

# 사옥신축목적 시설투자의 장기성과와 정보비대칭 현상에 대한 실증연구

이진훤<sup>1</sup>, 이포상<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>오산대학교 경영계열 교수, <sup>2</sup>송원대학교 금융세무학과 교수

## Long Term Performance of Firm with Capital Investment for New Office Construction and Information Asymmetry

Jin-Hwon Lee<sup>1</sup>, Po-Sang Lee<sup>2\*</sup>

<sup>1</sup>Professor, Division of Business Administration, Osan University

<sup>2</sup>Professor, Dept. of Finance & Tax Management, Songwon University

**요약** 본 연구에서는 사옥신축목적의 시설투자 공시기업을 대상으로 내부관계자의 거래행태에 따른 차별적 장기성과를 살펴봄으로써 자본시장의 정보비대칭 현상을 분석하고 있다. 이를 위해 한국거래소 유가증권과 코스닥시장에서 투자공시가 이루어진 기업을 대상으로 사건연구방법과 다중회귀분석을 활용하여 분석하였다. 연구결과 사옥신축 기업의 장기주가수익률은 평균적으로 양(+)의 유의한 값을 나타내고 있다. 공시 전후의 내부관계자 지분변화에 따라 차별적 장기성과가 나타나고 있으며, 회귀분석결과 내부관계자지분, 소액개인투자자의 지분변화는 각각 장기성과와 통계적으로 유의한 양(+)과 음(-)의 상관관계가 있음을 확인하였다. 이는 내부관계자가 경영자의 사적 의도에 대한 진위 여부 및 사옥신축이 기업에 미치는 영향을 판단할 수 있는 정보우위의 위치에 있음을 뒷받침해 줄 수 있는 연구결과로 풀이되며 지분변화요인이 사옥신축 기업에 대한 장기성과의 예측요인으로 활용될 수 있다는 측면에서 자본시장의 투자자들에게 실질적으로 유용한 정보를 제공해 줄 수 있을 것으로 기대된다.

**주제어** : 정보비대칭, 내부관계자, 공시, 장기성과, 신사옥

**Abstract** We analyze the information asymmetry in the capital market by examining the long-term performance by the insider's trading behavior in the companies that made investment announcements for the construction of the new office building. The results are summarized as follows. On average, the long-term abnormal returns on share prices of sample firms represent a significant positive value. The regression analysis confirmed that there is a statistically significant positive correlation between the factor of the change in equity of large shareholders and the long-term performance. On the other hand, negative correlation was observed between change in equity of small individual investors and long-term performance. These results mean that an insider can determine the authenticity of a manager's private intention. In other words, it supports that the insider is in a position of information superiority. In addition, it is expected to provide practical usefulness to investors in that the change in equity can be used as a predictor of long-term performance.

**Key Words** : Information Asymmetry, Insider, Disclosure, Long-term Performance, New Office

\*Corresponding Author : Po-Sang Lee(podoctor@naver.com)

Received September 18, 2020

Accepted March 20, 2021

Revised November 26, 2020

Published March 28, 2021

## 1. 서론

기업은 운영의 규모가 커지면서 부족한 사무공간의 확보를 통해 분산된 업무환경을 통합시킴으로써 업무의 효율성 및 생산성을 향상시키고자 사옥신축의 동기를 가질 수 있다. 가치극대화이론(value maximizing theory)에 따르면 경영자는 기업가치 극대화의 목표를 최우선으로 두기 때문에 신사옥 건립과 같은 시설투자로부터 기대할 수 있는 순현재가치(NPV)가 양(+)인 경우에만 투자의사결정을 채택하게 된다[1]. 반면 규모극대화이론(size maximizing theory)에 의하면 경영자가 기업 규모의 극대화를 위하여 지속적인 성장정책을 추구하게 되고 기업가치의 극대화를 등한시하게 됨으로써 기업가치 증진에 위배되는 의사결정을 하게 된다[2]. 즉, 경영자는 임기중 성과보상 및 외연확장과 같은 사적 동기에 의한 의사결정을 하게 될 수도 있다.

