

<가설 3>과 관련한 사건연구 및 단일변량분석의 강건성 검증을 위하여 다음 <표 23>과 같이 다중회귀분석을 실시한다. 공시위반유형 변수(TYPE)를 관심변수로 하여 사건일 평균초과수익률[AAR(0)] 및 사건일 이전 다양한 검증기간별 누적평균초과수익률[CAR(t1,t2)]에 정기공시 위반 또는 수시공시 위

32) 모든 검증기간에서 평균차이의 통계적 유의성이 발견되지 않았다.

반 여부에 따라 주가수익률에 달리 영향을 주고 있는지를 분석한 것이다. 여  
기에서의 주된 관심 역시  $\beta_1$ 의 방향과 유의성이다. 즉  $\beta_1$ 의 부호가 음(-)이  
고 유의성이 있다면 공시위반의 유형이 정기공시인 경우가 수시공시인 경우  
에 비교하여 음(-)의 영향을 많이 받는다는 것을 의미한다. 결과는 <표 20>  
에서 보는 바와 관심변수의 회귀계수( $\beta_1$ )는 사건일 평균초과수익률[AAR(0)]  
과 모든 누적평균초과수익률에 대하여 어떠한 영향도 미치지 못하는 것으로  
나타났다. 이는 앞서 사건연구 및 단일변량분석에서와 동일한 결과로서 공시  
위반 유형에 따라 주가수익률에는 달리 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

<표 23> 회귀분석(정기공시 위반 vs. 수시공시 위반)

$AAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 TYPE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + e_{i,t}$ $CAR_{i(t1,t2)} = \alpha_0 + \beta_1 TYPE_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 LEV_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 Year_{i,t} + e_{i,t}$				
회귀계수	기대부호	CAR(-7, 0)	CAR(-5, 0)	AAR(0)
$\alpha_0$		-13.767(-1.379)	-8.197(-1.063)	-4.289(-1.299)
$\beta_1$	-	-0.509(-0.200)	-0.692(-0.352)	-0.409(-0.486)
$\beta_2$	±	2.658(1.291)	1.555(0.977)	0.339(0.498)
$\beta_3$	-	-4.961(-0.917)	-5.005(-1.197)	2.570(1.436)
$\beta_4$	+	0.654(0.312)	1.825(1.127)	0.070(0.101)
$\beta_5$	+	4.251(1.792*)	2.934(1.601)	1.065(1.357)
adj.R <sup>2</sup>		0.012	0.021	-
F-value		1.599	2.050*	-
N		245		

주1)  $AAR_{i,t}$ =검증기간 t일의 초과수익률,  $CAR_{i(t1,t2)}$ =t1에서 t2일 사이의 누적초과수익률,  
TYPE=공시위반 유형이 수시공시이면 0, 정기공시이면 1, SIZE=공시위반 발표 직전 최  
근사업연도 재무제표상 기업규모(총자산에 자연로그를 취함), LEV=공시위반 발표 직전  
최근 사업연도 재무제표상 부채비율(=총부채/총자산), ROA=공시위반 발표 직전 최  
근 사업연도 재무제표상 총자산이익률(=당기순이익/총자산), Year=공시위반 발표일이 자본시장법  
적용기간 이전이면 0, 적용기간이면 1

주2) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의



#### 5.2.5. <가설 4>의 검증

**<가설 4> 공시위반 법인에 대한 과징금부과금액은 주가수익률에 음(-)의 영향을 미친다.**

2002년 이후 증권선물위원회의 공시위반에 대한 조치는 일부 증권발행제한 조치와 임원해임 권고 등 신분상 조치가 있기는 하였으나 과징금(과태료 포함)부와 결정이 대부분 이었다. 특히 과징금부과 조치는 공시위반 사실이 대외 공표됨에 따라 간접적인 제재효과도 거두고 있다.

과징금부과 결정사실을 접한 투자자는 당연히 그 규모와 이를 당해 회사가 즉시 또는 납부기한 내에 감당할 수 있는 규모인가에 대한 현실적 판단과 위반내용에 따라서는 회사 경영활동 및 재무상태 또는 내부통제시스템에 문제가 있는 것은 아닌지 등에 따른 투자 신뢰도를 판단하면서 반응할 것이다.

특히 조치대상 기업이 KOSDAQ법인인 경우에는 더욱 더 민감하게 반응할 것이며 상대적으로 규모가 작거나 단순 사실이어서 즉시 해소 가능한 내용이라면 덜 민감하게 반응할 것이다. <가설 4>는 증권선물위원회의 공시위반 법인에 대한 과징금부과금액이 평균초과수익률(또는 누적평균초과수익률)에 음(-)의 영향을 미치는지 여부에 대한 검증이다.

전체 표본을 대상으로 다중회귀분석을 실시하는 데 종속변수로는 사건당일 평균초과수익률[AAR(0)]과 검증기간 중 누적평균초과수익률[CAR(-1, 1), CAR(-3, 3) 및 CAR(-7, 7) 등]을 모두 사용할 것이다. 이는 본 연구의 표본 및 사건의 속성상, 즉 수시공시 위반기업이 많고 다른 유사연구에서와 같이 제재조치의 효과가 상당기간 지속되는 것은 아니라는 점에서 장기간보다는 초단기의 시장반응을 알아보는 것이 합리적이기 때문이다.

아울러, 사건일을 전후하여 과징금부과금액이 누적초과수익률에 미치는 영향을 알아보기 위하여 종속변수를 사건 전 검증기간[CAR(-7, 0), CAR(-3, 0) 및 CAR(-1, 0) 등] 및 사건 후 검증기간[CAR(1, 3), CAR(1, 5) 및 CAR(1, 7) 등] 으로 나누어서도 분석해 보았다.

