

코스닥 기업의 사이버 IR과 주가행태

KOSDAQ Firm's Cyber IR Activity and Stock Price Behavior

송명규*, 조준희**, 김찬중***

체육과학연구원*, 목원대학교 경영학과**, 충북대학교 경영학부***

Myung-Gyu Song(mksong@sports.re.kr)*, Jun-Hee Cho(cjh@mokwon.ac.kr)**,
Chan-Jung Kim(kcj@chungbuk.ac.kr)***

요약

최근 코스닥기업의 사이버 IR활동이 증가하고 있다. 이는 코스닥기업 입장에서 사이버 도구가 비용은 낮고 접근성은 높기 때문인 것으로 풀이된다. 따라서 본 연구에서는 사이버 IR을 실시한 코스닥기업을 대상으로 사이버 IR의 전반적인 효과를 검증하였다. 또한 사이버 IR을 실시한 기업의 대주주지분을 크기와 벤처기업 여부가 IR 실시 이전기간(사전기간)과 이후기간(사후기간)에 추가(누적초과수익률)에 미치는 영향의 차이를 검증하였다. 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 코스닥 기업은 IR 실시 전기간 동안 주가가 상승하는 것으로 나타났다. 이는 투자자들이 코스닥 기업의 IR활동을 사전적으로 호재로 인식하고 있기 때문인 것으로 풀이된다. 둘째, 대주주지분이 높은 집단에 비해 대주주지분이 낮은 집단의 초과수익률이 높게 나타났다. 대주주지분이 낮은 집단의 경우 투자자들을 의식한 보고행위와 감시제도가 효과적으로 그 기능을 수행하고 있음을 시사한다. 셋째, 코스닥 일반기업의 IR 실시효과보다 신기술을 기업 성장 및 발전의 기초로 삼고 있는 벤처기업의 IR 실시효과가 더 큰 것으로 나타났다.

■ 중심어 : | 코스닥기업 | 정보불균형 | 사이버 IR | 사전정보효과 | 대주주 |

Abstract

Recently, KOSDAQ company's cyber IR activities has increased. Major advantages offered by the Internet include low cost and high accessibility the Internet is used as a strategic tool of many KOSDAQ companies in IR activity. Thus, this study tried to empirically analyze the overall impact of cyber IR.. And this study examine the difference in impact of cyber IR activity on stock prices in the period before and after depending on ownership structure and venture or not. The main result of the study can be summarized as follows. First, IR activities have a positive impact on KOSDAQ firms stock price. This means that the investors are recognizing IR activity of KOSDAQ firm as a good news. Second, The lower stock ownership have great impact on stock prices. The act of reporting and monitoring system are performing effectively to lower stock ownership as compared with higher stock ownership. Third, The return rate of KOSDAQ venture firms with IR enforcement effect appears high than KOSDAQ firms with IR enforcement.

■ keyword : | KOSDAQ | Information Asymmetry | cyber IR | Prior to Information Effect | Major Stockholder |

I. 서론

최근 국내 기업의 경영여건은 날로 악화되고 있으며, 기업의 경쟁력 증대를 위해서는 장기의 안정적인 자본의 유치가 절실히 요청되고 있는 실정이다. 특히 코스닥시장에 대한 투자자들의 신뢰하락은 거래소 기업에 비해 상대적으로 자금조달 능력이 떨어지는 벤처기업들에게 성장·발전의 커다란 장애요인으로 작용하고 있다. 기업이 경쟁력 증대를 위해 효율적으로 자본을 조달하기 위해서는 지금까지의 폐쇄적인 경영관행에서 벗어나 투명성을 제고하는 것이 필수적이다. 이러한 기업 경영의 투명성 제고를 위한 유용한 방법 중의 하나가 IR(Investor Relations)활동이다.

IR활동은 기업정보를 투자자들에게 제공함으로써 정보불균형(asymmetry of information)을 감소시키며, 투자자와의 신뢰관계를 구축함으로써 기업의 장기적인 발전에 기여토록 하는 경영전략이다. 궁극적으로 기업의 IR활동은 경영의 투명성을 높여서 기업가치 극대화 또는 주주중심의 경영을 가능하게 하는 필수적 요건으로 인식되고 있다. 기업과 투자자 관계구축에 있어서 IR활동은 새로운 패러다임(paradigm)으로의 진화를 의미한다.

한국코스닥협회에서 2002년부터 2007년까지 국내기업을 대상으로 조사한 결과에 따르면[8], 영문홈페이지 운영비율은 67.2%이며, IR 홈페이지 보유비율은 2002년 61.8%에서 2007년도에는 80.6%로 지속적으로 증가하고 있는 것으로 나타나 많은 기업들이 사이버 IR을 중요한 기업정보공개 수단으로 활용하고 있음을 알 수 있다[3].

