

**대주주 대량매도·매수 공시 신고에 따른  
시장반응 분석 연구\***  
**: 금융업을 중심으로**  
**강 혜 민\*\* · 최 영 문\*\*\***

**< 국문초록 >**

**[연구목적]** 본 연구는 금융업을 중심으로 한 대주주의 대량매수·매도 공시에 따른 시장반응에 대한 자료를 알아보기 위해 전자공시시스템(DART)에 공시되어 있는 대주주 소유변동신고서를 통해 코스닥 상장시장과 유가증권 상장시장을 대상으로 분석하였다.

**[연구방법]** 대주주의 대량매도와 매수에 대한 시장반응을 분석하기 위해 대주주의 대량 매도 및 매수 공시일을 기준으로 전후 10일간의 주가에 대한 누적초과수익률을 분석하였다.

**[연구결과]** 본 연구의 분석결과는 다음과 같다. 주식의 대량취득공시 신고일은 보고의무발생일로부터 5일 이내로 규정되어 있으므로 공시일 이전에 대량취득이 완료되는 경우가 대부분이라는 점을 고려할 때, 대주주 지분을 변동에 대한 정보가 취득완료일과 공시일 사이에 시장에 알려져 주가에 반영되고 있는 것으로 보인다. 금융업 대주주의 대량매도·매수 변동에 따라 5일 이내에 공시가 잘 이루어지고 있으며 정보가 더 원활히 교환되어 의사결정을 하는데 유의적인 영향을 미쳐 시장반응이 활발히 일어나고 공시제도가 잘 이루어지고 있음을 추론할 수 있다.

**[연구의 시사점]** 본 연구의 결과는 대주주의 대량 매도 및 매수 의무공시제도는 시장의 투자자들에게 효율적 정보를 제공하며 이러한 정보가 시장에서 효율적으로 반영되고 있음을 시사하는 것이다.

주제어: 대주주, 대량매수, 매도, 공시, 시장반응

논문접수일: 2020.12.14. 논문수정일: 1차(2021.02.13.) 게재확정일: 2021.02.28.

\* 이 연구결과물은 강혜민 석사학위 논문을 정리한 것임.

\*\* 경남대학교 일반대학원 경영학과 박사과정 (제1저자)

\*\*\* 경남대학교 경영대학 경영학부 부교수 (교신저자)

# The Analysis of the Market Response based on the Public Announcement of the Bulk Buying & Mass Sale by Major Stockholders\* : A Study on the Financial Business

Kang, Hyemin\*\* · Choi, Young – moon\*\*\*

## < Abstract >

**[Purpose]** To search the data on the market response from the public announcement of the bulk buying & sale by major stockholders who mainly focus on financial industry, in this study KOSDAQ Market and listed securities market were analyzed through the report for the change of major stockholder published on DART.

**[Methodology]** The stock price reaction for 10 days or so resulted from official notice of the bulk buying & sale by major stockholders were surveyed through Cumulative Average Residual(CAR).

**[Findings]** Considering that the bulk acquisition is completed before the disclosure because the declaration date for bulk acquisition of stock is stipulated within five days from the date of the obligation of reporting, the information about fluctuations in share holding ratio is known to the market between completion date of acquisition and disclosure date and as a result such analysis results are reflected in the stock market. It can be inferred from this study that based on the changes of the bulk buying & sale by major stockholders of financial industry, the public announcement is being made within 5 days and the smooth exchange of information has a significant effect on decision making and the market response is active and disclosure system is well under way.

**[Implications]** The results of this study suggest that the large-scale shareholder's mandatory sale and purchase disclosure system provides efficient information to investors in the market and that such information is reflected efficiently in the market.

Key word: A major shareholder, Mass sale, Buying, public announcement, Market reaction

Received: 2020.12.14. Revision: 1st(2021.02.13) Accepted: 2021.02.28.

\* This research result is a summary of Hyemin Kang's master's thesis

\*\* Ph.D. program Student, Division of Business Administration, Kyungnam University (First Author)

\*\*\* Associate Professor, Division of Business Administration, Kyungnam University  
(Corresponding Author)

## I. 서 론

대주주는 속해 있는 집단에서 가장 많은 주식 또는 실질적으로 기업을 소유하고 있거나 지배하고 있는 주주를 말한다. 증권관리법 상의 대주주 1인의 정의는 주주 1인과 그의 친족 및 기타 특수관계자가 소유하는 주식의 수가 가장 많은 자를 말한다.<sup>1)</sup> 『제153조 (주식 등의 대량보유 등의 보고)』에 따르면, 주식 등의 대량보유상황보고제도(5%보고제도)는 주식 등의 대량취득·처분에 관한 정보를 정확하고 신속하게 공시하게 함으로써 주식시장의 투명성을 제고하여 투자자를 보호하며 불공정거래를 예방하며 기존 대주주에 대한 적대적인 주식매수·매도사실을 공시하도록 하는 장치로써 기업지배권 경쟁의 공정성을 확보하기 위한 제도이다.<sup>2)</sup> 대주주가 주식을 매도하거나 매수하는 경우에는 거래 규모 단위가 일반 거래 단위보다 크고 높은 지분율로 인해 시장에서 유통되는 주식수가 적으므로 대주주의 대량매도·매수가 주식시장에 미치는 영향은 크다.

1970년대 후반에 완전히 성숙되지 못한 시장여건과 기관투자자들의 상대적인 열세로 정보를 분석하는데 시장참여자들의 능력이 충분하지 못하며 기업경영자의 입장에서도 신호전달 기능을 활용할 만큼 충분한 인식이 되어있지 못하고 우리나라 주식시장에서 주식거래가 시장이 이를 제대로 해석할 능력이 부족하고 기업이 이익 성과와 관련한 신호를 제대로 전달해 주지 못하고 있다고 해석하였다(이영배, 1987).<sup>3)</sup> 우리나라에서는 주식시장에 미치는 영향에 대한 실증적 분석이 많이 부족할 뿐만 아니라 대량매도·매수에 관한 자료도 체계적으로 발표되지 못하고 있다. 이러한 점에서 우리나라 자본시장에 대한 연구의 필요성이 느껴지며, 우리나라 자본시장이 양적인 발전에도 불구하고 여전히 구조적으로 많은 문제점들을 내포하고 있다. 최근에는 미국을 중심으로 대량매도·매수에 관한 실증분석 한 연구들이 발표되어지고 있으며 새로운 분석을 위한 시도가 이루어지고 있다.