기업 외부의 이해관계자들은 기업에 대한 정보가 부족하기 때문에 경영자의 의사결정에 의존하게 되며, 이는 결국 시장에 사적 정보를 전달하는 신호로 작용하여 기업의 단기 주가에 영향을 미치게 된다. 만약 사옥신축이 시장에서 주주가치 극대화에 목표를 두고 가치극대화가 설에 기반한 경영자의 신호전달이라고 해석된다면 호재로 작용하겠지만 규모극대화이론에 근간한 사적 동기로 인지된다면 반대의 결과가 나타날 것이다[3]. 한편, 장기적인 관점에서 사옥신축을 통하여 점진적으로 얻게 되는 시너지 효과가 얼마나 기업의 실적으로 연결될 수 있는지의 여부가 미래의 기업가치를 결정하게 될 것이다. 즉, 투자 활동에 따른 성과는 즉각적으로 나타나지 않는다. 특히 사옥신축과 같은 시설투자의 경우 기업 본연의 영업생산 활동과의 직접적인 관련성이 낮기 때문에 장기간에 걸쳐 영향을 미칠 것으로 예상된다[3]. 이러한 장기성과는 경영자의 동기나 개별기업의 상황에 따라 상이하게 나타날 것이며 시계열상의 흐름에서 상대적 정보우위에 있는 이해관계자들은 기업의 내부상황을 잘 알고 있기 때문에[4], 향후 사옥신축이 기업에 미치는 영향을 보다 잘 인지할 수 있을 것으로 판단된다. 특히 최대주주 및 특수관계자와 같은 기업의 실질적 지분을 많이 보유하고 있는 기업내부 이해관계자들은 경영자의 의사결정에 대한 사적 의도의 진위여부를 파악함에 있어 정보우위에 있을 수 있다. 만약 기업 내외부의 정보의 질과 양에 차이가 있다면 정보우위의 시장주체는 새로운 거래동기를 가지게 될 수 있고, 이는 지분변화의 형태로 나타나게 될 것이다. 특히 소유와 경영의 분리가 상대적으로 미약한

한국주식시장의 경우 대주주가 기업운영에 실질적으로 관여하거나 통제할 수 있는 내부자의 위치에 있기 때문에 특정사건 전후에 대주주의 지분변동으로 나타날 수 있다[4].

기업은 가능한 낮은 자본비용으로 사업밀착을 마련하고 투자자본대비수익률(ROIC)의 극대화를 위하여 최적의 자산배분과 지속적인 재투자가 이루어질 수 있기를 기대한다. 경영자는 이러한 기업순환과정의 메커니즘(mechanism)이 원활히 작동할 때 주주가치 극대화에 부합하는 성과를 달성할 수 있으며, 계속기업의 가정하에서 기업의 성장과 발전 그리고 존속을 위하여 지속적인 시설투자의 동기를 지니게 된다. 자본투자는 수많은 불확실성을 내재하고 있지만 경쟁우위 확보와 미래 현금흐름 유입의 원천이 될 수 있기 때문에 이해관계자들에게 향후 기업의 가치평가에 중요요인으로 작용한다. 따라서 기업이 외부로 전달하는 정보로부터 어떠한 경영자의 사적 동기가 작용하고 있는지를 살펴보고 연구하는 것은 학술적 이론의 검증뿐만 아니라 자본시장의 투자자들에게 유의미한 정보를 제공해줄 수 있는 계기가 될 수 있다.

이러한 연구배경을 바탕으로 본 연구에서는 사옥신축 기업의 장기성과를 분석하고 기업 내부관계자의 거래행태에 따른 차별적 장기성과를 고찰함으로써 자본시장의 정보불균형 현상을 살펴보고자 한다. 만약 기업내부관계자의 관점에서 경영자의 의사결정이 주주가치 증진을 위한 가치극대화이론에 부합하는 행위라고 판단한다면 지분증가의 유인이 발생할 것이고, 규모극대화이론에 기반한 의사결정으로 해석한다면 그 반대의 거래 동기가 작용할 것이다. 만약 기업 내부관계자가 경영자의 의사결정에 담긴 사적 의도에 대한 진위여부를 잘 판단할 수 있는 위치에 있다면, 사옥신축이 개별기업에 미치는 영향을 고려하여 지분변화가 나타날 것이고 결과적으로 장기성과에서도 대조적인 양상을 보일 수 있다.

즉, 사옥신축 시설투자공시를 전후로 나타난 지분거래의 행태에 따라 차별적 장기성과를 발견하게 된다면 경영자의 사적 의도에 대한 기업 내부관계자의 진위 판단 능력 및 정보우위의 여부를 확인 및 뒷받침해줄 수 있는 연구결과를 도출할 수 있을 것이다. 이러한 연구는 사옥신축이라는 개별 사안에 대한 자본시장 연구가 극히 제한적인 상황에서 연구의의가 있을 뿐만 아니라, 사옥신축 시설투자의 단기공시효과 및 결정요인을 자본시장 투자자들의 시장반응 측면에서 분석한 Lee & Lee(2020)의 연구 [3]와 달리 사옥신축 기업의 장기성과를 살펴보고 경영자의 사적 의도에 대한 내부관계자의 진위파악 및

정보우위 여부 가능성을 분석해봄으로써 자본시장의 정보비대칭 현상을 고찰하고 있다는 점에서 차별점이 있다. 이에 따라 본 연구에서는 한국거래소(KRX)의 유가증권(KSE)과 코스닥시장(KOSDAQ)의 상장기업들 중 사옥신축으로 인하여 시설투자공시가 이루어진 기업을 표본으로 개별기업의 공시일(announcement day)을 사건일(event day)로 하는 사건연구방법론(event study method)과 다중회귀분석(multiple regression analysis)을 활용하여 실증연구를 수행한다. 본 연구의 구성은 제 1장 서론에서 연구의 주요목적과 배경을 언급하고, 제 2장에서는 선행연구를 제 3장에서는 표본, 연구모형 등 연구의 설계와 관련된 부분을 제시한다. 제 4장은 실증분석 결과를 제시하고 제 5장은 결론과 시사점을 기술한다.