신기술을 기업 성장 및 발전의 기초로 삼고 있는 벤처기업들은 IR활동을 통해서 일반 거래소 기업들과는 달리 투자 및 경영활동에 대한 정보뿐만 아니라 자사 기술에 대한 객관적이고 과학적인 기술가치 평가결과를 투자자나 소비자들에게 직접 공시함으로써 기업가치에 근거한 올바른 투자가 이루어지고 따라서 장기적이고 안정적인 자금조달을 하는데 매우 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

IR활동에 대한 기업 및 투자자들의 관심이 증대되고

있는 것과 비교해서 IR활동에 대한 연구는 주로 IR에 대한 필요성 및 효과적인 IR 방법, 그리고 이를 뒷받침할 수 있는 제도적 측면에 초점을 맞추어 이루어져 왔다.

본 연구에서는 코스닥 기업들이 상대적으로 쉽게 이용할 수 있는 간접 IR활동 중 사이버 IR활동의 효과를 분석하여 상대적으로 일반 거래소 기업보다는 정보불균형이 큰 것으로 평가되고 있는 코스닥기업 및 코스닥 벤처기업의 기업가치와 관련된 정보가 투자자들의 투자 의사결정에 유용한 정보로 이용되고 있는지를 규명함으로써 궁극적으로 사이버 IR활동이 코스닥 벤처기업에 적합한 효과적이고 효율적인 정보공시 방법으로 이용될 수 있음을 확인하는데 초점을 맞추고자 한다.

본 연구에서는 IR활동 중 사이버 IR활동의 효과를 사전적 효과와 사후적 효과로 나누어서 파악하고자 한다. 사전적 효과는 IR활동에 대한 기대효과이며, 사후적 효과는 IR활동에 대한 평가가 반영된 조정효과로 볼 수 있다.

II. 선행연구 및 연구가설

지금까지 이루어진 IR활동에 대한 연구동향을 살펴 보면 크게 세 가지로 구분할 수 있다. 첫째, 초과수익률 검증에 통한 IR활동 효과분석, 둘째, IR 실시 발표정보의 예측치와 실적치 또는 재무분석가 예측치 간의 비교·분석, 셋째, 설문조사를 이용한 IR 실시 기업의 실태 파악 및 효과 검증과 관련된 연구가 그것이다.

먼저, IR활동의 정보효과 분석에서는 일반적으로 IR을 실시한 기업의 주주들이 유의적인 양(+)의 초과수익률을 얻고 있는 것으로 보고되고 있다. Lev(1997)는 IR활동을 통해서 이루어지는 정보공시가 유동성 강화, 주주 구성, 그리고 기업과 투자자의 신뢰 형성에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고하였다[18].

국내에서는 주로 IR 실시기업의 초과수익률 발생 여부를 검증하려는 실증연구가 많이 이루어 졌다.

박기홍(1996)은 상장회사협의회가 주관하여 IR을 실시한 기업을 대상으로 실시 1개월 전후의 효과를 검증하였는데, 실시기업의 평균 수익률이 종합주가지수보

다 10.5% 이상 초과하는 것으로 분석되었다. 따라서 IR 자체만으로도 업종지수나 종합주가지수 상승률 이상의 초과수익을 획득할 수 있음을 시사한다[6].

황인태(1996) 역시 1993년 11월부터 1996년 3월 사이에 IR활동을 실시한 IR실시 기업집단과 통제기업집단의 주가와 거래량 변동을 분석한 결과 IR실시 기업의 초과수익률은 통제기업보다 높게 나타난 반면, 거래량은 IR실시 기업이 오히려 낮게 나타난 것으로 검증되었다[14].

반수원과 임형준(1999)은 1993년부터 1997년까지 IR활동을 실시한 52개 상장기업을 대상으로 IR실시 전후 7일간의 초과수익률을 분석하였는데, IR 실시 -1일부터 +1일까지 유의적인 양(+)의 누적초과수익률(CAAR)이 나타났고 중소기업이 대기업보다 IR활동의 정보효과가 더 큰 것으로 나타났다[7].

김민태와 이한득(2000)은 거래소와 코스닥 상장기업의 사이버 IR활동에 대한 현 실태를 분석하고 IR활동과 주가 간의 상관관계를 분석하였다. 그 결과 사이버 IR평점이 높을수록 주가에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 밝혀졌다[1].

최선근(2001)은 IR활동이 해당기업의 주가에 미치는 영향을 평가하여 기업 IR의 실효성을 밝히고자 하였다. 분석결과 IR 실시 전·후에 주가가 상승한 것으로 나타났으며, IR 실시의 정보효과가 발생하는 것으로 평가하였다[13].

이와 같이 기존의 연구결과들은 대체로 IR활동이 증권시장에서 긍정적으로 평가되어 주가 및 거래량에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이에 따라 본 연구에서는 코스닥 기업의 IR활동의 효과를 분석함으로써 코스닥 벤처기업이 기술 및 지식에 대한 평가정보를 IR을 통해서 투자자에게 직접적으로 전달하고 기업가치 평가정보를 효과적으로 확산하는데 유용하게 이용될 수 있는 지와, 기술 및 기업가치 평가정보가 투자자들의 투자 의사결정에 반영되고 있는 지를 규명해 보고자 한다. 다시 말해서, 본 연구에서는 코스닥 기업들이 상대적으로 쉽게 이용할 수 있는 간접 IR활동 중 사이버 IR활동의 효과를 분석하여 기술 및 기업가치 평가정보가 투자자들의 투자 의사결정에 유용한 정보로 이용되고

있는지를 규명하는데 초점을 맞추고 있다. IR활동의 사전적 효과 및 사후적 효과를 검증함으로써 IR활동이 기업가치에 영향을 미친다는 기존의 연구결과를 확인하고자 한다.

