

경영권 방어수단과 주가급락 위험에 관한 연구*

김영환** · 송동엽***

〈요 약〉

본 연구는 기업의 경영권 방어수단이 주가급락위험에 영향을 주는 지 분석하고자 한다. 또한, 경영권 방어수단의 유무에 따라 ESG가 주가급락위험에 미치는 영향이 상이한지를 살펴보는 것이다. 정보비대칭이론에 의하면 경영자의 대리인문제가 심각할수록 주가급락위험이 증가한다고 하였다. 참호가 구축된 경영자는 대리인문제를 증가시키기 때문에 경영권 방어수단은 기업의 주가급락위험을 증가시키며, ESG등급이 주가급락위험에 미치는 영향은 경영권 방어수단 유무에 따라서 다르게 나타날 것으로 기대하였다. 2014년부터 2021년까지 유가증권에 상장된 비금융업 12월 결산을 대상으로 고정효과패널분석을 실시하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 경영권 방어수단 중에서 황금낙하산은 음의조건부왜도로 측정된 주가급락위험에 양(+)
의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 둘째, ESG등급은 하락-상승변동성으로 측정된 주가급락위험에 음(-)
의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 셋째, 경영권 방어수단의 존재 유무에 따라서 ESG등급이 주가급락
위험에 미치는 영향이 상이함을 발견하였다. 따라서, 경영권 방어수단은 주가급락위험을 증대시킬뿐
아니라 기업의 비재무적성과인 ESG와 주가급락위험과의 관계를 조절한다는 것을 확인하였다.

주제어 : 경영권 방어수단, ESG, 주가급락위험, 대리인이론

논문접수일 : 2023년 03월 14일 논문수정일 : 2023년 04월 20일 논문게재확정일 : 2023년 04월 24일

* 이 논문은 2021년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2021S1A5B5A17047140).

** 제1저자, 전남대학교 경영학부 강사, E-mail: pod092@hanmail.net

*** 교신저자, 전남대학교 경영학부 강사, E-mail: angels1005@hanmail.net

I. 서 론

본 연구에서는 경영권 방어수단과 주가급락위험과의 관계를 분석하고자 한다. 또한, 기업의 ESG 활동과 경영권 방어수단의 상호작용이 주가급락위험에 영향을 주는지 분석하고자 한다. 2021년 2월 24일 아시아경제신문 기사에 의하면 쿠팡의 뉴욕증권거래소 상장에 관련하여 쿠팡의 미국행 결정 배경에 차등의결권이 영향을 주었는지에 대한 갑론을박이 지속되고 있는데, 차등의결권과 무관하게 상장 주체인 쿠팡의 모기업 쿠팡LLC는 미국 기업이고, 미국 기업이 미국 증시에 상장하는 것이 오히려 자연스러운 시각과, 외국 투기자본의 경영권 공격을 방어하기 위해 미국식의 차등의결권이 필요하다는 시각이다.¹⁾ 2021년 1월 6일 매경Economy 「ESG 소홀? 기업의 미래 장담 못한다」에서 2021년 신축년, 기업에 가장 중요한 이슈를 꼽으라면 단연 'ESG'가 될 것이며, ESG를 소홀히 다뤘다가는 어느 순간 회사가 사라질 수도 있으며, 주가급락을 감수해야 할지 모른다고 하였다.²⁾

Kim et al.(2014)은 주가급락위험(stock crash risk)을 주식과 관련된 위험의 비대칭성과 수익률분포의 조건부 왜도로 정의하고 있다. 주가급락위험은 경영자가 자신의 사적이익을 위하여 투자자들에게 나쁜 뉴스를 공개하지 않으려는 경향으로 나쁜 뉴스들이 쌓이게 되며, 모든 부정적인 정보가 한꺼번에 공개되어 발생한다(Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011). 주가급락위험에 영향을 주는 요인으로 재무보고와 기업공시, 경영자보상과 경영자 특성, 자본시장, 기업지배구조, 비공식 조직체계가 있다(Habib et al., 2018). 또한, 기업의 비재무적 성과가 주가급락위험에 영향을 준다고 하였다(Kim et al., 2014; Bae et al., 2021).

경영권 방어수단과 주가급락위험과의 관계는 주주이해일치가설(shareholder interests hypothesis)과 참호구축가설(managerial entrenchment hypothesis)로 설명될 수 있다. 주주이해일치가설에서는 경영권방어수단의 존재는 경영자로 하여금 장기적인 관점에서 기업경영을 유도한다는 것이다(DeAngelo and Rice, 1983; Stein, 1988). 따라서, 경영권 방어수단은 기업공시에 긍정적 영향을 주며(Zhao et al., 2013), 기업의 혁신활동을 증가시키며 (Chemmanur and Tian, 2018), 이익조정을 감소(Zhao and Chen, 2009)하여, 기업의 주가급락 위험을 감소시킨다(Bhargava et al., 2017). 반면에, 참호구축가설에 의하면, 참호가 구축된 경영자는 자신의 사적이익을 추구할 유인이 증가한다는 것이다(Easterbrook and Fischel, 1981; Shleifer and Vishny, 1989). 따라서, 경영권 방어수단이 존재할수록 경영자의 사적 이익을 위하여 기업의 부정적인 뉴스를 자발적으로 공개하기를 꺼려함으로 기업의

1) <https://www.asiae.co.kr/article/2021022413372683937>.

2) <http://news.mk.co.kr/v2/economy/view.php?year=2021&no=13026>.

주가급락위험이 증가한다(Andreou et al., 2016).

기업의 사회적 책임활동과 주가급락위험과의 관계는 대리인이론(agency theory)과 이해관계자이론(stakeholder theory)으로 설명될 수 있다. 대리인이론에서는 경영자가 자신의 사적이익을 추구할 의도로 사회적 책임활동을 증가시키기 때문에 기업가치에 부정적인 영향을 주며(Friedman, 1970; Ferrell et al., 2016), 대리인 문제를 심화시키므로 재무적 불투명성이 증가하여 주가급락위험이 증가한다(Hemingway and MacLagan, 2004). 반면에, 이해관계자이론에 의하면 사회적 책임활동은 기업의 다양한 이해관계자의 이해를 균형 있게 유지하는 장기적 전략적 투자이므로 기업가치에 긍정적인 영향을 준다(Freeman, 1984; Deng et al., 2013). 또한, 사회적 책임활동은 기업공시를 증대시키며(Gelb and Strawser, 2001), 재무보고의 투명성을 향상시킴으로써(Kim et al. 2012), 주가급락위험이 감소한다(Kim et al., 2014).

또한, 경영권 방어수단과 기업의 사회적 책임활동과의 관계를 대리인이론과 이해관계자이론으로 설명될 수 있다. Sheikh(2018)는 대리인이론의 관점에서 사회적 책임활동은 경영자의 사적이익을 추구하는 수단이므로, 경영권 방어수단에 의해 참호가 구축된 경영자일수록 기업의 사회적 책임활동이 증가한다고 하였으며, 이해관계자이론의 관점에서는 사회적 책임활동은 장기적 투자이며, 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 활동이므로, 참호가 구축된 경영자일수록 사회적 책임활동에는 관심이 없기 때문에 사회적 책임활동이 감소한다고 하였다. 김영환, 송동엽(2020)은 정관변경을 통한 기업의 경영권 방어수단이 존재할수록 기업의 사회적 책임활동이 감소하고 있어서, 이해관계자이론을 지지하는 분석결과를 제시하고 있다.