## 2. 선행연구의 검토

### 2.1 사옥신축 및 시설투자

사옥신축을 비롯하여 기업의 자본지출을 필요로 하는 시설투자 의사결정은 투자안이 지닌 위험에도 불구하고 경쟁우위의 유지와 미래까지 증진을 위해 필수 불가결한 제반활동이다. 기업의 각종 투자행위는 기업의 미래성과에 상당한 영향을 미칠 수 있고 투자자들에게는 기업가치평가를 위한 정보의 원천이 될 수 있기 때문에 이와 관련한 다양한 연구들이 진행되어왔다. 관련 해외연구를 살펴보면 McConnell & Muscarella(1985)은 기업의 자본지출에 대한 공시효과를 분석하였는데 제조기업의 표본에서 전년대비 투자금액이 증가(감소)한 경우에 통계적으로 유의한 양(음)의 공시효과가 있음을 발견하였다[5].

Kerstein & Kim(1995) 및 Chan et al.(1990) 등은 부동산, 설비 및 연구개발 등에 대한 자본투자가 기업의 주가에 미치는 영향을 분석하였다[6, 7]. 연구결과 투자금액의 변화가 초과수익률과 통계적으로 유의미한 양(+)의 관계가 있음을 보고하였다. Jones et al.(2004)은 영국의 시설투자공시기업들을 대상으로 분석한 결과 소규모 기업 집단의 투자공시에 대한 시장반응이 대기업집단보다 더욱 크게 나타나고 투자규모 요인은 초과수익률과 양(+)의 관계가 있음을 관찰하였다[8]. 한편, Titman et al.(2004)과 Cooper et al.(2008) 등은 미국시장을 대상으로 시설투자와 장기주가수익률간의 관계를 분석하였는데 대리인문제에 의한 경영자의 과잉투자 가능성으로 인

하여 음(-)의 장기수익률이 나타날 수 있음을 설명하였으나[9, 10], 일본시장을 대상으로 분석한 동일연구 Titman et al.(2009)에서는 통계적으로 유의미한 결과를 도출하지 못하였다[11]. 국내연구로는 Sim(1995)와 [12] Choi & Kim(1996)등[2]의 연구를 시초로 시설투자에 대한 포괄적 연구가 진행되어 왔고[3], 저자가 조사한 바로는 사옥신축 개별 사안에 대한 자본시장연구는 거의 존재하지 않는다. 일반적인 시설투자 연구와 관련하여 Ki & Choe(2006b)은 코스닥시장을 대상으로 시설투자공시기업들을 분석한 결과 공시일 전후로 약한 음(-)의 초과수익률이 발생하고 있음을 발견하였으나 통계적 유의성이 뚜렷하게 나타나지는 않았다[13]. Kim et al.(2012)는 자원개발 등의 시설투자공시 전후의 누적초과수익률을 분석한 결과 음(-)의 추가반응이 나타나고 있음을 보고하였다[14].

한편, Kim & Choi(1995)와 Choi & Kim(1996) 등은 부동산 취득 등 기업의 시설투자가 주가에 긍정적인 영향을 미치고 있다는 결과를 제시하였다[15, 2]. Kim et al.(2016) 역시 표본기간을 확장하여 분석한 결과 양(+)의 유의미한 공시효과가 있음을 보고하였으며 공시효과가 재무적특성보다 개별기업의 정보환경에 따라 달라질 수 있음을 피력하였다[16].

### 2.2 자본시장의 정보비대칭

자본시장에서 이해관계자들 간의 정보비대칭의 문제는 크게 내부관계자와 외부이해관계자 간의 정보불균형 그리고 개인, 외국인, 기관으로 분류되는 외부투자자들 간의 정보비대칭의 형태로 구분할 수 있는데[4], 본 연구에서는 기업내외부 간의 차별적 정보의 수준에 초점을 두고 내부관계자의 정보우위 가능성을 분석하고 있다. 기업내부의 정보 접근성이 상대적으로 높은 내부관계자는 다른 외부의 이해관계자들에 비하여 훨씬 더 많은 정보를 가지고 있을 뿐만 아니라 질적 측면에서도 우수한 정보력을 지닐 것이다[17].

