대주주 유형별 지분 변동의 공시효과

: 10%이상 주요주주와 사실상지배주주를 중심으로

김영욱 (한국외국어대학교)

백재승 (한국외국어대학교)

< 요 약 >

본 연구는 2007년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 대주주가 5% 이상 지분의 매도 또는 매수를 공시한 기업을 대상으로 공시효과를 분석하였다. 연구목적을 달성하기 위해 대주주의 유형을 10%이상 주요주주, 임원, 사실상지배주주로 분류하였으며 매도와 매수를 함께 다룬 최초의 연구이다. 주요한 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 대주주 지분 변동의 단기 공시효과에 있어서는 대주주지분 매도는 음(-)의 효과를, 대주주지분 매수는 양(+)의 효과를 보였다. 대주주 유형별로 구분하여 분석한 결과, 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주의 지분 매도는 모두 음(-)의 효과를 보였다. 반면 매수의 경우 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주의 지분 매수모두 양(+)의 공시효과를 보였다. 둘째, 대주주지분 변동의 장기 공시효과는 매도와 매수 모두 음(-)의 효과를 보였다. 대주주유형별로 구분하여도 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주 모두 음(-)의 효과를 보였다. 셋째, 대주주 임원 지분 변동의 단기 공시효과에 있어서 매도 공시의 효과는 대주주 임원의 매도는 양(+), 대주주 비임원의 매도 공시는 음(-)의 값으로 산출되었다. 반면에 매수 공시는 이와 반대로 임원인 경우는 유의한 음(-), 비임원인 경우는 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 넷째, 회귀분석 결과 매도의 경우는 대주주지분율이 누적초과수익률에 유의적인 양(+)의 영향을 미치고 있으나, 매수의 경우는 유의한 결과를 보이지 않았다. 독립변수를 지분변동률로 한 결과 매도나 매수나 지분변동의 폭이 큰 경우는 누적초과수익률에 양(+)의 영향을 미치지만 25% 이상의 매수는 오히려 역 방향의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

본 연구는 대주주지분의 변동에 관해 이전의 연구와 다르게 대주주와 임원 및 대주주임원의 지분변동으로 분류하고 매도와 매수를 동시에 분석한 최초의 연구이다. 또한 대주주를 10% 이상 주주와 사실상 지배주주로 구분하여 경제적 의미를 제시하였다는데 의의가 있다. 분석결과로 나타난 시장의 반응은 대주주의 지분변동에 대하여 일반적인 거래와 달리 이해일치와 경영자안주가설 또는 기업지배권가설이 모두 성립한다는 시사점을 제시한다.

주제어: 대주주지분변동, 임원소유지분, 공시효과, 기업가치, 사건연구

JEL 분류기호 : G3, G34

1. 서론

기업의 생존과 발전을 위해 경영자는 본연의 영업활동 외에 여러 경영전략을 수립하게 되는데 최대주주, 지배주주, 대주주[1)]와 관련된 전략은 중요한 비중을 차지한다. 대주주의 존재나 대주주의 변경 및 대주주의 경영참여 등이 기업의 성과와 경쟁력에 상당한 영향을 미칠 수 있고, 심지어는 생존과도 직결되기 때문이다. 또한 대주주에 대한 경영 의존도가 높은 경제구조로 알려진 우리나라에서 기업전략의 핵심적인 역할을 수행하는 대주주의 경제적 의미에 관한 것은 개별 경제주체뿐만 아니라 국가의 거시경제적으로도 미치는 파급효과가 크다는 점에는 재론의 여지가 없을 것이다. 이러한 연유로 여러 경영학 분야에서 대주주의 의의와 경제적 성과 및 학문적 시사점에 대해 다양한 연구들이 이루어져왔다.

본 연구는 각 국에서 기업운영의 큰 축을 담당하고 있는 대주주의 존재가 가지는 경제적 기능 및 학문적 의의를 제고하는데 일조하기 위해 이루어졌다. 이를 위해 과거와 현재에 이르기까지 표본을 대상으로 대주주의 경제적 의미를 금융시장과 기업성과의 개선 측면에서 평가하는데 목적을 두고 있다. 이러한 연구는 대주주 관련 효율성이 금융시장을 통하여 개인, 기업, 정부 등 경제주체에 대해 미치는 사회적 효용을 높이는데 기여하고 대주주와 관련하여 주요한 이슈인 기업경영의 안정을 도모하여 궁극적으로 실물경제의 발전에 도움을 줄 수 있다. 특히 글로벌 금융위기와 같은 급격한 경제상황 변동은 예측하지 못하는 경영환경을 조성함으로써 대주주 리스크와 CEO 리스크 등 영업활동과 함께 효율적인 경영전략의 수립 여부가 중대한 영향을 미치게 된다.

이와 같은 점에 입각하여 본 연구는 거시경제적 관점에서 대주주의 경제적 의미를 진단하기 위하여 2000년대 이후 국내기업이 수립한 대주주 관련 변화와 전략의 경제적 성과를 평가하였다. 연구에 필요한 자료는 2007년부터 2018년까지 12년 동안 유가증권시장 상장기업 및 코스닥기업을 대상으로 금융감독원(DART) 등에서 공시한 대주주 변경 공시 내역을 토대로 하였다. 연구에 필요한 기업의 재무자료 내역과 기업가치 산출에 필요한 주가데이터는 에프앤가이드(주)가 제작하는 FN-Guide와 Dataguide5 및 한국신용평가(주)의 KIS-Value자료를 이용하였다. 발표기준일은 여러 정보매체 중 최초로 공시된 날로 정하였으며, 발행 기업이 5일 이내 두 번 이상 공시한 경우에는 먼저 공시한 내역만 포함하였다. 또한 지분의 변동 폭이 5% 이상인 경우만 대상으로 분석하였다. 지분율 5% 이상 획득하는 사건은 이후 기업인수 , 합병, 공개매입, 차입매수, 경영자 매수, 청산, 최고경영자 교체, 백지위임권 투쟁 등 기업의 소유구조를 바꾸는 사건으로 이어지는 경우가 많기 때문에 금융당국에 보고해야 한다고 규정될 정도로 중요한 기업의 사건으로 인식되고 있기 때문이다(엄윤성, 2012). 대주주지분 변동의 공시효과에 관한 연구는 진행된 바 있으나(김창수, 2011; 엄윤성, 2012) 본 연구는 지분의 변동 폭을 고려하면서 대주주 유형별로 매도와 매수를 동시에 다룬 점에서 차별화된 의의가 있다.

보다 구체적으로 본 연구에서는 다음과 같은 내용이 포함된다. 첫째, 본 연구는 2007년부터 2018년까지 12년 동안 유가증권시장 상장기업 및 코스닥기업을 대상으로 금융감독원(DART)

1) '최대주주'의 의미를 특수관계자 중 최대지분을 가진 1인 또는 기업으로만 사용하는 경우가 있고, '지배주주'를 기업을 실질적으로 통제하거나 영향력을 행사할 수 있는 주주로서 최대주주와 그의 특수관계자를 포함한 개념으로 규정한 선행연구(정재욱과 배길수, 2006; 정재욱, 2008; 정재욱, 2011)가 있다. 증권거래법 제200조의2에서 주식 등을 대량보유하는 경우는 본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 주식 등의 총수의 100분의 5 이상인 경우로 규정하고 있다. 본 연구에서는 '대주주'는 5%이상 지분을 보유하는 주주로 사용한다(Dlugosz et al., 2006).

등에서 공시한 대주주 변경 공시 내역을 토대로 하였다. 이 중 5% 이상의 변동이 이루어진 표본을 이용하여, 공시일 전.후의 시장반응을 분석함으로써 공시효과가 발생하는지 검증하고자 한다. 또한 대주주를 10%이상 주요주주, 사실상 지배주주, 기타 대주주 등으로 분류하여 각 유형별로 차별적인 공시효과가 발생하는지도 검증하고자 한다. 둘째, 대주주 지분 변동 시 대주주가 임원인 경우와 그렇지 않은 경우가 존재한다. 이를 각각 구분하여 임원 여부에 따라 차별적인 시장반응이 존재하는지를 비교.분석하고자 한다. 셋째, 대주주 임원인 경우도 10%이상 주요주주, 사실상 지배주주, 기타 대주주 등과 같은 대주주 유형별로 각각 구분하여 상이한 공시효과가 나타나는지를 분석하고 제반적인 시사점을 제시하고자 한다. 넷째, 기업의 재무특성 데이터를 통제변수로 추가하여 최대주주지분율, 지분 변동의 폭이 누적초과수익률에 영향을 미치는지를 회귀분석을 통하여 확인하고자 한다.

이와 같이 분석한 본 연구의 결과는 국내 기업에 대해 대주주의 경제적 의미를 보다 효율적인 경영방편으로 유도할 수 있는 좋은 기준이 될 것이며, 대주주 위험으로 유발되는 사회적 비용을 줄이는데 기여할 수 있다. 또한 경영활동 및 소액주주와의 협력 안정을 위한 효과적인 기업전략을 발굴하고 관련정책의 효율성을 높이는 방안으로 소유구조를 활용하려는 학계, 실무자 및 재무적 투자자에게 실무적인 자료로 유용할 것이며, 기업지배구조 관련 정책입안자들에게도 좋은 참고자료가 될 것이다.

본 연구의 주요 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 대주주 지분 변동의 단기 공시효과에 있어서는 대주주지분 매도는 음(-)의 효과를, 대주주지분 매수는 양(+)의 효과를 보였다. 대주주 유형별로 구분하여 분석한 결과, 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주의 지분 매도는 모두 음(-)의 효과를 보였고 매수의 경우는 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주 모두 양(+)의 공시효과를 나타냈다.

둘째, 대주주지분 변동의 중기 공시효과는 매도와 매수 모두 음(-)의 효과를 보였다. 대주주유형별로 구분하여도 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주 모두 음(-)의 값으로 측정되어 매수에 대한 중기적인 시장의 반응이 부정적 결과를 야기한다는 점을 알 수 있다.

셋째, 대주주 임원의 지분 변동의 단기 공시효과에 있어서 매도 공시의 결과는 임원인 대주주의 매도는 양(+)의 값을, 비임원의 매도 공시는 음(-)의 값으로 산출되었다. 반면에 매수 공시는 이와 반대로 대주주 임원인 경우는 음(-), 비임원인 경우는 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 경영자의 지분율이 늘어남에 따라 경영자는 주주의 이익을 대변하지 않고 자신의 사적인 이익을 추구하므로 기업의 경영성과가 하락한다는 경영자안주가설에 부합하는 결과로 볼 수 있다.

