

세무와회계저널
제11권 제3호 2010년 9월 pp.9~35
한국세무학회

공시수준의 측정치에 관한 비교연구*

손성규** · 김연화*** ·곽지영****

<요 약>

기존의 연구에서는 공시빈도수 또는 자율공시 빈도수를 공시수준의 대용치로 사용하였다. 그러나 기업내 모든 정보에 대해 접근할 수 있는 경제주체는 내부자밖에 없기 때문에 단지 기업 외부자가 관측 가능한 정보인 공시빈도수로 기업의 공시수준을 판단한다면 공개하지 않는 정보의 양에 대한 접근이 불가능하므로 측정상의 오류를 범할 수 있다. 이와 같이 공개되지 않는 정보에 대해 접근할 수 있는 좋은 연구의 도구가 조회공시이다. 물론, 조회되는 정보에 대해서 해당기업이 이러한 정보가 잘못된 정보라고 확인해 준다면 기업이 이러한 정보를 원천적으로 갖고 있지 않은 정보였다고 확인되지만 그렇지 않은 경우는 자율공시 등에 의해서 공개되어도 될 수 있었던 정보인데도 기업이 이를 공개하지 않은 것으로 볼 수 있다.

본 연구에서는 자발적 공시인 자율공시, 공정공시와 수동적 공시인 조회공시를 고려하여 다양한 방법으로 공시수준을 측정하고 각 측정치들의 타당성을 검토함으로써 공시수준의 보다 적절한 측정치를 개발한다. 실증분석결과, 자율공시는 공시수준의 측정치로서의 타당성이 입증되지 않았으며 자발적 공시와 조회공시를 동시에 고려하여 공시수준을 측정하는 경우 기존의 자발적 공시의 빈도수가 공시수준의 측정치로서 가지고 있는 한계점을 보완할 수 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 자율공시, 공정공시와 조회공시를 동시에 고려하여 기업의 공시수준을 측정하였다는 데 의미가 있다. 본 연구의 결과에 의하면 기업의 공시수준을 평가함에 있어서 자발적 공시뿐만 아니라 조회공시도 고려되어야 함을 시사한다.

<주제어> 자율공시, 공정공시, 조회공시, 공시수준

* 첫 연구자의 연구는 연세대학교 경영연구소의 지원으로 작성됨.

두 번째 연구자의 연구는 延邊大學校 211프로젝트, 중국吉林省社會科學基金(2009B194)의 지원으로 작성됨.

** 연세대학교 경영대학 교수, sksohn@yonsei.ac.kr, 제1저자

*** 河北工業大學管理學院 부교수, jinlianhua@hanmail.net, 교신저자

**** 세명대학교 회계학과 전임강사, jykwak@yonsei.ac.kr

I. 서 론

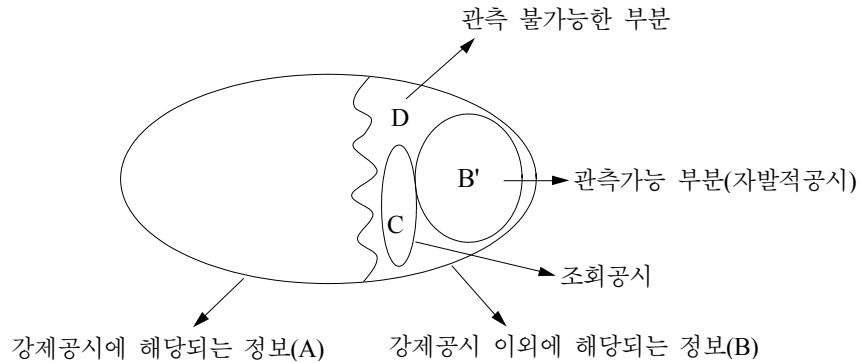
기업공시는 기업이 소유하고 있는 전체적인 정보를 어느 정도 외부와 공유하려는 지에 따라 기업간 정도의 차이, 즉 공시수준의 차이가 존재한다. 이러한 기업의 공시수준의 차이는 주로 자발적 공시에서 비롯된다. 공시를 강제공시와 자발적 공시로 구분할 때 강제공시는 선택의 여지가 적다. 물론 강제공시 역시 공시에 포함하는 내용에 따른 품질의 차이는 있을 수는 있지만 공시사항별로 규정되어 있고 불성실공시에 대한 관리 및 규제가 잘 갖춰져 있기 때문에 기업의 재량이 개입되기 어렵다. 반면에 자발적 공시정보에 관련해서는 기업별로 공시수준에 큰 차이가 있다. 그 이유는 자발적 공시는 기업에 공시의 선택권이 주어지므로 기업의 능동적인 의사에 따라 공시여부가 결정되기 때문이다.

자발적 공시는 기업이 정보를 공유하려는 의사의 표현이기 때문에 정보불균형을 해소한다는 차원에서 연구의 주제로 널리 사용되었다. 기존의 연구에서는 자율공시 빈도수 또는 공정공시 빈도수를 자발적 공시의 대용치로 많이 사용하였다. 그러나 기업내 모든 정보에 대해 접근할 수 있는 경제주체는 내부자밖에 없기 때문에 어떠한 정보를 내부에서 비공개로 하며 어떠한 정보는 외부로 유출하는지는 공개된 정보만 갖고 판단하기에는 어렵다.

<그림 1>에서 제시하였듯이 기업이 자발적으로 공개한 정보(자발적 공시, B')는 단지 강제공시사항이외의 정보(B) 중에 우리가 관측가능한 부분이다. 자발적 공시수준은 정확히 표현하면 강제공시사항이외의 정보(B)중 우리가 관측가능한 자발적 공시(B')의 비율을 의미하므로 실제 정보의 양을 무시하고 자발적 공시(B') 만을 자발적 공시수준의 대용치로 사용하는 경우 측정오차(measurement error)가 발생한다.

공시수준을 자율공시 빈도수로 측정함으로 해서 발생하는 문제점을 보완하는 방법 중의 하나로 조회공시(<그림 1>의 C)를 고려해볼 수 있다. 조회공시는 기업이 강제의무공시사항 이외의 정보에 대해서 자발적인 공시를 선택하지 않음으로 인하여 증권거래소로부터 요구받은 공시사항이므로 기업에 의해 공개되지 않은 정보에 대해 접근할 수 있는 방법이기 때문이다. 물론 조회공시 요구되는 정보에 대해서 해당기업이 부인한 경우는 기업이 이러한 정보를 원천적으로 소유하지 않은 것이지만 그렇지 않은 경우는 공개될 수 있는 정보인데 기업이 이를 공개하지 않은 것이다. 따라서 조회공시는 기업이 소유하고 있지만 자율공시를 통하여 능동적으로 공시를 수행하지 않았던 부분을 부분적으로나마 도출하였다는데 의미가 있는 공시라고 볼 수 있으며, 이러한 측면에서 조회공시가 많다는 것은 기업의 공시수준이 낮음을 의미한다.

〈그림 1〉 기업의 정보



본 연구에서의 공시는 증권선물거래소 전자공시시스템을 통한 공시를 대상으로 한다. 따라서 본 연구의 자발적 공시는 증권선물거래소 전자공시시스템을 통한 의무공시이외의 공시사항으로 정의하는바 자율공시항목과 공정공시 중 자발적 성격의 일부 항목을 포함한다. 자율공시 항목은 많은 내용을 포함하고 있고, 자발적 성격의 공정공시는 장래 사업계획 및 경영계획, 매출액 영업손익 등 전망/예측, 매출액 영업손익 등 영업실적 등 세 가지 항목을 포함한다.

자발적 공시 중의 한부분인 자율공시는 조회공시와 다음과 같은 공통점과 차이점이 있다. 공통점은 공시되는 정보의 내용이 유사하고 자율공시와 조회공시에서 모두 법규에 의해 강제되지 않는다는 것이다. 차이점은 자율공시는 능동적인 공시이고 조회공시는 수동적인 공시라는 점이다. 따라서 자율공시와 조회공시는 유사한 정보에 대한 상이한 공시성향을 반영한다고 할 수 있다. 또한 이러한 공시 성향에 근거하여 기업의 공시에 대한 전체적인 철학을 판단할 수 있다. 이러한 공시에 대한 철학은 본 연구에서 주제로 한 수시공시뿐만 아니라 재무제표로 대표되는 정기공시에도 적용될 수 있다.

본 연구에서는 자율공시, 공정공시, 및 조회공시를 이용하여 공시수준의 다양한 측정치를 개발하고 우수성을 비교하고자 한다. 이에 본 연구에서는 공시수준의 다섯 가지 측정치를 사용한다.

첫째, 자율공시 빈도수이다. 이는 자발적 공시의 선행연구에서 많이 사용한 측정치이다.

둘째, 자발적 성격의 공정공시 빈도수다. 선행연구에서는 공정공시 전체 빈도수와 정보비대칭의 관계를 검증하였는데, 공정공시는 강제적 성격의 공시와 자발적 성격의 공시내용을 모두 포함하고 있으므로 본 연구에서는 자발적 성격의 공정공시만 연구대상으로 한다.

셋째, 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시빈도수이다. 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시건수(AcceptedInqD)는 증권선물거래소로부터 조회공시를 요구받은 공시사항 중 부인되어 사실이 아닌 경우는 제외된 것이며, 미확정으로 결정이 되지 않은 경우 또한 제외된다. 그러나 미확정이었던 정보가 추후에 확정된 경우 또한 사후적으로 사실임이 확인되었으므로 포함한다. 이

러한 조회공시는 기업이 자발적인 공시를 선택하지 않아 규제당국으로부터 수동적으로 공시하게 된 것으로 조회공시 빈도수가 높을수록 공시성향은 낮다.

