

최대주주지분율이 주가지연현상에 미치는 영향

유혜영* · 채수준**

요약

본 연구는 최대주주지분율이 주가지연현상에 어떠한 영향을 미치는 지 살펴보고자 하였다. 이익침해가설에 따르면 경영자에 대한 감시가 가능한 대주주는 양질의 재무보고품질에 대한 필요성이 낮으며, 기업관련 악재가 외부에 공개되는 것을 원치 않는다. 반면, 이해일치가설에 의하면 대주주의 소유지분이 증가함에 따라 대주주와 소액주주 간 이해관계가 일치하므로, 대주주가 기업정보의 공개를 지연시키거나 은폐할 유인이 낮아 기업 내·외부 간 정보비대칭이 감소한다. 즉, 대주주의 지분 보유 수준은 기업의 재무보고 품질 및 정보 공시정책에 영향을 미치며, 대주주의 유인에 의해 기업의 재무보고 품질이 낮아지거나, 기업관련 악재 등이 은폐된다면 해당기업의 주가는 기업정보를 적시에 반영하지 못할 것이다. 2012년부터 2019년까지의 코스피 상장 기업들을 대상으로 회귀분석을 실시한 결과, 최대주주 지분율은 주가지연현상과 양(+)의 관계가 있음을 확인하였다. 이는 최대주주가 소유한 지분이 커질수록 대주주의 사적이익추구 유인이 강하게 나타나 대리인 문제가 발생할 가능성이 높음을 시사한다. 추가로, 전체 표본을 재벌기업과 비재벌기업으로 나누어 분석을 실시한 결과, 최대주주지분율과 주가지연현상 간의 양(+)의 관계는 비재벌 표본에서만 유의하였다.

핵심 주제어: 최대주주지분율, 주가지연현상, 대리인 문제

* 제1저자, 한세대학교 경영학과 조교수, hyryu@hansei.ac.kr

** 교신저자, 강원대학교 경영·회계학부 부교수, sjchae@kangwon.ac.kr

<논문 투고일> 2021.7.16

<논문 수정일> 2021.8.08

<계재 확정일> 2021.8.17

I. 서론

본 연구는 최대주주 지분율에 따른 주가지연현상에 대해 살펴보고자 한다. 구체적으로, 대주주와 소액주주 간 대리인 문제의 수준에 따라 주가지연현상이 차별적으로 나타나는가를 분석하고자 하였으며, 최대주주 지분율을 대리인 문제의 대용치로 사용하였다.

주가지연현상이란 주가에 관련 정보가 즉각 반영되지 않고 시차를 두고 반영되는 현상을 일컫는다(Verrecchia, 1980). 효율적 시장 가설(efficient market hypothesis)에 따르면 주가는 관련 정보를 즉각적으로 완전하게 반영한다. 그런데 Callen et al. (2013)은 정보비대칭으로 인해 주가가 기업 관련 정보를 즉각적으로 반영하지 못하는 상황을 보고한 바 있다. 아울러, 이들의 연구는 기업 정보가 주가에 미치는 영향력을 강조하고, 기업의 공시정책 및 재무보고의 품질에 따라 주가지연현상이 차별적으로 나타난다고 주장하였다.

한편, 공시(disclosure)는 기업 관련 정보를 외부 정보이용자에게 제공한다는 점에서 기업 내·외부 간의 정보비대칭을 낮춰준다는 장점이 있으나 정보의 작성 및 제공에는 상당한 비용이 수반된다. 기업 내·외부 간의 정보비대칭을 완화하고자 공정공시제도(fair disclosure regulations)가 운영되고 있으나, 자발적 공시의 경우 의무사항이 아닐 뿐더러 예측 정보까지 포함하고 있기 때문에 경영진의 공시정책에 따라 기업별로 상이한 양상을 보이고 있다(오원정과 손성규, 2006).

본 연구에서는 대주주가 기업의 공시정책에 미치는 영향력에 초점을 맞추어 최대주주 지분율이 주가지연현상에 미치는 영향에 대해 분석하고자 하였다. 기업의 대주주는 기업 의사결정에 대해 통제권을 행사하며, 경영진 감시가 용이하다는 특징이 있다(박종일, 2003). 이익침해가설에 의하면, 경영자에 대한 모니터링이 가능한 대주주는 양질의 재무보고품질에 대한 필요성이 낮으며, 기업관련 악재 등이 외부에 공개되는 것을 원치 않는다(Hope and Thomas, 2008). 반면, 이해일치가설에 따르면 대주주의 소유지분이 증가함에 따라 대주주와 소액주주 간 이해관계가 일치하므로, 대주주가 기업정보의 공개를 지연시키거나 은폐할 유인이 낮아 기업 내·외부 간 정보비대칭이 작아진다. 즉, 대주주의 지분 보유 수준은 기업의 재무보고 품질 및 정보 공시정책에 영향을 미치며, 지배주주의 유인에 의해 기업의 재무보고 품질이 낮아지거나, 기업관련 악재 등이 은폐된다면 해당기업의 주가는 기업정보를 적시에 반영하지 못할 것이다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 진행된다. II 장에서는 주가지연현상 및 최대주주 관련 선행연구를 정리하고 가설을 전개한다. III 장에서는 연구모형과 표본선정과정 등에 대해 설명한다. IV 장에서 기초통계와 상관관계분석, 다변량 분석결과를 제시하며, 마지막으로 V 장에서는 결론 및 시사점을 제시한다.

