기업설명회와 타인자본비용의 관련성 연구*

A Study on the Relevance between Investor Relations(IR)
and Cost of Debt Capital

지상현 (Ji, Sang - Hyun)** · 류예린 (Ryu, Ye - Rin)***
· 이수민 (Lee, Su - Min)****

〈요 약〉

최근 기업의 자금조달방법이 간접금융에서 직접금융으로 점차 바뀌면서, 효율적 자본조달을 위한 기업의 자발적 정보공시활동이 증가하고 있다. 그 중 대표적인 활동 중 하나가 기업설명회이다. 기업설명회와 자본비용 관련 선행연구에서는 기업설명회 개최가 기업과 외부 이해관계자들 간의 정보비대칭을 감소시켜 기업의 자기자본비용을 낮추는 데 도움이 되는 것으로 보고되었다. 이에 따르면 기업설명회 개최는 기업과 외부이해관계자들 간의 정보비대칭을 감소시킴으로써 기업에 자본을 조달하는 공급자의 위험을 낮춤으로써 기업의 타인자본비용을 낮추는 데에도 도움이 될 것으로 기대할 수 있다. 기업이 자발적으로 시장에 기업정보를 공개함으로써 해당 기업에 대한 투명성을 높이고 신뢰도를 높임으로써 기업의 리스크를 줄인다면 이는 곧 해당 기업의 타인자본조달에 따른 비용의 감소로 이어질 가능성이 있다. 이에 본 연구에서는 이러한 점에 주목하여 기업설명회 개최와 기업의 타인자본비용 간의 관련성을 검증하였다.

기업설명회 개최와 기업의 타인자본비용은 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타나 기업설명회 개최가 기업의 타인자본비용 감소에 일정 영향을 미치는 것으로 기대된다. 또한 이와 같은 결과는 다양한 추가분석에서도 대체로 일관되게 지지되었다.

본 연구는 기업설명회와 자기자본비용 관련성을 검증한 선행연구를 확장하고, 기업설명회 개최의 효용을 실증적으로 검증했다는 점에서 연구의 의의가 있다고 할 수 있다.

한글검색어: 기업설명회, 타인자본비용, 리스크, 자금조달방법

• 접수일자 : 2018.11.26 • 1차수정일 : 2018.12.26 • 게재확정일 : 2018.12.28

* 본 논문은 이수민의 석사학위논문을 수정 보완하였음

** 백석대학교 조교수, 제1저자, e-mail : shji@bu.ac.kr

*** 부산대학교 연구교수, 교신저자, e-mail : noxnix@pusan.ac.kr

**** 부산대학교 대학원, 공동저자, e-mail : spa86@naver.com

I. 서 론

기업설명회(Investor Relation : IR)는 기업이 회계기준에서 정하는 최소 공시수준을 넘어서 자발적으로 기업의 경영내용 및 미래전망에 대한 포괄적인 추가정보를 제공함으로써, 기업-외부이해관계자 간의 정보비대칭을 감소시키고 의사결정의 불확실성을 낮춤으로써 궁극적으로 기업의 자금 조달을 원활하게 하고 기업가치를 증대시키는 홍보활동이다(이찬호와 김진섭, 2014). 기업은 기업설명회(IR)를 통해 시장의 가격결정기능을 높여 주가의 연속성과 유동성 증대를 꾀할 수 있으며, 활발한 기업설명회(IR)활동을 통해 기업에 호의적인 기관투자자의 장기적 주식보유를 유도하여 경영권 안정에 도움을 받을 수 있다. 반면 투자자 및 채권자들은 기업설명회(IR)를 통해 기업경영 및 미래전망에 관한 정보를 획득할 수 있으며, 이를 의사결정에 활용할 수 있다(지상현, 2018).

한편 지금까지 기업의 공시 및 기업설명회 관련 선행연구에서는 대체로 기업의 정보공시는 기업과 외부이해관계자들 간의 정보비대칭을 감소시키고 기업정보의 신뢰도 향상에 기여하는 것으로 보고되고 있다. 그러나 국내 기업설명회 관련 연구는 주로 기업설명회의 정보효과 및 정보비대칭 효과, 그리고 기업설명회가 주가 및 주식거래에 미치는 영향 등에 관해 초점이 맞춰져 있다. 반면 국외 연구의 경우 기업설명회 개최가 자본시장에서의 기업-외부이해관계자들 간의 정보비대칭을 감소시킴으로써 기업의 자본조달비용을 낮춘다는 선행연구가 다수 보고되었다. 국내 연구(최성호와 안희영, 2011)에서도 기업설명회 개최가 기업의 자기자본비용 감소에 영향을 미친다는 연구가 보고되었다. 그러나 아직까지 기업설명회 개최가 기업의 타인자본비용에 미치는 영향에 관한 연구가 국내에서는 이루어지지 않고 있다. 기업설명회 개최는 기업과 외부이해관계자들 간의 정보비대칭을 감소시킴으로써 기업에 자본을 조달하는 공급자(금융기관 등)의 위험을 낮춤으로써 기업의 타인자본비용(이자비용 등)을 낮추는 데도 도움이 될 것으로 기대할 수 있다. 즉, 기업이 자발적으로 시장에 기업정보를 공개함으로써 해당 기업에 대한 투명성을 높이고 신뢰도를 높임으로써 기업의 위험을 줄인다면 이는 곧 해당 기업의 타인자본조달에 따른 비용의 감소로 이어질 여지가 있다. 이에 본 연구에서는 이러한 점에 주목하여 기업설명회 개최와 기업의 타인자본비용 간의 관련성을 검증하고자 한다.

