

횡령·배임 조회공시와 투자자간 정보비대칭

박진우 Jinwoo Park

한국외국어대학교 경영대학 교수

Professor, Hankuk University of Foreign Studies, Korea

e-mail: jwp@hufs.ac.kr

이포상 Posang Lee

한국외국어대학교 대학원 경영학과 박사과정

Ph.D. Candidate, Hankuk University of Foreign Studies, Korea

e-mail: postfly@naver.com

횡령·배임 조회공시와 투자자간 정보비대칭

< 요약 >

본 연구는 우리나라 주식시장에서 횡령·배임 조회공시의 정보효과와 이를 전후하여 나타나는 투자자간 정보비대칭 현상을 분석하고 있다. 2005년 1월부터 2011년 12월 사이에 한국거래소로부터 횡령·배임의 사유로 조회공시요구를 받은 기업을 연구표본으로 하여 분석한 결과는 다음과 같이 요약된다. 우선, 한국거래소로부터 횡령·배임의 사유로 인하여 조회공시요구를 받은 기업은 요구일($t=0$)과 익일($t=1$)에 각각 -8.41% , -2.16% 의 유의한 음(-)의 초과수익률을 보이며 횡령·배임 조회공시가 예상대로 상당한 악재로 인식되고 이에 따라 해당 주식 보유자들에게 막대한 손실을 초래하고 있음을 확인할 수 있다. 답변 유형별로 보면, 빈도수가 가장 많은 ‘미확정’ 답변의 경우가 공시요구일의 초과수익률이 -9.49% 로서 불확실한 답변에도 불구하고 시장은 사실상 횡령·배임의 가능성을 인정하는 것으로 나타나고 있다. ‘확정’ 답변의 경우는 공시요구일의 초과수익률이 -7.18% 이지만 이미 해당정보가 조회공시요구 20일 이전부터 주가에 반영되면서 누적초과수익률에서는 ‘미확정’ 답변보다 음(-)의 값이 크게 나타나고 있다. 한편, ‘부인’ 답변의 경우는 조회공시 요구일에 -3.89% 의 유의한 음(-)의 초과수익률을 보이지만 이후 5일 이내에 주가가 대부분 회복되고 있다. 다음으로 조회공시 정보의 원천에 따라 품문과 보도를 구분하여 분석한 결과, 보도의 경우 요구시점 20일 이전부터 하락세가 지속되어 품문의 경우와는 대조적인 모습을 보였다. 표본을 유가증권시장과 코스닥으로 나누어 분석한 결과에서는 코스닥 종목이 유가증권시장 종목에 비해 횡령·배임 조회공시에 훨씬 민감하게 반응하는 것으로 나타났다. 끝으로 본 연구의 하이라이트로서 개인, 기관, 외국인으로 구분되는 투자자유형별로 조회공시 요구일 이전 20일부터 이후 20일 동안의 누적순매수(도) 비율을 분석한 결과에 따르면, 조회공시요구 이전기간에 개인 투자자는 지속적인 순매수 패턴을 보이고 기관 및 외국인투자자는 순매도를 나타내고 있다. 따라서 조회공시요구 이전 20일 동안의 누적초과수익률이 평균 약 -20% 수준임을 감안할 때 개인투자자가 기관 및 외국인투자자에 비해 상대적으로 매우 불리한 매매패턴을 가져가고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 개인투자자와 기관 및 외국인투자자 사이에 정보비대칭이 존재함을 시사한다. 즉, 개인투자자에 비해 기관 및 외국인 투자자가 주식시장에 떠도는 횡령·배임에 대한 소문을 사전적으로 인지하고 진위여부를 판단하는 능력이 우월하여 이를 바탕으로 유리한 거래행태를 보여주고 있다. 이러한 결과는 횡령·배임과 관련하여 조회공시제도가 투자자 보호와 공시의 적시성 면에서 개선해야 할 과제가 있음을 시사한다.

1. 서론

자본시장에서 다양한 시장참가자들이 정확한 정보를 이용하여 공정한 거래를 할 수 있는 시장환경을 조성하기 위하여 시장 내 정보비대칭(information asymmetry)을 줄이려는 노력이 지속적으로 이루어져왔다. 국내외 연구에서도 공정공시제도, 전자공시시스템(DART), 상장공시시스템(KIND) 등과 같이 투자자들에게 기업의 정보를 정확하고 신속하게 제공해 주는 제도적 장치들이 도입되면서 자본시장의 투명성이 제고되고 투자자간의 정보불균형이 개선되고 있다는 결과들이 보고되고 있다(전영순 등, 2004; 이원흠과 최수미, 2004; 김성민과 전상경, 2005; Eleswarapu et. al., 2004).

하지만 이와 같은 공정한 거래환경 조성을 위한 제도적 노력에도 불구하고 자본시장에서는 투자자유형별 정보력의 차이를 보여주는 많은 연구결과들이 존재한다. 특히, 개인 투자자의 경우 기관 투자자에 비해 정보의 열위와 비합리적 투자행태로 인해 투자성도가 상대적으로 낮다는 많은 연구 결과들이 있다 (Bae, Min, and Jung, 2011; Barber and Odean, 2008; Barber et al., 2009; Griffin et. al., 2003; Kim and Nofsinger, 2003; Grinblatt and Keloharju, 2001; Hvidkjaer, 2008; Odean, 1999, 1998). 투자자유형별 정보력 차이 및 정보비대칭 현상은 이러한 투자자별 성과차이를 이용한 분석 뿐 아니라 특정 사건에 대한 공시 전후의 투자행태를 분석하는 연구들을 통해서도 활발히 진행되고 있다. 특히 이익공시(earnings announcement)를 활용한 연구가 상당수를 차지하는데, 주로 이익공시 전후에 나타나는 투자자유형별 정보불균형 현상을 밝혀내거나 특정 투자주체의 매매패턴을 분석함으로써 정보우위를 활용한 거래행태가 나타나는 지를 검증한 연구들이 많이 보고되고 있다 (Utama and Cready, 1997; Bhattacharya, 2001; Ashiq et. al., 2008; Campbell et. al., 2009).

본 연구에서는 횡령·배임 조회공시¹⁾를 전후하여 우리나라 주식시장에서 나타나는 투자자유형별 정보불균형 현상을 분석하고자 한다. 우선 횡령·배임 조회공시 요구일 전후의 주가반응을 통해 횡령·배임의 정보효과를 살펴보고, 이를 전후로 개인, 기관 외국인으로 구분되는 투자자유형별 매매행태를 분석함으로써 투자자간 정보비대칭이 존재하는지를 검증하고자 한다. 기업과 관련된 수없이 많은 사건(event)들 중에서 특히 횡령·배임 조회공시를 선택하여 투자자간 정보비대칭을 분석하는 이유는

1) 한국거래소(KRX)가 시행하고 있는 조회공시제도는 품문 및 보도에 대한 사실 확인과 현저한 시황변동에 대한 사유를 요구하는 경우로 구분되며, 본 논문에서는 품문 및 보도에 관한 조회공시만을 다루고 있으며 이 조회공시는 미확인 루머 혹은 언론매체의 보도 중에서 해당기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 중대 사안에 대하여 한국거래소 시장감시위원회가 취하는 시장조치이다. 증권거래법 제186조 제2항에서는 투자자보호와 자본시장에서의 공정한 거래를 위해서 품문 및 보도에 대한 사실여부의 확인을 요구할 수 있으며, 주권의 가격이나 거래량에 현저한 변동이 발생하는 경우에는 중요정보의 유무에 대하여 공시하도록 요구할 수 있음을 명시하고 있다(손성규와 광지영 2008).

우선 횡령·배임이 주식시장에서 갖는 사안의 심각성과 해당 정보에 대한 사전예측이 어렵다는 점에서 투자자간 정보비대칭 현상을 면밀히 분석하는 데 적합하다고 판단되기 때문이다.

횡령·배임은 개별기업에서 발생하는 일상적인 공시정보나 다른 조회공시 사유와는 성격을 달리한다. 기업 운영상에 발생하는 일상적인 공시정보는 사전에 음성적으로 유출되거나 애널리스트 또는 특정 투자주체의 사전적 분석을 통해 어느 정도 예측이 가능하다. 하지만 횡령·배임의 경우는 대부분 기업내부의 특징인에 의한 도덕성 부재로 인하여 발생하게 되는 일종의 범죄행위로서 외부 투자자 뿐 아니라 기업내부에서도 사전적으로 예측하기 어려운 사건이기 때문에 시장에서도 전혀 예상하지 못한 비기대정보(unexpected information)로 인식될 가능성이 크다. 또한 횡령·배임의 경우는 일상적인 기업의 공시내용과 비교해 볼 때 관련정보가 시장에 알려질 경우 주가에 막대한 악영향을 미칠 것으로 예상될 뿐만 아니라²⁾ 기업내부의 당사자는 형사처벌의 절차를 밟게 될 가능성이 크기 때문에 해당정보가 외부로 유출될 가능성이 상대적으로 낮다고 할 수 있다.