국내에서도 대주주 대량매도·매수와 관련한 차별적인 시장반응에 대한 연구가 많이 이루어지지 않았고, 다른 선행연구들에선 전체기업과 관련한 매도에 대한 연구는 몇몇 있지만 본 연구는 기존의 연구들과 달리 특정하게 금융업을 중심으로 한 대주주들의 지분변동의 중요한 형태인 주식대량매도·매수 공시에 따라 주식시장에 어떠한 영향을 미치는지 이러한 공시 정보가 자본시장에 효율적으로 반영되는지를 실증적으로 알아보고자 한다. 금융업 대주주들의 주식대량매도·매수는 기업의 주된 의사결정자로서 기업과 관련된 중요한 사건이 내포되는 행위로 간주되어 이러한 사건에 대한 금융업 대주주가 대량매도·매수 한 공시일 시점 전·후

1) [네이버 지식백과] 대주주 (용어해설) (주)영화조세통람 <http://www.taxnet.co.kr/>

2) [네이버 지식백과] 대주주 (용어해설) (주)영화조세통람 <http://www.taxnet.co.kr/>

3) 이영배(1987), “주식분할의 정보성과 회계이익 변동과의 관계에 관한 실증연구”, 석사학위 논문, 연세대학교 대학원

±10일로 시장모형들을 이용한 실증분석의 시장반응을 살펴보고 전체시장과 세부적인 시장으로 나누어서 대주주의 매도·매수 공시에 따른 차별적 시장반응을 분석할 것이다.

## II. 선행연구 및 이론적 고찰

### 2.1 지분공시제도 의미

주식 등의 대량보유상황보고제도에는 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률』 상 5%와 『금융 산업 구조개선에 관한 법률』 2가지가 있다.

『자본시장 금융 투자업에 관한 법률』 상 5%는 『자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제147조(주식 등의 대량보유 등의 보고)』에 따라 주권상장법인의 주식 등을 대량보유(본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 그 주식 등의 총수의 5/100인 경우)하게 된 자는 보유주식 등의 수의 합계가 1%이상 변동하게 된 경우 또는 보유상황과 보유목적 및 보유주식 등에 관한 주요계약내용 보유주식의 주요계약내용 등이 변경되는 경우에는 그 변경사항을 5일 이내에 금융위원회와 한국거래소에 보고하여야 하는 제도이다. 기관투자자의 경우에는 『자본시장과 금융 투자업에 관한 법률』 시행령 제154조(대량보유 등의 보고에 대한 특례) 제3항에 따라 경영참가 또는 지배권 취득의 목적이 없는 경우 보유 또는 변동이 있는 경우에는 변동이 있었던 달의 다음 달인 10일까지 보고해야한다.<sup>4)</sup>

『금융 산업 구조개선에 관한 법률』 상 5%룰은 금융기관이 특정 회사 주식을 20% 이상 소유하거나 5% 이상 소유하게 되면서 계열사들과 함께 사실상 지배하는 경우(주식소유비율이 1위에 해당할 때) 금융위원회의 승인을 받도록 규정한 제도이다. 『금융 산업의 구조개선에 관한 법률』 제24조는 금융기관 및 같은 기업집단에 속하는 금융기관이 다른 회사의 의결권 효력이 있는 주식을 5% 이상 소유하고 동시에 동일계열 금융기관이 속한 기업집단이 해당 회사를 지배할 경우에 다른 회사 주식을 20% 이상 소유하게 되면 금융위원회의 승인을 얻도록 규정하고 있다. 『금융 산업의 구조개선에 관한 법률』은 1997년 3월 원래 ‘합병 및 전환에 관한 법률’이었으나 명칭이 변경되었다. 당시에는 5%룰 위반에 대한 처벌규정이 없었는데 2000년에 신설되었다. 제27조(벌칙)에 따라 위반한 임원, 관리인 또는 청산인에게 1년 이하의 징역 또는 1,000만 원이하의 벌금을 부과할 수 있으며 제28조(과태료)에 따라 금융기관에게는 2,000만원의 과태료를 부과할 수 있게 되었다.<sup>5)</sup>

이 제도는 지난 1991년 12월 31일 상장법인의 경영권과 투자자보호가 조화를 이루게 하기

4) <http://find.krx.co.kr>

5) pmg 지식엔진연구소 시사상식사전, 박문각 <http://www.pmg.co.kr>

위해 도입되었으며, 『증권거래법』 제 200조의 경영권 보호장치인 주식대량보유제한공시제도에 대한 사법적인 의미를 가지고 있었다. 그러나 1994년 주식대량보유제한공시제도 『증권거래법』 200조가 폐지되면서 기업의 경영권 위협이 높아 공개매수 신고제도의 강화와 함께 경영권의 보완장치로서 중요성이 강화 되었고 시장의 적대적인 기업 인수·합병(M&A) 방어와 투명성을 제고함에도 효과를 볼 수 있었다. 주식대량보유상황보고제도는 증권거래법의 규제가 지금까지의 규제주의에서 공시주의로 변화되어 가는데 보탬이 되며, 자유경쟁체제 및 시장경제원리에도 도움이 되는 제도라고 할 수 있다.<sup>6)</sup>

자본 시장의 개방으로 투기적 펀드에 의한 기업 사냥이나 기업 간의 적대적 인수합병(M&A, mergers and acquisitions)이 늘어나고 있는 현실에 대한 대응책으로 볼 수 있으며 기존 대주주에 대한 적대적인 주식매수·매집사실을 신속하게 공시하도록 하는 장치로써 시장의 투명성을 제고하여 투자자를 보호하는 한편 특정 법인의 경영권 보유 또는 경영권에 영향을 주기 위한 목적으로 주식을 매입하는 경우, 그 내용을 해당 기관에 보고하고 해당기관은 그 내용을 공시함으로써 경영권을 가지고 있는 기존의 지배주주는 자신의 경영권 방어를 위해 조치를 취할 수 있다. 불공정거래의 감시 장치 역할을 수행하며 기업지배권 경쟁의 공정성을 확보하기 위한 것이다. 5% 룰은 기업경영권 시장 및 자본 시장에서 투기 목적의 자금 유입을 제어할 필요성이 있으며 공정성과 투명성을 확보하기 위한 조치로 큰 의미를 지닌다.<sup>7)</sup>

## 2.2 초과수익률모형의 종류 및 선행연구

Brown과 Warner(1980,1985)는 미국증권시장의 년·월·일별 주식 수익률과 관련한 자료들을 이용하여 다양한 시장 상황을 가정하여 비정상수익률을 측정하는 주요 성과측정 모형들인 평균조정수익률모형, 시장조정수익률모형 및 시장모형의 검정력을 판단하기 위해 시뮬레이션을 통해서 비교 분석하여 통계적 오류를 최소화하고 검정력을 높일 수 있는 사건연구 방법론을 제시하였다. 시뮬레이션을 비교 분석 한 결과 독립성을 가정하는 개별 기업과 초과수익률 사이의 횡단면 상관관계를 고려하지 않고 검정하는 방법 중에 검정력이 가장 높았고, 시장모형이 초과수익률을 발견하는 데에는 가장 우수함이 보인 것으로 나타났다.