우리나라에서 주가급락위험에 영향을 주는 선행연구로 기업의 특허출원과 주가급락위험(임정대, 2022), 공매도 거래(김현숙 외 2인, 2017), 내부자 거래(임병권, 박순홍, 2019, 2020), 사업전략(최영목, 송인욱, 2022) 등이 있다. 기업지배구조와 주가급락위험과의 관계는 주로 소유구조인 경영자(대주주) 지분(이세용, 2018; 김호현, 2020), 기관투자자 지분(김현진, 최원주, 2021; 김현석 외 2인, 2022; 오윤지, 박세열, 2022), 외국인 지분(신영직 외 2인, 2019; 정찬식, 2020) 등의 연구가 주로 진행되고 있다.³⁾ 최근에는, 비재무적 성과인 ESG(CSR)와 주가급락위험과의 관계가 연구되고 있다(강상구 외 2인, 2015; 신영직 외

3) 김호현(2020)은 대표이사의 지분이 증가할수록, 김현진, 최원주(2021)는 국민연금 지분이 증가할수록, 오윤지 박세열(2022)은 기관투자자 지분이 증가할수록 주가급락위험이 증가한다고 하였다. 또한, 유혜영, 채수준(2019)은 가족기업일수록 주가급락위험이 증가한다고 하였다. 반면에, 이세용(2018)은 최대주주의 지분이 증가할수록, 정찬식(2020)은 외국인 지분이 증가할수록 주가급락위험이 감소한다고 하였다. 또한, 신영직 외 2인(2019)은 외국인 이사와 외국인 지분율의 상호작용이 주가급락위험을 줄인다고 하였다.

2인, 2019; 강상구, 변희섭, 2020; Bae et al., 2021; 이정환 외 2인, 2022).⁴⁾ Bebchuk et al.(2009)은 기업지배구조의 대리변수인 Gompers et al.(2003)의 G-Index에서 경영권 방어수단인 시차임기제, 초다수결의제, 포이즌 필, 황금낙하산 등의 6개 문항의 E-Index 지수를 제시하고 있으며, 참호가 구축된 경영자는 기업가치에 부정적인 영향을 준다고 하였다. 즉, 기업 지배구조의 대응변수로 경영권 방어수단의 유용성을 제시하고 있다. 하지만, 우리나라에서는 경영권 방어수단에 대한 연구가 미진하며, 경영권 방어수단과 주가급락위험과의 관계를 직접적으로 분석한 연구를 발견하지 못하였다.

따라서, 본 연구의 차별성은 다음과 같다. 첫째, 우리나라에서 주가급락위험과 기업지배구조의 관계에서 소유구조와 이사회 역할과 더불어 경영권 방어수단의 학문적 확장에 기여한다. 둘째, 경영권 방어수단은 기업지배구조의 대응변수로 기업의 비재무적 성과인 ESG에 유의한 영향을 줄 것으로 기대되며, 경영권 방어수단은 ESG와 주가급락위험과의 관계를 조절할 것으로 기대한다. 셋째, 우리나라에서 주가급락위험에 관한 연구는 주로 다중회귀분석을 사용하고 있으나, 본 연구에서는 기업-연도별 자료의 특성을 반영한 패널회귀분석을 실시하여 방법론의 확장을 도모한다.

분석결과를 요약하면, 첫째, 경영권 방어수단은 주가급락위험에 유의한 영향을 주지 않으며, 경영권 방어수단 중에서 초다수결의제는 주가급락위험에 유의한 영향을 주지 않지만, 황금낙하산은 주가급락위험을 증대시킨다. 둘째, 기업의 비재무적 성과인 ESG등급이 양호할수록 주가급락위험이 감소하였다. 셋째, 경영권 방어수단의 유무에 따라서 ESG등급이 주가급락위험에 미치는 영향이 상이하였다. 따라서, 본 논문의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 우리나라에서 경영권 방어수단이 기업의 주가급락위험을 증대시킴으로써, 경영권 방어수단의 참호구축가설을 지지하는 분석결과를 제시하고 있다. 또한, 기업의 비재무적 성과가 주가급락위험에 미치는 영향을 경영권 방어수단이 상쇄한다는 최초의 연구로 판단된다. 둘째, 기업의 비재무적 성과인 ESG가 기업경영에 긍정적인 영향을 줄 수 있음을 확인하고 있다. 셋째, 차등의결권과 같은 경영권 방어수단의 추가적 도입의 실무적·정책적 시사점을 제시하고 있다.

4) 신영직 외 2인(2019)은 기업의 사회적 책임활동이 증가할수록, 강상구, 변희섭(2020)은 환경적 책임활동의 증가는 주가급락위험을 증대시킨다고 하였다. 반면에, 강상구 외 2인(2015)과 최금화, 강상구(2018)는 사회적 책임활동의 증가는 주가급락위험을 감소시키며, Bae et al.(2021), 이정환 외 2인(2022)은 ESG등급이 양호할수록 주가급락위험이 감소함을 보이고 있다.

II. 가설설정

기업의 주가급락위험은 투자자들이 호재에 해당하는 뉴스보다 악재에 해당하는 뉴스에 보다 더 부정적으로 반응하는 변동성환류효과(volatility feedback effect; Campbell et al., 1992), 기업가치가 비정상적으로 과대평가되어 가격결정요인이 심할 때 주가급락위험이 커진다는 가격결정요인(mispricing; Blanchard and Watson, 1982), 투자자들의 이질적 기대(investor heterogeneity)에 의하여 주식거래량이 큰 폭으로 증가하는 경우에 주가급락위험이 증가한다(Chen et al., 2001). 대리인이론에 의하면 경영자가 자신의 경력이나 보상 때문에 투자자에게 나쁜 뉴스를 전달하는 것을 꺼려하는 경향으로, 나쁜 뉴스가 축적되게 되며, 어느 한 순간에 한꺼번에 나쁜 정보들이 공개됨으로써 기업의 주가가 급락하게 된다는 것이다(Hutton et al., 2009; Kim et al., 2011).

대리인이론의 관점에서 경영권 방어수단과 주가급락위험과의 관계를 설명할 수 있다. 경영권 방어수단이 경영자의 참호를 구축하여 경영자의 사적이익을 증대시켜 부정적인 정보를 숨기게 되면 경영권 방어수단은 주가급락위험을 증대시킬 것이며, 경영권 방어수단이 경영자로 하여금 장기적인 투자성향과 정보비대칭을 완화시킨다면 경영권 방어수단은 주가급락위험을 감소시킬 것이다(Bhargava et al., 2017).

Bhargava et al.(2017)은 인수규제법(state antitakeover laws)이 도입될수록 기업의 주가급락위험이 감소시킨다고 하였다. 이는, 경영권 방어수단의 참호구축가설을 기각하는 결과를 제시하고 있다. 반면에, Jeon(2019)은 이사회 독립성과 이사회 전문성이 높을수록 주가급락위험이 감소함을 보여주고 있으며, 박현영 외 2인(2022)은 경영자와 사외이사와의 사회적 연결관계가 강하여 이사회 실질적 독립성이 결여될수록 주가급락위험이 증대된다고 하였다. 이는, 상대적으로 기업지배구조가 양호하지 못할수록 기업의 주가급락위험이 증가하고 있음을 제시하고 있다. 또한, 우리나라에서 경영권 방어수단에 대한 선행연구들은 경영자의 사적이익 추구를 심화시킨다는 참호구축가설을 지지하는 결과를 제시하고 있다(정성창, 김영환, 2015; 김영환, 송동엽, 2017, 2020). 따라서, 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

가설 1: 경영권 방어수단은 기업의 주가급락위험을 증가시킬 것이다.

