

기업 IR활동과 정보효과

최 승 빈

목원대 경영대학 경영학과 교수
E-mail : choibi@mokwon.ac.kr

조 준 희

목원대 사회과학 연구소 연구원
E-mail : cjh@mokwon.ac.kr

본 연구는 우리나라 증권시장에서 기업과 투자자간의 정보 불균형을 감소시키는 경영전략으로서 기업 IR활동이 추가에 미치는 효과를 분석하는데 목적을 두고 있다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 표본기업의 IR실시를 단독실시와 합동실시로 분류하여 분석한 결과, 합동실시의 경우가 단독실시의 경우보다 초과수익율이 높게 나타났다. 기업이 합동으로 IR을 실시하는 경우는 기업 자체 실시하는 경우의 그것보다 공신력이 인정되고, 또 주관기관이 사전적으로 심의를 거치기 때문에 왜곡된 정보공시 및 부실공시의 가능성이 줄어들기 때문으로 판단된다.

둘째, IR실시 장소를 국내실시와 국내외실시로 분류하여 비교 결과, 국내실시와 국내외 실시 모두 사전기간에서 IR실시는 주주의 부(富)가 증대될 것이라는 긍정적인 반응이 나타나고 있다. 그러나 사전기간에서 CAAR이 약 6배의 차이가 나는 것처럼 국내외실시를 투자자자들은 더 큰 호재(good news)로 인식 하는 것 같다. 이것은 외국에서 실시하는 경우는 여러 가지 준비 등으로 IR 실시정보가 사전에 유출되었기 때문으로 사료된다.

셋째, 표본기업의 IR실시시 주관사를 국내기관이 주관하는 경우와 외국기관으로 분류하여 분석한 결과, 거래소기업의 주관기관별 IR실시효과는 사전기간에서는 외국기관 주관집단은 양(+)의 기대효과이지만, 국내기관 주관집단의 경우에는 음(-)의 기대효과로 나타나고 있다.

넷째, 기업 IR 활동 전후한 내부자 지분변동 형태가 시장에는 어떠한 정보로 전달되는가를 보기 위하여 지분변동이 추가에 미치는 영향을 분석하여 보았다. 분석결과는 유의적인 차이는 보이지 않았다. 다만 거래소기업집단을 EPS증가, EPS감소집단으로 구분하여 분석할 경우 EPS 증가기업 집단의 경우에는 내부자들이 사전에는 매도우위를 보이다가 사후에는 매수우위로 전환되고, 반면 EPS 감소 기업집단의 경우에는 사전에는 매수우위, 사후에는 매도우위를 나타내고 있다. 따라서 이 두 집단 간에 어느 정도 방향성은 있는 것으로 판단된다.

핵심단어 : IR, 해외IR, 정보불균형

1. 서 론

기업이 경쟁력 증대를 위해 효율적으로 자본을 조달하기 위해서는 지금까지의 폐쇄적인 경영관행에서 벗어나 투명성을 제고하는 것이 필수적이다. 이러한 기업 경영의 투명

성 제고를 위한 유용한 방법 중의 하나가 IR활동이다.

IR(Investor Relations)활동은 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.

IR활동이란 투자자를 대상으로 하는 기업홍보 활동을 뜻한다. 그러나 IR활동은 단순한 기업홍보 활동과는 다르다. 일반적으로 홍보(public relations)는 좋지 못한 정보(bad news)는 감추고 좋은 정보(good news)만을 선택하여 일반 대중에게 알리는 것을 뜻한다. 이에 반하여 IR활동은 기업 내용에 관하여 좋은 정보는 물론 좋지 못한 정보까지도 투자자들에게 알려주는 것을 원칙으로 하고 있다. 따라서 IR활동의 본질은 기업 스스로가 정직성(candor), 공개성(openness), 성실성(integrity), 그리고 적시성(timeliness)의 원칙 하에서 투자자들이 필요로 하는 정보를 제공하는 데에 있다.

본 연구에서는 기업과 투자자간의 정보불균형을 감소시키는 경영전략으로서 기업 IR활동이 주가에 미치는 효과를 분석하는데 있다. 특별히 본 연구에서는 IR 활동 방식의 차이가 주가에는 어떠한 영향을 미치는지를 분석하여 그 시사점을 찾아보고자 한

다. 즉, 기업의 IR활동 효과에 대한 분석은 우리나라 기업의 IR 특성을 이해하고 향후 IR활동의 경제적 타당성에 대한 인식을 새롭게 하는데 매우 중요한 역할을 할 것으로 기대된다.

II. 선행연구

IR(Investor Relations : 투자자 관리, 기업설명회)은 여러 연구기관 또는 연구자에 따라 다양하게 정의되고 있다. IR은 상장 또는 등록기업이 재무홍보 기능과 정보전달 기능을 결합하여 주주 및 투자자를 상대로 전개하는 전략적 증권마케팅 활동으로서, 기업 이미지의 제고, 높은 기업가치의 추구, 기업차별화, 매수기반의 확충, 증권분석가의 관심제고, 주주 층 확대, 신규 자본시장의 개척, 투자자의 단기전망 등에 부응할 필요성에 입각해 실행되며, 자사의 경영 지배권(corporate governance)을 보호하는 일련의 활동을 포함한다(Nichols, 1989 ; 김근동, 1996). IR은 중요한 이해관계자 집단들의 요구(needs)를 인식하고 그들을 이해하기 위한 체계적인 커뮤니케이션 활동이며, 또한 가장 실용적인 방법을 통해 기업이 주주들과 접촉할 수 있는 중요한 기회이다(Andrew, 1990). 기업 내용과 경영방침에 대한 정확한 정보를 투자자에게 제공함으로써 기업에 대한 이해를 증진시키고 신뢰 관계를 구축할 목적으로 실시하는 자발적이고 적극적인 경영활동