### 2.2.1 시장모형

시장모형(Market Model)은 모든 주식 수익률에 공통적으로 영향을 미치게 되는 시장위험을 조정하여 정상수익률을 측정하는 모형이다. 시장모형은 개별자산의 수익률과 시장포트폴

6) pmg 지식엔진연구소 시사상식사전, 박문각 <http://www.pmg.co.kr>

7) <http://find.krx.co.k>

리오 수익률의 결합관계가 이 변량 정규분포일 때 개별자산(i)의 수익률( $R_{i,t}$ )과 시장포트폴리오의 수익률( $R_{m,t}$ )사이의 통계적 선형관계를 가정한 것이다. 샤프와 린트너에 의해 제시되었던 시장모형은 개별자산의 수익률과 시장포트폴리오 수익률의 결합관계가 이변량 정규분포일 때 자산(x)의 수익률 ( $R_{i,t}$ )과 시장포트폴리오의 수익률( $R_{m,t}$ ) 사이의 통계적 관계를 기술한 것이다.<sup>8)</sup>

$$AR_{it} = R_{(it)} - [\alpha(i) + \beta(i)R_{(m,t)}]$$

$AR_{it}$  = t 시점에서의 i 주식의 일별초과수익률  
 $R_{(it)}$  = t 시점에서의 i 주식의 일별주가수익률  
 $\beta(i)$  = i 주식의 체계적 위험 추정치  
 $\alpha(i) + \beta(i)R_{(m,t)}$  = 시장모형을 나타내는 정상적인 수익률

## 2.2.2 시장조정수익률모형

시장조정수익률모형(Market Adjusted Return Model)은 개별주식의 정상적인 기대수익률과 시장지수의 기대수익률이 동일하다고 가정하는 모형이다. 즉, 이 모형은 시장포트폴리오가 각 개별주식의 집합이고 각 개별주식의 체계적위험이 1이라고 가정하는 것과 같다.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{m,t}$$

$AR_{it}$  = i 기업의 t 기간의 초과수익률  
 $R_{it}$  = i 기업의 t기간의 실제수익률  
 $R_{m,t}$  = i 기간의 시장수익률

# Ⅲ. 표본기업의 선정 및 분석방법

## 3.1 표본기업 시장 분류 및 현황

본 연구는 금융업을 중심으로 한 대주주가 대량 매도·매수를 공시하였을 때 공시일을 기준 전·후의 시장반응에 대한 자료를 수집하기 위해 전자공시시스템(DART)에 공시되어 저 있는 대주주 소유 변동신고서를 통한 금융업을 대상으로 코스닥상장시장과 유가증권상장시장으로 분류하였다. 분석대상 기간의 설정은 공시일 전 -10일, 공시일 후 +10일을 사건기간으로 설정하였고 총 175건의 자료를 이용하였다.

8) 박주현(2001) “주식분할의 정보효과에 관한 실증적 연구”, 국민대학교대학원. pp.51~52.

구체적으로 표본기업을 선정할 기준은 다음과 같다.

- ① 유가증권상장시장과 코스닥상장시장에 상장된 기업으로 2010년 1월부터 2015년 12월까지 공시한 날짜로 선정하였다.
- ② 장내매도·매수 변동사유와 변동날짜를 확인할 수 있는 기업으로 선정하였다.
- ③ 공시시점을 기준으로 보통주, 우선주를 대상으로 하였으며, 상장폐지 및 관리종목은 제외시켰다.

<표 3-1> 표본기업 시장 분류 및 현황

변동사유	시장별	연도별	변동율
매도	유가증권상장시장	2010년~2012년	-0.32
		2013년~2015년	-22.57
	코스닥상장시장	2010년~2012년	-24.42
매수	유가증권상장시장	2010년~2012년	73.49
		2013년~2015년	16.5
	코스닥상장시장	2010년~2012년	68.45
전체(전체기간의 매수·매도에 대한 결과임)			111.13

주식대량매수·매도 공시일( $t=0$ )을 기준일로 하여 공시일 전 -10일( $t=-10$ ) 공시일 후 +10일( $t=+10$ )까지의 기간 동안 시장반응을 분석하였다. 전체시장을 대상으로 대주주의 대량 매수·매도 구분하여 공시 시점을 기준으로 시장반응이 어떠한 영향을 미치는지에 대한 누적초과수익률(CAR) 분석을 하였으며 차별적 시장반응 여부를 분석하기 위해 코스닥 상장시장과 유가증권상장시장을 구분하여 공시 시점을 기준으로 주식 대량 매수·매도를 함으로써 공시에 따른 시장반응이 어떠한 영향을 미치는지에 대해 분석하였다.

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 전체시장 대상 시장모형 실증분석

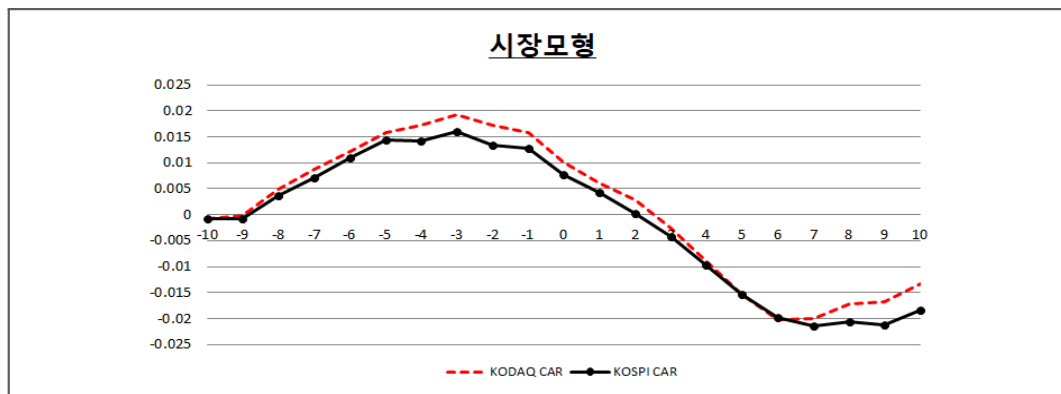
시장모형을 적용한 금융업 전체시장을 대상으로 한 대주주의 대량 매수·매도 공시에 대한 시장반응이 어떠한 지에 대해 비교 분석한 것이다.