관심변수는 총자산 대비 과징금부과금액 비중<sup>33)</sup>(MON)이다. 이는 동일한 과징금부과금액이라 하더라도 현실적으로 기업의 규모에 따라 감내할 수 있는 능력이 다르고 그에 따라 투자자의 반응도 다를 수 있기 때문이다. 한편, 평균초과수익률(누적평균초과수익률)에 영향을 미칠 수 있는 다른 효과를 통제하기 위한 변수로는 시장구분 변수(MKT), 중복 공시위반 여부 변수(DBL)와 일반적인 기업특성 변수인 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV) 및 총자산이익률(ROA) 등의 기업 재무특성 변수를 회귀분석에 포함하였다. 또한 자본시장법 시행(2009. 2. 4.)이전과 이후의 효과를 감안하기 위하여 연도(Year)변수를 추가하였다.

시장구분 변수(MKT)는 공시위반 법인이 KOSPI법인이면 0, KOSDAQ법인이면 1의 값을 갖는 더미변수이다. 앞서 사건연구에서와 같이 여러 측면에서 상대적으로 취약한 KOSDAQ법인이 KOSPI법인에 비하여 과징금부과 등 공시위반 조치의 결과로서 추가수익률에 더 큰 부정적인 영향을 받을 것으로 예상한다(예상부호 -). 공시위반 중복여부(DBL)는 공시위반 사실이 여러 가지 형태로 중복하여 발생하였는지 여부에 따른 더미변수이다. 즉 하나의 조치 결과 발표내용에 발행공시, 정기공시, 수시공시 또는 특수공시 유형 중 어느 하나를 위반하였으면 0, 둘 이상의 유형을 위반하여 조치를 받았으면 1의 값을 갖는 더미변수이다. 상대적으로 공시위반 내역이 많은 중복위반 사실이 평균초과수익률(누적평균초과수익률)에 더 크게 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상한다(예상부호 -).

총자산(SIZE)은 증권선물위원회 공시위반 조치일 직전 사업연도 총자산에 로그를 취한 값이며 기업규모에 관한 대용변수이다. 단지 기업규모가 크다고 해서 추가수익률에 긍정적인 영향을 미칠 것으로는 보이지 않는다. 특히 초단기 성과측정에 있어서는 더욱 예상하기 어렵다. 부채비율(LEV)은 증권선물위원회 공시위반 조치일 직전 사업연도 총부채를 총자산으로 나눈 부채비율이며 기업 안정성 측면에서의 대용변수이다. 부채비율이 높은 법인이 낮은 법인에 비하여 더 큰 음(-)의 초과수익률을 얻을 것으로 예상한다(예상부호 -).

총자산이익률(ROA)는 증권선물위원회 공시위반 조치일 직전 사업연도의

33) 본 연구와 별도로 총자산 대비 과징금부과금액 비중이 아닌 순유동자산 대비 과징금부과금액 비중으로 분석하더라도 유사한 결과를 가져왔다.

당기순이익을 총자산으로 나눈 총자산이익률이며 수익성 지표의 대용변수이다. ROA가 높은 법인이 ROA가 낮은 법인에 비하여 더 큰 양(+)의 초과수익률을 얻을 것으로 예상된다(예상부호 +). 끝으로 연도변수(Year)는 공시위반 발표일이 자본시장법 시행 이전이면 0, 이후이면 1의 값을 갖는 더미변수이다. 해를 거듭하면서 과거 조치에 따른 시장반응 행태가 학습되어진다면 주가수익률에 미치는 음(-)의 영향은 상대적으로 감소할 것으로 예상된다(예상부호 +). 다중회귀식 분석에 앞서 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과 상관계수가  $\pm 0.5$ 를 넘지 않고, 선형회귀분석결과 VIF(Variance Inflation Factor) 값이 2를 넘지 않아 다중공선성(multi-collinearity)의 문제는 없는 것으로 판단된다.

<표 24>는 과징금부과금액이 시장조정모형으로 측정된 사건당일 평균초과수익률[AAR(0)] 및 사건일 전후의 검증기간별 누적평균초과수익률[CAR(-3, 3), CAR(-7, 7), CAR(-7, 0), CAR(-5, 0), CAR(-1, 0)]에 미치는 영향을 다중회귀분석을 실시한 결과를 보여주고 있다. 먼저 사건당일 평균초과수익률[AAR(0)]에서는 과징금부과금액의 유의성이 나타나지 않았으며, 검증기간 전체[CAR(-7, 7)]로는 5%수준에서 유의한 것으로 나타났고 그 계수 값( $\beta_1$ )은 -6.095이었다. <표 24>에서는 생략되었으나 [CAR(-1, 1) 및 CAR(-5, 5)]의 검증기간에서는 과징금부과금액의 유의성이 나타나지 않았다.

한편 과징금부과금액의 효과는 사건일 이전 구간에서는 통계적 유의성이 높게 나타나는데 비하여 사건일 이후 검증구간에서는 유의성이 전혀 나타나고 있지 않아 상당히 대조를 이루고 있음을 알 수 있다. 특히 CAR(-7, 0) 검증기간에서는 1%수준의 높은 유의성(계수 값  $\beta_1 = -6.095$ )이 나타났으며, CAR(-5, 0) 검증기간에서는 10%수준의 유의성(계수 값  $\beta_1 = -2.501$ )이 나타났다. 이는 기대부호와 일치하는 것이고, 증권선물위원회의 공시위반 법인에 대한 과징금부과는 초과수익률(또는 누적초과수익률)에 음(-)의 유의한 영향을 미친다는 <가설 4>를 지지하는 것이다. 결국 투자자들은 과징금규모에 따라 투자영향을 받고 있으며, 공시위반사실을 사건일 이전부터 악재성 정보로 인식하고 직관적으로 투자판단에 활용하고 있다고 판단된다. 하지만, 사건일 이후인 [CAR(1, 3), CAR(1, 5) 및 CAR(1, 7)]의 검증기간에서는 과징금

부과금액의 유의성이 전혀 나타나지 않았다. 이는 앞서 살펴본 사건연구에서와 같이 과징금부과 등 조치사실이 증권시장에 공시위반 발표 이전에 알려짐으로써 주가수익률에 음(-)의 방향으로 반영되고 있고, 사건일 이후로는 영향을 받지 않거나 덜 받고 있음을 다시 한 번 확인할 수 있다.

