

자본시장의 정보불균형과 기업내부관계자의 기회주의적 행태에 대한 실증연구 : 부정사건기업을 중심으로

이포상

송원대학교 금융세무경영학과 교수

Information asymmetry and opportunistic behavior of insider : Focusing on fraud event firm

Posang Lee

Professor, Dept. of Finance & Tax Management, Songwon University

요 약 본 연구는 부정사건이 발생한 기업을 대상으로 기업내부 관계자의 기회주의적 행태에 대하여 살펴보고 정보우위에 의한 지분변화가 자본시장에서의 시장퇴출 가능성과 지니는 관련성에 대한 실증분석을 실시하였다. 연구결과는 다음과 같이 요약된다. 먼저 사건 전후에 나타난 기업내부자의 지분감소가 큰 기업의 경우 공시이후에 보다 큰 음(-)의 초과 수익률이 나타나고 있다. 사건 기업 중 향후 시장퇴출로 이어진 기업집단에서는 뚜렷한 지분감소현상이 나타나고 있으며 비교집단 간 차이검정에서 통계적으로 유의한 결과를 보여주고 있다. 로짓회귀분석 결과 지분변화의 회귀계수가 음(-)의 통계적으로 유의한 결과 값을 나타내어 내부관계자의 지분감소가 클수록 향후 시장퇴출가능성이 증가하고 있음을 확인하였다. 이러한 연구결과는 정보우위에 따른 정보거래 가능성을 보여주는 결과로써, 자본시장 내외부자간 정보비대칭 현상에 대한 학술적 근거가 될 뿐만 아니라 이해관계자들의 의사결정에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

주제어 : 정보비대칭, 기업내부자, 공시, 시장퇴출, 자본시장

Abstract This paper examines the opportunistic behavior of corporate insiders and analyzes the relationship between equity change and the possibility of delisting. The findings are summarized as follows. First, the larger the stake reduction of insider, the greater the negative excess return after announcement. In the delisting firm group, there is a significant decrease in equity and statistically significant results in the difference test between the comparative groups. The logistic regression analysis showed that the regression coefficient of equity change was negatively statistically significant, indicating a significant correlation between insider share change and the possibility of delisting. These findings are expected not only to provide useful information for investors, but also to be evidence of capital market information asymmetry.

Key Words : Information Asymmetry, Insider, Disclosure, Delisting, Capital Market

*Corresponding Author : Posang Lee(podocor@naver.com)

Received August 13, 2019

Accepted November 20, 2019

Revised November 8, 2019

Published November 28, 2019

1. 서론

이해관계자들(stakeholders) 사이에서 나타나는 정보 불균형의 문제는 오랜 실증분석의 연구대상으로 구성원들 간에 소유한 정보의 양이나 질적 수준에 지속적으로 차이가 발생할 경우 특정 주체의 초과이익 달성이 가능한 상황이 나타날 수 있으며 역선택(adverse selection)의 문제가 야기될 수 있다[1]. 나아가 시장의 신뢰성이 떨어지고 그에 따른 시장이해관계자의 거래참여가 결핍되게 되면 유동성감소로 이어져 자본시장(capital market)의 본래 기능이 상실되고 효율적 자원배분의 달성이 이루어지지 않을 수 있다[2-5]. 정보비대칭(information asymmetry)의 수준이 심화될 경우 시장에서는 무정보 거래자의 손실가능성이 더욱 증대되고 신뢰성을 잃은 시장은 더 이상 자금조달과 잉여자금의 활용이라는 창구역할을 하기 어려워진다.

자본시장의 참여자들은 동질적(homogeneous)이면서도 상호 이질적인(heterogeneous) 이해관계로 얽힌 다양한 주체들로 구성되어 있다. 모든 구성원들이 자본시장을 투자의 도구수단으로 바라보는 관점에서는 동질적이고 일관된 목표지향점을 가지고 있다 할 수 있지만, 기업의 운영과 미래성과에 관한 불확실성이 내포된 경제, 산업 및 개별기업의 다양한 관련정보에 대해서는 이질적인 해석과 정보수준 그리고 그에 따른 투자사결정을 내리게 된다. 이에 자본시장을 관리하고 규제하는 금융당국에서는 불공정거래의 예방과 투자자보호를 위하여 공시제도를 비롯한 다양한 규제를 통하여 정보불균형의 문제를 해소시키려는 노력을 해오고 있다. 하지만 기업을 둘러싼 다양한 이해관계자들이 소유하고 있는 정보의 비대칭적 구조를 원천적으로 통제하는 것은 한계가 있으며, 정보우위에 따른 정보불균형 문제가 지속적으로 야기되고 있는 실정이다. 이에 따라 본 연구에서는 부정사건이 발생한 기업을 대상으로 공시 전후에 나타날 수 있는 내부관계자(insider)의 기회주의(opportunistic) 행태에 대하여 살펴봄으로써 자본시장에서 나타날 수 있는 정보 불균형에 대한 실증적, 학술적 근거를 제시하고 고찰해보고자 한다.