넷째, 공시성향 점수이다. 구체적으로 적극적인 공시인 자율공시 또는 공정공시는 건당 +1점을, 수동적인 공시인 조회공시는 건당 -1점을 부과하여 공시성향 점수측정을 시도한다.

다섯째, 자발적 공시비율이다. 이는 자발적 공시건수가 자발적 공시와 조회공시 중 차지하는 비율로 측정하는데 자발적 공시비율이 높을수록 공시성향이 높다.

본 연구에서는 공시수준을 나타내는 다섯 가지 측정치의 비교를 기존의 공시이론에 따라서 정보비대칭에 미치는 영향을 통하여 검증한다. 정보비대칭의 대응치로 주가변동성(VOLA), 재무분석가 예측정확성(AFA)을 사용하여 공시수준이 높을수록 주가변동성(VOLA)이 낮고 재무분석가 예측정확성(AFA)을 높일 것이라고 예측하고 인과관계에 따라서 회귀모형을 설정하여 타당성 및 우월성을 비교 검증한다. 본 연구의 실증분석결과 자율공시 하나만으로는 공시수준의 측정치로 타당하지 않음을 보이고 자율공시나 공정공시 각각 보다는 자발적 공시와 조회공시를 동시에 고려하여 공시수준을 측정할 경우에 정보비대칭을 줄여주는 것으로 나타나 기존의 공시수준 측정치의 한계를 보완할 수 있음을 보인다.

본 연구는 다음과 같이 기존의 연구에 공헌하고 있다.

첫째, 공시수준의 대응치의 개발이다. 자발적 공시와 관련한 연구의 한계가 실제 기업의 정보의 양을 측정할 수 없다는 점과 공시품질을 측정할 수 없다는 점이다. 본 연구는 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시건수(AcceptedInqD)와 공시성향점수(DT) 및 자발적공시비율(DTRatio)이라는 측정치를 통해 기존의 측정치에 비해 관측불가능한 부분의 정보를 부분적으로나마 도출하였다. 즉 “자발적으로 공시하지 않고 관측가능하지 않은 부분에 대해 조회공시 요구를 받아 공개하게 된 것”은 이러한 의미에서 자율공시 빈도수보다는 개선된 공시수준의 대응치를 개발하였다는 점에서 의미가 있다.

둘째, 공시수준의 측정치의 비교이다. 기업의 수동적인 공시를 나타내는 조회공시도 공시수준을 반영하며 자발적 공시빈도수보다는 자발적 공시와 조회공시를 동시에 고려한 측정치가 일관되게 우수함을 보인다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 논문의 II장은 자율공시, 공정공시 및 조회공시와 관련된 제도적 배경을 정리하고 III장에서는 공시수준의 측정치에 대한 선행연구를 정리함과 동시에 연구가설을 도출한다. IV장에서는 연구방법에 대해 설명함과 동시에 표본을 선정하고 V장에서는 본 논문의 실증분석결과를 해석하고 VI장은 본 연구의 결론과 한계점을 제시한다.

II. 제도적 배경

1. 자율공시제도

자율공시는 2000년 3월 24일에 도입되었는데 기업은 강제의무사항이외의 모든 정보를 자율공시항목을 통하여 공시할 수 있다. 단 자율공시의 신뢰성을 제고하기 위하여 자율공시의 경우에도 기 공시한 내용을 번복 또는 변경하면 불성실 공시법인으로 지정받도록 되어있다. 자율공시규정은 유가증권시장 공시규정의 제28조에 다음과 같이 규정되어 있다.

제28조(자율공시) ① 주권상장법인은 주요경영사항 이외의 세척에서 정하는 사항에 대하여 회사의 경영·재산 및 투자자의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있다고 판단되는 사항의 발생 또는 결정이 있는 때에는 그 내용을 사유발생일 다음날까지 거래소에 신고하여야 한다. ② 주권상장법인은 장래계획에 관한 사항 또는 공시의무사항 외의 주요경영사항에 대하여 투자자에게 알릴 필요가 있다고 판단하는 경우에는 그 발생 사실 또는 결정 내용을 사유발생일 다음 날까지 거래소에 자진하여 신고할 수 있다.

자율공시는 도입이후 지속적으로 확대 시행하여 왔다. 최근 증권선물거래소는 기업의 수시공시부담을 경감한다는 취지에서 2006년 4월 1일부터 의무수시공시 사항을 대폭 축소하고 자율공시사항을 확대 시행하기로 규제를 변경하였다. 따라서 의무 수시공시사항은 기존의 232개에서 134개로, 자율공시의 형식으로 운영되고 있는 자율공시 사항은 기존의 9개에서 43개 항목으로 확대되었고 상장사는 규정에 없는 중요사항에 대해서도 자율적으로 공시할 수 있도록 하였다.

2. 공정공시제도

공정공시제도는 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업이 공시시한이 도래되지 않은 중요정보 또는 법령상 공시의무 대상이 되지 않는 중요정보 등을 특정인에게만 선별 제공하는 경우 동일한 정보를 정보제공전까지 일반투자자에게도 공시하도록 의무화한 제도로 2002년 11월 도입되었다. 공정공시는 현재 유가증권시장 공시규정 제2장 공시의무의 제2절 공정공시의 제12조—제17조에서 규정하고 있고 실무에서는 증권선물거래소의 전자공시시스템의 공정공시 항목을 통해 별도로 공시하고 있다.

공정공시는 다음과 같은 세부항목을 분류하여 공시하는데 그중 장래사업계획 및 경영계획, 매출액 영업손익 등 전망/예측, 매출액 영업손익 등 영업실적 등 세 가지 세부항목을 자발적 공시라 할 수 있다.

- | | | |
|--|--|--|
| ☐ 공정공시의무(종합)관련사항 | ☒ 매출액 영업손익 등 영업 실적 | ☐ 조회공시요구(공정공시)에 대한 답변(부인) |
| ☒ 장래사업계획 및 경영계획 | ☐ 수시공시 의무관련사항 | ☐ 조회공시요구(공정공시)에 대한 답변 |
| ☒ 매출액 영업손익 등 전망/예측 | ☐ 조회공시요구(공정공시) | ☐ 기타 |

3. 조회공시제도

조회공시제도는 유가증권의 공정한 거래와 투자자 보호를 위하여 주권상장법인의 기업내용에 관한 “품문 또는 보도”, 주가 또는 거래량의 현저한 변동이 있는 경우 “중요한 정보의 유무”에 대한 공시를 거래소가 요구하게 되면 당해 상장법인은 이에 응하여 공시하도록 하는 제도이다(증권거래법 제186조 제2항, 제188조 제2항).

조회공시 요구시 거래소는 “품문 및 보도”, “중요정보의 유무”에 대하여 해당기업에 조회공시를 요구하고 공시매체를 통하여 당해 조회공시 요구사실 및 그 내용을 공표한다. 상장법인은 조회공시 요구에 관련해서 당일 또는 익일까지 답변을 해야 한다. 또한 조회공시의 신뢰성을 보장하기 위해서 기업이 거래소의 조회공시요구에 대한 답변을 번복하는 경우 불성실공시로 지정될 수 있다.¹⁾

조회공시 요구에 대한 답변은 확정내용에 대한 공시, 미확정내용에 대한 공시로 나누어진다. 확정내용을 공시할 경우 사실인 경우는 그 내용을 확정사항으로 공시하고 사실이 아닐 경우 “사실무근”으로 공시 또는 “중요한 정보 없음”으로 공시한다. 미확정내용 공시는 “검토중” 또는 “추진중”으로 공시하며 미확정 사항을 재공시할 경우 의무시한은 당초 공시일부터 1개월 이내에 수행하여야 한다. 단 1월 이내에 확정내용 또는 진척상황의 재공시가 곤란한 경우에는 당해 법인이 미확정 공시내용에 재공시 기한을 명시하고, 그 기간 내에 재공시하여야 한다.

4. 자율공시와 조회공시의 연관성

증권선물거래소 전자공시시스템을 통하여 공개되는 정보 중 자발적 공시는 자율공시와 공정공시중 일부 항목을 포함한다. 자발적 공시에 속하는 자율공시와 조회공시는 공통점과 차이점이 있다.

첫째, 자율공시와 조회공시의 공통점은 공시내용이 유사하다는 점이다. 자율공시는 기업이 거래소 전자공시시스템을 통하여 공시한 강제의무공시사항 이외의 정보이고, 조회공시는 시장에 유포된 품문 보도에 대해서 거래소가 기업에 확인하는 것으로 기업이 자율적으로 공시할 수 있

1) 유가증권시장공시규정 제30조(공시번복) 2, 3항

있던 정보이다.²⁾ 실제로 자율공시와 조회공시의 내용은 거의 비슷하다(<표 1>).

둘째, 자율공시와 조회공시의 차이는 공시태도의 차이이다. 자율공시는 기업이 능동적으로 공시한 것이고, 조회공시는 기업이 수동적으로 공시한 것으로 기업의 상이한 공시정책 또는 공시 철학을 반영한다고 할 수 있다.