넷째, 횡단면회귀분석 결과 매도의 경우는 대주주지분율이 누적초과수익률에 유의적인 양(+)의 영향을 미치고 있으나, 매수의 경우는 유의한 결과를 보이지 않았다. 독립변수를 지분변동률로 한 결과 매도나 매수나 지분변동의 폭이 큰 경우는 누적초과수익률에 양(+)의 영향을 미치지만 25% 이상의 매수는 오히려 역 방향의 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이와 같은 결과도 대주주의 지분매수가 주주가치 제고라는 이해일치가설과 함께 경영자안주가설이 성립한다는 점을 시사한다. 독립변수를 임원더미변수로 한 결과 임원이 매도할수록 누적초과수익률은 상승하고, 임원이 매수할수록 누적초과수익률은 하락하는 결과를 보이고 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 이어지는 제2장에서는 대주주지분율과 기업가치 간의 관계와 대주주지분 변동의 공시효과에 대한 선행연구를 검토한 후 임원지분율과 기업가치 간의 관계와 임원지분율 변동의 공시효과에 대한 선행연구를 검토하고, 제3장에서는 표본 선정과 연구방법을 설명하고 검증가설을 설정한다. 그리고 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하며, 제5장에서는 연구를 요약하고 결론 및 시사점을 도출하였다.

2. 관련 연구

기업의 소유구조(ownership structure)는 기업의 투자결정, 자본조달결정, 배당결정 등 기업의사결정에 영향을 미쳐 궁극적으로는 기업가치를 변화시키게 된다(Byun et al., 2011). 소유구조에 대한 연구는 대리인이론(agency theory)에 관한 Jensen and Meckling(1976)의 연구 이후부터 본격적으로 시작되었으며 경영자에 대한 감시비용, 경영자의 결백을 입증할 수 있는 보증비용 등으로 구성되는 대리인 비용은 기업가치에 큰 영향을 미친다고 주장하고 있다. 대리인이론에 바탕을 둔 국내외 대주주 지분 관련 연구는 이해일치가설, 경영자안주가설, 절충가설로 구분된다. 본 절에서는 대주주 지분 변동의 공시효과를 살펴보기 전에 먼저 대주주지분율, 경영자지분율과 기업가치 간의 관계를 분석한 주요 선행 연구를 정리한다.

2.1 대주주지분율에 관한 연구

대주주지분율에 관해서 배기수와 박범진(2007)은 2001년부터 2006년까지 코스닥 기업을 대상으로 하여 대주주 1인 지분율이 높을수록 기업가치는 감소한다는 실증 결과를 발표하였다. 신민식(2011)은 대주주지분율이 기업가치에 강한 음(-)의 영향을 미치고 있어 대주주지분율이 늘어나면 대주주들이 경영자에 영향력을 미치고 이사회 참여를 통해 경영권을 통제하게 된다고 발표하였다. 이재현과 정현재(2013)는 대주주 소유 집중도가 높을수록 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 분석하였다. 김미영(2017)은 대주주지분율이 늘어날수록 기업 투명성이 낮아질 가능성이 높으므로 시장에 대한 기업가치(EPS)에 부정적인 영향을 미치며, 기업의 자산이용률을 낮추어 경영에 대한 기업가치(ROA)에도 좋지 않은 영향을 미치고 있음을 주장하였다. 반면 기업의 가치는 대주주의 지분율에 따라 양(+)의 관련성 혹은 음(-)의 관련성을 갖는 비선형 구조를 가지고 있다고 하는 다음과 같은 연구도 있다. 김영숙과 이재춘(2000)은 대주주지분율이 증가함에 따라 기업가치의 대용변수인 시장가치대 장부가치 비율(MBR)이 하락하다가 지분율이 29%를 넘어서면서 기업가치가 상승하는 U자형 관계를 가지고 있다는 결과를 발표하였다. 박경서와 백재승(2001)은 총내부자지분 및 개인, 대주주지분이 10%수준에 이를 때까지는 기업가치가 상승하고, 10%-40% 구간에서는 감소하며, 이후 40% 이상에서는 다시 상승하는 N자형 관계가 있다고 제시하였다. 신지우와 송동섭(2019)은 대주주지분율이 25% 미만의 구간까지는 기업의 경영성과가 감소하고, 25% 이상의 구간에서는 수익성이 증가한다는 절충된 U자형의 가설을 검증하였다.

2.2 경영자지분율에 관한 연구

경영자지분율에 관해서도 경영자가 지분을 많이 보유할수록 기업의 가치가 증가한다고 보는 이해일치가설[2)]과 경영자의 지분율이 늘어남에 따라 경영자는 주주의 이익을 대변하지 않고

2) 이해일치가설은 Berle and Means(1932)나 Jensen and Meckling(1976)의 고전적 대리인 이론에 기초한 가설로 경영자의 지분이 상승하면서 경영자와 외부대주주사이에 갈등이 줄어들고 둘간의 이해가 일치한다는 가설이다. Berle and Means(1932)는 근대기업에 있어서 주식소유의 분산은 소유와 경영을 분리시키는 직접적인 이유가 된다고 주장하였다. 즉, 기업발전 초기에는 가족지배기업 형태였던 것이 기업 확장에 따라 외부자금이 필요하게 되면서 금융 지배기업의 형태로 발전하게 되고, 자본시

자신의 사적인 이익을 추구하므로 기업의 경영성과를 낮춘다는 경영자안주가설, 그리고 절충가설로 분류된다.

이해일치가설에 따라 Jensen and Meckling(1976)은 대리인 비용이 경영자에 대한 감시비용, 경영자의 결백을 입증하기 위한 보증비용 그리고 소유와 경영의 분리로 인한 잔여손실로 구성되며, 경영자지분이 높을수록 대리인 비용이 최소화되고 기업가치가 높아진다고 주장하였다. 전홍민과 박성종(2017)은 경영자 지분이 늘어날수록 해당기업의 대리인 비용이 감소하기 때문에 경영성과가 개선된다는 것을 밝혔다.

경영자안주가설은 이해일치가설과 반대되는 것으로 경영자의 지분율이 늘어남에 따라 경영자는 주주의 이익을 대변하지 않고 자신의 사적인 이익을 추구하므로 기업의 경영성과를 낮춘다는 가설이다. 경영자지분은 경영자의 사익을 추구할 수 있는 재량권을 부여받으므로 경영자가 주주의 가치를 늘리기 보다는 자신들의 이익을 극대함으로써 기업가치가 줄어들 수 있다. Demsetz(1983)는 경영자의 지분율이 증가하는 상황에서 경영자 스스로가 해당 기업의 가치를 극대화하기 위한 노력을 기울이지는 않는다고 하더라도 해당 경영자들을 퇴출시키기 어려워지기 때문에 결과적으로 경영자가 견제를 받지 않는 상황이 되고 이러한 경영자의 행동이 영업활동에 미치는 영향으로 인해 기업가치가 감소할 수 있다고 주장하였다. Stulz(1988)는 경영자의 지분율이 높아지면 경영자의 지배권이 공고해지고 사적이익을 추진할 가능성이 더 높아져서 안주하려는 동기가 생긴다고 주장한다. 유승훈 등(2013)의 연구에서는 경영자의 단순지분율이 Tobin's Q에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이는 경영자의 주식지분율이 증가함에 따라 소유권(현금흐름권)을 훨씬 넘는 지배권(의결권)을 가지게 되는 경영자는 자신의 사익을 위해 행동함으로써 소액주주들의 부를 침해하고 그에 따라 기업가치는 하락하게 된다는 것을 의미한다.

이처럼 경영자가 보유하고 있는 지분율과 기업성과 사이의 관련성에 대한 연구는 많은 연구자들에 의해 상당 부분 연구가 진척되었으나 연구자마다 상이한 연구결과를 제시하고 있어 아직 명확한 관계가 확립되지 않았다(유승훈 등, 2013). 또한 경영자의 지분율에 따라 기업가치가 일률적으로 증가하거나 감소하는 것이 아니라 경영자의 지분율의 정도와 기업의 상황에 따라 달라질 수 있다는 절충된 가설도 존재한다. Morck et al.(1988)은 경영자의 지분율과 토빈 Q로 측정된 기업가치 간의 관련성에 대하여 연구하였다. 연구 결과에 의하면 기업의 가치는 지분율이 5%가 될 때까지는 증가하지만, 다음 구간인 5%에서 25%까지는 감소하다가 25% 수준을 넘어서면서 다시 증가하는 모습을 보였다. 이후 McConnell and Servaes(1990)은 내부자(임원, 이사) 지분율이 40%에서 50%가 될 때까지 토빈 Q로 측정된 기업가치가 증가하다가 이후에 하락하여 기업가치와 경영진의 지분과의 관계는 역 'U자형'을 이룬다고 보고하였으며, 김병호(2002)는 임원지분율과 기업가치에 대해 분석한 결과 5%-30%에서는 지분율이 증가함에 따라 기업가치가 감소하고, 0-5%, 30% 이상에서는 반대의 경향을 보이는 것을 발견하였다.

2.3 지분변동 공시효과에 대한 연구

본 연구의 대상이 되는 대주주 지분매입과 처분의 공시효과를 직접적으로 다른 연구는 많지 않은 실정이다. 김창수(2011)는 국내 주식시장에서 2000년 이후(2001-2008) 지분취득공시가

장이 발전하게 되면서 소유와 분산이 광범위하게 이루어지는 경영자 지배기업의 형태로 전환되어 기업의 소유구조가 복잡하게 된다는 것이다.

주가에 미치는 영향에 대하여 사건연구방법을 이용하여 연구하였다. 이 연구에서는 지분취득의 주요한 주체인 내부대주주, 외부 기관투자자와 개인투자자의 지분취득 그리고 기업의 자사주매입에 대하여 분석하였으며, 실증연구결과 주체별 지분취득 공시효과는 기관투자자를 제외하고 모두 주가에 유의한 양(+)의 값을 보였다. 먼저 내부대주주의 지분취득공시는 신호비용이 발생하여 정보신호의 신뢰성이 존재하므로 공시시점의 CAR는 양(+)의 값으로 나타났다. 또한 개인투자자의 지분취득(5%이상 신규취득 및 추가지분취득) 공시는 신호비용이 발생하여 정보신호의 신뢰성이 존재하므로 공시시점의 CAR이 양(+)으로 나타났다. 반면 기관투자자의 지분취득(5% 이상 신규취득 및 추가지분취득)의 공시효과는 없는 것으로 나타났다. 지분취득 목적 및 공시방법이 같은 기관투자자와 개인투자자의 지분취득 공시효과를 비교한 결과 개인투자자의 지분취득공시의 CAR(+)이 기관투자자의 지분취득공시의 CAR(+)보다 크게 나타났다.