II. 이론적 배경, 선행연구 및 가설설정

2.1 기업설명회(IR)의 이론적 배경

우리나라 기업들은 과거 자본의 대부분을 은행에서 차입하였으므로 경영전략이나 업적 동향을 오로지 은행에 설명하기만 하면 되었으나, 1980년대 후반 이후 외국인 투자를 포함하여 불특정 다수인을 상대로 자본시장에서 자금을 조달하는 것이 주류를 이루게 되면서 기업설명회(IR)의 필요성이 높아졌다. 특히 2000년대 이후 기업설명회(IR)에 대한 인식이 높아짐에 따라 각 기업에서는 기업설명회(IR) 부서를 설치하여 적극적인 활동을 벌이고 있다. 투자가 그룹이나 그 대리인인 주가 분석가들의 자기 기업에 대한 이해도를 높이기 위하여 기업의 최고 경영진이 직접 기업설명회(IR) 업무를 수행하는 경향도 높아지고 있다. 이처럼 기업설명회(IR)가 중요시된 배경에는 그룹평가에 투자가 주가에 반영되어 기업의 자금조달을 좌우하게 된 데 있다. 기업설명회(IR)에 의하여 바람직한 투자환경이 조성되고, 높은 주가가 형성되어야만 기업이 추진하는 각종 프로젝트를 원활하게 펼칠 수 있기 때문이다(이균봉 외, 2012b). 특히 주식시장을 통해 자금을 조달하는 기업의 경우 안정적인 자금조달 및 주가관리 등을 위해 정기적인 기업설명회(IR)가 필수가 되고 있다.

기업설명회(IR)의 효과는 다음과 같이 구분하여 설명할 수 있다. 정확한 정보를 토대로 기업설명회(IR)를 효율적으로 활발히 수행하면 첫째, 주가변동성이 감소하여 기업의 안정성이 높아지며, 둘째 기업의 신뢰도가 증가하여 자본조달비용이 감소하며, 셋째 소송의 위험을 차단할 수 있으며, 넷째 기업뿐만 아니라 경영진의 이미지 제고에도 도움이 될 수 있다.

2.2 관련 선행연구

본 연구에서는 기업의 정보공시활동, 즉 기업설명회 개최가 기업의 자본비용에 미치는 영향을 검증하기 위해 본 연구와 관련성이 있는 선행연구를 살펴보면 다음과 같다. 첫째, 기업설명회(IR)의 정보효과에 관한 선행연구이다. 먼저 국외 연구로 Ajinkya and

Gift(1984)는 자본시장에서의 기업의 내재가치와 경영자가 예측한 기업의 내재가치 간에 차이가 있을 경우 기업설명회가 이 차이를 조정시키고 주가는 그 조정내용을 반영함을 보고하였다. Diamond(1985)는 기업의 정보공시는 기업-투자자 간의 정보비대칭을 감소시키는 효과가 있음을 보고하였다. Brennan and Tamarowski(2000)는 효과적인 기업 설명회(IR)는 애널리스트의 수 및 예측정확성을 향상시키고 기업-외부이해관계자 간의 정보비대칭을 감소시킴으로써, 주식 거래량이 증대되어 시장의 요구수익률을 낮춰 결과적으로 기업의 자본조달비용을 감소시킴을 보고하였다. 국내 연구로 최성호와 안희영(2011)은 기업의 투자결정에 미치는 내부현금흐름의 영향이 기업설명회활동을 통해 효과적으로 제거되며 기업투자와 현금흐름간의 관계는 기업의 정보비대칭 정도에 큰 영향을 받음을 보고하였다. 둘째, 정보비대칭과 자본비용 관련 선행연구이다. 먼저 국외연구로, Easley and O'Hara(2004)는 공적정보에 비해 사적정보의 비율과 정밀도가 높은 경우(즉 정보불균형이 존재하는 경우), 이는 투자자에게 영향을 미쳐 해당 기업의 자본비용이 높아짐을 보고하였다. 조중석과 조문희(2007)는 정보비대칭이 자기자본비용에 미치는 영향을 검증하여, 리스크가 높은 기업들의 자본비용이 높으며, 정보비대칭이 적은 기업은 낮은 자본비용을 갖게 됨을 보고하였다. 고영우와 이세철(2012)은 자본시장의 정보비대칭 정도와 타인자본비용의 관계를 검증하여, 정보비대칭성이 높은 경우 타인자본비용도 높아지며 이는 채무불이행 위험이 높은 경우에 더 두드러짐을 보고하였다. 셋째, 공시활동과 자본비용 관련 선행연구이다. 먼저 국외연구로 Diamond and Verrecchia(1991)는 기업의 공시활동이 기업-투자자 간의 정보불균형을 감소시켜 기업의 자본비용이 감소됨을 보고하였다. Botosan(1997)은 공시수준과 자본비용의 관계를 검증하여, 재무분석가의 수가 많지 않은 경우에 자발적 공시의 양이 많을수록 자기자본비용이 낮아지는 효과가 있음을 보고하였다. Richardson and Welker (2001)와 Botosan and Plumlee(2002)는 기업의 공시수준이 높을수록 자기자본비용이 줄어듦을 보고하였다. 국내 연구로, 안희영과 최성호(2011)는 기업설명회가 정보비대칭을 줄여 기업의 자기자본비용을 감소시키는지를 검증하여, 기업규모가 작지만 좋은 지배구조를 가진 기업군에서 기업설명회와 자기자본비용 간에 음(-)의 관련성을 보고하였다.