정보거래에 관한 대표적인 연구로는 Lakonishok & Lee(2001)등의 연구[18]가 있으며 인수합병, 유상증자, 이익공시, 배당공시, CEO 교체 등 다양한 이슈의 개별사건을 분석대상[19-24]으로 하여 많은 연구들이 내부관계자들의 거래행위에 대한 정보력 여부를 입증하는 연구결과들을 발표하였다[4]. 이에 반해 개인투자자들은 상대적으로 정보 열위의 주체에 있는 것으로 알려져 있으며, 다수의 연구들에서 개인투자자의 낮은 투자성과가 정보열

위로 부터 기인하고 있음을 보고하고 있다[25-26].

이러한 연구배경을 바탕으로 본 연구에서는 사옥신축 목적의 시설투자가 기업가치에 미칠 영향에 대하여 내부 관계자가 기업내용을 보다 잘 인지하고 있다면 사건 전후로 지분변화가 나타날 것으로 예상된다. 나아가 앞서 서론에서 언급한 것처럼 사옥신축 시설투자공시를 전후로 나타난 지분거래의 행태에 따라 차별적 장기성과를 발견하게 된다면 경영자의 사적 의도에 대한 기업 내부 관계자의 진위 판단과 정보우위의 여부를 뒷받침해줄 수 있는 연구결과를 도출 할 수 있을 것으로 판단된다.

### 3. 표본선정 및 연구방법

#### 3.1 표본선정

Table 1. Total Sample composition

Category	KSE	KOSDAQ	sample firm
2007	3	3	6
2008	4	2	6
2009	4	5	9
2010	3	6	9
2011	1	5	6
2012	0	4	4
2013	0	6	6
2014	2	5	7
2015	3	5	8
2016	3	1	4
2017	2	2	4
Total	25	44	69

Note: List for sample firms's KRX code is as below.  
 A000220,A000270,A000590,A001230,A003550,A003550,A005380,A005870,A005870,A011200,A012330,A014350,A015710,A015710,A016090,A016580,A020710,A023590,A023770,A024090,A025620,A026180,A027050,A028050,A028150,A030190,A030350,A033790,A034310,A034810,A035420,A035420,A035900,A036000,A036570,A038880,A047450,A050890,A051600,A052690,A053800,A054620,A056200,A056360,A058220,A060540,A062860,A065510,A065770,A067310,A069080,A078130,A078160,A083640,A084670,A088130,A088290,A089890,A090120,A090430,A094850,A100120,A112240,A114810,A120240,A122870,A122870,A131100,A187270

본 연구의 기초자료는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)의 공시검색창과 금융감독원의 전자공시시스템(DART)을 열람하여 수집하였다. 분석기간 및 표본은 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 기업들 중 2007년 1월부터 2017년 12월까지 총 11년의 표본기간에 공시가 이루어진 기업들이다. 일별수익률 및 매매정보를 파악할 수 없는 경우 등과 분석에 활용될 자

료를 구할 수 없거나 분석목적에 적합하지 않은 경우는 표본대상에서 제외하였다. 이에 따라 본 논문에서 실증분석에 활용될 최종표본은 아래의 Table 1에서 나타난 바와 같이 유가증권시장 25건, 코스닥 시장 44건 총 69건 이 되고 있다.

#### 3.2 연구방법

본 연구에서는 일반적인 사건연구에서 활용되는 연구 방법과 다중회귀모형을 이용해 실증분석한다. 공시일을 해당 사건일(Day=0)로 초과수익률(AR: Abnormal Return)을 계산하고 시계열 상으로 누적한 누적평균초과수익률(CAR:cumulative abnormal return)을 활용한다. 나아가 아래의 다중회귀모형을 활용하여 분석한다. 회귀모형에는 주요 독립변수 이외에 초과수익률에 영향을 줄 수 있는 것으로 알려진 통제변수(control variable)를 포함하여 분석한다. 주요 통제변수에는 투자규모, 기업규모, 부채비율, 경영성과, 시장구분 등의 요인변수들이 활용된다.

〈Model 1〉

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 CLSH + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT + \beta_4 ROA + \beta_5 Iv\_SIZE + \beta_6 SALES + \beta_7 MK + \epsilon$$

〈Model 2〉

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 CSSH + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT + \beta_4 ROA + \beta_5 Iv\_SIZE + \beta_6 SALES + \beta_7 MK + \epsilon$$

Dependent variable

CAR : is CARs over the relevant period (from day t1 to day t2)

Independent variable and control variables

- CLSH : is change ratio in share ownership of large shareholders in year t from year t-1
- CSSH : is change ratio in share ownership of small individual shareholders in year t from year t-1
- SIZE : natural log of the market value of equity
- DEBT : is debt ratio measured as total debt to assets
- ROA : is return on asset measured as net income divided by total assets
- Iv\\_SIZE : natural log of the capital expenditure amount for new office
- SALES : growth rate of revenues
- MK : exchange dummy Kosdaq 1, otherwise 0