다른 유사연구로 엄윤성(2012)은 5% 미만에서 5% 이상으로 지분율이 상승한 경우에는 사건일 전에 외국인을 제외한 모든 보고 주체(개인, 법인, 기관)에서 유의한 양(+)의 초과수익성을 보였다. 5% 이상에서 5% 미만으로 지분율이 하락한 경우는 보고주체가 기관투자자일 때 사건일 이후 유의한 음(-)의 초과수익성을 나타냈다. 지분율 상승의 경우 지분율 변화율이 5% - 30%인 그룹에서 사건일 이전에 유의한 양(+)의 초과수익성을 보이며, 지분율이 하락할 경우 지분율 변화율이 1% - 5%인 그룹에서 사건일 이후 유의한 음(-)의 초과수익성으로 반전되었다.

3. 표본 및 연구방법

3.1 표본

본 연구의 표본은 유가증권시장 상장기업 및 코스닥기업을 대상으로 2007년 1월 1일부터 2018년 12월 31일까지 12년 동안의 대주주 지분변동 공시를 대상으로 선정하였으며 한국거래소의 DART 에 게재된 지분변동공시 조회를 통해 수집하였다. 분석에 사용된 표본의 선택기준은 다음과 같다.

1) 금융업종을 제외한 12월 결산법인이며, 공시일 전후 60일간 주가자료가 존재한다.
2) 2018년 12월 현재 상장폐지되거나 관리대상인 종목은 제외한다.
3) 동일결산기에 두 번 이상의 지분 취득이나 매도를 실시했을 경우 최초 공시를 사건일로 선정한다.
4) 지분 매도와 매수로 5% 이상의 지분 변동이 발생한 사건을 표본으로 한다.

<표 1>에서는 2007년부터 2018년까지 위 조건들을 충족시키는 표본의 수를 연도별로 정리하였다. 매도는 4,490건, 매수는 8,242건으로 총 12,732건이다. 이 중 10%이상 주요주주와 사실상 지배주주는 매도 3,781건, 매수 7,540건으로 총 11,321건이다(88.9%). 임원여부에 따라 구분하면 임원인 경우의 매도 1,776건, 매수 2,509건으로 총 4,285건이다(33.7%).

<표 1> 표본의 연도별 분포(5% 이상 대주주지분 변동 12,732건)

	매 도					매 수				
	주주유형			임원여부		주주유형			임원여부	
	10%이상 주요주주	사실상 지배주주	기타	임원	비임원	10%이상 주요주주	사실상 지배주주	기타	임원	비임원
2007	288	171	107	246	320	521	259	79	309	551
2008	224	126	97	198	249	482	232	76	249	541
2009	266	119	77	177	285	521	200	94	277	538
2010	238	100	72	165	245	494	193	58	241	504
2011	192	87	50	138	191	406	138	57	208	393
2012	168	88	53	142	167	281	96	31	107	301
2013	170	55	39	91	173	390	110	41	165	376
2014	162	70	40	107	165	441	136	49	169	457
2015	207	92	52	139	212	559	111	54	197	527
2016	244	93	55	139	253	505	146	55	207	499
2017	214	96	33	114	229	507	158	56	199	522
2018	228	83	34	120	225	500	154	52	181	525
계	2,601	1,180	709	1,776	2,714	5,607	1,933	702	2,509	5,734
	총매도건수 4,490					총매수건수 8,242				

<표 2> 변동지분율에 따른 연도별 분포(지분 변동 전체 144,069 건)

	매도 증감비율				매수 증감비율			
	5% 미만	5% ~15%	15% ~25%	25% 이상	5% 미만	5% ~15%	15% ~25%	25% 이상
2007	2009	408	96	62	3617	546	190	127
2008	1467	300	95	52	4255	472	190	128
2009	3833	334	85	43	14069	503	179	133
2010	3835	292	82	36	9543	434	167	145
2011	3154	234	57	38	9361	356	112	133
2012	3086	225	52	32	7737	266	70	75
2013	2778	187	54	23	7662	325	107	109
2014	3010	189	53	30	8421	415	116	96
2015	3254	250	53	48	8251	417	132	176
2016	3421	293	71	28	7103	421	138	150
2017	3221	239	56	48	7771	425	138	159
2018	2678	255	52	38	7357	457	120	129
계	35,899	3,227	810	482	95,372	5,058	1,664	1,557

<표 2>는 대주주 및 임원과 사실상 지배주주의 지분이 변동하였다고 공시한 전체 사건을 참고로 정리한 것이다. 변동지분율을 5%, 15%, 25% 등으로 4구간으로 나누어 연도별로 정리하였다. 5% 미만의 변동율이 매도인 경우 88.8%, 매수인 경우 92.0%에 이르고 있다.

3.2 연구방법

실증분석을 위한 방법론으로 본 연구에서는 사건연구를 사용하였다. 사건연구는 특정 사건이 시장에 공개된 시기 전·후의 초과수익률을 추정하여 이것이 그 사건에 관련한 것인지를 평

가하는 실증분석기법으로 Fama et al.(1969)이 사용한 이래로 현재 여러 분야의 실증연구에서 가장 많이 사용되고 있는 연구방법론 중 하나이다. 사건연구는 특정 사건에 기인한 기업가치의 변화량을 파악하는데 실증적으로 검증된 방법론이다(Brown and Warner, 1985 외). 또한 사건연구는 주식시장 전체의 변동에 대해서 각 기업의 특정한 사건으로 인한 효과를 분리해 내는데 매우 적합한 방법이라 할 수 있다(Hendricks and Singhal, 1997). 공시효과를 정확히 측정하기 위해서는 사건일(event date)의 선택이 매우 중요하다. 본 연구에서는 우리나라 주식시장의 여건을 감안하여 사건일을 지분변동이 증권거래소에 공시된 날로 선택하였다. 이는 시장의 공시일이 투자자들이 추가 비용의 지출 없이 정보를 획득할 수 있는 최초공시일로 볼 수 있기 때문이다.

3.2.1 비정상초과주가수익률 계산

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \qquad (1)$$

식 (1)에서 AR_{it}는 각각 시장조정모형 및 시장모형을 이용한 개별기업 i의 t일 주식수익률이고, R_{it}은 기업 i의 t일 주식수익률이며, R_{mt}는 t일의 시장수익률을 의미한다.

다음으로 i기업의 공시일 전후의 -k일부터 +k일까지 누적비정상초과수익률(CAR; cumulative abnormal return, 이하 누적초과수익률)은 식 (2)과 같이 일별, 기업별 AR을 누적하여 산출한다.

$$CAR_i(-k,+k) = \sum_{t=-k}^{k} AR_{it} \qquad (2)$$

본 연구에서 공시의 단기 시장반응은 전통적인 사건연구의 방법에 따라 누적비정상초과수익을 공시시점 전후 1,3,5일로 구한다. 초과수익률(AR)은 시장조정수익률 모형을 이용하여 구하며, 벤치마크는 유가증권시장 및 코스닥시장 수익률을 각각 사용한다. 공시 후 장기 시장 반응은 공시 이후 60일까지 구하였다.

3.2.2 회귀모형

여타변수를 통제한 상황 하에서 대주주지분율, 지분변동율, 대주주임원 여부에 따라 상이한 공시효과가 나타나는지를 각각 검증하기 위하여 다음과 같은 분석모형을 이용한다. 종속변수는 공시일 이전 및 이후의 CAR로 CAR(-1, +1), CAR(-3, +3), CAR(-5, +5)을 사용한다. 먼저 대주주지분율에 따라 상이한 공시효과가 나타나는지를 검증하기 위하여 식(3)을 이용한다.

$$\begin{aligned} CAR_{it} &= \alpha_0 + \beta_1 LARGE_{it} + \beta_2 FOR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} \\ &\quad + \sum IND + \sum YD_{it} + \epsilon_{it} \end{aligned} \qquad (3)$$

식(3)에서 LARGE는 대주주지분율을 나타내는 변수이다. 기업특성의 통제를 위한 변수는 전년도 말 기준으로 부채비율(LEV), ROA, 총자산(SIZE) 등을 이용한다(임병권 등, 2019). 김수인과 변진호(2016)는 대주주지분율이 공시효과에 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있으므로 본 연구에서는 대주주지분율을 통제변수로 포함한다. 마찬가지로 외국인지분율도 통제변수로 포함한다. 산업 및 연도효과 통제를 위해 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 한 산업더미(IND)와 연도더미(YEAR)를 통제변수로 이용한다.

다음으로 지분변동율, 대주주임원 여부에 따라 상이한 공시효과가 나타나는지를 각각 검증하기 위하여 식(4)을 이용한다.

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 DUMMYit + \beta 1 LARGE_{it} + \beta_2 FOR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \sum IND + \sum YD_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

식(4)에서 독립변수인 DUMMY는 지분변동율, 대주주임원 여부를 표시하는 더미변수이다. 먼저 지분변동율은 5-15, 15-25, 25% 이상으로 구분하여 두 개의 더미변수로 변환하여 사용한다. 다음으로 대주주임원 여부는 임원이면 1, 아니면 0인 더미변수이다. LARGE는 대주주지분율을 나타내는 변수이다. 기업특성의 통제를 위한 변수는 전년도 말 기준으로 부채비율(LEV), ROA, 및 총자산(SIZE) 등을 이용한다(임병권 등, 2019). 김수인과 변진호(2016)는 대주주지분율이 공시효과에 영향을 미친다는 결과를 제시하고 있으므로 본 연구에서는 대주주지분율을 통제변수로 포함한다. 마찬가지로 외국인지분율도 통제변수로 포함한다. 산업 및 연도효과 통제를 위해 한국표준산업분류 중분류를 기준으로 한 산업더미(IND)와 연도더미(YEAR)를 통제변수로 이용한다.

3.3 연구 가설

연구의 목적과 방법 및 기존 연구를 토대로 본 연구에서는 지분 변동 폭이 5% 이상인 경우를 대상으로 우리나라 기업에서 대주주 지분변동의 경제적 의미를 심도있게 고찰하고자 한다. 본 연구는 이익일치가설과 경영자안주가설에 대한 면밀한 검증을 위해 지분 변동은 지분 매수(취득)와 지분 매도(처분)로 구분하여 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 대주주의 지분 매수 공시는 기업가치에 유의한 영향을 미친다.
  가설 1.1 대주주의 지분 매수는 기업가치를 증가시킨다
  가설 1.2 대주주 임원의 지분 매수는 기업가치를 증가시킨다.
  가설 1.3 대주주의 지분 매수 비율에 따라 기업가치 증가에 미치는 영향이 차이가 있다.