2.3 가설설정

이상철(2011)에 의하면 기업의 공시와 자본조달비용 간의 관련성은 역선택비용가설과 정보위험가설로 구분하여 설명할 수 있다. 먼저, 역선택비용가설에 의하면 기업과 외부이해관계자들 간의 정보비대칭이 증대되면, 외부이해관계자들은 정보비대칭에 따른 불이익을 만회하기 위해 주식 또는 채권의 매도호가 대비 매수가격을 낮추려 할 것이다(배수현, 2018). 즉, 정보비대칭이 존재하는 경우 기업에 대한 정보가 부족한 외부이해관계자들은 해당 기업과 거래를 하지 않거나 상대적으로 기업에 대한 정보가 우위에 있는 시장참가자와 거래 시 예상되는 손실을 만회하기 위해서 주식이나 채권 등을 좀 더 낮은 가격에 취득하고자 할 것이므로, 외부이해관계자들의 이러한 행위는 기업의 자본비용을 증가시키게 될 것이다(Bhattacharya and Spiegel, 1991). 따라서 기업이 자발적으로 기업설명회를 개최하게 되면 기업과 외부이해관계자들 간의 정보비대칭이 감소하여, 이들 간에 정보비대칭으로 야기된 자본비용의 역선택요소가 일정 부분 감소되어 궁극적으로는 해당 기업의 자본비용이 감소될 수 있을 것이다. 한편, 정보위험가설에 의하면 정보위험이 커질수록 자본비용은 증가된다(Easley and O'Hara 2003; Bharath Sunder and Sunder 2008; 오근혜와 강승모, 2014; 김진섭, 2015; 김승희, 2016; 문현주, 2016; 문진주와 이선표, 2017; 부강강과 이찬호, 2018; 이승태, 2018). 기업과 외부이해관계자들 간의 정보비대칭이 존재하는 경우 외부이해관계자들은 정보위험을 부담하게 되며, 이러한 정보위험이 분산투자를 통해 제거 될 수 없다면 이들은 해당 기업에 정보위험에 따른 비용을 지불하도록 요구하거나 정보위험을 대가로 보상을 요구할 수 있다(이상철, 2011). 따라서 정보위험가설에 의하면 기업이 자발적으로 정보를 공시하는 경우, 외부이해관계자들의 추가적인 정보탐색비용 및 채무자의 재무상태를 모니터링하기 위한 비용 등이 감소될 수 있으며 이는 곧 기업의 자본조달비용의 감소로 이어질 수 있다.

지금까지 기업설명회 관련 선행연구에서는 일관되게 기업설명회 개최기업이 그렇지 않은 기업에 비해 회계정보의 투명성, 질(Quality), 그리고 신뢰성 등이 높은 것으로 보고되었으며, 또한 기업설명회 개최기업이 그렇지 않은 기업에 비해 기업과 외부이해관계자들 간의 정보비대칭 수준이 더 낮은 것으로 보고되었다. 또한 이와 같은 기업설명회의 긍정적인 효과를 외부의 시장 참가자들 또한 인지하고 이를 그들의 의사결정에 반영하고

있음이 기업설명회와 기업가치 관련 다수의 선행연구에서 보고되었다. 따라서 외부이해 관계자들은 기업설명회를 개최하는 기업을 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 정보비대칭이 낮고 회계정보의 질이 높은 기업으로 인지하고 이를 그들의 의사결정에 반영할 것으로 예상된다. 즉 이들은 기업설명회를 개최하는 기업의 대한 대여금 및 대출한도 수준을 높이거나 이들 기업의 위험을 낮게 인식하여 추가적인 정보탐색비용 및 모니터링 비용 등을 낮은 수준으로 유지함으로써 이자율 등을 낮게 책정함으로써, 기업설명회를 개최하는 기업들이 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 타인자본조달비용이 낮을 것으로 기대할 수 있다. 이에 다음과 같이 연구가설을 설정한다.

〈연구가설〉 기업설명회와 기업의 타인자본비용은 음(-)의 관련성이 있다.

III. 연구 설계

3.1 표본선정

본 연구는 2011년부터 2016년까지의 한국증권거래소 유가증권시장 상장기업을 대상으로 기업설명회와 기업의 타인자본비용의 관련성을 검증하였다. 변수측정에 필요한 재무자료는 한국상장회사협의회 기업정보시스템(TS2000)에서, 기업설명회(IR) 자료는 한국거래소 상장공시시스템에서 수작업으로 수집하였다.

연구표본은 금융업을 제외한 2011~2016년 상장법인(3,738개 기업연도) 중 실증분석에 필요한 재무자료를 입수할 수 없는 기업(198개 기업연도)과 표본의 극단치로 인해 분석결과가 왜곡될 수 있는 오류를 방지하고자 연구모형의 주요 설명변수 값이 각각 평균 ± 3 (표준편차)의 범위 밖 기업(479개 기업연도)은 제외하였다. 따라서 전체표본은 3,061개 기업연도로, 표본선정과정은 다음 〈표 1〉과 같다.

〈표 1〉 표본 선정과정

	표본수
2011년~2016년 한국거래소 상장기업	3,738
(제외) : 재무자료를 입수할 수 없는 표본	- 198
평균±3(표준편차) 초과 제외 표본	- 479
최종표본(기업연도)	3,061

3.2 연구모형

기업설명회 개최가 기업의 타인자본비용에 미치는 영향을 검증하기 위한 본 연구의 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{타인자본비용}_{i,t} = & \alpha_1 + \beta_1 \text{기업설명회}_{i,t} + \beta_2 \text{SIZE}_{i,t} + \beta_3 \text{LEV}_{i,t} + \beta_4 \text{ROA}_{i,t} + \beta_5 \text{CFO}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{CFI}_{i,t} + \sum \text{IND} + \sum \text{YEAR} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

본 연구에서는 가설을 검증하기 위해 다음과 같이 실증분석을 실시하였다. 첫째, 기업설명회 실시여부(IR-D)가 기업의 타인자본비용에 미치는 영향을 검증한다. 둘째, 기업설명회 실시횟수(IR-N)가 기업의 타인자본비용에 미치는 영향을 검증한다. 이를 위해서는 ① 전체표본을 대상으로 분석, ② 전체표본을 부채비율로 2분위/3분위한 표본을 대상으로 분석, 그리고 ③ 전체표본 중 기업설명회를 개최한 기업표본만을 대상으로 각각 구분하여 분석하였다. 셋째, 추가분석에서는 대응표본을 활용하여 위의 방법론을 재검증한다. 실증분석 결과, 연구모형에서 각 β_1 이 음(-)으로 유의한 값을 가지면 기업설명회는 기업의 타인자본비용과 음(-)의 관련성을 가질 것이라는 본 연구의 가설은 지지된다. 〈표 2〉는 본 연구변수의 조작적 정의이다.