<표 4-1> 대주주의 대량 매수·매도 공시에 대한 시장별 반응(시장모형)

DAY	KODAQ		KOSPI	
	CAR	P-Value	CAR	P-Value
-10	-0.0008	0.722	-0.0007	0.760
-9	-0.0002	0.944	-0.0008	0.801
-8	0.00480	0.268	0.0036	0.408
-7	0.0088	0.083*	0.0071	0.164
<b>-6</b>	0.0121	<b>0.034**</b>	0.0110	<b>0.067*</b>
<b>-5</b>	0.0159	<b>0.025**</b>	0.0144	<b>0.046**</b>
<b>-4</b>	0.0172	<b>0.039**</b>	0.0143	<b>0.078*</b>
<b>-3</b>	0.0193	<b>0.044**</b>	0.0161	<b>0.084*</b>
-2	0.0173	0.137	0.0133	0.248
-1	0.0158	0.267	0.0127	0.372
0	0.0101	0.560	0.0077	0.665
1	0.0062	0.762	0.0042	0.839
2	0.0029	0.902	0.0002	0.991
3	-0.0025	0.924	-0.0043	0.872
4	-0.0089	0.768	-0.0097	0.757
5	-0.0153	0.579	-0.0153	0.595
6	-0.0201	0.395	-0.0198	0.432
7	-0.0200	0.193	-0.0215	0.204
8	-0.0171	0.270	-0.0206	0.228
9	-0.0168	0.299	-0.0212	0.239
10	-0.0133	0.431	-0.0184	0.325

\*, \*\*는 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함

<그림 4-1> 시장모형 KOSDAQ시장 KOSPI시장 누적초과수익률(CAR)





이상의 결과에 따르면, <표 4-1>과 <그림 4-1>은 시장모형을 적용하여 누적초과수익률(CAR)을 측정하였으며, 코스닥 상장시장과 유가증권 상장시장별로 대주주가 주식매수·매도를 공시한 금융업 전체표본기업에 대해 공시일 기준 -10일부터 +10일까지의 누적초과수익률(CAR)의 검증결과를 제시한 것이다. 코스닥 상장시장의 누적초과수익률(CAR)은 공시일 전부터 모두 유의한 반응으로 증가하며 공시일 후 +1일~+2일에도 지속적으로 유의한 수준에서 하락하는 것을 볼 수 있다. 이러한 결과를 보았을 때 공시일 전부터 대주주들에게 충분히 정보가 전달되고 의사결정이 즉각적으로 이루어졌음을 볼 수 있다. 유가증권 상장시장 누적초과수익률(CAR)의 검증결과를 보면 누적초과수익률(CAR)은 공시일 -5일전부터 유의적인 반응으로 지속적으로 오르며 공시일 전 -3일에 절정을 이뤘다가 서서히 떨어지기 시작한다. 공시 전에 활발하게 정보가 시장에 반영되고 있다는 사실을 보여준다. 시장모형으로 분석해 보았을 때 코스닥 상장시장과 유가증권 상장시장의 결과가 별 차이는 없지만 정보 전달이 대주주 의사결정에도 영향을 미쳐 주가에 반영된 것을 알 수 있다.

## 4.2 전체시장 대상 시장조정수익률모형 실증분석

시장조정수익률모형을 적용하여 금융업 전체시장을 대상으로 한 대주주의 주식매수·매도 공시에 대한 시장별 반응이 차별적인 지의 여부에 대해 비교분석한 것이다.

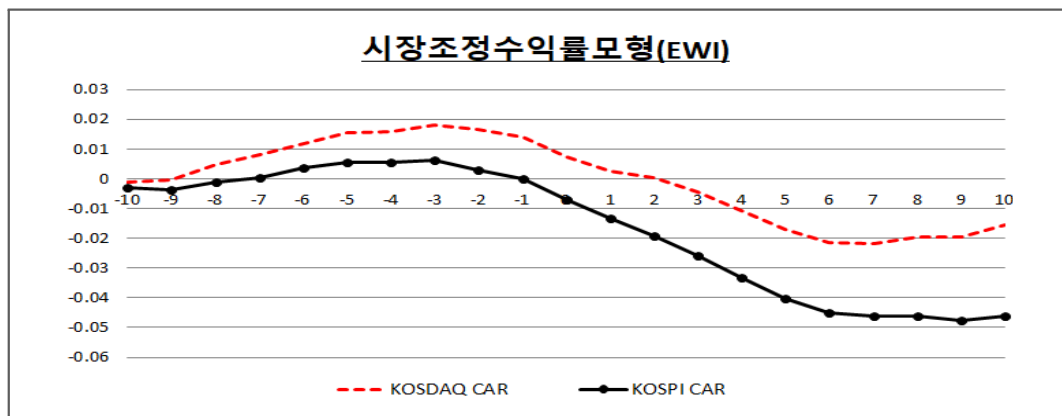
<표 4-2>와 <그림 4-2>는 시장조정수익률모형을 적용하여 누적초과수익률(CAR)을 측정하였으며, 주식매수·매도를 공시한 금융업 시장대상에 대해 공시일 기준 -10일부터 +10일까지의 누적초과수익률(CAR)의 검증결과를 제시한 것이다. 코스닥 상장시장 누적초과수익률(CAR)은 공시일 전 (-8일)부터 유의적인 반응이 나타나기 시작하였으며 공시 일 후 (+2)일부터 서서히 하락하기 시작한다. 유가증권 상장시장의 누적초과수익률(CAR)은 공시 전에 시장반응이 유의하게 이루어지지만 공시 시점 이후로부터는 급격히 떨어지기 시작한다. 이러한 결과로 보았을 때, 대주주가 매도·매수하였을 때 누적초과수익률(CAR)이 공시 전에 활발히 이루어지는 유의적인 반응이 보였고 공시 이후에는 공개적으로 모두 이용 가능한 정보는 주가에 충분히 반영되어져 있으므로 무의미한 것을 알 수 있다.

<표 4-2> 대주주의 대량 매수·매도 공시에 대한 시장별 반응 (시장조정모형)

DAY	KOSDAQ		KOSPI	
	CAR	P-Value	CAR	P-Value
-10	-0.0012	0.618	-0.0028	0.232
-9	-0.0005	0.885	-0.0039	0.226
-8	0.0047	0.250	-0.0012	0.778
-7	0.0082	<b>0.088*</b>	0.0004	0.911
-6	0.0116	<b>0.049**</b>	0.0036	0.431
-5	0.0153	<b>0.033**</b>	0.0056	0.260
-4	0.0160	<b>0.056*</b>	0.0055	0.348
-3	0.0180	<b>0.060*</b>	0.0061	0.359
-2	0.0165	0.158	0.0030	0.742
-1	0.0141	0.324	-0.0001	0.990
0	0.0075	0.671	-0.0070	0.641
1	0.0027	0.894	-0.0133	0.456
2	0.00041	0.986	-0.0191	0.363
3	-0.0043	0.871	-0.0260	0.276
4	-0.0107	0.727	-0.0333	0.233
5	-0.0171	0.540	-0.0401	0.107
6	-0.0213	0.376	-0.0452	0.028**
7	-0.0218	0.178	-0.0462	5.489
8	-0.0196	0.236	-0.0463	6.354
9	-0.0195	0.259	-0.0475	6.888
10	-0.0155	0.390	-0.0462	1.999

\*, \*\*는 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의함

<그림 4-2> 시장조정수익률모형을 적용한 KOSDAQ시장 KOSPI시장 누적초과수익률(CAR)



### 4.3 전체시장의 매도 매수 구분 실증분석

금융업 전체시장에 대한 매도 매수 공시를 구분하여 시장반응을 분석한 것이다.