물론 이익공시 정보를 이용하여 정보불균형 현상을 분석하고 있는 선행연구에서도 비기대이익(unexpected earnings)의 개념을 활용해 시장에서 예상하지 못했던 정보가 공적정보로 공시되기 이전 단계에서 특정 투자주체의 사전적인 정보우위가 나타나는지 살펴보고 있다. 하지만 이익정보를 비롯한 일상적인 기업정보의 경우 음성적인 정보유출 가능성을 배제할 수 없을 뿐 아니라 특정 투자주체의 정보우위가 나타나는 원인이 정교한 정보분석 능력 때문인지 아니면 보다 우월한 정보수집 능력에 기인하는지를 구분하기 쉽지 않다. 본 연구에서는 횡령·배임 사건 확정일이 아닌 횡령·배임 풍문 및 보도에 대한 거래소의 조회공시 요구일을 사건일(event day)로 이용함으로써 해당기업의 비기대정보(unexpected information)가 시장에서 공식적으로 인지되는 시점을 반영하고 있다. 따라서 본 연구는 사전적인 분석을 통한 예측이 사실상 어려운 횡령·배임의 사유로 인한 조회공시 요구를 대상으로 분석함으로써 특정 투자주체가 상대적으로 우수한 정보수집 능력에 기인하는 정보우위를 바탕으로 사전거래를 하는지를 살펴보고 있다.

또한 조회공시 분야의 연구가 아직 미흡한 단계에 있다는 점³⁾ 그리고 최근 자본시장에서 횡령·배임 관련문제 증가에 따른 실무적 차원의 접근이 활발히 이루어지고 있는 시점에서⁴⁾ 이를 뒷받침할 학술적인 연구가 매우 제한적으로 이루어져 왔다

2) 이와 관련하여 Chambers and Penman(1984)에서는 기업이 나쁜 정보(bad news)를 공시하는데 있어 지연하려는 경향을 보인다는 연구결과를 보고하고 있다. 이를 통하여 악재중의 악재인 횡령·배임 정보 역시 내부적으로 어느 정도 인지가 된 상황일지라도 공시지연을 할 가능성이 클 것으로 유추해 볼 수 있으며, 궁극적으로 해당정보가 외부로 유출될 가능성이 낮을 것이라고 추론해 볼 수 있다. 손성규와 김성환(2009)에서도 Chambers and Penman(1984)의 연구와 관련하여 공시내용의 다양한 유인들에 따라 기업들의 공시패턴이나 특성을 밝혀낼 수 있음을 언급하고 있다.

3) 손성규와 광지영(2008)은 공시관련 선행연구들의 주된 관심은 기업이 주도적으로 공시한 내용에 관련된 시장의 반응에 관한 것이었으며 조회공시와 관련된 연구들이 상대적으로 소외되어 왔음을 언급하고 있다.

는 점은 본 연구의 필요성을 뒷받침 해주고 있다. 특히, 횡령·배임과 관련된 사안은 해당문제가 기업가치에 심각한 영향을 미쳐 선의의 투자자에게 엄청난 피해를 줄 뿐 아니라 기업인의 윤리정신과 도덕성에 치명적인 사건이기 때문에 이에 대한 심층적인 연구가 요구되고 있다.

기업의 내용에 대한 공시제도는 해당기업의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있는 기업의 정보를 정기 혹은 수시로 공시하도록 함으로써 시장주체간의 정보 불균형 해소 및 형평성 확보를 통하여 궁극적으로는 투자자를 적극적으로 보호하고 자본시장의 효율성을 증진시키기 위한 목적에서 시행되고 있다. 특히 본 연구에서 다루고 있는 풍문 및 보도에 대한 조회공시는 여러 공시제도 중에서 수시공시에 포함되며⁵⁾, 시장에서 난무하고 있는 불확실한 정보들 중 해당기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 사안을 투자자에게 적시에 제공함으로써⁶⁾ 투자자의 합리적인 의사결정을 유도하고 있다. 이러한 조회공시와 관련된 연구로는 인수·합병(M&A) 조회공시의 효율성을 살펴본 이유태(1998)와 증자조회공시의 효율성을 분석한 이유태(2001) 등이 있고, 조회공시의 정보효과를 살펴본 손성규와 광지영(2008)과 김일중과 이주성(2009)의 연구 등이 있다. 하지만 이들 연구는 주로 조회공시 요구에 따른 주가반응에만 치중하고 있어 투자자유형별 정보비대칭에 초점을 맞추어 분석하고 있는 본 연구와는 차별된다.⁷⁾

구체적으로 본 연구에서는 횡령·배임의 사유에 의한 조회공시 요구일을 사건일(event day)로 하여 답변유형에 따라 ‘확정’ ‘미확정’ 그리고 ‘부인’으로 나누어 분석하고, 조회공시요구가 이루어지게 된 정보의 원천에 따라 ‘풍문 및 설’ 과 ‘보도 및 방송’으로 구분하며, 시장구분에 따라 유가증권시장과 코스닥으로 나누어 실증 분석할 것이다. 우선 조회공시 요구일 이전 5일부터 이후 5일까지의 초과수익률(AR) 및 누적초과수익률(CAR)을 측정하여 한국거래소의 조회공시 요구에 대한 주가반응과 조회공시 요구일 직전과 직후의 단기 주가 움직임을 분석하게 될 것이다. 이어서 조회공시 요구일 이전 20일부터 이후 20일까지의 누적초과수익률을 산출하여 분석함으로써 횡령·배임 조회공시의 정보효과와 적시성(timely disclosure)을 파악해 볼

- 4) 한국거래소는 횡령·배임 조회공시 및 횡령발생기업의 증가에 따라 횡령·배임 등 질적 기준에 미달하는 상장기업을 근절하기 위하여 2009년 2월부터 상장폐지 실질심사 제도를 도입(횡령배임으로 상당규모 재무적 손실 발생시 상장폐지 실질심사 대상이 됨)하였으며, 2011년 4월에는 횡령·배임과 관련한 상장폐지 실질심사제도의 규정을 횡령·배임사건의 확정판결단계가 아닌 기소단계일지라도 확대하여 적용하는 조치를 취하고 있다.
- 5) 조회공시는 공시의 구분에 있어 수시공시에 포함이 되지만 기업이 자발적으로 행하는 공시와는 달리 한국거래소가 우선적으로 공시를 요구하고 해당기업이 이에 대한 답변을 하는 형식으로 공시가 이루어진다는 점에서 다른 수시공시와는 구별된다.
- 6) 풍문 및 보도와 관련된 조회공시요구는 인수합병, 수출계약, 외자유치, 자원개발, 유상증자, 부도, 감사의견거절, 횡령배임, 감사등과 관련된 불확실한 소문이나 언론보도에 대하여 해당기업의 사실확인 답변을 요구하고 있으며, 조회공시의 답변은 요구시점이 오전인 경우 당일 오후까지, 오후인 경우에는 익일 오전까지 응하도록 되어 있다.
- 7) 그 밖의 선행연구들로 손성규와 김성환(2009), 박진우와 박명일(2012), 손성규 등(2012)이 조회공시에 관한 내용을 다루고 있으나, 현저한 시황변동에 대한 조회공시에 초점이 있다는 점에서 풍문 및 보도에 관한 조회공시를 다루는 본 연구와의 직접적인 관련성이 떨어진다.

수 있게 될 것이다. 끝으로 개인, 기관, 외국인으로 구분되는 투자자유형별로 횡령·배임 조회공시 전후의 순매수(도)비율을 산출하여 투자주체별 매매패턴을 분석하게 될 것이며, 이러한 분석을 종합적으로 고찰해 봄으로써 특정 투자주체의 우월한 정보수집 능력에 기초한 투자자간 정보비대칭 현상을 살펴보게 될 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 표본선정 및 구성 그리고 연구방법에 대하여 기술하고, 제 3장은 실증분석결과로서 횡령 및 배임 조회공시요구일 전후의 추가움직임을 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)에 의하여 분석하고, 조회공시 요구일을 전후한 투자자유형별 순매수비율을 살펴봄으로써 특정 투자주체가 정보에 대한 접근성 및 정보우위를 이용한 매매패턴을 통해 초과수익률을 얻는지를 분석한 결과가 제시될 것이다. 마지막으로 제 4장에서는 연구결과의 요약과 시사점을 기술함으로써 결론을 맺게 될 것이다.

2. 표본구성 및 연구방법

2.1. 표본의 구성

본 연구에서 다루고 있는 횡령·배임과 관련되는 표본의 기초자료는 한국거래소 상장공시시스템(KIND)의 공시 검색창을 이용하여 수집하였다. 표본기간은 2005년1월부터 2011년 12월까지이며 유가증권시장과 코스닥에 상장되어 있는 기업들 중 한국거래소로부터 횡령 및 배임의 사유로 조회공시요구를 받은 기업을 대상으로 한다. 한국거래소 시장감시위원회가 시행하고 있는 조회공시제도는 풍문 및 보도에 대한 사실여부를 요구하는 경우와 현저한 시황변동에 대한 중요정보의 유무를 요구하는 경우로 구분된다. 그 가운데 본 연구에서 주요 분석대상이 되고 있는 전자의 경우에서 횡령·배임과 관련된 경우만을 선별하여 자료를 수집하였으며 표본 선정시 다음과 같은 경우는 표본에서 제외하였다.

- 1) 횡령·배임 조회공시요구를 받은 개별기업의 일별수익률(daily stock return)이 FnGuide의 수익률자료에 포함되어 있지 않은 경우
- 2) 한국거래소가 시행하고 있는 조회공시요구제도의 일반적인 규정에 어긋나는 답변을 하고 있는 경우⁸⁾
- 3) 거래일 기준으로 횡령·배임 조회공시요구일 이전 120일 이내에 다른 조회공시요구사항이 있거나 전후 120일 동안 관리종목 및 상장폐지에 지정된 경우

8) 조회공시요구를 받은 기업은 확정, 미확정, 부인답변 중에서 해당되는 사항의 답변을 하여야 하며 요구시점이 오전인 경우에는 당일 오후까지, 오후인 경우에는 다음날 오전까지 응하여야 한다.