그 밖의 통제변수들을 살펴보면, 시장구분 변수(MKT)가 주가수익률에 미치는 통계적 유의성이 종속변수인 [AAR(0)], CAR(-5,0) 및 CAR(-1,0)에 대하여 상당히 높게 나타나고 있는데(모두 1%수준에서 유의) 그 계수값( $\beta_2$ )은 각각 -2.473, -7.939, -7.009로 모두 음수로서 기대부호와 일치하고 있다. 이는 공시위반 조치를 받은 법인이 KOSDAQ법인인 경우에 KOSPI법인에 비하여 주가에 더 큰 충격을 받고 있다는 것인데, 앞서 사건연구에서 살펴본 바와 같이 KOSDAQ법인이 상대적으로 재무상태 및 내부통제가 취약한 데서 비롯된 것으로 판단된다. 그 밖에 CAR(-3, 3) 및 CAR(-7, 0)의 검증기간에서도 각각 5%수준의 유의성(계수 값  $\beta_2$  = 각각 -7.592, -8.054)이 발견되었다

여타 통제변수에서는 부채비율(LEV)이 사건일 평균초과수익률[AAR(0)]과 5%수준에서 유의성이 발견되었을 뿐 중복여부 더미변수(DBL), 기업규모(SIZE), 총자산이익률(ROA) 및 연도변수(Year)는 평균초과수익률 또는 누적평균초과수익률과의 관계에서 일관된 부호가 나타나지 않았거나 통계적 유의성도 없는 것으로 나타났다.

이상과 같은 결과에서 종합적으로 알 수 있는 것은 공시위반으로 과징금부과 등의 조치를 받았다는 사실과 그 조치가 특히 코스닥법인에 부과되었을 때 투자자들은 이를 사건일 이전 단기간에 있어 주가 하락요인으로 받아들임으로써 결국 유의한 음(-)의 초과수익률을 얻게 된다는 것이다.

<표 24> 회귀분석(과징금부과금액)

$$AAR_{i,t} = \alpha_0 + \beta_1 MON_{i,t} + \beta_2 MKT_{i,t} + \beta_3 DBL_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Year_{i,t} + e_{i,t}$$

$$CAR_{i(t1,t2)} = \alpha_0 + \beta_1 MON_{i,t} + \beta_2 MKT_{i,t} + \beta_3 DBL_{i,t} + \beta_4 SIZE_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 ROA_{i,t} + \beta_7 Year_{i,t} + e_{i,t}$$

회귀 계수	기 대 부 호	AAR (0)	CAR (-3, 3)	CAR (-7, 7)	CAR (-7, 0)	CAR (-5, 0)	CAR (-1, 0)
$\alpha_0$		3.658 (0.891)	15.379 (1.159)	14.353 (0.811)	10.758 (0.801)	12.214 (1.085)	14.038 (1.466)
$\beta_1$	-	-0.065 (-1.110)	-1.771 (-1.004)	-6.095 (-2.594**)	-5.636 (-3.159***)	-2.501 (-1.673*)	-1.866 (-1.467)
$\beta_2$	-	-2.473 (-2.607***)	-7.592 (-2.475**)	-7.493 (-1.833*)	-8.054 (-2.595**)	-7.939 (-3.052***)	-7.009 (-3.167***)
$\beta_3$	-	-1.155 (-1.213)	-0.538 (-0.175)	3.929 (0.958)	2.301 (0.739)	1.136 (0.435)	0.506 (0.228)
$\beta_4$	±	-0.972 (-1.260)	-1.921 (-0.770)	-1.509 (-0.454)	-1.008 (-0.400)	-1.619 (-0.766)	-2.118 (-1.177)
$\beta_5$	-	3.825 (1.999**)	-6.564 (-1.060)	-11.773 (-1.427)	-7.591 (-1.212)	-5.706 (-1.087)	-2.641 (-0.591)
$\beta_6$	+	0.174 (0.222)	-0.288 (-0.114)	-3.391 (-1.007)	-1.032 (-0.403)	1.162 (0.542)	1.683 (0.923)
$\beta_7$	+	0.729 (0.890)	0.385 (0.145)	1.620 (0.459)	2.332 (0.870)	2.579 (1.148)	1.424 (0.745)
adj.R <sup>2</sup>		0.038	0.005	0.015	0.050	0.039	0.035
F-value		2.240**	1.173	1.493	2.674**	2.294**	2.6147**
N		222					

주1)  $AAR_{i,t}$  = 검증기간 t일의 초과수익률,  $CAR_{i(t1,t2)}=t1$ 에서 t2일 사이의 누적초과수익률,  
 MON=과징금부과금액(과징금부과금액에 자연로그를 취함), MKT=공시위반법인이  
 KOSPI법인이면 0, KOSDAQ법인이면 1, DBL=공시위반유형(발행공시, 정기,공시 수시  
 공시)이 한 개이면 0, 두 개 이상이면 1, SIZE=공시위반 발표 직전 최근사업연도 재무제  
 표상 기업규모(총자산에 자연로그를 취함), LEV=공시위반 발표 직전 최근 사업연도 재무  
 제표상 부채비율(=총부채/총자산), ROA=공시위반 발표 직전 최근 사업연도 재무제표상  
 총자산이익률(=당기순이익/총자산), Year=공시위반 발표일이 자본시장법 적용기간 이전이면  
 0, 적용기간이면 1

주2) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

### 5.2.5 실증분석 결과 요약

<표 25> 가설검증결과 요약

가설	연구방법		변수	예상 부호 (결과)	가설 내용	분석결과 (유의수준)	연구 결론
1	t-test			- (-)	공시위반 조치결과 발표는 주가수익률에 음(-)의 영향을 미침	AAR(0)** CAR(-7,7)**	지지
1-a	t-test			- (-)	공시위반 조치결과 발표는 발표 후 검증기간보다 발표 전 검증기간의 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미침	CAR(-7,0)*** CAR(-5,0)***등	지지
2	t-test			- (-)	공시위반 조치결과 발표는 KOSPI법인보다 KOSDAQ법인의 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미침	AAR(0)**	지지
	회귀 분석	$\beta_1$	MKT			AAR(0)** CAR(-5,0)*** CAR(-3,0)** CAR(-3,3)**등	
3	t-test			- (-)	공시위반 조치결과 발표는 수시공시 위반의 경우 보다 정기공시 위반의 경우에 주가수익률에 더 큰 음(-)의 영향을 미침	-	기각
	회귀 분석	$\beta_1$	TYPE			-	
4	회귀 분석	$\beta_1$	MON	- (-)	공시위반 법인에 대한 과징금부과금액은 주가수익률에 음(-)의 영향을 미침	CAR(-7,7)** CAR(-7,0)*** CAR(-5,0)*	지지