기업의 사회적 책임활동은 이해관계자이론과 대리인이론으로 설명될 수 있으며, 이해관계자이론에 의하면 사회적 책임활동은 증가는 기업의 재무보고와 기업공시의 투명성을 높여주며, 대리인이론의 관점에서는 사회적 책임활동의 증가는 경영자의 사적이익을 극대화

하기 위한 수단이므로 기업의 불투명성이 증가한다(Kim et al., 2014). 신영직 외 2인(2019)은 사회적 책임활동의 증가는 주가급락위험을 증대시킨다는 연구결과를 제시하고 있으며, 강상구, 변희섭(2020)은 기업의 환경적 책임활동이 증가할수록 주가급락 위험이 증가함을 보여주고 있어, 대리인이론이 지지되는 분석결과를 제시하고 있다. 반면에, Kim et al.(2014)은 기업의 사회적 책임활동은 기업의 재무보고와 기업공시에 긍정적인 영향을 주기 때문에 기업경영의 불투명성이 감소하여, 주가급락위험을 감소시킨다는 연구결과를 제시하고 있다. 또한, 강상구 외 2인(2015)은 기업의 사회적 책임활동이 기업의 주가급락위험을 감소시킨다는 연구결과를 보여주고 있어, 기업의 사회적 책임활동의 이해관계자이론을 지지하는 연구결과를 제시하고 있다. 또한, Bae et al.(2021)은 ESG등급이 양호할수록 주가급락위험이 감소함을 보이고 있으며, 이정환 외 2인(2022)은 ESG점수가 높을수록 주가급락위험이 줄어든다고 하였다. 따라서, 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

가설 2: 기업의 ESG활동은 주가급락위험을 감소시킬 것이다.

김영환, 송동엽(2020)은 경영권 방어수단과 기업의 사회적 책임활동과는 유의한 음(-)의 관계를 가지고 있어서, 대리인이론의 관점에서 참호가 구축된 경영자일수록 사회적 책임활동이 감소한다는 Sheikh(2018)의 주장을 지지하고 있다. Kim et al.(2014)은 기업지배 구조가 양호한 기업의 사회적 책임활동은 기업의 주가급락위험에 유의한 영향을 주지 않지만, 기업지배구조가 양호하지 않은 기업의 사회적 책임활동은 기업의 주가급락위험을 감소함을 제시하고 있다. 반면에, 신영직 외 2인(2019)은 대리인 문제가 존재하는 기업에서의 사회적 책임활동의 증가는 주가급락위험을 증가시킨다는 연구결과를 제시하고 있다. 또한, 김호현(2020)은 대표이사의 주식소유비중이 증가할수록 주가급락위험이 증가하지만, 사외이사 비율이 높은 집단에서는 대표이사의 주식소유비중이 주가급락위험에 영향을 주지 않음을 확인하였다. Bae et al.(2021)은 ESG 성과는 주가급락위험을 감소시키지만, 재무적 제약이 있는 기업의 ESG 성과는 주가급락위험에 영향을 주지 않음을 확인하였다. 이정환 외 2인(2022)은 채별기업의 ESG 점수는 주가급락위험을 감소시키지만, 비채별기업의 ESG 점수는 주가급락위험에 유의한 영향을 주지 않는다고 하였다. 따라서, 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

가설 3: 기업의 ESG활동이 주가급락위험에 미치는 영향은 경영권 방어수단 유무에 따라 상이할 것이다.

Ⅲ. 표본 및 연구모형

1. 표본

경영권 방어수단의 유무는 금융감독원의 전자공시시스템(DART)의 사업보고서의 첨부과일에 있는 기업의 정관에 초다수결의제나 황금낙하산 제도가 있는지를 확인하여 수작업으로 자료를 수집하였다. 기업의 정관에 초다수결의제나 황금낙하산 제도가 존재하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수를 생성하였다. 기업의 ESG등급은 한국ESG기준원 홈페이지에서 제공하는 ESG 등급을 수집하여 활용하였다. 한국ESG기준원의 ESG 평가등급은 7등급으로 S(탁월), A+(매우우수), A(우수), B+(양호), B(보통), C(취약), D(매우취약)로 분류하고 있다. 한국ESG기준원의 ESG평가 보도자료와 홈페이지에서 제공되는 등급조회 자료를 수집하여 분석하였다. 한국ESG기준원의 ESG등급은 2011년부터 제공하고 있으나, 2013년부터 등급체계의 변경(임종욱, 2018)이 있어서, 선행연구를 토대로 한국ESG기준원의 ESG등급은 2013년부터 활용하였다.

본 연구의 종속변수인 주가급락위험은($t+1$)이며, 독립변수 및 통제변수는(t)이므로 종속변수의 분석기간은 2014년부터 2021년까지 유가증권 시장에 상장된 12월 결산 법인 중에서 금융업종을 제외하고 분석하였다. 분석에 필요한 주가자료 거래량 및 재무제표자료는 Fn-Guide의 DataGuide를 활용하여 자료를 수집하였다. 본 연구에 필요한 자료가 없는 기업과 자본잠식 기업은 제외하였으며, 분석에 사용된 표본수는 5,033개의 기업-연도별 불균형 데이터이다.

2. 연구모형

본 연구의 종속변수인 주가급락위험의 대응변수로 선행연구에서 주로 사용되고 있는 음(-)의조건부왜도와 하락-상승변동성을 활용하였으며, 추정방법은 다음과 같다(Hutton et al., 2009; Kim et al., 2014; 강상구 외 2인, 2015; 신영직 외 2인, 2019; 이정환 외 2인, 2022; 박현영 외 2인, 2022; 임정대, 2022). 식 (1)은 기업고유주간수익률을 추정하기 위한 식으로, 개별기업의 주간수익률에 시장수익률의 선후행 변수를 포함하여 비동차적 거래(non-synchronous trading), 선-후행 효과(lead-lag effect)를 고려한다(Lo and MacKinlay, 1990).

$$r_{(i,\tau)} = \alpha_i + \beta_1 r_{m,\tau-2} + \beta_2 r_{m,\tau-1} + \beta_3 r_{m,\tau} + \beta_4 r_{m,\tau+1} + \beta_5 r_{m,\tau+2} + \epsilon_{i,\tau} \quad (1)$$

$$W_{i,\tau} = \ln(1 + e_{i,\tau}) \quad (2)$$

식 (2)의 기업고유주주간수익률($W_{i,\tau}$)은 식 (1)에서 추정된 잔차($e_{i,\tau}$)에 1을 더한 값에 로그값을 취하여 계산한다. 식 (3)의 음(-)의 조건부 왜도($NSKEW$)는 식 (2)의 기업고유주주간수익률($W_{i,\tau}$)의 3차 적률을 수익률의 표준편차로 표준화한 값에 음(-)의 값을 취하여, 기업고유주주간수익률의 분산이 상이한 개별기업 간의 왜도를 비교가능하게 한 것으로 음의조건부왜도값이 클수록 기업의 추가급락위험이 증대된다(Chen et al., 2001).

$$NSKEW = - \left[n(n-1)^{3/2} \sum W^{3_{i,\tau}} \right] / \left[(n-1)(n-2) (\sum W^{2_{i,\tau}})^{3/2} \right] \quad (3)$$

식 (4)는 식 (2)의 기업고유주주간수익률($W_{i,\tau}$)의 하락-상승 변동성($DUVOL_{i,\tau}$)으로 수익률 하락주간과 상승주간의 변동성을 대비시켜 추가급락이 클수록 큰 값을 갖게 만든 변수이다(Chen et al., 2001). n_u 는 기업고유주주간수익률이 평균 이상인 날짜 수이며, n_d 는 기업고유주주간수익률이 평균 이하인 날짜의 수이다.

$$DUVOL_{i,\tau} = \log \left[(n_u - 1) \sum_{Down} W^{2_{i,\tau}} / (n_d - 1) \sum_{Up} W^{2_{i,\tau}} \right] \quad (4)$$

본 연구에서 사용되는 표본은 기업-연도별 패널데이터의 특성을 가지고 있으므로, 횡단면적 특성과 시계열적 특성을 고려한 패널분석을 실시하고자 한다. 선행연구를 참고하여 식(5)의 연구모형을 설정하였다.

$$SCR_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_1 ATP_{i,t} + \beta_2 ESG_{i,t} + \beta_3 DEBT_{i,t} + \beta_4 DTURN_{i,t} + \beta_5 MB_{i,t} + \beta_6 RETURN_{i,t} + \beta_7 ROA_{i,t} + \beta_8 SIGMA_{i,t} + \beta_9 SIZE_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

여기서 $SCR_{i,t+1}$ 는 종속변수인 추가급락위험으로 음(-)의조건부왜도($NSKEW$)와 하락-상승 변동성($DUVOL$)으로 측정한다. 본 연구의 주요한 독립변수인 경영권 방어수단(ATP)은 정관에 초다수결의제나 황금낙하산제도가 있으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수로 추가급락위험에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 기대된다. 기업의 ESG활동(ESG)은 한국ESG 기준원의 ESG 등급을 사용하였으며, S등급은 7점, A+등급은 6점, A등급은 5점, B+등급은 4점, B등급 이하는 3점을 부여하여 계산하였다, ESG 등급은 기업의 추가급락위험을 줄일 것으로 기대된다.