〈표 2〉 변수의 조작적 정의

	변수명	변수 정의
종속 변수	타인자본비용(1)[COD-(1)]	$=[(\text{이자비용} + \text{사채이자} + \text{사채상환손익} + \text{건설자금이자}) - (\text{이자수익} + \text{배당수익})] / \text{평균이자부담부채}$
	타인자본비용(2)[COD-(2)]	$= (\text{이자비용} + \text{사채이자} + \text{사채상환손익} + \text{건설자금이자}) / \text{평균이자부담부채}$
독립 변수	기업설명회 개최여부 (IR-D _{it})	기업설명회 개최 시 1, otherwise 0.
	기업설명회 개최횟수 (IR-N _{it})	기업설명회 개최횟수를 자연로그 한 값
통제 변수	기업규모(SIZE)	Ln(총자산)
	부채비율(LEV)	총부채/총자산
	총자산이익률(ROA)	당기순이익/총자산
	영업현금흐름(CFO)	영업현금흐름/총자산
	투자현금흐름(CFI)	투자현금흐름/총자산
	연도더미(YEAR)	연도별 차이 통제
	산업더미(IND)	전체 산업을 총 12개의 산업더미로 세분화.

연구의 독립변수는 기업설명회 개최여부(IR-D)와 개최횟수(IR-N)이며, 종속변수는 타인자본비용(COD)이다. 기업설명회 개최여부(IR-D)는 기업설명회 개최 시 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수(Dummy-Variables)이며, 기업설명회 개최횟수(IR-N)는 기업설명회 개최횟수를 자연로그 취한 값이다.¹⁾

타인자본비용①(COD-①)은 이자비용, 사채이자, 사채상환손익 그리고 건설자금이자를 합한 값, 즉 총 타인자본비용에서 이자수익 및 배당수익을 차감한 값을 평균이자부담부채로 표준화한 값으로 측정하였다. 타인자본비용②(COD-②)는 고영우와 이세철(2012)에서 사용한 Pittman and Fortin(2004)의 타인자본비용 계산구조를 활용하여 측정하였다. 타인자본비용 계산 시 사용한 총 타인자본비용과 이자부담부채의 계산구조 또한 Pittman and Fortin(2004)의 계산구조를 이용하였다. 이 중 이자부담부채는 단기차입금,

1) 이는 본 연구표본의 기업설명회 개최횟수 값의 대부분이 0~1의 값을 갖기 때문에 비대칭적인 표본분포를 보임에 따라 이를 조정하기 위해 자연로그 취한 값을 분석에 활용하였다. 한편, 실증분석에서는 실제 기업설명회 개최횟수 원값을 분석에 활용한 결과도 이와 거의 동일하게 나타났다.

유동성장기부채, 장기사채, 단기사채, 장기차입금, 금융리스부채, 정리채무, 장단기유동화채무를 합하고 기타 유동부채 중 비이자부부채를 차감하여 도출하였다(노현섭과 김정찬, 2018). 통제변수는 기업설명회(IR)에 영향을 미칠 수 있는 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 총자산이익률(ROA), 영업현금흐름(CFO), 투자현금흐름(CFI), 연도더미(YEAR), 산업더미(IND)를 포함하였다.

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

〈표 3〉은 연구표본의 기술통계량이다.

〈표 3〉 기술통계량

변 수	평균	표준편차	1%	중위수	99%
타인자본비용(1)(COD(1))	-.194	1.095	-5.884	.041	.166
타인자본비용(2)(COD(2))	.071	.093	.000	.062	.297
IR-N(개최횟수)	.872	2.441	.000	.000	15.000
IR-D(개최여부)	.235	.424	.000	.000	1.000
SIZE	27.214	1.506	24.047	26.568	30.893
LEV	.484	.192	.094	.498	.880
ROA	.040	.081	-.249	.042	.257
CFO	.055	.098	-.194	.052	.334
CFI	-.061	.114	-.425	-.035	.204

주) 변수정의 〈표 2〉 참조

우리나라의 기업의 기업설명회 실시비율(IR-D)은 약 23.5%, 기업설명회 개최횟수(IR-N)는 약 0.87회로 나타나, 아직까지는 기업설명회(IR)를 개최 기업 비율이 높지 않은 것으로 나타났다. 한편, 표본기업의 타인자본비용(COD)의 경우 음(-)의 값이 나타났는

데, 이는 일부 표본기업들의 경우 발생한 타인자본비용보다 금융수익이 매우 커서 전체 표본기업의 타인자본비용이 음(-)의 값으로 나타난 것으로 판단된다. 한편 표본기업의 부채비율은 약 48.4%, 총자산이익률은 약 4.08%로 나타났다.

4.2 평균차이분석

다음 <표 4>는 가설검증에 앞서 기업설명회 개최기업과 미개최기업 간의 타인자본비용 평균차이를 분석한 결과이다. 두 가지 타인자본비용 측정치를 활용하여 분석한 결과, 기업설명회 개최기업이 미개최기업에 비해 5% 유의수준에서 타인자본비용이 낮은 것으로 나타났다.

<표 4> 기업설명회 개최여부와 타인자본비용 평균차이분석

	타인자본비용(1) [COD-(1)]			타인자본비용(2) [COD-(2)]		
	평균값	P값	F값	평균값	P값	F값
기업설명회 미개최기업	-0.158	.045	3.241**	0.065	.028	2.735**
기업설명회 개최기업	-0.217			0.058		

주) *, **, ***는 0.10, 0.05, 0.01 수준(양쪽)에서 유의함

4.3 상관관계 분석

<표 5>는 가설검증에 앞서 주요 변수 간의 상관관계를 분석한 결과로, 다른 실험변수 또는 통제변수의 영향을 고려하지 않은 이변량 상관계수를 나타낸다. 분석결과, 기업설명회 개최여부(IR-D)는 타인자본비용(COD(1), COD(2))과 10% 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 나타냈으며, 기업설명회 개최횟수(IR-N)는 타인자본비용(COD(1), COD(2))과 5% 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 나타냈다. 한편 기업규모(SIZE)는 타인자본비용(COD(1), COD(2))과 10% 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 나타냈으나, 부채비율(LEV)은 타인자본비용(COD(1), COD(2))과 일관된 상관관계를 나타내지 않았다. 총자산이익률(ROA)과 영업현금흐름(CFO)은 타인자본비용(COD(1), COD(2))과 1% 유의수준에

서 음(-)의 상관관계를 나타냈으나, 투자현금흐름(CFI)은 타인자본비용(COD(1), COD(2))과 일관된 상관관계를 나타내지 않았다.