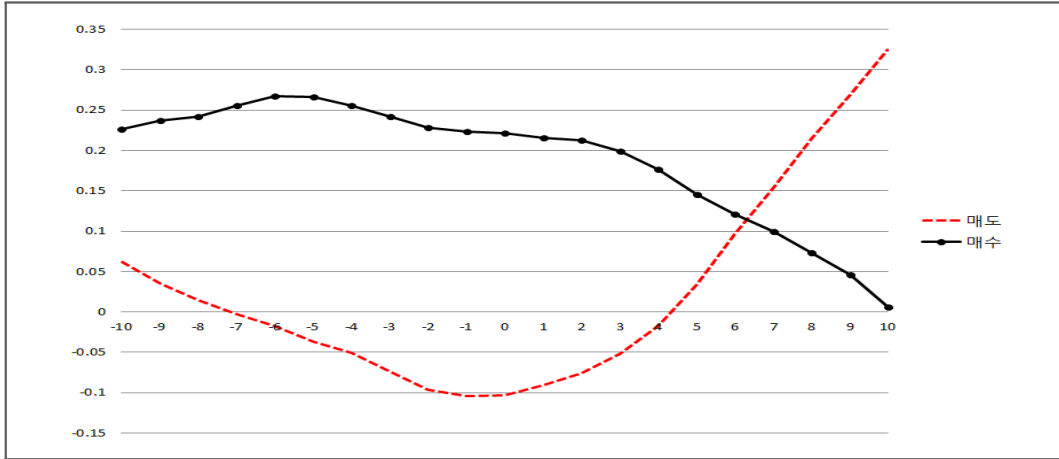
<표 4-3>과 <그림 4-3>은 전체시장을 대상으로 한 대주주의 대량매도·매수를 구분하여 누적초과수익률(CAR)을 분석하였다. 매도에 나타나는 누적초과수익률(CAR)은 공시 -3일전에 -0.0739(p=0.092)로 10%수준에서 유의적이며, 공시 일에는 -0.1032(p=0.004)로 1%수준에서 유의적이다. 공시 다음날인 -0.0904(p=0.015)로 5%수준에서 유의적이다.

<표 4-3> 전체시장 대상 대주주 대량매도·매수에 따른 시장반응 분석

Day	매도		매수	
	CAR	p-value	CAR	p-value
-10	0.0623	0.624	0.2267	0.259
-9	0.0348	0.715	0.2368	0.277
-8	0.0150	1.021	0.2415	0.618
-7	-0.0030	1.347	0.2551	0.885
-6	-0.0179	1.924	0.2671	0.249
-5	-0.0373	1.883	0.2662	0.344
<b>-4</b>	-0.0511	2.010	0.2555	<b>0.088*</b>
<b>-3</b>	-0.0739	0.092*	0.2414	<b>0.049**</b>
<b>-2</b>	-0.0960	<b>0.075*</b>	0.2278	<b>0.033**</b>
<b>-1</b>	-0.1047	<b>0.069*</b>	0.2235	<b>0.056*</b>
<b>0</b>	-0.1032	<b>0.004***</b>	0.2216	<b>0.060*</b>
<b>1</b>	-0.0904	<b>0.015**</b>	0.2158	0.324
2	-0.0761	1.258	0.2128	0.671
3	-0.0513	1.716	0.1990	0.894
4	-0.0177	0.456	0.1761	0.986
5	0.0340	0.757	0.1455	0.871
6	0.0970	0.954	0.1206	0.727
7	0.1542	0.888	0.0996	0.540
8	0.2150	2.123	0.0733	0.376
9	0.2691	0.922	0.0457	0.178
10	0.3258	2.214	0.0056	0.236

\*\*\* 1%수준에서 유의, \*\* 5%수준에서 유의 \* 10%수준에서 유의

<그림 4-3> 대주주 대량매도·매수 누적초과수익률(CAR)



매도 누적초과수익률(CAR)이 음(-)의 반응이 나왔다는 것은 대주주의 매도결정 의사결정에 대해 악재가 존재할 것이라는 기대가 반영된 것으로 추정된다. 매수에 나타나는 누적초과수익률(CAR)은 공시 -4일전에 0.2555(p=0.088) 10% 유의적인 반응이 보였고, 공시 일에는 0.2216(p=0.060) 10% 수준에서 유의성이 검증되었다. 대주주가 매수하였을 시 누적초과수익률(CAR)이 정(+)의 반응이 나왔다는 것은 매수 의사결정에 대해 호재가 존재할 것이라는 기대가 반영된 것으로 추정된다.

#### 4.4 코스닥 상장기업의 매도 매수 구분 실증분석

코스닥 상장기업의 주식 대량매도·매수 공시에 따른 시장반응을 분석하였다.

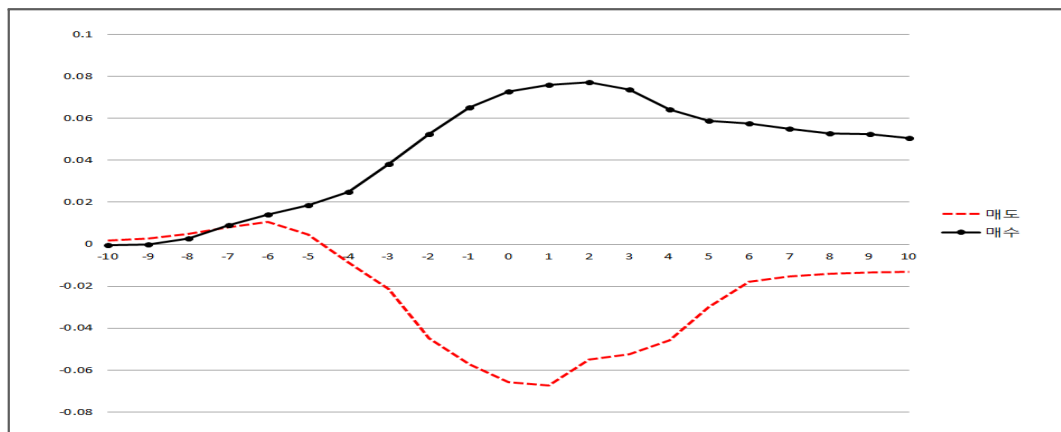
<표 4-4>와 <그림 4-4>는 코스닥 상장기업이 주식을 매도·매수 하였을 때 공시에 따른 차별적 시장반응을 분석하기 위한 누적초과수익률(CAR)을 측정한 검증결과이다. 코스닥 상장기업의 매도 누적초과수익률(CAR)은 공시일 -5일전부터는 음(-)의 반응이 나타나면서 공시 전에는 악재가 존재할 것이라는 것을 알고 하락하였다가 공시 이후에는 정보를 파악하고 서서히 올라가며 지속적으로 유지되어진다. 매수 누적초과수익률(CAR)은 공시 전부터 호재가 존재할 것이라는 정보효과가 일어남에 따라 공시 전 -5일부터 상승하기 시작하며 공시시점에 가장 유의적인 반응이 일어나고 공시 이후에는 지속적으로 유지된다. 이러한 결과로 보았을 때, 코스닥 상장기업의 주식매도는 공시시점 이전부터 악재라는 정보가 전달되어 하락하다가 공시시점 이후에 정보를 파악한 후 매도거래를 하다가 별 다른 반응이 없다. 매수 공시 전에는 활발히 유의적인 반응이 나타나다가 공시시점 이후로는 모두가 파악하고 있는 정보는 주가에 이미 반영되어짐으로 별 다른 반응이 없다.