통제변수인 부채비율($DEBT$)은 총부채를 자기자본으로 나누어서 계산하였으며, 채권자는

주주에 비하여 경영자를 감시할 유인이 있으므로 부채비율이 높을수록 정보비대칭이 완화되어 주가급락위험이 감소할 것으로 기대된다. 주식회전율(*DTURN*)은 전기 대비 당월의 주식회전율의 증감률로 개별기업의 주식거래량이 증가할수록 투자자간 정보비대칭이 증가하여 주가급락위험이 커질 것이다, 시장가치/장부가치(*MB*)는 자기자본의 시장가치를 장부가치로 나눠서 계산하였으며, 성장성이 높은 기업일수록 주가가격이 적정가격보다 과대평가되어 있을 가능성이 높기 때문에 주가급락위험에 양(+)¹⁾의 영향을 미칠 것으로 기대된다. 또한, 주가수익률(*RETURN*)은 개별기업의 주간수익률의 평균값으로 계산하였으며, 주가변동성(*SIGMA*)는 개별기업의 주간수익률의 표준편차로 계산하였으며, 주가가 과대평가될수록 주가의 변동성이 증대될수록 주가급락위험이 커지므로, 주가수익률과 주가변동성은 주가급락위험에 양(+)²⁾의 영향을 미칠 것이다. 총자산순이익률(*ROA*)은 당기순이익을 총자산으로 나누어 계산하였으며, 기업의 성과가 양호할수록 주가급락위험은 감소할 것으로 기대된다. 기업규모(*SIZE*)는 총자산에 로그값을 취하여 계산하였으며, 기업규모가 클수록 보다 많은 투자자들이 존재하여 부정적인 뉴스가 보다 더 빨리 확산되며, 정보가 일시에 반영될 가능성이 높기 때문에 주가급락위험을 증대시킬 것으로 기대된다. 관측되지 않은 기업효과(μ_i)는 Breusch-Pagan(1980) 검정을 통하여 검정하였으며, 시간효과(λ_t)를 고려하였다. 관측되지 않은 기업효과가 존재하는 경우 확률효과패널모형과 고정효과패널모형의 선택은 Hausman 검정(1978)을 실시하였다. <표 1>은 본 연구에서 사용된 변수에 대한 정의 및 기대부호를 정리하였다.

<표 1> 변수의 정의 및 기대부호

	변수명	변수계산	기대부호
종속 변수	음의조건부왜도(<i>NSKEW</i>)	차기의 기업고유주간수익률의 부의 왜도((식) 3)	
	하락-상승변동성(<i>DUVOL</i>)	차기의 기업고유주간수익률의 하락상승변동성((식) 4)	
독립 변수	경영권방어수단(<i>ATP</i>)	당해 연도 기업정관에 초다수결의제, 황금낙하산이 있으면 1, 그렇지 않으면 0	+
	ESG활동(<i>ESG</i>)	한국기업지배구조원의 당해 연도 ESG등급을 점수화하여 사용	-
통제 변수	부채비율(<i>DEBT</i>)	당해 연도 총부채/당해 연도 자기자본	-
	주식회전율(<i>DTURN</i>)	(t연도 월별 회전율-t-1연도 월별회전율)증감율의 평균값	+
	시장가치/장부가치(<i>MB</i>)	당해 연도 시가총액/당해 연도 자기자본	+
	주가수익률(<i>RETURN</i>)	당해 연도 주간수익률의 평균값	+
	총자산수익률(<i>ROA</i>)	당해 연도 당기순이익/당해 연도 총자산	-
	주가변동성(<i>SIGMA</i>)	당해 연도 주간수익률의 표준편차	+
	기업규모(<i>SIZE</i>)	log(당해 연도 총자산)	+

IV. 실증분석

1. 기초통계량

본 연구에서 사용된 변수의 극단치 영향을 줄이기 위하여 상하 1%에서 원저라이징 하였으며, 본 연구에서 사용된 변수들의 기초통계량을 <표 2>에 정리하였다. 종속변수인 음의조건부왜도의 평균값은 -0.485이며 하락-상승 변동성의 평균값도 -0.275로 오른쪽으로 꼬리가 긴 분포를 가지고 있다. 경영권 방어수단의 평균값은 0.097로 표본기업의 9.7% 정도가 정관에 초다수결의제나 황금낙하산 제도를 도입하고 있는 것으로 분석되었다. ESG등급의 평균값은 3.274점으로 기업의 ESG등급은 보통 이상의 성과를 보이고 있다고 할 수 있다. 부채비율의 평균값은 134%이며, 주식회전율의 평균값은 1.813이며, 시장가치/장부가치의 평균값은 1.271, 추가수익률의 평균값은 0.002, 총자산수익률의 평균값은 1.4%이며, 추가 변동성은 0.057이며, 기업규모의 평균값은 27.184이다.

<표 1> 기초통계량(N=5,033)

변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
음의조건부왜도	-0.485	-0.421	0.954	-3.211	4.085
하락-상승변동성	-0.275	-0.273	0.517	-2.284	2.979
경영권방어수단	0.097	0.000	0.296	0.000	1.000
ESG등급	3.274	3.000	0.596	3.000	6.000
부채비율	1.340	0.897	1.578	0.076	10.513
주식회전율	1.813	0.346	4.278	-0.692	27.152
시장가치/장부가치	1.271	0.840	1.319	0.177	8.391
추가수익률	0.002	0.001	0.008	-0.013	0.029
총자산수익률	0.014	0.023	0.072	-0.331	0.175
추가변동성	0.057	0.051	0.028	0.016	0.163
기업규모	27.184	26.971	1.592	24.234	31.785

2. 상관분석

<표 3>은 본 연구에서 사용된 변수들의 상관관계를 분석한 결과이다. 종속변수인 음의 조건부왜도와 하락-상승변동성의 상관계수값은 0.81로 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 분석되었다. 추가급락위험의 대응치인 음의조건부왜도와 하락-상승 변동성은 경영권 방어수단과는 유의한 상관관계가 없는 것으로 나타났으며, 기업의 ESG등급과는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 분석되고 있다. 또한, 음의조건부

왜도와 하락-상승변동성은 통제변수인 주식회전율, 주가변동성과는 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를, 시장가치/장부가치, 주가수익률, 총자산순이익률, 기업규모와는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다.

경영권 방어수단은 ESG등급, 부채비율, 총자산수익률, 기업규모와는 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있으며, 주가수익률과 주가변동성과는 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 또한, ESG등급은 부채비율, 총자산수익률, 기업규모와는 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를, 주식회전율, 주가수익률, 주가변동성과는 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다.