구체적으로, 부정사건이 발생하면 기업 내부적으로 처하게 되는 직접적인 손실의 문제와 함께 그 사실이 시장에 알려짐으로써 영향을 미치게 되는 간접피해의 문제로 이어져 기업가치의 하락에 상당한 영향을 미칠 수 있다[6]. 나아가 해당사건이 기업에 미치는 부정적 영향이 상당하여 기업가치의 하락수준을 넘어 기업의 생존위기가

지 초래 할 수 있는 시장퇴출 위험으로 이어진다면 채권자들과 주주뿐만 아니라 거래기업 및 금융기관 등 수많은 이해관계자들에게 피해를 줄 수 있다. 한편, 이와 같은 부정사건 발생 이후 불확실성이 내재되어 있는 상황에서 기업내부관계자는 정보우위를 바탕으로 사전적으로 손실 위험을 회피하려는 동기를 지닐 수 있다. 특히 [7]에 따르면 소유와 경영의 분리가 미약한 자본시장에서는 대주주가 기업운영에 실질적인 통제자의 위치에 있기 때문에 내부거래가 대주주의 지분변동으로 나타날 수 있다[8]. 즉, 향후 기업의 위기상황이 지속적으로 이어지거나 악화될 것으로 판단되는 경우 상대적 정보우위를 기반으로 한 기회주의적 정보거래(informed trading)가 발생하고 이는 지분율의 변동으로 나타날 수 있다. 만약 기업내부관계자가 부정사건발생 이후 기업의 미래성과 및 전망에 대한 부정적 상황을 인지할 수 있는 정보우위의 위치에 있다면 공시사건을 전후하여 기회주의적 행태가 나타날 것이고 유의미한 지분율의 변화가 나타날 것이다.

한편, 부정사건과 관련된 연구들을 살펴보면 사례연구를 중심으로 감사인의 책임과 품질 등 회계적 관점의 연구와 자본시장의 반응을 중심으로 관련 연구가 이루어지고 있으나, 시장이해관계자들의 투자행태 및 이를 활용한 정보비대칭 현상에 대한 실증연구는 미흡한 실정이다. [9]는 특정법인의 사건을 사례연구를 진행하였고, [10]역시 외부감사인의 책임에 대한 사례 중심으로 연구하였다. 그 외 내부통제의 취약점과 감사품질과 지니는 관련성에 대한 연구들을 비롯하여 자본시장에서의 추가반응을 중심으로 살펴본 연구들이 상당 부분을 차지하고 있다 [11-13].

본 연구에서는 부정사건 기업을 대상으로 공시 이후의 주가수익률의 변화 및 공시전후에 나타나는 대주주의 지분율 변화를 살펴보고 지분율의 변화가 시장퇴출가능성과 지니는 관계를 함께 분석하고자 한다. 이러한 연구 분석은 학술적 측면에서 자본시장에서 나타날 수 있는 정보불균형 현상을 고찰해 볼 수 있을 뿐만 아니라 결과적으로 지분율의 변동요인이 시장퇴출가능성에 대한 예측요인으로 활용될 수 있다면 이해관계자들에게 유용한 정보를 제공해줄 수 있기 때문에 분석결과를 바탕으로 한 폭넓은 활용이 가능할 것으로 판단된다. 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 1장 서론에서는 본 연구의 배경과 주요 목적을 기술하고 제 2장에서는 이론적 배경과 선행연구를, 제 3장에서는 표본의 구성 및 연구모형 등 연구의 설계와 관련된 부분을 제시한다. 제 4장은 실증분석 결과를 제시하고 제 5장은 연구결과와 시사점을 기술한다.

2. 이론적 배경 및 선행연구

[14]의 효율적 시장가설(efficient market hypothesis)에 의하면 시장에서의 가격은 정보에 대해 즉각적(instantly)이고 정확한(exactly)반응을 보이기 때문에 특정 정보를 이용하여 지속적인 초과수익(abnormal return)을 달성하는 것은 불가능하다. 하지만 실제 자본시장에서는 시장의 효율성에 반하는 이례현상들이 여전히 나타나고 있으며, 정보적 측면에서 완벽한 시장효율성이 달성되고 있지는 않다. 물론 이를 다른 관점에서 해석하면 효율성의 강도 측면에서는 지역과 개별시장에 따라 차이가 있을 수 있지만 시장 전반에 대해서는 어느 정도 효율적이다 할 수도 있다. 하지만 분명한 현실은 사적(private)정보 조차 시장의 효율성에 지배될 만큼 강형 효율적 시장이 성립하지는 않는다는 것이다. 이는 결국 다른 이해관계자들이 인지할 수 없는 수준(level)의 정보에 대한 접근성에 따라 차별적인 의사결정이 나타날 수 있음을 의미하며, 이러한 정보불균형(information asymmetry)의 수준이 높아질수록 특정 주체에 의한 도덕적 해이 및 불공정거래와 같은 이익편취 현상이 심화될 수 있다는 것을 함의하고 있다.