<표 1> 자율공시와 조회공시 현황

사유별 구분	자율공시		조회공시 (전체)		조회공시 (확정)	
	건수	비율	건수	비율	건수	비율
(피)소송 관련	45	2.1%	15	0.9%	12	1.5%
금전대여/담보제공 관련	20	0.9%	1	0.1%	1	0.1%
매각/폐인수/영업양도(지분, 자산, 사업일부)관련	96	4.5%	226	13.6%	114	14.4%
인수/매입/영업인수(지분, 자산, 사업일부)관련	158	7.4%	155	9.4%	59	7.5%
배당 관련	2	0.1%	6	0.4%	5	0.6%
벌금/과징금/행정조치 관련	15	0.7%	7	0.4%	7	0.9%
부도/은행거래정지/영업인가취소 관련	3	0.1%	6	0.4%	3	0.4%
사업이전/확장 관련	36	1.7%	46	2.8%	23	2.9%
사채(주식/일반), DR 관련	73	3.4%	20	1.2%	9	1.1%
상장폐지신청 관련	3	0.1%	1	0.1%	—	—
손익구조변경 관련	88	4.1%	—	—	—	—
수주/공급계약 관련	133	6.2%	136	8.2%	106	13.4%
신기술/제휴/합작/자원개발 관련	46	2.2%	46	2.8%	19	2.4%
액면변경(분할/병합) 관련	—	—	11	0.7%	2	0.3%
영업정지/조업중단/거래중단 관련	21	1.0%	8	0.5%	6	0.8%
외부감사의견/자본잠식 관련	55	2.6%	69	4.1%	48	6.1%
외자유치 관련	13	0.6%	30	1.8%	13	1.6%
자사주(신탁)/주식소각 관련	21	1.0%	96	5.8%	41	5.2%
주주총회 관련	9	0.4%	—	—	—	—
증자/감자/출자전환 관련	22	1.0%	79	4.8%	48	6.1%
지분 교환	1	0.0%	42	2.5%	3	0.4%
차입 관련	29	1.4%	5	0.3%	3	0.4%
최대/주요주주변경 관련	22	1.0%	5	0.3%	5	0.6%
출자 관련	99	4.6%	—	—	—	—

2) 조회공시에 해당되는 정보가 의무적으로 공시했어야 했던 사항이라면 공시불이행으로 불성실공시로 지정되었을 것인데, 강제 의무공시사항이 아니었기 때문에 조회공시요구를 받은 것이다.

〈표 1〉 자율공시와 조회공시 현황 (계속)

사유별 구분	자율공시		조회공시 (전체)		조회공시 (확정)	
	건수	비율	건수	비율	건수	비율
합병/기업분할/분리 관련	20	0.9%	65	3.9%	31	3.92%
회계처리 관련	—	—	—	—	—	—
회사정리절차/화의/워크아웃 관련	46	2.2%	73	4.4%	56	7.1%
횡령/사기/위변조 관련	7	0.3%	11	0.7%	6	0.8%
정정공시	123	5.8%	—	—	—	—
잠정실적/흑(적)자 전환	59	2.8%	6	0.4%	5	0.6%
신용등급상향조정	11	0.5%	—	—	—	—
채권채무변제	4	0.2%	8	0.48%	2	0.3%
재해발생/특별손실발생	9	0.4%	—	—	—	—
판매계약체결	371	17.4%	2	0.1%	2	0.3%
해외투자	48	2.3%	10	0.6%	7	0.9%
최대주주와의 거래/임원의 주식매수	107	5.0%	—	—	—	—
특별이익	15	0.7%	—	—	—	—
고정자산처분	79	3.7%	33	2.0%	23	2.9%
고정자산취득	20	0.9%	—	—	—	—
공정거래자율준수프로그램도입	67	3.1%	—	—	—	—
예측치전망/경영계획	5	0.2%	1	0.1%	1	0.1%
기타	131	6.1%	17	1.0%	9	1.1%
현저한 시황변동	—	—	422	25.5%	122	15.4%
합계	2132	100.0%	1658	100.0%	791	100.0%

Ⅲ. 선행연구 및 연구가설

1. 선행연구

기업의 공시수준을 선행연구에서는 다양한 방법으로 측정하였다.

대부분의 미국연구는 AIMR(Association for Investment and Research)의 공시점수를 공시수준 또는 공시품질의 대용치로 사용하여 공시관련 연구를 진행하였다. Lang and Lundholm(1993)이 AIMR 공시점수를 기업공시의 대용치로 사용하였고 그 뒤로 Welker(1995), Sengupta(1998),

Healy, Hutton, and Palepu(1999), Botosan and Plumlee(2002), Lang and Myers(2003) 등 많은 연구에서 지속적으로 사용되고 있다.

Lang and Lundholm(1993)은 기업공시(AIMR disclosure score)에 영향을 주는 요인들을 분석하였다. 분석결과, 기업공시는 기업규모와 성과와 양의 관련성을, 이익과 주가의 상관관계(correlation between earnings and returns)와 음의 관련성을 보였고, 주식발행이 있는 기업의 공시점수가 높음을 보였다. Lang and Lundholm(1996)은 AIMR 공시점수로 측정된 기업의 공시수준과 재무분석가 특성의 관계를 살펴보았다. 분석결과 공시수준이 높은 기업일수록 재무분석가 수가 많으며, 재무분석가 이익예측분산과 이익예측오차가 적음을 보임으로써 높은 공시수준은 자본시장에서 투자자를 유치하고 예측위험을 낮추며 정보비대칭을 줄이는 등 기업의 자본비용을 낮추는 효과가 있음을 제시하였다.

Welker(1995)는 AIMR 공시점수가 높은 기업의 정보비대칭(bid-ask spread로 측정)이 낮다는 결과를 보고하였고, Sengupta(1998)는 AIMR 공시점수가 높은 기업의 부채조달비용이 낮음을 보고하였다. Healy, Hutton, and Palepu(1999)는 AIMR 공시점수가 지속증가기업은 주식유동성이 높고 재무분석가 수가 많고, 기관투자자가 많고, 주가실적이 좋음을 검증하였다. Botosan and Plumlee(2002)의 연구에서는 AIMR 공시점수와 자본조달비용은 유의한 음의 값을 보이지만 동시에 분기보고서 공시수준과는 양의 관련성을 보였다. Lundholm and Myers(2002)에서 공시품질이 좋은 기업의 주가는 공시품질이 낮은 기업보다 미래이익을 더 잘 반영함을 제시하였다.

Botosan(1997)은 사업보고서는 기업정보의 가장 중요한 원천으로 일반적으로 받아들여지고 있다는 점에서 사업보고서를 자발적 공시수준을 측정하는 좋은 대용치로 보았다. 사업보고서상의 자발적공시의 건수에 근거하여 공시수준을 측정하였다. 이러한 자발적 공시는 투자자와 재무분석가에 의해 확인된 투자의사결정에 유용한 5개(background information, summary of historical results, key non-financial statistics, projected information, management discussion and analysis)로 분류하여 공시수준 측정의 대용치로 보았다.

국내에는 미국의 AIMR 공시점수와 같은 공시전반에 걸친 평가지수가 없기 때문에 공시수준의 측정치로 자율공시 또는 공정공시 건수, 사업보고서 또는 영업보고서상의 회계정보 및 특정 단어 빈도수를 사용하였다.

허영빈과 심상규(2003)에서는 영업보고서를 대상으로 공시수준을 측정하고 소유구조가 공시수준에 미치는 유의적인 양의 영향을 미친다는 결과를 보고하였다. 이 연구에서는 공시수준을 측정함에 있어서 영업보고서에 공시된 모든 강제적, 자발적 정보를 대상으로 정보항목을 측정하고 계량화하였다. 개별기업의 공시지수는 공시수준을 실제공시점수(actual disclosure score)를 예상 공시점수(expected disclosure score)로 나누어 측정하는 상대적 공시지수(RDI : relative disclosure index)를 공시수준으로 사용하였다.

안태식과 이정훈(2005)은 자발적 공시수준을 영업의 개황에 포함된 전체 단어수와 재무적, 비

재무적 중요 단어 빈도수로 각각 측정하고 사업보고서에 포함된 영업의 개황을 통한 자발적 공시의 경제적 결정요인을 분석하였다. 실증분석 결과 영업의 개황을 통한 공시수준은 외부자금조달, 산업의 집중도, 기업의 규모, 소액주주 지분율, 최고경영진의 공시 관여도와 양의 유의적인 관계를 보였다.

이정화와 손성규(2005)는 기업의 공시수준을 수시공시, 자율공시건수로 측정하고 기업지배구조가 기업의 정보공시에 긍정적인 영향을 미치는 지를 실증적으로 검증하였다. 실증분석 결과 이사회 독립성이 높을수록, 감사위원회를 도입한 기업일수록, 외국인 투자자지분율이 높을수록, 기관투자자 지분율이 높을수록, 경영자의 소유지분비율이 낮을수록 공시수준이 더 높은 것으로 나타났다. 따라서 기업지배구조는 기업의 공시수준에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

손성규 등(2006)은 자율공시수준이 재무분석가 예측값에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석결과 자율공시는 재무분석가 이익예측을 일치하기 어렵게 한다는 결과를 제시하고 있으며 그 이유를 자율공시를 통한 경영자의 선택적 공시, 편익된 정보의 공시가 재무분석가들의 이익예측을 일정한 방향으로 오도하였다고 해석하고 있다. 공시이론과 상반되는 손성규(2006) 등의 실증분석결과와는 자율공시가 공시수준의 측정치로 타당하지 않음을 의미하기도 한다.

선행연구에서 사용한 공시수준의 측정방법은 공시수준을 측정함에 있어서 일부 정보에만 국한되거나 또는 관측가능한 정보만 사용하였기 때문에 기업의 실제 정보의 양을 무시하여 측정오차가 있을 수 있다. 또한 그렇기 때문에 일부 선행 실증연구에서는 공시이론과 상반되는 결과를 보고하고 있다. 본 연구에서는 조회공시사항은 기업이 자율적으로 공시할 수 있었는데 공시를 수행하지 않았다는 논리에 근거하여 자발적 공시건수에서 조회공시건수를 통제하여 새롭게 공시수준을 측정함으로써 기존의 공시수준의 측정상의 한계점을 보완하고자 한다.

