

오너리스크가 기업가치에 미치는 영향: 단기 주가 반응을 중심으로*

이황희** · 조용민***

〈요 약〉

본 연구는 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 이를 위해 2000년 1월부터 2020년 1월까지 상장기업 오너의 위법행위를 토대로 사건연구(event study)를 적용하였다. 특히, 위법행위를 사법절차에 따른 중요한 세부사건인 혐의의 발생, 검찰의 기소 결정, 법원의 구속 판결로 나누고, 위법행위의 특성에 따른 유형 설정을 통해 사법절차별·유형별 상세분석을 수행하였다. 분석 결과, 오너의 위법행위에 대한 유의미한 기업가치의 하락이 존재함을 보였다. 이 부정적인 효과는 오너의 혐의의 발생과 구속 판결에 대해서는 통계적으로 유의미한 결과를 보였지만, 검찰의 기소에 대해서는 의미 있는 시장반응으로 나타나지 않았다. 또한, 위법행위의 유형 중에서는 주가조작, 횡령·배임, 내부자거래의 경우에서 유의한 기업가치 하락이 존재함을 보였다. 이와 같은 오너의 위법행위에 대한 기업가치 훼손 현상은 오너가 경영에 참여할 때 더 강하게 나타났지만, 오너가 재벌그룹인지 여부에 대해서는 유의한 차이를 찾을 수 없었다. 본 논문은 이러한 실증결과를 바탕으로 기업의 이해관계자와 금융시장 참여자들에게 오너리스크와 기업가치에 대한 중요한 시사점을 제공하였다.

주제어 : 오너리스크, 기업가치, 위법행위, 사건연구

논문접수일 : 2022년 12월 16일 논문게재확정일 : 2023년 01월 04일

* 본 연구는 2021년도 덕성여자대학교 교내연구비 지원에 의해 이루어졌음.

** 제1저자, 덕성여자대학교 글로벌융합대학 경영학전공 조교수, E-mail: eddie1@duksung.ac.kr

*** 교신저자, 고려대학교 글로벌비즈니스대학 조교수, E-mail: denisymjoe@korea.ac.kr

I. 서 론

지속가능성에 대한 사회적 요구가 높아지면서 ESG(environment, social, and governance) 경영이 최근 세계적인 관심사로 주목받고 있다. ESG 경영이란 기업의 지속가능성을 중심으로 기업의 환경, 사회적인 역할을 중시하며 투명한 경영구조를 통한 기업의 사회적인 책임을 강조하고 있다. 이러한 사회 분위기 속에서 기업의 위법행위를 대하는 대중의 시각이 변하고, 이를 둘러싼 사법적인 규제 환경 또한 변하고 있다. 갑질 논란과 산업재해가 사회적 화두로 등장하였으며 ‘중대 재해 처벌법’과 같이 경영진과 오너에 대한 사법적 책임을 강제하는 법안이 신설되었다.¹⁾ 특히, 기업 오너에 대한 부정적인 뉴스는 요즘과 같은 모바일 기반의 미디어 환경하에서 과거보다 더욱 빠르게 전파됨과 동시에 더 큰 사회적 파장을 불러일으킨다.

기업 오너의 위법행위는 그로 인한 민사상 배상 혹은 형사상 처벌 등의 직접적 손실뿐 아니라 오너와 관련된 기업 그리고 관련 계열사 혹은 그룹 전체의 이미지를 실추시키고, 때로는 불매운동이 일어나는 등 간접적으로도 기업에 큰 피해를 준다. 만약, 오너가 경영에 직접 참여하고 있는 경우라면 이러한 위법행위로 인한 처벌은 경영 공백이라는 간접적인 피해를 동반할 수 있다. 따라서 오너의 위법행위에서 발생하는 ‘오너리스크’에 대한 계량적이고 실증적인 이해는 위법행위의 비용 산정, 예방책 마련, 적절한 처벌 논의에 있어 매우 중요한 역할을 한다.