일반적으로 자본시장에서의 정보비대칭 현상은 외부투자자와 기업내부자간 혹은 외부투자자들 간의 비대칭적 정보의 형태로 나타나게 된다. 먼저 기업을 중심으로 내부관계자들은 외부이해관계자들에 비해서 소유정보의 양적 혹은 질적인 측면에서 정보 우위를 지니게 될 것으로 추론해 볼 수 있다[15]. 내부관계자는 기업의 현재상황과 운영방향에 대해 훨씬 양질의 정보를 지니고 있을 것이고 우월한 정보력을 바탕으로 위기대처능력 또한 외부관계자들에 비해 유리한 위치에 놓이게 된다. 특히 우리나라와 같이 소유와 경영의 분리가 미약한 자본시장에서는 대주주가 실질적으로 기업을 통제하는 내부자의 위치에 있기 때문에, 불확실성의 상황에서 보유지분으로부터 파생될 수 있는 손실 회피하기 위해 경제적 거래의 동기를 가지게 될 수 있다[16-17]. 내부거래에 관련된 연구들로는 [18]이 대표적이고, 개별사건을 대상으로 하여 인수합병, 유상증자, 이익공시, 배당공시 등 다양한 사건정보를 활용하여 거래행위의 정보력을 분석한 연구들이 존재한다[19-24].

한편, 외부 이해관계자들 사이에서도 기관과 개인 그리고 외국인 등으로 분류되는 투자자 주체에 따라 분석능력 및 정보접근성에 상당한 차이가 나타날 수 있다. 기관 및 외국인으로 분류되는 전문투자자 집단의 경우 개

인투자자 집단에 비해 정보우위에 있는 것으로 알려져 있으나 외국 기관투자자의 경우 선행연구에 따라 상이한 연구결과가 보고되고 있기도 하다.

외국인 투자주체의 상대수가 전문 기관투자자 집단이라는 점에서 상대적 정보우위를 지닌다는 연구결과가 보고되고 있는 반면[25-26], 모니터링 지역과 가용정보의 범위를 고려해 볼 때 국내투자자들에 비해서 개별기업 수준에 관련된 정보에 대해 정보열위의 위치에 있다는 대조적인 연구결과들도 제시되고 있다[27-29]. 후자의 경우 외국인투자자는 해당기업이 속해있는 국가, 산업, 기업 등과 관련한 거시 및 미시적인 측면의 상황을 현지인들 보다 무지하기 때문이라는 배경이다.

또 다른 시장참여 주체들 중 하나로 개인투자자들은 대부분 상대적 정보열위에 위치해 있는 것으로 알려져 있다. 이러한 자본시장의 여러 이해관계자들 사이에서 나타나는 정보의 비대칭적 소유현상은 다양한 지역과 연구에서 보고되고 있다. 우선 미국시장을 대상으로 분석한 연구로 [30]을 비롯한 다수의 연구에서 개인투자자들의 낮은 투자성과가 상대적 정보열위로 인하여 나타나고 있음을 제시하고 있다[31-33]. 이외에 대만시장[34], 핀란드시장[35], 일본시장[36] 등을 포함하여 한국 시장을 대상으로 분석한 다수의 연구결과들이 보고되고 있다 [37-38].

3. 표본선정 및 연구모형

본 논문에서 분석될 표본기업의 공시자료와 분석에 필요한 주가수익률 및 재무적 특성에 관한 기초자료는 한국거래소 상장공시시스템 (KIND)의 공시검색창과 금융감독원의 전자공시시스템(DART)을 열람하여 수집한다. 표본기간은 사건발생 이후 기업의 부실화 및 시장퇴출로 이어지기까지의 경과기간을 고려하여 설정하였으며, 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 기업들 중에서 2004년 1월부터 2015년 12월까지 총 12년의 기간 동안으로 하였다. 아래의 Table 1은 분석대상 표본의 연도별 분포를 보여주고 있다.