가설 2 대주주의 지분 매도 공시는 기업가치에 유의한 영향을 미친다.
  가설 2.1 대주주의 지분 매도는 기업가치를 감소시킨다
  가설 2.2 대주주 임원의 지분 매도는 기업가치를 감소시킨다.
  가설 2.3 대주주의 지분 매도 비율에 따라 기업가치 증가에 미치는 영향이 차이가 있다.

4. 실증분석 결과

4.1 기초통계량 분석

<표 3>은 본 연구에서 사용한 변수들의 기초통계량 분석결과이다. 지분변동률이 5% 이상이 주요한 사건으로 간주되는 표본을 대상으로 한 ROA의 평균이 -2.45%라는 점이 특이할만한 조사 결과이다. 지분변동률의 차이를 고려하지 않은 모든 표본에서는 ROA의 평균이 (+)2.25%로 산출되었다. 이는 이전에 비해 수익성이 저하된 기업에서 주로 대주주 및 임원이 지분을 사거나 파는 유인이 많다는 점을 시사한다.

<표 3> 표본통계량

Panel A. 주요 변수 기초통계량

	전체			매도			매수		
	평균	중앙값	표준편차	평균	중앙값	표준편차	평균	중앙값	표준편차
LARGE(%)	39.4419	36.8700	17.8777	36.6662	36.6250	18.2819	40.8952	40.6000	17.4890
FOR(%)	5.6708	4.9397	10.2507	4.8722	1.0926	9.5924	6.0884	1.1958	10.5555
SIZE	13.4202	19.1812	8.6390	12.9281	17.8275	8.6891	13.6888	17.9415	8.6001
LEV	1.5524	.8921	13.3198	1.6886	.8652	15.8337	1.4811	.7477	11.7933
ROA(%)	(2.4514)	3.4500	24.7985	(5.0926)	1.1900	26.1905	(1.0405)	3.1692	‘23.9048

주: LARGE(기말 대주주지분율), FOR(기말 외국인지분비율), LEV(부채비율=부채/자본), ROA(당기순이익/총자산), SIZE(총자산의 자연로그값)

Panel B. 누적초과주가수익률(CAR)

	전체		매도		매수	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
CAR(-1,+1)	0.0587	5.2255	(0.0780)	7.4217	0.0670	7.1480
CAR(-3,+3)	0.1375	7.3855	(0.0721)	10.4779	0.0060	10.3841
CAR(-5,+5)	0.2884	8.6379	(0.0865)	13.2105	0.2895	11.4061

4.2 대주주유형별 대주주지분 변동의 공시효과

<표 4>와 <그림 1>은 지분 매도와 매수를 공시한 시점의 ± 10일 즉, 총 21 일간의 비정상초과주가수익률(AR)을 나타낸 것이다. 매도와 매수 모두 전반적으로 공시일까지 CAR이 증가 추세를 유지하다가 공시일 이후에는 하락 추세로 반전하고 있다. 이러한 추세는 매도 공시에서 보다 두드러지게 발견되었다.

매도 공시의 경우는 공시일 10일 이후까지 양(+) 의 CAR 수준을 유지하고 있다. 전체 표

본을 대상으로 보면 공시일 1일 전에 가장 CAR 수준이 높아졌다가, 그 이후에는 하락 추세를 보여주고 있다. 대주주 유형별로 보면, 10% 이상 주요주주의 경우는 전체 표본의 경우와 동일하게 공시일 1일 전에 가장 높은 CAR을 나타내고 있다. 반면 사실상 지배주주의 경우는 공시일 5일 전에 CAR이 가장 높아졌다가 반락후 공시일 2일 전에 다시 높아졌다가 그 이후 하락추세로 전환하였다. 이는 사실상 지배주주의 매도 공시 정보에 대하여 시장이 더 민감하게 반응하는 것을 의미한다. 또한 10% 이상 주요주주보다 사실상 지배주주가 매도하는 경우 CAR의 수준이 전반적으로 높은 것으로 나타났는데, 이 양상은 사실상 지배주주의 매도 정보가 시장에 노출되는 정도가 낮아서 매도의 부정적인 효과가 적게 반영되어 발생하는 결과로 볼 수 있다.

매수 공시의 경우 전체 표본에서는 공시일 1일 후의 CAR이 가장 높게 측정되었고 그 이후에는 하락하지만 이후 10일까지는 양(+) 의 값을 유지하고 있다. 이는 대주주 유형을 구분하지 않고 매수 반응을 연구한 김창수(2011)의 연구결과와 동일하다. 공시 이전에 양(+)의 CAR을 보인다는 것은 지분율을 높이기 위한 과정이 통상적으로 보고일 이전 몇 달간에 이루어진다는 사실에 미루어 볼 때 대규모 지분 획득이 그 기업의 주가에 긍정적 정보로 작용했음을 시사한다. 또한 대주주 지분 취득 정보가 사전에 시장에 노출되었을 가능성이 있다

대주주 유형별로 매수에 대한 시장반응 양상은 다소 차이를 보인다. 10% 이상 주요주주의 경우는 전체 표본의 경우와 유사한 변화 양상을 보이지만 CAR의 수준은 더 높은 것으로 나타났다. 반면 사실상 지배주주의 경우는 공시일일 전에 가장 높은 CAR을 실현했다가 이후에는 CAR이 하락 추세를 보이고 있다. 이러한 현상에 대한 원인으로는 공시 이전에 정보유출로 취득한 정보거래자들(informed trader)의 차익거래 가능성을 들 수 있다. 또한 10% 이상 주요주주보다 사실상 지배주주가 매수하는 경우 CAR의 수준이 전반적으로 낮은 것으로 나타났는데, 사실상 지배주주의 매수 정보가 시장에 노출되는 정도가 낮아서 매도의 경우와는 반대로 매수의 긍정적인 효과가 적게 반영되어 발생하는 결과로 볼 수 있다.

<그림 1>을 요약하면 전반적으로 매도나 매수 모두 공시일 전후에 CAR이 상승하다 이후 하락하는 추세를 보이고 있다. 단 매도의 경우가 변동 폭이 크다는 사실을 알 수 있는데 이는 정보거래자의 단기 매매행태에 기인한다고 해석된다. 또한 긍정적인 매수 정보보다는 부정적인 매도 정보에 대하여 시장 참여자들이 더 민감한 반응을 한다는 사실을 유추할 수 있다.

<표 4> 대주주의 5% 이상 지분변동 공시일 전후 10일의 CAR

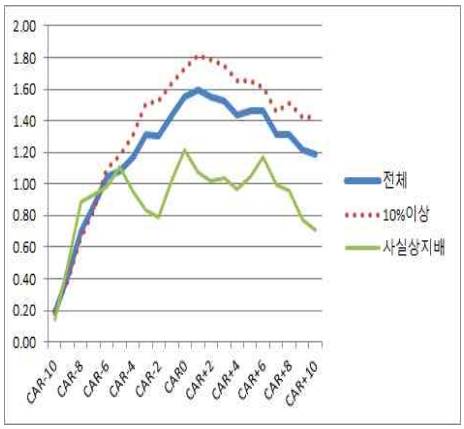
	매 도			매 수		
	전체	10% 이상 주요주주	사실상 지배주주	전체	10% 이상 주요주주	사실상 지배주주
-10	0.1713***	0.1123	0.2881***	0.1153***	0.1313***	0.0776
-9	0.3560***	0.2952***	0.5676***	0.2523***	0.2520***	0.2609***
-8	0.6583***	0.5739***	0.8968***	0.4303***	0.4244***	0.4881***
-7	0.8988***	0.8216***	1.0657	0.5265***	0.5442***	0.5117
-6	0.9975***	0.8680	1.1180	0.6400***	0.7110***	0.5381
-5	1.0284***	0.8346	1.2703	0.6589	0.7629	0.5973
-4	1.0217***	0.8622	1.2142	0.7116	0.8333*	0.5380
-3	1.0465***	0.9173	1.2562	0.8261***	1.0069***	0.4621
-2	1.0916***	0.9665	1.2587	0.7818	1.0025	0.3583
-1	1.1729***	1.1203*	1.1758	0.8120	1.0556	0.3857
공시일	1.0823***	1.0130	1.0271	0.8750	1.1433	0.3935
+1	1.0136	0.9320	0.8865	0.8488	1.1629	0.2312*
+2	0.9919	0.8968	0.8286	0.7906*	1.1194	0.1722
+3	0.9496	0.7856*	0.9145	0.7176*	1.0710	0.0894
+4	0.8859*	0.7576	0.9251	0.6109***	0.9833**	-0.0722**
+5	0.9039*	0.7883	0.9700	0.5812	0.9660	-0.1268
+6	0.8855***	0.7801	0.9424	0.5317	0.9294	-0.1725
+7	0.7485	0.6521*	0.8221	0.4005***	0.8105**	-0.3414*
+8	0.7387	0.6159	0.7811	0.3788	0.8206	-0.4194
+9	0.6759***	0.5550	0.7558	0.2893***	0.7527**	-0.5922***
+10	0.6218*	0.4987	0.6786	0.2347*	0.7478	-0.7662**

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄
2) 전체에는 10%이상 주요주주와 사실상지배주주에 기타 주요주주를 포함

<그림 1> 대주주의 5% 이상 지분변동 공시일 전후 10일의 CAR

매도

매수



4.2.1 단기 공시효과

<표 5>에서는 대주주 지분변동 공시에 대한 시장의 단기 반응을 대주주유형별로 요약하였다.

우선 매도의 경우는 대주주 전체를 대상으로 한 CAR(-1, 1), CAR(-3, 3) CAR(-5, 5)의 평균은 각각 -0.1187%, -0.0981%, -0.1247% 로서 모두 음(-)의 값으로 나타났으므로 대주주 지분 매도는 단기적으로 음(-)의 공시효과를 미치고 있다는 것을 확인해주고 있다. 이는 대주주의 지분율이 감소하는 것을 시장은 부정적으로 평가하고 있다는 사실을 시사하고 있으며 이는 엄윤성(2012)의 연구 결과와 일치한다. 엄윤성(2012)의 연구에서는 대규모 투자자의 지분율 변동이 5% 이상에서 5% 미만으로 하락할 때에는 사건일 이후 음(-)의 초과수익을 보이는 것으로 보고하고 있다.