II. 선행연구 정리 및 가설 설정

1. 주가지연현상

주가지연이란 주가가 기업 정보를 즉각적으로 반영하지 못하는 현상이다. 전통적으로 경제학에서 상정하고 있는 효율적시장가설과 달리 현실세계에서는 정보비대칭 및 정보비대칭으로 인한 불투명한 정보, 거래비용 등으로 인해 기업관련 정보가 주가에 즉시 반영되지 못하고 있다(Callen et al. 2013).

재무보고품질이 주가지연현상에 미치는 영향에 대해 분석한 Callen et al.(2013)은 발행액의 질이 우수한 기업일수록 주가지연현상이 완화되는 것을 확인하였다. 회계정보의 비교가능성과 주가지연현상의 관계에 대해 연구한 Baik et al.(2013)은 공시되는 회계정보의 비교가능성이 우수할수록 자본시장 투자자들이 기업 간 회계정보의 비교 및 분석을 용이하게 수행할 수 있게 되어 주가가 기업 정보를 신속히 반영한다고 주장하였다. Qian et al.(2017)은 기업이 제공하는 정보가 불확실할수록 주식회전율이 높다는 점에 착안하여, 주식회전율과 주가지연현상의 관계를 검증하였는데, 주식회전율이 높은 기업일수록 기업정보가 주가에 지연되어 반영되는 것을 확인하였다. 한편, Hou and Moskowitz(2005)는 기업의 주가가 시장정보에 반응하는 속도를 통해 주가지연현상을 측정하고자 하였으며, 주가지연 관련 후속 연구들은 Hou and Moskowitz(2005)의 측정치를 널리 활용해오고 있다.

국내에서는 김민수와 최희정(2020)이 대기업집단에 속한 기업일수록 주가지연현상이 완화됨을 확인하였다. 또한 최희정과 김민수(2020)는 애널리스트 수가 많고 분석이 활발한 기업일수록 주가지연현상이 감소한다고 보고하였다. 이들은 애널리스트의 예측오차 및 낙관적 편의가 증가함에 따라 주가에 기업정보가 지연되어 반영된다고 언급하였다.

종합컨대, 선행연구들은 기업 특성과 기업이 공시하는 정보의 품질, 기업 내·외부 간 정보비대칭이 주가가 기업정보를 반영하는 속도에 영향을 미친다고 지목하였다.

2. 최대주주지분율

최대주주지분율에 관한 이론에는 이익침해가설(entrenchment hypothesis)과 이해일치가설(alignment hypothesis)이 있다(Fan and Wong, 2002). 먼저, 이익침해가설은 대주주가 소유한 지분이 커질수록 사적이익을 추구할 유인이 커지므로 대주주와 소액주주 간 정보비대칭이 커진다고 주장한다. 구체적으로, 대주주지분율이 높아질수록 이익조정이 증가하고(박범진, 2014), 대주주와 소액주주 간의 정보비대칭이 커지는 것으로 밝

혀졌다(임승연 등, 2014). 반면, 이해일치가설에 따르면, 대주주 소유 지분율이 높아질수록 대주주와 소액주주의 이해관계가 일치하므로, 대주주가 경영진에 대한 통제력을 이용해 기업관련 정보를 은폐하거나 공시를 지연시킬 유인이 낮아진다(Boubaker et al. 2014).

3. 가설수립

기업의 대주주는 기업 의사결정에 대해 통제권을 행사하며, 경영진 감시가 용이하다는 특징이 있다. 대주주의 지분율이 높아 소유권이 집중된 기업의 경우, 그렇지 않은 기업에 비해 외부정보이용자를 배려한 기업공시 및 재무보고품질 관리에 대한 유인이 낮기 마련이다. 특히, 악재에 해당되는 정보의 경우 은폐하거나 적시에 공개하지 않고자 할 것이다. Khlif et al.(2017)의 연구는 대주주 지분율이 높을수록 기업의 자발적 공시가 감소한다고 보고한 바 있다.