Table 1. Sample composition

Year/ Market	Fraud Event		
	Mainboard	Kosdaq	Total
2004	0	4	4
2005	7	10	17

2006	1	16	17
2007	6	21	27
2008	8	38	46
2009	7	5	12
2010	4	1	5
2011	2	5	7
2012	2	7	9
2013	2	4	6
2014	3	5	8
2015	3	4	7
Total	45	120	165

표본 기간 동안 관련사건으로 인하여 시장관리 당국에 공시가 이루어진 기업들 중 동일사안에 대한 중복 및 정정공시가 이루어진 경우, 거래정지 기업, 개별기업의 일별수익률(daily stock return) 및 매매정보를 파악할 수 없는 경우 등을 포함해 분석에 활용될 자료를 구할 수 없거나 분석목적에 적합하지 않은 경우는 표본대상에서 제외되었다. 한편, 기업내부관계자의 기회주의적 행태가 지분율변동과 같은 형태로 나타나고, 이러한 요인들이 개별기업 단위의 시장퇴출가능성과 유의미한 관계를 가짐으로써 설명력 있는 예측요인이 될 수 있는지 분석하기 위한 모형으로는 아래의 보유기간 초과수익률(BHAR: buy-and-hold abnormal return)모형과 로짓회귀분석(logit regression analysis)모형이 활용된다.

$$BHAR_{i\tau} = \prod_{t=1}^{\tau} (1 + R_{it}) - \prod_{t=1}^{\tau} (1 + R_{pt})$$

$BHAR_{i\tau}$ buy & hold abnormal return on firm i for τ event days

R_{it} actual return of firm i on day t

R_{pt} actual return of the market portfolio on day t

$$Deisting = \beta_0 + \beta_1 \Delta LSH_{i,t} + \beta_2 Emb_SIZE_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 DEBT_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 OCF_{i,t} + \beta_7 GROWTH_{i,t} + \beta_8 MK_D_{i,t} + \beta_9 \sum YEAR + \epsilon_{i,t}$$

Dependent variable

$Delisting$: is delisting dummy

Independent variable and control variables

$\Delta LSH_{i,t}$: change in share ownership of large shareholders in year t from year t-1

$Emb_SIZE_{i,t}$: is fraud amount of firm i in year t (fraud amount to total assets).

$SIZE_{i,t}$: is firm size of firm i in year t (using the log of the sum of the market values of the common stock).

$DEBT_{i,t}$: is debt ratio of firm i in year t (total debt to total assets).

$ROA_{i,t}$: is firm i's return on asset in year t, measured as net income divided by total assets.

$OCF_{i,t}$: is operating cash flow of firm i in year t (operating cash flow to total assets).

$GROWTH_{i,t}$: is rate of change of sales in year t relative to year t

$MK_D_{i,t}$: equals one if market of firm i in year t is mainboard, otherwise 0.

$YEAR_{i,t}$: is Year dummy

우선 회귀모형에서 부채비율(DEBT), 총자산수익률(ROA), 성장률(GROWTH), 영업활동현금흐름(OCF), 등 주요 재무비율이 변수로 활용되고 있다. [39]는 부실기업의 재무비율이 산업평균치에 비해 악화되고, 재무비율이 부실을 예측할 수 있는 예측지표로 사용될 수 있다고 보고하였다. 한편, 연구모형에는 기업규모와 부정사건의 규모 그리고 시장 및 연도별 차이를 통제하기 위한 통제변수들이 포함되어 있다.

4. 실증분석결과

본 연구에서는 기업내부자가 기업의 미래 전망에 대한 부정적 상황을 인지할 수 있는 정보우위의 위치에 있을 경우, 상대적 정보우위를 바탕으로 한 기회주의적 정보거래가 발생할 수 있고 유의미한 지분율의 변화가 나타나는 지를 살펴보고 있다. 이를 위해 부정사건공시가 발생한 기업을 대상으로 보유기간초과수익률(BHAR)과 로짓회귀모형을 활용하여 분석하고 있다. 우선 Table 2에서는 사건발생 직전년도의 대주주지분율 수준(level)에 따른 공시 이후의 기간별 BHAR의 평균값(mean)과 중간값(median)을 비교분석한 결과를 제시하고 있다. 분석결과 사건발생 이전의 대주주지분율의 수준이 상대적으로 낮은 기업집단인 Firm_Group_(B)의 초과수익률은 BHAR120과 BHAR250이 각각 -0.3441, -0.5274 으로 0.01 수준에서 통계적으로 유의한 결과가 나타나고 있다. 반면 Firm_Group_(A)는 BHAR120과 BHAR250이 각각 -0.1840과 -0.3384로 주가의 하락폭이 상대적으로 낮은 수치를 보이고 있다. 하지만 대주주지분율 수준

에 따른 두 집단 간 평균값 차이검정 결과에서 통계적으로 유의하지 않은 결과 값이 나타나고 있어, 대주주의 정보우위에 따른 손실가능성의 차이가 나타난다는 유의미한 결과해석을 제시하기에는 제한적일 것으로 판단된다. 다음으로 Table 3은 사건전후로 나타난 대주주지분율의 변화에 따른 기간별 BHAR을 제시하고 있다. 즉, 앞서 분석한 결과가 횡단면적 관점에서 이루어진 반면 Table 3의 결과는 대주주지분의 유량(flow)변화에 따른 결과분석을 보여주고 있다.