<표 2> IR 기업 초과수익률 분석에 관한 연구

연구자	기간, 표본기업	분석방법	연구목적 및 결과
Baruch Lev (1997)	①1973~1992년 ②300개 기업	· 주가 장부가치와 시장 가치의 차이 비교 (73년 0.811- 92년 1.692)	· IR 투자자 위험부담과 정보비 절감 · 경영자의 신뢰를 높이는 수단으로 자율적인 공시 효과
JIRA (일본IR협회 1995)	case study 이도상사, 미쓰비시은행 등	· IR기업 레포트가 기업의 상태 정확히 제공	· 기업의 호재, 악재를 즉시 제공 · IR 효과는 주가상승, 기업이미지향상 기여
박기홍 (1996)	①1995~1996 ②상장협주관 6개	· IR실시기업의 주가지수 상관관계 규명	· IR기업의 평균수익률은 종합주가지수보다 10.5% 이상 상승 · 기업의 vision 제시가 효과
황인태 (1996)	①1993~1996.3 ②IR기업32개, 통제기업 32개	· 주가수익률차이분석 · ±30일	· IR기업이 통제집단보다 초과수익률이 높다. · 거래량은 IR기업이 낮다.
김철중 송명규 (1999)	①1993~1997년 ②79개(상장협주관, 독자실시기업)	· 주가수익률차이분석 · ±5일	· IR실시 호재 판단 · 재무예측치 증가집단 양의 효과 · IR효과는 상장협주관 높음
반수원외 (1997)	①1993~1997 ②52개 상장기업	· 주가수익률차이분석 · ±7일	· 실시일 전후(-1~+1) 초과수익률 · 중소기업 높다.
최선근 (2001)	①1997~1999년 ②63개 상장기업	· 주가수익률차이분석 · ±10일	· IR실시가 주가에 유의적 영향 · 30대 이외기업 주가 유의적

주) ①연구기간, ②분석대상기업

으로 투자자들이 올바른 투자의사결정을 내릴 수 있도록 한다(손성규·전영순, 1999 ; 김철중·송명규, 1999 ; 김준철, 2001).

결국, IR이란 투자자와 기업간의 적극적인 커뮤니케이션으로서 기업이 자진하여 경영실적 및 재무상태 등을 투자자에게 상세히 알려주는 행위를 뜻하는 것이다. 따라서 IR활동은 적극적으로 기업정보를 공개함으로써 정보불균형을 감소시키며, 투자자들이 올바른 투자의사결정을 내릴 수 있도록 하는데 도움을 줄 수 있다.

IR활동에 대한 선행 연구동향을 살펴보

면 국내외에서 IR실시 기업의 사례가 증가하면서 IR활동의 실시 효과를 검증하려는 많은 연구가 진행되었으며, IR 기업의 초과수익률 비교 분석에 관한 연구를 정리하면 <표 2>와 같다.

그리고 기업 IR 실시시 발표하는 예측치와 경영자가 자발적으로 공시하는 경영자의 예측치 그리고 재무분석가의 예측치를 상호 비교하여 이들 예측치 간의 정확성을 비교하는 연구로는 Hasse and-Jennings(1996), Mark and Lang(1999), 손성규(1997), 정우성(1997), 전영순·손성규(1999), 나인철·이남주(1999), 손성규·전영순(2000)의 연구들

이 있다. 또한, IR의 초기의 연구로서 IR에 대한 도입배경과 개념정리에 대한 이론적 연구로는 Hamilton and Statman(1990), Helfert(1998), 임웅기(1992), 남상구(1993), 최운열 · 강창희(1993), 김병기(1999) 등의 연구가 있으며, IR 실시기업의 인식과 실태를 파악하기 위한 설문조사 방법의 대표적 연구로는 최운열 · 강창희(1993), 나 영 · 김용성(2000), 김민태 · 이한득(2000), 윤서진(2001) 등이 있다.

III. 분석방법 및 표본선정

1. 분석방법

본 연구에서는 IR 실시기업의 실시일 전후 누적평균초과수익률간에 차이가 있는지 사건연구 방법(event study methodology)을 이용하여 주가반응을 분석하였다.

본 연구에서는 IR 실시일을 사건일(event day)로 정의 하였다. 분석기간(window period)은 기업이 IR실시 결의 및 정보가 사전에 유출되는 경우를 고려하여 IR 실시 30일 전부터 IR실시 30일 후까지의 기간(-30~+30)으로 다소 길게 설정하였으며 전체 기간을 다시 IR실시 30일 전부터 IR 실시일까지의 IR실시이전 기간(-30~-1)과 IR 실시일부터 30일 후까지의 IR실시이후 기간(+1~+30)으로 나누어 비교·분석하였다. 전체기간을 두 개의 하위기간으로 구분하여 분석한 이유는 IR실시 이전에는 IR활동에 대한 투자자들의 사전적인 기대효과가 반영될 것이며, IR실시 이후에는 실제 IR의 정

보내용에 대한 기관투자자들의 평가가 반영되는 조정효과가 있을 것으로 판단되기 때문이다. 또한 기간 구분은 사전기간과 사후기간에서 나타나는 주가반응의 방향(부호)이 다를 수 있기 때문에 IR실시 정보효과의 일관성여부를 살펴보기 위한 의미도 있다.