반면, 대주주 소유지분의 증가는 대주주의 주인의식을 고취시켜 대주주와 소액주주 간 이해관계를 일치시키는 효과가 있다. 이 경우, 대주주가 경영진에 영향력을 행사하여 특정 정보를 은폐하거나 공시를 지연시킬 유인이 낮아 기업 내·외부 간 정보비대칭이 감소하게 된다. Boubaker et al.(2014)의 연구는 소유권이 일부 주주에 집중된 경우 대리인 문제가 감소하여 정보은폐로 인한 주가변동이 감소한다는 결과를 제시하였다.

선행연구에 따르면 정보비대칭 및 정보비대칭으로 인한 불투명한 정보로 인해 주가지연 현상이 발생하고 있다(Callen et al. 2013). 대주주지분율에 따른 대주주와 소액주주 간의 대리인문제는 기업이 공시하는 정보의 양 및 재무보고 품질에 영향을 미칠 수 있으며, 궁극적으로 주가가 기업관련 정보를 반영하는 속도에 영향을 미칠 것이다.

앞서, 최대주주지분율에 관련된 이론에는 이익침해가설과 이해일치가설이 있음을 확인하였다(Fan and Wong, 2002). 대주주가 소액주주 대비 정보우위에 있고 경영진에 대한 통제력이 강한 점을 이용하여 사적이익을 추구한다면, 기업관련 악재의 공시를 보류하거나 재무보고품질 관리에 소홀할 가능성이 높아 주가지연현상이 나타날 것이다. 반면, 대주주와 소액주주의 이해관계가 일치함에 따라 기업들이 시장에 신속하게 양질의 정보를 제공한다면, 투자자들의 의사결정이 촉진되어 주가지연현상이 감소할 것으로 예상된다.

이에, 본 연구에서는 최대주주지분율에 따른 주가지연현상은 양방향의 논리전개가 가능하고 보고, 다음과 같이 귀무가설 형태로 가설을 수립한다.

가설: 최대주주지분율은 주가지연현상과 관계가 없다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 주가지연현상의 측정

본 연구에서는 최대주주 지분율과 주가지연현상의 관계에 대해 분석하고자 한다. 종속 변수인 주가지연현상은 Hou and Moskowitz(2005)의 연구에 제시된 내용을 참조하여 측정하였다.

$$\gamma_{j,t} = \alpha_j + \beta_j \gamma_{m,t} + \sum_{n=1}^4 \delta_{j,n} R_{m,t-n} + \epsilon_{j,t} \quad (1)$$

$$DELAY_{j,t} = 1 - \left(\frac{R_{restricted}^2}{R_{unrestricted}^2} \right)_{j,t} \quad (2)$$

식 (1)에서 $\gamma_{j,t}$ 와 $\gamma_{m,t}$ 는 각각 j기업의 t주 주간 주식수익률, 시장의 t주 주간 주식수익률을 나타내며 j기업이 속한 시장의 수익률로 j기업 주식의 수익률에 대한 연간 설명력을 구하였다. 먼저, 현재의 개별주식수익률에 대한 현재 시장정보의 설명력을 $R_{restricted}^2$, 현재의 개별주식수익률에 대한 과거 및 현재 시장정보의 설명력을 $R_{unrestricted}^2$ 로 정의한다. 설명력 측정 시, 이전 4주의 시장수익률을 과거 시장정보로 사용하였다.

만약, $R_{unrestricted}^2$ 값에서 $R_{restricted}^2$ 값을 차감한 값이 0보다 크다면, 개별주식수익률에 대한 현재 시장정보의 설명력이 과거 시장정보의 설명력 보다 높음을 나타내는 것이다. 아울러, 현재 시장정보 보다 과거 시장정보가 개별주식수익률에 미치는 영향이 크다는 것은 주식수익률에 정보가 지연되어 반영되고 있음을 의미한다.

본 연구에서는 분석의 편의를 도모하고자 식 (2)와 같이 정보지연현상을 측정하였다. 정보지연현상(DELAY) 변수가 보다 큰 값을 가질수록 주가지연현상이 강하게 발생하고 있음을 나타낸다.