실제로, 기업의 위법행위가 기업에 미치는 부정적 영향에 대한 다양한 시각의 실증연구가 진행되어 왔다. 초기 연구인 Davidson et al.(1994)은 기업의 위법행위에 따른 주식시장 반응을 분석하였다. 전체 표본에서는 의미 있는 결과가 발견되지 않았지만, 뇌물, 세금회피와 같은 특정 위법행위에 대해서는 유의한 기업가치 훼손이 존재함을 보였다. Pierce(2018) 또한 기업의 위법행위와 관련한 새로운 정보가 시장에 반영되어 기업에 부정적인 영향을 준다는 실증연구 결과를 보고하였다. 국내의 경우는 Song and Han(2017)에서 기업범죄에 대한 주식시장 반응을 분석하여 각종 위법행위에 대한 부정적인 주식시장 반응을 보고하였다. 하지만 기업 관련 범죄를 오너의 위법행위 집중해서 조명한 선행연구는 매우 제한적이다. 이는 오너리스크에 대한 변수의 계량화가 쉽지 않고 오너와 관련한 각종 사건 수집의 어려움에 기인하는 것으로 보인다.

1) 본 연구에서 사용하는 “오너”라는 용어는 그 의미를 직관적이고 쉽게 알 수 있다는 장점에도 불구하고 엄밀하게는 정확한 표현이라고 보기는 어렵다. 상장된 기업이 개인의 소유물은 아니기 때문이다. 그러나 “지배권자” 혹은 “지배주주” 등 “오너”를 대체할만한 더 적절한 용어를 찾기 어렵고, 다른 용어를 사용할 경우 그 의미가 다르게 해석될 여지가 있어 본 연구에서는 “오너”라는 용어를 사용하였다.

이에 본 연구는 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 2000년부터 2020년까지 상장사의 오너가 연루된 위법행위의 모든 언론 보도를 바탕으로 사건연구(event study)를 진행했다. 이는 관련 선행연구에서 소수 표본으로 분석하여 일반화하기 어려웠던 기업 오너의 위법행위에 대한 주식시장반응을 확장 분석하여 검증하기 위함이다.

위법행위는 단순한 한 시점에 구체화 되는 사건으로 보기 어렵다. 사건이 발생한 후 정형화된 사법적 절차를 거치며 그에 따라 시점별로 새로운 정보가 지속적으로 시장에 반영된다. 그럼에도 불구하고, 기존의 연구들은 위법행위의 최초 언론 보도에 초점이 맞춰져 있다. 따라서, 본 연구는 오너의 위법행위를 사법절차에 따른 중요한 세부사건으로 상세 분석하였다. 즉, 혐의의 최초 보도뿐만 아니라, 사건의 기소 그리고 법적 구속에 이르는 일련의 사건을 사법절차별로 나누어 분석하였다. 그뿐만 아니라, 오너의 위법행위를 선행 연구를 기반으로 10가지 유형으로 설정하여 어떤 유형의 위법행위가 기업가치에 더 유의한 영향을 주는지를 검증하였다.

분석 결과, 첫째, 오너의 위법행위에 대해서 유의하게 기업가치가 훼손됨을 확인하였다. 즉, 오너가 연루된 위법행위의 사건에 대해서 음의 주가 시장반응이 나타남을 보였다. 둘째, 위법행위를 (1) 혐의의 최초 발생, (2) 검찰의 기소 결정, (3) 법원의 구속 판결에 이르는 법적 절차의 세부사건으로 상세분석하여 혐의, 구속, 기소의 순서로 시장반응이 나타남을 보고하였다. 특히, 기소의 경우는 통계적으로 유의한 결과가 나타나지 않았다. 이는 한국의 형사사건에서 기소 이후 1심 판결의 무죄율이 99%에 달하는 특수한 사법 환경하에서 이례적인 현상으로 보인다.²⁾ 셋째, 오너의 위법행위를 유형별로 상세분석하여 주가조작, 횡령·배임, 내부자거래의 유형에서 통계적으로 유의미한 기업가치 하락이 나타남을 보였다. 넷째, 이러한 오너와 관련한 위법행위 사건이 기업가치에 미치는 영향은 오너가 경영에 참여할 때 더 강한 음의 효과가 나타남을 보였다. 마지막으로 개별 기업의 특성을 통제하고 각종 고정효과를 적용한 후에도 여전히 본 연구의 주요결과가 통계적으로 유의함을 확인했다.