- 4) 동일한 사안에 대하여 중복으로 조회공시요구가 이루어지거나 횡령·배임 조회공시요구일 이후 20거래일 이내에서 다른 조회공시요구 사항이 있는 경우⁹⁾

===== 여기에 <표 1> 삽입 =====

그 결과 구성된 최종표본은 <표 1>의 Panel A에서 보는 바와 같이 실증분석에 활용되는 전체 표본의 수는 총 110건이고 이 중 코스닥이 87건으로 23건인 유가증권시장에 비해 3배 이상 더 많은 횡령·배임 조회공시요구가 발생하고 있음을 알 수 있다.¹⁰⁾ 횡령·배임 사유로 조회공시요구를 받은 기업들의 연도별 분포를 살펴보면, 최근 몇 년간 횡령 및 배임의 사유로 인하여 조회공시요구를 받는 기업의 수가 상당히 증가한 것을 알 수 있다.¹¹⁾ 조회공시 답변유형에 따라 표본을 구분해보면 ‘미확정’ 답변이 80건으로 가장 많고 ‘확정’ 또는 ‘부인’ 답변이 각각 15건씩으로 나타나고 있다.¹²⁾ 한편 조회공시가 발생하게 된 정보의 원천에 따라 구분해 보면 시장에서 떠도는 풍문에 의해 횡령·배임 조회공시를 요구한 경우가 81건으로 언론매체를 통한 보도의 경우인 29건보다 훨씬 더 많음을 알 수 있다.

2.2. 연구방법

본 연구에서는 한국거래소가 횡령·배임의 사유로 상장기업에게 조회공시요구를 한 시점을 사건일(event day)로 정한 후 사건일 전후의 주가반응 및 행태를 분석하고 있다. 따라서 사건연구(event study)에서 활용되고 있는 연구방법을 이용하여 실증분석을 실시한다. 즉, 조회공시 요구일을 전후로 일별 초과수익률(AR: abnormal return)을 계산한 후 이를 누적한 누적평균초과수익률(CAR: cumulative average abnormal return)을 산출하여 분석한다. 일반적으로 초과수익률을 측정하는 방법은 기준이 되는 정상수익률(benchmark)의 선택에 따라 평균조정 수익률모형(mean adjusted returns model), 시장조정 수익률모형(market adjusted return model), 시장모형(market model), 산업지수 수익률조정모형(industry adjusted return model)

9) 이는 횡령배임 조회공시요구일 전후의 단기 주가반응을 살펴보고 있는 본 연구의 Time Horizon 이내에서 다른 사건 혹은 중복사건이 결과에 미치는 왜곡을 방지하기 위함이다.

10) 코스닥이 유가증권시장에 비하여 기업지배구조의 투명성이 낮기 때문에 나타나는 현상으로 유추해 볼 수 있으며 횡령·배임 사건의 발생경위가 지배구조가 취약한 회사의 대표이사에게 의하여 발생하는 경우가 많다고 알려져 있는 사실을 보여주고 있는 결과로도 풀이된다.

11) 한국거래소 시장감시위원회가 풍문의 수집을 강화한 2009년부터 큰 폭의 증가를 나타내고 있다.

12) 횡령·배임은 법적인 성격상 최종 판정이 나오기까지는 ‘확정’ 또는 ‘부인’으로 답변하기 어려울 것으로 보인다. 한편 사안의 중대성에 비추어 아무런 근거없이 시장에 풍문으로 떠돌 가능성도 크지 않다. 따라서 횡령·배임 건에 대하여 기업내부 관계자가 경찰 또는 검찰 수사를 받는 과정에서 해당정보가 풍문 또는 보도를 통해 시장에 유포되었을 가능성이 크고, 이러한 과정에서 조회공시 요구를 받게 되면 해당기업은 ‘미확정’이라고 답변하는 것으로 보인다.

등의 방법이 있다. 본 연구에서는 시장조정 수익률모형을 사용하여 주가반응에 대한 실증분석을 하고자 한다.¹³⁾

우선 본 연구에서 실증분석을 위한 기초자료가 되는 개별기업의 일별 초과수익률(ER: Excess Return)은 아래와 같이 계산한다.

$$ER_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t} \quad (1)$$

여기서 $R_{i,t}$: t일의 주식i 수익률

$R_{m,t}$: t일의 시장별 종합주가지수 수익률

횡령·배임의 사유로 조회공시요구를 받은 기업표본 N개에 대한 일별평균초과수익률(AR: Average Abnormal Return)은 각각 아래 식과 같이 구한다.

$$AR_t = \sum_{i=1}^N ER_{i,t} / N \quad (2)$$

일별평균 초과수익률에 대한 통계적인 유의도 검정은 t통계량을 이용하며, 그 정의는 아래 식 (3), (4), (5)와 같다.

$$t\text{통계량} = \sqrt{AR} \sqrt{Var(AR_t)} \quad (3)$$

$$[Var(AR_t)] = \frac{1}{10} \sum_{t=-5}^5 (AR_t - AAR)^2 \quad (4)$$

$$AAR = \frac{1}{11} \sum_{t=-5}^5 AR_t \quad (5)$$

누적평균 초과수익률(CAR: Cumulative Average Abnormal Return)은 아래 식 (6)과 같이 해당기간 동안의 일별평균 초과수익률을 합하여 계산된다. 조회공시 요구일을 사건일(t=0)로 하였고 계산식은 다음과 같다.

13) 이 방법들 중에서 어떤 모형이 더 적합한지에 대한 논의는 김권중 외 2인(1994), 김찬웅·김경원(1997), 한봉희(2001) 등에서 찾아볼 수 있다. 그 가운데 김찬웅·김경원(1997)은 일반적으로 가장 단순하면서도 많이 사용하고 있는 시장조정 수익률모형과 산업지수 수익률조정모형이 우리나라 주식시장 분석에서 검정력이 가장 우수한 것으로 보고하고 있다.

$$CAR_{(t1,t2)} = \sum_{t1}^{t2} AR_t \quad (6)$$

한편, 본 논문에서는 개인, 기관, 외국인으로 분류되는 투자자유형별로 횡령·배임 조회공시요구일 전후에 각각 어떤 매매패턴을 보이는지를 파악하여 투자자유형별 거래행태 및 정보수집능력의 차이를 살펴보기 위해 투자자별로 일별 순매수(도) 비율을 구하여 이를 분석하고 있다. 기업 간의 발행주식수의 차이로 인한 이분산성을 통제하기 위하여 김동순과 전영순(2004)의 방법을 따라 아래 (7)식과 같이 해당일의 투자자 유형별 순매수수량을 해당일의 발행주식수로 나누어 그날의 순매수(도)율을 구하는 방식을 이용한다. 그리고 이를 관찰기간동안 누적 합산함으로써 투자자 유형별 누적순매수(도)율(cumulative net buy)을 산정한다.

$$\text{투자자유형별 순매수(도)비율}_{t\text{일}} = \frac{\text{투자자유형별 일별순매수(도)량}_{t\text{일}}}{\text{발행주식수}_{t\text{일}}} \times 100 \quad (7)$$

$$\text{투자자유형별 누적순매수(도)율}_{(1,t\text{일})} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{투자자유형별 일별순매수(도)량}_{t\text{일}}}{\text{발행주식수}_{t\text{일}}} \times 100 \quad (8)$$

3. 실증분석결과

3.1. 횡령·배임 조회공시 요구일 주변 초과수익률 분석

우선 횡령·배임 조회공시의 정보효과와 적시성을 분석하기 위해 한국거래소로부터 횡령·배임 조회공시 요구를 받은 전체표본을 대상으로 하고 조회공시 요구일을 사건일(t=0)로 하여 이전 5일부터 이후 5일까지의 단기 초과수익률(AR)을 살펴본 결과가 <표 2>에 나타나고 있다.¹⁴⁾ 횡령·배임에 대한 정보가 주식시장에서 공적인 정보로 인식되는 사건일(t=0)과 익일(t=1)에 각각 -8.41%, -2.16%의 유의한 초과수

14) 대부분의 경우는 조회공시 요구시점과 답변시점이 같은 사건일(t=0)에 발생하고 있지만, 일부는 답변시점이 다음 날(t=1)인 경우도 포함되어 있어 공시효과가 다음 날까지 확장되는 경우가 발생한다. 다만, 이 경우 표본 수가 작아 본 논문에서는 별도의 분석을 못하고 있다.

익률을 보이며 횡령·배임 조회공시가 예상대로 상당한 악재로 인식되고 이에 따라 해당 주식 보유자들에게 막대한 손실을 초래하고 있음을 확인할 수 있다. 또한 사건 전일($t=-1$)에도 -2.31%의 유의한 음(-)의 수익률을 보이는데 이는 횡령·배임에 대한 풍문 또는 보도가 주가에 부정적 영향을 미쳤고 이를 계기로 다음 날 거래소가 횡령·배임에 조회공시를 요구하게 되었음을 시사하는 결과로 볼 수 있다. 한편 조회공시 요구일 직전 5일 동안의 누적초과수익률(CAR)이 통계적으로 유의한 -6.54%로서 횡령·배임과 관련된 소문이 이미 주가에 상당부분 반영되고 있음을 암시하고 있다. 이러한 음(-)의 초과수익률은 사건 익일까지만 유의하고 이후 4일 동안의 누적초과수익률(CAR)은 유의하게 나타나고 있지 않아 횡령·배임 조회공시에 대한 시장반응이 비교적 효율적으로 이루어지고 있음을 알 수 있다.

