한국경제포럼 제13권 제3호 21-46
DOI : 10.22841/kefdoi.2020.13.3.002

국내주식시장에서 보유목적변경의 공시효과에 관한 연구: 일반투자목적 전환에 관하여*

박 근 우** · 원 상 희*** · 원 종 현****

논문초록

2020년 대량보유 공시 개편안이 시행되었다. 대량보유목적은 개편을 통해 단순투자, 일반투자, 경영참여목적으로 세분화되었다. 이중 일반투자목적은 기존 단순투자와 달리 적극적 주주활동이 가능하며, 지배구조 개선 등의 효과를 기대할 수 있다. 본 연구는 단순투자목적에서 일반투자목적으로 변경 공시를 한 경우 시장반응을 분석하였다. 분석결과, 공시일 1일전부터 공시 후 1일까지 0.4%p의 초과수익이 발생하였다. 이 효과는 국민연금이 공시할 경우 0.7%p로 초과수익이 더 높아졌다. 공시일을 기준으로 투자자들의 거래를 분석한 결과, 개인투자자들은 공시 이후 순매수 비율이 높아졌고, 기관투자자들은 순매도 비율이 높아졌다. 이와 같은 분석결과를 통해 개인투자자들에게 보유목적공시는 향후 지배구조 개선을 기대하여 단기간 초과수익률이 상승하는 것으로 보여진다. 또한, 보유목적 변경 발표 5일 단기적으로 성과의 하락이 발생할 수 있음을 보여준다. 본 연구는 hand-collecting을 이용하여 보유목적 공시가 시장에 미치는 효과와 국민연금의 공시효과를 확인함으로써 정책적으로 보유목적 변경 후 지속적 관리의 필요성을 시사한다. 반면, 본 연구는 개정안이 시행된 직후의 연구로써, 공시효과의 장기성과를 측정하기에는 시계열이 부족한 한계점이 존재한다.

핵심 주제어: 보유목적변경, 일반투자목적, 공시효과, 사건연구
경제학문헌목록 주제분류: G14, G38

투고 일자: 2020. 9. 18. 심사 및 수정 일자: 2020. 10. 12. 게재 확정 일자: 2020. 10. 21.

* 본 논문에 수록된 모든 내용은 저자들의 개인적인 견해이며, 소속기관의 공식적인 의견과 다를 수 있음을 밝힌다.

** 제1저자, 국민연금 기금운용 전문위원회 민간전문가, e-mail: pkw881@gmail.com
*** 제2저자, 국민연금 기금운용 전문위원회 민간전문가, e-mail: w10083256@korea.kr
**** 교신저자, 국민연금 기금운용 전문위원회 투자정책위원장, e-mail: secot@korea.kr

Ⅰ. 서 론

2020년 2월 대량보유 보고제도 개편안이 시행되었다.[1] 대량보유 보고제도란 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 회사의 주식을 5% 이상 보유하거나 보유 후 1% 이상의 변동사항이 있을 때 보고하는 법안이다. 금융위원회는 이번 개편안을 통해 대량보유에 대한 목적을 세분화했다. 구체적으로 기존법안에서는 경영권에 영향을 주기 위한 것과 경영권에 영향을 주기 위한 것이 아닌 경우로 구분했으나, 현재는 경영권에 영향을 주기 위한 것, 일반투자, 단순투자로 구분했다. 즉, 공시에 있어 보유목적을 세부적으로 구분할 수 있도록 명문화한 것이다. 그리고 금융위원회는 구체적으로 경영권에 영향을 주는 것이 아닌 경우를 별도로 열거했는데, 소수주주권 행사, 지배구조개선을 위한 정관변경, 배당 관련 활동, 단순한 의견 전달 및 대외적 의사표시 등 기업의 지배구조 개선의 노력과 관련이 있다.[2] 특히, 상장된 법인의 주주권을 5%이상 보유한 투자자들의 보유목적은 주식시장 내 투자자들에게는 중요한 이슈가 될 수 있다.

자본시장법에 따르면, 주권상장법인의 주식 등을 5% 이상 보유 시 보유 목적 등을 금융위원회에 보고하도록 되어있다. 단순히 대량 보유만을 보고하는 것이 아니라 5% 이상 보유 시 1% 이상의 지분 변동이 있을 경우에도 5일 이내에 보고해야 한다. 이 법안이 도입된 목적은 자본시장의 투명성을 강화와 적대적 인수합병시 안정적인 경영권 방어조치를 가능케 하기 위함이다.[3] 세계적으로도 미국의 13D filling rule, 일본의 금융상품거래법 제 27조의 23, 독일의 증권거래법 제 21조 등을 운영하고 있으며, 대량보유공시를 통해 시장의 투명성을 제고하고 있다(김병태, 2015).[4]

그렇다면, 이번 대량보유보고 개편안은 기존의 대규모 보유공시와 어떠한 차이점이 있는가? 대량보유보고 개편안에 따라 단순투자목적에서 일반투자로 전환할 경우 일반투자자들은 10일 이내 약식으로 보고하도록 되어있다. 공적 연기금의 경우 일반투자자와 달리 월별로 약식보고 한다. 약식보고의 형태는 아래의 〈그림 1〉과 같이 구

---

1) 2020년 2월 1일 기준으로 자본시장법 시행령 §154 일부 개정.

2) 금융위원회(2019), 5% 대량보유 보고제도 및 단기매매차익 반환제도 개선, 보도자료, p.3. 참고 및 인용.

3) 김병태(2015), 외국의 주식 대량보유 보고제도의 현황과 시사점, 한국경제연구원, 2015, p.9. 참고 및 인용.

4) 김병태(2015), 외국의 주식 대량보유 보고제도의 현황과 시사점, 한국경제연구원, 2015, p.11. 참고 및 인용.

성되어있으며, 보유목적에 일반투자로 보고사유는 단순투자에서 일반투자로 변경한다고 되어있다.

〈그림 1〉 보유목적변경 보고 예시

요약정보			
보고특례 적용 전문투자자 구분	-		
발행회사명	(주) 케이티	발행회사와의 관계	주주
보고구분	변경		
보유주식등의 수 및 보유비율		보유주식등의 수	보유비율
	직전 보고서	13,093,693	5.01
	이번 보고서	13,588,760	5.20
보고사유	단순투자에서 일반투자로 보유목적 변경		
보유목적	일반투자		

구체적으로 사유는 밝히지 않으나, 대체로 단순투자에서 일반투자로 변경하면서 적극적인 유형의 주주 활동을 하리라는 것은 확인할 수 있다. 적극적 유형이란, 임원 보수나 배당 관련 주주 제안과 같은 경우를 의미한다. 다시 말해, 기업의 지배구조 개선과 관련이 있다.

기업의 지배구조와 관련된 공시는 투자자들의 투자 결정에 중요한 역할을 한다. 기관투자자들의 경우 경영권에 영향은 주지 않으나, 주주가치의 향상을 위해 지배구조 개선 및 배당 관련 활동을 할 수 있다(김성민・장용원, 2012; 손승태・이윤구, 2006; 김한나・연강흠, 2014). 이러한 관점에서 기관투자자나 외국인 투자자들의 경우 일반보유목적을 이용할 유인이 크다. 그러나 제도가 도입된 지 얼마 되지 않아 일반투자보유목적이 시장에서 어떠한 공시효과가 있는지 알기 어렵다. 본 연구는 이와 같은 공시효과를 분석하고자 기존 재무학 연구에서 주로 활용되는 사건연구(event study)를 활용하여 국내주식의 보유목적이 '일반투자목적'으로 변경되었을 경우를 조사한다. 이후 공시된 기업들의 이상수익률(abnormal return)을 산출하여 보유목적 변경 공시에 대한 시장 반응을 조사하고자 한다. 그리고 투자자별 거래형태를 분석하여 보유목적 변경공시가 투자자들에게 미치는 영향을 분석한다.