2. 연구모형

최대주주 지분율 수준이 주가지연 현상에 미치는 영향을 검증하고자 아래와 같은 회귀 분석 모형을 사용하였다. 또한, 주가지연현상에 영향을 미치는 요인들을 통제하고자 Hou and Moskowitz(2005), Callen et al. (2013)의 연구를 참조하였다. [표 1]은 모형에 사용된 변수들에 대한 정의를 제시하고 있다.

$$\begin{aligned}
 DELAY_{i,t} = & \alpha_0 + \alpha_1 LARGE_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 \leq V_{i,t} + \alpha_4 MB_{i,t} \\
 & + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 DTURN_{i,t} + \alpha_7 SIGMA_{i,t} + \alpha_8 RET_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)
 \end{aligned}$$

[표 1] 변수의 정의

| 변수 | 설명 |
|-------|---|
| DELAY | = 식(1)과 식(2)로 측정된 주가지연 현상 |
| LARGE | = 최대주주 지분율 |
| SIZE | = 시가총액에 자연로그를 취한 값 |
| LEV | = 부채비율(기말총부채/기말총자산) |
| MB | = 장부가치대 시장가치 비율 |
| ROA | = 기말총자산 순이익률(당기순이익/기말총자산) |
| DTURN | = 월간거래회전을 평균 (t기 평균월간주식회전을 - t-1기 평균월간주식회전을) |
| SIGMA | = 주간수익률의 연간 평균의 표준편차 |
| RET | = 주간수익률의 연간 산술 평균에 100을 곱한 값 |

식 (3)에서 최대주주 지분율을 나타내는 LARGE가 본 연구의 관심변수이다. 만약, 최대주주지분율 수준이 높을수록 주가지연현상이 강하게 나타난다면 변수 LARGE의 계수 α_1 은 유의한 양(+)의 값을 보여줄 것이다.

통제변수로는 시가총액에 자연로그를 취한 값인 기업규모(SIZE) 변수를 고려하였다. 규모가 큰 기업일수록 기업에 대한 이해관계를 가진 정보이용자가 많아 정보전이가 신속하고, 주가지연현상이 줄어든다(Hong et al. 2001).

부채비율(LEV) 역시 통제변수로 포함하였다. 부채비율이 높은 기업일수록 파산위험이 커지지 마련이다. 부채의존도가 높은 기업들은 해당 상황을 은폐하거나 축소하여 공시할 유인이 있다(Christie, 1982). 따라서 부채비율이 높은 기업일수록 정보가 주가에 신속하게 반영되지 못할 것으로 예상된다.

반대로, 수익성이 양호한 기업의 경우, 기업 성과에 관련된 정보를 시장에 적극적으로 제공할 유인이 있으며, 기업 평판 등을 고려하여 양질의 정보를 작성 및 제공한다. 즉, 기업의 수익성은 주가지연현상과 유의한 음(-)의 관계를 보일 것으로 예상되며, 수익성(ROA) 변수를 통제변수로 고려하였다. 성장성이 높은 기업들 역시 시장의 관심에 부응

하고자 양질의 정보를 작성 및 공시할 유인이 있다(Hou and Moskowitz, 2005). 성장성이 주가지연현상에 미치는 영향을 통제하고자 성장성(MB) 변수를 통제변수로 포함하였다.

한편, 투자자 간 의견이 일치하지 않는 기업일수록 주가에 기업 정보가 신속하게 반영되지 못할 것이다. 투자자 간 의견 수준은 월간주식회전율로 측정하며, 월간주식회전율(DTURN)이 높은 기업일수록 주가지연현상이 강하게 나타날 것으로 예상된다.

수익성이 우수한 기업들처럼 시장수익률이 우수한 기업 역시 시장에 양질의 정보를 적극적으로 제공할 유인이 있으므로(Hou and Moskowitz, 2005), 주간수익률의 연간 산술 평균값에 100을 곱한 RET 변수를 통제변수로 포함하였다.

또한, 주식수익률의 변동성이 클수록 주가지연현상이 강하게 나타난다는 선행연구(Hou and Moskowitz, 2005)를 참조하여, 주간수익률의 연간 평균의 표준편차인 SIGMA를 모형에 설정하였다. 주식수익률의 변동 수준이 높다는 것은 기업 내 외부 간 정보비대칭이 크고 기업이 영위하는 사업의 불확실성이 크다는 것을 의미한다.

마지막으로, 연도 및 산업에 따른 영향을 통제하고자 연도더미와 산업더미를 모형에 추가하였다.

3. 표본의 선정

본 연구는 2012년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 한다. 비금융업 대비 재무제표의 구성이 다른 금융기업과 결산일이 12월이 아닌 기업들을 표본에서 제외하였다. 분석 시 사용한 재무자료와 주가자료는 Kis-Value 데이터베이스에서 추출하였다. 연구에 사용된 최대주주 지분율 자료는 기말 최대주주 1인과 특수관계인의 지분율로 TS-2000에서 수집하였다. 극단치가 분석결과에 미치는 영향을 통제하고자, 분석에 사용된 변수들을 상하 1%에서 조정(winsorization)하였다. 일련의 과정을 거쳐 도출된 4,442 기업-연도가 최종적으로 분석에 사용되었다.