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

### 5.3 추가분석

지금까지의 연구결과는 증권선물위원회의 공시위반 결과 발표기업에 한정하여 사건당일에 음(-)의 평균초과수익률 또는 검증기간별 음(-)의 누적평균 초과수익률이 존재하는지 여부, 과징금부과금액의 제재효과 등에 대하여 알아보는 것이었다. 하지만 상대적으로 경미한 위반사항이기 때문에 그 조치내용이 외부에 공식적으로 공표되지 않는 기업의 경우에는 주가에 어떠한 영향을 미치는지 알 수가 없다. 즉 공시위반사실에 대하여 단순 주의, 경고 등에 그치는 경우 증권선물위원회 의결을 거치지 않고 금융감독원장 권한으로 종결 처리하고 있는데 외부에 위반사실이 공표되지 않는고 있다. 물론 당해 회사는 그 내용을 알 수 있을 것이다. 미발표 기업의 표본 확보에는 현실적인 한계가 있으나 증권선물위원회의 공시위반 조치결과 발표법인과 경미한 조치로 위반내용이 미발표되는 법인 간 비교분석을 실시함으로써 공시위반 발표 법인에 관한 지금까지의 연구결과에 신뢰성을 더할 수 있게 되고, 현행 공시위반 조치결과 발표제도의 실효성에 대하여도 뒷받침할 수 있기 때문에 꽤 의미 있는 분석을 기대할 수 있다. 반대로 공시위반 사실이 공표되지 않는 기업의 경우에도 발표기업과 유사한 정보효과가 나타난다면 증권선물위원회의 조치결과 발표 효과가 반감될 수도 있고 또는 미발표기업이라 하더라도 위반사실 조사과정에서 관련정보가 사전에 누설되어 시장반응이 나타나고 있는 것으로도 볼 수 있다. 따라서 제약된 조건이기는 하나 미발표법인<sup>34)</sup>만을 대상으로 동일한 사건연구(event study)방법으로 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 측정하여 통계적으로 유의한 음(-) 또는 양(+)의 주가수익률이 나타나는지 알아보고, 더 나아가 발표기업과 미발표기업 간 주가수익률 평균차이의 통계적 유의성 검증을 위하여 독립표본 t-검증을 실시해 본다. 기본적으로 증권시장에 조치결과가 공표되지 않기 때문에 해당기업의 주가에는 통계적으로 유의한 음(-) 또는 양(+)의 영향도 없을 것으로 예상되고 공시위반 결과 발

34) 자료입수가 가능한 2009.2부터 2015.9 기간 중 공시위반으로 적발되었으나, 단순 주의, 경고 등에 그쳐 증권선물위원회 의결을 거치지 않고 금융감독원장 권한으로 종결 처리된 법인으로서 주가자료 및 재무제표 등의 확보가 가능한 131사를 대상으로 하였으며, 무혐의 종결 처리된 경우는 제외하였다.



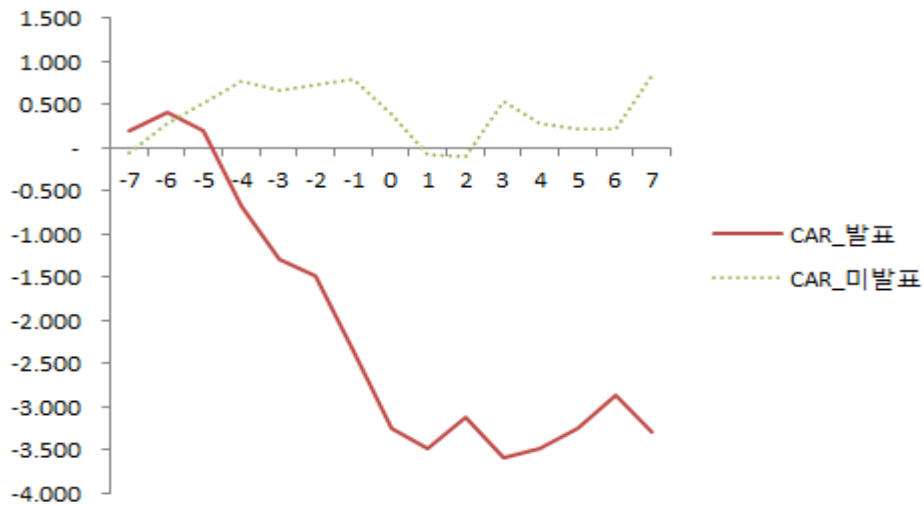
표기업과 미발표기업 간 주가수익률 차이는 유의할 것으로 예상된다. 다음 <표 26> 및 <그림 6>은 발표기업과 미발표기업간의 초과수익률 및 누적초과 수익률 변화와 통계적 유의성을 나타내고 있다.