본 연구의 시사점은 다음과 같다. 첫째, 지배구조 개선과 관련된 공시가 국내 주식시장에 어떠한 영향을 미치는지 확인할 수 있다. 기존 연구들은 기관투자자들의 대량보유 공시 등을 통해 지배구조 개선과 관련된 주식시장의 반응을 감시이론 등을 활용

하여 간접적으로 살펴봤다. 하지만 지배구조 개선과 관련된 직접적 연결고리가 부족하다. 이번 개선안의 특성을 활용한다면 부족했던 직접적인 연결고리를 제공할 수 있다. 둘째, 국민연금의 공시효과에 대해 살펴봤다. 국민연금은 국내 대형연기금으로써 시장에 지배적 위치에 있다. 여기서 국민연금이 공시할 때의 효과를 다른 기업과 비교하여 살펴볼 수 있었고, 국내시장에서의 국민연금 효과를 비교해볼 수 있는 학술적 시사점이 있다. 셋째, 공적 연기금인 국민연금의 공시 효과가 존재하는 것을 통해 정책적인 시사점을 제공할 수 있다. 국민연금의 공시가 다른 기업대비 단기적으로 이상수익률이 증가되다 감소하는 효과가 있었다. 이를 고려하여 공시 이후 관리방안의 필요성에 대한 시사점을 제공한다.

본 연구는 다음과 같은 구조로 구성이 되어있다. 제Ⅱ장에서는 문헌연구를 통해 기업지배구조와 공시효과에 대해 조사한다. 제Ⅲ장에서는 본 연구에서 활용한 자료와 연구방법론에 대해 밝힌다. 제Ⅳ장에서는 제Ⅲ장에서 제시한 연구방법론을 통해 분석된 연구결과를 토대로 공시효과가 존재하는지 분석하고, 공시효과의 요인을 분석한다. 제Ⅴ장에서는 연구를 마무리하며, 연구의 결론과 시사점을 논의한다.

Ⅱ. 문헌연구

1. 기업지배구조에 관한 연구

기업의 지배구조는 기업의 가치향상에 도움이 된다(Gompers, Ishii and Metrick, 2003). 지배구조의 개선은 주주권리의 개선으로써 기업의 성과에 긍정적 영향을 미칠 수 있다. 예를 들어, 2001년부터 2006년까지 미국의 사례를 보자면, 행동주의 펀드의 지배구조개선이 기업의 성과에 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다(Brav, Jiang, Partnoy and Thomas, 2008). 이는 국내에서도 동일하게 기업의 지배구조가 개선되면 장기성과가 좋다는 연구가 존재한다(박경서・변희섭・이은정, 2009). 박경서・변희섭・이은정(2009)에 따르면, 좋은 지배구조가 기업가치를 제고하는 channel이며, 지배구조점수에 따라 배당공시의 효과가 달라지는 것을 검증하였다. 기업의 지배구조와 관련된 발표는 시장과 시장참여자들에게도 영향을 미친다(Brav, Jiang, Partnoy and Thomas, 2008; 박경서・변희섭・이은정, 2009). 시장참여자들의 경우 지배구조와 관련된 발표로 인해 향후 가치상승을 기대하여 거래와 주가의 상승으로 이어질 수 있다.

기존의 연구들은 지배구조 개선에 대한 주가반응 또는 기업가치 분석을 위해 지배구조 등급이나 배당공시 그리고 M&A공시 등을 활용했다(박경서・변희섭・이은정, 2009; 박순홍・신현한, 2010; 이관영, 2016). 지배구조의 개선효과를 살펴보기 위해서는 지배구조등급의 변화나 기관투자자들의 대량보유를 통한 감시기능(monitoring)에 대한 분석이 필요하다. 하지만, 대량보유가 지배구조 개선이라는 직접적인 연결고리를 찾기에는 부족함이 존재한다. 예를 들어, 정보소유 가설의 경우, 기관투자자가 대량보유를 발표한 기업이 저평가되었다는 기대감으로 인해 주가에 영향을 줄 수 있다(엄윤성, 2012). 하지만 이번 대량보유 개편안은 기존의 대량보유수준을 알려주는 것이 아니라 지배구조의 개선과 관련된 일반투자목적이 존재한다. 그리고 이러한 일반투자목적은 기관투자자들이 지배구조의 개선에 참여하는 공시로 보여지며, 이를 통해 지배구조 개선공시가 시장에 미치는 주가반응 및 효과를 분석하기에 적합한 연구 환경을 제공한다.

2. 대량보유공시에 관련된 연구

대량보유공시는 투자자들에게 다양한 정보를 제공할 수 있으며, 시장반응을 발생시킬 수 있다. 대량보유공시는 투자자들에게 신호효과(signaling)를 제공할 수 있고 투자자들에게 저평가된 주식을 알아차리게 할 수 있다. 예를 들어서, 미국에서는 1977년에서 1982년까지의 대량보유공시가 평균주가를 상승시킨다고 보고된 바 있다(Holderness and Sheehan, 1985). Holderness and Sheehan(1985)는 기관의 대량보유공시가 투자기업의 경영을 개선하고 저평가 된 주식을 알아차릴 수 있게 돕는 기능으로 인해 주가 상승에 기여할 수 있다고 주장하였다. 미국 뿐만 아니라 국내에서도 이와 같은 연구가 존재한다. 엄윤성(2012)에서는 5% 보유 공시가 국내 시장에 어떠한 영향을 미치고 있는지 살펴본 바 있다. 엄윤성(2012)는 대주주 지분율 공시의 보고자 유형에 따라 누적초과수익률을 비교했다. 비교결과, 5%미만에서 5%이상 상승하여 보고한 경우 외국인을 제외한 개인과 기관 등에서 유의한 양(+)의 초과 수익률이 산출되는 것을 확인할 수 있었다. 이 연구는 국내주식시장에서도 효율적 감시가설과 정보소유가설이 적용될 수 있음을 보여준다.

효율적 감시가설은 Shelifer and Vishny(1986)에서 제시한 가설로써, 소규모 소유주가 많은 회사의 경우 소유주들은 무임승차로 인해서 감시에 대한 비용을 지불하지 않는다. 반면, 대규모 소유주가 존재하는 경우에는 그렇지 않음을 주장했다. 대규모

소유주는 소규모 소유주보다 기업을 감시하는데 있어 낮은 비용이 소요되며, 기업의 가치 상승에 영향을 미친다는 것이다. 이 가설은 미국의 사례를 통해 검증된 바가 있다. 예를 들어, 대주주가 있는 기업과 없는 기업으로 구분하여 Tobin's Q의 차이를 검증한 바 있으며(Holderness and Sheehan, 1991), 대리인비용에 대한 대용치를 측정하여 대주주와의 관계를 분석한 경우도 있다(Ang, Cole and Lin, 2000). 그리고 이는 기관투자자들의 대규모 소유가 일반적인 소규모 투자자들보다 정보우위에 있기 때문에 투자를 하는 것으로 보여질 수 있다(엄윤성, 2012). 효율적 감시가설과 정보가설 모두 기관투자자들이 대규모 보유를 공시하거나 밝힘으로써 기업의 가치가 향상되거나 저평가되었던 가치가 상승하는 것으로 양의 초과수익률이 발생한다고 설명하고 있다.

공시효과를 분석하기 위해서 본 연구는 기관투자자들의 공시를 참고한다. 공시효과와 관련된 연구들은 일반적으로 공시이후의 주가변화를 측정한다(김창수, 2002; 박춘광, 2006). 일반적으로 공시효과연구들은 유상증자나 합병 공시에 의한 주가의 변화를 살펴보고 있다(장봉규 · 정두식, 2004; 박순홍 · 신현한, 2010).

이목이 집중되는 공시자료의 특성상 발표자에 따라 그 효과는 달라진다. 시장의 지배적 위치에 있는 대형연기금이나 유명한 헤지펀드 등이 발표할 경우 그 효과는 더 커질 것이다. 예를 들어, 미국에는 CalPERS효과가 존재한다(English, Smythe and McNeil, 2004). CalPERS효과란, CalPERS가 발표한 focus listing에 기업에 선정되면, 주가가 상승한다는 것이다. 이는 CalPERS가 요구하는 경영개선을 기업들이 수용하게 되고 이로 인한 실적개선을 기대하기 때문이다. 그리고 이 경영개선에는 지배구조 개선도 포함된다. CalPERS의 focus listing과 본 연구에서 활용하는 공시는 다르지만, CalPERS와 국민연금의 시장 지배적 위치는 유사하다고 보여진다.

Ⅲ. 연구자료 및 연구방법론

1. 전자공시정보

본 연구에서는 공시 효과를 살펴보기 위해 금융감독원 전자공시시스템(DART)의 공시자료를 기준으로 분석을 실시한다. 공시일자는 DART에 공시된 일자를 기준으로 연구한다. DART는 2011년부터 서비스된 전자공시 시스템이며, 자본시장법 제 436조, 제385조, 증권발행 및 공시 등에 관한 규정 제6장에 의해 공시의무가 있는 회사

들은 DART에 전자공시하도록 되어있다.