=====여기에 <표 2> 삽입=====

다음으로 횡령·배임 조회공시 요구일을 전후한 단기수익률을 조회공시요구 답변의 유형, 조회공시 정보의 원천, 시장에 따른 구분에 따라 분석한 결과가 <표 3>과 <표 4>에 제시되어 있다. 먼저 답변의 유형을 구분하여 분석한 <표 3>에서는 확정 표본과 미확정 표본의 사건일($t=0$)과 익일($t=1$)을 합한 초과수익률이 각각 -8.69%와 -12.11%로서 횡령·배임의 사실유무가 미확정인 경우에 더 큰 음(-)의 정보효과를 나타내고 있다. 이러한 결과는 ‘미확정’ 답변의 경우 혐의 사실이 현재 조사 중에 있음을 의미하며 결과가 아직 나오지 않았음에도 불구하고 시장은 횡령·배임의 가능성을 인정하는 것으로 해석할 수 있다. 특히 ‘확정’ 답변의 경우 ‘미확정’ 답변의 경우보다 추가하락폭이 오히려 작게 나타나는 현상은 ‘확정’ 답변은 해당사안이 법적으로 확정된 경우에만 나올 가능성이 크기 때문에 조회공시 이전에 소문 등을 통해 이미 주가에 상당부분 반영된 것으로 추론할 수 있다.¹⁵⁾ 한편, ‘부인’ 답변의 경우에는 사건일에 -3.89%의 유의한 음(-)의 초과수익률을 보인 뒤에 추가회복이 나타나면서 이후 5일 동안 손실 부분을 대부분 만회하고 있다.

=====여기에 <표 3> 삽입=====

한편, 조회공시 정보의 원천을 풍문 및 설 그리고 방송 및 보도로 구분하여 분석한 <표 4> Panel A의 결과를 보면, 사건일($t=0$)과 익일($t=1$)을 합한 초과수익률이 각각 -11.13%와 -9.26%로서 풍문에 따른 조회공시 요구가 보도의 경우보다 주가에 더욱 부정적인 것으로 나타나고 있다. 하지만 사건 직전일($t=-1$)의 수익률은 보도의 경우가 -3.32%로 -1.95%인 풍문보다 좀 더 많이 주가에 반영되어 사건일 전후 1일

15) 이러한 예측대로 뒤의 <그림 1>을 보면 ‘확정’ 답변의 경우는 조회공시 이전 20일부터 지속적인 추가하락이 나타나고 있다.

동안의 누적초과수익률은 약 -12%로 별다른 차이를 보이지 않는다. 다음으로 전체 표본을 시장 소속에 따라 유가증권시장과 코스닥으로 나누어 분석한 <표 4>의 Panel B에서는 사건일(t=0)과 익일(t=1)을 합한 초과수익률이 각각 -4.92%, -12.05%로서 횡령·배임 조회공시에 대해 코스닥 종목이 유가증권시장 종목보다 훨씬 더 민감하게 반응하고 있음을 알 수 있다. 이러한 현상은 코스닥 기업의 경우 기업규모가 상대적으로 작고 기업지배구조의 투명성이 낮아 횡령·배임으로 인하여 발생하게 되는 기업가치의 훼손을 시장이 더 크게 인지하기 때문으로 해석된다.

=====여기에 <표 4> 삽입=====

3.2. 횡령·배임 조회공시 요구일 전후 20일 누적초과수익률 분석

다음은 분석기간을 확장하여 횡령·배임의 사유로 조회공시요구를 받은 기업들이 요구일 이전에 어떠한 주가 움직임을 보여 왔고, 조회공시 요구일 이후에 주가가 어떤 방향으로 움직이고 있는지를 분석하고자 한다. 이에 조회공시 요구일 이전 20일부터 이후 20일 동안의 누적초과수익률(CAR)을 산출하여 그래프로 나타내었으며 <그림 1>과 <그림 2>를 통하여 보여주고 있다.

우선 <그림 1>은 전체표본과 조회공시요구에 대한 답변의 유형에 따른 표본을 대상으로 분석한 결과를 제시하고 있다. 먼저 전체표본을 분석한 Panel A를 보면 조회공시 요구일 이전 약 7거래일부터 증가하락이 시작되어 요구일 직후까지의 누적초과수익률이 약 -20% 수준에 이르고 있다. 이를 답변의 유형에 따라 ‘확정’, ‘미확정’, ‘부인’의 경우로 나누어 분석한 결과에서는 ‘확정’ 답변 표본의 경우 조회공시 요구일 이전 20일부터 지속적으로 음(-)의 초과수익률이 발생하여 조회공시 요구일 직전까지 누적초과수익률이 -20%를 넘어서고 있다. 이러한 결과는 앞서 언급한 바와 같이 ‘확정’ 답변은 해당사안이 법적으로 확정된 경우에만 나올 가능성이 크기 때문에 조회공시 훨씬 전부터 풍문 또는 보도 등을 통해 주가에 반영되었음을 보여 준다. 따라서 <표 3>에서 나타난 사건일 전후 단기수익률이 약 -10%이었던 점을 감안하면 누적초과수익률이 평균 -30% 이상으로서 이 기간 동안에 이들 주식을 보유하고 있거나 순매수한 투자자들에게는 상당한 손실이 초래되고 있다. 특히 ‘확정’ 답변의 경우 거래소의 조회공시 요구가 있기 이전에 이미 약 -20%의 누적초과수익률이 발생하고 있다는 점을 감안하면 조회공시 요구의 적시성이 결여되어 있음을 시사한다.

=====여기에 <그림 1> 삽입=====

반면, ‘미확정’과 ‘부인’ 답변의 경우에는 조회공시 요구일 이전 약 5일까지는 뚜렷한 추세가 나타나지 않다가 요구일 직전부터 급격한 주가하락이 나타나고 있다. 분석기간 동안에 나타나는 ‘미확정’ 표본의 누적초과수익률은 약 -22%로서 ‘확정’ 답변의 경우 보다는 하락 규모가 작지만 여전히 투자자들에게는 큰 손실을 초래하고 있다. ‘부인’ 답변의 경우에는 조회공시 요구일까지 약 -10%의 누적초과수익률을 보이는데, 일단 횡령·배임에 관한 소문에 시장이 반응을 보이다가 해당기업의 ‘부인’ 답변을 통해 불확실성이 해소된 이후에는 주가가 회복되는 패턴을 보여주고 있다.

=====여기에 <그림 2> 삽입=====

다음으로 조회공시 정보의 원천과 시장의 구분에 따라 조회공시 요구일 전후 20일간의 누적초과수익률 추이를 <그림 2>에서 보여주고 있다. 우선 조회공시 정보의 원천에 따라 분석한 <그림 2>의 Panel A에서 눈에 띄는 결과는 보도에 따른 조회공시의 경우 조회공시 요구일 이전 20일부터 주가가 하락하여 요구일 직전부터 주가가 하락하는 풍문의 경우와 대조적인 패턴을 보이고 있다는 점이다. 이러한 결과는 거래소가 수집한 정보의 원천이 보도인 경우에는 언론매체가 보도한 정보를 근거로 거래소의 조회공시 요구가 이루어진 것이므로 해당기업에 대한 관련내용이 보도 이전에 시장에서 이미 루머 등의 형태로 유포되어 주가에 반영된 것으로 해석할 수 있다. 한편, Panel B의 시장구분에 따른 분석에서는 유가증권시장과 코스닥 모두 조회공시 요구일 이전 5일까지는 뚜렷한 패턴을 보이지 않다가 요구일 5일 전부터 급격한 음(-)의 주가반응을 보이는데, 코스닥 종목이 평균 약 -20%의 누적초과수익률을 보이면서 약 -10%인 유가증권시장 종목에 비해 훨씬 민감한 주가반응이 나타나고 있다.

3.3. 조회공시요구일 전후 투자자유형별 매매패턴 및 정보비대칭

다음은 개인, 기관, 외국인투자자로 분류되는 투자자 유형별로 횡령·배임 조회공시 요구일을 전후하여 나타나는 매매패턴을 살펴 볼 것이며, 특정 투자주체가 우월한 정보수집 능력을 바탕으로 정보우위에 기반한 사전거래를 통해 초과수익률을 얻고 있는지 분석함으로써 투자자간 정보비대칭을 살펴보고자 한다. 이를 위하여 조회공시 요구일 이전 5일부터 이후 5일까지의 투자자유형별 순매수(도) 행태를 <표 5>에서 제시하고 있고, 분석기간을 요구일 이전 20일부터 이후 20일까지 확장하여 누적순매수(도)비율을 측정한 결과가 <표 6>에 나타나 있다.

=====여기에 <표 5> 삽입=====

먼저 <표 5>를 보면 개인투자자는 기관 및 외국인투자자와는 완전히 상반되는 매매패턴을 보이고 있다. 즉, 외국인과 기관투자자는 횡령·배임 조회공시 요구일 이전 5일부터 이후 5일까지 순매도를 보이는 반면에 개인투자자는 순매수하는 경향을 나타내고 있다. 이러한 투자자유형별 매매패턴을 조회공시 요구일 전후 20일로 확장하여 살펴본 <표 6>에서는 투자자별 순매수(도) 패턴이 보다 뚜렷하게 나타나면서 개인은 기관 및 외국인과는 대조적인 모습을 보인다. 이러한 <표 6>의 결과를 쉽게 파악할 수 있도록 그래프로 나타낸 것이 <그림 3>이다.