IR활동이 기업의 주가에 미치는 영향을 분석하기 위하여 본 연구에서는 수익률 분석을 실시하였다. 각 집단별로 IR실시이전 기간과 이후기간의 평균초과수익률 및 누적평균초과수익률을 분석하기로 한다. IR실시일 전후의 초과수익률은 업종별 평균수익률로 조정(mean adjusted method)하여 구한다.

먼저 i 주식의 t 일의 초과수익률(abnormal return ; AR)은 다음과 같이 구한다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{ct}$$

단,

AR_{it} : i 주식의 t 일의 초과수익률

R_{it} : i 주식의 t 일의 수익률

R_{ct} : i 기업이 속한 산업의 t 일의 단순평균수익률

초과수익률로부터 평균초과수익률(average abnormal return ; AAR)은 다음과 같이 구한다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

단, N = 표본의 수

여기서 구한 초과수익률을 검증기간 동안 누적하여 일정기간의 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return;CAAR)을 계산하고 통계적 유의성을 검증하기 위해 t검정을 실시하였다.

2. 표본의 선정

본 연구에서는 1996년부터 2000년 12월까지 IR활동을 실시한 거래소기업 중 IR 실시기업 221개 기업을 표본으로 선정하였다.¹⁾ 그 다음 본 연구의 목적에 따라 표본집단을 IR실시 지역을 기준으로 국내에서 실시한 경우와 외국과 또는 국내에서 실시한 집단²⁾으로 분류하였다. 기업들이 최근에는 외국에서 자본을 조달하기 위해 해외IR을 실시하는 경우가 많이 있는데, 이러한 경우에 우리나라의 증권시장에 미치는 영향을 국내에서만 실시한 경우와 비교하고자 하였다. 또 표본자료를 주관사별로 분류하여 국내기관이 주관한 경우와 외국기관이 주관한 경우로 분류하였다. 이는 이들 주관 기관의 차이에 따라 정보전달 효과의 차이를 분석하기 위함이다. 표본기업을 이와같이 세분

한 것은 IR활동의 공신력과 정보불균형의 정도가 상이하고, 그 상이성에 따라 투자자들의 평가결과 역시 다를 수 있다고 보기 때문이다.

IV. 연구결과

본 연구에서는 IR활동이 주가에 미치는 영향을 살펴보기 위하여, 각 집단별로 IR실시 전후 30일(-30일~+30일) 동안의 누적평균초과수익률 추이 및 차이분석을 하였다. 전체기간은 다시 사전기간과 사후기간으로 나누어 분석 하였으며, 분석결과는 다음과 같다.

1. 단독실시 및 합동실시 기업집단의 초과수익률 분석

거래소기업과 코스닥기업이 IR을 기업 자체적으로 실시하는 경우를 단독실시 기업집단으로, 공공기관, 금융기관 등 외부기관이 주관하여 여러 기업이 동일한 장소에서 실시하는 경우를 합동실시 기업집단으로 구분하여 IR의 정보효과를 분석하였다.

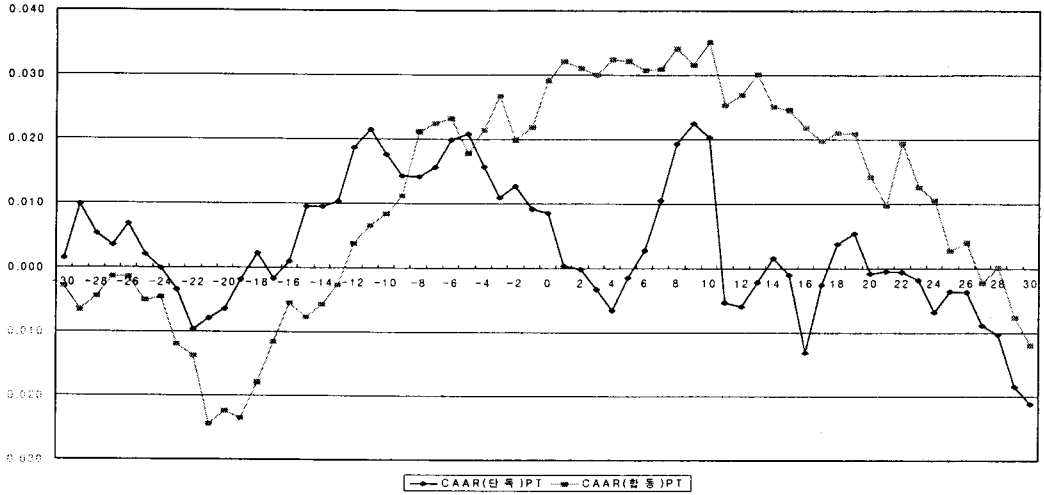
(1) 누적평균초과수익률 비교

단독실시 기업집단과 합동실시 기업집단의 평균초과수익률을 구하고, 이를 분석기간 동안 누적한 거래소기업의 단독실시집단과 합동실시집단의 누적평균초과수익률을 비교한 결과이다.

<그림 1>에서 IR을 실시한 거래소기업 단독실시 기업집단의 CAAR은 IR실시 이전

- 1) 분석기간(1996~2000년) 중 IR을 실시한 기업은 거래소기업 258개, 코스닥기업 95개이다. 이 중에서 ①분석기간 중 합병이나 영업의 일부가 양도 등으로 회사의 자산구조에 심각한 변화가 발생한 기업 ②금융 및 건설업 ③관리 중이거나 부도발생기업 ④신규상장 3개월 이내 기업 ⑤주가의 초과수익률(AR) 또는 분석에 필요한 자료 등을 얻을 수 없는 기업은 자료에서 제외하였다.
- 2) 국내외 집단은 국내(외)에서 실시하고 1개월 이내에 동일한 IR자료를 가지고 국외(내)에서 실시한 경우이다.