금융감독원은 최근 DART의 오픈API 서비스를 실시했다. 오픈 API란 누구나 사용이 가능한 application programming interface를 의미하며, 데이터를 주고받는 방법을 의미한다. 데이터를 받기 위해서는 간단한 인증키 신청이 필요하다. 인증키 신청이 완료되면 프로그램 개발이나 python, r-project 등으로 코드를 구성하여 쉽게 활용할 수 있다. 이에 본 연구에서는 python을 통해 오픈 API의 자료 수집 코드를 구성하여 공시데이터들을 hand-collecting 한다.

오픈 API의 서비스는 사업보고서상 주요정보조회, 재무정보조회, 지분공시 종합정보조회로 구성되어있다. 특히, 여기서 지분공시 종합정보조회에서는 대량보유 상황보고 api와 임원 주주 소유보고 api로 구성되어있다. 대량보유 상황보고 api에서는 주식등의 대량보유 상황을 2년전 자료부터 제공하고 있으며, 대표보고자, 주식보유수, 증감, 보고사유 등을 보고한다. 본 연구에서는 이와 같은 대량보유 상황보고 api를 활용하여 대표보고자와 주식보유수 그리고 보고사유 등을 수집한다면, 보유목적에 대한 정보를 수집할 수 있다. api 데이터의 활용은 일종의 빅데이터를 이용하는 방식이다. 추후 정보가 많아질수록 수기를 통한 수집방식보다 효율적이며 유용하게 활용될 것이다(문혜정 2019).

API를 통해 수집한 데이터들은 아래의 〈표 1〉과 같은 형태로 구성된다. 접수일자와, 종목코드, 회사명, 보고구분, 대표보고자와 같이 기본적인 보고 정보가 제공된다. 보유주식수, 보유주식증감, 보유비율, 증감비율 그리고 보고사유로 구분된다. 일부 보고사유는 보유목적 변경이라는 형태로 제시된다. 이러한 경우 변경되는 보유목적을 확인하기 위해서는 기존 전자공시 사이트를 이용하여 수기로 확인하는 방법을 거쳤다.

〈표 1〉 전자공시 API를 통해 수집한 데이터

접수일자	종목코드	회사명	보고구분	대표보고자	보유주식등의수	보유주식등의증감	보유비율	보유비율증감	주요체결주식등의수	주요체결보유비율	보고사유
2020-06-23	102858	고려아연	약식	국민연금공단	1,656,439	142,995	8.78	0.76	-	-	단순추가취득/처분, 단순투자목적에서 일반투자목적으로 보유목적 변경
2020-02-07	105271	케이씨씨	약식	국민연금공단	1,034,248	-199,987	11.64	-0.05	-	-	단순투자목적에서 일반투자목적으로 보유목적 변경

자료: 연구진 작성.

2. 재무정보

본 연구에서는 전자공시 후 주가의 변화 등을 고려하기 위해 재무정보와 주가정보를 활용한다. 기본적으로 FN-Guide에서 제공하는 각 기업의 2019년 말 시가총액, 매출액, 부채비율, 주당 배당, 종가, 대기업집단 포함 여부, 수정 종가 등을 수집하였다. 다음으로 해당 효과가 지배구조나 환경 그리고 사회적 투자 등에 영향을 받는지 확인하기 위해서 각 지배구조등급, 환경등급, 사회적 투자등급을 기업 지배구조연구원 홈페이지를 통해 얻었다.

기업지배구조연구원에서는 ESG평가를 매년 실시한다. 평가 대상은 가능한 모든 유가증권시장의 상장회사 및 일부 코스닥 상장회사로 밝히고 있다. 그리고 평가한 정보들은 홈페이지에 공시하여 누구나 열람할 수 있도록 하고 있다. ESG평가등급은 3가지로 구성되어있다. 지배구조연구원은 3가지로 구분된 지배구조, 사회, 환경에 대해 각각 평가등급을 발표한다. 각 평가항목의 등급은 A+, A, B+, B, C로 구성된다. 일반적으로 B+이상은 양호한 것으로 고려한다. 이에 본 연구에서는 기업지배구조연구원의 ESG평가등급을 활용하여 B+이상은 1 그렇지 않은 경우는 0으로 설정하여 평가항목별 등급 변수를 구성한다.

3. 사건연구방법론

본 연구에서는 사건연구(Event study) 방법을 이용하여 단순투자목적에서 일반투자목적으로 변경 시 시장반응을 분석하고자 한다. 사건연구를 활용할 경우 사건이 발생한 경우 평균적으로 어떠한 변화가 발생하는지 볼 수 있다. 즉, 동일한 사건이 발생했을 때 다양한 주식들의 반응을 평균적으로 측정하는 것이다. 하지만, 시장의 상황이 좋아지거나, 해당 산업 또는 주식 특성이 분석결과에 반영될 수 있다. 이에 재무학에서는 과거를 기준으로 주가예상모형을 구성하고 이에 대한 변화를 이용하여 사건발생 시 시장의 반응을 확인할 수 있도록 모형을 구성하였다.

사건연구방법론은 주식분할의 효과를 측정을 통해 효율적 시장가설을 검증하려는 방법으로 활용된 바 있다(Fama, Fisher, Jensen and Roll, 1969; Fama, 1991; 정형찬, 1997). 이후 사건연구방법론은 일별수익률과 월별수익률 그리고 시장조정수익률과 시장 모형 등을 활용하여, 이전보다 체계화되었다(Brown and Warner, 1980; Brown and Warner, 1985; 곽승준 · 석승우 2001).

사건연구의 방법론은 주가가 특정 사건일을 기준으로 비정상 수익률(abnormal return)이 발생했는지 측정하는 것이다. 비정상 수익률을 측정하기 위해서는 기대수익률을 산출해야한다. 기대수익률이란 주가모형을 통해서 산출하는 예상수익률이며, 이 수익률과 실제 수익률의 차이가 비정상수익률로 산정될 수 있다. 기대수익률을 산정하기 위해서는 일정 기간 동안의 주가모형을 통한 분석이 필요하다. 이에 본 연구에서는 주가를 예측할 수 있는 window를 250일로 설정하고 사건발생 20일 전까지 예측한다.

$$(r_i - r_f) = \alpha + \beta_1 (r_m - r_f) + \beta_2 HML + \beta_3 SMB$$

위 모형은 Fama French(1992)에서 활용한 3-factor 모형이다. 먼저, 는 초과수익률로 사건발생 주식과 무위험이자율의 차이를 나타낸다. 본 연구에서는 무위험이자율의 대용치로 CD91일 금리를 활용하였다. 다음으로, $(r_m - r_f)$는 위험프리미엄으로써, 시장수익률과 무위험이자율의 차이를 나타낸다. 시장수익률의 대용치는 kospi지수의 수익률을 활용하였다. HML과 SMB는 가치 프리미엄과 규모 프리미엄이다. 본 모형에 활용된 각 값은 FN Guide가 제공하는 factor 별 포트폴리오 수익률을 이용하여 산출하였다.

위 모형을 통해 산출된 값들을 활용하여 사건일 당시를 예측하면, 기대수익률이 된다. 그 기대수익률과 실제 수익률의 차는 이상수익률로 정의할 수 있다. 아래의 산식에서는 i주식의 t기 이상수익률을 의미한다. $E(R_{i,t})$는 위의 3 factor 모형을 통해 산출한 기대수익률이며, $R_{i,t}$는 실제 수익률을 의미한다.

$$AR_{i,t} = E(R_{i,t}) - R_{i,t}$$

$$AAR = \sum_{i=1}^{n} AR_{i,t} / n$$

이상수익률의 특정 기간 동안 수익률은 누적을 통해 산출할 수 있다. 이는 누적이상수익률(Cumulative Abnormal return; CAR)으로 알려져 있다. 이 누적이상수익률의 횡단면 평균을 산출한다. 이는 누적 평균이상수익률(Cumulative Average Abnormal Return; CAAR)로 알려져 있다. 이 누적 평균이상수익률은 분포를 가지고 있다. 이에 분포에 따른 통계적 t검정을 실시 할 수 있으며, 이를 통해 분석할 수 있

다.