〈표 5〉 상관관계

	COD(1)	COD(2)	IR-D	IR-N	SIZE	LEV	ROA	CFO
IR-D	-.029*	-.041**						
	.089	.042						
IR-N	-.036**	-.050**	.904***					
	.048	.014	.001					
SIZE	-.028*	-.072***	.480***	.594***				
	.077	.000	.000	.000				
LEV	.276***	.032	.087***	.086***	.221***			
	.000	.126	.000	.000	.000			
ROA	-.974***	-.072***	.114***	.127***	.164***	-.266***		
	.000	.000	.000	.000	.000	.000		
CFO	-.125***	-.069***	.092***	.151***	.136***	-.148***	.462***	
	.000	.000	.000	.000	.000	.000	.000	
CFI	.021	.070***	-.094***	-.102***	-.076***	-.002	-.151***	-.302***
	.354	.000	.000	.000	.000	.527	.000	.000

주1) *, **, ***는 0.10, 0.05, 0.01 수준(양쪽)에서 유의함

주2) 변수정의 : 〈표 2〉 참조

4.4 가설검정 다중회귀분석

4.4.1 기업설명회 개최여부(IR-D)와 타인자본비용

다음 〈표 6〉은 기업설명회 개최여부(IR-D)가 기업의 타인자본비용[COD(1)(2)]에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 기업설명회 개최여부(IR-D)는 10% 유의수준 내에서 타인자본비용[COD(1)(2)]과 음(-)의 관련성을 갖는 것으로 나타났다. 따라서 기업설명회 개최여부가 기업의 타인자본비용 감소에 영향을 미칠 것이라는 연구가설은 지지되었다. 한

편, 통제변수를 살펴보면 부채비율(LEV)은 기업의 타인자본비용(COD)과 1% 유의수준에서 양(+)의 관련성을 나타내, 부채비율이 높은 기업일수록 타인자본비용이 큰 것으로 나타났다. 이는 기업의 타인자본비용에 부채비율이 중요한 역할을 하는 것으로 예상할 수 있다.²⁾

〈표 6〉 기업설명회 개최여부(IR-D)와 타인자본비용

$$\text{타인자본비용}(\text{COD}_{i,t}) = \alpha_1 + \beta_1 \text{기업설명회}(\text{IR-D}_i) + \text{Control Variables}$$

		타인자본비용					
		COD(1)			COD(2)		
	기대부호	Coef.	t	p	Coef.	t	p
IR-D	-	-.013	-2.028	.043	-.094	-1.906	.057
SIZE	-	.025	.864	.387	-.006	-7.418	.000
LEV	+	1.684	13.468	.000	.024	4.648	.000
ROA	-	.241	.889	.374	-.077	-6.840	.000
CFO	+	-1.340	-4.625	.000	-.016	-.066	.947
CFI	-	-.124	-.414	.679	.011	.100	.921
YEAR, IND		포함			포함		
Adj.R ²		.103			.132		
F		8.571			12.046		

주) 변수정의 : 〈표 2〉 참조

4.4.2 기업설명회 개최횟수(IR-N)와 타인자본비용

실증분석에서 통제변수인 부채비율이 기업의 타인자본비용에 큰 영향을 미치는 것으로 나타남에 따라 추가분석에서는 기업의 부채비율 수준에 따라 기업설명회 개최가 타인자본비용에 미치는 영향에 차이가 있는지를 검증하였다. 또한 전체표본이 아닌 기업설명회를 개최한 기업만을 대상으로 동일한 분석을 추가적으로 실시하였다.

2) 이에 본 연구에서는 기업의 타인자본비용에 매우 큰 영향을 미치는 것으로 나타난 기업의 부채비율을 통제 한 분석을 추가적으로 실시하였다.

4.4.2.1 전체표본

〈표 7〉은 기업설명회 개최횟수(IR-N)가 기업의 타인자본비용[COD(1)(2)]에 미치는 영향에 대한 분석 결과이다. 기업설명회 개최횟수(IR-N)는 10% 유의수준 내에서 타인자본비용[COD(1)(2)]과 음(-)의 관련성을 나타냈다. 따라서 기업설명회 개최횟수가 기업의 타인자본비용 감소에 영향을 미칠 것이라는 연구가설은 지지되었다.

〈표 7〉 기업설명회 개최횟수(IR-N)와 타인자본비용

$$\text{타인자본비용(COD}_{i,t}) = \alpha_1 + \beta_1 \text{기업설명회(IR-N}_t) + \text{Control Variables}$$

		타인자본비용					
		COD(1)			COD(2)		
	기대부호	Coef.	t	p	Coef.	t	p
IR-N	-	-.089	-2.327	.020	-.082	-1.940	.053
SIZE	-	.032	.701	.484	-.001	-5.947	.000
LEV	+	1.556	12.837	.000	.023	4.841	.000
ROA	-	.224	.640	.522	-.055	-6.943	.000
CFO	+	-1.076	-4.346	.000	-.005	-.688	.492
CFI	-	-.108	-.701	.484	.009	.467	.641
YEAR, IND		포함			포함		
Adj.R ²		.094			.128		
F		8,241			11,962		

주) 변수정의 : 〈표 2〉 참조

4.4.2.2 전체표본을 부채비율에 따라 구분

기업의 자본조달비용에는 기업의 부채비율 수준이 영향을 미칠 수 있다. 본 연구에서도 통제변수로 포함된 부채비율이 기업의 타인자본비용에 미치는 영향이 큰 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서는 기업의 부채비율 수준에 따라 기업설명회 활동이 타인자본비용에 미치는 영향에 차이가 있는지를 검증하였다. 이를 위해 전체표본을 부채비율 수준에 따라 2분위와 3분위로 구분하여 각각 분석하였다.