<그림 1> 거래소기업의 단독 및 합동실시 집단의 CAAR 비교



기간 (-20일~-12일)에서 상승하였으며 이 후기간에서는 실시후 (+5~+9일)에서 일시적으로 상승하였으나 대체적으로 하락하는 추세를 나타내고 있다. 다시 말해서 단독 실시 기업집단에서의 IR실시 효과는 양(+의 사전 기대효과로 일부 나타나고, 음(-)의 사후 조정효과가 있는 것으로 파악된다. 전

체기간 동안의 분석에서 CAAR은 IR실시이 전 기간의 미미한 양(+의 기대효과와 음(-)의 조정효과가 상당히 존재하는 것을 볼 수 있다.

한편, 합동실시 기업집단의 경우는 실시 이전 (-19일~0일)기간에서 기울기가 가파르게 상승하였으며, 실시이후 +10일 기간부

<표 3> 거래소 기업의 단독 및 합동실시 집단의 누적평균초과수익률

기 간	CAAR	추가조정률*
(-30~ -1)	0.00918	-3.2473
(+1~ +30)	-0.02981	
(-30~ +30)	-0.02120	-

패널 A : 단독실시 기업집단

기 간	CAAR	추가조정률*
(-30~ -1)	0.02185	-1.8879
(+1~ +30)	-0.04125	
(-30~ +30)	-0.01204	-

패널 B : 합동실시 기업집단

터 급격히 감소하는 경향을 나타내고 있다. 즉, 합동실시 기업집단에서는 전체 분석기간 동안의 CAAR은 IR실시이전 기간 양(+)의 기대효과와 IR실시 이후 음(-)의 조정효과가 존재하는 것으로 나타났다.

이상의 설명을 구체적인 통계량을 가지고 확인하기 위해 독자실시기업집단, 그리고 합동실시 기업집단의 각 분석기간에서의 CAAR를 구해보면 <표 3>과 같다.

<표 3>의 패널 A에서 단독실시 기업집단의 IR실시효과는 IR실시 30일전부터 1일 전까지의 CAAR은 0.9%이다. IR실시후 1일부터 30일까지의 CAAR은 -3.0%이다. 한편, 추가조정율은 -324.7%에 이른다. 다시 말해서 단독실시집단의 경우 IR실시효과는 IR실시이전의 양(+)의 기대효과가 IR 실시 이후의 음(-)의 조정효과에 의해 모두 상쇄될 뿐만 아니라 추가 하락 현상이 있음을 알 수 있다.

패널 B에서 합동실시 기업집단의 IR실시효과는 IR실시이전 기간에 미리 반영되어 CAAR이 2.2%로 나타난다. 단독실시 기업

집단의 실시이전 CAAR에 비해 2.4배이다. 이는 합동실시기업의 IR활동이 투자자들에게 큰 호재로 받아들여지고 있음을 알려주는 결과이다. 또한 IR실시일 이후부터 실시 후 30일까지의 CAAR은 -4.1%이다. 즉, IR 실시 이후의 추가조정율은 -188.8%에 이르고 있다. 합동실시기업의 IR실시전 사전기대효과는 양(+)의 기대효과로 나타났으며 단독실시 기업집단의 그것에 비해 2.4배가 더 크다는 사실을 알 수 있다.

기업이 합동으로 IR을 실시하는 경우는 외부기관이 주관하여 여러 기업이 합동으로 실시하는 경우로서 기업 단독 실시하는 경우의 그것보다 공신력이 있다고 인정되고, 또 주관기관이 사전적으로 심의를 거치기 때문에 왜곡된 정보공시 및 부실공시의 가능성이 줄어들 것으로 판단된다. 또한 참가기업과의 경쟁적 관계로 인한 충실한 자료 준비와 그리고 외국에서 합동으로 실시하는 경우가 다수 포함되므로 합동IR 실시기업의 경우가 단독실시 집단보다 초과수익률이 높

<표 4> 단독실시 기업집단과 합동실시 기업집단간의 차이검정

집단	전체기간(-30~30)		사전기간(-30~-1)		사후기간(1~30)	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
단독실시집단	-0.02120	0.01014	0.00918	0.00888	-0.02981	0.00981
합동실시집단	-0.01204	0.01709	0.02185	0.01531	-0.04125	0.01340
t값 (p-value)	-2.887** (0.005)		1.972 (0.053)		-0.008 (0.994)	

주)① *, **는 각각 5%, 1% 유의수준에서 유의적임, ② 또한 모든 기간(전체기간, 사전기간, 사후기간)에서 CAAR이 0과 유의적으로 차이가 나는 것으로 검증되었음(p=0.000).

게 나타나는 것으로 사료된다.

(2) 차이검정

다음 <표 4>는 거래소기업의 IR활동을 단독실시 기업과 합동실시 기업으로 나눈

다음 전체기간과 사전기간, 사후기간으로 분류하여 차이검정한 결과이다.

<표 4>에서 보듯이, 거래소기업의 단독·합동실시의 두 집단간 CAAR의 차이는 전체기간($t=-2.887$)은 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 그러나 두 집단간 사전기간($t=1.972$)과 사후기간($t=-0.008$)에서는 유의적인 차이가 없는 것으로 나타났다.