<표 26> AAR 및 CAR(발표기업 vs. 미발표기업)

사건 기간	발표기업 (n=222)				미발표기업 (n=131)			
	AAR	t값(p값)	CAR	t값(p값)	AAR	t값(p값)	CAR	t값(p값)
-7	0.200	0.638 (0.524)	0.200	0.638 (0.524)	-0.049	-0.259 (0.796)	-0.050	-0.259 (0.796)
-6	0.220	0.571 (0.569)	0.420	0.834 (0.405)	0.341	1.522 (0.130)	0.291	0.913 (0.363)
-5	-0.221	- 0.688 (0.492)	0.199	0.272 (0.786)	0.220	0.999 (0.320)	0.511	1.166. (0.246)
-4	-0.881	<b>- 2.766</b> <b>(0.006***)</b>	-0.682	- 0.869 (0.386)	0.264	0.829 (0.408)	0.775	1.513 (0.133)
-3	-0.614	<b>- 1.797</b> <b>(0.074*)</b>	-1.297	- 1.416 (0.158)	-0.119	-0.345 (0.730)	0.655	1.120 (0.265)
-2	-0.198	- 0.496 (0.620)	-1.495	- 1.401 (0.163)	0.064	0.249 (0.804)	0.720	1.193 (0.235)
-1	-0.861	<b>- 2.385</b> <b>(0.018**)</b>	-2.356	<b>- 2.045</b> <b>(0.042**)</b>	0.081	0.300 (0.764)	0.801	1.175 (0.242)
0	-0.903	<b>- 2.353</b> <b>(0.020**)</b>	-3.259	<b>- 2.578</b> <b>(0.011***)</b>	-0.414	-1.522 (0.130)	0.387	0.521 (0.603)
+1	-0.223	- 0.574 (0.566)	-3.481	<b>- 2.502</b> <b>(0.013**)</b>	-0.459	-1.576 (0.117)	-0.072	-0.087 (0.931)
+2	0.354	<b>0.962</b> <b>(0.337*)</b>	-3.127	<b>- 2.131</b> <b>(0.034**)</b>	-0.031	-0.101 (0.920)	-0.103	-0.110 (0.913)
+3	-0.467	- 1.221 (0.223)	-3.594	<b>- 2.306</b> <b>(0.022**)</b>	0.629	<b>1.859</b> <b>(0.065*)</b>	0.527	0.535 (0.594)
+4	0.114	0.332 (0.740)	-3.480	<b>- 2.229</b> <b>(0.027**)</b>	-0.252	-0.795 (0.428)	0.275	0.261 (0.795)
+5	0.217	0.677 (0.499)	-3.264	<b>- 2.043</b> <b>(0.042**)</b>	-0.052	-0.165 (0.870)	0.223	0.209 (0.835)
+6	0.387	1.190 (0.235)	-2.877	<b>- 1.827</b> <b>(0.069*)</b>	-0.011	-0.040 (0.968)	0.212	0.191 (0.849)
+7	-0.421	- 1.290 (0.198)	-3.298	<b>- 2.018</b> <b>(0.045**)</b>	0.617	<b>2.506</b> <b>(0.013**)</b>	0.829	0.724 (0.470)

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의





<그림 6> AAR 및 CAR(발표기업 vs. 미발표기업)

<표 26> 및 <그림 6>에서 보는 바와 같이 미발표기업의 사건연구에서는 검증기간을 통 털어 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률에 있어 통계적 유의성이 전혀 나타나고 있지는 않다. 특히 <그림 6>에서 보는 바와 같이 발표기업이 앞서 설명한 것처럼 사건일 전부터 음(-)의 수익률을 더해감으로써 사건일 이후 수일까지 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률을 보이는 것과 대조적으로 미발표기업에 있어서는 특이한 반응을 보일만한 현상은 나타나지 않고 있다. 결국 상대적으로 경미한 조치가 수반된 미발표기업에 비하여 과징금 등 중조치가 수반된 발표기업의 경우가 분명히 주가에 부정적인 영향을 받고 있음을 알 수 있다.

한편, <표 27>에서 보는 바와 같이 발표기업과 미발표기업간의 독립표본  $t$ -검증에서 알 수 있듯이 두 그룹 간에는 사건당일 평균초과수익률[AAR(0)] 보다는 누적평균초과수익률[CAR( $t_1, t_2$ )]에서 통계적으로 유의한(10%~5% 수준) 평균차이를 보이고 있다. 결과적으로 공시위반 조치결과 미발표 기업은 통계적으로 유의한 양(+) 또는 음(-)의 평균초과수익률(누적평균초과수익률)을 얻지는 못하고 있는 것으로 나타났다. 아울러 발표기업의 평균초과수익률(누적평균초과수익률)은 미발표기업보다 더 낮게 나타나고, 이들 두 그룹간의

평균차이는 CAR(-7, 0), CAR(-5, 0)에서는 5%수준에서 통계적 유의성을 가지며, CAR(-5, 5)에서는 10%수준에서 유의한 차이를 보였다. 이와 같은 결과는 발표기업의 경우 검증기간 -4일부터 +1일까지 지속적으로 유의한 음(-)의 평균초과수익률을 보인데 비하여 미발표기업의 경우에는 같은 기간에 유의성이 없는 양(+) 또는 음(-)의 평균초과수익률을 보인데 기인한다. 따라서 증권선물위원회 공시위반 조치결과를 발표하는 것이 상대적으로 실효성이 있음을 간접적으로 입증하고 있다고 할 수 있다.

<표 27> 발표기업 vs. 미발표기업 간 CAR 독립표본 t검증<sup>35)</sup>

검증기간	집단	표본수	평균	표준편차	평균차이	t값(p값)
AAR (0)	발표기업	222	-0.903	5.715	-0.489	0.903 (0.367)
	미발표기업	131	-0.414	3.111		
CAR (-1,1)	발표기업	222	-1.987	11.427	-1.195	1.095 (0.274)
	미발표기업	131	-0.792	6.564		
CAR (-5,5)	발표기업	222	-3.684	21.475	-3.615	1.772 (0.077*)
	미발표기업	131	-0.068	11.904		
CAR (-5,0)	발표기업	222	-3.679	15.692	-3.774	2.564 (0.011**)
	미발표기업	131	0.096	7.970		
CAR (-7,0)	발표기업	222	-3.259	18.830	-3.646	2.093 (0.037**)
	미발표기업	131	0.387	8.498		

주) \*\*\* : 1%수준에서 유의, \*\* : 5%수준에서 유의, \* : 10%수준에서 유의

35) 검증기간을 달리한 CAR(-3,3), CAR(-3,0), CAR(-1,0)에서는 10%수준의 유의성이 발견되었으나 CAR(-1,1), CAR(-3,3) 및 사건일 이후 검증기간에서는 유의성이 발견되지 않았다.