다음 <표 8>은 전체표본을 중위수를 기준으로 부채비율이 높은 집단과 부채비율이 낮은 집단으로 구분하여 각각 검증한 결과이다.

<표 8> 기업설명회 개최횟수와 타인자본비용(1): 부채비율 2분위 표본

$$\text{타인자본비용}[\text{COD}(1)_{i,t}] = \alpha_1 + \beta_1 \text{IR} - \text{N}_t + \text{Control Variables}$$

		Panel-A. 부채비율 상위2분위			Panel-B. 부채비율 하위2분위		
		타인자본비용[COD(1)]			타인자본비용[COD(1)]		
	기대부호	Coef.	t	p	Coef.	t	p
IR-N	-	-.058	-2.718	.007	-.169	-2.085	.038
SIZE	-	.024	.913	.361	.083	1.975	.049
LEV	+	-.222	-2.478	.014	4.618	12.361	.000
ROA	-	-.229	-1.757	.080	.172	.360	.719
CFO	-	-.656	-5.943	.000	-1.688	-3.193	.001
CFI	+	-.015	-.176	.861	-.103	-.172	.863
YEAR, IND		포함			포함		
adj.R ²		.131			.124		
F		7.762			6.354		

주) 변수정의: <표 2> 참조

Panel-A는 부채비율이 높은 표본 집단을 토대로 기업설명회 개최횟수(IR-N)가 타인자본비용[COD(1)]에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 분석결과, 기업설명회 개최횟수(IR-N)는 타인자본비용[COD(1)]에 5% 유의수준에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 부채비율(LEV)은 타인자본비용[COD(1)]에 5% 유의수준 내에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 부채비율이 높은 기업의 경우에는 부채비율이 증가할수록 오히려 타인자본비용은 감소하는 나타났다. 이는 부채비율이 높은 기업일수록 자본조달비용을 낮추기 위해 많은 방법을 동원하며, 또한 대규모 차입에 따른 차입조건의 완화가 이와 같은 결과로 나타난 것으로 예상할 수 있다.

Panel-B는 부채비율이 낮은 표본 집단을 토대로 기업설명회 개최횟수(IR-N)가 타인 자본비용[COD(1)]에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 분석결과, 기업설명회 개최횟수(IR-N)는 타인자본비용[COD(1)]에 5% 유의수준에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 부채비율(LEV)은 타인자본비용[COD(1)]에 1% 유의수준 내에서 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 부채비율이 낮은 기업의 경우에는 부채비율이 증가할수록 타인자본 비용이 증가하는 나타났다.

다음 <표 9>는 전체표본을 부채비율에 따라 3분위 한 후, 부채비율이 높은 상위 1/3 집단과 부채비율이 하위 1/3 집단에서 기업설명회 활동이 타인자본비용에 미치는 영향을 검증한 결과이다. Panel-A는 부채비율이 높은 상위 1/3 집단을 토대로 기업설명회 개최 횟수(IR-N)가 타인자본비용[COD(1)]에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 분석결과, 기업설 명회 개최횟수(IR-N)는 타인자본비용[COD(1)]에 5% 유의수준에서 음(-)의 영향을 미치 는 것으로 나타났다. Panel-B는 부채비율이 낮은 하위 1/3 집단을 토대로 기업설명회 개최횟수(IR-N)가 타인자본비용[COD(1)]에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 분석결과, 기 업설명회 개최횟수(IR-N)는 타인자본비용[COD(1)]에 5% 유의수준에서 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.³⁾

이상의 추가분석에서 전체표본을 기업의 타인자본비용에 큰 영향을 미치는 부채비율에 따라 구분하여 기업설명회 개최가 기업의 타인자본비용에 미치는 영향을 분석한 결과 또 한 앞선 전체표본을 대상으로 분석한 결과와 동일하게 나타났다. 따라서 본 연구에 의하 면, 기업설명회 개최는 기업의 타인자본비용 감소에 긍정적인 영향을 미친다고 기대할 수 있다.

3) 다른 타인자본비용 측정치인 타인자본비용(2)[COD(2)]를 종속변수로 하여 분석한 결과 또한 이와 동일하게 나타났다.

〈표 9〉 기업설명회 개최횟수와 타인자본비용(1): 부채비율 3분위 표본

$$\text{타인자본비용}[\text{COD}(1)_{i,t}] = \alpha_1 + \beta_1 \text{IR} - \text{N}_t + \text{Control Variables}$$

		Panel-A. 부채비율 상위3분위			Panel-B. 부채비율 하위3분위		
		타인자본비용[COD(1)]			타인자본비용[COD(1)]		
	기대부호	Coef.	t	p	Coef.	t	p
IR-N	-	-.039	-2.689	.007	-.311	-2.474	.014
SIZE	-	.013	1.220	.223	.084	1.422	.155
LEV	+	-.239	-1.892	.059	6.134	9.864	.000
ROA	-	-.229	-2.020	.044	.381	.784	.433
CFO	-	-.658	-5.854	.000	-2.568	-3.793	.001
CFI	+	-.014	.191	.849	-.054	-.143	.886
YEAR, IND		포함			포함		
adj.R ²		.164			.110		
F		6,684			4,237		

주) 변수정의: 〈표 2〉 참조

4.4.2.3 전체표본 중 기업설명회를 개최한 기업만을 대상으로

다음 〈표 10〉은 전체표본(3,061개 기업연도) 중 기업설명회를 개최한 표본(720개 기업연도)만을 대상으로 기업설명회 개최가 기업의 타인자본비용에 미치는 영향을 검증한 결과이다. 먼저, 기업설명회 개최기업만을 대상으로 기업설명회 개최횟수(IR-N)가 기업의 타인자본비용[COD(1)]에 미치는 영향을 회귀분석한 결과, 기업설명회 개최횟수(IR-N)는 10% 유의수준에서 타인자본비용의 감소에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 동일한 방법으로 기업설명회 개최횟수(IR-N)가 기업의 타인자본비용[COD(2)]에 미치는 영향을 회귀분석한 결과, 기업설명회 개최횟수(IR-N)는 10% 유의수준에서 타인자본비용 감소에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 전체 연구표본을 대상으로 기업설명회 개최횟수가 기업의 타인자본비용 감소에 긍정적인 영향을 미친다는 것과 동일한 결과이다.