2. 국내와 국내외 실시의 비교

(1) 누적평균초과수익률 비교

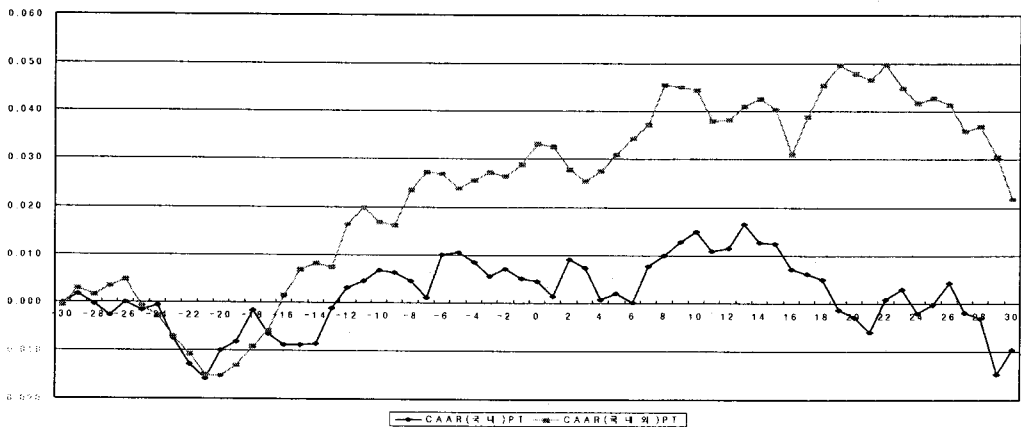
거래소기업의 IR실시를 국내실시 집단과 국내외실시 집단으로 분류하고 누적평균초과수익률(CAAR)을 그림으로 나타내면 <그림 2>과 같다.

<그림 2>에서 볼 수 있는 바와 같이, IR을 실시한 국내실시 기업집단의 누적평균초과수익률(CAAR)은 IR실시이전 (-14일~-6일) 기간에서 상승했으나 그 변화는 크지 않았다. 다시 말해서 IR을 실시한 국내실시 기업집단에서 IR실시 효과는 미미한 양(+)의 사전기대효과로 주로 나타나고, 사후기간에서는 음(-)의 조정효과가 크게 나타나는 것으로 파악되었다.

한편, 국내외 실시집단의 CAAR은 IR실시이전 기간에 상승하고, IR실시이후 기간에도 추가적으로 더 상승하였다. 이는 국내외 실시집단에서 IR실시의 양의 기대효과와 IR 실시 이후에도 양(+)의 조정효과가 추가로 나타남을 알 수 있다.

이상의 그림에서 설명한 IR실시 효과를 구체적인 통계량을 가지고 확인해 보기 위해, 분석기간 동안의 CAAR을 구해보면 <표 5>과 같다. 전체기간을 다시 사전기간(-30~-1)과 사후기간(+1~+30)으로 나누어

<그림 2> 국내실시와 국내·외 실시집단의 누적평균초과수익률 비교



<표 5> 국내실시 기업집단과 국내외 실시 기업집단의 CAAR

패널 A : 국내실시 기업집단

기 간	CAAR	추가조정률*
(-30 ~ -1)	0.00508	-2.7815
(+1 ~ +30)	-0.01413	
(-30 ~ +30)	-0.00968	-

패널 B : 국내·외 실시 기업집단

기 간	CAAR	추가조정률*
(-30 ~ -1)	0.02886	-0.3967
(+1 ~ +30)	-0.01145	
(-30 ~ +30)	0.02173	-

사전기간과 사후기간 중 어느 기간에 주로 차이가 발생하는지를 분석하였다.

<표 5>의 패널 A에서 볼 수 있는 바와 같이, 국내실시기업집단의 IR실시효과는 IR 실시 30일전부터 1일전까지 CAAR은 0.5%로 나타난다. 사후기간에서의 CAAR은 -1.4%이다. 국내실시기업집단의 경우, IR활동이 투자자들에게는 사전기관에서 호재로 받아들여지고 있음을 알려주는 결과이다. 그러나 사후기간에서는 음(-)의 조정효과가 큰 것으로 나타났다.

한편, <표 5>의 패널 B에서 볼 수 있는 바와 같이, 국내외 실시집단에서 IR실시일 이후부터 실시후 30일까지의 CAAR은 2.9%이다. 즉, IR실시 이후의 추가조정률은 -39.7%이다. 이로부터 국내외 실시집단의 IR실시 효과는 IR실시 이전의 기대효과로 상당히 많이 나타나고, 사후기간에서는 미미한 음(-)의 조정효과가 나타남을 알 수 있다.

거래소기업의 IR 실시는 국내실시와 국내외 실시 모두 사전기간에서 IR실시가 주주의 부(富)에 긍정적인 반응으로 나타나고 있음을 알 수 있다. CAAR은 국내외 실시(2.9%)가 국내실시(0.5%)의 경우보다 사전기간에서 약 6배의 차이가 나는 것처럼 국내외실시를 투자자들은 더 큰 호재(good news)로 인식을 하는 것으로 나타났다. 이것은 외국에서 IR을 실시하는 것은 일반적으로 대기업 또는 그 만큼 우수한 기업이 포함되며, 외국에서 실시하는 경우는 여러 가지 준비 등으로 IR 실시정보가 사전에 유출되었기 때문으로 생각된다.

(2) 차이검정

<표 6>는 거래소기업의 IR실시를 국내외 집단으로 분류하여 분석한 자료를 전체기간, 사전기간, 사후기간으로 나누어 집단 간의 CAAR 차이검정을 실시한 결과이다.

<표 6> 국내실시 집단과 국내·외실시 집단 간의 차이검정

집 단	전체기간(-30~30)		사전기간(-30~-1)		사후기간(1~30)	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
국내실시집단	-0.00968	0.00748	0.00508	0.00706	-0.01413	0.00743
국내외실시집단	0.02173	0.01910	0.02886	0.01442	-0.01145	0.00746
t값 (p-value)	-8.263** (0.000)		-2.897** (0.005)		-3.106** (0.003)	

주)① *, **는 각각 5%, 1% 유의수준에서 유의적임. ② 거래소기업의 직접IR의 EPS 증가집단 및 감소집단 모두 그리고 모든 기간(전체기간, 사전기간, 사후기간)에서 CAAR이 0과 유의적으로 차이가 나는 것으로 검증되었음(p=0.000).