<표 3> 상관분석표

scr1은 주가급락위험의 대응치로 부의조건부왜도이며, scr2는 하락-상승변동성이다. anti는 정관에 초과수결의제나 황금낙하산 제도가 있으면 1, 없으면 0의 경영권방어수단더미이며, ESG는 ESG등급이다. debt는 부채비율로 총부채/자기자본이며, dturn은 주식회전율의 증감율이며, mb는 자기자본의 시장가치/장부가치이며, return은 주가수익률의 평균값이며, roa는 총자산순이익률이며, sigma는 주가수익률의 변동성이며, size는 기업규모로 총자산의 로그값이다. **, ***는 각각 유의수준 5%, 1%에서 유의함.

	scr1	scr2	anti	ESG	debt	dturn	mb	return	roa	sigma	size
scr1	1.00										
scr2	0.81***	1.00									
anti	-0.02	-0.02	1.00								
ESG	0.05***	0.03**	-0.08***	1.00							
debt	-0.01	0.00	-0.06***	0.06***	1.00						
dturn	-0.06***	-0.05***	0.02	-0.11***	0.05***	1.00					
mb	0.10***	0.11***	0.15	0.00	0.12***	0.08***	1.00				
return	0.03**	0.04***	0.03**	-0.07***	-0.06***	0.41***	0.31***	1.00			
roa	0.05***	0.04***	-0.12***	0.07***	-0.35***	-0.11***	-0.08**	0.12***	1.00		
sigma	-0.08***	-0.05***	0.13***	-0.11***	0.17***	0.55***	0.32***	0.53***	-0.28***	1.00	
size	0.12***	0.10***	-0.18***	0.60***	0.17***	-0.20***	-0.16***	-0.14***	0.18***	-0.26***	1.00

3. 패널분석

<표 4>는 가설 1과 가설 2를 검정하기 위하여 경영권 방어수단과 기업의 ESG등급이 주가급락위험에 영향을 주는지 고정효과패널모형으로 분석한 결과이다. 모든 모형에서 패널효과검정에서 기업의 관측되지 않는 기업효과가 없다는 귀무가설을 기각하고 있어서 다중회귀분석보다는 패널회귀분석을 실시하여 분석하는 것이 타당하다는 것을 보여주고 있다. 또한, 하우스만 검정결과 확률효과패널모형보다는 고정효과패널모형이 보다 더 적합하다는 것을 제시하고 있다. 모형 1부터 모형 3은 종속변수인 주가급락위험의 대응치로 음의조건부왜도를 사용하여 분석한 모형이며, 모형 4부터 모형 6은 하락-상승변동성을 종속변수로 하여 분석한 결과이다.

먼저, 경영권 방어수단은 음의조건부왜도와 하락-상승변동성에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않는 것으로 분석되었다. 반면에, 기업의 경영권 방어수단 중에서 초다수결의제는 추가급락위험에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않지만, 황금낙하산의 경우에는 유의수준 5%에서 음의조건부왜도에 유의한 양(+의) 영향을 주는 것으로 분석되고 있다. 이는, 대리인이론에 의하면 여유현금이나 현금이 풍부할수록 경영자의 사적이익 추구가 증가한다고 할 수 있으므로, 초다수결의제는 경영자의 의결권에 영향을 미치지만, 황금낙하산은 경영자의 금전적 보상을 주는 제도이기 때문에 황금낙하산이 초다수결의제보다 경영자의 기회주의적 행동을 증가시킨다고 할 수 있다. 따라서, 정보비대칭에 의한 대리인이론의 관점에서 경영권 방어수단은 경영자의 참호를 구축하여 경영자의 사적이익을 증대시키며, 경영자의 기회주의적 행동의 증가로 말미암아 경영자가 기업의 부정적인 정보를 은닉함으로써 추가급락위험을 증대시킬 수 있음을 확인하였다.

기업의 ESG등급은 하락-상승 변동성에 유의수준 5%에서 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주고 있음을 확인하였다. 이는, 기업의 ESG등급이 양호할수록 기업의 재무적 정보뿐만 아니라 비재무적 정보의 공개로 인하여 기업의 정보비대칭이 완화되며, 경영자의 대리인 문제가 완화되어 추가급락위험이 감소할 수 있음을 보이고 있다.

통제변수 중에서 추가급락위험에 양(+의) 영향을 줄 것으로 기대했던 시장가치/장부가치, 추가수익률, 기업규모는 통계적으로 유의하게 추가급락위험에 양(+의) 영향을 주고 있음을 확인하였다. 또한, 추가급락위험에 음(-)의 영향을 줄 것으로 예상했던 부채비율과 총자산 수익률도 추가급락위험에 음(-)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 반면에, 추가변동성은 추가급락위험에 양(+의) 영향을 줄 것으로 기대하였으나, 추가급락위험에 음(-)의 영향을 주는 것으로 분석되고 있다. 주식회전율은 통계적으로 유의한 영향을 주지 않는 것으로 나타났다.

<표 5>는 가설 3을 검증하기 위하여 전체표본을 경영권 방어수단이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분하여 분석한 결과이다. 경영권 방어수단이 존재하지 않는 기업은 대상으로는 고정효과패널모형으로 분석하였으며, 경영권 방어수단이 존재하는 집단의 경우에는 관측되지 않은 기업효과가 존재하지 않아서, 다중회귀분석을 실시한 결과이다.

경영권 방어수단이 존재하지 않는 기업에서는 ESG등급은 하락-상승변동성으로 측정된 추가급락위험에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 반면에, 경영권 방어수단이 존재하는 경우에는 기업의 ESG등급은 추가급락위험에 유의한 영향을 주지 않음을 확인하였다. 이는, 이해관계자이론의 관점에서 ESG는 정보비대칭을 완화시켜 주므로 추가급락위험을 감소시키지만, 참호가 구축된 경영자의 적극적인 ESG활동은 자신의

사적이익을 증대시키기 위한 수단으로 악용될 수 있기 때문에 경영권 방어수단이 존재하는 경우의 ESG는 기업의 주가급락위험을 감소하기 보다는 증대시킬 가능성이 높다는 것을 보여주고 있다. 따라서, 가설 3을 지지하는 분석결과라 할 수 있다.

<표 4> 경영권 방어수단과 기업의 ESG활동이 주가급락위험에 미치는 영향

패널효과검정은 Breuch-pagan검정으로 귀무가설을 기각하면 관측되지 않은 기업효과가 존재한다. 하우스만검정의 귀무가설을 기각하면 고정효과패널효과가 확률효과패널모형보다 적합함을 의미한다. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며, ()의 값은 t통계량 값을 표시함.

	종속변수: 음의조건부왜도			종속변수: 하락-상승 변동성		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-7.549*** (-4.475)	-7.597*** (-4.504)	-7.522*** (-4.461)	-2.821*** (-10.444)	-2.825*** (-10.476)	-2.859*** (-10.540)
경영권방어수단	0.186 (1.146)			-0.018 (-0.406)		
초다수결의제		0.059 (0.366)			-0.014 (-0.298)	
황금낙하산			0.468** (2.017)			0.052 (0.730)
ESG	-0.044 (-0.993)	-0.044 (-0.991)	-0.043 (-0.964)	-0.062** (-2.235)	-0.062** (-2.236)	-0.063** (-2.260)
부채비율	-0.043** (-2.343)	-0.044** (-2.395)	-0.042** (-2.299)	-0.025*** (-2.682)	-0.025*** (-2.671)	-0.024** (-2.571)
주식회전율	0.001 (0.257)	0.001 (0.230)	0.001 (0.221)	0.002 (0.651)	0.003 (0.660)	0.003 (0.711)
시장가치/ 장부가치	0.181*** (8.625)	0.182*** (8.690)	0.180*** (8.617)	0.107*** (9.697)	0.107*** (9.703)	0.106*** (9.603)
주가수익률	5.294** (2.111)	5.266** (2.100)	5.439** (2.169)	7.693*** (3.326)	7.714*** (3.337)	7.814*** (3.377)
총자산순이익률	-0.870*** (-3.086)	-0.871*** (-3.088)	-0.859*** (-3.047)	-0.315 (-1.488)	-0.312 (-1.475)	-0.290 (-1.367)
주가변동성	0.496 (0.548)	0.516 (0.569)	0.473 (0.522)	-3.601*** (-5.023)	-3.613*** (-5.048)	-3.680*** (-5.127)
기업규모	0.266*** (4.266)	0.268*** (4.302)	0.265*** (4.249)	0.103*** (9.132)	0.103*** (9.160)	0.104*** (9.220)
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0699	0.0728	0.0685	0.0800	0.0797	0.0800
패널효과검정	16.78***	16.79***	16.60***	10.49***	10.70***	10.67***
하우스만검정	198.36***	196.76***	201.98***	67.06***	154.80***	101.64***
고정효과검정	1.32***	1.32***	1.32***	1.30***	1.30***	1.31***

<표 5> 기업의 ESG활동이 주가급락위험에 미치는 영향: 경영권 방어수단의 유무

패널효과검정은 Breuch-pagan검정으로 귀무가설을 기각하면 관측되지 않은 기업효과가 존재한다. 하우스만검정의 귀무가설을 기각하면 고정효과패널효과가 확률효과패널모형보다 적합함을 의미한다. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며, ()의 값은 t통계량 값을 표시함.