〈표 10〉 기업설명회 개최횟수(IR-N)와 타인자본비용 : 기업설명회 개최 기업만을 대상으로
 타인자본비용($COD_{i,t}$) = $\alpha_1 + \beta_1$ 기업설명회(IR-N_t) + Control Variables

		타인자본비용					
		COD(1)			COD(2)		
	기대부호	Coef.	t	p	Coef.	t	p
IR-N	-	-.060	-1.967	.050	-.068	-1.790	.074
SIZE	-	-.004	-5.214	.000	.081	1.934	.054
LEV	+	.021	1.680	.093	1.114	3.133	.002
ROA	-	-.109	-6.214	.000	-.989	-1.422	.155
CFO	+	-.003	-.168	.867	-2.858	-4.015	.000
CFI	-	-.017	-1.402	.162	-.926	-1.934	.054
YEAR, IND		포함			포함		
adj.R ²		.064			.092		
F		4.734			2.467		

주) 변수정의 : 〈표 2〉 참조

4.5 추가분석 : 대응표본을 활용하여

본 연구에서는 연구결과의 강건성을 위해 전체표본(3,061개 기업연도) 중 기업설명회를 개최한 표본(720개 기업연도)과 이들 표본과 동종산업, 동일연도, 비슷한 규모의 기업표본들로 대응표본(720개 기업연도)을 구성하여 이들 표본들(총 1,440개 기업연도)로 기업설명회 개최가 기업의 타인자본비용에 미치는 영향을 추가적으로 검증하였다. 분석결과, 대응표본을 활용한 경우에도 앞선 전체표본을 대상으로 분석한 것과 동일하게 기업설명회를 개최하거나 개최한 횟수가 많은 기업일수록 기업의 타인자본비용이 감소하는 것으로 나타나 본 연구의 가설이 지지되었다.

〈표 11〉 대응표본을 활용한 기업설명회와 타인자본비용

$$\text{타인자본비용}(\text{COD}_{i,t}) = \alpha_1 + \beta_1 \text{기업설명회}(\text{IR} - \text{D}_i, \text{IR} - \text{N}_i) + \text{Control Variables}$$

		타인자본비용					
	기대부호	Coef.	t	p	Coef.	t	p
IR-D	-	-.003	-2.289	.022			
IR-N	-				-.001	-2.708	.007
SIZE	-	-.001	-3.183	.002	-.002	-2.823	.005
LEV	+	.052	7.861	.000	.047	7.978	.000
ROA	-	.016	1.529	.127	.024	1.246	.213
CFO	+	-.010	-1.481	.139	-.008	-1.325	.186
CFI	-	.023	3.167	.002	.025	3.183	.002
YEAR, IND		포함			포함		
adj.R ²		.179			.183		
F		9.576			9.840		

주) 변수정의 : 〈표 2〉 참조

V. 결 론

본 연구는 대표적인 자발적 정보공시활동인 기업설명회 개최가 기업의 타인자본비용을 감소시키는 데 일정 역할을 하는 지를 검증하였다. 실증분석 결과, 기업설명회 개최여부는 기업의 타인자본비용 감소에 일부 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 특히 기업설명회 개최횟수가 증가할수록 기업의 타인자본비용은 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 기업의 타인자본비용에 큰 영향을 미치는 부채비율을 통제한 추가분석과 기업설명회를 개최한 기업만을 대상으로 검증한 분석에서도 대체로 일관되게 지지되었다. 또한 대응표본을 활용한 분석에서도 이와 같은 결과는 지지되었다.

본 연구는 기업설명회 개최가 기업의 자본비용에 미치는 영향을 타인자본비용 측면에서 검증함으로써 기업설명회 개최의 효용을 실증적으로 검증하였다는 점에서 그 연구 의의가 있다고 할 수 있다. 특히, 최근 자본시장에서 기업설명회의 중요성이 나날이 증대되고 있는 시점에서 기업설명회의 개최효과를 실증적으로 검증하여 제시함으로써, 건전

한 자본시장의 활성화 및 자원의 효율적 배분에도 미약하나마 도움이 될 것으로 기대할 수 있다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 한계점이 있다. 기업설명회 개최의 목적 그리고 방법 등에서 기업마다 차이가 있을 수 있으며, 기업설명회의 형태에 따라 필요로 하는 기업정보의 특성도 다를 수 있다. 그러나 본 연구에서는 자료수집상의 한계로 인해 기업설명회를 그 목적 및 종류에 따라 세부적으로 구분하지 않고 단순히 기업설명회 개최여부와 개최횟수만을 활용하여 분석하였다. 따라서 추후 좀 더 정밀한 자료수집을 통해 체계적이고 정교한 후속연구가 필요할 것으로 판단된다.