이러한 실증결과를 바탕으로 본 연구는 일반화에 한계가 존재하던 기업 오너의 위법행위가 기업가치에 미치는 영향을 검증하였고, 범죄혐의의 언론 보도에 집중되었던 선행연구의 분석을 확장하여 사법절차 상의 구체적 사건설정 그리고 위법행위의 특성에 따른 유형 분류를 통해 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 상세분석하여 절차별·유형별 상이한 결과를 보고하여 매우 중요한 시사점을 제공하였다. 그뿐만 아니라, 다변량 회귀분석을 통하여 개별기업특성, 오너의 경영 참여 및 재벌그룹 여부 등의 요인이 오너의 위법행위에

2) 대검찰청의 검찰통계시스템 자료에 따르면 2012년부터 2021년까지 1심 판결의 무죄율은 0.57%에서 0.99%에 이른다.

대한 시장반응에 어떤 영향을 미치는지를 분석함으로써 위법행위와 기업가치 그리고 오너와 관련한 기존 연구에 대한 이해를 확장하였다. 더불어 기업의 이해관계자들과 금융시장 참여자들에게 오너리스크에 대한 시사점을 제공했을 뿐만 아니라 규제 당국 입장에서 오너 범죄 예방 및 처벌에 대한 근거를 제공했다는 점에서 그 의의가 있다.

본 논문의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 선행연구와 주요가설, 제Ⅲ장은 연구방법 및 실증자료, 제Ⅳ장은 실증분석, 마지막으로 제Ⅴ장에서는 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구

기업의 오너리스크에 대한 연구는 변수에 대한 계량화가 상대적으로 쉽지 않아 정성적인 방법으로 주로 수행되어왔다(강선아, 조상민, 2021). 김대원, 김성철(2015)은 재벌의 부정적 이슈로 인해 트위터상에 형성된 재벌에 대한 공중의 정서를 분석하였다. 현대차그룹, 삼성SDS, 대한항공의 사례를 통해 재벌의 부정적 정서를 이해하는 틀로써 정당성이 유의함을 보였다. 김태호, 김학선(2018)의 연구에서는 외식프랜차이즈 기업에 집중해 오너리스크 위기대응 전략에 관하여 연구하였다. 위기 대응전략으로 진술한 반성의 자세, 실현 가능한 대책, 그리고 재발 방지를 통한 고객안정 전략을 제시하였다.

에서는 오너리스크가 기업의 조세회피에 미치는 영향을 알아보기 위해 설문문을 통하여 오너리스크를 측정하였다. 분석 결과 오너리스크와 조세회피 현상 간에는 음의 상관관계가 있음을 보였다. 이는 오너리스크가 큰 기업일수록 세무조사의 가능성이 크기 때문에 조세 회피를 줄인다는 것을 의미한다.

임현일(2017)의 보고서에서는 뉴스에 대한 사건연구(event study)를 통해 오너리스크가 기업가치에 부정적이라는 결과를 보고하였다. 특히, 종근당, 미스터피자와 같이 사회적으로 이슈가 된 오너의 갑질 사건의 발생을 사건으로 정의하고 사건 발생 이후 20일간의 누적 초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)이 통계적으로 유의하게 음(-)으로 나타남을 보였다. 정진호 외 2인(2021) 연구에서도 2012년부터 2017년까지 6년간 일어난 30개의 사건을 표본으로 사용하였으며 이 중 상장회사는 20개에 대해서 주식 수익률을 분석하였다. 분석 결과, 20개의 사건 중 15개의 오너리스크 사건에서 주식 수익률 피해를 보고하였다. 하지만, 이처럼 소수 표본의 사건만 오너리스크에 대한 부정적인 시장반응을 일반화에는 한계점이 존재하였다. 이에 본 연구는 사건의 범위를 2000년부터 2020년까지의 모든 상장기업 오너 사건으로 확장하였다. 그뿐만 아니라, 사건의 정의 또한 사정기관에서 혐의를 받는 모든