=====여기에 <표 6> 삽입=====

=====여기에 <그림 3> 삽입=====

먼저 <그림 3>의 Panel B에 있는 전체표본에 대한 분석결과를 보면, 조회공시 이전 20일부터 이후 20일까지 전체 기간동안 개인투자자는 지속적인 순매수 패턴을 보이는 반면에 기관과 외국인투자자는 순매도 경향을 나타내고 있다. 이러한 양상은 조회공시 요구일 이전기간에서 보다 뚜렷하게 나타난다. 이는 횡령·배임 조회공시 요구일의 -8.41% 초과수익률을 포함하여 이전 20일 동안의 누적초과수익률이 약 -20%인 점을 감안할 때 개인투자자가 기관 및 외국인투자자에 비해 매우 불리한 매매패턴을 가져가고 있음을 시사하고 있다. 특히, 기관투자자는 요구일 이전 10일부터 강한 순매도를 보이고 있으며 외국인은 그 이전부터 순매도를 하고 있다. 한편, 답변 유형에 따라 분석한 <그림 3>의 Panel A에서 ‘확정’ 과 ‘미확정’ 답변을 비교해 보면 추가하락 규모가 상대적으로 큰 ‘확정’ 답변의 경우에 개인투자자의 순매수 규모가 기관 및 외국인투자자의 순매도 규모보다 훨씬 큰 것으로 나타나 개인투자자의 손실 규모가 더욱 커지고 있음을 알 수 있다. 하지만, 손실 규모가 미미한 ‘부인’ 답변의 경우는 투자자유형별 매매패턴의 뚜렷한 차이가 나타나고 있지 않다. 이 밖에 정보의 원천에 따라 구분하여 분석한 <그림 3>의 Panel B에서는 품문과 보도간에 큰 차이 없이 개인투자자는 순매수, 기관 및 외국인투자자는 순매도하는 패턴을 보여주고 있다.

이러한 결과는 서론에서 언급한 것처럼 횡령·배임의 사안이 가지는 특성을 고려할 때 기관 및 외국인 투자자가 상대적으로 우월한 정보수집능력을 바탕으로 조회공시요구일 이전에 주식을 매도했을 가능성이 클 수 있음을 암시하고 있다. 횡령·배임이 가지는 성격상 이를 특정 투자자주체가 사전 예측한다는 것은 어려울 뿐만 아니라 본 연구에서 분석도구로 사용되고 있는 표본이 확정사건에 대한 자발적 공시가 아닌 불확실한 정보 즉, 소문에 대한 조회 요구사항이라는 점을 감안한다면 개

별주체의 분석능력보다는 루머를 인지하는 시점이 상대적으로 빨랐기 때문으로 유추해 볼 수 있다. 즉, 본 연구 결과 특정 투자주체가 보유하게 되는 정보우위는 기관이나 외국인 투자자의 우월한 정보분석 능력보다는 상대적으로 우수한 정보수집 능력에 기인했을 가능성이 큰 것으로 볼 수 있으며 이에 따른 자본시장의 투자자유형별 정보비대칭 현상이 나타나고 있음을 보여주는 결과로 해석할 수 있다.

4. 결 론

본 연구에서는 횡령·배임 사안이 가지는 특성을 고려하여 조회공시 요구일 전후의 주가반응을 통해 우리나라 주식시장에서 횡령·배임 조회공시의 정보효과를 확인하고, 개인, 기관, 외국인투자자로 구분되는 투자자유형별 거래행태를 분석하여 횡령·배임과 관련하여 투자자간 정보비대칭이 존재함을 보여주고 있다. 이러한 분석을 위해 유가증권시장과 코스닥에 상장된 기업들 중에서 한국거래소 상장공시시스템에 2005년 1월부터 2011년 12월 사이에 횡령·배임의 사유로 조회공시요구를 받은 경우를 연구표본으로 선정하여 실증분석하였으며 주요 분석결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 한국거래소로부터 횡령·배임의 사유로 인하여 조회공시요구를 받은 기업은 요구일($t=0$)과 익일($t=1$)에 각각 -8.41% , -2.16% 의 유의한 초과수익률을 보이며 횡령·배임 조회공시가 예상대로 상당한 악재로 인식되고 이에 따라 해당 주식 보유자들에게 막대한 손실을 초래하고 있음을 확인할 수 있다. 이러한 결과를 답변 내용에 따라 구분해 보면, 빈도수가 가장 많은 ‘미확정’ 답변의 경우가 공시요구일의 초과수익률이 -9.49% 로서 불확실한 답변에도 불구하고 시장은 사실상 횡령·배임의 가능성을 인정하는 것으로 나타나고 있다. 다만 ‘확정’ 답변의 경우 -7.18% 로 ‘미확정’보다 조회요구시점에 주가하락폭이 작게 나타나는 현상은 이미 해당정보가 조회공시요구 이전에 주가에 반영되었기 때문이며, 이러한 결과는 조회공시 요구의 적시성에 문제가 있음을 시사하고 있다. 한편, ‘부인’ 답변의 경우는 조회공시 요구일에 -3.89% 의 유의한 음(-)의 초과수익률을 보이지만 이후 5일 이내에 주가가 대부분 회복되고 있다.

둘째, 조회공시가 발생하게 된 정보의 원천에 따라 풍문과 보도로 구분하여 분석한 결과, 보도의 경우 조회공시 요구 이전 20일부터 주가하락이 시작되어 요구일에는 -6.41% 의 초과수익률을 보이는 반면에 풍문의 경우는 조회공시 요구 직전까지 뚜렷한 추세가 없다가 요구일에 -9.13% 의 초과수익률을 보이면서 서로 대조적인 모습을 보이고 있다. 이러한 결과는 횡령·배임이 보도되기 이전에 시장에서 이미 루머 등의 형태로 유포되어 주가에 반영된 것으로 보이며, 따라서 보도에 의한 조

회공시는 적시성 측면에서 문제가 있는 것으로 보인다. 한편, 시장구분에 따른 분석에서는 유가증권시장과 코스닥 모두 조회공시 요구일 이전 5일까지는 뚜렷한 패턴을 보이지 않다가 요구일 5일 전부터 급격한 음(-)의 주가반응을 보이는데, 코스닥 종목이 평균 약 -20%의 누적초과수익률을 보이면서 약 -10%인 유가증권시장 종목에 비해 훨씬 민감한 주가반응이 나타나고 있다. 이러한 결과로부터 지배구조가 취약하고 기업규모가 작은 코스닥 기업의 횡령·배임에 대해 투자자들이 훨씬 더 민감한 것을 알 수 있다.

끝으로 본 연구의 하이라이트로서 개인, 기관, 외국인으로 구분되는 투자자유형별로 조회공시 요구일 이전 20일부터 이후 20일 동안의 누적순매수도 비율을 분석한 결과에 따르면, 조회공시요구 이전기간에 개인투자자는 지속적인 순매수 패턴을 보이고 기관 및 외국인투자자는 순매도를 나타내고 있다. 따라서 조회공시요구 이전 20일 동안의 누적초과수익률이 평균 약 -20% 수준임을 감안할 때 개인투자자가 기관 및 외국인투자자에 비해 상대적으로 매우 불리한 매매패턴을 가져가고 있음을 보여준다. 이러한 결과는 개인투자자와 기관 및 외국인투자자 사이에 정보비대칭이 존재함을 시사한다. 다만, 횡령·배임의 사안이 가지는 정보의 폐쇄성과 본 연구에서 분석대상이 풍문 또는 보도 등의 불확실한 정보에 대한 조회공시 요구란 점을 고려할 때, 이러한 투자자간의 정보비대칭이 정보분석 능력보다는 정보수집 능력의 차이에 기인하는 것으로 보인다. 즉, 개인투자자에 비해 기관 및 외국인 투자자가 주식시장에 떠도는 횡령·배임에 대한 소문을 사전적으로 인지하고 진위여부를 판단하는 능력이 우월함을 알 수 있다.

본 연구의 분석결과는 학술적, 실무적 그리고 정책적으로 다음과 같은 시사점을 제시해 주고 있다. 우선 본 연구는 횡령·배임이라는 특수한 사안만이 가지는 성격을 고려하고 조회공시라는 특이한 형태의 공시제도를 이용하여 분석함으로써 주식시장에서 나타나고 있는 정보비대칭 현상을 발견하고 있다. 이러한 점에서 자본시장에서 투자자간 정보비대칭에 관련된 연구의 이해 범위를 넓히는데 기여할 것으로 기대된다. 특히, 여러 시장주체들 중에서 개인투자자가 상대적인 정보수집능력의 차이로 인해 정보열위에 있음을 보여줌으로써 기존 연구결과를 뒷받침하고 있다.

한편, 횡령·배임이 기업윤리와 도덕성에 치명적인 사건이고 기업가치에 심각한 영향을 미치며 투자자들에게 커다란 손실을 초래하기 때문에 자본시장에서 횡령·배임에 대해 실무적 차원의 관심이 매우 높음에도 불구하고 이를 뒷받침할 학술적인 연구가 매우 제한적으로 이루어져 왔다. 이러한 시장의 관심을 감안할 때 횡령·배임의 정보효과와 투자자간의 정보비대칭을 분석한 본 논문의 결과는 실무적으로도 주식시장의 참가자들에게 시사점을 줄 것으로 기대된다.

또한 정책적인 측면에서도 공시제도의 유효성과 투자자 보호 문제에 중요한 시사점을 제시한다. 기업공시제도는 해당기업의 투자판단에 중대한 영향을 미칠 수 있

는 기업의 정보를 정기 혹은 수시로 공시하도록 유도하고, 이를 통해 자본시장에서 투자자간 정보불균형을 해소하고 시장의 효율성을 증진하여 투자자를 보호하는 역할을 하고 있다. 하지만 본 연구의 결과에 따르면 기관 및 외국인투자자와는 대조적으로 개인투자자는 횡령·배임 조회공시 이전에 순매수가 지속적으로 유입되는 패턴을 보임으로써 상당한 손실을 초래하고 있다. 했을 가능성이 크다. 특히, 횡령·배임 조회공시 요구에 대한 답변이 '확정'인 경우와 정보의 원천이 '보도'인 경우에는 조회공시요구 훨씬 이전부터 지속적인 주가하락이 일어나고 있어 횡령·배임 조회공시의 적시성에 의문을 갖게 한다. 이는 시장에서 난무하고 있는 불확실한 정보들을 적시에 입수하여 투자자에게 제공함으로써 정보열위에 있는 투자자를 보호하고자하는 조회공시제도의 목적에 비추어 볼 때 개선해야 할 과제가 남아있음을 보여주는 결과이다.