2. 연구가설

공시는 기업이 소유하고 있는 정보를 투자자들에게 전달하는 과정으로 공시수준은 기업과 투자자사이에 정보를 공유하고 있는 정도를 나타낸다. 이러한 의미에서 공시수준은 기업이 소유하고 있는 정보 중 투자자에게 공표하는 정보의 양으로 측정하여야 한다. 연구자 또는 투자자는 현실적으로 기업이 소유하고 있는 전체 정보의 양에 접근할 수 없으므로 선행연구에서는 보통 공시수준의 측정치로 공시빈도수를 사용하였다(Botosan, 1997 ; 이정화와 손성규, 2005 ; 박경진 등, 2006). 그러나 자발적 공시만을 사용하여 공시수준을 측정한 경우 측정오차가 발생할 수 있다. 예를 들어 A기업이 소유하고 있는 전체 정보가 100이고 B기업이 소유하고 있는 정보가 10이라고 가정할 때 A기업과 B기업이 똑같이 10의 정보를 공시하였다면 두 기업은 공시수준이 같다고 할 수 없다. A기업은 10%의 정보만 부분적으로 공시하였지만 B기업은 완전공시(full

disclosure)를 수행하였다. 공시빈도수가 가지고 있는 측정상의 문제점을 보완하기 위한 대안으로 사실임이 확인된 조회공시를 고려할 수 있다. 조회공시는 자발적 공시에 대한 상반되는 태도를 보여주는 것으로 기업이 소유하고 있지만 공개하지 않은 정보를 파악할 수 있기 때문이다. 따라서 강제공시이외의 정보 중 관측불가능한 부분을 제외한다면 자발적 공시와 사실임이 확인된 조회공시의 합을 기업이 소유하고 있는 강제공시이외의 정보의 합이라고 할 수 있다.³⁾ 본 연구에서는 자발적 공시 및 사실임이 확인된 조회공시를 고려하여 자율공시 빈도수, 공정공시 빈도수, 사실임이 확인된 조회공시 빈도수, 자발적 공시에서 조회공시를 차감하여 계산한 공시성향점수 및 자발적 공시비율 등 공시수준의 대응치를 제시하고 공시수준의 측정치의 우월성을 비교하고자 한다.

공시수준의 각 측정치의 우월성을 비교하기 위해서는 기존의 추상적인 개념들 사이에서 만들어진 이론을 적용하여 각 측정치가 이론적 관계를 뒷받침하는지를 검증하는 것이 필요하다. 정형화된 공시이론에 의하면 기업공시는 기업으로 하여금 보유하고 있는 사적정보(private information)를 시장에 전달함으로써 기업과 투자자사이의 정보비대칭뿐만 아니라 투자자사이의 정보비대칭을 감소시킨다고 한다(Merton 1987, Diamond and Verrecchia, 1991; Baiman and Verrecchia, 1996). 이와 같은 이론을 두 가지 논리로 해석한다. Merton(1987)을 대표로 하는 학자들에 의하면 공시수준이 향상되면 정보를 소유하지 못한 투자자(uninformed investor)의 거래를 유발하게 되므로, Verrecchia(1983), Diamond(1985)을 대표로 하는 학자들에 의하면 기업의 공적정보를 많이 공개하는 경우 사적정보를 탐색하려는 인센티브가 줄어들어 정보비대칭을 해소한다고 주장한다. 즉 공시수준이 높으면 정보비대칭이 낮다는 기존의 공시이론에 따라서 본 연구에서 제시한 다섯 가지 공시수준의 측정치를 사용하여 다음과 같이 연구가설을 도출하고 공시수준의 측정치의 타당성을 비교 검증한다.

[가설 1] 공시수준의 측정치로서 자율공시는 정보비대칭에 음의 영향을 미친다.

[가설 2] 공시수준의 측정치로서 공정공시는 정보비대칭에 음의 영향을 미친다.

[가설 3] 공시수준의 측정치로서 사실임이 확인된 조회공시는 정보비대칭에 양의 영향을 미친다.

[가설 4] 공시수준의 측정치로서 공시성향점수는 정보비대칭에 음의 영향을 미친다.

[가설 5] 공시수준의 측정치로서 자발적 공시비율은 정보비대칭에 음의 영향을 미친다.

3) 이런 논리가 성립되기 위해서는 증권선물거래소가 기업이 소유하고 있는 정보의 양을 인지하고 공시하지 않는 모든 정보에 대해 확인 작업을 수행해야 한다는 가정이 필요하므로 이런 접근법은 한계점을 가지고 있다. 공시수준의 완벽한 측정은 현실적으로 불가능하므로 본 연구에서는 기존의 연구와 비교시 보다 개선된 대응치를 제시하였다는데 의미를 두고 있다.

IV. 연구방법 및 표본의 선정

1. 연구방법 및 변수의 측정

본 연구에서는 새로운 공시수준의 대용치(Disclosure)를 제시하고 공시수준의 각 측정치의 타당성을 비교하기 위하여 공시이론에 기초하여 공시수준이 높을수록 정보비대칭이 낮다고 예측하고 인과관계에 따라서 회귀모형을 설정하여 타당성 및 우월성을 비교 검증한다. 공시수준의 대용치가 타당성이 있을 경우 공시이론과 일치하는 유의한 회귀계수값을 보일 것이고 모델설명력을 나타내는 결정계수값은 높은 값을 보일 것이다. 각 모델의 R^2 값이 유의적인 차이가 있는지를 검정하기 위해서 *Vuong test*(1989)를 진행한다.⁴⁾

정보비대칭의 대용치로 주가변동성(VOLA), 재무분석가 예측정확성(AFA)을 사용한다. 주가변동성은 해당기업의 일별주식수익률의 표준편차로 선행연구(Lang and Lundholm, 1993 ; Leuz and Verrecchia, 2000) 등의 선행연구에서 사용되었다. 논리는 안정적인 주식거래가격 형성은 낮은 주식수익률의 변동을 나타내게 되고, 낮은 주식수익률의 변동은 정보비대칭의 정도가 낮음을 나타내기 때문이다. 재무분석가는 기업의 외부투자자를 대변하며 재무분석가의 이익예측치와 실제이익의 차이는 투자자와 기업의 정보비대칭을 대변하므로 선행연구에서 널리 사용되었다(Lang and Lundholm, 1996 ; Lobo and Tung, 1998).

먼저 주가변동성을 종속변수로 할 경우 회귀모형은 다음과 같다.

$$VOL A = \alpha_0 + \alpha_1 Disclosure + \alpha_2 SIZE + \alpha_3 PRICE + \alpha_4 BETA + \sum \alpha_m Year + \sum \alpha_n Industry + \epsilon \quad (1)$$

VOLA = 연간 일별주식수익률의 표준편차

Disclosure = 공시수준의 대용치

SIZE = 총자산의 자연로그 값

PRICE = 연말종가의 자연로그값

BETA = 당해 연도 시장모형에 의해 추정된 체계적 위험

Year : 연도더미

Industry : FnGuide의 두 자리 산업코드에 근거한 산업더미

ϵ = 오차항

4) *Vuong test*를 제안한 검토자에게 감사한다. *Vuong test*는 모델설명력인 R-square의 차이의 유의성을 검증하는 방법이다. 종속변수와 기타 통제변수가 일치한 경우 *Vuong test*를 통하여 설명변수의 우수성을 판단하는 방법이기도 하다. 이 같은 검증방법은 이익과 현금흐름의 정보유용성을 비교하는 Dechow(1994)의 연구에서도 사용되었다.

위의 연구모델에서는 통제변수로 기업규모(SIZE), 주가(PRICE) 및 체계적 위험(BETA)을 사용하였다. 기업규모(SIZE)는 규모가 클수록 기업과 이해관계를 갖는 많은 정보이용자들에 의해 공시압력을 받을 것이므로 정보비대칭이 적을 것이라는 선행연구에 근거하여 통제하였다(Lang and Lundholm, 1996). 조중석과 조문희(2006)에 의하면 주가(PRICE)는 주가변동성에(VOLA)에 음의 영향을, 체계적위험(BETA)은 기업의 주가변동성(VOLA)에 양의 영향을 미치므로 통제하였다. 본 연구표본은 2002년부터 2004년의 금융업을 포함한 모든 상장기업을 대상으로 하기 때문에 회귀모델에 연도더미와 산업더미를 포함시켜 연도별 효과 및 산업별 효과를 통제하였다. 재무분석가 예측정확성(AFA)을 종속변수로 선정할 경우⁵⁾ 검증모델은 다음과 같다.

$$AFA = \beta_0 + \beta_1 Disclosure + \beta_2 SIZE + \beta_3 VOLA + \beta_4 CORR + \beta_5 UE + \beta_6 \omega + \sum \beta_m Year + \sum \beta_n Industry + \epsilon \quad (2)$$

AFA = 재무분석가 예측정확성, |주당순이익 실제값 - 회계연도 말 1개월 전 주당순이익 예측값의 중간값| / 연초주식가격

$Disclosure$ = 공시수준의 대용치

$SIZE$ = 기초 총자산의 자연로그 값

$VOLA$ = 이익 발표 전 1년 동안의 일별 주가수익률의 표준편차

$CORR$ = 과거 10년 동안의 자료를 사용하여 계산한 연간 수익률과 연간이익의 상관계수

UE = |당기 주당순이익 - 전기 주당순이익| / 연초주식가격

ω = 초과이익지속성을 나타내는 더미변수로 과거 6개연도 당기순이익 자료를 이용하여

$[E_{it} - re BV_{it-1}] = \alpha + \omega[E_{it-1} - re BV_{it-2}] + \epsilon_{it}$ 식에 근거하여 추정된 이익지속성 계수가