[가설 1] 코스닥 기업의 사이버 IR 실시는 사전·사후적으로 초과수익률에 영향을 미칠 것이다.

안보섭과 노윤진(2004)은 사이버 IR활동 커뮤니케이션 행위에 있어서 IR정보를 습득하는 개인투자자와 IR담당자 간의 정보에 대한 중요도 및 만족도의 집단간 차이를 분석하였다. 그 결과 두 집단간에 중요하게 판단하는 정보가 유의적인 차이를 보이고 있었으며, 정보의 양과 질에 대한 만족도에서도 큰 차이를 보이는 것으로 나타났다[8].

김철중, 조준희, 송명규(2005)는 표본기업을 거래소기업과 코스닥기업으로 나누고 이들의 IR 실시 전후의 초과수익률을 비교 분석하였다. 분석결과 거래소기업의 경우 IR 실시 전에 유의적인 양(+)의 초과수익률이 나타나지 않는 반면, 코스닥기업의 경우 IR 실시 전에 유의적인 양(+)의 초과수익률이 나타났다. 또한 거래소기업에 비하여 코스닥기업의 IR 실시에 따른 수익률이 더 높게 나타났다. 이는 거래소기업에 비해 상대적으로 규모가 작은 코스닥기업의 정보불균형이 더 크며, IR활동이 정보불균형을 해소하기 위한 신호전달 수단으로 유용하게 활용될 수 있음을 보여주는 결과로 해석하였다[4].

김주현(1992)은 경영효율화를 위한 소유와 경영의 분리나 소유구조분산정책과 관련하여, 소유경영자 지분과 기업가치 사이에 어떤 관계가 있는지를 분석하였는데 대주주지분이 증가하면서 기업가치는 감소하는 역의 상관관계를 보이는 것으로 나타났다[2].

이러한 기존의 연구결과가 시사하는 것은 높은 수준의 공시정책을 채택하고 있는 기업일수록 양질의 정보제공이 가능하고 시장에서 유통되는 정보의 양이 증가하여 정보불균형을 감소시킬 수 있으며 대주주지분이 낮을수록 공시되는 정보의 양과 질이 더 높을 것이라는 점이다.

특히 거래소 기업의 IR은 이미 기관투자자들로부터 많은 관심과 모니터링을 받고 있으며 기업정보가 거의 실시간으로 여러 채널을 통하여 충분히 시장에 제공되고 있기 때문에 IR 실시 정보가 시장에 새로운 정보로 인식되지는 않을 것으로 예상된다. 그러나 코스닥 기업의 경우에는 투자자들의 관심은 매우 크지만 상대적으로 기업 경영의 투명성이 낮고 개별 기업과 관련된 정보의 유통이 거래소 기업에 비해 부족하여 기업과 관련된 정보가 충분히 시장에 제공되지 않고 있다. 따라서 코스닥 기업의 사이버 IR 실시 정보는 기업 경영자와 투자자간의 정보불균형을 해소하고 투자자들에게 새로운 정보를 제공할 것이라는 기대가 주가에 반영되어 초과수익률에 영향을 미칠 것으로 예상된다. 코스닥시장의 경우에는 정보불균형이 상당히 존재할 것으로 예상되기 때문이다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하여 분석을 실시하고자 한다. 우리나라는 창업주 및 대주주들이 경영권을 직접 행사하므로 기업의 의사결정은 경영자의 보유지분 정도에 따라 크게 달라질 것으로 예상된다. 다시 말해서 대주주 1인 지배형 기업과는 달리 소유와 경영이 분리된 경영자 지배형 기업은 대리인 문제를 해결하기 위해 주주를 위한 보고행위와 감시(monitoring) 제도가 효과적으로 그 기능을 수행할 수 있기 때문에 이러한 집단의 IR 실시효과는 대주주지분율이 높은 기업보다 낮은 기업이 더 클 것으로 예상된다.

[가설 2] 코스닥 기업의 사이버 IR 실시효과는 대주주지분율이 높은 기업보다 낮은 기업이 더 클 것이다.

임종욱과 박재영(2001)은 회계이익과 현금흐름이 벤처기업의 가치를 50% 정도 설명하는 것으로 나타나 일반기업보다 현저히 높으며, 벤처기업의 경우 현금흐름보다 회계이익이 주가에 더 많은 영향을 미치는 것으로 나타났다[11].

이원홍과 최수미(2002)는 지식자산이 중요한 벤처기업의 특성으로 벤처기업 가치 중 지식자산가치가 전통적 기업가치보다 비중이 크다는 것으로 보여주었다[10].

진규안과 오용락(2003)은 1998년부터 2000년까지의 코스닥등록기업을 연구대상으로 하여 개별기업의 위험을 반영한 Ohlson모형에 의해 가치관련성을 검증하였는데, 코스닥 일반기업이 벤처기업보다 주가설명력이 높은 것으로 분석되었다[12].