4. 회귀분석을 통한 이상수익률 분석

사건연구의 경우 공시의 효과를 평균적으로 확인할 수 있다. 반면, 공시효과의 특성을 알아보기에는 어려움이 있다. 이에 각 연구들은 사건연구를 통해 이상수익률과 검증이 필요한 변수들간의 회귀분석을 실시한다. 회귀분석의 식은 아래와 같이 구성될 수 있다. 아래의 식 중 CAR은 누적 이상수익률로 각 기업의 공시효과에 대한 수익률을 의미한다. 다음으로 아래 식에서 X는 통제변수를 의미한다. 각 기업들의 공시효과는 규모나, 매출액, 재무구조 등이 영향을 미칠 수 있을 것이다. 이러한 효과를 통제하기 위해서는 회귀분석을 통해 각 변수들을 통제해볼 필요가 있다. 이에 본 연구에서는 통제변수로, 로그화된 기업규모, 로그화된 매출액, 부채비율, 배당 비율, 재벌기업 여부, ESG의 각 등급을 활용하였다. 이 모형을 활용할 경우 어떠한 특성이 공시효과에 큰 영향을 미치는지 통계적으로 확인할 수 있다.

$$CAR_{i,t} = \alpha + \sum_{q=1}^{n} \beta_q X_q + \epsilon$$

5. Trade Imbalance 방법론

사건연구방법론은 이상수익률을 이용하여 시장에서의 성과를 측정하는데 용이하다. 반면, 누가 투자하였는지 또는 어떤 투자 행태를 보였는지는 알기 어려운 단점이 있다. 이를 해결하기 위해 본 연구에서는 거래량을 통해 순 매수비율을 산출하는 방식을 활용하고자 한다.

국내 증권시장에는 개인, 기관, 외국인과 같이 세 가지의 큰 유형의 거래 주체가 존재한다. 이때, 거래주체들은 각기 거래량이 존재하고 이를 통해 순매수 비율을 산출할 수 있다. 순매수비율을 이용해 매수의 강도와 매도의 강도를 측정할 수 있다. 이 방법론은 시장미시구조 연구에서 주로 활용되는 방법론이다. 이 방법론은 매수와 매도의 강도를 살펴볼 수 있는 방법론으로 주로 쓰인다. 이 식은 아래와 같이 산정된다.

$$Tim = \frac{(Buy - Sell)}{(Buy + Sell)}$$

분자의 buy-sell은 순매수량을 의미한다. 분모는 매수한 수량과 매도한 수량의 합을 의미한다. 만약, 개인이 오직 매수만 했을 경우 Tim은 1이 된다. 반면, 개인이 매도만 했다고 가정한다면, Tim은 -1이 된다.

Ⅳ. 실증분석

1. 보유목적 전환 공시의 특성

본 연구에서는 보유목적을 단순투자목적에서 일반투자목적으로 변경 시 효과와 거래양상에 대해 연구하고자 한다. 이를 위해서는 단순투자목적에서 일반투자목적으로 변경된 사례들에 대한 분석이 필요하다. 우선, 단순투자에서 일반투자목적으로 변경된 사례는 총 94건이다. 이 중 대표보고자는 총 10개 기관으로 구분되어있다. 대표보고기관들은 국민연금을 제외하고 투자자산운용사들로 구성되어있다. 이중, 국민연금공단은 73건을 공시하고 있는 것을 아래의 〈표 2〉를 보면 알 수 있다. 보고일자는 2020년 2월부터 6월 23일까지 12번에 걸쳐 보고된 바 있다. 이 중 62건이 2월 7일에 발표된 것을 알 수 있다. 또한, Covid-19의 영향이 강했던 3월부터 5월 사이의 경우 총 94건 중 4건이 존재한다. Covid-19의 변동성에 영향을 받는 경우가 많지 않음을 확인할 수 있다.

많은 건들이 특정일에 한 번에 공표된 것은 국민연금이 월별 약식 보고를 시행하기 때문이다. 다음으로 변경된 기업들이 속한 시장에 대해 확인하면 아래의 〈표 3〉과 같다. 2019년 말 각 기업의 시장을 기준으로 분석한 결과 유가증권시장에 82건, 코스닥시장에 11건, KONEX시장에 1건으로 구성됨을 알 수 있다. 대부분 유가증권시장에 속하는 기업임을 확인할 수 있다. KONEX시장에 존재하는 기업은 2020년 2월 10일을 기준으로 코스닥으로 이전 상장된 기업이다.

다음으로 목적이 변경된 기업들이 속한 산업군을 한국표준산업분류 10차 대분류를 기준으로 분류하였다. 가장 많은 기업들이 포함됨 산업군은 제조업으로 총 47건의 공시대상기업이 포함되었다. 다음으로는 출판, 영상, 방송 및 정보통신에 총 16건의 공시대상기업이 포함됨을 확인할 수 있었다.

〈표 2〉 일반투자목적 변경 관련 보고자 및 보고 일자

대표보고자	02-05	02-07	02-10	02-12	02-18	02-20	03-04	03-10	03-18	04-27	06-05	06-23	All
CaravanCapitalManagement, LLC	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
KB자산운용	6	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	7
ScionAssetManagement, LLC	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
SilchesterInternationalInvestorsLLP	0	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	1
국민연금공단	0	56	0	0	0	0	0	1	0	0	1	15	73
마이다스에셋자산운용	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	1
에지바스톤인베스트먼트파트너스엘엘피	0	2	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2
프랭클린리소시스인크	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1
하이클레어인터내셔널인베스터스엘엘피	0	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	4
한국투자밸류자산운용	2	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	3
All	8	62	1	1	1	1	1	1	1	1	1	15	94

주: 본 표는 2020년 2월부터 2020년 7월 30일까지 단순투자자에서 일반투자자로 전환한 경우를 빈도분석표로 나타내고 있다. 위의 각 행은 보고일자를 의미하며, 연도는 모두 2020년 이므로 생략하였다. 본 표의 각 열은 투자목적을 '단순투자'에서 '일반투자'로 변경한 보고자를 의미한다. 해당 자료는 금융감독원 DART system을 통해 수기로 수집하였다. 2020년 이후 보고건수 총 94건 중 73건이 국민연금공단에서 변경한 것임을 알 수 있다.

〈표 3〉 일반투자목적 변경 대상 기업 시장

대표보고자	KONEX	유가증권시장	코스닥	All
CaravanCapitalManagement, LLC	1	0	0	1
KB자산운용	0	2	5	7
ScionAssetManagement, LLC	0	1	0	1
SilchesterInternationalInvestorsLLP	0	1	0	1
국민연금공단	0	71	2	73
마이다스에셋자산운용	0	0	1	1
에지바스톤인베스트먼트파트너스엘엘피	0	2	0	2
프랭클린리소시스인크	0	1	0	1
하이클레어인터내셔널인베스터스엘엘피	0	1	3	4
한국투자밸류자산운용	0	3	0	3
All	1	82	11	94

주: 본 표는 각 보고자 별 대상기업들이 상장된 시장 분포를 나타내고 있다. 시장의 기준은 2019년 말을 기준으로 나타내고 있다. 이 중 KONEX시장에 포함된 기업은 ㈜위세아이텍으로 2020년 2월 10일 KONEX에서 코스닥으로 이전상장 되었다.

〈표 4〉 일반투자자 변경 대상 기업이 속한 산업분류

대표보고자	건설업	금융 및 보험업	도매 및 소매업	사업시설 관리 및 사업지원 서비스업	운수업	전문, 과학 및 기술 서비스업	제조업	출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업	All
CaravanCapitalManagement, LLC	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
KB자산운용	0	0	1	0	0	0	1	5	0	7
ScionAssetManagement, LLC	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1
SilchesterInternationalInvestorsLLP	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
국민연금공단	2	8	4	1	3	7	38	8	1	72
마이다스에셋자산운용	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
에지바스톤인베스트먼트파트너스엘엘피	0	0	0	0	0	0	2	0	0	2
프랭클린리소시스인크	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1
하이클레어인터내셔널인베스터스엘엘피	0	0	1	0	0	0	3	0	0	4
한국투자밸류자산운용	0	0	0	0	1	0	2	0	0	3
All	2	9	6	1	4	7	47	16	1	93

주: 본 표는 각 보고자 별 대상기업들이 속한 산업분류의 분포를 나타낸다. 산업분류의 기준은 2019년 말 보고된 산업분류로 분류하였다. 총 94건 중 1건의 미분류를 제외하고 나머지 93건의 보고 대상기업들의 산업분포를 나타낸다. 미분류 1건은 쿠쿠홈시스로 렌탈기업이나 제조업으로 분류할 수 있다. 다음으로 협회 및 단체의 경우 코웨이 이다.