<표 4-4> 코스닥 상장기업의 주식 대량 매도·매수의 시장반응 분석

DAY	매도			매수		
	AR	CAR	P-Value	AR	CAR	P-Value
-10	0.0016	0.0016	0.515	-0.0005	-0.0005	0.888
-9	0.0012	0.0028	0.612	0.0004	-0.0001	0.796
-8	0.0021	0.0049	0.601	0.0027	0.0026	0.458
-7	0.0033	0.0082	0.483	0.0065	0.0091	<b>0.078*</b>
-6	0.0024	0.0106	0.561	0.0051	0.0142	0.278
-5	-0.0059	0.0047	0.135	0.0044	0.0186	0.115
<b>-4</b>	<b>-0.0134</b>	<b>-0.0087</b>	<b>0.018**</b>	0.0062	0.0248	<b>0.085*</b>
<b>-3</b>	<b>-0.0126</b>	<b>-0.0213</b>	<b>0.024**</b>	0.0134	0.0382	<b>0.022**</b>
<b>-2</b>	<b>-0.0234</b>	<b>-0.0447</b>	<b>0.003***</b>	0.0142	0.0524	<b>0.025**</b>
<b>-1</b>	<b>-0.0125</b>	<b>-0.0572</b>	<b>0.026**</b>	0.0129	0.0653	<b>0.038**</b>
0	-0.0087	-0.0659	0.114	0.0076	0.0729	<b>0.078*</b>
1	-0.0013	-0.0672	0.264	0.0032	0.0761	0.324
2	0.0123	-0.0549	0.282	0.0012	0.0773	0.196
3	0.0025	-0.0524	0.559	-0.0035	0.0738	0.472
4	0.0066	-0.0458	0.327	-0.0095	0.0643	0.188
5	0.0157	-0.0301	0.187	-0.0054	0.0589	0.395
6	0.0121	-0.018	0.299	-0.0014	0.0575	0.678
7	0.0027	-0.0153	0.543	-0.0024	0.0551	0.514
8	0.0011	-0.0142	0.627	-0.0022	0.0529	0.527
9	0.0008	-0.0134	0.762	-0.0003	0.0526	0.912
10	0.0003	-0.0131	0.834	-0.0019	0.0507	0.650

\*\*\* 1% 수준에서 유의, \*\* 5% 수준에서 유의, \* 10% 수준에서 유의

<그림 4-4> 코스닥 상장기업의 주식매도·매수 공시에 따른 누적초과수익률(CAR)



#### 4.5 유가증권 상장기업의 매도 매수 구분 실증분석

유가증권 상장기업의 주식 대량매도·매수 공시에 따른 시장반응을 분석하였다.

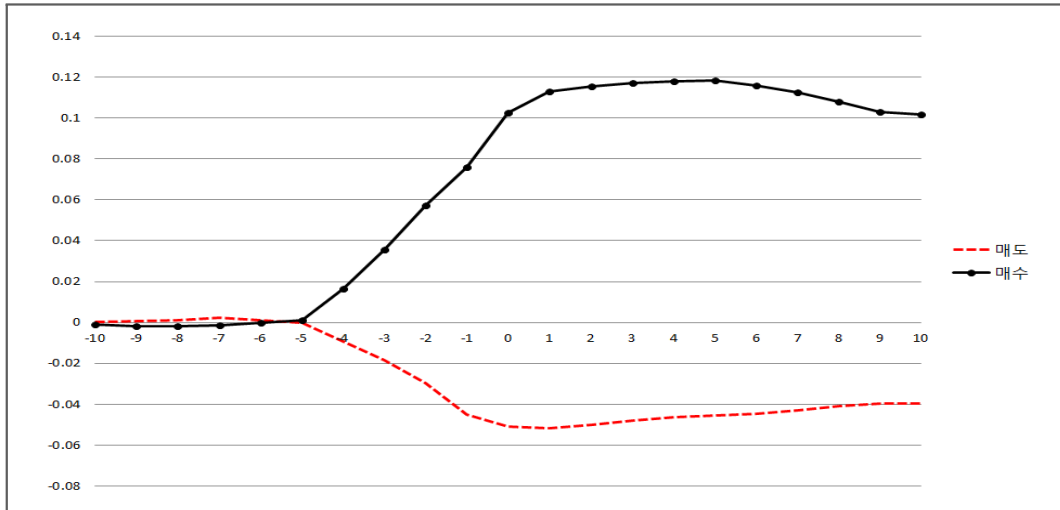
<표 4-5>와 <그림 4-5>는 유가증권 상장기업의 주식 대량매도·매수 공시에 대한 시장 반응을 알아보기 위해 누적초과수익률(CAR)을 분석한 결과이다. 유가증권 상장기업 주식 대량매도 공시의 시장반응을 보면 공시일 전 (-5)일부터 음(-)의 반응으로 나타나면서 공시 시점에는 하락하고 그 이후에는 별 반응도 없이 지속적으로 유지되고 있다.