위한중(2007)은 신규 콘텐츠 및 제품 연구개발 성공을 발표한 코스닥 상장 벤처기업의 증권시장 가치평가를 분석한 결과 동 정보의 정보효과가 사건기간 중 유의적으로 주가에 반영되는 것으로 나타나 벤처기업 관련 기업가치 정보의 주가 관련성이 매우 높은 것으로 검증되었다[9].

이상의 연구결과는 벤처기업은 신기술을 기업 성장 및 발전의 기초로 삼고 있으며, 이 때문에 벤처기업의 사이버 IR 내용은 주로 신기술과 관련되어 있다고 판단된다. 따라서 코스닥 일반기업에 비해서 벤처기업의 사이버 IR 실시의 정보효과는 더 클 것으로 예상된다. 그런데 일반 개인투자자들이 벤처기업의 사이버 IR 내용을 확실하게 파악하고 해당 기술의 가치평가를 정확하게 수행하며 그것이 기업가치에 미치는 영향을 추정하기가 매우 어렵기 때문에 코스닥 일반기업과의 차이는 해당 기술 및 기업에 대한 전문가들의 평가가 끝난 후에야 가능할 것으로 판단된다.

또한 벤처기업에 자금을 투자한 벤처캐피탈(또는 엔젤투자자)은 일반 투자자에 비해 상대적으로 기술 및 기업가치 평가에서 우위를 가질 것으로 예상할 수 있으므로 사이버 IR 실시 정보효과를 이용하여 일반 개인투자자들보다 많은 자본이득을 취할 수도 있을 것이다. 따라서 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하여 분석하고자 한다.

[가설 3] 사이버 IR 실시는 코스닥 일반기업보다 벤처기업에서 초과수익률에 더 큰 영향을 미칠 것이다.

III. 분석방법

1. 표본의 선정 및 자료수집

본 연구에서는 2002년 1월부터 2007년 12월까지 사이

버 IR활동을 실시한 코스닥 기업 100개를 표본으로 선정하였다[8][9]. 본 연구에서 선정한 표본기업을 집단별로 정리하면 다음 [표 1]과 같다.

표 1. 집단별 표본기업(단위 : 개)

집 단	전체표본	대주주지분율		기업유형	
		높은 집단	낮은 집단	벤처기업	일반기업
코스닥	100	70	30	74	26

[표 1]에서 볼 수 있는 바와 같이, 전체 100개 표본기업 중 대주주지분율이 높은 기업은 70개이며, 대주주지분율이 낮은 기업은 30개인 것으로 조사되었다. 대주주지분율은 한국신용평가정보의 KISLINE과 코스닥등록협회의 주식분포현황 자료를 이용하여 구하였다[15-17]. 또한 기업유형을 기준으로 집단을 구분한 결과 벤처기업이 74개, 일반기업이 26개인 것으로 나타났다.

2. 분석방법

본 연구에서는 사이버 IR 실시기업 집단별로 실시일 전후 누적평균초과수익률간에 차이가 있는지를 사건연구(event study)를 이용하여 분석하였다. 사건연구는 개별주식의 주가가격에 영향을 줄 수 있는 어떤 특정정보가 공시되었을 때 이러한 정보발표가 증권투자 또는 증권시장 전반에 어떠한 영향을 미치는가를 분석하는 것으로서, 개별주식의 주가수익률에서 초과수익률이 발생하는가의 여부를 확인하는 연구방법이다.

사이버 IR 실시의 사건일은 기업의 사이버 IR 실시정보가 최초로 증권시장에 유포되는 시점이지만 실제로 이를 정확하게 파악하기는 어렵기 때문에 본 연구에서는 사이버 IR을 실시한 날을 기준으로 하였다. 분석기간(windows)은 기업이 사이버 IR 실시 결의 및 정보가 사전에 유출되는 경우를 고려하여 사이버 IR 실시 15일 전부터 사이버 IR 실시 15일 후까지의 기간(-15~+15)으로 설정하였으며, 전체기간을 다시 사이버 IR 실시 15일 전부터 사이버 IR 실시 전일까지의 사이버 IR 실시 사전기간(-15~-1)과 사이버 IR 실시 1일 후부터 15일 후까지의 사이버 IR 실시 사후기간(+1~+15)으로 나누어 비교·분석하였다. 전체기간을 두 개의 하위기간

으로 구분하여 분석한 이유는 사이버 IR 실시 이전에는 IR활동에 대한 투자자들의 사전적인 기대효과가 반영될 것이며, 사이버 IR 실시 이후에는 실제 IR의 정보내용에 대한 기관투자가 및 전문가들의 평가가 반영되는 조정효과가 있을 것으로 판단되기 때문이다. 또한 기간 구분은 사전기간과 사후기간에서 나타나는 추가반응의 방향(부호)이 다를 수 있기 때문에 IR 실시 정보효과와의 일관성 여부를 살펴보기 위함이다.