중위수보다 크면 1, 아니면 0

$Year$: 연도더미

$Industry$: FnGuide의 두 자리 산업코드에 근거한 산업더미

ϵ = 오차항

위의 연구모델에서는 통제변수로 기업규모(SIZE), 주가수익률 변동성(VOLA), 이익과 주가수익률의 상관계수(CORR), 비기대이익(UE), 이익지속성지수(ω)를 사용하였다. 기업규모(SIZE)는 규모가 클수록 많은 정보이용자의 공시압력을 받아 정보비대칭이 작다는 선행연구에 근거하여, 주가수익률 변동성(VOLA)은 기업의 특유의 불확실성을 나타내는 변수로서 재무분석가의 예측값과 음의 관계를 가진다는 선행연구에 근거한다. 이익과 주가수익률의 상관관계(CORR) 및 초과이익지속성지수(ω)는 회계이익의 품질(회계이익의 예측가능성 및 지속성)을 나타내 회계이익에 근거한 재무분석가 이익예측에 영향을 미치므로, Earnings Surprise의 절대값(UE)은 earnings

5) 재무분석가 예측정확성(AFA)을 종속변수로 선정할 경우 재무분석가가 존재하는 기업이 일부 기업에 한정되어 있어 표본수가 적고 선택편의(selection bias)가 발생하여 연구결과에 영향을 미칠 수 있는 한계점이 있다.

shock가 큰 경우 재무분석가 예측을 어렵게 한다는 선행연구에 근거하여 통제하였다(Lang and Lundholm, 1996 ; Lobo and Tung, 1998 ; Bradshaw et al, 2001 ; 정석우 · 임태균, 2005). 본 연구 표본은 2002년부터 2004년의 금융업을 포함한 모든 상장기업을 대상으로 하기 때문에 회귀모델에 연도더미와 산업더미를 포함시켜 연도별 효과 및 산업별 효과를 통제하였다.

본 연구에서는 공시수준의 대용치(Disclosure)로 다음의 다섯 가지 방법을 사용하여 측정한다.

① 자율공시건수(VD)

전자공시시스템을 통하여 공시되는 기업 당 연간 자율공시 빈도수로 측정한다. 기업의 공시 수준이 높으면 자율공시건수는 많으므로 정보비대칭을 종속변수로 한 회귀모델에서 자율공시건수(VD)의 회귀계수는 음의 값을 보일 것이다.

② 자발적 성격의 공정공시건수(FairD)

전자공시시스템의 공정공시 항목 중 자발적 성격의 공시빈도수로 측정한다. 본 연구에서는 공정공시 중 장래사업계획 및 경영계획, 매출액 영업손익 등 전망/예측, 매출액 영업손익 등 영업실적 등 세 가지 세부항목을 자발적성격의 공정공시로 분류하였다. 기업의 공시수준이 높으면 공정공시건수는 많으므로 정보비대칭을 종속변수로 한 회귀모델에서 공정공시건수(FairD)의 회귀계수는 음의 값을 보일 것이다.

③ 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시건수(AcceptedInqD)

증권선물거래소로부터 시황급등락을 제외한 조회공시를 요구받은 공시사항 중 사후적으로 사실임이 확정된 조회공시건수로 측정한다. 조회공시건수가 많을수록 기업이 능동적으로 공시를 수행하지 않은 것이다. 공시수준이 낮으므로 정보비대칭을 종속변수로 한 회귀모델에서 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시건수(AcceptedInqD)의 회귀계수는 양의 값을 보일 것이다.

④ 공시성향점수(DT)

기업의 자발적 공시건수를 확정된 조회공시건수로 차감하여 계산한다. 식으로 표시하면 다음과 같다.

$$DT = VD + FairD - AcceptedInqD$$

본 연구에서는 공시성향점수를 측정함에 있어서 기존의 연구에서 사용하지 않았던 +1, -1 등의 자의적인 변수를 사용하였다. 이러한 변수가 어떠한 이유에서 선행이며 같은 가중치를 가져서 동일한 평점을 보이는데 대해서는 논란이 있을 수 있으나 공시수준 측정치의 시도라는 점에서 본 측정치는 의의를 갖는다고 할 수 있다. 공시성향점수가 높을수록 공시수준이 높다고 할 수 있으므로 정보비대칭을 종속변수로 한 회귀모델에서 공시성향점수(DT)의 회귀계수는 음의 값을 보일 것이다.

⑤ 자발적 공시비율(DTRatio)⁶⁾

$$DTRatio = (VD + FairD) / (VD + FairD + AcceptedInqD)$$

자발적 공시와 조회공시는 상호 보완적으로 볼 수 있다. 즉, 자발적으로 공시되어야 할 내용이 자율공시 또는 공정공시를 통하여 공시되지 않고 조회공시로 공시된 것이므로 기업이 소유하고 있는 강제공시 이외의 정보의 집합은 이 세 가지 공시의 합이라고도 할 수 있다. 이렇게 접근한 이유는 자율공시와 조회공시의 내용이 유사하기 때문이다. 따라서 자발적 공시비율이 높을수록 공시수준이 높으므로 정보비대칭을 종속변수로 한 회귀모델에서 자발적 공시비율(DTRatio)의 회귀계수는 음의 값을 보일 것이다.

2. 표본의 선정

본 연구에서는 자율공시, 공정공시, 조회공시 및 자발적 공시와 조회공시를 동시에 고려한 공시수준을 나타내는 대용치를 개발하고 각 측정치의 비교를 정보비대칭에 미치는 영향을 통하여 검증한다. 정보비대칭의 대용치로는 주가변동성 및 재무분석가 예측값을 사용한다.

본 연구에 필요한 표본의 선정기준은 다음과 같다.

첫째, 2002년도부터 2004년 12월 31일까지 증권선물거래소 상장기업을 연구대상으로 한다.

둘째, 연구에 필요한 재무자료를 구할 수 없는 기업은 표본에서 제외한다.

셋째, 정보비대칭의 대용치로 주가변동성을 사용하는 경우 기업의 일별주식수익률 및 일별주식수익률의 표준편차를 구할 수 없는 기업은 표본에서 제외한다.

넷째, 정보비대칭의 대용치로 재무분석가 예측정확성을 사용할 경우 재무분석가가 존재하지 않는 기업은 표본에서 제외한다.

위의 기준을 적용하여 주가변동성을 정보비대칭의 대용치로 할 경우 총 1,854기업-년이, 재무분석가 예측값을 정보비대칭의 대용치로 사용할 경우 총 747개 기업-년이 표본으로 선정되었다. 표본의 구성은 <표 2>와 같다.

6) 실증분석시 결측값을 줄이고자 자발적 공시와 조회공시가 없는 기업은 DTRatio를 0.5로 코딩하였다. 그 이유는 자발적 공시건수와 조회공시 건수가 0이 아닌 값 n을 가질 경우 $DTRatio = n / (n + n) = 0.5$ 의 값을 가지기 때문이다.

〈표 2〉 표본의 구성

	2002년	2003년	2004년	계
FnGuide에 수록되어 있는 상장법인 수	646	651	668	1,965
연구에 필요한 자료를 수집할 수 없는 상장기업 수	29	22	28	79
공시수준의 다양한 측정치 비교에 이용된 표본 수				
주가수익률을 종속변수로 할 경우 표본 수	602	617	635	1,854
재무분석가 예측값을 종속변수로 할 경우 표본 수	194	288	265	747

본 연구에서는 기업의 공시수준을 측정하기 위해서 기업의 자율공시, 공정공시 및 조회공시 건수를 측정해야 한다. 본 연구의 자율공시, 공정공시 및 조회공시 관련 자료는 증권선물거래소 전자공시시스템(www.kind.krx.co.kr)을 통하여 수집하였고, 재무자료, 주가자료 및 재무분석가 예측값은 FnGuide 데이터베이스로부터 수집하였다.

V. 실증분석결과

변수들의 기술통계량은 <표 3>에 제시되어 있다.

〈표 3〉 기초통계량

	Mean	Std.D	Minimum	Maximum
VOLA	0.534	0.224	0.052	1.833
AFA	0.123	0.197	0	1.295
VD	0.754	2.036	0	39
FairD	1.358	2.990	0	25
VD+FairD	2.112	3.900	0	46
InqD	0.471	1.033	0	12
AcceptedInqD	0.220	0.649	0	8
DT	1.892	3.805	-4	46
DTRatio	0.683	0.263	0	1
SIZE	19.296	1.678	10.769	25.939
PRICE	8.639	1.345	4.745	13.775
BETA	0.634	0.364	-0.451	1.811
CORR	0.161	0.406	-1	1
UE	1.511	10.735	0	298.041
ω	0.502	0.500	0	1

VOLA : 연간 일별 주가수익률의 표준편차 ; AFA : 재무분석가 예측정확성 ; VD : 자율공시 건수 ; FairD : 공정공시 건수 ; InqD : 조회공시 건수 ; AcceptedInqD : 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시 건수 ; DT : $VD + FairD - AcceptedInqD$; DTRatio : $(VD + FairD) / (VD + FairD + AcceptedInqD)$; SIZE : 총자산의 자연로그값 ; PRICE : 연말종가의 자연로그값 ; BETA : 당해연도 시장모형에 의해 추정된 체계적 위험 ; CORR : 과거 10년 동안의 자료를 사용하여 계산한 연간 수익률과 연간이익의 상관관계수 ; UE : $|당기 주당순이익 - 전기 주당순이익| / 연초주식가격$; ω : 초과이익지속성을 나타내는 더미변수로 과거 6개연도 당기순이익 자료를 이용하여 $[E_{it} - r_e BV_{it-1}] = \alpha + \omega [E_{it-1} - r_e BV_{it-2}] + \epsilon_{it}$ 식에 근거하여 추정된 이익지속성 계수가 중위수보다 크면 1, 아니면 0

자율공시건수(VD)의 평균값은 0.754를 나타내고 공정공시 건수(FairD)는 평균값 1.358를 보여 기업은 자율공시 항목보다는 공정공시 항목을 통하여 자발적 공시를 더 많이 수행함을 나타낸다. 조회공시건수는 평균값 0.471, 사후적으로 사실임을 확인한 조회공시건수는 0.220건임을 나타내 시장에 유포된 풍문 또는 소문 중 반 정도는 사실임을 보여준다. 자발적 공시비율(DTRatio)은 0.683의 평균값을 보여 기업은 평균 의무공시사항이외의 정보 중 적어도 30% 이상의 정보를 공시하지 않음을 의미한다. 자발적 공시에서 확인된 조회공시건수를 차감하여 계산한 자발적 공시 성향은 평균값 1.892, 최소값 -4, 최대값 46을 나타내 기업은 평균적으로 공시를 안 한 정보보다는 공시를 수행한 정보가 더 많음을 의미한다.