<표 4-5> 유가증권 상장기업의 주식 대량 매도·매수의 시장반응 분석

Day	매도			매수		
	AR	CAR	p-value	AR	CAR	p-value
-10	0.0002	0.0002	0.955	-0.0012	-0.0012	0.189
-9	0.0005	0.0007	0.716	-0.0005	-0.0017	0.624
-8	0.0004	0.0011	0.689	-0.0001	-0.0018	0.725
-7	0.0013	0.0024	0.398	0.0004	-0.0014	0.677
-6	-0.0012	0.0012	0.257	0.0011	-0.0003	0.324
-5	-0.0015	-0.0003	0.231	0.0015	0.0012	0.422
<b>-4</b>	<b>-0.0092</b>	<b>-0.0095</b>	<b>0.019**</b>	0.0154	0.0166	<b>0.057*</b>
<b>-3</b>	<b>-0.0088</b>	<b>-0.0183</b>	<b>0.022**</b>	0.0192	0.0358	<b>0.022**</b>
<b>-2</b>	<b>-0.0112</b>	<b>-0.0295</b>	<b>0.013**</b>	0.0213	0.0571	<b>0.007***</b>
<b>-1</b>	<b>-0.0154</b>	<b>-0.0449</b>	<b>0.008***</b>	0.0188	0.0759	<b>0.025**</b>
<b>0</b>	<b>-0.0062</b>	<b>-0.0511</b>	<b>0.057*</b>	0.0266	0.1025	<b>0.002***</b>
1	-0.0005	-0.0516	0.824	0.0104	0.1129	<b>0.034**</b>
2	0.0015	-0.0501	0.354	0.0027	0.1156	0.213
3	0.0022	-0.0479	0.284	0.0015	0.1171	0.422
4	0.0014	-0.0465	0.401	0.0008	0.1179	0.584
5	0.0008	-0.0457	0.627	0.0005	0.1184	0.647
6	0.0011	-0.0446	0.513	-0.0026	0.1158	0.264
7	0.0015	-0.0431	0.354	-0.0033	0.1125	0.321
8	0.0021	-0.0410	0.296	-0.0045	0.108	0.565
9	0.0014	-0.0396	0.378	-0.0048	0.1032	0.524
10	0.0001	-0.0395	0.924	-0.0014	0.1018	0.167

\*\*\* 1% 수준에서 유의, \*\* 5% 수준에서 유의 \* 10% 수준에서 유의

<그림 4-5> 유가증권 상장기업의 주식 대량매도·매수 공시에 대한 누적초과수익률(CAR)



주식 대량 매수 공시는 공시일 전 (-5)일부터 서서히 올라가기 시작하여 공시시점에 가장 높게 나타났으며 그 이후로는 별 반응 없이 꾸준히 지속적으로 유지됨이 나타났다. 이러한 결과로 보았을 때, 공시일 전에 정보가 활발하게 이루어지고 있으며, 공시 시점에는 공개된 정보가 유용성이 떨어진다고 생각함으로써 별 다른 반응이 없는 것으로 나타난다.

## V. 결 론

국내에서도 대주주의 대량매도·매수를 비교한 차별적인 시장반응에 대한 연구가 많이 이루어지지 않았다. 다른 선행연구들을 살펴 본 결과, 전체기업을 대상으로 한 매도에 대한 연구는 몇몇 있지만 본 연구는 기존의 연구들과 달리 특정하게 금융업을 중심으로 한 대주주들의 지분변동의 중요한 형태인 주식대량매도·매수 공시에 따라 주식시장에 어떠한 영향을 미치는지 그리고, 이러한 공시 정보가 자본시장에 효율적으로 반영되는지를 실증적으로 알아보고자 한다. 대주주들의 주식 대량매도·매수는 기업의 주된 의사결정자로서 기업과 관련된 중요한 사건이 내포되는 행위로 간주되어 이러한 자본시장에서 일어나는 시장반응을 분석하기 위하여 이와 관련한 국내·외 선행연구를 하고 대주주가 공시하는 제도에 관한 이론적 연구를 하여 금융업을 중심으로 한 대주주 대량 매수·매도 공시에 대한 시장별 반응을 알아보기 위해 코스닥 상장시장과 유가증권 상장시장으로 분류하여 시장모형, 시장조정수익률모형을 이용하였고 전체시장을 대상으로 금융업 대주주의 매수 매도에 따른 시장반응을

분석하고, 이를 차별적으로 구분하기 위해 코스닥 상장시장과 유가증권 상장시장의 주식 매수와 매도 공시에 따른 시장반응을 보기위해 공시일 전 -10일 공시일 후 +10일로 실증분석하였다.

시장모형으로 금융업을 대상으로 대주주의 대량 매수 매도 공시에 대한 시장반응을 분석하였는데 코스닥 상장시장의 누적초과수익률(CAR)은 공시일 전부터 모두 정(+ )의 유의한 반응으로 증가하며 공시일 후 +1일~+2일에도 지속적으로 유의한 수준에서 하락하는 것을 볼 수 있었다. 유가증권 상장시장 누적초과수익률(CAR)의 검증결과를 보면 누적초과수익률(CAR)은 공시일 -5일전부터 유의적인 반응으로 지속적으로 오르며 공시일 전 -3일에 절정을 이뤘다가 서서히 떨어지기 시작한다. 이러한 결과를 보았을 때 공시일 전에 대주주들에게 활발하게 정보가 전달되어 시장에 반응함으로서 의사결정을 즉각적으로 이루어졌음을 볼 수 있다.

시장조정수익률모형(EWI)을 적용하여 누적초과수익률(CAR)을 측정하였으며, 코스닥 상장시장 누적초과수익률(CAR)은 공시일 전 -8일부터 유의적인 반응이 나타나기 시작하였으며 공시일 후 +2일부터 서서히 하락하기 시작한다. 유가증권 상장시장의 누적초과수익률(CAR)은 공시 전에 시장반응이 유의하게 이루어지지만 공시 시점 이후로부터는 급격히 떨어지기 시작한다. 이러한 결과로 보았을 때, 대주주가 매도·매수하였을 때 누적초과수익률(CAR)이 공시 전에 활발히 이루어지는 유의적인 반응이 보였고 공시 후에는 모든 공개적으로 이용 가능한 정보는 주가에 충분히 반영되어 있으므로 무의미한 것을 알 수 있다.

전체시장을 대상으로 한 대주주의 매도·매수 분석결과를 보면 매수는 공시일전에 지속적인 시장반응이 잘 이루어지고 있음으로서 대주주가 매수하는데 기대심리 호황이 있음을 알 수 있었고 매도하였을 때에는 매수와 완전히 차이 날 정도로 공시일 전에는 악재심리에 영향을 미쳐 시장반응이 없다가 공시 후에 반응이 활발함을 알 수 있다.

코스닥 상장기업과 유가증권 상장기업이 주식 매도·매수 공시에 따른 차별적 시장반응 여부를 분석한 결과, 코스닥 상장기업의 주식 매도는 공시일 -5일 전부터 음(-)의 반응이 나타나기 시작하며 공시시점에는 눈에 띄게 떨어지다가 공시 이후에 서서히 올라가면서 지속적으로 유지되었다. 주식 매수는 호재가 존재할 것이라고 판단되어 공시 전 -5일부터 서서히 올라가면서 공시시점에 정보가 가장 활발히 교환되면서 유의한 반응이 나타나면서 그 이후에는 증감의 변화가 없이 지속적으로 유지된다. 유가증권 상장기업 주식 대량매도 공시의 시장반응을 보면 공시일 전 -5일부터 음(-)의 반응으로 나타나면서 공시 시점에는 하락하고 그 이후에는 별 반응도 없이 지속적으로 유지되고 있다. 주식 대량 매수 공시는 공시일 전 -5일부터 서서히 올라가기 시작하여 공시시점에 가장 높게 나타났으며 그 이후로는 별 반응 없이 꾸준히 지속적으로 유지된다.