IV. 분석결과

1. 기초통계

분석에 사용한 변수들의 기초통계량을 [표 2]에 제시하였다. 본 연구의 관심변수인 최대주주 지분율(LARGE)의 경우, 평균값(중위수)이 0.437(0.437)로 나타나 표본 기업의 최대주주들이 약 44%에 해당하는 지분을 갖고 있음을 알 수 있다. 아울러, 최대주주지분율(LARGE)의 최댓값은 0.886으로, 일부 기업의 소유집중도가 과도한 것을 확인하였다. 종속변수인 주가지연현상(DELAY)의 평균값(중위수)은 0.665(0.684)로, 분포의 비대칭 꼬리가 음의 값 쪽으로 치우쳐 있음을 알 수 있다. 동시에, 주가지연현상(DELAY) 변수의 최소값과 최대값은 각각 0.015와 1로 나타나 일부 기업의 경우 현재의 수익률이 주가를 전혀 설명하지 못하고 있음을 파악하였다. 한편, 주간수익률의 평균값인 RET 변수의 평균값(중위수)은 -0.158(-0.098)로 나타나, 평균적으로 주가가 하락하고 있음을 확인하였다.

[표 2] 기초통계량

| 변수 | Min. | 1st Qu. | Median | Mean | 3rd Qu. | Max. |
|-------|--------|---------|--------|--------|---------|--------|
| DELAY | 0.015 | 0.466 | 0.694 | 0.665 | 0.913 | 1.000 |
| LARGE | 0.052 | 0.313 | 0.437 | 0.437 | 0.546 | 0.886 |
| SIZE | 23.669 | 25.158 | 25.963 | 26.309 | 27.215 | 30.807 |
| LEV | 0.018 | 0.224 | 0.399 | 0.399 | 0.553 | 0.914 |
| MB | 0.227 | 0.604 | 0.926 | 1.338 | 1.517 | 8.257 |
| ROA | -0.352 | 0.002 | 0.024 | 0.017 | 0.051 | 0.234 |
| DTURN | -6.570 | -0.029 | 0.000 | 0.097 | 0.036 | 10.761 |
| SIGMA | 0.015 | 0.034 | 0.045 | 0.050 | 0.059 | 0.150 |
| RET | -1.152 | -0.174 | -0.098 | -0.158 | -0.057 | -0.011 |

주) Min., 1st Qu. Median, Mean, 3rd Qu. Max.는 각각 최솟값, 1사분위수, 중앙값, 평균, 3사분위수, 최댓값을 나타낸다.

2. 상관관계

[표 3]은 연구에 사용된 변수들 간의 상관관계를 나타낸다. 관심변수인 최대주주지분율(LARGE)이 주가지연현상(DELAY) 변수와 5% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것을 확인하였다. 해당 관계를 통해 최대주주의 지분율 수준이 높을수록 정보공개가 원

활히 이루어지지 못해 주가가 지연되는 현상이 증폭됨을 알 수 있다.

시장수익률(RET)은 종속변수인 주가지연현상(DELAY)과 유의한 음(-)의 상관관계를 보여주었다. 반대로, 성장성(MB)은 주가지연현상(DELAY)과 유의한 양(+)의 상관관계를 나타냈다. 해당결과는 수익성이 높은 기업의 경우, 정보공개가 신속하여 정보가 주가에 반영되는 속도가 빠르다는 것을 의미한다. 반면, 정보 불확실성이 큰 성장기업의 경우, 시장의 투자자들이 해당 기업의 정보를 주가에 반영하는 속도가 느리다는 것을 시사한다 (Hou and Moskowitz, 2005).

추가로, 다중공선성 문제를 확인하고자 각 변수의 VIF값을 확인한 결과, 모두 10 미만이었다. 상관관계 분석결과는 종속변수에 영향을 미치는 기타 요인들을 통제하지 않은 이변량 간의 관계를 나타낸다. 이에 가설검증의 강건성을 확보하고자, 종속변수인 주가지연현상(DELAY)에 영향을 미치는 다른 변수들을 모형에 포함한 다변량 분석을 실시하였다.