회귀모형에서 예상대로 사옥신축이 기업의 장기성과에 미치는 영향에 대한 이해관계자들 간 정보의 수준에

차이가 있다면 내부관계자의 지분변화(CLSH)와 소액개  
인투자자의 지분변화(CSSH)의 회귀계수 값은 각각 양  
(+)과 음(-)의 값을 보일 것이다. 한편, 통제변수 선정과  
관련하여 연구모형에 기업규모(SIZE)효과를 통제하기 위  
하여 시가총액 값에 로그를 취한 값을 포함하였고, 부채  
비율(DEBT)은 부채총계를 자산총계로 나눈 값으로 기업  
의 재무건전성을 나타낸다. 자산수익률(ROA)은 총자산  
이익률로 당기순이익을 총자산으로 나눈 값으로 기업의  
주요 경영성과 지표에 대한 대리변수로 이용되며 기업의  
수익성을 통제하기 위해 분석모델에 포함된다. 그 밖에  
사옥신축에 투입되는 투자규모(Inv\_SIZE)를 통제변수로  
포함하고 있고 매출액성장률(SALES)는 직전년도 대비  
해당년도의 매출액 성장률을 의미하는 성장성 지표로 활  
용되고 있다. 시장구분(MK)는 시장구분 더미로 해당기  
업의 시장소속이 유가증권시장이면 1, 그렇지 않으면 0  
의 값을 가지는 더미변수이다.

Table 2 Descriptive Statistics of Variables

Variable	Mean	Std.Dev	Quartile 25%	Median	Quartile 75%
CAR	0.338	0.703	-0.121	0.298	0.738
LSH	0.379	0.172	0.264	0.356	0.494
SIZE	12.223	2.041	10.682	11.410	13.341
DEBT	0.335	0.179	0.187	0.318	0.465
ROA	0.043	0.113	0.008	0.053	0.102
Inv_SIZE	17.065	1.310	16.081	16.784	17.682
GROW	0.343	1.331	0.001	0.089	0.282
MK	0.638	0.484	0.000	1.000	1.000

Variable definition appear in research design.

Table 2는 변수들의 기초통계량을 나타내고 있으며,  
Table 3은 주요 변수들 간의 상관계수를 계산한 결과를  
제시하고 있다. 종속변수와 주요독립변수인 CLSH간의

Table 3. Pearson Correlations Matrix

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
(1)CAR								
(2)CLSH	0.390 **							
(3)SIZE	-0.111	-0.092						
(4)DEBT	-0.125	0.075	-0.270 *					
(5)ROA	0.055	-0.015	0.425 **	-0.387 **				
(6)Inv_SIZE	0.025	0.056	0.820 **	-0.210	0.349 **			
(7)GROWTH	-0.203	-0.221	0.042	0.051	0.229	-0.051		
(8)MK	0.050	-0.049	-0.557 **	0.156	-0.279 *	-0.541 **	-0.126	

\* and \*\*, indicate significant at the 0.05 and 0.01 level, respectively. Variable definition appear in research design.

상관계수는 0.390으로 양(+)의 유의한 값을 나타내고 있  
음을 확인할 수 있다.

#### 4. 실증분석결과

먼저 Table 4는 사옥신축 기업에 대한 기간별 누적초  
과수익률을 분석한 결과를 제시하고 있다. 유가증권시장  
과 코스닥시장 모두 양(+)의 장기 초과수익률이 발생하  
고 있는 것을 확인할 수 있다. Group(A) KSE와  
Group(B) KOSDAQ의 CAR(0, +480)은 0.2120,  
02844의 유의한 값을 나타내고, CAR(0, +720)은 각각  
0.2937과 0.3517의 통계적으로 유의한 값을 보임으로써  
장기적인 시계열 흐름에 따라 평균적으로 기업가치의 증  
대가 이루어지고 있음을 확인할 수 있다.

Table 4. Cumulative abnormal return

Category	(A)KSE	(B)KOSDAQ	DIF (A)-(B)
	Mean (t-value)	Mean (t-value)	Mean (t-value)
CAR (0, +240)	0.2156 (3.490) ***	0.1272 (1.696) *	-0.0884 (-0.910)
CAR (0, +360)	0.1949 (2.887) ***	0.2400 (2.808) ***	0.0451 (0.414)
CAR (0, +480)	0.2120 (2.570) **	0.2844 (2.979) ***	0.0725 (0.574)
CAR (0, +600)	0.1786 (1.778) *	0.2724 (2.325) **	0.0939 (0.608)
CAR (0, +720)	0.2937 (2.635) **	0.3517 (2.095) **	0.0580 (0.288)

Note: \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

전체표본에 대한 CAR(0, +240), CAR(0, +480),

CAR(0, +720)의 평균값을 계산해보면 각각 0.1592, 0.2578, 0.3297로 1% 수준에서 유의한 양의 값이 체계적으로 나타나고 있으나 두 집단간 차이 검정에서 통계적으로 유의한 결과가 나타나고 있지는 않다. 다음으로 본 연구에서는 사옥신축이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 내부관계자의 정보우위 가능성이 있는지를 분석하고 있음에 따라 공시전후에 나타나는 보유지분의 수준(level)과 변화(change)를 Table 5에 제시하고 있다. 분석결과를 살펴보면 공시 전후 연도의 LSH 수준의 평균값은 각각 0.3795와 0.3736으로 거의 변화가 없으며, 차이 값 역시 통계적 유의성이 나타나고 있지 않다.