사이버 IR활동이 기업의 주가에 미치는 영향을 분석하기 위하여 본 연구에서는 수익률 분석을 실시하였다. 일반적으로 사이버 IR을 실시하기 이전기간에는 과거 해당 기업의 사이버 IR공시 내용의 성실이행 여부와 급변 사이버 IR활동에 대한 투자자들의 기대가 투자이사 결정에 영향을 미칠 것으로 생각된다. 그리고 사이버 IR활동을 실시한 이후기간에는 사이버 IR활동의 정보내용에 대한 전문가들의 평가가 반영되어 주가가 형성될 것이다. 따라서 본 연구에서는 각 집단별로 사이버 IR 실시 이전기간과 이후기간의 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률의 집단 간 차이를 분석하기로 한다.

본 연구에서 사이버 IR 실시일 전후의 초과수익률은 업종별 평균수익률로 조정(mean adjusted method)하여 구한다. 이는 Brown-Wamer(1980, 1985)의 연구에서 시장조정수익률법을 사용하는 경우의 통계적 검정능력이 가장 높다는 점에 기초하였다[12].

먼저 i 주식의 t 일의 초과수익률(abnormal return : AR)은 다음 식 (1)과 같이 구한다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{et} \tag{1}$$

단, AR_{it} : i 주식의 t 일의 초과수익률

R_{it} : i 주식의 t 일의 수익률

R_{et} : i 기업이 속한 산업의 t 일의 단순평균수익률

식 (1)의 초과수익률로부터 평균초과수익률(average abnormal return : AAR)은 다음 식 (2)와 같이 구한다.

$$AAR_i = \frac{1}{N} \sum_{t=1}^{i=N} AR_{it} \tag{2}$$

단, N = 표본의 수

여기서 구한 초과수익률을 검증기간 동안 누적하여 일정기간의 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return : CAAR)을 계산하고 통계적 유의성을 검증하기 위해 t검정을 실시한다. t값은 Brown-Warner(1985)의 crude dependence adjustment method에 의해 다음 식 (3) 및 식 (4)와 같이 구한다[11].

$$CAAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t=t_2} AAR_t \quad (3)$$

$$t\text{통계량} = \frac{CAAR(t_1, t_2)}{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{t=-15}^{t=15} (AAR_t - \overline{AR})^2}} \quad (4)$$

$$\text{단, } \overline{AR} = \frac{1}{31N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=-15}^{t=15} AR_{it}$$

IV. 실증분석 결과와 토의

본 연구에서는 사이버 IR활동이 주가에 미치는 영향을 살펴보기 위해, 각 집단별로 사이버 IR 실시 전후 30일(-15일~+15일) 동안의 누적평균초과수익률 추이 및 차이분석을 실시하였다. 또한 IR의 사전효과와 사후효과를 알아보기 위해 전체기간을 다시 사전기간과 사후기간으로 구분하여 분석을 실시하였다.

1. 가설검정 결과

코스닥 기업의 사이버 IR실시 정보효과를 분석하기 위해 누적평균초과수익률을 구하고 차이검정을 실시하였으며, 그 결과는 다음과 같다.

1.1 코스닥 기업 IR 정보효과

분석기간 전 기간 동안 사이버 IR을 실시한 코스닥 기업의 CAAR을 살펴보면 다음 [표 2]와 같다.

표 2. 코스닥 기업 IR 실시 기업집단의 CAAR

기간	CAAR	추가조정률
(-15 ~ -1)	0.07155	1.8952
(+1 ~ +15)	0.13560	
(-15 ~ +15)	0.20301	-

[표 2]에서 볼 수 있는 바와 같이, 코스닥 기업집단의 IR 실시효과는 IR 실시 전 기간에 미리 반영되어 IR 실시 15일전부터 1일전까지의 CAAR은 7.16%이다. 이로부터 코스닥 기업집단에서 IR활동이 투자자들에게 호재로 받아들여지고 있음을 알 수 있다. 또한 코스닥 기업집단에서 IR 실시일 이후부터 실시 후 15일까지의 CAAR은 13.7%이다. 즉, IR 실시 이후의 추가조정률은 189.5%에 이른다.

이로부터 우리나라 코스닥 기업의 IR 실시효과는 IR 실시 이전의 기대효과와 양(+)의 조정효과가 모두 존재함을 알 수 있다. 즉, 코스닥 기업은 IR 실시로 인하여 주주의 부가 향상되는 것으로 나타나고 있다. 이상에서 살펴본 바와 같이, 우리나라 코스닥 기업의 IR실시 효과는 주주의 부가 증대될 것이라는 긍정적인 효과를 시장에서 받아들이는 것으로 평가할 수 있다.

1.2 차이검정

이상에서 살펴본 코스닥기업의 사전 정보효과를 분석하기 위해 기간별 차이검정을 실시하였다. 다음 [표 3]은 코스닥 기업집단의 사이버 IR 실시 사전·사후 정보효과 검정을 위한 차이분석 결과를 요약한 것이다.

표 3. 코스닥 기업의 사이버 IR실시 사전사후 정보효과 검정

구분	사전기간(-15~-1)		사후기간(1~15)	
	평균	표준편차	평균	표준편차
CAAR	0.07155	0.01482	0.13560	0.00925
t 값 (p-value)	2.515* (0.012)		5.278* (0.000)	

주) *는 1% 유의수준에서 유의적임

분석결과 사이버 IR 실시 사전기간(-15일~-1일) 및 사후기간(+1일~15일)의 누적평균초과수익률이 모두 유의적인 차이가 있는 것(t=2.515, 5.278)으로 나타났다. 코스닥 기업의 사이버 IR 실시효과는 사전·사후 모두 양(+)의 방향으로 나타나고 있다.