## VI. 결 론

### 6.1 연구결과의 요약

본 연구는 2002년 1월부터 2016년 8월까지 증권선물위원회가 공시위반으로 조치하고 보도자료를 통하여 공표한 국내 상장법인 222사를 최종 표본으로 하여 사건일 전후 7영업일 간(총 15영업일)의 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 측정하고 통계적 유의성을 검증하는 등 시장반응 효과를 분석하였다. 아울러, 이를 기초로 공시위반 조치가 KOSPI법인 또는 KOSDAQ법인인지 여부에 따른 주가수익률의 차이와 정기공시 또는 수시공시 등의 공시위반 유형에 따른 주가수익률의 차이 등을 비교·분석하였다. 또한 최근 증권선물위원회의 주된 금전적 제재수단인 과징금부과금액이 주가수익률에 미치는 영향을 알아보기 위하여 평균초과수익률(AAR) 및 사건일 전후 검증기간별 누적평균초과수익률(CAR)을 종속변수로 하고 총자산 대비 과징금부과금액 비중(MON)을 관심변수로 하는 다중회귀분석을 실시하였다. 이때 통제변수로는 시장구분(KOSPI/ KOSDAQ), 공시위반 중복 여부(정기/수시/발행공시 등), 기업규모, 부채비율, 총자산이익률 및 연도변수 등을 사용하였다.

본 연구의 실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 공시위반 조치는 검증기간동안(-7, 7) 통계적으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률이 존재하고 있음을 확인하였는데, 사건일 전 4영업일부터 통계적으로 유의한(1% 또는 5%수준) 초과수익률이 나타나면서 사건일 후 3영업일까지 최대 누적평균초과수익률(5% 수준에서 유의)을 나타낸 후 점차 정보효과가 사라지고 있다는 것을 확인하였다. 이는 기존의 연구결과인 감독당국의 회계감리결과 조치와 거래소의 불성실법인 지정조치의 정보효과 등과 비교하였을 때 공시위반 조치결과 발표도 역시 악재성 뉴스로서 주가수익률에는 부정적인 영향을 미치고 있음을 나타낸다.

둘째, 검증기간별 비교에서 보면 사건일 이후 보다는 사건일 이전부터 통계적으로 상당히 유의한 시장반응 효과를 나타낸 것으로 보아 공시위반 조치일 이전에 조치관련 정보가 이미 시장에 알려져 미리 주가수익률에 영향을 미치고 있다고 해석된다.

셋째, 시장구분별(KOSPI법인/KOSDAQ법인), 공시위반유형별(정기공시위반/수시공시위반) 그룹 간 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률 비교에서는 KOSPI법인 보다는 KOSDAQ법인이 더 큰 유의한 음(-)의 영향을 받고 있는 것으로 나타났으나, 정기공시 위반과 수시공시 위반 간 비교에서는 통계적 유의성이 나타나지 않았다. 다만 정기공시 위반의 추가하락 폭이 수시공시 위반에 비해 크게 나타났다.

넷째, 과징금부과금액에 따른 초과수익률 차이비교는 총자산에서 과징금부과금액이 차지하는 비중이 클수록 더 큰 음(-)의 수익률에 영향을 미치고 있음을 확인하였는데 검증기간에 따라 1% 또는 5%수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 따라서 상장법인에 대한 과징금 제재는 그 부과금액에 따라 효과적으로 작동하고 있다고 보여지며 특히 사건일 이전 구간에서 보다 큰 음(-)의 영향을 미치고 있는 것을 알 수 있었다. 이는 표본기업의 상당부분인 KOSDAQ법인에 보다 민감하게 작용하고 있는 것에 기인한 것으로 보인다. 따라서 상대적으로 공시관련 내부통제관리가 취약한 코스닥법인에 대한 교육 및 시스템 정비가 필요하다고 보여 진다. 특히 최근의 감독당국의 과징금 등 금전적 제재의 확대는 바람직해 보인다. 다만, 소액주주들의 피해에 가중해서 추가적인 부담으로 작용할 가능성마저 존재한다는 측면에서 현재의 제도 이외에 직접적으로 경영진 또는 공시책임자의 책임을 직접 추궁하는 것이 바람직하다는 의견도 살펴볼 부분이다.

끝으로, 제한된 표본하의 검증이기는 하였으나 공시위반 조치결과 미발표기업에 있어서는 주가수익률에 미치는 음(-) 또는 양(+)의 효과가 전혀 나타나지 않음에 따라 증권선물위원회 공시위반 조치결과를 발표하는 것이 상대적으로 실효성이 있음을 간접적으로 입증하고 있음을 알 수 있다. 또한 발표기업과 미발표기업 간 주가수익률 평균차이 검증에서도 통계적으로 유의한 차이를 나타내고 있음을 알 수 있었다.

## 6.2 연구의 시사점 및 한계

본 연구는 점차 상장법인 기업공시의 중요성이 부각되고 있는 가운데 국내외적으로 그 예를 찾아보기 힘든 공시위반 조치가 주가수익률에 미치는 영향을 분석하여 증권선물위원회의 조치가 시장에 직접적인 영향을 주고 있음을 확인할 수 있었고, 특히 공시의무를 위반한 미발표기업의 주가수익률을 발표기업과 비교함으로써 ‘위반조치 사실의 공표제도’가 갖는 실효성을 간접적으로 입증한 것은 나름 성과로 여긴다. 아울러 최근 들어 더욱 활성화 되고 있는 과징금부과 조치의 유의성을 살펴봄으로써 금전적 제재수단의 실효성에 대한 정책적 시사점을 얻을 수 있었다.

특히 KOSDAQ법인의 경우 공시위반 조치로부터의 부정적 영향을 KOSPI 법인보다 더 받고 있어 이들 기업의 공시관련 내부통제 강화와 공시관련 교육 등이 강화되어야 할 것으로 보인다. 사실 무엇보다 상장법인 스스로 사전적으로 투자자에게 충분하고 정확한 정보를 적시에 제공하는 것이 중요하다. 우리나라의 공시관련 인프라는 하드웨어 측면에서 보면 세계 최고수준의 편리성과 접근성을 자랑하는 전자공시시스템(DART)을 구축하고 있어 상장법인, 투자자 및 감독당국 등이 이용하는 데에는 아무런 문제가 없다. 문제는 소프트웨어 측면인데 일부 상장법인들이 적시에 정확한 정보를 제공하지 않거나 고의적으로 공시내용을 누락하는 경우가 발생하고 있다.