참고문헌

- 김권중, 황선용, 김진선, “지수수익률의 선택과 초과수익률 추정치의 편倚”, 증권학회지, 제5집(1994), pp.467-511.
- 김동순, 전영순, “외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위”, 증권학회지, 제33권 2호 (2004), pp.1-44.
- 김성민, 전상경, “공정공시제도 도입이후 기업의 공시행태 및 비기대실적치의 정보효과”, 증권학회지, 제34권 3호 (2005), pp.71-100.
- 김일중, 이주성, “조회공시의 정보효과에 관한 연구”, 회계연구, 제14권 제2호 (2009), pp.29-58.
- 김찬웅, 김경원(1997), “사건연구에서 주식성과 측정”, 증권학회지, 제20호(1997), pp.301-327.
- 박진우, 박명일, “현저한 시황변동 조회공시의 정보효과”, 재무연구, 제25권 제1호 (2012), pp.89-121.
- 손성규, 광지영, “조회공시의 현황, 의미 및 추가반응”, 회계저널, 제17권(2008), pp. 65-95.
- 손성규, 김성환, “조회공시제도 변경에 따른 공시유형의 변화”, 회계저널, 제18권 (2009), pp.135-160.
- 손성규, 유영태, 임주현, “현저한 시황변동관련 조회 공시의 번복과 정보효과”, 증권학회 발표논문 (2012)
- 이원흠, 최수미, “공정공시제도 시행이후 기업의 공시행태와 애널리스트의 투자등급 정보효과변화에 관한 연구”, 증권학회지, 제33집 1호 (2004), pp.1-31.
- 이유태, “한국기업의 M&A 조회공시의 효율성: 일반 투자자들의 관점”, 재무관리연구, 제15권(1998), pp.255-278.
- 이유태, “한국기업의 증자 조회공시의 효율성: 일반 투자자들의 관점”, 재무관리연구, 제18권(2001), pp. 157-174.
- 전영순, 노준화, 배길수, “전자공시시스템(DART System)의 도입이 이익정보가 주가에 반영되는 시점에 미친 영향”, 회계저널, 제13권 4호 (2004), pp.77-100.
- 한봉희, “비기대이익과 초과수익률의 측정”, 증권학회지, 제29호(2001), pp.183-214.
- Ashiq, A., K. Sandy and Z. L. Oliver, “Institutional stakeholdings and better-informed traders at earnings announcements”, *Journal of Accounting and Economics*, Vol.46(2008), pp.47-61.
- Bae, S.C., J. H. Min and S. B. Jung, “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*, Vol.40(2011), pp.199–239.
- Barber, B. M., Y. T. Lee, Y. J. Liu, and T. Odean, "Just how much do individual investors lose by trading?", *Review of Financial Studies*, Vol.22(2009), pp.609–632.
- Barber, B. M. and T. Odean, "All that glitters: the effect of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors", *Review of Financial Studies*, Vol. 21(2008), pp.785–818.
- Bhattacharya, N., "Investor' trade size and trading responses around earnings announcements: an empirical investigation", *The Accounting Review*, Vol.76 (2001), pp.221–244.
- Campbell, J. Y., T. Ramadorai and A. Schwartz, "Caught on tape: institutional trading, stock returns, and earnings announcements", *Journal of Financial Economics*, Vol.92(2009), pp.66–91.
- Chambers, A., and S. Penman., "Timeliness of reporting and the stock price reaction to earnings announcements", *Journal of Accounting Research*, Vol.21(1984), pp.21–47.
- Eleswarapu, V. R., Thompson, R. and Venkataraman, K., "The impact of regulation fair disclosure: trading costs and information asymmetry", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 39(2004), pp. 209–226.
- Griffin, J. M., J. H. Harris, and S. Topaloglu, "The dynamics of institutional and individual trading", *Journal of Finance*, Vol.58(2003), pp. 2285–2320.
- Grinblatt, M. and M. Keloharju, "What makes investors trade?", *Journal of Finance*, Vol.56(2001), pp.589–616.
- Hvidkjaer, S., "Small trades and the cross-section of stock returns", *Review of Financial Studies*, Vol.21(2008), pp.1123–1151.
- Kim, K. and J. Nofsinger, "The behavior of Japanese individual investors during bull and bear markets", *Journal of Behavioral Finance*, Vol.8(2003), pp. 138–153.
- Odean, T., "Are investors reluctant to realize their losses?", *Journal of Finance*, Vol.53(1998), pp.1775–1798.
- Odean, T., "Do investors trade too much?", *American Economic Review*, Vol.89(1999), pp.1279–1298.
- Utama, S. and W. M. Cready, "Institutional ownership, differential predislosure precision and trading volume at announcement dates", *Journal of Accounting and Economics*, Vol.24(1997), pp.129–150

<표 1> 표본의 구성

단위 (건)

Panel A								
구분	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	총합
유가증권	0	3	3	3	0	2	12	23
코스닥	5	5	7	12	15	26	17	87
전체	5	8	10	15	15	28	29	110

조회공시요구 답변의 유형				조회공시 정보의 원천	
확정	미확정	부인		풍문	보도
15	80	15		81	29

<표 2> 횡령 및 배임 조회공시요구일 전후의 초과수익률

횡령 및 배임의 사유로 조회공시요구를 받은 기업들의 사건일 전후 단기 시장반응을 분석하기 위하여 초과수익률(AR) 및 누적초과수익률(CAR)을 측정하였다. 아래 표는 한국거래소로부터 조회공시요구를 받은 전체 샘플에 대한 사건일 전후 5일간의 초과수익률 결과를 나타내고 있다. 초과수익률(AR)은 시장조정모형을 이용하여 산출한 후, 집단의 평균치인 $AR = \sum ER_i / N$ 으로 계산하고, 누적초과수익률(CAR)은 해당기간의 초과수익률을 누적 합산한 $CAR = \sum AR$ 로 구하였다.

단위: (%)

Day	전체기업(110개)
-5	-1.436 **
-4	-1.694 **
-3	-0.342
-2	-0.754
-1	-2.308 ***
0	-8.410 ***
+1	-2.156 ***
+2	-0.213
+3	-0.210
+4	0.956
+5	-0.154
(-5,-1)	-6.535 ***
(0,+1)	-10.567 ***
(+2,+5)	0.379

주(1) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준

<표 3> 답변 유형에 따른 횡령 배임 조회공시요구일 전후의 초과수익률

횡령 및 배임의 사유로 조회공시요구를 받은 기업들의 사건일 전후 단기 시장반응을 분석하기 위하여 초과수익률(AR) 및 누적초과수익률(CAR)을 측정하였다. 다음 표는 조회공시요구에 대한 답변의 유형별로 구분하여 사건일 전후 5일간의 초과수익률을 분석한 결과이다. 초과수익률(AR)은 시장조정모형을 이용하여 산출한 후, 집단의 평균치인 $AR = \sum ER_i / N$ 으로 계산하고, 누적초과수익률(CAR)은 해당기간의 초과수익률을 누적 합산한 $CAR = \sum AR$ 로 구하였다.

단위: (%)

Day	확정(수시공시)(15)	미확정답변(80)	부인답변(15)
-5	-2.619 **	-1.485 *	0.048
-4	0.230	-2.261 ***	-0.597
-3	0.255	-0.529	0.059
-2	0.143	-1.037 *	-0.147
-1	-1.345 *	-2.594 ***	-1.750 *
0	-7.176 ***	-9.489 ***	-3.893 *
+1	-1.514 **	-2.623 ***	-0.306
+2	0.325	-0.886	2.840 *
+3	0.091	-0.483	0.944
+4	-0.511	1.177	1.245
+5	0.473	-0.271	-0.160
(-5,-1)	-3.336 **	-7.906 ***	-2.387 *
(0,+1)	-8.690 ***	-12.112 ***	-4.199 *
(+2,+5)	0.378	-0.463	4.869 **

주(1) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준

<표 4> 정보원천과 시장구분에 따른 조회공시요구일 전후의 초과수익률

횡령 및 배임의 사유로 조회공시요구를 받은 기업들의 조회공시요구일 전후 단기 시장반응을 분석하기 위하여 초과수익률(AR) 및 누적초과수익률(CAR)을 측정하였다. Panel A는 조회공시요구가 이루어진 정보의 원천별로 풍문 및 설에 근거하여 조회공시가 이루어진 경우와 방송 및 보도에 근거한 경우를 구분하여 분석한 결과이다. Panel B는 전체표본을 시장의 구분에 따라 유가증권시장과 코스닥으로 나누어 제시한 결과이다. 초과수익률(AR)은 시장조정모형을 이용하여 산출한 후, 집단의 평균치인 $AR = \sum ER_i / N$ 으로 계산하고, 누적초과수익률(CAR)은 해당기간의 초과수익률을 누적 합산한 $CAR = \sum AR$ 로 구하였다.