Table 3의 (1)과 (2)는 공시 전후로 나타난 대주주지분율의 감소량의 크기에 따라 구분하여 초과수익률을 계산한 결과로 지분율 감소가 상대적으로 큰 Group_(A)의 BHAR120과 BHAR250이 각각 -0.1652와 -0.2279만큼 더 낮은 음(-)의 초과수익률 값이 나타나고 있으며 통

계적으로 유의한 결과를 보여주고 있다. 증위수검정에서도 마찬가지로 BHAR120과 BHAR250의 그룹 간 차이는 각각 -0.1696과 -0.2578으로 통계적으로 유의한 결과가 나타나고 있다.

이러한 분석결과는 상대적 정보우위를 바탕으로 정보거래가 이루어졌을 가능성을 보여주는 결과로 풀이된다. 한편, 부정사건에 의해 직간접적으로 초래되는 기업가치의 훼손문제를 넘어 그 수준이 상당하여 기업의 생존위기가까지 야기할 수 있는 시장퇴출 위험으로 이어질 경우 주주를 비롯한 수많은 이해관계자들의 투자손실을 가져올 수 있다. 이와 같은 상황에서 내부관계자가 기업의 미래전망에 대한 부정적 상황을 인지할 수 있는 정보우위의 위치에 있다면 손실위험을 회피하기위한 기회주의적 행태가 나타날 수 있다. 이에 따라 본 연구에서는 시장퇴

Table 2. BHAR during long-term period by LSH ratio

Category			BHAR60	BHAR120	BHAR250
Mean (t-value)	(1)	Firm_Group_(A) LSH Ratio High	-0.0461 (-0.568)	-0.1840 ** (-2.588)	-0.3384 *** (-4.113)
	(2)	Firm_Group_(B) LSH Ratio Low	-0.1414 ** (-2.584)	-0.3441 *** (-4.072)	-0.5274 *** (-5.540)
	Difference test (1)-(2)		0.0953 (1.072)	0.1601 (1.450)	0.1890 (1.502)
Median (z-value)	(3)	Firm_Group_(A) LSH Ratio High	-0.1500 (-1.541)	-0.2407 *** (-2.771)	-0.4153 *** (-3.539)
	(4)	Firm_Group_(B) LSH Ratio Low	-0.1729 *** (-3.042)	-0.4347 *** (-3.956)	-0.7762 *** (-4.035)
	Difference test (3)-(4)		0.0229 (0.791)	0.1940 ** (2.272)	0.3609 ** (2.393)

*, ** and *** (+, ++ and +++) denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

Table 3. BHAR during long-term period by change in share ownership of LSH

Category			BHAR60	BHAR120	BHAR250
Mean (t-value)	(1)	Drop Point HIGH Firm_Group_(A)	-0.0641 (-0.985)	-0.3749 *** (-4.779)	-0.5828 *** (-8.018)
	(2)	Drop Point Low Firm_Group_(B)	-0.0802 (-1.145)	-0.2098 *** (-3.501)	-0.3549 *** (-4.330)
	Difference test (1)-(2)		0.0161 (0.168)	-0.1652 + (-1.673)	-0.2279 ** (-2.080)
Median (z-value)	(3)	Drop Point HIGH Firm_Group_(A)	-0.1370 + (-1.699)	-0.4912 *** (-3.968)	-0.7733 *** (-4.803)
	(4)	Drop Point Low Firm_Group_(B)	-0.1696 ** (-2.286)	-0.3216 *** (-3.843)	-0.5155 *** (-3.922)
	Difference test (3)-(4)		0.0326 (0.553)	-0.1696 ** (-2.352)	-0.2578 *** (-2.748)

*, ** and *** (+, ++ and +++) correspond to the level of significance at 0.1, 0.05, and 0.01, respectively.

출 여부에 따라 공시전후에 나타나는 지분율의 변화에 차이가 나타나는지에 대한 차이검정을 실시하였고 Table 4에 그 결과를 제시하고 있다. 분석결과 시장퇴출로 이어진 Group_(B)집단의 경우 공시전후로 통계적으로 유의한 지분감소가 나타나고 있는 반면 Group_(A)의 경우 유의미한 지분변화가 나타나고 있지 않다. 이에 따라 t년도 그룹 간 지분의 차이가 더욱 확대 되면서, 두 집단 간 평균값 차이검정 결과에서 0.0473의 통계적으로 유의한 차이 값을 보여주고 있음을 확인할 수 있다. 하지만 이는 단변량 분석에 제한된 결과 값으로 Table 5에서 로짓회귀모형을 통해 연구분석의 결과를 도출하고자 한다.