공시위반 조치는 사후적 공시투명성 제고를 위한 수단일 뿐이다. 공시의 양적, 질적 수준은 선행연구에서와 같이 기업의 소유구조, 지배구조, 기업문화 등의 영향을 많이 받는다. 보다 더 선진화된 증권시장으로 발돋움하기 위해서는 공시수준의 향상을 위한 상장법인의 자발적 노력과 함께 거래소 및 감독규제기관 등의 공동 노력이 필요한 시점이다.

본 연구의 한계로는 2002년 이후를 연구대상으로 하였으나, 상장폐지, 주가자료 미비 등으로 많은 표본 수를 얻지 못하였고, 주가 변동성이 상대적으로 큰 KOSDAQ법인에 집중되었음은 아쉬운 부분이다. 또한 본 연구의 성격상 단기성과 측정에 그쳤다는 점도 본 연구의 한계로 남는다. 좀 더 시간이 흐른 뒤에는 공시위반 발표 또는 미발표법인의 표본 수가 많아지면 보다 정보효과

를 세밀히 검증할 수 있을 것으로 기대한다. 아울러 공시위반 사실이 정기보고서인 사업보고서 등을 통하여 공시 되었을 때의 시장반응 연구, 공시위반 법인의 지배구조 특성과의 관련성 분석 등의 연구도 필요해 보인다. 또한 선행연구에서 살펴본 바와 같이 아직 연구결과가 없는 증권 불공정거래조사결과 조치, 금융회사 검사결과 조치 등 금융감독기관의 조치에 대한 시장반응 연구와 함께 상장법인에 대한 주요 사외감시 및 감독규제 상호간 시장반응 비교연구도 필요해 보인다.



# 참 고 문 헌

## 1. 국내문헌

- 권수영·김문철·손성규·최관·한봉희. (2010). 『자본시장에서의 회계정보 유용성』. 신영사.
- 김연화·손성규. (2007). 『자율공시의 정보효과』. 회계저널 제16권 제2호 : 1-22.
- 김정재. (1995). 『한정의견의 공표시기와 주가 및 거래량 반응』. 회계학연구 제20권 제4호 : 99-123.
- 김찬웅·김경원. (1997). 『사건연구에서의 주식성과측정』. 증권학회지 제20집 : 301-327.
- 김태영. (2003). 『상장기업 및 코스닥기업의 불성실 공시에 대한 자본시장 반응에 관한 연구』. 경희대학교 대학원.
- 금융감독원. (2016). 『금융감독개론』.
- 금융감독원. (2015). 『기업공시실무안내』.
- 나 영·임옥빈. (2014). 『공정공시와 자기자본비용의 관련성』. 회계학연구 제39권 제1호 : 1 ~ 42.
- 박경호. (2010). 『Three Essays on the Effects of Accounting Enforcement Actions』. 서울대학교 대학원.
- 박정식·박종원·조재호. (2008). 『현대 재무관리』. 다산출판사.
- 변재호·홍성기·김종훈·김성진·엄세용·김유석. (2015). 『자본시장법』. 지원출판
- 손성규·박종성. (1998). 『감리지적의 현황과 정보효과』. 회계학연구 제23권 제2호 : 107-132.
- 손성규. (2001). 『불성실공시의 정보효과』. 연세경영연구 제38권 제1호 : 1-31.
- 손송규·오명전. (2007). 『관리종목 기업의 회계정보 효과』. 한국회계학회 학술발표논문집 2007 : 1-20.
- 손성규·이은철. (2005). 『반기재무제표에 대한 검토의견의 정보효과』. 회계

- 학연구 제30권 제1호 : 1-34.
- 심호식·이문영·최종학. (2010). 『지분을 괴리도와 공시 정보의 빈도 사이의 관계』 . 회계학연구 35권 4호 : 39-74.
- 윤승한. (2005). 『증권거래법 강의』 . 삼일인포마인.
- 이문영·심호식. (2012). 『대규모기업집단 소속기업의 이사회 특성과 공시빈도 사이의 관계』 . 회계학연구 37권 2호 : 279-320.
- 이장형. (2004). 『감리지적기업의 지적내용과 조치와의 관계』 . 한국전산회계학회, 정기학술발표회 : 65-81.
- 이정화·손성규. (2005). 『기업지배구조와 회계정보공시와의 관계에 대한 실증연구』 . 회계학연구 제30권 3호 : 33-69.
- 이원흠·최수미. (2001). 『비적정 감사의견에 대한 기업의 주가반응에 관한 실증연구』 . 한국증권학회지 제29집 : 1-28.
- 이효익·박철우. (1990). 『적정의견 이외의 감사의견 공시와 주가의 반응』 . 증권조사월보 11월호 : 3-20.
- 임경목. (2010). 『상장기업의 공시위반 현황과 관련 제재의 개선 방향』 , KDI 정책연구시리즈.
- 전성빈·이아영·박성한. (2006). 『수시공시의 정보효과에 관한 연구』 . 회계학연구 제31권 제1호 : 163-192.
- 전성일·임종옥(2008). 『회계감리조치가 주가에 미치는 영향』 , 회계정보연구 제26권 제1호 : 163-181.
- 정광하·정석우. (2014). 『공시유형에 따른 연간이익공시의 차별적 정보효과』 . 회계학연구 제39권 제5호 : 287-356.
- 정운오·전병욱. (2010). 『세무조사와 주가반응』 . 세무학연구 제27권 제3호 :
- 정태범. (2008). 『우리나라의 회사에 대한 감리조치방법의 실효성 검토』 . 한국회계학회 회계저널 제17권 제3호 : 323-352.
- 조중석·조문희. (2006). 『분기보고 공시와 정보비대칭』 . 회계저널 제15권 제2호 : 59-72.
- 최영수·지가영·문해원. (2014). 『공시의 질이 시장반응과 회계이익의 가치관련성에 미치는 영향』 . 한국회계학회 학술발표논문집 2014 권1호 :



438-468.