[표 3] 상관관계표 (Pearson Correlation Matrix)

| | DELAY | LARGE | SIZE | LEV | MB | ROA | DTURN | SIGMA | RET |
|-------|-------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| DELAY | 1 | 0.031 (0.0382) | -0.002 (0.9043) | -0.023 (0.1225) | 0.032 (0.0331) | -0.004 (0.8131) | 0.003 (0.8167) | 0.013 (0.3919) | -0.033 (0.0267) |
| LARGE | | 1 | -0.067 (<.0001) | -0.111 (<.0001) | -0.136 (<.0001) | 0.141 (<.0001) | -0.045 (0.0026) | -0.176 (<.0001) | 0.147 (<.0001) |
| SIZE | | | 1 | -0.097 (<.0001) | 0.328 (<.0001) | 0.292 (<.0001) | -0.002 (0.8784) | -0.187 (<.0001) | 0.187 (<.0001) |
| LEV | | | | 1 | 0.044 (0.0035) | -0.291 (<.0001) | 0.036 (0.0175) | 0.231 (<.0001) | -0.189 (<.0001) |
| MB | | | | | 1 | 0.016 (0.2732) | 0.059 (<.0001) | 0.266 (<.0001) | -0.248 (<.0001) |
| ROA | | | | | | 1 | -0.039 (0.0089) | -0.271 (<.0001) | 0.257 (<.0001) |
| DTURN | | | | | | | 1 | 0.257 (<.0001) | -0.279 (<.0001) |
| SIGMA | | | | | | | | 1 | -0.958 (<.0001) |
| RET | | | | | | | | | 1 |

주) ()안은 p값을 나타냄.

3. 다변량분석

[표 4]는 가설검증을 위한 회귀분석 결과이다. 최대주주의 지분율이 높을수록 주가지연현상이 강하게 나타난다면, LARGE는 유의한 양(+)의 계수값을 보여줄 것이다. 검증결과, LARGE의 계수인 α_1 은 0.048(t-value=2.04)로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다.

이는 최대주주지분율이 높을수록 기업 정보가 주가에 신속히 반영되지 못하고, 지연되어 반영됨을 의미한다. 해당 결과는 최대주주의 지분이 클수록 대주주와 소액주주 간 대리인 문제가 심화되어, 기업관련 악재가 은폐되거나 시장에 지연되어 공개됨에 따라 주가가 기업정보를 반영하는데 보다 상당한 시간이 소요되는 것으로 해석될 수 있다. 또한 다수의 지분을 확보한 주주의 입장에서는 경영진으로 하여금 기업외부의 소액주주를 고려하여 자발적 공시를 적극적으로 수행하게 할 유인이 낮기 마련이다. [표 5]의 분석결과는 최대주주가 갖고 있는 지분이 큰 기업일수록 자발적 정보공시의 유인이 낮아 그렇지 않은 기업 대비 주가가 기업정보를 즉각적으로 반영하지 못하는 것으로 해석할 수도 있다.

[표 4] 최대주주지분율이 주가지연현상에 미치는 영향

| 변수 | Coeff. | t Value |
|------------------|--------------------|------------|
| Intercept | 0.640 | (8.08)*** |
| LARGE | 0.048 | (2.04)** |
| SIZE | 0.000 | (0.10) |
| LEV | -0.035 | (-1.77)* |
| MB | 0.003 | (0.98) |
| ROA | 0.000 | (-0.01) |
| DTURN | 0.001 | (0.58) |
| SIGMA | -1.278 | (-2.28)** |
| RET | -0.255 | (-3.50)*** |
| Industry Dummies | Included | |
| Year Dummies | Included | |
| Model Fit | Adj R ² | 0.08 |
| | F Value | 17.16*** |
| Sample Size | 4,442 | |

주) '***' : 1%, '**' : 5%, '*' : 10% 유의수준에서 각각 유의함을 나타낸다.

4. 추가분석

재벌(Conglomerate)이란 특정인과 친인척이 경영권을 장악하고 있는 기업집단을 일컫는다. 우리나라의 재벌기업들은 정부정책에 부응하여 국민경제발전에 기여한 공로가 있으나 시장 독과점을 바탕으로 과도한 경제력 집중을 야기한다는 비판을 받고 있다. 이에, 공정거래위원회는 국민경제의 균형적 발전을 도모하고자 기업집단에 대한 사후규제와 감시를 강화하고자 대규모기업집단시책을 추진하고 있다.

따라서 최대주주의 전횡, 대주주와 소액주주 간의 대리인 문제로 인한 주가지연현상은 감독기관의 규제 및 감시를 받는 재벌기업 보다는 비재벌기업에서 보다 강하게 나타날 것으로 예상된다. 이에, 추가분석으로 전체 표본(n=4,442)을 비재벌기업(n=3,627)과 재벌기업(n=815)으로 나누어 가설을 재검증하였다.

먼저, [표 5]는 비재벌기업들을 대상으로 최대주주지분율이 주가지연현상에 미치는 영향을 살펴본 결과이다. 분석결과, LARGE의 계수인 α_1 은 0.058(t-value=2.19)로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여주었다. 반면, 재벌기업들을 대상으로 한 [표 6]의 분석에서는 LARGE의 계수 값이 통계적으로 유의하지 않았다. [표 5] 및 [표 6]의 결과는 대주주로 인한 대리인 문제가 기업공시정책에 영향을 미쳐 주가지연현상을 야기할 가능성이 재벌기업보다는 비재벌기업에서 높음을 시사한다.