시장퇴출 여부(delisting)를 종속변수로 하고 대주주 지분율의 변화(ΔLSH)를 주요 독립변수로 하는 로짓회귀모형을 설정해 분석한 결과 <table 5>의 (2)의 회귀식에 나타난 바와 같이 ΔLSH 의 회귀계수가 -3.997의 음(-)의 유의한 결과 값을 보여주고 있다. 즉, 앞서 실시한 단변량 분석에서의 결과와 동일하게 사건일 전후로 대주주 지분의 감소가 나타날 경우 향후 시장퇴출 가능성이 커지고 있음을 확인할 수 있다. 이는 정보우위에 위치한 대주주가 미래 손실가능성을 사전에 회피하려는 의도로 정보거래가 이루어졌을 가능성을 뒷받침해주는 결과로 풀이된다.

Table 4. Share ownership of large shareholders by firm statement

category		Group_(A) Listing firm		Group_(B) Delisting firm		Difference Test (A)-(B)	
		Mean (t-value)	Median (z-value)	Mean (t-value)	Median (z-value)	Mean (t-value)	Median (z-value)
Share ownerships Level of LSH	Year(t-1)	0.2368 *** (15.175)	0.2184 *** (8.239)	0.1773 *** (10.667)	0.1614 *** (5.778)	0.0595 ** (2.610)	0.0570 ** (2.042)
	Year(t)	0.2344 *** (14.880)	0.1963 *** (8.284)	0.1276 *** (10.982)	0.1112 *** (5.777)	0.1068 *** (5.458)	0.0851 *** (4.206)
Change in share ownership		-0.0024 (-0.154)	0.0010 (0.149)	-0.0497 *** (-2.914)	-0.0043 ** (-2.506)	0.0473 ** (2.047)	0.0053 ** (1.994)

*, ** and *** (+, ++ and +++) correspond to the level of significance at 0.1, 0.05, and 0.01, respectively.

Table 5. Logit Regression table

$$Deisting = \beta_0 + \beta_1 \Delta LSH_{i,t} + \beta_2 Emb_SIZE_{i,t} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 DEBT_{i,t} + \beta_5 ROA_{i,t} + \beta_6 OCF_{i,t} + \beta_7 GROWTH_{i,t} + \beta_8 MK_D_{i,t} + \beta_9 \sum YEAR + \epsilon_{i,t}$$

Independent Variable	(1)		(2)	
	Coef	Chi-Square	Coef	Chi-Square
<i>Intercept</i>	-5.791	0.348	-5.186	0.353
ΔLSH			-3.997	3.996 **
<i>Emb_SIZE</i>	0.443	0.755	0.588	1.233
<i>SIZE</i>	-0.744	7.670 ***	-0.822	8.163 ***
<i>DEBT</i>	1.783	5.323 **	1.701	4.321 **
<i>ROA</i>	-0.537	2.408	-0.580	2.593
<i>OCF</i>	-0.659	0.960	-0.561	0.659
<i>GROWTH</i>	-0.292	0.236	-0.379	0.382
<i>MK_D</i>	0.399	0.425	0.152	0.056
$\sum Year_D$	Included		Included	
-2 Log Likelihood	118.940		114.661	
Chi-square	51.499 ***		55.778 ***	
Cox&Snell R2	0.317		0.338	

*, ** and *** denote significance at the 0.1, 0.05, and .01 levels, respectively.