보유목적을 단순투자에서 일반투자로 바꾸게 될 경우 기업의 배당정책 및 지배구조 개선 등에 참여하는 적극적 주주활동이 가능하다. 그렇다면 일반적으로 지배구조의 개선이 필요한 수준의 기업이 포함 되어있을 가능성이 높다. 이에 본 연구에서는 각 지배구조 등급별로 빈도분석을 실시하여 아래의 〈표 5〉에 표현하였다.

〈표 5〉에 따르면, 2019년 말을 기준으로 기업의 지배구조 등급이 A+인 경우 7건, A인 경우는 14건, B+의 경우 35건, B의 경우 21건, C의 경우 7건으로 확인되었다. 이는 C, B, B+ 등급이 63건으로 많은 비중을 차지하는 것으로 보이나, B+까지는 일반적으로 양호하다고 보기에 지배구조등급에 따른 영향을 확인하기에는 어려움이 있었다. 게다가 A+등급과 A 등급이 21건으로 나타나 과거 지배구조등급과는 무관한 것으로 보인다.

〈표 5〉 일반투자자 변경 대상 기업의 2019년 말 지배구조 등급

대표보고자	A+	A	B+	B	C	All
KB자산운용	0	0	1	2	1	4
ScionAssetManagement, LLC	0	0	0	1	0	1
SilchesterInternationalInvestorsLLP	0	0	1	0	0	1
국민연금공단	6	14	32	15	4	71
에지바스톤인베스트먼트파트너스엘엘피	0	0	1	1	0	2
프랭클린리소시스인크	1	0	0	0	0	1
하이클레어인터내셔널인베스터스엘엘피	0	0	0	0	1	1
한국투자밸류자산운용	0	0	0	2	1	3
All	7	14	35	21	7	84

주: 본 표는 각 보고자 별 보고 대상기업들의 2019년 지배구조 등급에 대해 나타내고 있다. 지배구조 등급은 지배구조연구원의 자료를 활용하였다. 총 94개의 기업 중 지배구조 등급이 발표된 84개의 기업을 대상으로 분석한 결과를 나타내고 있다.

2. 보유목적 전환 공시의 효과

보유목적 전환 시 주가반응을 분석하기 위해 본 연구에서는 사건연구방법론을 활용하여 분석을 시도하였다. 분석결과, Fama-French 3factor 모형을 활용한 CAR(-1:1)의 수익률이 0.004로 10%미만에서 유의한 것을 확인할 수 있었다. 이는 〈그림 2〉를 통해서도 확인할 수 있다. 〈그림 2〉에 따르면, 사건발생 -1일에 양의 초과수익률이 나타났다가 사건발생일에 다시 줄어들었으나, 사건발생 후 1일에 양의 초과수익률이 나타나는 것을 확인할 수 있다. 이 효과는 지배구조 개선에 대한 기대감에 의해 발생한 효과로 보여진다. 예를 들어 해외에서는 CalPERS Effect가 존재한다. CalPERS Effect란 1992년부터 시작된 CalPERS의 target list공고의 시장효과를 의미한다(Wahal, 1996; Smith, 1996). 기존 문헌에 따르면, CalPERS가 발표한 기업들은 1년에서 5년간 수익률이 좋은 것을 확인할 수 있다. 또한, 단기적인 시장반응을 분석한 연구에서도, CalPERS의 targeting List에 들어갔을 경우 단기 성과가 개선된다는 연구와 유사한 결과로 보여진다(English, Smythe and McNeil, 2004).[5] 즉, 보유목적 전환의 공시가 지배구조개선 또는 배당증가 등으로 기업가치에 단기적으로

5) English, Smythe and McNeil(2004)는 단기적 성과와 장기적 성과 모두 개선되는 것을 보여주었으며, 이러한 이유로 CalPERS가 Target하는 기업들의 지배구조를 개선시킬 것이기 때문이라고 밝혔다. 다만, 반복적인 발표는 효과가 존재하지 않는 것으로 판단하였다.

양(+)의 영향을 미침을 확인할 수 있다.

〈표 6〉 CAR모델을 통한 주가반응 분석

Panel A. Fama French 3 Model

Windows	obs. #	Mean	St_Err	t_value	p_value
[-5:5]	94	-0.014	.006	-2.2	.029
[-3:3]	94	0.004	.005	0.8	.414
[-1:1]	**94**	**0.004**	**.003**	**1.65**	**.098**
[0:1]	94	0.002	.003	0.65	.533
[0:3]	94	0.003	.004	0.9	.378
[0:5]	94	-0.006	.004	-1.6	.114
[0:10]	94	-0.007	.006	-1.25	.221

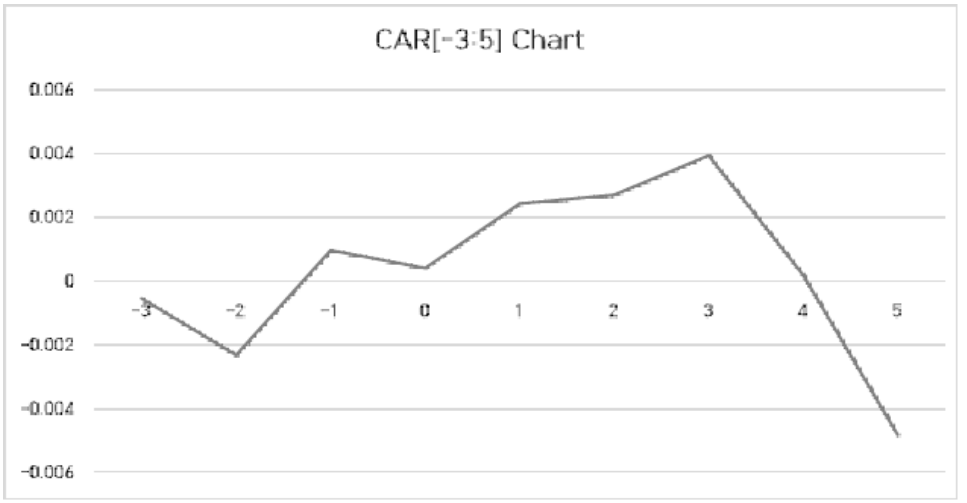
Panel B. Carhart 4 factor Model

Windows	obs. #	Mean	St_Err	t_value	p_value
[-5:5]	94	-.005	.006	-.95	.343
[-3:3]	94	.006	.005	1.25	.217
[-1:1]	**94**	**.005**	**.003**	**1.7**	**.095**
[0:1]	94	.001	.003	.4	.676
[0:3]	94	.004	.004	1.1	.271
[0:5]	94	-.002	.004	-.6	.542
[0:10]	94	-.002	.006	-.3	.757

주: 본 표는 CAR모델을 이용하여 보유목적을 일반으로 변경했을 경우 모든 샘플의 주가반응을 분석한 자료이다. Panel A는 Fama French 3 Factor model 활용하였으며, Panel B는 Carhart 4 Factor model을 활용하였다.

그리고 〈그림 2〉에서는 본 연구에서 분석한 사건발생일 - 3일부터 5일까지의 누적이상수익률(CAR[-3:5])을 그래프로 나타냈다. 이 그래프는 이상수익률의 누적값이 어떻게 변화하는지 추세를 확인할 수 있다. 〈그림 2〉에서는 사건발생일 -3일부터 -1일까지 큰 차이가 없다가 사건발생일인 0일을 기점으로 1일부터 3일까지 수익률이 상승하는 것을 확인 할 수 있다. 즉, 사건 후 하고 3일까지 0.4%의 누적이상수익률이 발생하는 것이다. 하지만, 사건 발생일 이후 4일과 5일에 감소하면서, -0.4%이하로 감소한다. 이와 같은 결과는 일종의 reversal이 발생하는 것으로 보여진다. 또한, 사건이 발생하는 0일부터 1까지의 양의 수익률은 기존의 대량보유공시 또는 CalPERS effect연구와 유사한 것을 확인할 수 있다.

〈그림 2〉 누적이상수익률의 그래프



주: 본 그림은 누적이상수익률의 그래프를 나타내고 있다. 이상수익률의 기간은 공표일을 0일 기준으로 공표전 3일부터 공표후 5일까지를 나타내고 있다.

이 현상이 발생하는 이유로는 단순투자목적에서 일반투자목적으로 보유목적을 변경했을 때, 배당이나 지배구조 개선에 대한 기대감은 존재하나 향후 개선방향 등이 확실치 않기 때문에 발생하는 것으로 보여진다. 또한, 제도의 도입이 초기 단계이므로 이러한 현상이 존재하는 것으로 판단된다.