<표 4>는 변수들의 상관관계분석 결과이다. 먼저 자율공시건수(VD), 공정공시건수(FairD) 및 조회공시건수(InqD, AcceptedInqD)는 상호 유의한 양(+)의 상관관계를 보이는 등 여러 유형의 공시사이의 관련성이 높아 자발적 공시빈도수가 높은 기업이 공개를 하지 않은 정보 역시 상대적으로 많이 보유하고 있음을 알 수 있다. 따라서 단지 자율공시 및 공정공시 빈도수를 이용하여 공시수준을 판단할 경우 기업의 공시수준을 정확히 파악하지 못하는 오류가 있을 가능성이 있음을 의미한다.

자율공시건수(VD)는 추가변동성(VOLA)과 유의적인 양(+)의 상관관계를 나타내 공시수준이 높은 기업이 정보비대칭이 작다는 공시이론과 상반되는 결과를 보인다⁷⁾. 손성규 등(2008)이 국내 상장기업을 대상으로 연구한 결과 역시 자율공시가 정보비대칭을 증가시킨다는 공시이론과 위배되는 결과를 보고한 바 있다. 상관관계분석결과를 자율공시건수로 공시수준을 측정하는 경우 측정오차가 발생할 가능성이 있음을 시사한다. 공정공시(FairD)는 정보불균형의 대응치인 추가변동성(VOLA) 및 재무분석가 예측정확성(AFA)과 유의한 음(-)의 상관관계를, 조회공시(InqD, AcceptedInqD)는 추가변동성(VOLA)과 유의적인 양(+)의 상관관계를 보인다. 이는 공정공시를 많이 수행한 기업일수록, 조회공시가 적은 기업일수록 정보비대칭이 적음을 알 수 있다. 본 연구

7) 자율공시와 정보비대칭이 양의 관련성을 보이는 이유는 자발적 공시의 편의된(biased) 정보의 공시 좋은 정보만 공시하고 나쁜 정보는 공시하지 않는 문제점에서 야기되었을 가능성이 있다. 공정공시인 경우 이익예측 또는 가결산 결과의 공표와 같은 공시사항으로 관리와 감독이 가능하지만 자율공시는 범위가 한정되지 않기 때문에 신뢰성에 대한 관리가 어렵고 실제로 불성실 공시로 지적된 자율공시는 매우 소수이다.

주1) ()은 p값임.

주2) VOLA : 연간 일별주식수익률의 표준편차; AFA : 재무분석가 예측정확성; VD : 자율공시 건수; FairD : 공정공시 건수; InqD : 조회공시 건수; AcceptedInqD : 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시 건수; DT : $VD + FairD - AcceptedInqD$; DTRatio : $(VD + FairD) / (VD + FairD + AcceptedInqD)$; SIZE : 총자산의 자연로그값; PRICE : 연말종가의 자연로그값; BETA : 당해연도 시장모형에 의해 추정된 체계적 위험; CORR : 과거 10년 동안의 자료를 사용하여 계산한 연간 수익률과 연간이익의 상관관계수; UE : $|당기 주당순이익 - 전기 주당순이익| / 연초주식가격$; ω : 초과이익지속성을 나타내는 더미변수로 과거 6개연도 당기순이익 자료를 이용하여 $[E_{it} - r_e BV_{it-1}] = \alpha + \omega[E_{it-1} - r_e BV_{it-2}] + \epsilon_{it}$ 식에 근거하여 추정된 이익지속성 계수가 중위수보다 크면 1, 아니면 0

자율공시(VD), 공정공시(FairD), 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시(AcceptedInqD) 및 자율공시, 공시성향점수(DT) 및 공시비율(DTRatio)등 공시수준의 다양한 측정치들이 정보비대칭에 미치는 영향에 대한 회귀분석결과는 <표 5>에 요약되어 있다.

주가변동성(VOLA)을 종속변수로 선정할 경우, 자율공시(VD)는 주가변동성과 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 회귀계수값을 보여 공시수준이 높으면 정보비대칭이 감소한다는 공시이론 및 선행연구와 상반되는 결과를 보이고 있어 본 연구의 가설1을 지지하지 않음을 보인다.⁸⁾ 주가변동성(VOLA)을 정보비대칭의 대용치로 사용하는 이유는 안정적(smooth)인 주식거래가격 형성이 낮은 주식수익률의 변동을 나타내게 되고, 낮은 수익률 변동이 정보비대칭의 정도가 낮음을 나타내기 때문이다. 자율공시를 통하여 신뢰성이 검증이 되지 않은 정보가 시장에 전달되었을 경우 안정적인 주식거래가격의 형성을 저해하여 오히려 주가변동성을 증가시킬 수 있다. 공정공시(FairD)와 공시성향점수(DT)는 유의적인 회귀계수값을 보이지 않고 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시(AcceptedInqD)는 1% 수준에서 유의한 양의 회귀계수값을, 자발적 공시비율(DTRatio)은 1% 수준에서 유의한 음의 회귀계수값을 보여 공시이론 및 본연구의 가설3, 가설5를 지지한다. 공시수준을 의미하는 각 변수들의 추가적인 설명력을 보기 위해서 모델6에서와 같이 모든 측정치를 포함시켜⁹⁾ 회귀분석을 진행한 결과 사후적으로 확인된 조회공시(AcceptedInqD)가 유의적인 회귀계수값을 보였다. 재무분석가 예측정확성(AFA)을 종속변수로 선정할 경우, 공시성향점수(DT)와 자발적 공시비율(DTRatio)이 각각 1%, 5% 수준에서 유의한 음의 값을 나타내고 공정공시(FairD) 역시 1% 수준에서 유의한 음의 값을 보여 공시이론 및 본 연구의 가설2, 가설4, 가설5를 지지하는 결과를 보인다. 모든 공시수준의 대용치를 포함시켜 회귀분석을 수행

8) 미국의 선행 실증연구에서는 자발적 공시는 기업과 투자자의 정보비대칭을 줄여주고 자본비용을 감소시킨다는 결과를 보고하고 있지만(Lang and Lundholm, 1996 ; Botosan, 1997) 우리나라에서 자율공시의 효과를 분석한 결과 자율공시가 정보비대칭을 줄여주는 결과를 보이지 않았다(손성규 등, 2008). 미국과 우리나라의 일치하지 않은 실증결과는 자발적 공시의 측정방법의 차이에 의한 결과, 또는 우리나라 자율공시항목의 임의성 개입에 의한 것일 수 있다.

9) 공시성향점수(DT)=자율공시(VD)+공정공시(FairD)-사후적으로 사실임이 확인된 조회공시(AcceptedInqD)이므로 DT를 모델 6에 포함시킬 경우 통계적인 오류가 존재하므로 DT는 제외하였다.

한 결과 공정공시(FairD)와 자발적 공시비율(DTRatio)이 유의한 회귀계수값을 나타낸다. 모델6에서 유의한 회귀계수값을 보인 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시(AcceptedInqD)는 모델3에서는 유의한 값을 보이지 않으므로 다중공선성문제에 의해 나타난 결과일 수 있다. 재무분석가 예측정확성(AFA)을 종속변수로 할 경우 주가변동성을 종속변수로 할 때와 회귀분석결과가 일부 차이를 보이는데 이는 재무분석가가 존재하는 기업은 대규모기업에 국한되어 있고 전체 상장기업 중 적은 비중을 차지함으로 하여 선택편의(selection bias)가 발생하기 때문일 수 있다.

회귀분석결과는 자발적 공시비율(DTRatio)이 일관되게 공시이론과 일치되는 유의한 회귀계수를 보이고 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시(AcceptedInqD)와 공정공시(FairD)가 모델에 따라서 유의적인 회귀계수를 보인다. 모델설명력을 나타내는 수정 결정계수값(수정된 R^2)은 자발적 공시비율(DTRatio)이 일관되게 비교적 높은 값을 보이고 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시(AcceptedInqD)와 공정공시(FairD), 공시성향점수(DT)가 모델에 따라서 높은 설명력을 보이고 있다.