<표 5> 대주주유형별 시장의 단기 공시효과 (CAR)

(단위 %)

CAR	매도			매수		
	전체	10% 이상 주요주주	사실상 지배주주	전체	10% 이상 주요주주	사실상 지배주주
(-5,+5)	-0.1247 (-0.7150)	-0.1320 (-0.7700)	-0.1767 (-0.6300)	0.4192** (-0.4302)	0.5512* (-0.3002)	0.0652 (-0.8150)
(-3, +3)	-0.0981 (-0.6100)	-0.1247 (-0.5900)	-0.3965 (-0.6700)	0.3581 (-0.4501)	0.4471* (0.3408)	0.0855** (-0.7300)
(-1,+1)	-0.1187 (-0.4900)	-0.0743 (-0.4300)	-0.5128* (-0.7150)	0.2863 (-0.3350)	0.2837** (-0.3602)	0.2838 (-0.2850)

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄
2) 전체에는 10%이상 주요주주와 사실상지배주주에 기타 주요주주를 포함

본 연구에서는 대주주를 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주, 기타등의 세 가지 유형으로 구분하여 각 유형별로 공시효과를 추가적으로 분석하였다. 유사한 연구로는 대규모 투자자를 개인 , 기관 , 법인 , 외국으로 나누어 분석하고 있는 엄윤성(2012)의 연구가 있지만, 본 연구와 같은 세 가지 유형으로 구분하여 분석한 연구는 없다. 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주의 지분 매도의 경우도 CAR(-1, 1), CAR(-3, 3) CAR(-5, 5)의 평균이 음(-)의 값으로 산출되어 단기적으로 음(-)의 공시효과를 미치고 있다는 것을 확인해주고 있다. 단 사실상 지배주주가 지분을 매도하는 경우가 10% 이상 주요주주가 지분을 매도하는 경우보다 초과수익성이 더 하락하는 것으로 나타났다. 이는 대주주 지분 매도를 부정적인 사건으로 인식하면서 사실상 지배주주가 보유하는 내부 정보가 주가에 미치는 부정적인 영향력이 더 크다고 시장이 인식하고 있다는 점을 시사한다. 다음으로 매수의 경우, 대주주 전체를 대상으로 한 CAR(-1, 1)의 평균은 0.2863%으로 양(+)의 값이며, 이와 동일하게 CAR(-3, +3)의 평균은 0.3581%, CAR(-5, +5)의 평균은 0.4192%을 보이고 있다. 따라서

대주주지분 매수는 양(+)의 공시효과를 보이고 있다. 이는 대주주가 대규모 지분 매수를 실행하면 이것이 향후 주가 상승이라는 긍정적 신호를 시장에 전달해 줄 수 있으며 또한 대주주가 정보 측면에서 우위에 있다는 사실을 반영한다. 김창수(2011)는 내부 대주주의 지분취득 공시시점의 CAR은 양(+)으로 나타난다고 하였고, 엄윤성(2012)은 투자자의 지분이 5% 미만에서 5% 이상으로 지분율이 상승한 경우에는 사건일 이전에 외국인을 제외한 모든 보고 주체(개인, 법인, 기관)에서 유의한 양(+)의 초과수익성을 실현하였다고 하였다. 따라서 본 연구의 결과는 선행 연구의 결과와 일치하고 있다. 대주주 유형별로 구분하여 공시효과를 분석한 결과, 10%이상 주요주주와 사실상 지배주주의 지분 매수 역시 양(+)의 공시효과를 보이고 있다. 따라서 10%이상 주요주주와 사실상 지배주주의 주요 지분 상승에 대한 단기 시장의 반응은 긍정으로 나타난다는 것을 알 수 있다. 단 10% 이상 주요주주가 지분을 매수하는 경우가 사실상 지배주주가 지분을 매수하는 경우보다 초과수익성이 더 상승하는 것으로 나타났다. 이는 일반적으로 긍정적 신호로 인식되는 대주주 지분 매수의 경우는 사실상 지배주주가 보유하는 정보보다는 10% 이상 주요주주가 보유하는 정보를 시장이 더 적극적으로 반영한다는 것을 의미한다.

4.2.2 장기 반응

대주주지분 변동 공시의 장기반응을 살펴보기 위해서 공시 이후 60일의 누적초과수익률을 살펴보았다. 공시 후 60일이면 시장의 효율성 측면에서 충분히 정보가 가격에 반영될 수 있는 기간으로 판단할 수 있으므로 대주주지분 변동 공시의 공시의 장기성과는 공시 이후 최대 +60일로 정하였다.

<표 6>에서와 같이 대주주지분 변동 공시의 장기반응은 음(-)의 효과를 보이며 모두 유의한 결과가 나타나고 있다. 대규모 지분 변동은 공시일 이전부터 상당한 기간 동안 사전 작업이 이루어져야 하고 대주주로 사전 정보가 유출될 가능성이 있다. 따라서 지분의 매수 계획뿐 아니라 매도 계획 역시 기업 가치 증대를 위한 경영전략의 일환일 것으로 시장이 인식하여 공시일 이전에 주가가 상승하고 있다

<표 6> 대주주유형별 시장의 장기효과

(단위 %)

CAR	매도			매수		
	전체	10%이상주요주주	사실상 지배주주	전체	10%이상주요주주	사실상 지배주주
(0, 30)	-1.4422*** (-2.3400)	-1.5988*** (-2.7650)	-0.9526 (-1.6700)	-1.0471*** (-1.7100)	-1.0173*** (-1.6700)	-1.3443*** (-1.9400)
(0, 45)	-1.5119*** (-2.7800)	-1.6752*** (-2.8250)	-0.7755 (-2.6050)	-0.5485*** (-1.9200)	-0.6523*** (-1.9200)	-0.7828*** (-2.3000)
(0. 60)	-1.7194*** (-2.9150)	-1.3291** (-2.6200)	-1.4111 (-3.0200)	-0.3092** (-1.8500)	-0.6330** (-1.9800)	-0.1795** (-1.9350)

주 : 1) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄
2) 전체에는 10%이상 주요주주와 사실상지배주주에 기타 주요주주를 포함

그러므로 공시일 이후에는 이러한 주가 상승분의 일부를 이익 실현하게 되고 그에 따라 대주주 지분 변동의 중기 공시효과는 음(-)으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 매도 공시나

매수 공시 모두 동일한 방향의 결과를 나타내고 있어 대주주의 지분 변동에 관해 시장반응이 중기적으로는 부정적으로 반응한다는 점을 확인할 수 있다. 대주주유형별로 구분하여도 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주 모두 음(-)의 효과를 보이고 있다. CAR(0,30)과 CAR(0,45) 에서는 단기효과와 다른 방향을 보이고 있지만 CAR(0,60)에서는 동일한 방향을 보이고 있다. 즉 공시일 60일 이후를 보면, 사실상 지배주주가 지분을 매도하는 경우가 10% 이상 주요주주가 지분을 매도하는 경우보다 누적초과수익률의 하락폭이 더 크며, 또한 10% 이상 주요주주가 지분을 매수하는 경우가 사실상 지배주주가 지분을 매수하는 경우보다 누적초과수익률의 하락폭이 더 큰 것을 확인할 수 있다.

4.3 대주주임원의 지분 변동의 공시효과

4.3.1 단기반응

<표 7>과 <그림 2>는 대주주 임원과 비임원의 지분 매도와 매수 공시시점의 ±10일 즉, 총 21 일간의 CAR을 나타낸 것이다. 대주주 임원의 지분 매도와 지분 매수 공시는 상이한 양상을 보이고 매도가 매수보다 긍정적인 시장의 반응을 나타냈다.

매도 공시의 경우는 공시일 10일 이후까지 양(+) 의 CAR을 유지하고 있으며, 대주주 임원의 지분매도 공시의 경우가 비임원의 지분매도 공시의 경우보다 CAR의 수준이 높다. 대주주 임원의 지분매도는 공시일 5일 후에 가장 높은 CAR을 실현했다가, 그 이후에는 하락 추세를 보이고 있다. 반면 비임원의 지분매도 공시의 경우는 공시일 1일 전에 가장 높은 CAR을 보이고 있으며 그 이후에는 하락으로 반전하였는데, 공시일 10일 후에는 공시일 10일 전과 유사한 수준의 CAR 로 회귀하고 있다.

매수 공시의 경우, 대주주 임원의 경우는 CAR이 공시일 10일 전부터 낮은 수준이지만 양(+)의 값을 보이다가 공시일 2일 전에 음(-)의 값으로 전환하여 계속 음(-)의 값을 유지하고 있다. 비임원의 경우는 공시일 1일후까지 상승하다가 그 이후는 하락하는 CAR 양상을 보이고 있다. <그림 2>에서 나타나는 대주주 임원 매수의 경우 CAR이 조기에 하락 추세를 보이면서 음(-)의 값을 확대하는 현상은, 공시일 이전부터 상당한 기간 동안 주가 상승을 견인하다가 공시일 전후에 이익을 실현한 차익거래 행태 (informed trader)에 기인한 것으로 해석할 수 있다.

<표 8>은 대주주 임원 여부에 따른 시장의 단기반응을 보여준다. 우선 매도 공시의 효과는 임원인 경우는 양(+)의 방향, 비임원인 경우는 음(-)의 방향으로 관찰되었다. 다음으로 매수 공시는 매도 공시와 방향이 반대였다. 임원인 경우는 음(-)의 방향, 비임원인 경우는 양(+)의 방향을 보이고 있으며 임원과 비임원의 매수 공시 모두 유의성이 있는 것으로 나타났다. 본 결과는 경영자의 지분율이 늘어남에 따라 경영자는 주주의 이익을 대변하지 않고 자신의 사적인 이익을 추구하므로 기업의 경영성과를 낮춘다는 경영자안주가설과 일치하는 결과를 보이고 있다(Morcket al., 1988; 유승훈 외, 2013).