Table 5. LSH level and change ratio

Category	LSH LEVEL	ΔLSH	CHANGE RATIO
	Mean	Mean (t-value)	Mean (t-value)
T-1	0.3795	-0.0059 (-1.029)	-0.0188 (-1.155)
T	0.3736		

Note: \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

이러한 결과는 사옥신축을 전후하여 대부분의 기업에서 지분변동이 거의 나타나지 않거나 혹은 개별기업의 상황에 따라 지분을 늘리거나 줄이는 거래행태가 대조적으로 나타날 수 있음을 암시한다. 만약 개별기업의 지분증감이 정보우위에 기반한 거래 동기에 의한 것이라면 향후 기업의 미래성과에도 차이가 나타날 것이다.

이에 따라 Table 6에서는 내부관계자의 지분변화에

따라 장기성과에 차이가 나타나는지를 분석한 결과를 보여주고 있다. 분석결과를 살펴보면 공시 전후에 나타난 내부관계자의 지분변화에 따라 기업의 장기성과에 차이가 점진적으로 나타나고 있음을 확인할 수 있다. 공시 전후 지분의 축소가 있었던 Group(A)의 경우 시계열 흐름에 따라 점점 저조한 성과가 나타나고 있지만, 그 반대인 Group(B)의 경우는 체계적인 주가의 상승이 나타나면서 CAR(0, +720)의 장기성과는 0.6445로 1% 수준에서 유의한 결과 값을 나타내고 있으며 차이 값 검정에서도 -0.7419의 유의한 값을 보여주고 있다. 한편, 이와 같은 논리로 Table 7에서는 소액 개인투자자의 지분변화에 따라 장기주가의 흐름을 분석한 결과를 보여주고 있는데 소액 개인투자자가 지분을 매도한 Group(A)의 경우에는 체계적인 장기주가의 상승이 나타나고 있으나 지분을 매입한 Group(B)에서는 상대적으로 저조한 성과가 나타남으로써 Table 6의 결과와 대조적인 모습을 보여주고 있다.

마지막으로 Table 8은 연구모형에 따른 다중회귀분석결과를 제시하고 있다. 분석결과를 살펴보면 Panel A의 주요독립변수인 CLSH의 회귀계수값이 1.6865로 양(+)의 통계적으로 유의한 결과를 나타내고 있으며 Panel B의 CSSH의 회귀계수값 역시 예상대로 -3.4114의 음(-)의 유의한 결과값을 보여주고 있다. 즉, 내부관계자의 지분증가(감소) 혹은 소액개인투자자의 지분감소(증가)에 따라 장기주가수익률의 증감에 차이가 있음을 확인할 수 있다. 이러한 결과는 앞서 제시된 단변량 분석결과에서와 마찬가지로 자본시장내의 이해관계자들간의 정보비대칭이 존재할 수 있음을 보여준다. 즉, 사옥신축이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 내부관계자가 정보우위에 있을 수 있으며, 경영자의 사적 의도에 대한 진위여부를

Table 6. Long-Window Cumulative abnormal returns by LSH Change Ratio

Category	(A) LSH Ratio Decrease	(B) LSH Ratio Non-Decrease	Dif test (A) - (B)
	Mean(t-value)	Mean(t-value)	Mean(t-value)
CAR (0, +240)	0.1327 (1.579)	0.1784 (2.611) **	-0.0457 (-0.422)
CAR (0, +360)	0.1739 (2.098) **	0.2603 (3.129) ***	-0.0864 (-0.736)
CAR (0, +480)	0.1225 (1.347)	0.3584 (3.828) ***	-0.2358 (-1.807) *
CAR (0, +600)	0.0164 (0.166)	0.4027 (3.415) ***	-0.3863 (-2.513) **
CAR (0, +720)	-0.0974 (-0.554)	0.6445 (5.205) ***	-0.7419 (-3.452) ***