3. 국민연금 효과는 존재하는가?

만약, CalPERS effect와 유사하게 지배구조 개선의 기대감으로 효과가 나타난 것이라면, 시장 지배적 위치에 있는 국민연금공단의 발표가 이 효과를 주도할 것으로 판단할 수 있다. 이에 본 연구에서는 국민연금공단이 발표한 기업들만을 대상으로 사건연구를 실시하였다. 그 결과, 아래의 〈표 7〉과 같이 나타났다.

〈표 7〉에 따르면, 국민연금이 공시하기 전 1일과 공시 후 1일 사이의 수익률이 0.7%로 나타났고 통계적으로 5%미만에서 유의한 것을 확인할 수 있다. 이와 같은 결과는 앞서 분석한 결과와 같이 지배구조의 개선 등에 대한 기대감으로 국민연금 발표에 시장이 반응한 것으로 판단된다. 또한, 4일과 5일에 유의미한 음의 초과수익률이 존재하는 것 또한 확인할 수 있다.

〈표 7〉 국민연금이 보유목적을 일반으로 변경했을 시 주가반응 분석

Panel A. Fama French 3 Model

Windows	obs. #	Mean	St_Err	t_value	p_value
[-5:5]	73	-0.012	.006	-1.85	.071
[-3:3]	**73**	**0.01**	**.005**	**1.9**	**.059**
[-1:1]	**73**	**0.007**	**.003**	**2.2**	**.029**
[0:1]	73	0.002	.003	.85	.408
[0:3]	73	0.006	.004	1.9	.063
[0:5]	73	-0.004	.004	-1.25	.22
[0:10]	73	-0.006	.006	-.95	.334

Panel B. Carhart 4 factor Model

Windows	obs. #	Mean	St_Err	t_value	p_value
[-5:5]	73	-0.003	.006	-.5	.626
[-3:3]	**73**	**0.013**	**.005**	**2.4**	**.018**
[-1:1]	**73**	**0.007**	**.003**	**2.35**	**.021**
[0:1]	73	0.002	.003	.7	.478
[0:3]	73	0.007	.004	2.25	.026
[0:5]	73	-0.001	.004	-.15	.864
[0:10]	73	0	.006	-.05	.977

주: 본 표는 CAR모델을 이용하여 국민연금이 보고자인 경우 보유목적을 일반으로 변경했을 때의 주가반응을 분석한 자료이다. Panel A는 Fama French 3 Factor model 활용하였으며, Panel B는 Carhart 4 Factor model을 활용하였다.

그렇다면, 전체효과 중 국민연금의 발표가 통계적 차이가 있는지 분석해보자. 먼저, 국민연금이 발표한 경우 1 그렇지 않으면 0으로 설정한 NPS report더비변수를 이용하여 회귀분석을 실시했다. 회귀분석을 실시할 경우 국민연금의 투자효과를 다른 발표기업과 비교할 수 있고, 규모나 부채비율 등 재무적 특성들을 통제한 상황에서도 확인이 가능하다.

아래의 〈표 8〉은 회귀분석의 결과를 나타내고 있다. 회귀분석 결과, NPS report가 1%에서 유의한 양(+)의 방향임을 확인할 수 있다. 칼럼 (1)에서는 회귀계수가 0.029로 나타났다. 이 의미는 일반투자목적으로 보유목적 변경을 밝힌 경우, 국민연금공단의 보고가 다른 대표보고자들보다 0.029정도 초과수익률이 더 높음을 의미한다. log(size)는 음의 유의한 관계를 나타내는 것을 확인할 수 있다. 이 결과는 규모가 클 경우 단기간의 수익이 감소되는 것을 확인할 수 있는 결과이다. 즉, 큰 시가총

액의 기업보다 작은 시가총액의 기업에 국민연금의 공시효과가 상대적으로 높게 나타남을 확인할 수 있다.

〈표 8〉 보유목적을 일반으로 변경 시 주가반응에 대한 각 요소별 회귀분석

	(1) CAR[-1:1]	(2) CAR[-3:3]
Governance rating	0.005	0.003
	(0.58)	(0.18)
Social rating	0.007	0.011
	(0.79)	(0.80)
Environment rating	-0.001	-0.001
	(-0.18)	(-0.05)
NPS report	**0.029*** **	**0.035** **
	(3.43)	**(2.26)**
Log(Size)	**-0.009*** **	**-0.006**
	(-2.66)	**(-1.04)**
Log(Sales)	0.003	-0.001
	(1.06)	(-0.11)
Debt ratio	-0.001	0.003
	(-0.93)	(1.14)
Dividend ratio	-0.010	-0.493
	(-0.04)	(-1.23)
Chaebol Dummy	**0.013**	**0.047***
	(0.79)	**(1.82)**
constant	0.133*	0.136
	(1.82)	(0.93)
Industry Fixed Effect	Yes	Yes
N	82	82
adj. R-sq	0.145	0.023

주: 본 표는 보유목적을 일반으로 변경했을 시 주가반응을 종속변수로 설정하고 주가반응에 영향을 줄 수 있는 변수들과의 관계를 분석한 회귀분석 결과이다. 종속변수의 CAR[-1:1]은 공시발표일 1일전부터 발표 후 1일까지의 반응을 누적이상수익률(CAR)로 나타낸 것이며, CAR[-3:3]은 공시발표일 3일전부터 발표 후 3일까지의 반응을 나타냈다. Governance rating은 지배구조연구원에서 발표한 지배구조 등급을 나타내고 있으며, social rating은 사회투자 등급을 나타낸다. Environment rating은 환경투자와 관련된 등급을 나타낸다. 각 등급은 B+이상 일 경우 좋은 기업으로 1 그렇지 않은 경우 0으로 설정하여 분석하였다. NPS report는 발표자가 국민연금공단인 경우 1 그렇지 않은 경우 0으로 처리한 더미 변수이다. Log(Size)는 시가총액을 자연로그화 한 값이며, Log(Sales)는 매출액을 자연로그화 한 값이다. Debt ratio는 부채를 자기자본으로 나눈 값이며, Dividend ratio는 DPS를 2019년말 종가로 나눈 값이다. Chaebol Dummy의 경우 재벌 그룹에 속하는 기업은 1 그렇지 않은 경우 0으로 설정한 값이다. 본 연구에서는 한국산업분류 제10차 대분류 기준의 산업더미를 통해 산업특성을 통제하였다. 괄호안의 값은 t값이며, 이분산성을 고려한 Huber-White standard error를 통해 산출된 값이다. *은 10% 미만에서, **은 5%미만, ***은 1%미만에서 통계적으로 유의함을 나타내고 있다.

다음으로 칼럼 (2)를 확인할 경우 NPS report 가 5% 미만에서 통계적으로 유의한 것을 확인할 수 있었고, 0.035의 회귀계수를 확인할 수 있다. 이는 국민연금공단의 보고가 다른 대표보고자들의 보고보다 3.5%p 높은 초과수익률이 존재하는 것이다. 이러한 결과들은 기존의 연구결과들과 유사한 결과를 보이고 있다. CalPERS effect 와 같이, 국민연금공단의 보고로 인한 단기적 성과개선은 존재한다.

4. 순거래비율을 이용한 거래원 분석

다음으로 순거래비율을 이용하여 각 사건일별 거래 양상에 대해 분석하였다. 사건일을 0일로 사건일 과거 5일부터 사건발생 후 5일까지의 순거래비율을 아래의 〈표 9〉에 나타내었다. 〈표 9〉에 따르면, 기관들은 지속적으로 순매도를 하는 것을 확인할 수 있다. 또한, 개인들의 경우 발표일을 기준으로 순매수를 하는 것으로 판단된다. 특히, 사건일인 0일을 기준으로 볼 때, 개인은 지속적으로 순매수하며, 기관은 순매도 하는 것이 0, 1, 4, 5일에 나타났다.

그렇다면 이와 같은 거래들은 수익률과 관련이 있는가? 이와 같은 질문을 해결하고자 〈표 9〉 Panel B에 횡단면 평균 이상수익률을 나타내었다. Panel B에 따르면, 전체 샘플의 경우 사건일 이후 4일과 5일에서 유의한 음의 이상수익률이 나타남을 알 수 있다. 그리고 국민연금이 대표보고자로 보고한 경우 -1일에도 10%미만에서 양의 유의한 수익률이 나타났으며, 발표 후 4일과 5일에 음의 유의한 수익률이 나타났다. 이러한 측면에서 살펴볼 때, 기관투자자들이 발표일 이전에 매집하는 행위 등은 나타나진 않았다. 반면, 개인투자자들은 발표일 이전에 팔다가 발표가 시작된 후 지속적으로 매입하는 행태를 보인 것을 알 수 있다.