<표 6>에서 보는 것과 같이 국내실시집단과 국내외실시집단의 전체기간(-30~30)에서 CAAR은 유의적인 차이(t=-8.263)를 보이고 있다. 전체기간을 다시 사전기간과 사후기간으로 나누어 분석한 결과, 두 집단간 CAAR은 사전기간(-30~0)에서 유의적인 차이(t=-2.897)를 보였다. 또한 두 집단의 사후기간(1~30)에서도 두 집단간 CAAR도 유의적인 차이(t=-3.106)를 보여주고 있다.

3. IR실시시 주관사별 비교

표본기업이 IR을 실시하면서 주관사를 국내기관이 주관하는 경우(증권사 및 증권관련기관, 언론기관)와 외국기관이 주관하는 경우로 나누어 IR활동의 효과를 분석하였다.

(1) 누적평균초과수익률 비교

<그림 3>은 거래소기업 간접IR 집단의 평균초과수익률을 구하고, 이를 분석기간동

안 누적한 그림이다.

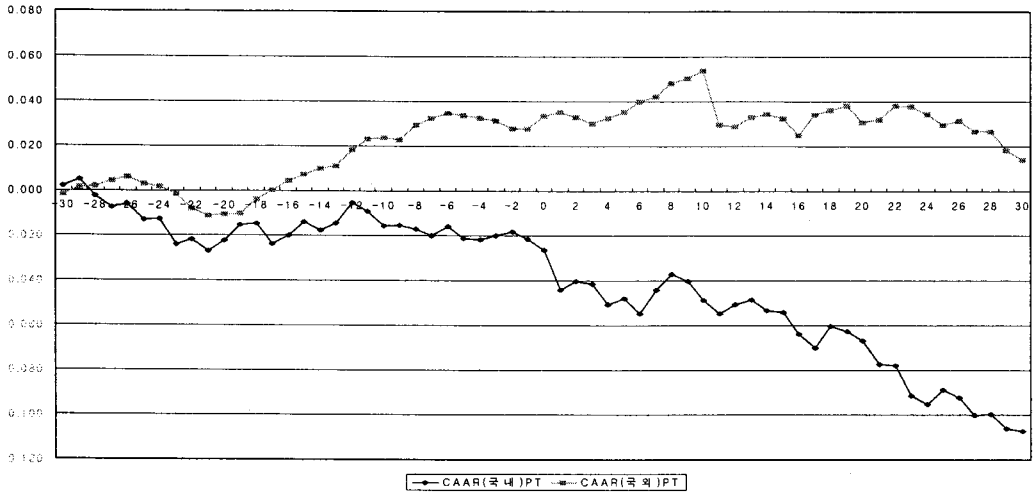
<그림 3>에서 볼 수 있는 바와 같이, 국내기관주관은 IR실시이전 기간에서 약간 하락하며 변화가 크지 않지만, 실시 이후기간에 추가적 하락을 보이는 형태이다. 이는 국내기관이 주관하는 집단의 IR실시의 기대효과와 조정효과 모두 음(-)으로 나타난다는 결과를 보여주고 있다.

한편, 외국기관 주관집단의 CAAR은 IR실시전 (-180일)부터 상승하고 실시일 이후(+10일) 까지 상승하는 형태를 보이고 있다. 이는 외국기관 주관 경우 IR활동에 대한 양(+)의 기대효과가 미미하게 발생하며, 음(-)의 조정효과도 미미하게 존재함을 보여주는 결과이다.

이상의 그림에서 설명한 IR실시 효과를 구체적인 통계량을 가지고 확인해 보기 위해, 분석기간 동안의 CAAR을 구해보면 <표 7>과 같다.

<표 7>의 패널 A에서 국내기관 주관 기업집단의 IR실시효과는 IR실시이전 기간에

<그림 3> 국내기관주관 기업집단과 외국기관주관 기업집단의 CAAR



<표 7> 국내기관주관·외국기관주관기업집단의 CAAR

패널 A : 국내기관 주관 기업집단

기간	CAAR	추가조정률*
(-30 ~ -1)	-0.02144	3.7673
(+1 ~ +30)	-0.08077	
(-30 ~ +30)	-0.10727	-

패널 B : 외국기관 주관 기업집단

기간	CAAR	추가조정률*
(-30 ~ -1)	0.02768	-0.7034
(+1 ~ +30)	-0.01947	
(-30 ~ +30)	0.01400	-

서의 CAAR은 -2.1%이며 IR실시일 이후의 사후기간에서의 CAAR은 -8.0%이다. 즉, IR실시 이후의 추가조정률은 376.7%에 이르고 있다. 이로부터 국내기관 주관 기업집단에서 IR실시 효과는 IR실시 이전의 음(-)

의 기대효과와 조정효과가 있는 것을 알 수 있다.

<표 7>의 패널 B에서 외국기관 주관집단의 IR실시 효과는 IR실시전 기간에 반영되어 IR실시 사전기간의 CAAR은 2.7%이

다. IR실시일 이후의 사후기간의 CAAR은 -0.02%이다. 즉, IR실시 이후의 추가조정률은 -70.3%이 있다. 이로부터 외국기관 주관 집단의 IR실시효과는 IR실시 이전의 양(+)의 기대효과로 주로 나타나고, 실시 이후에는 미미한 양(+) 조정효과가 나타나고 있음을 알 수 있다.