최재은·최정은·배길수. (2013). 『불성실공시지정의 효과』 . 회계학연구 제38권 제3호 : 199-230.

## 2. 국외문헌

Beatty, A., S. L. Chamberlain and J. Magliolo. (1995). Managing Financial Reports of Commercial Banks : The Influence of Taxes, Regulatory Capital, and Earnings. *Journal of Accounting Research*, 33 : 231-261.

Beaver, W. H. and E. E. Engel. (1996). Discretionary Behavior with respect to Allowances for Loan Losses and the Behavior of Security Pricing. *Journal of Accounting and Economics*, 22 : 177-206.

Bhushan, R. (1989a). Collection of Information about Publicly Traded Firms: Theory and Evidence. *Journal of Accounting and Economics* : 183-207.

\_\_\_\_\_ (1989b). Firm Characteristics and Analyst Following. *Journal of Accounting and Economics* : 255-275.

Botosan, C. (1997). Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* : 323-349.

Diamond, D. and R. Verrecchia. (1991). Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance*: 1325-1355

Dodd, P., N. Dopuch, R. Holthausen and R. Leftwich. (1984). Qualified Audit Opinions and Stock Prices, Information Content, Announcement Dates, and Concurrent Disclosures, *Journal of Accounting and Economics* 6 : 3-28.

Dopuch, N., R. Holthausen and R. Leftwich. (1986). Abnormal Stock

- Returns Associated with Media Disclosures of Subject to Qualified Audit Opinion. *Journal of Accounting and Economics* 8 : 93–117.
- Ehehsan H. Feroz, Kyungoo Park and Victor S. Pastena. (1991). The Financial and Market Effects of the SEC's Accounting and Auditing Enforcement Release. *Journal of Accounting Research* Vol.29 Supplement.:107–142.
- Foster, G. (1977). Quarterly Accounting Data : Time–series Properties and Predicative Ability Results. *The Accounting Review* 52 : 1–21.
- Gelb, D. and P. Zarowin. (2000). Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. Working Paper. New York University. New York, NY.: 33–52.
- George J. Benston. (1969). The Value of the SEC's Accounting Disclosure Requirements, *The Accounting Review*, Vol. 44, No 3: 515–532.
- Hagerman, R.D., M. Zmijewski and P. Shar. (1984). The Association between the Magnitude of Quarterly Earnings Forecast Errors and Risk–adjusted Stock Return. *Journal of Accounting Research* 22 : 526–540.
- Kim, O. and R. Verrecchia. (1994). Market Liquidity and Volume around Earnings Announcements. *Journal of Accounting and Economics* : 41–68.
- Lang, M. and R. Lundholm. (1997). Voluntary Disclosure during Equity Offerings: Reducing Information Asymmetry or Hying the Stock? Working Paper. University of Michigan, Ann Arbor, MI. : 623–662.
- Manry, D., S. Tiras and C. Wheatley. (2003). The Influence of Interim Auditor Reviews on the Association of Returns with Earnings. *The Accounting Review* 78:251–274.
- Messod D. Beneish. (1999). The Detection of Earnings Manipulation, Working Paper, Indiana University, Kelly School of Business.

- Patricia M. Dechow, Richard G. Sloan and Amy P. Sweeney. (1996).  
“Causes and Consequences of Earnings Manipulation : An  
Analysis of Firms Subject to Enforcement Actions by the SEC.  
*Contemporary Accounting Research* Vol. 13, No 1. : 1–36.
- Williams, P. (1996). The Relation Between a Prior Earnings Forecast by  
Management and Analyst Response to a Current Management  
Forecast. *Accounting Review*: 103–113.



# ABSTRACT

## Market Effects of the SFC's Corporate Disclosure Enforcement Release

Hahm, Yong-II

Major in Accounting

Ph. D. of Business Administration

The Graduate School

Hansung University

This study empirically examines market responses to the SFC(Securities & Futures Commission)'s disclosure enforcement release by performing both the event study and cross-sectional analysis for the listed firms in Korean stock market. The empirical analysis was carried out from 2002 to 2016. The results are follows ;

First, the empirical test reveals that CAR(cumulative averaged abnormal return) is significantly negative during the event period(15 days). In particular, most of the negative AAR(averaged abnormal return) occurred from -4 day before event date to +1 day after event date. On the other hand, negative CAR reached its peak -3.594% at the + 3 day after event date. Those results are very similar with advanced research related to market responses to the audit review or designation of unfaithful disclosure corporation. That is, it can be said that the SFC's disclosure enforcement release effects on the stock price as a bad news.

Second, 1) In the AAR/CAR comparison analysis between event period before event date and event period after event date, the former was influenced more negative effects on the stock price. It must be reason the SFC's sanction information was already leaked before event date and was reflected on the stock price. 2) In the AAR/CAR comparison analysis between KOSPI firms and KOSDAQ firms, KOSDAQ firms were

influenced more negative effects. It must be reason KOSDAQ firms are relatively small business scale and have not sufficient internal control system. Whereas, in the AAR/CAR comparison analysis between periodical disclosure and timely disclosure was not founded significant difference. It can be said that investors did not care about disclosure violation types and decided investment in each firm.

Third, the results of the cross-sectional analysis about the relationship between money penalty and AAR or CAR were relatively significant. The more money penalty, the more negative CAR. Particularly, the event period CAR(-7, 0) showed very significant result. Accordingly, it can be said that the SFC's sanction release policy to the public has an effectiveness on the stock market.

Finally, even though restricted samples were selected, in the event study for the firms did not disclose sanctions to the public because of minor violation, any significant negative or positive market effects was not founded. Accordingly, it is proved indirectly that the SFC's release about the firms involving important violation has an relatively effectiveness on the stock market.

Actually, this study is the first thing examined the market effects of the disclosure enforcement release. I believe these results will provide useful information to the financial supervisory authorities, listed firms and investors.

KEYWORD : Securities & Futures Commission, Disclosure violation, Abnormal return, Cumulative abnormal return, Primary market disclosure, Periodical disclosure, Timely disclosure, Money penalty