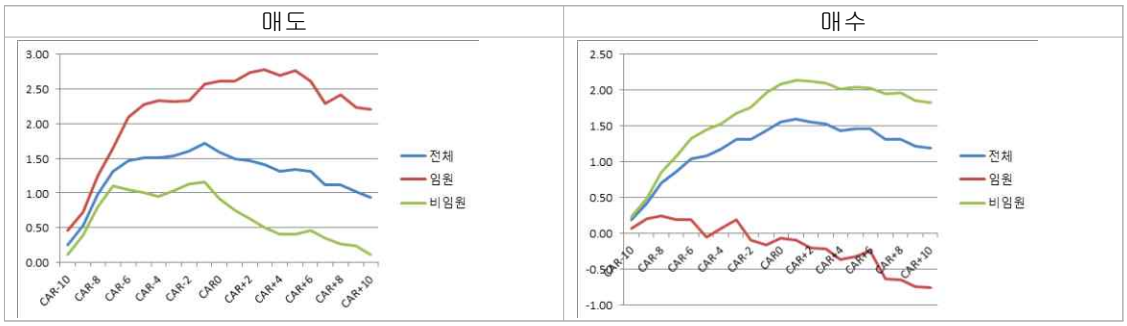
<표 7> 대주주 임원의 지분 매매 공시일 전후 10일의 CAR

(단위 %)

	매도			매수		
	전체	임원	비임원	전체	임원	비임원
-10	0.2547 (0.0000)	0.4630*** (0.0000)	0.1184 (0.0000)	0.1883*** (0.0000)	0.0710 (0.0000)	0.2265*** (0.0000)
-9	0.5253 (0.0000)	0.7283** (0.0000)	0.3925 *** (0.0000)	0.4117*** (0.0000)	0.1983 (0.0000)	0.4813*** (0.0000)
-8	0.9739 (0.0000)	1.2401*** (0.0000)	0.7997*** (0.0000)	0.7011*** (0.0000)	0.2364 (0.0000)	0.8525*** (0.0000)
-7	1.3205 (0.1700)	1.6529*** (0.1600)	1.1031** (0.1800)	0.8586*** (0.0000)	0.1917 (0.0000)	1.0759*** (0.0000)
-6	1.4621 (0.3250)	2.0946*** (0.4600)	1.0484 (0.2500)	1.0446*** (0.0000)	0.1830 (0.0000)	1.3253*** (0.180)
-5	1.5079 (0.2100)	2.2759* (0.4400)	1.0055 (0.0400)	1.0812 (0.0000)	-0.0525** (0.0000)	1.4506** (0.2800)
-4	1.5033 (0.3500)	2.3395 (0.5800)	0.9563 (0.1000)	1.1711 (0.0000)	0.0652 (0.0000)	1.5315 (0.3200)
-3	1.5404 (0.3100)	2.3217 (0.5700)	1.0293 (0.0400)	1.3143*** (-0.0900)	0.1906 (-0.0900)	1.6805*** (0.3600)
-2	1.6102 (0.3350)	2.3372 (0.5400)	1.1346 (0.2000)	1.3057 (-0.3500)	-0.0915*** (-0.3500)	1.7610 (0.5600)
-1	1.7186 (0.4650)	2.5674 (0.8400)	1.1633 (0.2200)	1.4353 (-0.5900)	-0.1675*** (-0.5900)	1.9576*** (0.5700)
0	1.5935 (0.3350)	2.6099 (0.5500)	0.9287* (0.1300)	1.5503 (-0.7400)	-0.0709 (-0.7400)	2.0786* (0.5200)
+1	1.4915 (0.2550)	2.6111 (0.6500)	0.7590* (0.0900)	1.5923 (-0.5000)	-0.0966** (-0.5000)	2.1426 (0.4800)
+2	1.4604 (0.2750)	2.7363 (0.7100)	0.6258* (-0.0200)	1.5527* (-0.2000)	-0.2059** (-0.2000)	2.1257 (0.5600)
+3	1.4051 (0.2450	2.7745 (0.8600)	0.5094 (-0.1500)	1.5293 * (-0.2100)	-0.2233*** (-0.2100)	2.1004 (0.4600)
+4	1.3125 (-0.1200)	2.7034 (0.5900)	0.4027 (-0.5000)	1.4351*** (-0.1700)	-0.3628*** (-0.1700)	2.0210* (0.3700)
+5	1.3374 (0.0650)	2.7638 (0.6600)	0.4044 (-0.3400)	1.4638 (-0.2900)	-0.3332 (-0.2900)	2.0493 (0.4200)
+6	1.3138 (-0.0350)	2.6066 (0.6000)	0.4681 (-0.4500)	1.4650 (-0.6400)	-0.2523 (-0.6400)	2.0246 (0.3900)
+7	1.1197 (-0.0600)	2.2928*** (0.4700)	0.3523 (-0.3800)	1.3103*** (-0.7700)	-0.6391*** (-0.7700)	1.9456 (0.3100)
+8	1.1139 (-0.0700)	2.4198 (0.5900)	0.2597 (-0.5500)	1.3157 (-0.5900)	-0.6552 (-0.5900)	1.9579 (0.4100)
+9	1.0245 (-0.0750)	2.2329** (0.4900)	0.2340 (-0.3900)	1.2130*** (-0.7300)	-0.7476 (-0.7300)	1.8519*** (0.2200)
+10	0.9416 (-0.1750)	2.2105 (0.7700)	0.1117 (-0.5900)	1.1887* (-0.5200)	-0.7538 (-0.5200)	1.8216 (0.2600)

주 : ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄

<그림 2> 대주주 임원의 지분 매매 공시일 전후 10일의 CAR



매수 공시의 경우, 임원의 경우는 공시일 10일 전부터 낮은 수준이지만 양(+)의 CAR을 보

<표 8> 대주주의 임원여부에 따른 시장의 단기 공시효과

(단위 %)

CAR	매도			매수		
	전체	임원	비임원	전체	임원	비임원
(-5,+5)	-0.1247 (-0.7150)	0.6692 (-0.4000)	-0.6440* (-0.9700)	0.4192** (-0.4302)	-0.5162 (-0.8400)	0.7241*** (-0.3000)
(-3, +3)	-0.0981 (-0.6100)	0.4350 (-0.3100)	-0.4469 (-0.7600)	0.3581 (-0.4501)	-0.2884*** (-0.7400)	0.5688*** (-0.3300)
(-1, +1)	-0.1187 (-0.4900)	0.2739 (-0.3900)	-0.3755 (-0.5300)	0.2863 (-0.3350)	-0.0051*** (-0.4400)	0.3815*** (-0.3000)

주 : ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄

<표 8>은 대주주 임원 여부에 따른 시장의 단기반응을 보여준다. 우선 매도 공시의 효과는 임원인 경우는 양(+)의 방향, 비임원인 경우는 음(-)의 방향으로 관찰되었다. 다음으로 매수 공시는 매도 공시와 방향이 반대였다. 임원인 경우는 음(-)의 방향, 비임원인 경우는 양(+)의 방향을 보이고 있으며 임원과 비임원의 매수 공시 모두 유의성이 있는 것으로 나타났다. 본 결과는 경영자의 지분율이 늘어남에 따라 경영자는 주주의 이익을 대변하지 않고 자신의 사적인 이익을 추구하므로 기업의 경영성과를 낮춘다는 경영자안주가설과 일치하는 결과를 보이고 있다(Morcket al., 1988; 유승훈 외, 2013)

4.3.2 장기 반응

대주주임원 지분 변동 공시의 장기반응을 살펴보기 위해서 공시 이후 60일의 누적초과수익률을 살펴보았다.

<표 9>에서와 같이 대주주 임원의 지분 변동 공시의 중기반응 모두 음(-)의 효과를 보이고 있으며 전체평균은 모두 유의한 결과를 나타내고 있다. 이러한 결과는 매도 공시나 매수 공시 모두 동일한 방향의 효과를 보이고 있다

<표 9> 대주주임원 지분변동 공시의 장기 시장 반응

CAR	매도			매수		
	전체	임원	비임원	전체	임원	비임원
(0, 30)	-1.0529***	-0.4683	-0.2458***	-0.9503***	-2.3131***	-0.9117**
(0, 45)	-0.9860***	-0.4089	-0.3041***	-1.3388***	-1.7039***	-0.6200***
(0, 60)	-1.2106***	-0.6983	-0.4474***	-0.6329**	-0.8806***	-0.5243**

주 : ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄

4.3.3 대주주유형별 대주주임원 지분변동 공시 전후 CAR 변동

은 대주주임원의 지분 매도와 매수 공시시점의 ±10일, 총 21일간의 CAR을 대주주유형별로 구분하여 나타낸 것이다. 10% 이상 주주인 임원이 매도한 경우는 사실상 지배주주인 임원이 매도한 경우보다 공시일 근처까지의 CAR 상승폭이 더 작았고 공시일 이후 CAR 하락폭은 더 컸다. 10% 이상 주주인 임원이 매도하게 되면 시장에서는 더 민감하게 반응하고 있다. 이는 사실상 지배주주인 임원보다 시장참여자의 인지가 보다 용이하기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

반면 매수에 있어서는 10% 이상 주주인 임원이 매수한 경우는 사실상 지배주주인 임원이 매수한 경우보다 공시일 이후 CAR의 상승폭이 컸고 하락폭도 작았다. 이는 사실상 지배주주가 정보취득에 우월한 지위에 있다는 점에서 사실상 지배주주의 매수거래가 시장에서 부정적으로 반응한다고 해석할 수 있다.

<그림 3> 대주주유형별 대주주 임원의 지분 매매 공시일 전후 10일의 CAR

4.4 횡단면회귀분석 결과

본 절에서는 식 (1) 및 식 (2)의 분석모형을 이용하여 대주주지분율, 지분변동율, 대주주임원 여부에 따라 상이한 공시효과가 나타나는지를 검증한다. <표 10>에서 상관관계 분석 결과를 요약하였다. 회귀분석에 앞서 주요 통제변수 간의 상관관계를 분석한 결과, 전체적으로 상관계수가 낮게 나와 다중공선성(multicollinearity) 가능성은 낮은 것으로 판단된다.

<표 10> 상관관계 분석

	FOR	SIZE	LEV	ROA
LARGE	-0.011	0.139**	-0.021*	0.229**
FOR		0.364**	-0.010	0.114**
SIZE			0.058**	0.235**
LEV				-0.025*

주) 1. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄
2. LARGE(기말 대주주지분율), FOR(기말 외국인지분비율), LEV(부채비율=부채/자본), ROA(당기순이익/총자산), SIZE(총자산의 자연로그값)

본 절의 회귀분석에서 종속변수는 공시일 전, 후 1일, 3일, 5일의 누적초과수익률이다 : CAR(-1, 1), CAR(-3, 3), CAR(-5, 5)독립변수는 대주주지분율(LARGE), 대주주지분율 구간(MAJOR), 지분변동율 구간(CHANGE), 대주주임원 여부(EXEC) 등이며 기업특성 변수를 통제변수로 포함하였다.