단위 (%)

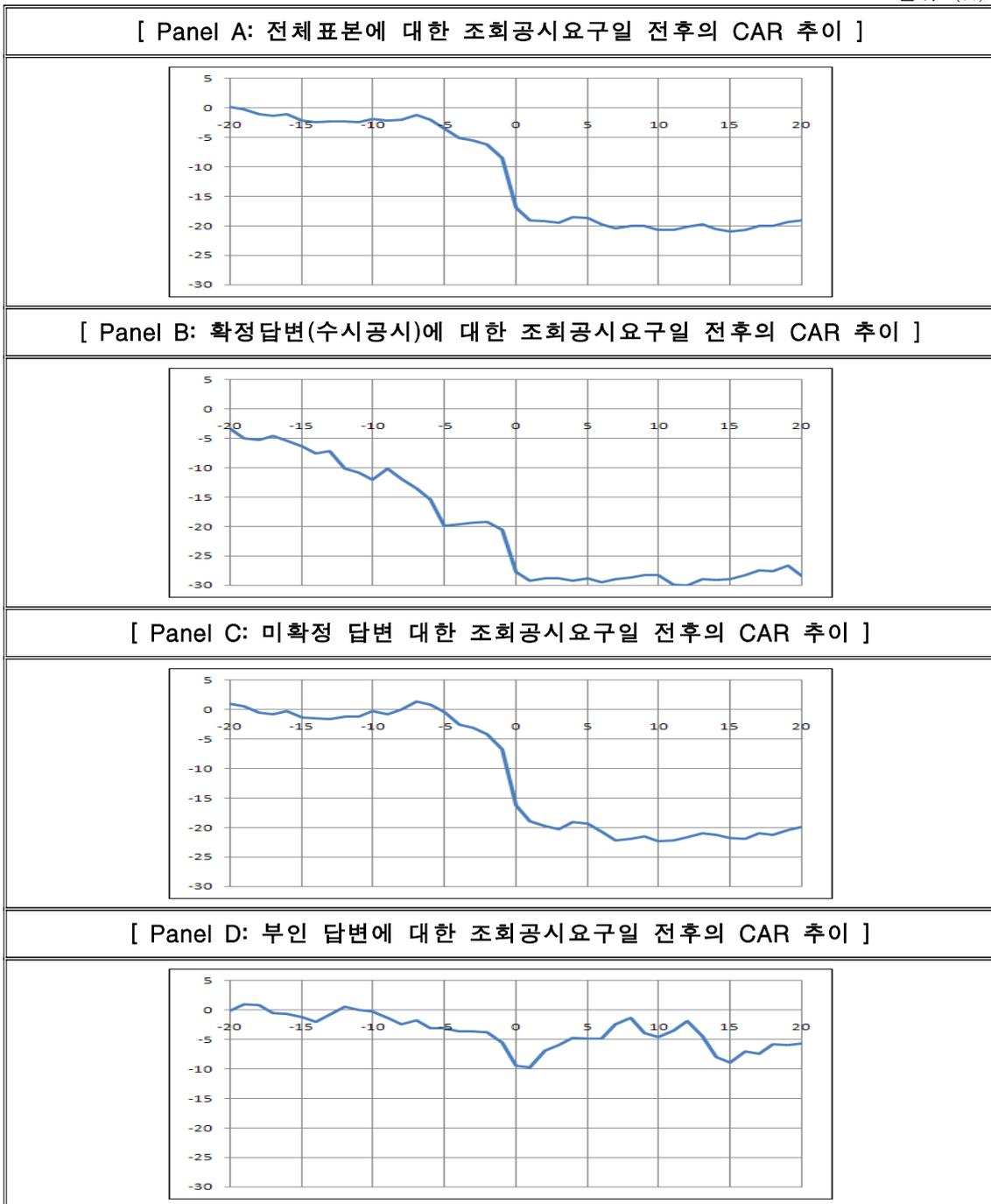
구분	[Panel A] 정보원천에 따른 구분		[Panel B] 시장에 따른 구분	
	Day	풍문 및 설(81)	방송 및 보도(29)	유가증권시장(23)
-5	-1.435 **	-1.438 *	-1.234	-1.489 **
-4	-2.328 ***	0.076	-1.053	-1.864 ***
-3	-0.966	1.401	0.840	-0.654
-2	-0.921	-0.288	-0.240	-0.890
-1	-1.945 ***	-3.324 ***	-2.437 **	-2.274 ***
0	-9.126 ***	-6.412 ***	-6.078 ***	-9.027 ***
+1	-1.907 **	-2.851 ***	1.150 **	-3.030 **
+2	0.372	-1.846	0.671	-0.447
+3	-0.093	-0.537	-0.333	-0.177
+4	1.173	0.350	0.812	0.994
+5	-0.208	-0.005	-0.722	-0.004
(-5,-1)	-7.595 ***	-3.573 ***	-4.124 ***	-7.171 ***
(0,+1)	-11.033 ***	-9.263 ***	-4.928 ***	-12.057 ***
(+2,+5)	1.244	-2.038 *	0.428	0.366

주(1) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준

<그림 1> 전체 표본과 답변 유형에 따른 조회공시요구일 전 후 20일 누적초과 수익률

횡령 및 배임 조회공시요구가 있었던 기업들을 대상으로 조회공시요구일 전후의 시장반응을 분석하기 위하여 초과수익률(AR) 및 누적초과수익률(CAR)을 측정하였다. Panel A는 전체표본에 대한 조회공시요구일 전후의 누적초과수익률 추이를 보여주고 있다. Panel B부터 D까지는 조회공시에 대한 답변의 유형별로 구분하여 분석한 결과로 각각 확정답변(수시공시), 미확정답변, 부인답변의 표본에 대한 누적초과수익률을 나타내고 있다. 초과수익률(AR)은 $[ER_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}]$ 을 구한 후, 집단의 평균치인 $AR = \sum ER_i / N$ 으로 계산하고, 누적초과수익률(CAR)은 해당기간의 초과수익률을 누적 합산한 $CAR = \sum AR$ 로 산출하였다.

단위: (%)

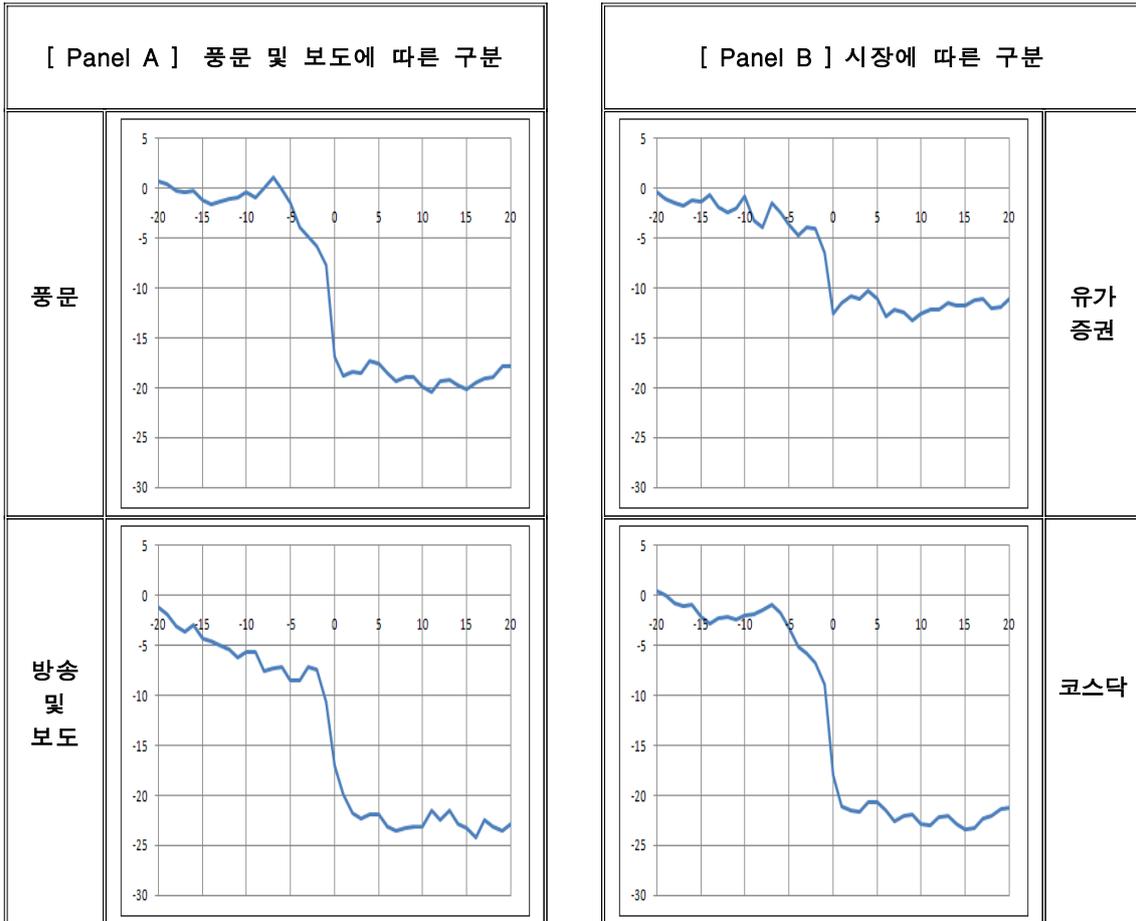


[Provider:article] Download by IP 183.98.67.192 at Wednesday, July 22, 2020 9:18 AM

<그림 2> 풍문과 보도 및 시장의 구분에 따른 조회공시요구일 전후 20일의 누적초과수익률

횡령 및 배임의 사유로 조회공시요구가 발생한 기업들을 대상으로 조회공시요구일 전후 20일간의 시장반응을 분석하기 위해 누적초과수익률(CAR)을 측정하였다. Panel A는 조회공시가 이루어지게 된 정보의 원천이 풍문 및 설인 경우와 방송 및 보도에 의한 경우를 구분하여 제시한 결과이다. Panel B는 전체 표본을 유가증권시장과 코스닥으로 나누어 산출된 누적초과수익률의 추이를 나타내고 있다. 초과수익률(AR)은 $[ER_{i,t} = R_{i,t} - R_{m,t}]$ 을 구한 후, 집단의 평균치인 $AR = \sum ER_i / N$ 으로 계산하고, 누적초과수익률(CAR)은 해당기간의 초과수익률을 누적 합산한 $CAR = \sum AR$ 로 산출하였다.