이상의 결과로 볼 때 거래소기업의 주관 기관별 IR실시효과는 사전기간(-30~-1)에서는 외국기관 주관집단의 경우에는 양(+)의 기대효과이지만, 국내기관 주관 집단의 경우에는 음(-)의 기대효과로 나타나고 있다. 이러한 결과는 외국기관이 주관하는 경우에는 표본기업 안에 외국에서 실시하는 경우의 기업과 대표기업 초청 등의 합동으로 실시하는 기업이 다수 포함되어 있기 때문으로 사료된다.

(2) 차이검정

<표 8>에서 보는 것과 같이, 거래소기업의 국내실시집단과 외국기관실집단의 두

집단간 CAAR의 차이는 전체기간(t=-14.282)에서 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다. 또한 두 집단간 사전기간(t=-3.908)과 사후기간(t=-5.841)에서도 두 집단간 유의적인 차이가 있는 것으로 나타났다.

4. 내부자 지분변동율 차이 분석

이번에는 기업 IR활동을 전후한 내부자들의 거래형태가 시장에 어떠한 추가적 정보 내용으로 전달되는가를 보기 위하여 지분변동율이 주가에 미치는 영향을 살펴보았다. 즉, 표본기업의 내부자 지분을 자료로 가지고 IR실시를 전후하여 내부자들의 지분변동형태가 주가에는 어떤 영향을 주는가를 검토하였다. 일반적으로 IR 실시 정보를 사전에 알 수 있는 내부자들은 IR 실시전후의 정보가 호재라면 재무분석가들의 이익예측치가 증가할 것이며 내부자들은 이를 사전에 알고 행동을 취할 것이고, 만약에 예측치가 감소한다면 반대의 행동을 취할 것으

<표 8> 국내기관 주관 실시집단과 외국기관 주관 실시집단간의 차이검정

집단	전체기간(-30~30)		사전기간(-30~-1)		사후기간(1~30)	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
국내주관사집단	-0.10727	0.03023	-0.02144	0.00779	-0.08077	0.02225
외국주관사집단	0.01400	0.01643	0.02768	0.01519	-0.01947	0.00820
t값 (p-value)	-14.282** (0.000)		-8.499** (0.000)		-9.111** (0.000)	

주)① *, **는 각각 5%, 1% 유의수준에서 유의적임, ② 또한 모든 기간(전체기간, 사전기간, 사후기간)에서 CAAR이 0과 유의적으로 차이가 나는 것으로 검증되었음(p=0.000).

<표 9> 대주주 지분을 변동 차이검정

패널 A : 거래소기업 직접 IR집단

집단	IR 전 변동비율		IR 후 변동비율	
	평균	표준편차	평균	표준편차
EPS 증가집단	-0.00083	0.01905	0.00259	0.01332
EPS 감소집단	0.01028	0.11493	-0.00203	0.02293
t값 (Sig.)	-1.013 (0.312)		1.756 (0.081)	

패널 B : 거래소기업 간접 IR 집단

집단	IR 전 변동비율		IR 후 변동비율	
	평균	표준편차	평균	표준편차
EPS 증가집단	0.00006	0.00712	-0.00481	0.01535
EPS 감소집단	0.00511	0.01715	0.01026	0.05300
t값 (Sig.)	-1.113 (0.276)		-1.151 (0.261)	

로 예상된다.

<표 9> 패널 A의 거래소기업의 지분율 변동의 경우 모두 유의수준을 벗어나므로 유의적인 차이는 보이지 않고 있다. 다만 거래소기업 직접IR집단의 경우 EPS 증가기업 집단의 경우에는 내부자들이 사전에는 매도우위를 보이다가 사후에는 매수우위로 전환되고, 반면 EPS 감소 기업집단의 경우에는 사전에는 매수우위, 사후에는 매도우위를 나타내고 있다. 따라서 이 두 집단 간에 어느 정도 방향성은 있는 것으로 판단된다. 반면 간접 IR 집단의 경우에는 거래소기업집단과는 정반대의 현상을 보여주고 있다.

V. 결 론

본 연구의 목적은 우리나라 증권시장에서 기업과 투자자간의 정보의 불균형을 감소시키는 경영전략으로서 IR활동이 주가에 미치는 효과를 분석하였다. 분석방법에 있어서는 기업 IR활동을 국내 실시, 해외실시, 국내 주관기관과 해외 주관기관 실시, 단독실시와 합동실시로 나누어 각각의 정보 효과의 차이를 분석하였다.

이러한 연구결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 표본기업의 IR실시를 단독실시와 합동실시로 분류하여 분석한 결과, 합동실시의 경우가 단독실시의 경우보다 초과수익율이 높게 나타났다. IR실시이전 기간에서 단독실시보다는 CAAR에서 약 2배의 차이가 나타났다. 합동실시 기업의 IR활동이 투자자들에게 큰 호재로 받아들여지고 있음을

알려주는 결과이다. 이러한 결과는 기업이 합동으로 IR을 실시하는 경우는 대부분 외부기관이 주관하여 여러 기업이 합동으로 실시하는 경우로서 기업이 단독 실시하는 경우의 그것보다 공신력이 있다고 인정되고, 또 주관기관의 사전심의를 거치기 때문에 왜곡된 정보공시 및 부실공시의 가능성이 줄어들 것으로 기대하기 때문이다.