먼저 독립변수를 대주주지분율로 하고 통제변수에 외국인지분율, 부채비율, ROA, 연도더미, 산업더미 변수 등을 포함하여 분석한 결과를 <표 11>에 요약하였다. 매도의 경우는 대주주지분율이 CAR(-1, +1), CAR(3, +3) CAR(-5, +5)에 대하여 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있다(β=.070, p<.05; β=.065, p<.01; β=.063, p<.05) 이는 대주주 지분 매도가 공시된 기업의 경우 대주주지분률이 낮아질수록 기업가치는 감소한다는 것을 의미한다. 이는 대주주지분 매도 공시가 CAR 에 음(-)의 효과가 있다는 전절의 본 연구 결과와 일치한다. 반면 선행연구가 거의 없어 본 연구가 최초로 분석한 대주주 지분매수의 경우는 모두 유의한 결과를 보이지 않고 있으며 방향도 양(+), 음(-)이 혼재되어 있다

<표 11> 대주주지분 변동의 효과

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \beta_1 LARGE_{it} + \beta_2 FOR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \sum IND + \sum YD_{it} + \epsilon_{it}$$

변수		매도			매수		
		CAR(-1.+1)	CAR(-3.+3)	CAR(-5.+5)	CAR(-1.+1)	CAR(-3.+3)	CAR(-5.+5)
독립변수	LARGE	0.070** (2.815)	0.065***(2.628)	0.063** (2.536)	0.005 (0.280)	-0.006 (-0.332)	0.002 (0.126)
통제변수	FOR	0.021 (0.779)	-0.023 (-0.859)	-0.012 (-0.440)	-0.009 (-0.430)	-0.026 (-1.194)	-0.017 (-0.778)
	SIZE	0.002 (0.066)	0.054*(1.851)	0.036 (1.228)	0.045* (1.932)	0.099***272)	0.108***(4.667)
	LEV	0.065*** (2.568)	0.001 (0.039)	0.023 (0.886)	-0.003 (-0.140)	-0.024 (-1.271)	-0.009 (-0.493)
	ROA	0.017 (0.704)	0.000 (-0.004)	-0.025 (-1.029)	-0.027 (-3.434)	-0.035* (-1.931)	-0.047*** (-2.601)
	산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
	연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Adj R^2		0.008	0.013	0.015	0.004	0.012	0.022
F 값		2.553***	3.9571***	3.977***	2.321**	5.454***	8.814***

주) 1. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄
2. CAR(누적초과수익률), LARGE(기말 대주주지분율), FOR(기말 외국인지분비율), LEV(부채비율), ROA(당기순이익/총자산), SIZE(총자산의 자연로그값),

두 번째로 독립변수를 지분변동률로 하고 통제변수에는 외국인지분비율, 부채비율, ROA, 규모, 연도더미, 산업더미 변수에 대주주지분률 변수를 추가하여 분석한 결과를 <표 12>에 요약하였다. 지분변동률 구간 변수는 15% 미만, 15%-25%, 25% 이상의 세 구간으로 나누고 15% 미만을 기준으로 하여 두 개의 더미변수(CHANGE1), CHANGE2)로 변환하여 사용하였

다. 매도의 경우는 독립변수의 회귀계수가 유의한 결과가 없었다. 매수의 경우는 지분변동률이 15% 미만에서 15-25%로 증가하면 모든 CAR이 증가하고 있으며 CAR(-1, +1)에 대해서는 유의한 양(+)의 영향을 미치고 있으나(β=.038, p<.05), 지분변동률이 15% 미만에서 25% 이상으로 증가하면 모든 CAR이 감소하고 있으며 CAR(-3, +3) CAR(-5, +5)에 대해서는 유의한 음(+)의 영향을 미치고 있다(β=-.049, p<.01; β=.046, p<.05). 지분매수의 비율이 25%에 이르기까지는 누적초과수익률에 양(+)의 영향을 미치지만 25% 이상의 매수는 오히려 역 방향의 영향을 미치는 것으로 해석이 가능하다. 이렇게 역 방향의 효과가 발견되는 것은 대규모 구간의 매수를 시장가치 기준에 두고 투자의 차원으로 보는 것이 아니라 기업의 주요한 경영전략의 변화로 반응하여 나타나는 일환으로 해석된다.

세 번째로 독립변수를 임원더미변수로 하고 통제변수에는 외국인지분비율, 부채비율, ROA, 규모, 연도더미, 산업더미 변수에 대주주지분률 변수를 추가하여 분석한 결과를 <표 12>에 요약하였다. 임원이 매도할수록 누적초과수익률은 상승하고, 임원이 매수할수록 누적초과수익률은 하락하는데, CAR(-1, +1), CAR(-3, +3), CAR(-5, +5) 모두에서 유의한 결과를 보이고 있다. 이는 경영자의 지분율이 늘어남에 따라 경영자는 주주의 이익을 대변하지 않고 자신의 사적인 이익을 추구하므로 기업의 경영성과가 하락한다는 경영자안주가설에 부합하는 결과로 볼 수 있다(Morcket al., 1988; Stulz, 1988; Jensen, 1986; 유승훈 외, 2013). 이와 같은 초과수익률의 추이는 경영자가 자신의 지분을 늘림으로써 주가의 저평가 신호를 전달하기보다는 지분증가로 인한 이득을 추구하는 것으로 반응한다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 대주주의 지분 매수는 주가 상승, 매도는 주가 하락을 유발할 것이라는 예상과 대립되는 결과이다

<표 12> 지분변동률 구간의 효과

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \beta_0 CHANGE + \beta 1 LARGE_{it} + \beta_2 FOR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 \leq V_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \sum IND + \sum YD_{it} + \epsilon_{it}$$

변수		매도			0매수		
		CAR(-1.+1)	CAR(-3.+3)	CAR(-5.+5)	CAR(-1.+1)	CAR(-3.+3)	CAR(-5.+5)
독립 변수	CHANGE더미1	0.010 (0.421)	0.020 (0.814)	0.016 (0.654)	0.038** (2.071)	0.016 (0.892)	0.001 (0.046)
	CHANGE더미2	-0.003 (-0.104)	0.015 (0.601)	0.008 (0.333)	-0.025 (-1.354)	-0.049*** (-2.651)	-0.046** (-2.504)
통제 변수	LARGE	0.069** (2.797)	0.063** (2.555)	0.061** (2.485)	0.010 (0.558)	0.004 (0.240)	0.012 (0.658)
	FOR	0.021 (0.790)	-0.024 (-0.872)	-0.012 (-0.443)	-0.009 (-0.425)	-0.026 (-1.165)	-0.016 (-0.744)
	SIZE	0.002 (0.084)	0.054* (1.851)	0.036 (1.234)	0.048** (2.042)	0.096*** (4.125)	0.103*** (4.430)
	LEV	0.065** (2.545)	0.000 (0.006)	0.022 (0.857)	-0.005 (-0.249)	-0.025 (-1.347)	-0.010 (-0.530)
	ROA	0.017 (0.709)	0.001 (0.039)	-0.024 (-0.998)	-0.027 (-1.498)	-0.034* (-1.901)	-0.046** (-2.561)
	산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
	연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Adj R^2		0.007	0.013	0.014	0.005	0.015	0.023

F 값	2.105**	3.001***	3.295***	2.586***	5.301***	7.819***

주) 1. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄
2. CHANGE더미1 : 15-25% 매도 혹은 매수, CHANGE더미2 : 25% 이상 매도 혹은 매수
CAR(누적초과수익률), CHANGE(지분변동률구간 더미), LARGE(기말 대주주지분율), FOR(기말 외국인지분비율), LEV(부채비율), ROA(당기순이익/총자산), SIZE(총자산의 자연로그값)

세 번째로 독립변수를 임원더미변수로 하고 통제변수에는 외국인지분비율, 부채비율, ROA, 규모, 연도더미, 산업더미 변수에 대주주지분률 변수를 추가하여 분석한 결과를 <표 13>에 요약하였다. 임원이 매도할수록 누적초과수익률은 상승하고, 임원이 매수할수록 누적초과수익률은 하락하는데, CAR(-1, +1), CAR(-3, +3), CAR(-5, +5) 모두에서 유의한 결과를 보이고 있다. 이는 경영자의 지분율이 늘어남에 따라 경영자는 주주의 이익을 대변하지 않고 자신의 사적인 이익을 추구하므로 기업의 경영성과가 하락한다는 경영자안주가설에 부합하는 결과로 볼 수 있다(Morcket al., 1988; Stulz, 1988; Jensen, 1986; 유승훈 외, 2013). 이와 같은 초과수익률의 추이는 경영자가 자신의 지분을 늘림으로써 주가의 저평가 신호를 전달하기보다는 지분증가로 인한 이득을 추구하는 것으로 반응한다는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 대주주의 지분 매수는 주가 상승, 매도는 주가 하락을 유발할 것이라는 예상과 대립되는 결과이다

<표 13> 대주주임원 지분변동의 효과

$$CAR_{it} = \alpha_0 + \beta_0 EXECUT + \beta 1 LARGE_{it} + \beta_2 FOR_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 \leq V_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \sum IND + \sum YD_{it} + \epsilon_{it}$$

변수		매도			매수		
		CAR(-1.+1)	CAR(-3.+3)	CAR(-5.+5)	CAR(-1.+1)	CAR(-3.+3)	CAR(-5.+5)
독립 변수	대주주임원더미	0.035* (1.911)	0.033* (1.836)	0.038** (2.131)	-0.053*** (-3.842)	-0.064*** (-4.641)	-0.033** (-2.270)
통제 변수	LARGE	0.041** (2.134)	0.027 (1.411)	0.049** (2.544)	0.018 (1.313)	0.004 (0.317)	-0.009 (0.548)
	FOR	0.018 (0.938)	0.018 (0.964)	0.022 (1.162)	-0.004 (-0.276)	-0.010 (-0.637)	-0.005 (0.779)
	SIZE	0.005 (0.229)	0.008 (0.380)	0.000 (-0.007)	0.016 (1.024)	0.039** (2.481)	0.042** (0.015)
	LEV	0.004 (0.221)	0.005 (0.261)	0.011 (0.636)	0.002 (0.134)	-0.001 (-0.086)	-0.001 (0.947)
	ROA	-0.010 (-0.513)	0.024 (1.266)	0.028 (1.494)	-0.041*** (-2.992)	-0.028** (-2.044)	0.005 (0.760)
	산업더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
	연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
Adj R^2		0.005	0.009	0.014	0.004	0.006	0.003
F 값		3.020***	4.681***	6.339***	3.661***	4.989***	3.081***

주) 1. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의한 수준을 나타냄
2. CAR(누적초과수익률), EXECUT(임원더미), LARGE(기말 대주주지분율), FOR(기말 외국인지분

비율), LEV(부채비율), ROA(당기순이익/총자산), SIZE(총자산의 자연로그값)

5. 요약 및 결론

본 연구는 2007년 1월 1일부터 2018년 12월 31일까지 12년 동안의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 대주주 지분변동을 공시한 기업을 대상으로 공시효과를 분석하였다. 지분율 5% 이상 대량으로 취득하거나 처분하는 경우는 기업에 있어 중요한 사건이므로 연구의 표본으로 지분율 5%를 초과하는 매도 4,490건, 매수 8,242건, 총 12,732건을 선정하였다.