다음으로 기관의 유형별로 거래형태에 대해 분석하고자 한다. 이를 위해서 각 기관을 투신, 보험사, 사모펀드, 연기금, 기타금융 5가지 유형으로 분석하였다. 이를 위해 본 연구에서는 FN-Guide를 통해 각 투자자 유형별 거래량 자료를 얻었다. 분석결과, 보유목적을 일반투자로 전환한 경우 사모펀드와 투자신탁에서 순매도가 발생하는 것을 확인할 수 있었다. 특히, 사모펀드의 경우 발표 후 1일부터 음의 유의한 순매수비율이 4일까지 지속되는 것을 확인할 수 있었고, 투자신탁의 경우 2일부터 음의 유의한 순매수비율이 5일까지 지속되는 것을 확인할 수 있었다. 이는 아래의 〈표 10〉에서 확인할 수 있다.

〈표 9〉 Trade imbalance를 활용한 사건일별 거래

Panel A. Trade Imbalance

Event Day	기관계		외국인계		개인계	
	Tim_mean	p-value	Tim_mean	p-value	Tim_mean	p-value
-5	-0.022	0.555	-0.034	0.321	0.039	0.114
-4	-0.014	0.725	-0.085	0.021	0.070	0.003
-3	-0.133	0.002	0.032	0.417	0.155	0.000
-2	-0.150	0.000	0.025	0.439	0.102	0.000
-1	0.026	0.541	-0.038	0.324	**-0.077**	**0.016**
0	**-0.142**	**0.001**	0.035	0.282	**0.101**	**0.000**
1	**-0.068**	**0.046**	-0.047	0.233	**0.108**	**0.000**
2	-0.072	0.081	-0.040	0.239	0.013	0.641
3	-0.065	0.114	0.017	0.643	0.040	0.170
4	**-0.152**	**0.000**	-0.037	0.345	**0.139**	**0.000**
5	**-0.169**	**0.000**	-0.064	0.087	**0.121**	**0.000**

Panel B. 사건일별 AAR

Event day	전체샘플			국민연금공단 발표		
	AAR	obs	p-value	AAR	obs	p-value
-5	-0.004	94	0.099	-0.005	73	0.037
-4	-0.004	94	0.052	-0.005	73	0.033
-3	-0.001	94	0.789	0.000	73	0.978
-2	-0.002	94	0.347	-0.001	73	0.560
-1	0.003	94	0.150	0.005	73	0.066
0	-0.001	94	0.723	0.000	73	0.804
1	0.002	94	0.197	0.002	73	0.167
2	0.000	94	0.873	0.002	73	0.312
3	0.001	94	0.492	0.002	73	0.219
4	-0.004	94	0.011	-0.005	73	0.008
5	-0.005	94	0.013	-0.007	73	0.006

주: 본 표는 각 거래주체의 사건일별 순거래비율을 측정한 자료이다. Tim은 (매수수량 - 매도수량)/(매수수량 + 매도수량) 을 이용하여 산출가능하다. Tim mean은 각 사건일별 횡단면 Tim의 평균을 산출한 값이다. P-value는 각 사건일별 주식들의 횡단편 표준편차를 활용하여 t test를 실행한 후 얻어진 p value의 값이다. Panel B는 전체샘플과 국민연금공단이 발표한 샘플의 횡단면 평균 초과수익률을 나타낸다.

〈표 10〉 각 기관 유형별 Trade imbalance 분석

Event Day	투신	보험	사모펀드	연기금	기타금융
-5	-0.050	0.060	-0.215***	0.029	0.018
-4	-0.074	0.162**	0.072	0.005	-0.438***
-3	-0.101	-0.092	0.021	-0.010	0.330***
-2	0.080	-0.120*	-0.263***	0.011	0.423***
-1	-0.056	-0.242***	0.173**	0.113**	0.346**
0	-0.113	-0.213***	-0.107	-0.134**	-0.141
1	-0.045	-0.046	-0.247***	0.001	-0.036
2	-0.230***	-0.099	-0.290***	-0.086	0.154
3	-0.212***	-0.059	-0.239***	-0.075	-0.037
4	-0.370***	-0.387***	-0.379***	-0.085**	-0.017
5	-0.241***	-0.058	-0.078	0.009	-0.075

주: 본 표는 기관투자자를 투신, 보험, 사모펀드, 연기금, 기타금융으로 구분하여 trade imbalance를 분석하였다. 분석 시, 거래강도를 확인하기 위해 거래가 없는 경우는 제외하고 분석하였다. 각 표의 값은 횡단면 평균 TIM을 의미한다. 각 값들의 경우 횡단면 표준편차와 평균을 활용하여 t test를 실시했으며, 그 결과를 *로 나타냈다. ***는 1%미만, **는 5%미만, *는 10%미만에서 유의한 것을 의미한다.

V. 결 론

본 연구에서는 대량보유보고가 2020년부터 개정됨에 따라, 보유목적을 단순투자에서 일반투자로 변경하였을 때, 시장반응과 거래를 분석하였다. 대량보유보고는 자본시장법이 개정되면서 기존의 단순투자와 경영참여목적 투자에서 단순투자, 일반투자, 경영참여목적으로 세분화되었다. 단순투자와 경영참여목적과 달리 신설된 일반투자목적은 기존의 단순투자와 달리 투자자들의 적극적 주주활동이 가능케 하였다. 특히, 지배구조개선 등을 요청할 수 있다는 점에서 연기금과 자산운용사들이 활용할 가능성이 높다. 이에 본 연구에서는 2020년부터 2월부터 7월까지 공시한 총 94건의 일반투자목적 변경 건을 이용하여 분석하였다.

기초적으로 분석한 결과 국민연금공단이 총 73건으로 가장 많은 보유목적 변경공시를 실시한 것을 알 수 있다. 그리고 공시보고자 대다수가 자산운용사와 국민연금공단임을 확인할 수 있었으며, 지배구조 등급이 A와 A+인 경우도 존재하였다.

공시에 대한 시장반응을 분석한 결과, 공시 1일 전부터 1일 후까지의 수익률은 0.004로 0.4%p 초과성과가 존재함을 확인할 수 있었다. 특히, 국민연금이 공시한

경우는 0.007로 0.7%p 초과성과가 존재하였다. 이에 본 연구에서는 이 효과가 기존의 지배구조수준이 초과성과에 미칠 수 있다고 판단하여 분석한 결과 통계적 차이를 확인하기는 어려웠다. 반면, 국민연금이 공시할 경우 더 높은 이상수익률이 발생함으로써 국민연금 효과를 확인하였다.

본 연구는 Trade imbalance라는 연구방법론을 이용하여 공시일 기준 거래형태에 대해 분석하였다. 분석결과, 개인투자자들은 보유목적 변경공시가 발생하자, 순매입을 하는 것으로 나타났으며, 기관투자자들은 순매도를 하는 것으로 나타났다. 이와 같은 거래 패턴은 기관투자자들 중 투신과 사모펀드에서 강하게 발생하였다.

이 결과들을 종합하면 공시에 대한 효과가 처음에는 양의 초과수익률을 발생하나, 4일과 5일 후 음의 성과로 인해 사라지는 것으로 보인다. 또한, 개인투자자들의 공시 이후 순매수가 발생하는 것으로 보여진다. 하지만 이와 같은 결과가 2020년 이후 높아진 개인투자자들의 거래에 있어 독립적으로 해석되기 어려운 한계점이 있다. 이에 지속적인 관찰과 추후 연구는 필요할 것으로 판단된다.

본 연구의 시사점은 다음과 같다. 우선, 본 연구는 보유목적 신설 및 공시에 대한 시장 반응연구를 최초로 시도했다. 기존의 지배구조 개선과 관련된 공시는 인수 합병에 초점이 맞춰져 있다. 이러한 인수합병과 달리 지배구조 개선과 같이 적극적 주주활동만을 하겠다는 공시는 세계적으로 찾아보기 어렵다. 이에 본 연구를 통해 적극적 주주활동에 대한 공시가 시장에 미치는 영향을 확인할 수 있다.