이러한 결과들로 보았을 때, 금융업 대주주가 대량매도·매수를 공시를 하기 전에는 유통되어 질 수 있는 주식수의 일시적인 압박으로 인하여 매수 공시보다 매도 공시가 시장에서



더 예민하게 반응한다는 것을 알 수 있었다. 주식의 대량취득공시 신고일은 보고의무발생일로부터 5일 이내로 규정되어 있으므로 공시일 이전에 대량취득이 완료되는 경우가 대부분이라는 점을 고려할 때, 대주주 지분을 변동에 대한 정보가 취득완료일과 공시일 사이에 시장에 알려져 주가에 반영되고 있는 것으로 보인다. 금융업 대주주의 대량매도·매수 변동에 따라 5일 이내에 공시가 잘 이루어지고 있으며 정보가 더 원활히 교환되어 의사결정을 하는데 유의적인 영향을 미쳐 시장반응이 활발히 일어나고 공시제도가 잘 이루어지고 있음을 알 수 있다.

## 참고문헌

- 강나라. 2015. 실적공시예고와 이익공시일의 시장반응에 관한 연구. 박사학위논문, 성균관대학교 경영전문대학원.
- 강혜민. 2018. 금융업 대주주의 대량매수·매도 공시에 따른 시장반응 분석. 석사학위논문, 경남대학교 대학원.
- 권수영, 이동현, 황문호. 2009. 공정공시제도 도입 이후 경영자예측정보의 정확성에 관한 연구. 회계학연구 (제34권 1호): 107-141.
- 김기중. 1992. 한국증권시장에서의 내부자거래에 관한 실증적 연구. 석사학위논문, 연세대학교 대학원.
- 김 신. 1991. 내부자 거래에 관한 연구. 석사학위논문, 연세대학교 대학원.
- 김지홍, 장진호, 여은정. 2005. 공정 공시 전후의 이익공시에 대한 시장반응 비교. 경영학연구 (제34권 제6호): 179-205.
- 김태주, 김호신. 1994. 주식대량보유자의 보고의무. 법학논고 (제10권): 126.
- 김현일. 2011. 효율적 통제수단을 소유한 기업의 자발적 공시와 시장반응에 관한 연구. 박사학위논문, 군산대학교 대학원.
- 김호중. 1994. 주식대량소유공시제도의 정보효과에 관한 연구. 석사학위논문, 연세대학교 경영대학원.
- 나 영, 육지훈, 한상호. 2020. 강소기업의 최대주주지분율과 가치관련성. 국제회계연구 (제92집): 89-115.
- 변진호, 표민교. 2006. 자사주 매입 기회주의 가설과 대주주의 보유주식 매도 거래에 관한 연구. 경영학연구 (제35권 제3호): 695-716.
- 손성규, 전영순. 2000. 거래량변동을 통한 경영자 예측정보공시의 정보효과에 관한 연구. 회계학연구 (제25권 제4호): 27-53.
- 양영배. 1995. 합병으로 인한 기업과 주주부의 이전에 관한 실증연구. 석사학위논문, 서울대학교 대학원.
- 우승백. 2003. 최대주주변경이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증연구. 석사학위논문, 서울대학교 대학원.
- 이계천. 2005. 개인의 주식대량소유 공시효과에 관한 실증적 연구: 5% 룰을 중심으로. 석사학위논문, 서울대학교 대학원.
- 이광복. 1991. 대주주 지분변동이 주가에 미치는 영향에 관한 연구. 석사학위논문, 연세대학교 경영대학원.
- 이상호. 2005. 주식의 대량보유상황 공시시 보유목적이 주가에 미치는 영향에 대한 연구. 석사학위논문, 고려대학교 대학원.

- 이중선. 2003. 대주주의 거래와 시장 반응(기업별 소유지분을 중심으로)에 관한 연구. 석사학위논문, 연세대학교 대학원.
- 이채욱. 1989. 대량매매를 함으로써 생기는 추가효과에 관한 연구: 기관 투자자를 중심으로. 석사학위논문, 연세대학교 대학원.
- 이혜석. 1998. 대량주식취득공시가 목표기업의 주주부와 기업통제권시장에 미치는 영향에 관한 연구. 석사학위논문, 서울대학교 대학원.
- 임중빈. 1997. 기업합병이 장기적 측면에서 주주부에 미치는 영향에 관한 연구. 석사학위논문, 서울대학교 대학원.
- 최도성, 고봉찬. 2002. 내부자거래 규제의 경제적 타당성 평가. 증권학회지 (제30권): 1-32.
- 한규용. 1993. 대주주 지분변동이 주가에 미치는 영향(시장대량매매중심으로)에 관한 연구. 석사학위논문, 연세대학교 대학원.
- Ball, R. and P. Brown. 1968. An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* (Autumn): 159-178.
- Beaver, W. 1968. Information Content of Annual Earnings Announcements. *Journal of Accounting Research* (Autumn): 159-178.
- Dontoh, A., and J. Ronen. 1993. Information Content of Accounting Announcements. *The Accounting Review* (68): 857-869.
- Fama. E.F. 1970. Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work. *Journal of Finance* (25): 383-417.
- Finnerty, J.E. 1976. Insiders and Market Efficiency. *Journal of Finance* (31): 1141-1148.
- Holthausen, R.W., R.W. Leftwich and David Mayers. 1987. The Effect of Large Block Transactions on Security Prices. *Journal of Financial Economics* (19): 237-267.
- Jaffe, J. 1974. Special Information and Insider Trading. *Journal of Business* (47): 410-428.
- Kraus, A. and H.R. Stoll. 1972. Price Impacts of Block Trading on 569 The N.Y. Stock Exchange. *Journal of Finance* (Jun): 569-588.
- L. Harris and E. Gurel, 1986. Price and Volume Effects Associated with Change in the S & P 500 List: New Evidence for the Existence of Price Pressures. *Journal of Finance* (sep): 815-829.
- Mikkelson, W.H. and M.M. Partch. 1985. Stock Price Effects and Costs of Secondary Distribution. *Journal of Financial Economics* (14): 165-194.
- Reilly, F.K. and David, J.Wright. 1984. Block Trading and Aggregate Stock Price Volatility. *Final Analysis Journal* (March, April): 54-60.