이상과 같은 검증결과로 볼 때, 일반적으로 거래소 기업보다 코스닥 기업의 사이버 IR 실시효과는 매우 큰 것으로 나타났으며, [가설 1]은 지지되는 것으로 검증되었다.

1.3 대주주지분율별 IR 실시효과 차이분석

분석기간 동안의 대주주지분비율에 따른 기업집단간 CAAR을 구해보면 다음 [표 4]와 같다.

표 4. 코스닥 기업 대주주지분을 집단간 CAAR

(패널 A) 대주주지분율이 높은 집단

기 간	CAAR	추가조정률
(-15 ~ -1)	0.03534	4.1310
(+1 ~ +15)	0.14599	
(-15 ~ +15)	0.17589	-

(패널 B) 대주주지분율이 낮은 집단

기 간	CAAR	추가조정률
(-15 ~ -1)	0.12078	1.4806
(+1 ~ +15)	0.17883	
(-15 ~ +15)	0.28763	-

[표 4]의 패널 A에서 볼 수 있는 바와 같이, 코스닥 기업 중 대주주지분율이 높은 집단의 사이버 IR 실시효과는 사이버 IR 실시 이전 기간에 미리 반영되어 사이버 IR 실시 15일전부터 1일전까지의 CAAR은 3.5%로 나타났다. 또한 사이버 IR 실시일 이후부터 실시 후 15일까지의 CAAR은 14.6%에 이르는 것으로 나타났다. 즉, 사이버 IR 실시 이후의 추가조정률은 413%에 이르는 것으로 나타나 대주주지분율이 높은 코스닥 기업의 경우에는 IR에 대한 사전 기대효과보다는 IR 관련 정보에 대한 평가가 이루어진 이후에 관련 정보가 추가에 반영되는 것으로 나타났다. 이는 대주주지분율이 높은 코스닥 기업의 경우 상대적으로 정보의 신뢰성이나 투명성 측면에서 투자자들의 완전한 신뢰를 얻지 못하고 있기 때문으로 풀이된다.

반면 패널 B에서 볼 수 있는 바와 같이, 대주주지분율이 낮은 기업집단의 사이버 IR 실시효과 분석에서 사이버 IR 실시 15일전부터 1일전까지 CAAR은 12.1%로 매우 높은 것으로 나타났다. 이는 대주주지분율이 높은 집단에 비해 약 3.45배에 이른다. 이로부터 대주주지분율이 낮은 집단에서 사이버 IR활동이 투자자들에게 호재로 받아들여지고 있으며 상대적으로 관련 정보에 대한 투자자들의 신뢰도가 높음을 알 수 있다. 사이버 IR 실시일 이후부터 실시 후 15일까지의 CAAR은 17.9%로 역시 매우 높게 나타났다. 즉, 사이버 IR 실시 이후

의 추가조정률은 148.1%에 이르고 있으며 대주주지분율이 낮은 집단의 사이버 IR 실시효과는 IR 실시 이전의 양(+)의 기대효과가 상당히 크게 나타나고, 양(+)의 조정효과도 확대되고 있음을 알 수 있다.

이상에서 살펴본 바와 같이, 코스닥 기업이 실시한 사이버 IR에 대한 전체기간 분석결과는 대주주지분율이 높은 집단에 비해 낮은 집단의 초과수익률이 높은 것으로 나타났다. 이는 사이버 IR 실시는 경영자가 주주와 일반 투자자들을 의식한 보고행위와 감시제도가 효과적으로 그 기능을 수행하고 있는 소유와 경영이 분리된 기업의 경우 경영정보에 대한 신뢰성과 유용성이 상대적으로 높음을 시사한다.

1.4 기업유형별 IR 실시효과 차이분석

일반적으로 벤처기업과 코스닥 일반기업의 경우 벤처기업은 신기술을 기업 성장 및 발전의 기초로 삼고 있다. 따라서 일반적으로 벤처기업의 IR 내용은 주로 신기술과 관련되어 있다. 따라서 코스닥 일반기업에 비해서 벤처기업의 사이버 IR 실시효과는 더 클 것으로 예상된다. 그런데 일반 개인투자자들이 벤처기업의 사이버 IR 내용을 정확하게 파악하고 해당 기술 및 경영정보의 가치평가를 기초로 미래 추가행태를 예측하기는 매우 어렵기 때문에 코스닥 일반기업과의 차이는 주로 사후적으로 발생할 것으로 추정할 수 있다.

본 연구에서는 사이버 IR을 실시한 기업 중 기업 유형별로 벤처기업과 코스닥 일반기업으로 구분하여 양 집단 간에 IR 실시효과가 차이를 보이는 지를 분석하였다. [표 5]는 기업유형별 집단 간 차이분석 결과를 요약한 것이다.