	경영권 방어수단이 없는 집단 (n=4,543)		경영권 방어수단이 있는 집단 (n=490)	
	종속변수: 음의조건부왜도	종속변수: 하락-상승 변동성	종속변수: 음의조건부왜도	종속변수: 하락-상승 변동성
상수	-6.234*** (-3.371)	-3.523*** (-3.468)	-3.262*** (-3.497)	-1.827*** (-4.075)
ESG	-0.051 (-1.121)	-0.055** (-2.212)	0.059 (0.491)	-0.041 (-0.702)
부채비율	-0.041** (-2.053)	-0.019* (-1.716)	0.005 (0.154)	0.010 (0.656)
주식회전율	0.002 (0.388)	0.001 (0.269)	-0.011 (-0.842)	-0.010 (-1.539)
시장가치/ 장부가치	0.195*** (8.262)	0.114*** (8.803)	0.033 (1.209)	0.015 (1.131)
주가수익률	7.119*** (2.656)	2.832* (1.924)	0.092 (0.013)	0.139 (0.041)
총자산순이익률	-0.811** (-2.544)	-0.444** (-2.534)	-0.333 (-0.662)	-0.066 (-0.274)
주가변동성	0.236 (0.240)	0.495 (0.917)	1.006 (0.502)	1.074 (1.114)
기업규모	0.218*** (3.203)	0.126*** (3.362)	0.101*** (2.603)	0.064*** (3.415)
연도더미	포함	포함	포함	포함
R ²	0.0742	0.0815	0.0574	0.1019
패널효과검정	16.65***	9.77***		
하우스만검정	173.57***	118.93***		
고정효과검정	1.33***	1.28***		

<표 6>은 <표 5>에서 ESG등급이 하락-상승변동성을 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주고 있어서, 경영권 방어수단 중에서 초다수결의제, 황금낙하산으로 구분하여 ESG등급이 하락-상승변동성에 영향을 주는지 다중회귀분석을 실시한 결과이다. 초다수결의제가 존재하지 않는 경우와 황금낙하산이 존재하지 않은 기업을 대상으로 분석한 결과, ESG등급은 하락-상승변동성에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주고 있다. 반면에, 초다수결의제, 황금낙하산의 경영권 방어수단이 존재하는 기업을 대상으로 분석한 결과는 ESG등급이 하락-상승변동성에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않음을 확인하였다. 따라서, 초다수결의제와 황금낙하산은 ESG등급과 주가급락위험과의 관계를 조절한다고 할 수 있다.

<표 6> 기업의 ESG활동이 주가급락위험에 미치는 영향: 초과수결의제, 황금낙하산 유무
 종속변수는 하락-상승변동성으로 분석한 결과이다. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며,
 ()의 값은 t통계량 값을 표시함.

	경영권 방어수단이 없는 집단		경영권 방어수단이 있는 집단	
	초다수결의제 (n=4,606)	황금낙하산 (n=4,837)	초다수결의제 (n=427)	황금낙하산 (n=196)
상수	-1.383*** (-8.994)	-1.405*** (-9.470)	-1.795*** (-3.964)	-1.896 (-1.288)
ESG	-0.032** (-2.021)	-0.032** (-2.094)	-0.045 (-0.783)	0.090 (0.204)
부채비율	-0.010* (-1.896)	-0.012** (-2.385)	-0.001 (-0.059)	0.062* (1.885)
주식회전율	0.002 (1.110)	0.002 (1.108)	-0.008 (-1.244)	-0.015 (-1.396)
시장가치/ 장부가치	0.065*** (9.978)	0.064*** (10.156)	0.012 (0.864)	-0.020 (-0.859)
주가수익률	3.860*** (2.897)	3.080** (2.395)	-0.015 (-0.004)	6.747 (1.167)
총자산순이익률	-0.125 (-0.987)	-0.128 (-1.044)	-0.030 (-0.118)	-0.401 (-1.033)
주가변동성	-1.647*** (-3.946)	-1.406*** (-3.487)	1.570 (1.555)	1.331 (0.885)
기업규모	0.049*** (7.606)	0.050*** (8.048)	0.064*** (3.391)	0.044 (0.857)
연도더미	포함	포함	포함	포함
adjR ²	0.0718	0.0712	0.0691	0.0921
F-값	24.76***	25.70***	3.11***	2.32***

3. 강건성 검증

본 연구는 경영권 방어수단의 유무가 주가급락위험에 영향을 주는지 분석하고 있다. 전체표본 중에서 경영권 방어수단이 존재하는 기업의 비중이 약 10%정도로 경영권 방어수단이 존재하지 않은 기업의 표본이 차지하는 비중이 크며, 경영권 방어수단의 존재 여부에 따른 기업 특성의 차이로 인한 과대추정과 선택편의가 발생할 수 있다. 따라서, 본 연구에서는 경영권 방어수단이 존재하는 기업과 경영권 방어수단이 존재하지 않은 기업을 성향점수매칭(propensity matching method) 기법을 통해, 경영권 방어수단이 존재하지 않은 기업 중에서 경영권 방어수단이 존재하는 기업과 가장 유사한 성향점수를 갖는 최근접이웃짝짓기(nearest neighbor matching)로 표본을 선정하여 분석하였다.

<표 7> 강건성 검증: 성향점수매칭 표본 분석결과

Panel A는 성향점수매칭이전과 이후의 통제변수의 평균값에 차이가 있는지 분석한 결과이다. Panel B는 성향점수매칭표본을 대상으로 종속변수는 음의조건부왜도와 하락-상승변동성을 사용하여 다중회귀분석을 실시한 결과이다. Panel C는 성향점수매칭표본을 경영권 방어수단 유무로 구분하여 ESG등급이 하락-상승변동성에 유의한 영향을 주는 지 분석한 결과이다. *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타내며, ()의 값은 t통계량 값을 표시함.