단위: (%)



[Provider:article] Download by IP 183.98.67.192 at Wednesday, July 22, 2020 9:18 AM

<표 5> 횡령 및 배임 조회공시요구일 전후의 투자자 유형별 단기 순매수비율

횡령 및 배임의 사유로 조회공시요구가 발생한 기업들을 대상으로 조회공시요구일 전후의 단기 순매수(도)비율을 산출하였다. 아래 표는 조회공시요구가 이루어진 전체 표본에 대한 투자자유형별 순매수(도)비율을 나타내고 있다. 투자자 유형별 순매수(도)율은 [해당일의 투자자 유형별 순매수수량 / 발행주식수] 에 100을 곱하여 산정하였다. 누적순매수(도)율은 순매수(도)율의 합으로 나타낸다.

단위: (%)

구분	전체표본		
	NIT(순매수도율)		
Day	INDV(개인)	INST(기관)	FORN(외국인)
-5	0.066	-0.005	-0.022
-4	0.017	0.003	-0.010
-3	0.019	0.007	0.007
-2	-0.003	-0.003	-0.006
-1	0.019	-0.008	0.013
0	-0.048	-0.050	0.048
+1	-0.045	0.000	0.031
+2	0.015	-0.022	-0.011
+3	-0.017	0.005	0.018
+4	0.063	0.001	-0.023
+5	0.053	-0.003	-0.042
(-5,-1)	0.117	-0.006	-0.019
(+1,+5)	0.069	-0.018	-0.028

<표 6> 횡령 및 배임 조회공시요구일 전후 20일의 투자자유형별 누적순매수도

횡령배임의 사유로 조회공시요구를 받은 기업들의 사건일 전후의 투자자별 순매수(도)비율을 산출하였다. 누적순매수도 비율은 [해당일의 투자자 유형별 순매수수량 / 발행주식수] 에 100을 곱하여 산정하였다. Panel A는 전체기업 샘플의 경우이며 Panel B부터 F까지는 조회공시에 대한 답변의 유형과, 정보 원천(풍문과 보도)의 구분에 따라 투자자 유형별 누적순매수비율을 조회공시요구일 전후 기간별로 나타내고 있다.

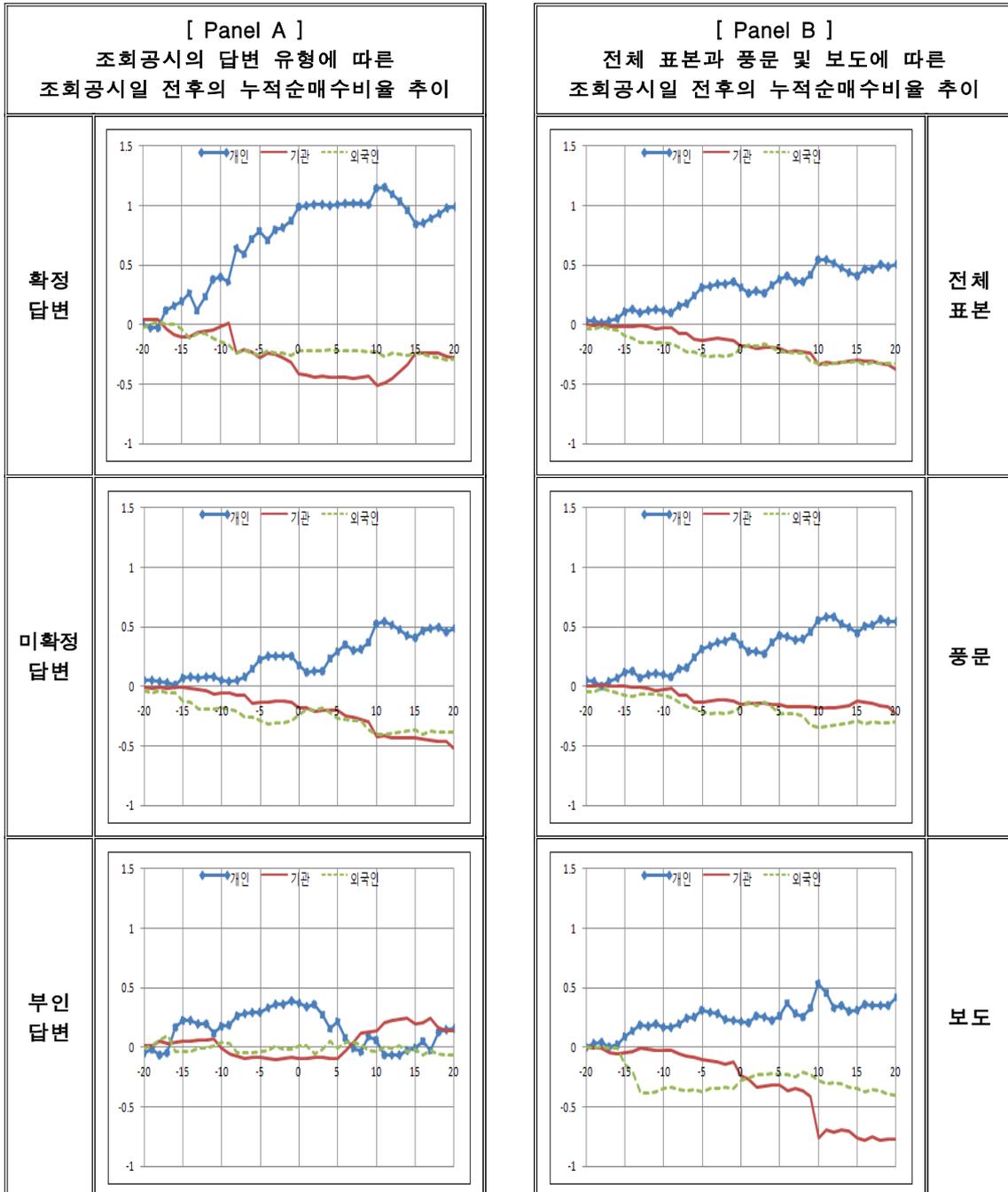
단위: (%)

	전체기간	조회공시 이전			조회공시 이후		
	(-20, +20)	(-20,-1)	(-20,-11)	(-10,-1)	(+1,+20)	(+1,+10)	(+11,+20)
Panel A: 전체표본							
개인	0.511	0.364	0.131	0.295	0.195	0.231	-0.036
기관	-0.370	-0.124	-0.029	-0.095	-0.196	-0.157	-0.039
외국인	-0.325	-0.249	-0.151	-0.098	-0.124	-0.128	0.004
Panel B: 확정답변 표본							
개인	0.986	0.875	0.379	0.947	-0.002	0.157	-0.159
기관	-0.105	-0.143	0.023	-0.167	0.134	-0.102	0.236
외국인	-0.290	-0.256	-0.109	-0.147	-0.067	-0.009	-0.058
Panel C: 미확정답변 표본							
개인	0.488	0.262	0.085	0.177	0.308	0.346	-0.038
기관	-0.515	-0.127	-0.058	-0.069	-0.339	-0.242	-0.097
외국인	-0.381	-0.291	-0.190	-0.101	-0.144	-0.164	0.020
Panel D: 부인답변 표본							
개인	0.159	0.400	0.125	0.274	-0.215	-0.309	0.095
기관	0.138	-0.088	0.072	-0.160	0.235	0.242	-0.006
외국인	-0.061	-0.016	0.015	-0.031	-0.074	-0.050	-0.024
Panel E: 풍문 및 설							
개인	0.543	0.414	0.106	0.391	0.193	0.198	-0.005
기관	-0.225	-0.122	-0.029	-0.093	-0.075	-0.027	-0.048
외국인	-0.297	-0.215	-0.071	-0.144	-0.123	-0.172	0.049
Panel F: 방송 및 보도							
개인	0.420	0.227	0.199	0.028	0.199	0.324	-0.124
기관	-0.774	-0.130	-0.030	-0.100	-0.533	-0.519	-0.014
외국인	-0.403	-0.342	-0.375	0.033	-0.127	-0.003	-0.124

<그림 3> 횡령·배임 조회공시요구일 전후의 투자자 유형별 누적순매수비율의 추이

횡령 및 배임의 사유로 인한 조회공시요구일 전후 20일간의 누적순매수비율을 산출하여 그림으로 표시하였다. Panel A는 조회공시요구에 대한 답변의 유형별로 구분한 것으로 각각 확정답변, 미확정 답변, 부인 답변의 경우를 나타내고 있다. 확정답변은 조회공시요구 이후 별도의 수시공시가 이루어진 경우이며 미확정답변과 부인답변은 조회공시요구답변의 양식으로 공시된 경우를 말한다. Panel B는 전체 표본과 조회공시 정보의 원천인 품문과 보도를 구분하여 조회공시요구일 전후의 투자자 유형별 누적순매수도 비율을 나타내고 있다.

단위: (%)



[Provider:article] Download by IP 183.98.67.192 at Wednesday, July 22, 2020 9:18 AM