[표 5] 최대주주지분율이 주가지연현상에 미치는 영향 (비재벌기업)

| 변수 | Coeff. | t Value |
|------------------|--------------------|------------|
| Intercept | 0.676 | (6.22)*** |
| LARGE | 0.058 | (2.19)** |
| SIZE | 0.000 | (-0.23) |
| LEV | -0.022 | (-1.00) |
| MB | 0.002 | (0.71) |
| ROA | 0.013 | (0.22) |
| DTURN | 0.002 | (1.15) |
| SIGMA | -1.315 | (-2.15)** |
| RET | -0.244 | (-3.03)*** |
| Industry Dummies | Included | |
| Year Dummies | Included | |
| Model Fit | Adj R ² | 0.09 |
| | F Value | 15.79*** |
| Sample Size | 3,627 | |

주) '***' : 1%, '**' : 5%, '*' : 10% 유의수준에서 각각 유의함을 나타낸다.

[표 6] 최대주주지분율이 주가지연현상에 미치는 영향 (재벌기업)

| 변수 | Coeff. | t Value |
|------------------|--------------------|------------|
| Intercept | 0.732 | (3.66)*** |
| LARGE | -0.008 | (-0.15) |
| SIZE | -0.003 | (-0.59) |
| LEV | -0.135 | (-2.67)*** |
| MB | 0.017 | (2.07)** |
| ROA | -0.111 | (-0.86) |
| DTURN | -0.018 | (-1.67)* |
| SIGMA | -0.792 | (-0.54) |
| RET | -0.269 | (-1.50) |
| Industry Dummies | Included | |
| Year Dummies | Included | |
| Model Fit | Adj R ² | 0.09 |
| | F Value | 4.64*** |
| Sample Size | 815 | |

주) '***' : 1%, '**' : 5%, '*' : 10% 유의수준에서 각각 유의함을 나타낸다.

V. 결론

1. 요약 및 한계점

본 연구에서는 대주주가 기업의 공시정책에 미치는 영향력에 초점을 맞추어 최대주주 지분율이 주가지연현상에 미치는 영향에 대해 살펴보고자 하였다. 최대주주지분율로는 상장사협의회에서 제공하는 TS2000의 자료를 사용하였으며, 주가지연현상은 Hou and Moskowitz(2005)의 연구를 참조하여 측정하였다.

2012년부터 2019년까지 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 회귀분석을 실시한 결과, 최대주주지분율이 높은 기업일수록 주가지연현상이 발생하는 것으로 나타났다. 해당 결과는 소유 집중에 따른 대주주와 소액주주 간 대리인 문제가 커질수록 시장에 공시되는 정보의 품질이 낮아짐에 따라 주가가 기업정보를 반영하는 속도가 감소하는 것으로 해석할 수 있다. 아울러, 전체 표본을 비재벌기업과 재벌기업으로 나누어 추가분석을 실시한 결과, 비재벌기업에서만 최대주주지분율과 주가지연현상 간의 양(+)의 관계가 유의하였다. 이는 감독기관의 규제 및 감시를 받는 재벌기업 보다는 비재벌기업에서 최

대주주의 전횡 등으로 인한 주가지연현상이 보다 강하게 나타남을 시사한다.

본 연구는 분석 시 최대주주 지분율로 최대주주 1인의 지분율을 사용하였다는 한계점이 있다. 세법상 "대통령령으로 정하는 최대주주"란 법인의 의결권 있는 발행주식 총수를 기준으로 주주 1인과 그의 특수관계인이 보유하는 주식을 합하여 그 수가 가장 많은 경우의 그 주주 1인을 말한다. 따라서 후속연구로는 최대주주 지분율의 정의를 확장하여, 주주 1인과 그의 특수관계인이 보유한 지분율 수준이 주가지연현상에 미치는 영향에 대해 분석해보고자 한다.

2. 미래사회에 대한 시사점

건전한 지배구조는 지속가능한 기업이 되기 위한 필수 조건이다. 다수의 기업들이 지속가능경영을 실천하고자 선진 지배구조 구축에 박차를 가하고 있다.

기업의 대주주는 기업 의사결정에 대해 통제권을 행사하며, 경영진 감시가 용이하다는 특징이 있다. 본 연구는 대주주가 기업공시정책에 미치는 영향력에 초점을 맞추어 최대주주 지분율이 주가지연현상에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 본 연구의 결과는 대주주의 지분 보유 수준이 기업의 재무보고 품질 및 정보 공시정책에 부정적인 영향을 미치며, 기업이 지속가능한 경영을 실천함에 있어 대주주가 장애요소로 작용할 수 있다는 것을 시사한다.