Note: \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

Table 7. Long-Window Cumulative abnormal returns by SSH Change Ratio

Category	(A) SSH Ratio Decrease	(B) SSH Ratio Non-Decrease	Dif test (A) - (B)
	Mean(t-value)	Mean(t-value)	Mean(t-value)
CAR (0, +240)	0.2534 (3.327) ***	0.0677 (0.957)	-0.1858 (-1.787) *
CAR (0, +360)	0.3336 (3.767) ***	0.1132 (1.507)	-0.2205 (-1.899) *
CAR (0, +480)	0.3653 (3.850) ***	0.1503 (1.613)	-0.2149 (-1.616)
CAR (0, +600)	0.3907 (3.030) ***	0.0852 (0.870)	-0.3055 (-1.887) *
CAR (0, +720)	0.4708 (2.475) **	0.1971 (1.618)	-0.2737 (-1.212)

Note: \*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

Table 8. Multiple Regression table.

$$CAR = \beta_0 + \beta_1 CLSH \text{ or } CSSH + \beta_2 SIZE + \beta_3 DEBT + \beta_4 ROA + \beta_5 Iv\_SIZE + \beta_6 SALES + \beta_7 MK + \epsilon$$

Independent Variable	Dependent Variable CAR(0, +720)			
	Panel (A)		Panel (B)	
	Coef	(t-value)	Coef	(t-value)
Intercept	-0.1173	(-0.080)	-0.3074	(-0.206)
CLSH	1.6865	(2.461) **		
CSSH			-3.4114	(-2.134) **
SIZE	-0.1117	(-1.416)	-0.1530	(-1.998) *
DEBT	-0.5555	(-1.113)	-0.5247	(-1.039)
ROA	0.9858	(0.892)	1.2535	(1.138)
Iv_SIZE	0.1156	(1.016)	0.1562	(1.379)
SALES	-0.0687	(-0.994)	-0.0743	(-1.061)
MK	0.0660	(0.316)	0.0238	(0.114)
F-Value	2.312 **		2.063 *	
Adj. R <sup>2</sup>	0.124		0.103	

\*, \*\*, and \*\*\* denote significance at the 0.1, 0.05, and 0.01 levels, respectively.

보다 잘 판단할 수 있는 위치에 있음을 뒷받침해줄 수 있는 연구결과로 풀이된다. 한편, 기업규모, 부채비율, 수익성 등의 통제변수들은 예상대로 부호가 나타나고 있으나 통계적 유의성은 강하게 나타나고 있지 않으며, 매출성장요인은 예상과 달리 음의 부호로 통계적 유의성이 나타나고 있지 않음을 확인할 수 있다.

### 5. 결론

본 연구는 사옥신축목적 시설투자의 차별적 장기성과를 분석하고 정보우위 이해관계자의 거래행태와 어떠한

상관관계를 지니는지를 분석함으로써 자본시장의 정보비대칭 현상을 고찰하고자 하였다. 이에 따라 2007년부터 2017년까지 한국거래소 유가증권과 코스닥시장에 등록된 상장회사들 중 사옥신축 투자공시가 발생한 기업을 대상으로 사건연구방법론을 활용하여 분석하였으며 연구결과는 다음과 같이 요약된다. 첫째, 사옥신축 시설투자공시일 이후의 장기성과는 평균적으로 양(+)의 통계적으로 유의한 결과 값을 나타내고 있다. 둘째, 내부관계자의 지분증감에 따라 장기성과를 분석한 결과 위험회피를 위하여 지분감소가 나타난 기업과 그렇지 않은 기업 간에 CAR(0, +720)은 -0.7419의 유의한 차이를 보여주고 있다. 셋째, 공시 전후에 나타난 소액 개인투자자의 지분변

화에 따라 차별적 장기성고가 나타나고 있음을 발견하였다. 마지막으로, 회귀분석결과 예상대로 CLSH와 장기성과 간에 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 확인하였다. 이는 내부관계자가 경영자의 사적 의도에 대한 진위 여부를 판단할 수 있는 정보우위의 위치에 있음을 뒷받침해주는 연구결과로 해석된다.

종합하면 전체표본의 평균값을 기준으로 볼 때 한국주식시장에서 사옥신축에 대한 경영자의 사적 의도가 기업 가치극대화에 부합하는 방향으로 의사결정이 이루어지고 있는 것으로 해석될 수도 있다. 하지만 무엇보다 그 의도의 진위판단과 실질적으로 기업가치에 미치는 영향에 대해서는 개별기업의 상황에 따라 대조적인 결과가 나타나고 있고 정보의 불균형이 존재할 수 있음을 확인하였다. 나아가 본 연구결과는 실무적 관점에서 내부관계자의 지분변화요인이 기업가치의 장기성고에 대한 예측변수로 활용될 수 있다는 연구결과로서 외부 시장참여자들의 투자사결정에 참고할만한 유용한 정보를 제공해줄 수 있을 것으로 판단된다.