Panel A: 성향점수 매칭 전·후 평균차이

	매칭전		T-검정	매칭후		T-검정
	경영권 방어 수단(무)	경영권 방어 수단(유)		경영권 방어 수단(무)	경영권 방어 수단(유)	
부채비율	1.3712	1.0521	4.25***	1.1204	1.0521	0.73
주식회전율	1.7902	2.0227	-1.14	2.0184	2.0227	-0.01
시장가치/장부가치	1.2069	1.8597	-10.52***	1.664	1.8597	-1.57
주가수익률	0.0023	0.0031	-2.24**	0.0027	0.0031	-0.54
총자산순이익률	0.0170	-0.0124	8.61***	-0.0062	-0.0124	0.86
주가변동성	0.0559	0.0688	-9.64***	0.0657	0.0688	-1.32
기업규모	27.2768	26.3183	12.86***	26.4127	26.3183	1.83*
관측수	4,543	490		409	490	

Panel B: 성향점수매칭 표본 추정 결과

	음의조건부왜도		하락-상승변동성			
경영권 방어수단	0.091** (1.98)			.0390* (1.69)		
초다수결의		0.052 (1.26)			0.053 (1.63)	
황금낙하산			0.183** (2.19)			0.033 (0.81)
ESG	-0.083 (-0.93)	-0.090 (-0.88)	-0.091 (-1.08)	-0.068* (-1.67)	-0.068* (-1.69)	-0.067* (-1.66)
상수항	포함	포함	포함	포함	포함	포함
통제변수	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
adjR ²	0.0573	0.0560	0.0599	0.0787	0.0800	0.0776
F-값	4.19***	4.33***	4.35***	5.49***	5.57***	5.42***

Panel C: 성향점수매칭 표본 추정 결과

	하락-상승 변동성					
	경영권방어 수단(무)	경영권방어 수단(유)	초다수결의 (무)	초다수결의 (유)	황금낙하산 (무)	황금낙하산 (유)
ESG	-0.095* (-1.70)	-0.061 (-1.03)	-0.095* (-1.67)	-0.067 (-1.16)	-0.091** (-2.31)	-0.098 (-0.21)
상수항	포함	포함	포함	포함	포함	포함
통제변수	포함	포함	포함	포함	포함	포함
연도더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함
adjR ²	0.0292	0.0197	0.0282	0.0167	0.0415	0.0015
F-값	2.29**	2.23**	2.48**	1.90*	4.48***	1.04

<표 7>에서 Panel A는 경영권 방어수단 유무에 따른 성향점수매칭 전·후의 평균차이에 대한 t-검정결과이다. 매칭 이전에는 통제변수가 유의한 차이가 있었으나, 성향점수매칭 이후에는 기업규모를 제외한 통제변수는 경영권 방어수단의 유무와 상관없이 통계적으로 평균값의 차이가 없는 것으로 표본이 선정되었다. Panel B에서는 전체표본은 대상으로 분석한 결과와 유사한 분석결과를 제시하고 있다. 경영권 방어수단의 유무는 유의수준 5%에서 음의조건부왜도에 유의한 양(+)의 영향을, 유의수준 10%에서 하락-상승변동성에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 이는, 경영권 방어수단이 존재할수록 기업의 주가급락 위험을 증대시킨다는 것을 알 수 있다. 초다수결의제는 주가급락위험에 유의한 영향을 주지 않지만, 황금낙하산은 음의조건부왜도에 유의한 양(+)의 영향을 주고 있다. 또한, 기업의 ESG등급은 하락-상승변동성에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. Panel C의 분석결과도 전체표본을 경영권 방어수단의 유무로 구분하여 분석한 결과와 유사하다. 성향점수매칭 표본을 경영권 방어수단 유무, 초다수결의제 유무, 황금낙하산 유무로 구분하여 분석한 결과, 경영권 방어수단이 존재하는 기업의 ESG등급은 하락-상승변동성에 유의한 영향을 주지 않지만, 경영권 방어수단이 존재하지 않은 기업의 ESG등급은 하락-상승변동성으로 측정된 주가급락위험에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주고 있음을 확인하였다.

V. 결 론

본 연구는 경영권 방어수단이 주가급락위험에 미치는 영향을 분석하였으며, 경영권 방어수단 유무에 따라서 기업의 EGS등급이 주가급락위험에 미치는 영향이 상이한지를 분석하고자 하였다. 경영권 방어수단의 유무는 기업의 정관에 초다수결의제나 황금낙하산의 도입여부에 구분하였다. 또한, 한국ESG기준원의 ESG등급을 점수화하여 분석하였다. 주가급락위험의 대용치는 음의조건부왜도와 하락-상승변동성을 사용하였다. 유가증권 시장에 상장된 12월 결산법인 중에서 비금융업을 대상으로 2014년부터 2021년까지의 데이터를 이용하여 고정효과패널분석을 실시하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 경영권 방어수단은 주가급락위험에 유의한 영향을 주지 않았지만, 황금낙하산은 음의조건부왜도에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 주는 것으로 분석되었다. 이는, 참호가 구축된 경영자는 기업의 성과에 부정적이며, 자신의 사적이익을 위하여 부정적인 정보를 공개하기를 꺼려하여 주가급락위험을 증대시킬 수 있음을 확인하였다. 또한, 황금낙하산은 경영자에게 직접적으로 금전적인 보상을 부여하는 제도이므로 초다수결의제보다 경영자의

사적추구를 보다 더 유인하는 제도라고 할 수 있다.

둘째, 기업의 ESG등급은 하락-상승변동성에 통계적으로 유의한 음(-)의 영향을 주는 것으로 확인하였다. 이는, 기업의 ESG활동이 양호할수록 기업의 수익성이 증대되며 기업정보가 공개됨으로써 경영자와 투자자간의 정보비대칭의 문제를 완화시킴으로 기업의 주가급락위험이 감소한다고 할 수 있다.

셋째, 전체표본을 경영권 방어수단이 존재하지 않은 기업과 경영권 방어수단이 존재하는 기업으로 구분하여 분석한 결과, 경영권 방어수단이 존재하지 않는 기업의 ESG등급은 주가급락위험을 유의하게 감소시키지만, 경영권 방어수단이 존재하는 기업의 ESG등급은 주가급락위험에 유의한 영향을 주지 않았다. 이는, 경영권 방어수단이 존재하는 기업일수록 기업의 ESG활동은 정보비대칭을 완화시키기 보다는 경영자 자신의 사적이익을 추구하기 위한 수단으로 악용될 수 있음을 제시한다. 즉, 참호가 구축된 경영자에 의한 ESG성과는 정보비대칭과 대리인문제를 삼화시켜 주가급락위험을 증대시킨다고 할 수 있다.

본 연구는 우리나라에서 경영권 방어수단과 주가급락위험과의 관계를 분석한 최초의 연구이며, ESG등급과 주가급락위험과의 관계에서 경영권 방어수단의 조절역할을 분석하고 있다. 본 연구는 차등의결권, 포이즌 필(poison pill)등의 경영권 방어수단의 도입은 기업경영에 긍정적인 영향을 주기 보다는 부정적인 영향을 줄 가능성이 높다는 실무적·정책적 시사점을 제공하고 있다. 또한, 기업경영에 있어서 비재무적 성과인 ESG의 중요성을 확인할 수 있다. 본 연구의 한계점은 다음과 같다. 경영권 방어수단은 기업지배구조의 세부평가 항목이므로 기업의 지배구조점수에 영향을 미쳐 기업지배구조 등급에 유의한 영향을 줄 수 있다. 또한, 기업의 ESG통합 등급에도 영향을 미칠 수 있다. 따라서, ESG등급보다는 ESG점수를 활용한 분석이 추가적으로 요구되어진다.