다음으로, 본 연구는 국민연금의 공시효과에 대해 연구했다. 2000년대 초반, CalPERS effect와 같이 연기금의 공시가 지배구조의 개선에 영향을 미치기 때문에 장기성과에 기여한다는 연구가 존재했다. 이와 같은 연구는 국내 시장을 배경으로, 국민연금의 대규모 공시와 관련된 연구만이 존재하였으나, CalPERS와 같이 targeting list를 발표하는 것으로 보기는 어렵다. 본 연구 또한 targeting list는 아니지만 국민연금의 투자목적 변경공시효과에 대해 다른 공시자들과 비교하여 분석했다.

또한, 국민연금의 보유목적변경 공시로 인한 이상수익률의 변화를 볼 때, 시장의 투자자들은 국민연금의 보유목적변경 공시에 긍정적 기대를 가지는 것으로 보인다. 하지만 이 효과가 지속적으로 나타나는 것은 확인되지 않는다. 발표이후의 이상수익률은 4일과 5일을 기점으로 감소하는 것을 알 수 있다. 만약 국민연금공단에서 지배구조를 개선하고 할 때, 정책적 관점에서 보유목적변경 공시와 활동을 통해 지배구조 개선으로 인한 긍정적인 주가 반응을 기대할 수 있다.

본 연구의 한계점으로는 보유목적 변경이 신설되어 자료의 시계열이 충분치 않다는

점이다. 이러한 한계점으로 인해 장기성과 또는 기업지배구조의 변경이 반영되는 부분을 확인하기에는 어려움이 존재한다. 추후 연구에서는 추가적인 자료를 확보하여 보유목적변경 공시로 인해 장기성과의 변화를 측정하고 각 기업의 지배구조의 변화가 존재하는지 확인해볼 필요가 있다.

■ 참 고 문 헌

1. 곽승준 · 석승우, “정보와 환경규제: 환경정보 보도와 주가반응,”『경제학연구』, 제49집 제3호, 2001, pp. 145-164.
2. 김병태, 『외국의 주식 대량보유 보고제도의 현황과 시사점』, 한국경제연구원, 2015, pp. 1-52.
3. 김성민 · 장용원, “외국인투자자의 투자기간과 기업의 배당정책,”『한국증권학회지』, 제41권 제5호, 2012, pp. 781-812.
4. 김연준, 『5% 대량보유 보고제도 및 단기매매차익 반환제도 개선』, 금융위원회, 2019, pp. 1-5.
5. 김창수, “스톡옵션의 공시효과와 기업 특성,”『재무연구』, 제15권 제2호, 2002, pp. 1-42.
6. 김한나 · 연강흠, “기관투자자 의결권 반대행사의 경영진 견제효과,”『한국증권학회지』, 제43권 제1호, 2014, pp. 1-22.
7. 문혜정 “빅데이터의 경제통계 활용 현황 및 시사점,”『한국경제포럼』, 제11권 제4호, 2019, pp. 89-105.
8. 박경서 · 변희섭 · 이은정, “한국주식시장에 사후적 지배구조 프리미엄이 존재하는가?”『한국증권학회지』, 제38권 제4호, 2009, pp. 423-454.
9. 박순홍 · 신현한, “기업지배구조와 인수합병 (M&A) 공시효과,”『경영학연구』, 제39권 제3호, 2010, pp. 519-540.
10. 박춘광, “기업 합병과 인적분할에 대한 공시효과,”『대한경영학회지』, 제19권 제5호, 2006, pp. 1737-1754.
11. 손승태 · 이윤구, “기관투자자지분율과 배당정책의 관련성,”『대한경영학회지』, 제19권 제1호, 2006, pp. 113-139.
12. 엄윤성, “기업 지배권 시장에서 대규모 투자자의 역할,”『대한경영학회지』, 제25권 제9호, 2012, pp. 3533-3551.
13. 이관영, “코스닥시장에서 기업지배구조와 인수합병공시효과,”『유라시아연구』, 제13권 제4호, 2016, pp. 67-88.
14. 장봉규 · 정두식. “증권거래법 개정과 합병공시효과,”『재무관리연구』, 제21권 제1호, 2004, pp. 59-86.
15. 정형찬, “한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안,”『재무관리연구』, 제14권 제2호, 1997, pp. 273-312.
16. Ang, J. S., R. A. Cole, and J. W. Lin, “Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 2000, pp. 81-106.
17. Brav, A., Jiang, W., Partnoy, F., and R. Thomas, “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance,” *Journal of Finance*, Vol. 63, No. 4, 2008, pp. 1729-1775.

18. Brown, S. J. and J. B. Warner, "Measuring Security Price Performance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, No. 3, 1980, pp. 205-258.

19. _____, "Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 1, 1985, pp. 3-31.

20. Carhart, M. M., "On Persistence in Mutual Fund Performance," *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 1, 1997, pp. 57-82.

21. English II, P. C., T. I. Smythe, and C. R. McNeil. "The "CalPERS Effect" Revisited," *Journal of Corporate Finance*, Vol. 10, No. 1, 2004 pp. 157-174.

22. Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, and R. Roll, "The Adjustment of Stock Prices to New Information," *International Economic Review*, Vol. 10, No. 1, 1969, pp. 1-21.

23. Fama, E. F., and K. R. French, "The Cross Section of Expected Stock Returns," *Journal of Finance*, Vol. 47, No. 2, 1992, pp. 427-465.

24. Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118, No. 1, 2003, pp. 107-156.

25. Holderness, C. G., and D. P. Sheehan, "Raiders or Saviors? The Evidence on Six Controversial Investors," *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 4, 1985, pp. 555-579.

26. _____, "Monitoring an Owner: The Case of Turner Broadcasting," *Journal of Financial Economics*, Vol. 30, No. 2, 1991, pp. 325-346.

27. Shleifer, A., and R. W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, Vol. 94, No. 3, Part 1, 1986, pp. 461-488.

A Study on the Announcement Effect of the Report of Change in the Purpose of Bulk-Holding in the Korea Stock Market: Transition of General Investment Purpose*

Keun Woo Park** · Sang Hee Won*** · Chong-Hyun Won****

Abstract

In 2020, a plan to revise the disclosure act of report on bulk holdings was implemented. The purposes of holding stocks in bulk have been subdivided into the simple investment, general investment, and management participation. If shareholders report general investment objectives for investment purposes, shareholder activism is possible. Thus the reported company may have a governance improvement effect. This study analyzed market reactions when changes were made for general investment purposes from simple investment purposes. This study analyzed market reactions when bulk-holding investors made changes for general investment purposes from simple investment purposes. As a result of the analysis, firms that have changed holding objectives have an average abnormal return of 0.4%p from one day before the date of

Received: Sept. 18, 2020. Revised: Oct. 12, 2020. Accepted: Oct. 21, 2020.

* Contents of this paper are the authors' personal views and do not represent the views of special committee.

** First Author, Researcher, National Pension Fund Management Special Committee, 12th Floor, NPS Bldg, ChungJeong-ro 36, Seodaemun-gu, Seoul 03741, Korea, Phone: +82-2-6349-0004, e-mail: pkw881@gmail.com

*** Second Author, Researcher, National Pension Fund Management Special Committee, 12th Floor, NPS Bldg, ChungJeong-ro 36, Seodaemun-gu, Seoul 03741, Korea, Phone: +82-2-6394-0002, e-mail: w10083256@korea.kr

**** Corresponding Author, Chair of Council of Investment Policy, National Pension Fund Management Special Committee, 12th Floor, NPS Bldg, ChungJeong-ro 36, Seodaemun-gu, Seoul 03741, Korea, Phone: +82-2-6349-0001, e-mail: secot@korea.kr

disclosure until one day after the date of disclosure. This effect, if disclosed by the National Pension Service, results in a higher average abnormal return of 0.7 percent Next, we analyzed the investors' transactions based on the disclosure date. Individual investors' trade imbalance rises after the disclosure, and institutional investors' trade imbalance falls. These results seem to be due to individual investors' expectations for improved corporate governance in the future. Besides, this study shows that a short-term decline in performance may occur five days after the announcement of changes in investment purposes. This study contributes to the literature on the announcement effect of the public pension fund and the literature on governance improvement disclosure through hand-collecting data. On the other hand, this study was conducted shortly after the revision of the act of report on holding stock of bulk was implemented, and there are limitations that lack time series to measure the long-term performance of the announcement effect.

Key Words: change in the purpose of bulk-holding, general investment purpose, announcement effect, event study

JEL Classification: G14, G38