5. 결론

본 연구에서는 횡령발생공시 기업을 대상으로 기업내부관계자의 기회주의적 행태가 나타나는지를 살펴봄으로써 자본시장의 정보비대칭현상을 고찰하고 지분율 변동의 요인지표가 시장퇴출가능성에 대한 예측요인으로 활용될 수 있는지를 살펴보고자 하였다. 연구결과는 다음과 같이 요약된다. 먼저 대주주의 지분감소가 큰 집단의 보유기간 초과수익률은 그렇지 않은 집단에 비해 보다 큰 음(-)의 값을 나타내고 있다. 시장퇴출여부에 따른 공시 전후의 지분율변화 분석결과, 시장퇴출로 이어진 기업집단에서 지분 감소가 뚜렷하게 나타나고 있으며 비교집단간 차이검정에서 통계적으로 유의한 결과 값을 보여주고 있다. 한편, 대주주지분율의 변화를 주요 독립변수로 하는 로짓회귀모형 분석결과 음(-)의 유의한 회귀계수 값을 보여줌에 따라 내부관계자의 지분감소와 시장퇴출 가능성과의 유의미한 관련성을 확인할 수 있었다. 이러한 분석결과는 기업내부 관계자가 미래 손실가능성을 사전에 회피하려는 의도로 정보거래가 이루어졌을 가능성을 뒷받침해 주는 결과로 기업을 중심으로 한 자본시장의 내외부자간 정보불균형 현상을 보여주는 연구결과이다. 즉, 기업의 위기상황이 지속되거나 악화될 것으로 판단되는 경우 미래전망에 대한 부정적 상황을 인지할 수 있는 상대적 정보우위의 위치에 있다면 기회주의적 정보거래가 발생할 수 있고 그 결과 지분율의 변화로 나타나고 있음을 확인해주는 결과로 풀이된다. 특히 불확실성상황 하에서 기업내부관계자의 정보우위 가능성을 실증분석결과로 보여줌으로써 자본시장에서 나타날 수 있는 정보의 비대칭적 현상을 조명하고 있다는 측면에서 학술적 연구흐름에 기여할 수 있을 것으로 기대된다. 한편, 지분율 변동요인이 시장퇴출 가능성에 대한 예측요인으로 활용될 수 있다는 연구결과는 의사결정에 유용한 정보로써 실무적 측면에서 정보적 가치를 가질 것으로 기대된다. 나아가 자본시장내의 이해상충 문제와 투자자 사이의 정보비대칭과 관련된 연구의 이해 범위를 넓히는데 기여할 수 있을 것으로 판단된다. 하지만 지분율의 변동이 정보비대칭요인 이외의 다른 요인들에 의해서도 발생할 수 있다는 점을 감안하여 이와 관련한 보다 강건성있는 도구적 수단을 활용한 후속연구들이 추가적으로 이루어져야 할 것으로 판단된다.

REFERENCES

- [1] J. S. Cho & M. H. Jo. (2006). The relation between quarterly reports and information asymmetry, *Korean Accounting Journal*, 15(2), 59-72.
- [2] L. R. Glosten & P. R. Milgrom. (1985). Bid, ask and transaction prices in a specialist market with heterogeneously informed traders, *Journal of Financial Economics*, 14(1), 71-100.
- [3] M. O'hara. (2003). Presidential address: liquidity and price discovery, *Journal of Finance*, 58(4), 1335-1354.
- [4] D. Easley, S. Hvidkjaer & M. O'Hara. (2002). Is information risk a determinant of asset returns?, *Journal of Finance*, 57(5), 2185-2221.
- [5] P. S. Lee. (2016). Understanding information asymmetry among investors in online trading environment, *Journal of the Korea Society of computer and information*, 21(1), 139-146.
- [6] P. S. Lee. (2014). Information Effect of Embezzlement Disclosure and Trading Behavior by Investors Types, *Financial Stability Studies*, 15(2), 95-127.
- [7] R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes & A. Shleifer. (1999). Corporate ownership around the world, *Journal of Finance*, 54(2), 471-517.
- [8] P. S. Lee & J. W. Park. (2015). Comprehensive Review of Listing Eligibility and Information Asymmetry, *Korean Journal of Financial Studies*, 44(1), 157-187.
- [9] M. J. Kang, D. C. Moon & Y. S. Oh. (2012). A case Study on Misappropriation of SCD, NTPIA, Acti20, Edu-PASS, *Korean Accounting Journal*, 21(3), 343-380.
- [10] B. Y. Park, J. C. Park & B. M. Lee. (2012). Employee Embezzlement, Internal Control, and External Auditor's Responsibility: A Case of H Capital, *Korean Accounting Journal*, 21(1), 289-308.
- [11] S. W. Yi & Y. C. Kim. (2011). An Empirical Relation Between Asset Misappropriation and Discretionary Accruals, *Korean Journal of Business Administration*, 24(2), 985-1007.
- [12] M. G. Lee, S. C. Lee & S. J. Chang. (2008). The Effects of Internal Accounting Control System on Audit Hours and Audit Fees, *Journal of Taxation and Accounting*, 9(2), 73-104.
- [13] S. H. Choi & W. J. Choi. (2010). The Effect of Internal Control Material Weakness on Audit Hours, Audit Fees, and Earnings Management: For four years after Internal Accounting Management Regulations, *Korean Accounting Journal*, 19(3), 31-53.
- [14] E. F. Fama. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.
- [15] J. T. Kim, J. I. Bae & E. S. Choi. (2012). A Study on the Effects to Real Earnings Management Caused by Information Asymmetry between CEO and Interested