둘째, IR실시 장소를 국내와 국내외로 분류하여 비교 결과, 거래소기업의 국내실시와 국내외 실시 모두 사전기간에서 IR실시는 주주의 부(富)가 증대될 것이라는 긍정적인 반응을 보여주었다. CAAR이 국내외 실시(2.9%)가 국내실시(0.5%)의 경우보다 사전기간에서 약 6배의 차이가 나는 것처럼 국내외실시를 투자가자들은 더 큰 호재(good news)로 인식하는 것으로 보인다. 이것은 외국에서 IR을 실시할 경우 일반적으로 대기업이나 우수한 기업이 많이 포함되고, 외국에서 실시할 경우에는 또 여러 가지 준비과정 등으로 IR 실시정보가 사전에 유출되었기 때문으로 사료된다.

셋째, 표본기업의 IR실시시에 주관사를 국내기관이 주관하는 경우와 외국기관이 주관하는 경우로 분류하여 분석결과, 거래소기업의 주관기관별 IR실시효과는 사전기간(-30~-1)에서는 외국기관 주관집단은 양(+)의 기대효과이지만, 국내기관 주관집단의 경우에는 음(-)의 기대효과로 나타나고 있다. 이러한 결과는 외국기관이 주관하는 경우에는 외국에서 실시하는 경우의 기업들과 대표기업 초청 등의 합동으로 실시하는 기업들이 다수 포함되어 있기 때문인 것으로

사료된다.

넷째, 이 주가에 미치는 영향을 내부자들의 IR실시를 전후한 내부자 지분변동을 검토하였다. 분석결과 거래소기업의 지분율 변동의 경우 모두 유의수준을 벗어나므로 유의적인 차이는 보이지 않고 있다. 다만 거래소 기업집단의 경우 EPS 증가기업 집단의 경우에는 내부자들이 사전에는 매도우위를 보이다가 사후에는 매수우위로 전환되고, 반면 EPS 감소 기업집단의 경우에는 사전에는 매수우위, 사후에는 매도우위를 나타내고 있다. 따라서 이 두 집단 간에 어느 정도 방향성은 있는 것으로 판단된다.

본 연구의 한계점으로는 IR 이외의 사건(confounding events)이 포함될 수 있는데 이를 효과적으로 제거하지 못했으며, 사건일을 기업의 최초 IR 실시 협의일로 파악하지 못하고 IR 실시일을 사건일(event day)로 함으로써 사전정보 누출을 통제하지 못한 기존 연구의 한계를 극복하지 못했다는 점이다.

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 김준철(2001), “한국 기업의 전략적 커뮤니케이션 행위에 대한 연구”, 성균관대학교원 박사학위논문.
- 김철중, 송명규(1999), “IR활동과 투자행태에 관한 연구”, 증권학회지 24집, pp.55-80.

- 나영, 김용성(2000), “IR활동의 한일 국가별 실태분석”, 중앙대 산업경영연구 제9권.
- 나인철, 이남주(1999), “기업 매출목표의 공시와 재무분석가 매출예측치의 수정”, 회계학연구 제24권, pp.55-87.
- 반수원, 임준형(1999), “IR의 정보효과”, 목포대 경영논집 제3집, pp.65-107.
- 손성규, 전영순(2000.12), “거래량변동을 통한 경영자 예측정보공시의 정보효과에 관한 연구”, 회계학연구 제25권 제4호, pp.27-53.
- 윤서진(2000), “A Comparative Study on the Activity Elements of Investor Relation in Korea and Japan”, 서울여자대학교 대학원 경영학과 박사학위논문.
- 이경주, 장지인(1992), “재무분석가의 기업이익 예측능력”, 회계학연구 제17호, pp.193-220.
- 정우성(1997), “경영자 이익예측 정보의 정확성과 시장기대이익 대응치로서의 적합성”, 증권학회지 21집, pp.265-293.
- 정형찬(1997.10), “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안”, 재무관리연구 제14-2호, pp.273-312.
- 최선근(2001), “우리나라 IR활동이 주가에 미치는 효과에 관한 연구”, 명지대학교원박사학위논문.
- Managers' Earnings Forecasts and Symmetrical Adjustments of Market Expectations”, *Journal of Accounting Research* 22(1984, Autumn), pp.425-444.
- Andrew, K., “The Financial Public Relations Handbook”, Woodhead-Faulkner(1990).
- Brown, S. and Warner J., “Measuring Security Pride Performance”, Financial Marketing and Communications, *New York Institute of Finance*(1991).
- Charlie Pownall & Quentin Anderson, “Relations-Effective online Investor Relations”(1999).
- Donald R. Nichols, “The Handbook of Investor Relations”, Dow Jones-Irwin (1989), pp.74-80.
- Helfert Erich A., “Investor Relation and Valued-Based Management”, NIRI' IR Quarterly(1998).
- IR Society, “Best practice in online Investor Relations”, *Investor Relations Society*(2000).
- Waymire, G., “Additional Evidence of Information Content of Management Earnings Forecasts”, *Journal of Accounting Research* 22:(1984), pp.703-718.

<외국문헌>

Ajinkya B., and M. Gift, “Corporate

IR Activity and Stock Price Behavior

Seung-Bin Choi, Jun-Hee Cho

Abstract

IR(Investor Relation) is an active management activity to provide well balanced information to investors which can reduce asymmetry of information between investors and management. This activity could contribute to the long-term development of corporation with increased mutual trust between investors and management. Consequently, in these days, IR is widely recognized as an effective measure of securing corporate transparency, maximization corporate value, and stock-holder oriented management.

The purpose of this study is to examine the effect of corporate IR activity on investment behavior as well as stock price. It is assumed that if asymmetry of information between investors and management is cured by active IR activity from a corporation, with more transparent and reliable information of the firm at hand investors would more actively involved in trading. Statistically speaking, I assumed that the more information provided by IR activities, the higher value of a corporation at the stock trading.