표 5. 벤처기업 집단과 코스닥 일반기업 집단 간 차이검정

구분		벤처기업집단	일반기업집단	t값 (p-value)
전체 기간	평균	0.12128	0.10641	0.840 (0.402)
	표준 편차	0.08383	0.06162	
사전 기간	평균	0.05704	0.05761	-0.385 (0.702)
	표준 편차	0.02400	0.025373	
사후 기간	평균	0.14301	0.08565	3.532* (0.001)
	표준 편차	0.06987	0.04604	

주) *는 1% 유의수준에서 유의적임

[표 5]는 코스닥 IR 실시기업을 기업 유형별로 벤처기업과 일반기업으로 분류하여 분석한 결과이다. 양 집단 간에 전체기간($t=0.840$)과 사전기간($t=-0.385$)은 통계적으로 유의적인 차이가 없는 것으로 나타난 반면 사후기간($t=3.532$) 분석에서는 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 양 집단에서 주로 사후 조정효과의 차이를 보이는 이유는 코스닥 기업의 IR에 있어서 특히 벤처기업의 경우에는 IR 내용이 주로 고도의 기술과 관련된 부분이 많아 일반 개인투자자들이 IR 내용을 사전에 파악하기가 매우 어렵고 IR활동이 이루어진 이후에야 전문가들의 평가와 예상을 기초로 IR 내용에 대한 분석이 가능하기 때문인 것으로 풀이된다.

이상과 같은 분석결과를 볼 때, 벤처기업의 사이버 IR실시는 코스닥 일반기업의 사이버 IR실시보다 초과수익률에 더 큰 영향을 미칠 것이라는 [가설 3]은 지지되는 것으로 평가된다.

V. 결론

IR활동은 기업의 재무적 기능과 정보적 기능을 결합시켜 자발적으로 실행하는 경영전략으로 기업의 장기적인 성장수단으로 적극 활용되고 있다. 기업은 IR을 통하여 기업의 경영진과 주주 또는 투자자와의 적극적인 커뮤니케이션에 의한 신뢰관계를 구축하고 정보불균형 문제를 해결할 수 있다. 또한 기업의 입장에서는 자본조달비용 감소, 기업이미지 제고, 주식의 유동성 확보 등과 같은 기대효과가 있다. 기업의 IR 활동은 기업의 미래가치가 분명할 때, 비전 제시가 분명할 때 효과를 극대화 할 수 있다.

본 연구의 목적은 코스닥 증권시장에서 기업과 투자자간의 정보불균형을 감소시키는 경영전략으로서 수행되고 있는 사이버 IR활동이 주가에 미치는 영향을 분석하는데 있다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

지금까지 우리나라 코스닥 기업의 IR활동을 대상으로 가설검정을 실시하였다. 코스닥 기업집단간의 누적평균초과수익률의 추이와 차이검정을 실시하였다. 가설검정 결과는 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 코스닥 기업은 IR 실시 기간 동안 주가가 상승하는 것으로 나타났다. 이로부터 투자자들이 기업 IR활동을 사전적으로 호재로 인식하고 있으며, 사후적으로도 기관투자자나 관련 전문가들에 의해 IR 내용에 대한 평가가 이루어지고 있고 그것이 주가에 반영되는 것으로 분석되었다.

둘째, 대주주지분이 높은 집단에 비해 대주주지분이 낮은 집단의 초과수익률이 높게 나타났다. 다시 말해서 소유와 경영이 분리된 기업의 IR 실시는 경영자가 주주와 일반 투자자들을 의식한 보고행위와 감시제도가 효과적으로 그 기능을 수행하고 있기 때문에 일반 투자자들의 신뢰도가 높고 따라서 사이버 IR 실시효과가 더욱 크게 나타나고 있는 것으로 분석된다. 따라서 효과적인 IR활동이 주주와 경영자간의 대리인 문제를 해결할 수 있는 실마리를 제공할 수 있을 것으로 판단된다.

셋째, 코스닥 일반기업의 IR 실시효과보다 신기술을 기업 성장 및 발전의 기초로 삼고 있으며 IR활동의 주요 내용이 신기술과 관련되어 있는 벤처기업의 IR 실시효과가 더 큰 것으로 나타났다. 또한 IR 실시에 대한 평가는 주로 사후적으로 발생하였는데 이는 일반 개인투자자들이 사전적으로 벤처기업의 IR 내용을 확실하게 파악하고 그러한 정보가 기업가치에 미치는 영향을 추정하기가 매우 어렵기 때문으로 풀이된다.

본 연구의 결과 코스닥 벤처기업의 경우 사이버 IR을 효과적으로 활용함으로써 기업 경영의 투명성과 신뢰성을 제고하고 일반기업들과는 달리 투자 및 경영활동에 대한 정보뿐만 아니라 자사 기술 및 경영정보에 대한 객관적이고 신뢰할 수 있는 평가결과를 투자자나 소비자들에게 적시에 공시함으로써 코스닥 시장에서 장기적으로 안정적인 자금조달이 가능할 수 있을 것으로 기대된다. 또한 코스닥 기업의 사이버 IR을 활성화시키기 위해서는 객관적이고 정확한 사이버 IR 평가시스템과 IT 인프라가 구축되어야 한다. 기업은 단순한 기업 또는 제품 소개 수준에서 벗어나 투자자가 필요로 하는 정보를 쉽고 빠르게 획득할 수 있도록 자사 홈페이지와는 별도로 IR 페이지를 구축하는 것이 필수적이다. 이를 위해서 IR활동과 관련하여 선진기법을 도입하고 있는 Microsoft, GE, BP Amoco, Sony, Nokia 등의 IR 페

이지를 벤치마킹할 필요성이 있다.