- Parties, *Korean Journal of Management Accounting Research*, 12(1), 63-88.
- [16] S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, & A. Shleifer. (2000). Tunneling, *American Economic Review*, 90(2), 22-27.
- [17] R. Stulz. (1988). Managerial control of voting rights : financing policies and the market for corporate control, *Journal of Financial Economics*, 20, 25-54.
- [18] J. Lakonishok & I. Lee. (2001). Are insider trades informative?. *The Review of Financial Studies*, 14(1), 79-111.
- [19] T. H. Eysseil & N. Arshadi. (1993). Insiders, outsiders, or trend chasers?: An investigation of pre-takeover transactions in the shares of target firms. *Journal of Financial Research*, 16(1), 49-59.
- [20] M. J. Gombola, H. W. Lee & F. Y. Liu. (1999). Further evidence on insider selling prior to seasoned equity offering announcements: The role of growth opportunities. *Journal of Business Finance & Accounting*, 26(5-6), 621-649.
- [21] G. Niehaus & G. Roth. (1999). Insider trading, equity issues, and CEO turnover in firms subject to securities class action. *Financial Management*, 28(4), 52-72.
- [22] J. Elliott, D. Morse & G. Richardson. (1984). The association between insider trading and information announcements. *The RAND Journal of Economics*, 15(4), 521-536.
- [23] K. John & L. H. Lang. (1991). Insider trading around dividend announcements: Theory and evidence. *The Journal of Finance*, 46(4), 1361-1389.
- [24] H. N. Seyhun. (1990). Overreaction or fundamentals: Some lessons from insiders' response to the market crash of 1987. *The Journal of Finance*, 45(5), 1363-1388.
- [25] K. A. Froot, P. G. O'connell & M. S. Seasholes. (2001). The portfolio flows of international investors. *Journal of financial Economics*, 59(2), 151-193.
- [26] A. Ali, S. Klasa & O. Z. Li. (2008). Institutional stakeholdings and better-informed traders at earnings announcements. *Journal of Accounting and Economics*, 46(1), 47-61.
- [27] C. H. Lin & C. Y. Shiu. (2003). Foreign ownership in the Taiwan stock market? an empirical analysis. *Journal of Multinational Financial Management*, 13(1), 19-41.
- [28] M. Dahlquist & G. Robertsson. (2001). Direct foreign ownership, institutional investors, and firm characteristics. *Journal of financial economics*, 59(3), 413-440.
- [29] Y. Y. Ahn, H. H. Shin & J. H. Chang. (2005). The Relationship between the foreign investor and information asymmetry, *Korean Accounting Review*, 30(4), 109-131.
- [30] T. Odean. (1998). Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?, *Journal of Finance*, 53(5), 1775-1798.
- [31] B. M. Barber & T. Odean. (2000). Trading is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors, *Journal of Finance*, 55(2), 773-806.
- [32] J. M. Griffin, J. H. Harris & S. Topaloglu. (2003). The Dynamics of Institutional and Individual Trading, *Journal of Finance*, 58(6), 2285-2320.
- [33] S. Hvidkjaer. (2008). Small Trades and the Cross-Section of Stock Returns, *Review of Financial Studies*, 21, 1123-1151.
- [34] B. M. Barber, Y. T. Lee, Y. J. Liu & T. Odean. (2009). Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading?, *Review of Financial Studies*, 22(2), 609-632.
- [35] M. Grinblatt & M. Keloharju. (2000). The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set, *Journal of Financial Economics*, 55(1), 43-67.
- [36] K. Kim & J. Nofsinger. (2007). The Behavior of Japanese Individual Investors During Bull and Bear markets, *Journal of Behavioral Finance*, 8(3), 138-153.
- [37] S. C. Bae, J. H. Min & S. Jung. (2011). Trading Behavior, Performance, and Stock Preference of Foreigners, Local Institutions, and Individual Investors: Evidence from the Korean Stock Market, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 40(2), 199-239.
- [38] J. E. Khil, N.Y. Kim & Y.S. Sohn. (2006). The Impact of the Investors' Trading Behavior on the Return and the Volatility in the Recent Korean Stock Market, *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, 35(3), 77-105.
- [39] W. Beaver. (1966). Financial ratios as predictors of failure, *Journal of Accounting Research*, 4, 71-111.

이 포 상(Posang Lee)

[정회원]



- 2015년 2월 : 한국외국어대학교 경영대학 경영학박사
- 2010년 6월 ~ 2015년 2월 : 한국외국어대학교 글로벌경영대학 외래교수
- 2015년 3월 ~ 현재 : 송원대학교 금융세무경영학과 조교수
- 관심분야 : 기업재무, 투자자행태, 상장폐지

· E-Mail : podoctor@naver.com