〈표 5〉 회귀분석 결과

Panel A : 종속변수 - VOLA						
	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6
상수항	1.575*** (19.210)	1.563*** (18.053)	1.633*** (21.603)	1.574*** (18.459)	1.574*** (19.108)	1.617*** (20.332)
VD	0.012*** (6.338)					0.006*** (3.103)
FairD		0.000 (0.202)				-0.001 (-0.882)
AcceptedInqD			0.112*** (19.351)			0.109*** (16.896)
DT				0.001 (0.789)		
DTRatio					-0.083*** (-4.809)	0.002 (0.115)
SIZE	-0.037*** (-10.235)	-0.034*** (-8.845)	-0.046*** (-13.917)	-0.034*** (-9.096)	-0.031*** (-8.747)	-0.047*** (-13.227)
PRICE	-0.039*** (-10.392)	-0.041*** (-10.853)	-0.032*** (-9.196)	-0.041*** (-10.838)	-0.041*** (-10.953)	-0.031*** (-8.966)
BETA	0.199*** (14.252)	0.198*** (13.796)	0.193*** (15.052)	0.197*** (13.838)	0.208*** (14.719)	0.196*** (14.903)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
N	1854	1854	1854	1854	1854	1854
수정된 R^2	29.6%	28.1%	40.3%	28.1%	28.8%	40.6%
F값	53.051	49.299	84.302	49.354	54.526	71.226

〈표 5〉 회귀분석 결과 (계속)

Panel B : 종속변수 - AFA						
	모델1	모델2	모델3	모델4	모델5	모델6
상수항	0.538*** (3.451)	0.293* (1.769)	0.519*** (3.323)	0.376** (2.301)	0.518*** (3.332)	0.298* (1.788)
VD	-0.000 (-0.065)					0.002 (0.522)
FairD		-0.008*** (-3.987)				-0.006*** (-2.998)
AcceptedInqD			-0.015 (-1.283)			-0.023* (-1.752)
DT				-0.005*** (-3.087)		
DTRatio					-0.070** (-2.385)	-0.064* (-1.856)
SIZE	-0.024** (-4.961)	-0.013** (-2.458)	-0.022*** (-4.421)	-0.017*** (-3.131)	-0.022*** (-4.505)	-0.011* (-1.945)
VOLA	-0.052 (-0.960)	-0.027 (-0.494)	-0.039 (-0.706)	-0.037 (-0.684)	-0.042 (-0.777)	-0.004 (-0.069)
CORR	0.015 (0.780)	0.028 (1.437)	0.016 (0.812)	0.024 (1.234)	0.014 (0.728)	0.025 (1.290)
UE	0.105*** (8.547)	0.099*** (8.106)	0.106*** (8.617)	0.101*** (8.217)	0.103** (8.377)	0.100*** (8.140)
ω	0.012 (0.806)	0.004 (0.780)	0.012 (0.829)	0.006 (0.433)	0.012 (0.796)	0.006 (0.049)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
N	747	747	747	747	747	747
수정된 R ²	13.3%	15.1%	13.5%	14.4%	13.9%	15.3%
F값	7.711	8.815	7.825	8.373	8.106	7.740

주1) ()은 t값임.

주2) *는 10%, **는 5%, ***는 1%수준에서 유의함.

VOLA : 연간 일별주식수익률의 표준편차; AFA : 재무분석가 예측정확성; VD : 자율공시 건수; FairD : 공정공시 건수; AcceptedInqD : 사후적으로 사실임이 확정된 조회공시 건수; DT : VD + FairD - AcceptedInqD; DTRatio : (VD + FairD) / (VD + FairD + AcceptedInqD); SIZE : 총자산의 자연로그값; PRICE : 연말종가의 자연로그값; BETA : 당해연도 시장모형에 의해 추정된 체계적 위험; CORR : 과거 10년 동안의 자료를 사용하여 계산한 연간 수익률과 연간이익의 상관계수; UE : |당기 주당순이익 - 전기 주당순이익| / 연초주식가격; ω : 초과이익지속성을 나타내는 더미변수로 과거 6개연도 당기순이익 자료를 이용하여 $[E_{it} - r_e BV_{it-1}] = \alpha + \omega[E_{it-1} - r_e BV_{it-2}] + \epsilon_{it}$ 식에 근거하여 추정된 이익지속성 계수가 중위수보다 크면 1, 아니면 0

〈표 6〉 각 모델의 설명력 검증결과

Panel A : 변동성(VOLA)을 종속변수로 할 경우 각 모델 설명력의 비교

	수정 R ²	Vuong's Z값	P값
모델 3	40.3%	6.489***	0.000
모델 2	28.1%		
모델4	28.1%	0.476	0.634
모델2	28.1%		
모델 5	28.8%	2.284**	0.022
모델2	28.1%		
모델 4	28.1%	−6.491***	0.000
모델 3	40.3%		
모델 5	28.8%	−6.286***	0.000
모델 3	40.3%		
모델 5	28.8%	2.075**	0.038
모델 4	28.1%		

Panel B : 재무분석가 예측정확성(AFA)을 종속변수로 할 경우 각 모델 설명력의 비교

	수정 R ²	Vuong's Z값	P값
모델 3	13.5%	−3.232***	0.001
모델 2	15.1%		
모델 4	14.4%	−1.956*	0.051
모델 2	15.1%		
모델 5	13.9%	−1.741*	0.082
모델 2	15.1%		
모델 4	14.4%	1.652*	0.099
모델 3	13.5%		
모델 5	13.9%	0.676	0.499
모델 3	13.5%		
모델 5	13.9%	−0.821	0.412
모델 4	14.4%		

주) *는 10%, **는 5%, ***는 1%수준에서 유의함.

모델 2, 모델 3, 모델 4 및 모델 5는 각각 공정공시 건수(FairD), 사후적으로 사실임이 확정된 조회공시 건수(AcceptedInqD), 공시성향점수(DT), 자발적공시비율(DTRatio)를 공시수준의 측정치로 한 모델임.

각 모델들의 설명력에 대한 유의적인 차이를 검증하고자 Vuong 검증을 추가로 수행하였다. 결과는 <표 6>에 제시되어 있다. 먼저 Panel A에서 변동성(VOLA)을 종속변수로 할 경우, 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시(AcceptedInqD)를 공시수준의 측정치로 한 모델3은 기타 모델보다 설명력이 유의적으로 큰 값을 보인다. 자발적 공시비율(DTRatio)을 공시수준의 측정치로 한 모델5의 설명력은 모델2 및 모델3보다 유의적으로 큰 값을 나타낸다. Panel B에서 재무분석가 예측정확성(AFA)을 종속변수로 할 경우, 공정공시(FairD)를 공시수준의 측정치로 한 모델2가 기타 모델보다 설명력이 유의적으로 큰 값을 보인다. 공시성향점수(DT)를 공시수준의 측정치로 한 모델4의 설명력은 모델3보다 유의적으로 큼을 나타낸다.

회귀분석 및 모델 설명력 검증 결과 자발적 공시와 조회공시를 동시에 고려한 공시수준의 측정치(DT, DTRatio)의 회귀계수값은 공시이론과 일치하는 유의한 값을 보임과 동시에 일관되게 모델설명력이 높은 값을 보인다. 사후적으로 사실임이 확인된 조회공시(AcceptedInqD) 및 공정공시(FairD)는 모델에 따라서 회귀계수의 유의도가 차이가 나타나고 모델설명력도 차이가 있음을 보인다.

VI. 결 론

본 연구에서는 기 공시된 공시사항에 기초하여 기업의 공시되지 않은 정보의 양을 측정함으로써 공시수준의 보다 개선된 측정치를 개발하였다. 그 이유는 자발적 공시중의 한부분인 자율공시와 조회공시 사항에 유사한 내용들이 공시되므로 이러한 유사성이 실질적인 공시수준 측정을 개선할 수 있다는데 근거한다. 본 연구에 다양한 방법으로 공시의 수준을 측정하고 각 측정치들의 설명력에 대한 비교검증을 수행한 결과는 다음과 같다.

첫째, 자발적 공시 빈도수 특히 자율공시 빈도수는 자발적 공시성향을 측정함에 있어서 한계가 있음을 보이고 자발적 공시와 조회공시를 동시에 고려한 경우 공시수준을 적절하게 반영함을 보인다.

둘째, 자발적 공시와 조회공시를 동시에 고려한 공시수준의 측정치는 비교적 높은 설명력을 보여 기존의 공시수준의 측정치가 가지고 있는 한계를 보완할 수 있음을 보인다. 공정공시 및 조회공시는 모델에 따라서 공시수준의 측정치로 비교적 높은 설명력을 보이기도 하지만 일관된 결과는 보이지 않고 있다.

이제까지 공시와 관련되어 특정 공시항목에 한해서, 또는 강제공시와 자발적 공시를 구분하여 연구되었다. 그러나 기업의 일반적인 공시에 대한 정책이나 철학은 강제공시나 자발적 공시에 공유될 수 있다. 본 연구에서는 여러 종류의 공시를 통합하여 기업 전반의 공시정책에 대해 연구를 수행하였다는 점에서 의미가 있다. 본 연구에서 자발적 공시와 조회공시의 공통되는 성

격을 통합, 조정하려는 점도 같은 맥락에서 이해할 수 있다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 시사점을 주고 있다. 증권선물거래소에서는 자율공시를 진작하기 위해서 자율공시비율이 30% 이상일 경우는 공시와 관련된 제재를 경감해주는 제도를 시행 중이다. 이 비율은 전체 공시 중에서 자율공시가 차지하는 부분을 측정하여 자율공시에 적극적인 기업에 대해 제재 경감으로 보상해 주기 위한 정책이다. 본 연구의 결과에서와 같이 자율공시가 공시수준의 완벽한 측정치가 아니고 자율공시와 조회공시가 상호 보완적이라면 이러한 내용도 조정되어야 한다. 즉, 자율공시를 많이 수행한 기업일지라도 조회공시 건수가 많았다면 해당기업이 갖고 있던 정보를 공유하려 하였다 할 수 없다. 즉, 이러한 기업은 적극적으로 공시에 임한 기업이 아니라는 것이다. 극단적으로 기업은 증권선물거래소로부터 공시제도상의 혜택을 받기 위해서 자율공시를 통하여 투자자에 도움되는 정보보다는 중요하지 않은 정보를 공시할 수도 있으며, 기업에 우호적인 정보만 공시할 수도 있으므로 투자자가 필요로 하지만 기업은 감추고 싶어 하는 정보는 오히려 공시를 안 할 수도 있다. 이러한 정보는 조회공시를 통해서 노출된다. 또한 공시건수가 중요하다면 유사한 성격의 내용을 반복적으로 공시할 수도 있다. 강제공시를 축소하고 자율공시를 대폭 확대 시행하는 현시점에 자율공시에 대한 규제를 강화하고 조회공시의 범위를 확대하여 공시의 신뢰성을 확보할 필요가 있다.