참 고 문 헌

- 김민수·최희정, 2020, 국내 기업집단의 주가지체현상에 관한 연구, *경영학연구*, 제49권 5호, 1061-1085.
- 박범진, 2014, 벤처기업 유형과 대주주 지분율이 이익조정에 미치는 영향, *회계정보연구*, 제32권, 167-195.
- 박종일, 2003, 기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로, *회계학연구*, 제28권, 135-172.
- 오원정·손성규, 2006, 공정공시제도의 시행효과 - 공정공시제도를 통한 정보 제공 여부와 관련된 기업특성에 대한 연구, *경영학연구*, 제35권, 1449-1478.
- 임승연·황규영·조형진, 2014, 소유구조가 정보비대칭에 미치는 영향에 관한 연구, *국제회계연구*, 제56권, 247-264.
- 최희정·김민수, 2020, 애널리스트 예측이 주가지체에 미치는 영향에 관한 연구, *재무관리연구*, 제37권 4호, 83-111.
- Baik, B., Billings, B., Morton, R. and Park, D. 2013, Does Financial Statement Comparability Reduce Stock Price Delay? Working Paper, Seoul National University.
- Boubaker, S., Mansali, H. and Rjiba, H. 2014, Large Controlling Shareholders and Stock Price Synchronicity, *Journal of Banking & Finance*, 40, 80-96.
- Callen, J. L., Khan, M. and Lu, H. 2013, Accounting Quality, Stock Price Delay, and Future Stock Returns, *Contemporary Accounting Research*, 30, 269-295.
- Christie, A. A. 1982, A Stochastic Behavior of Common Stock Variances: Value, Leverage and Interest Rate Effects, *Journal of Financial Economics*, 10, 407-432.
- Fan, J. P. H. and Wong, T. J. 2002, Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia, *Journal of accounting & economics*, 33(3), 401-425.
- Hong, H., Lim, T. and Stein, J. C. 2000, Bad News Travels Slowly: Size, Analyst Coverage and the Profitability of Momentum Strategies, *Journal of Finance*, 55, 265-295.
- Hope, O. K. and Thomas, W. B. 2008, Managerial Empire Building and Firm Disclosure, *Journal of Accounting Research*, 46, 591-626.
- Hou, K. and Moskowitz, T. J. 2005, Market Frictions, Price Delay, and the Cross-Section of Expected Returns, *The Review of Financial Studies*, 18, 981-1020.
- Khlif, H., Ahmed, K. and Souissi, M. 2017, Ownership Structure and Voluntary Disclosure: A Synthesis of Empirical Studies, *Australian Journal of Management*, 42(3), 376-403.

- Qian, M., Sun, P. and Yu, B. 2017, High Turnover with High Price Shares, *Finance Research Letters*, 22, 105-113.
- Verrecchia, R. 1980, The Rapidity of Price Adjustments to Information, *Journal of Accounting and Economics*, 2, 63-92.

The effect of the largest shareholder's ownership on stock price delay

Haeyoung Ryu* · Soo-Joon Chae**

Abstract

This paper examines how the level of the largest shareholder's stake affects the stock price delay. According to the entrenchment hypothesis, large shareholders who can monitor management have a low need for high-quality financial reporting and do not want to disclose bad news related to the company to the outside. On the other hand, according to the alignment hypothesis, the interests of large shareholders and minority shareholders coincide as the ownership stake of large shareholders increases. In this case, there is little incentive for large shareholders to delay or conceal corporate information, thereby reducing information asymmetry between inside and outside the company. In other words, the level of equity holdings of large shareholders affects the quality of a company's financial reporting and information disclosure policy. If the quality of a company's financial reporting is lowered or bad news related to the company is concealed by the incentives of major shareholders, the stock price of the company will not reflect the company information in a timely manner. As a result of regression analysis of KOSPI-listed companies from 2012 to 2019, it was confirmed that the largest shareholder's stake had a positive (+) relationship with the stock price delay phenomenon. The results suggest that the larger the stake held by the largest shareholder, the stronger the incentive for the largest shareholder to pursue private interests, suggesting that agency problems are highly likely to occur. In addition, as a result of analyzing the entire sample by dividing it into chaebol companies and non-chaebol companies, the positive relationship between the largest shareholder share and stock price delay phenomenon was significant only in the non-chaebol samples.

Key word : Largest shareholder's ownership, Stock price delay, Information asymmetry

* First Author, Assistant Professor, Department of Business Administration, Hansei University, hryu@hansei.ac.kr

** Corresponding Author, Associate Professor, Department of Business Administration & Accounting, Kangwon National University, sjchae@kangwon.ac.kr