참고문헌

〈국내문헌〉

- 권순창, 김창훈, 김성수. (2010). 회계이익과 과세소득 차이가 자기자본비용에 미치는 영향. *국제회계연구*, 34, 75-95.
- 김승희. (2016). K-IFRS 도입기에 따른 순이익과 성과측정치의 가치관련성 연구. *세무회계연구*, 47, 65-83.
- 김진섭. (2015). 기업지배구조와 회계보수주의 관련성 연구. *세무회계연구*, 45, 257-279.
- 노현섭, 김정찬. (2018). 유효세율과 기업특성의 변화. *세무회계연구*, 56, 131-148.
- 동아비즈니스리뷰. (2012). 효율적 공시 4계명. *DBR*, 102, B9-11.
- 문진주, 이선표. (2017). 대기업 소속 공익법인의 재무적 특성과 조세회피. *세무회계연구*, 54, 27-48.
- 문현주. (2016). K-IFRS 도입 후 외국인 투자와 회계이익의 질. *세무회계연구*, 49, 37-58.
- 박준령. (2013). 기업지배구조가 이익조정과 자본비용에 미치는 효과. *전산회계연구*, 11(2), 19-43.
- 배수현. (2018). 저축은행 시장집중도와 위험추구-구조조정 전·후 비교분석을 중심으로-. *세무회계연구*, 57, 97-116.
- 부강강, 이찬호. (2018). 경영자 능력과 보고이익의 질이 노동 투자효율성에 미치는 영향. *세무회계연구*, 55, 53-76.
- 안미강, 위준복, 고대영. (2010). 사외이사 특성과 소수주주보호가 기업설명회에 미치는 영향. *경영연구*, 34, 1-19.
- 안미강, 윤순석, 고대영. (2009). 현금흐름과 기업특성이 기업설명회에 미치는 영향. *회계저널*, 18(2), 161-184.
- 안희영, 최성호. (2011). 기업설명회가 자기자본비용에 미치는 영향. *대한경영학회지*, 24(6), 3177-3203.
- 오근혜, 강승모. (2014). 지속가능경영활동이 재무적 성과 및 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구. *세무회계연구*, 40, 81-108.
- 이균봉, 류예린, 지상현. (2012b). 기업설명회가 회계보수성에 미치는 영향. *국제회계연구*, 44, 109-134.
- 이균봉, 지상현, 류예린. (2012a). 회계이익-과세소득 차이와 기업설명회 관련성 연구. *대한경영학회지*, 25(3), 1815-1846.
- 이상욱. (2004). 기업의 IR(Investor Relation)활동이 주가에 미치는 영향에 관한 실증분석. *서강*

대학교 대학원 석사학위논문.

- 이상철. (2011). 공시품질과 타인자본비용의 관련성에 대한 연구. *회계저널*, 20(4), 1-34.
- 이승태. (2018). 투자기회집합과 이익조정, 그리고 소유구조의 매개역할 검증. *세무회계연구*, 55, 187-206.
- 이찬호, 김진섭. (2014). 기업설명회와 기업의 조세회피 간의 관련성 연구. *대한경영학회지*, 27, 201-217.
- 장지영, 권선국. (2009). 기업의 소유구조가 인터넷 재무정보 공시수준에 미치는 영향. *회계저널*, 18(2), 343-368.
- 정상민. (2015). 경영자 지분율에 따른 이익정보가 기업가치에 미치는 영향. *세무회계연구*, 44, 41-62.
- 정우성. (2000). 경영자예측정보의 자발적 공시와 기업특성. *대한경영학회지*, 23, 113-142.
- 정현욱. (2016). 조세혜택과 회계정보의 가치관련성. *전산회계연구*, 14(1), 1-13.
- 지상현. (2018). 기업설명회가 실물 이익조정에 미치는 영향 - 지배구조 및 감사품질에 따라 -. *세무회계연구*, 55, 29-52.
- 최순재, 황국재. (2001). 인터넷을 통한 자발적 재무공시기업의 특성분석. *회계저널*, 10(3), 1-20.
- 허영빈, 심상규. (2003). 기업 소유구조가 회계정보 공시수준에 미치는 영향. *대한경영학회지*, 39, 1287-1311.

〈외국문헌〉

- Ajinkya, B., & Gift, M. (1984). Corporate manager's earning forecasts and symmetrical adjustments of market expectation. *Journal of Accounting Research*, 23-57.
- Brennan, K., Micheal, J. & Tamarowski, C. (2000). Investor relation, liquidity, and stock price. *Journal of Applied Corporate Finance*, 12(4), 21-36.
- Chow, C., & Wong-Boren, A. (1987). Voluntary financial disclosure by mexican corporation. *The Accounting Review*, 3, 533-541.
- Cooke, T. (1991). An assessment of voluntary disclosure in the annual reports of japanese corporation. *The international Journal of Accounting*, 26, 174-189.
- Eng, L., & Mak, Y. (2003). Corporate governance and voluntary disclosure. *Journal of Accounting and Public Policy*, 22(4), 325-345.
- Lev, B., & Penman, S. (1990). Voluntary forecast disclosure, nondisclosure, and stock price. *Journal of Accounting Research*, 28, 49-76.

- Mak, Y. T. (1991). Corporate characteristics and the voluntary disclosure of forecasts information : a study of new zealand prospectuses. *British Accounting Review*, 23, 305 - 327.
- Owsus - Ansah, S. (1998). The impact of corporate attributes on the extent of mandatory disclosure and reporting by listed companies in zimbabwe. *The International Journal of Accounting*, 33(5), 605 - 631.
- Skinner, D. (1990). Why firms voluntarily disclose bad news. *Working paper*, University of Michigan.
- Verrecchia, R. (1983). Discretionary disclosure. *Journal of Accounting and Economics*, 5, 179 - 194.

“본 논문은 학회윤리규정을 준수하였으며 논문에 대한 판권을 학회에 위임합니다.”

<Abstract>

A Study on the Relevance between Investor Relations(IR) and Cost of Debt Capital

Ji, Sang - Hyun^{*} · Ryu, Ye - Rin^{**} · Lee, Su - Min^{***}

The objective of this study is to examine the effects of Investor Relation(IR) on financial cost in Korea. For this study, we used two measurements of financial cost and the plural regression analyses, and utilized various additional analyses to support the robustness of the result. The samples of this study were selected from listed corporates, consisting of 3,061 observations collected from 2011 to 2016 at TS2000. Investor Relation(IR) data were collected from KRX KIND(kind,krw.co.kr). The results of the study have shown negative correlation between Investor Relation(IR) and financial cost. This means that the activity of Investor Relation(IR) can help the firms to reduce their financial cost. This result was also supported by additional analyses.

This study has some limitations. Out of various Investor Relation(IR) activities this study only examined whether holding an IR promotion has effects on financial costs, elations or not. Therefore further study is recommended.

Key words : Investor relations(IR), Cost of debt capital, Risk, Financing method

* Assistant Professor, BaekSeok University, First Author, e-mail : shji@bu.ac.kr

** Research Professor, Pusan National University, Corresponding Author, e-mail : noxnix@pusan.ac.kr

*** Pusan National University Master, Co-author, e-mail : spa86@naver.com