본 연구는 다음과 같은 한계점이 있다.

첫째, 모든 정보에 대해서 거래소가 정보를 조회하는 것은 아니므로 조회공시의 빈도수를 고려하여 자발적 공시의 수준을 추정함은 완벽한 방법론은 될 수 없다. 다만, 시장을 운영하는 기관이 궁금해 하는 수준의 정보이므로 공정공시나 자율공시를 통해서 공표되었으면 바람직하였을 정보라는 사후적인 판단을 수행할 수 있다.

이는 자율공시의 빈도수를 고려하여 자율공시의 수준을 측정하기 어려운 것과 같다. 자율공시 또는 공정공시 건수는 기업이 접근 가능한 정보의 일부분만을 공시하는 것일 것이며 조회공시도 거래소나 일반투자자가 궁금해 하는 정보의 일부에 대해서만 거래소가 선별적으로 공시를 조회하는 것이라고 추정된다.

둘째, 본 연구에서는 공시의 수준으로 공시건수를 주로 사용하였는데 이는 공시의 양을 측정하는 것이고 공시의 품질은 별개일 수 있다. 그러나 조회공시나 자율공시의 경우 과거 수년간 불성실공시로 지적받은 경우의 수가 매우 소수이라 공시의 품질에 대한 별도의 판단을 개입하기는 용이하지 않다. 이러한 불성실공시 건수에 근거하면 자율공시와 공정공시의 적정성에는 일반적으로 문제가 없음을 알 수 있다.

참고문헌

- 매일경제신문. 2006.2.20. 「공시제도 크게 변화」.
- 박경진 · 라채원 · 장진호. 2006. “공시의 빈도와 질이 주가동조성에 미치는 영향”- 유가증권거래소의 공시자료를 이용한 분석. 경영학연구 제35권 6호 : 1681 - 1705
- 손성규 · 광병진 · 김연화. 2008. “자율공시가 재무분석가 이익예측에 미치는 영향”. 회계정보연구 제26권 2호 : 1 - 26
- 손성규 · 광지영. 2008. “조회공시 현황, 의미 및 주가반응”. 회계저널 제17권 2호 : 66 - 96
- 신현한 · 장진호 · 조영준. 2004. “1997년 금융위기를 전후로 한 한국기업의 경영투명성 변화 : 재무분석가 이익예측자료를 이용한 분석”. 회계저널 제13권 제2호 : 1 - 27
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “연구개발비가 재무분석가 예측정확성 및 재무분석수요에 미치는 영향”. 회계학연구 제30권 제2호 : 1 - 23
- 안태식 · 이정훈. 2005. “영업의 개황을 통한 자발적 공시의 결정요인 - 한국기업에 대한 실증연구”. 회계학연구 제30권 제2호 특별호 : 33 - 78
- 오원정 · 손성규. 2006. “공정공시제도의 시행효과에 대한 실증연구 - 애널리스트의 예측행위를 중심으로”. 경영학연구 제35권 제5호 : 1449 - 1476
- 이정화 · 손성규. 2005. “기업지배구조와 회계정보공시와의 관계에 대한 실증연구”. 회계학연구 제30권 제3호 : 33 - 69
- 장지인 · 전영순. 2003. “가결산결과와 사전공시 현황 및 공시기업의 특성과 주가반응의 선정효과”. 회계학연구 제28권 제1호 : 80 - 107
- 정석우 · 임태균. 2005. “회계이익의 지속성이 재무분석가의 이익예측오차와 이익예측정확성에 미치는 영향”. 회계학연구 제30권 제2호 : 209 - 235
- 조중석 · 조문희. 2006. “분기보고공시와 정보비대칭”. 회계저널 제15권 제2호 : 59 - 72
- 허영빈 · 심상규. 2003. “기업소유구조가 회계정보 공시수준에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제39권 : 1287 - 1311
- Ahn T.S and J. H Lee. 2005. Determinants of Voluntary Disclosures in Overview of Operations - Korean Evidence. *Korean Accounting Review* 30(2) : 33 - 78
- Baiman. S., and R. Verrecchia. 1996. The Relation Among Capital Markets, Financial Disclosure, Productin Efficiency, and Insider Trading. *Journal of Accounting Research* 34(1) : 1 - 22
- Botosan, C. 1997. Disclosure Level and the Cost of Equity Capital. *The Accounting Review* 72(3) : 323 - 349
- Botosan and Plumlee. 2002. A Re - Examination of Disclosure Level and the Expected Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting Research* 40(1) : 21 - 40
- Bradshaw, M T., S A. Richardson, and Richard G. Sloan. 2001. Do Analysts and Auditors Use Information in Accruals. *Journal of Accounting Research* 39(June) : 45 - 74
- Diamond, D., and R. Verrecchia. 1991. Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital. *Journal of Finance* 46(4) : 1325 - 1360

- Frankel, McNichols and Wilson. 1995. Discretionary Disclosure and External Financing. *Accounting Review* 70(1) : 135 – 150
- Healy, Hutton, and Palepu. 1999. Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Sustained Increases in Disclosure. *Contemporary Accounting Research* 16 : 485 – 420.
- Lang, M. H. and R. J. Lundholm. 1993. Cross – Sectional Determinants of analyst Rating of Corporate Disclosures. *Journal of Accounting Research* 31(2) : 246 – 271
- Lang, M. H. and R. J. Lundholm. 1996. Corporate Disclosure Policy and analyst Behavior. *The Accounting Review* 71(4) : 467 – 492
- Leuz, C., and R. Verrecchia, 2000, "The Economic Consequences of Increased Disclosure", *Journal of Accounting Research*, 38(1) : 91 – 124
- Lundholm, R., and L. A. Myers. 2002. Bringing the Future Forward : the Effect of Disclosure on the Returns – Earnings Relation. *Journal of Accounting Research* 40(June) : 809 – 839
- Lee J. W and S. K. Sohn. 2005. An Empirical Analysis of the Relationship Between Corporate Governance and Corporate Disclosure Practices in Korea. *Korean Accounting Review* 30(3) : 33 – 69
- Lobo and Tung. 1998. Financial Analysts? Earnings Forecast Dispersion and Intraday Stock Price Variability Around Quarterly Earnings Announcements. *Working paper*. University of Houston
- Merton, R., 1987, "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance*, 42(3) : 483 – 510
- Ruland. 1990. Factors Associated with the Disclosure Manager's Forecasts. *The Accounting Review* 65(3) : 710 – 721.
- Sengupta. 1998. Corporate Disclosure Quality and the Cost of Debt. *Accounting Review* 73(4) : 459 – 474
- Skinner. 1994. Why firm voluntarily disclose bad news. *Journal of Accounting Research* 32(spring) : 38 – 60
- T. S. Ahn and J. H. Lee. 2005. Determinants of Voluntary Disclosures in Overview of Operations – Korean Evidence. *Korean Accounting Review* 30(2) : 33 – 78
- Verrecchia, R. E. 1983. Discretionary Disclosure. *Journal of Accounting and Economics* 5 (December) : 179 – 194
- Vuong, Q. H. 1989. Likelihood Ratio Tests for Model Selection and Non – nested Hypotheses. *Econometrica* 57 : 307 – 333
- Watts, R. and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*". Englewood Cliffs. NJ : Prentice – Hall
- Welker, M., 1995. Disclosure policy, information asymmetry and liquidity in equity markets. *Contemporary Accounting Research* 11(2) : 801 – 827

A Comparative Study on the Measure of Disclosure Level

Sungkyu Sohn* · Jin Lianhua** · Jiyoung Kwak***

—〈Abstract〉—

The existing literature use the frequency of the timely disclosure and voluntary timely disclosure as a disclosure level. However, since the insiders only have an access to all the information, evaluation of disclosure level using the above frequency may lead to the incorrect evaluation. Using the inquiry disclosure we can measure the disclosure level better than before. When the firm confirms the existence of the inquired disclosure, this implies that this information could be disclosed via the voluntary timely disclosure.

This study measures the disclosure level in diverse ways using voluntary disclosure, fair disclosure, and inquiry disclosure. Empirical evidence shows evidence indicating that the voluntary disclosure does not improve the disclosure level, however, the use of voluntary disclosure and inquired disclosure improve the limitation of voluntary disclosure in measuring the disclosure level.

The outcome of this study suggests the use of inquired disclosure could be developed and used in a various context.

〈Key words〉 Voluntary Disclosure, Fair Disclosure, Inquired Disclosure, Disclosure Level

* Professor, College of Business Administration, Yonsei University

** Associate Professor, Hebei University of Technology

*** Ph. D, School of Business Administration, Yonsei University