본 연구는 다음과 같은 몇 가지 한계를 갖는다. 첫째, 사이버 IR의 정보효과는 비교적 장기간에 나타날 수 있으므로 비교적 장기간에 미치는 성과측정도 함께 연구되어야 할 과제이다. 둘째, 연구기간에서는 사건일을 기업의 최초 IR 실시 협의일로 파악하지 못하고 IR 실시일을 사건일(event day)로 함으로써 사전정보 누출 여부를 통제하지 못했다. 본 연구의 한계점을 보완한 연구와 보다 정교한 검증을 시행하는 추가적인 연구가 진행되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

[1] 김민태, 이한득, “사이버IR 수준평가와 시사점,” LG경제연구원, 2000.

[2] 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구,” 재무연구, 제5호, pp.129-142, 1992.

[3] 김철중, 송명규, “IR활동과 투자행태에 관한 연구,” 증권학회지, 제24집, pp.55-80, 1999.

[4] 김철중, 조준희, 송명규, “기업의 IR활동과 주가행태 : 거래소시장과 코스닥시장의 비교분석,” 재무연구, 제17권, 제1호, pp.175-220, 2005.

[5] 노미현, “국내 사이버 IR활동 현황에 관한 문헌 연구,” 경영교육저널, 제16권, pp.153-166, 2009.

[6] 박기홍, “IR이 주가에 미치는 영향에 대한 고찰,” 가야대 논문집, 제5집, pp.125-160, 1996.

[7] 반수원, 임형준, “IR의 정보효과,” 목포대학 경영논집, 제3집, pp.65-107, 1999.

[8] 안보섭, 노윤진, “기업의 사이버 IR 정보에 대한 개인투자자의 중요도 및 만족도가 투자행동에 미치는 영향,” 한국광고홍보학보, Vol.6, No.2, pp.48-95, 2004.

[9] 위한중, “중소·벤처기업의 신규 콘텐츠 및 제품 연구개발 성과와 기업가치,” 한국콘텐츠학회 춘계 종합학술대회논문집, 제5권, 제1호, pp.5-9, 2007.

[10] 이원흠, 최수미, “벤처기업의 사업가치 평가모형

과 지식자산 기여도에 관한 실증연구”, 재무연구, 제15권, 제2호, pp.67-106, 2002.

[11] 임종옥, 박재영, “코스닥등록기업의 기업가치분석”, 산업경제연구, 제14권, 제4호, pp.297-313, 2001.

[12] 전규안, 오용락, “거래소기업과 코스닥기업의 특성과 조세부담”, 세무학연구, 제20권, 제1호, pp.7-31, 2003.

[13] 최선근, “우리나라 IR활동이 주가에 미치는 효과에 관한 연구,” 명지대대학원 박사학위논문, 2001.

[14] 황인태, “IR이 기업가치에 미치는 영향에 관한 실증적 연구”, 한남대학교 산업경영연구, 제10집, pp.1-21, 1996.

[15] 한국신용평가정보 KISLINE, 각년도.

[16] 한국코스닥협회, IR자료, 각년도.

[17] 한국IR협의회, IR자료, 각년도.

[18] Lev Baruch, *Best Practice in Online Investor Relations*, Investor Relations Society, 1997.

[19] S. Brown and J. Warner, *Measuring Security Pride Performance*, New York Institute of Finance, 1985.

[20] S. Brown and J. Warner, “Measuring Security Price Information,” *Journal of Financial Economics* 8, pp.205-258, 1980.

저 자 소 개

송 명 규(Myung-Gyu Song)

정회원



- 1989년 2월 : 홍익대학교 경영학사
- 1994년 8월 : 홍익대학교 대학원 경영학석사
- 2001년 8월 : 홍익대학교 대학원 경영학박사
- 2005년 7월 ~ 현재 : 체육과학

연구원 선임연구원

<관심분야> : 사업타당성 분석, 경영효율화

조 준 희(Jun-Hee Cho)

정회원



- 1986년 2월 : 목원대학교 경영학사
- 2000년 8월 : 국민대학교 대학원 경영학석사
- 2002년 8월 : 홍익대학교 대학원 경영학박사

▪ 2004년 3월 ~ 현재 : 목원대학교 교수

<관심분야> : 재무관리, 창업경영관리, 중소기업론

김 찬 중(Chan-Jung Kim)

정회원



- 1990년 2월 : 충북대학교 경영학사
- 1994년 2월 : 고려대학교 대학원 경영학석사
- 2002년 7월 : 충북대학교 대학원 경영학박사

▪ 2010년 3월 ~ 현재 : 충북대학교 교수

<관심분야> : 인사조직, 노사관리, 윤리경영