참 고 문 헌

- 강상구, 김학순, 임현일, “기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구”, 보험금융연구, 통권81호, 2015, 113-139.
- 강상구, 변희섭, “기업의 환경적 책임 활동과 주가급락위험”, Journal of The Korean Data Analysis Society, 제22권 제1호, 2020, 65-277.
- 김영환, 송동엽, “경영권 방어수단이 기업의 현금보유와 자본구조에 미치는 영향”, 산업경제연구, 제30권 제5호, 2017, 1729-1756.
- 김영환, 송동엽, “경영권 방어수단, 사회적 책임활동, 신용평점에 관한 연구”, 산업경제연구,

- 제33권 제3호, 2020, 639-661.
- 김현석, 김재욱, 강태현, “국민연금기금의 국내주식투자와 투자대상 기업의 주가급락 위험”, 재무관리연구, 제39권 제5호, 2022, 57-101.
- 김현숙, 조성순, 박순홍, “공매도 거래와 기업의 주가급락위험”, 재무관리연구, 제34권 제2호, 2017, 53-83.
- 김현진, 최원주, “국민연금 투자와 주가폭락위험 사이의 관련성”, 회계·세무와 감사 연구, 제63권 제3호, 2021, 181-213.
- 박현영, 이호영, 채수준, “이사회 내 사회적 연결관계는 주가급락위험에 영향을 미치는가?”, 경영연구, 제37권 제2호, 2022, 69-83.
- 신영직, 남기만, 이재형, “기업의 사회적 책임(CSR) 활동과 주가붕괴위험 간의 관계에 관한 연구 : 대리인 문제의 관점에서”, 회계저널, 제28권 제5호, 2019, 43-84.
- 신영직, 전경민, 남기만, “외국인 임원 및 지분율이 주가붕괴에 미치는 영향”, 국제회계연구, 제86권, 2019, 49-74.
- 오윤지, 박세열, “기관투자자와 주가급락위험”, 리스크관리연구, 제33권 제3호, 2022, 67-124.
- 이세용, “최대주주 지분율과 주가급락위험”, 세무와회계저널, 제19권 제1호, 2018, 115-141.
- 이정환, 조진형, 장홍준, “기업의 ESG 성과가 비대칭적 변동성에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제39권 제2호, 2022, 217-245.
- 임병권, 박순홍, “내부자의 주식담보대출이 주가급락위험에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제36권 제2호, 2019, 173-207.
- 임병권, 박순홍, “내부자 균집거래와 주가급락위험”, 재무관리연구, 제37권 제3호, 2020, 1-38.
- 임정대, “특허출원이 주가급락위험에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제39권 제6호, 2022, 75-104.
- 임종욱, “ESG 사회평가와 사회공헌활동비와의 관계”, 산업경제연구, 제31권 제6호, 2018, 2017-2034.
- 정성창, 김영환, “경영권 방어수단 확보와 기업의 특허등록”, 대한경영학회지, 제28권 제2호, 2015, 327-347.
- 정찬식, “외국인 지분율이 기업의 주가급락 위험에 미치는 영향에 관한 연구”, 자산운용연구, 제8권 제1호, 2020, 35-50.
- 최금화, 강상구, “B2B 산업과 B2C 산업 간 기업의 사회적 책임과 주가급락 위험에 관한 연구”, 보험금융연구, 제32권 제4호, 2021, 115-144.

- 최영목, 송인욱, “사업전략과 주가급락위험”, 리스크관리연구, 제33권 제2호, 2022, 37-69.
- Andreou, P. C., C. Antoniou, J. Horton, and C. Louca, “Corporate Governance and Firm-specific Stock Price Crashes,” *European Financial Management*, 22, (2016), 916-956.
- Bebchuk, L., A. Cohen, and A. Ferrell, “What Matters in Corporate Governance?,” *The Review of Financial Studies*, 22(2), (2009), 783-827.
- Bhargava, R., S. Faircloth, and H. Zeng, “Takeover Protection and Stock Price Crash Risk: Evidence from State Antitakeover Laws,” *Journal of Business Research*, 70, (2017), 177-184.
- Chemmanur, T. and X. Tian, “Do Antitakeover Provisions Spur Corporate Innovation? A Regression Discontinuity Analysis,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(3), (2018), 1163-1194.
- DeAngelo, H. and E. M. Rice, “Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth,” *Journal of Financial Economics*, 11, (1983), 329-359.
- Deng, X., J. Kang, and B. W. Low, “Corporate Social Responsibility and Stakeholder Value Maximization: Evidence from Mergers,” *Journal of Financial Economics*, 110, (2013), 87-109.
- Easterbrook, F. and D. Fischel, “The Proper Role a Targets’s Board in Responding to a Tender Offer,” *Harvard Law Review*, 94, (1981), 1161-1204.
- Ferrell, A., H. Liang, and L. Renneboog, “Socially Responsible Firms,” *Journal of Financial Economics*, 122(3), (2016), 585-606.
- Freeman, R. E., *Strategic Management: A Stakeholder Perspective*, Boston, MA: Pitman, 1984.
- Friedman, M., *The Social Responsibility of Business is to Increase its Profits*, New York times magazine (September, 13), 1970.
- Gelb, D. and J. A. Strawser, “Corporate Social Responsibility and Financial Disclosures: an Alternative Explanation for Increased Disclosure,” *Journal of Business Ethics*, 33(1), 2001, 1-13.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrick, “Corporate Governance and equity prices,” *Quarterly Journal of Economics*, 118, (2003), 107-155.
- Habib, A., M. Hasan, and H. Jiang, “Stock Price Crash Risk: Review of the Empirical Literature,” *Accounting and Finance*, 58, (2018), 211-251.

- Hemingway, C. and P. Maclagan, "Managers' Personal Values as Drivers of Corporate Social Responsibility," *Journal of Business Ethics*, 50(1), (2004), 33-44.
- Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian, "Opaque Financial Reports, R², and Crash Risk," *Journal of Financial Economics*, 94(1), (2009), 67-86.
- Jeon, K., "Corporate Governance and Stock Price Crash Risk," *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 23(4), (2019), 1-13.
- Kim, J. B. and L. Zhang, "Financial Reporting Opacity and Expected Crash Risk: Evidence from Implied Volatility Smirks," *Contemporary Accounting Research*, 31(3), (2014), 851-875.
- Kim, J. B., Y. Li, and L. Zhang, "Corporate Tax Avoidance and Stock Price Crash Risk: Firm-level Analysis," *Journal of Financial Economics*, 100(3), (2011), 639-662.
- Kim, Y., M. S. Park, and B. Wier, "Is Earnings Quality Associated with Corporate Social Responsibility?," *The Accounting Review*, 8(3), (2012), 761-796.
- Lo, A. W. and A. C. Mackinlay, "When are Contrarian Profits Due to Stock Market Overreaction?," *The Review of Financial Studies*, 3, (1990), 175-205.
- Sheikh, S, "Is Corporate Social Responsibility a Value-increasing Investment? Evidence from Antitakeover Provisions," *Global Finance Journal*, 38, (2018), 1-12.
- Shleifer, A. and R. Vishny, "Management Entrenchment: The Case of Manager-specific Investments," *Journal of Financial Economics*, 25, (1989), 123-140.
- Stein, J., "Takeover Threats and Managerial Myopia," *Journal of Political Economy*, 96, (1988), 61-80.
- Zhao, Y. and K. Chen, "Earnings Quality Effect of State Antitakeover Statutes," *Journal of Accounting and Public Policy*, 28, (2009), 92-117.
- Zhao, Y., A. Allen, and I. Hasan, "State Antitakeover Laws and Voluntary Disclosure," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48, (2013), 637-668.

Antitakeover Provisions and Stock Price Crash Risk*

Young-Hwan Kim** · Dong-Yeob Song***

〈Abstract〉

We study the impact of antitakeover provisions on future stock price crash risk and investigate the interaction effect of antitakeover and ESG on future stock price crash risk. If entrenched managers increase agency costs and reduce the level of disclosures, we would expect the positive relation between antitakeover provision and the future stock price crash risk. We use fixed-effect panel regression models using firm-year observations from 5,033 companies listed on KOSPI over the period from 2014 to 2021. The major empirical findings are as follows.

First, golden parachute has a significantly positive effect on future stock price crash risk. Second, we show that there is a negative relation between ESG and future stock price crash risk. Finally, we find that antitakeover provisions weaken the negative relation between ESG scores and future stock price crash risk.

Keywords : Antitakeover Provisions, ESG, Stock Price Crash risk, Agency Theory

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea(NRF-2021S1A5B5A17047140).

** First Author, Lecturer, Chonnam National University, E-mail: podo92@hanmail.net

*** Corresponding Author, Lecturer, Chonnam National University, E-mail: angels1005@hanmail.net