주요한 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 대주주 지분 변동의 단기 공시효과에 있어서는 대주주지분 매도는 음(-)의 공시효과를, 대주주지분 매수는 양(+)의 효과를 보였다. 대주주 유형별로 구분하여 분석한 결과, 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주의 지분 매도도 역시 음(-)의 값으로 산출되어 매도에 대한 시장반응이 부정적임을 확인할 수 있다. 매수의 경우는 10% 이상 주요주주의 지분 매수와 사실상 지배주주의 지분 매수공시는 모두 양(+)의 결과를 보여주었다. 둘째, 대주주지분 변동의 중기 공시효과는 매도와 매수 모두 음(-)의 효과를 보였다.

대주주유형별로 구분하여도 10% 이상 주요주주, 사실상 지배주주 모두 음(-)의 효과를 보였다. 셋째, 대주주 임원의 지분 변동의 단기 공시효과에 있어서 매도 공시의 효과는 임원인 대주주의 매도는 양(+)의 값을, 비임원의 매도 공시는 음(-)의 값으로 산출되었다. 반면에 매수 공시는 이와 반대로 임원인 경우는 음(-)의 값, 비임원인 경우는 양(+)의 값으로 나타났다. 넷째, 횡단면회귀분석 결과 매도의 경우는 대주주지분율이 누적초과수익률에 유의적인 양(+)의 영향을 미치고 있으나, 매수의 경우는 유의한 결과를 보이지 않았다. 독립변수를 지분변동률로 한 결과 매도나 매수나 지분변동의 폭이 큰 경우는 누적초과수익률에 양(+)의 영향을 미치지만 25% 이상의 매수는 오히려 역 방향의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 임원이 매도할수록 누적초과수익률은 상승하고, 임원이 매수할수록 누적초과수익률은 하락하는 것으로 나타났다. 따라서 대주주의 지분 변화가 매도는 하락, 매수는 상승이라는 선행적인 기대와 함께 경영전략상 기업가치의 변화와도 연관이 있어 매도와 매수 이후 일정기간이 경과하면서 하락할 수 있다는 점을 알 수 있다. 대주주 거래의 경제적 의의가 일반적인 투자와 다르게 경영자안주가설이나 기업지배권시장가설로 설명될 수 있다는 사실을 제시하는 결과이다.

본 연구는 기업운영의 큰 축을 담당하고 있는 대주주의 존재가 가지는 경제적 기능 및 학문적 의의를 제고하는데 일조하기 위해 이루어졌다. 이를 위해 과거와 현재에 이르기까지 표본을 대상으로 대주주의 경제적 의미를 금융시장과 기업성과의 개선 측면에서 평가하는데 목적을 두고 있다. 이러한 연구는 대주주 관련 효율성이 금융시장을 통하여 개인, 기업, 정부 등 경제주체에 대해 미치는 사회적 효용을 높이는데 기여하고 대주주와 관련하여 주요한 이슈인 기업경영의 안정을 도모하여 궁극적으로 실물경제의 발전에 도움을 줄 수 있다.

본 연구의 차별성은 다음과 같다. 대주주지분의 변동에 관해 이전의 연구와 다르게 대주주와 임원 및 대주주임원의 지분 변동으로 분류하고 매도와 매수를 동시에 분석하였다. 또한 대주주를 10% 이상 주주와 사실상 지배주주로 구분하여 경제적 의미를 제시하였다는데 의의가 있다. 분석결과로 나타난 시장의 반응은 대주주의 지분변동에 대하여 이해일치와 경

영자안주 가설이 모두 성립한다는 시사점을 제시한다.

Disclosure Effects of Changes in Equity by Types of Blockholder

Young-Wook Kim (Hankuk University of Foreign Studies)
Jae-Seung Baek (Hankuk University of Foreign Studies)

Abstract

This study analyzed the disclosure effect among companies listed on the KOSPI market and the KOSDAQ market from 2007 to 2018 in which blockholders sold or bought their shares more than 5% of the company. In order to achieve the research objectives, the blockholders were categorized into 'shareholder of more than 10% shares', 'de facto controlling shareholder' and etc. There is a differentiation from the previous studies in that this study deals with both selling and buying of shares and only the change of more than 5% shares of the company. The main analysis results are as follows: First, in the short-term disclosure effect of the change in the blockholders' equity, the sale of the blockholders' equity had a negative effect and the purchase of the blockholders' equity had a positive effect. As a result of analysis by types of blockholders, the sale by 'shareholder of more than 10% shares' and 'de facto controlling shareholder' all showed negative effects. In the case of purchase, the purchase by 'shareholder of more than 10% shares' showed a positive disclosure effect and the purchase by 'de facto controlling shareholder' showed a mixed result with positive and negative effects. Second, the long-term disclosure effect of blockholder's equity change showed a negative effect in both cases of selling and buying. 'Shareholder of more than 10% shares' and 'de facto controlling shareholder' also showed a negative effects. Third, in the short-term disclosure effect of blockholders' equity change, the disclosure effect was not significant for the sale of the executive blockholder, but the disclosure effect was significantly negative for the sale of the non-executive blockholder. On the contrary, the disclosure effect of equity selling was negative for executive blockholders and positive for non-executive blockholders. Fourth, as a result of the cross-sectional regression analysis, the share of blockholders had a significant positive effect on the cumulative excess return in the case of selling, but in the case of buying, there was no significant result. As a result of using the independent variable as the ratio of equity change, it was found that when the sale or purchase of the shares was large, the cumulative excess return is higher, but the cumulative excess return is lower in the purchase of shares more than 25%.

This study analyzed the equity changes by various shareholder types, such as blockholders, executives, and executive blockholders unlike previous studies and there is a discrimination point in analyzing both selling and buying. In addition, it is significant that the blockholders were divided into 'Shareholder of

more than 10% shares' and 'de facto controlling shareholder' to present economic implications. The results of the market reaction suggest that both the convergence of interest and the management entrenchment hypothesis hold for the blockholder's equity changes.

Key words: Blockholder's equity change, Executive ownership, Disclosure effect, Corporate value, Event study

참고문헌

김영숙, 이재춘(2000),“기업가치와 기업소유구조와의 관련성”, 한국증권학회지, 26(1) pp. 173-197

김병호(2002), “기업의 소유구조와 기업가치 및 수익률에 관한 연구: 임원지분율을 중심으로”, 한국증권학회지, 30(1) pp. 391-434.

김찬웅, 김경원(1997), “사건연구에서의 주식성과 측정” : 재무관리연구 12(2) pp. 301-326

김철교(1977), “자사주관리가 한국주식시장에 all는 영향에 관한 실증분석”, 재무연구, 제13호 : 169-195

김창수(2011), 지분취득공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구, -취득 주체별 분석-, 경희대 박사학위논문.

김수인, 변진호(2016), “유상증자와 대주주 거래 연구”, 재무연구, 29(1) pp. 1-35

김동욱, 김소라, 김병권(2016), “지배주주의 지분율 변동과 재무적 터널링”, 금융공학연구, 4, pp. 83-103

김종대, 조문기(2007), “경영자지분율과 회계정보의 가치관련성 간의 상관관계분석”, 회계학연구, 32(4), pp. 1~27

박경서.백재승(2001), “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구”, 재무연구, 14(2), pp. 89-130.

박기성(2002), “소유구조와 기업의 회계적 성과 및 Tobin's Q의 관계에 대한 연구”, 한국증권학회지, 30, pp. 297-325.

배기수,박범진(2007), “이사회 구조에 따라 코스닥 등록기업의 소유구조가 기업가치에 미치는 영향”, 산업경제연구 20(4) pp 1485-1519

변혜영(2012), “코스닥 기업의 대주주 지분이 기업 가치에 미치는 영향” : 비선형적 접근“, 국제회계연구, 45, pp. 51-78.

신민식, 김수은(2011), “기업의 소유구조와 기업가치 간의 관계”, 금융지식연구, 9(4), pp. 129-157.

신지우, 송동섭(2019), “기업의 대주주지분율이 수익성에 미치는 영향 : 유가증권시장과 코스닥시장 상장기업 비교를 중심으로”, 글로벌경영학회지, 16(5), pp. 49-71.

엄윤성(2012), “기업 지배권 시장에서 대규모 투자자의 역할 : 5% 룰을 중심으로”, 대한경영학회지, 25(9), pp. 3533-3551.

유승훈, 남현정, 박춘광(2013), “기업통제를 위한 소유권집중도와 경영성과”, 경영학연구, 42(2), pp. 501-527.

이재현, 정현재(2013), “소유분산이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”, 산업혁신연구, 29(1), pp. 71-108.

임병권, 이소림, 윤평식(2019), “제3자 배정 유상증자의 공시효과에 관한 연구” 2019(3) pp. 151-178

조정은(2019). “경영자 지분율이 보유현금가치에 미치는 영향” 한국콘텐츠학회논문지, 19(4), pp. 394~402

전홍민, 박성종(2017), “경영자지분율이 타인자본비용에 미치는 영향: 한국 상장기업을 중심으로”, 기업경영연구, 24(2) pp. 131-151.

Berle, A., and G. Means (1932), The Morden Corporation and Private Property, Macmillan, New York.

Brown, S. and J. Warner (1985), “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies”,Journal of Financial Economics 14 : 3-31

Byun, H., L. Hwang, and W. Lee (2011), "Value Information of Corporate Decisions and Corporate Governance Practices", Asia-Pacific Journal of Financial Studies 40 : 69-108.

Stulz, R. (1988), "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Managerial Control", Journal of Financial Economics 20 : 25-54.

Demsetz, H. (1983), “The Structure of Ownership and the Theory of the Firm ”, Journal of Law and Economics 26 : 375-390.

Dlugosz, J., R. Fahlenbrach, P. Gompers, and A. Metrick(2006), “Large Blocks of Stock: Prevalence, Size, and Measurement,” Journal of Corporate Finance, 12(3) : 594-618.

Fama, E. F., and M. C. Jensen (1983), "Separation of Ownership and Control", Journal of Law and Economics 26 : 301-325.

Fama, E. L. Fisher, m. Jensen and R. Roll (1969), “The Adjustment of Stock Price of New Information”, International Economic Review 10 : 1-21

Hendricks, K. E, and V. R. Singhal (1997), Does Implementing an Effective TQM Program Actually Improve Operating Performance? Empirical Evidence from Firms That Have Won Quality Awards, Management Science 43(9) : 1257-1274.

Jensen, M. C. (1986), "Agency Costs of Free cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers", The American Economic Review 76 : 323-329.

Jensen, M. C. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure", Journal of Financial Economics 3 : 305-360.

McConnell, J., and H. Servaes (1990), "Additional Evidence On Equity Ownership and Corporation Values", Journal of Financial Economics 27 : 595-612.

Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny (1988), "Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis", Journal of Financial Economics 20 : 293-315.