## REFERENCES

- [1] H. H. Ki & S. E. Choe. (2006a). A Study on the Reaction Stock Price to Announcements of Corporate Capital Investment, *Korean International Accounting Review*, 15, 1-19.
- [2] J. H. Choi & J. S. Kim. (1996). An Empirical Study on the Relationship Between Capital Expenditures and Firm Value. *Korean Management Review*, 25(3), 171-203.
- [3] J. H. Lee & P. S. Lee. (2020). Information Effect of New Office Investments and Determinant of Firm Value. *Asia-Pacific Journal of Business*, 11(3), 95-106.
- [4] P. S. Lee & J. W. Park. (2015). Comprehensive Review of Listing Eligibility and Information Asymmetry. *Korean Journal of Financial Studies*, 44(1), 157-187.
- [5] J. J. McConnell & C. J. Muscarella. (1985). Corporate Capital Expenditure Decisions and the Market Value of the Firm. *Journal of financial economics*, 14(3), 399-422.
- [6] J. Kerstein & S. Kim. (1995). The Incremental Information Content of Capital Expenditures. *The Accounting Review*, 70(3), 513-526.
- [7] S. H. Chan, J. D. Martin & J. W. Kensinger. (1990). Corporate Research and Development Expenditures and Share Value. *Journal of Financial Economics*, 26(2), 255-276.
- [8] E. Jones, J. Danbolt & I. Hirst. (2004). Company Investment Announcements and the Market Value of the Firm. *The European Journal of Finance*, 10(5), 437-452.
- [9] S. Titman, K. J. Wei & F. Xie. (2004). Capital Investments and Stock Returns. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(4), 677-700.
- [10] M. J. Cooper, H. Gulen & M. J. Schill. (2008). Asset Growth and the Cross-Section of Stock Returns. *The Journal of Finance*, 63(4), 1609-1651.
- [11] S. Titman, K. J. Wei & F. Xie. (2009). Capital Investments and Stock Returns in Japan. *International Review of Finance*, 9(1-2), 111-131.
- [12] D. S. Sim. (1995). A Study on the Reaction of Stock Price to Announcements of Corporate Capital Expenditures, *Korean Journal of Financial Studies*, 18(1), 257-281.
- [13] H. H. Ki & S. E. Choe. (2006b). A Study on the Reaction Stock Price to Announcements of Corporate Capital Investment in KOSDAQ. *Review of Accounting and Policy Studies*, 11(3), 119-142.
- [14] T. K. Kim, J. S. Shin & Y. J. Lim. (2012). Capital Expenditure and Agency Cost. *Journal of the Korean Data Analysis Society*, 14(2), 1051-1062.
- [15] J. S. Kim & J. H. Choi. (1995). A Study on the Effect of the Corporate Real Estate Acquisition and Sale on the Stock Return. *Korean Journal of Financial Studies*, 18(1), 283-332.
- [16] T. K. Kim, J. S. Shin & Y. J. Lim. (2016). The Announcement Effect of Corporate Investment on the Stock Price : Focusing on the Perspective of Information Asymmetry. *Korean Corporation Management Review*, 23(1), 23-36.
- [17] 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.
- [18] J. Lakonishok & I. Lee. (2001). Are Insider Trades Informative?. *Review of Financial Studies* 14(1), pp. 79-111.
- [19] H. N. Seyhun. (1990). Overreaction of Fundamentals: Some Lessons from Insiders' Responses to the Market Crash of 1987. *Journal of Finance*, 45(5), 1363-1388.
- [20] T. H. Eysell & 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.
- [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] 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.
- [23] J. Elliott, D. Morse & G. Richardson. (1984). The Association between Insider Trading and Information Announcements, *Rand Journal of Economics* 15(4), 521-536.
- [24] K. John & L. H .P. Lang. (1991). Insider Trading around Dividend Announcements: Theory and Evidence. *Journal of Finance* 46(4), 1361-1389.
- [25] 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.
- [26] J. M. Griffin, J. H. Harris & S. Topaloglu. (2003). The Dynamics of Institutional and Individual Trading, *Journal of Finance*, 58(6), 2285-2320.

이 진 훤(Jin-Hwon Lee)

[정회원]



- 2013년 2월 : 한국외국어대학교 경영대학 경영학박사
- 2010년 12월 ~ 2016년 2월 : 한국외국어대학교 경영대학 외래교수 / 강의전담교수
- 2016년 3월 ~ 현재 : 오산대학교 경영계열 교수

- 관심분야 : 가치평가, 회계이익의 질, 개인투자자거래
- E-Mail : jinhwon@osan.ac.kr

이 포 상(Po-Sang Lee)

[정회원]



- 2015년 2월 : 한국외국어대학교 경영대학 경영학박사
- 2010년 6월 ~ 2015년 2월 : 한국외국어대학교 경영대학 외래교수
- 2015년 3월 ~ 현재 : 송원대학교 금융세무학과 교수
- 관심분야 : 기업재무, 투자행태, 상장폐지, 위탁경영

- E-Mail : podocor@naver.com