위법행위로 확장하여 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

오너의 위법행위를 포함하는 기업범죄가 해당 기업에 미치는 부정적 영향에 대해서도 다양한 선행 연구가 진행되어왔다. Davidson et al.(1994)은 1965년 이후 주요 일간지의 기업범죄 발표 표본 535개를 통해 분석한 결과 전체적인 평균은 유의미한 주가 변화를 보여주지 않았으나 뇌물, 탈세, 가격 조작, 리베이트, 산업기밀 유출 같은 경우에는 유의미한 주가 움직임이 존재함을 보였다. Karpoff and Lott(1993)은 132개 사기 혐의에 집중하여 유의미한 기업가치 하락이 나타남을 보였다. Pierce(2018)의 연구는 기업의 사법 혐의 발생으로 인한 비용이 실제 법인에 부과되는 벌금의 5배에 달한다는 것을 보여 기업범죄의 처벌에 따른 직접적 비용과 간접적인 비용을 분석하였다. 즉, 기업범죄는 직접 부과되는 벌금으로 인한 손실 이외에도 다른 간접적인 피해를 발생시킨다는 것이다. Grappi et al. (2013)과 Goldenberg et al.(2007) 연구에서도 기업에 대한 부정적인 이슈는 기업의 영리활동에도 영향을 미친다는 것을 보였다. 기업에 대한 부정적 뉴스는 소비자의 기업에 대한 인식에 부정적 영향을 미치며, 이 영향이 소비자의 구매 의도에도 연결되어 결과적으로 기업의 성과에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타난다(김태호 외 2인, 2007; 진용주, 유재웅, 2017). 이러한 성과에 미치는 부정적 영향은 곧 기업가치의 하락으로 연결된다. 채수준, 유혜영(2018)은 소유지배의 괴리도와 주가 급락위험 사이의 관계에 대해서 분석하였다. 저자들은 한국 기업의 지배구조 특성인 소유지배를 분석하여 괴리도가 클 때 지배주주는 사적 이익을 추구할 가능성이 커지며, 실제로 이러한 경우 주가의 급락위험이 더 커진다는 실증결과를 보고하였다. 박순호 외 2인(2021)의 연구는 경영자의 사익추구가 타인자본비용을 증가시킨다는 것을 보였다. 즉, 대주주의 주식담보대출이 이러한 비용을 증가시키며 이는 기업가치 하락에 따라 채권자에게 더 높은 위험 프리미엄을 요구받는다라는 것을 의미한다. 이상균, 김병곤(2021)은 정부의 사익편취규제제도 시행을 이용하여 재벌그룹의 내부거래가 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석하였다. 분석 결과, 장기공급계약과 신용공여 형태의 내부거래가 기업가치와 유의한 관계가 존재함을 보였다. 특히, 신용공여 형태의 내부거래를 이용하여 대규모기업집단의 지배권자가 사익편취 가능성에 대한 증거를 제시하였다. Song and Han(2017) 연구에서는 832개 기업범죄 사건을 토대로 부정적 주식시장반응이 존재함을 보였다. 이처럼 오너의 위법행위는 기업에 대한 부정적 정보효과를 주고 이는 기업가치에 부정적 영향을 줄 것으로 예상된다. 이에 본 연구의 첫 번째 가설을 다음과 같이 설정한다.

가설 1: 오너의 위법행위는 기업가치에 부정적 영향을 미칠 것이다.

선행연구에서는 이러한 부정적 사건에 따른 기업가치의 영향을 분석하기 위해서 관련

행위에 대한 최초의 언론 보도, 즉, 최초 혐의의 발생에만 주로 집중하여 분석하였다. 그러나 실제 사정기관이 기업인에게 혐의를 적용하기 위해서는 여러 단계를 거친다. 혐의에 대한 구체적인 방안이 발생한 이후 수사를 거쳐 구속, 체포, 기소, 재판 및 판결의 과정까지 각 사법절차의 진행 과정마다 유의미한 사건의 발전이 이루어진다. 이 과정에서 수사 확대, 혐의 입증 가능성 변화, 혐의의 위중도와 유죄 가능성 변화가 구체화되기 때문에 첫 언론 보도 시점에서 이러한 요소들이 모두 시장에 반영된다고 보기는 힘들다. 실제로 한국의 경우 형사사건에서 1심 유죄율이 99%를 넘는 데에 비해 미국은 기소 시 유죄율이 83%에 불과하다. 즉, 한국에서 혐의가 구체적으로 확정되어 사건이 재판으로 넘어가는 검찰의 기소는 사실상 유죄에 해당하기 사건이기 때문에 사법 절차상의 중요한 지점이다. 또한, 구속심사를 통과해 구속이 시작되는 시점은 혐의의 위중과 유죄 가능성이 법정에서 일부 소명되어 사건에 대한 새로운 정보가 시장에 반영되는 사법 절차상의 또 하나의 중요한 지점이다. 따라서 본 연구는 오너의 위법행위에 따른 시장반응에 대해서 (1) 혐의의 발생, (2) 검찰의 기소 결정, (3) 법원의 구속 결정에 따라서 상이한 시장반응을 보일 것으로 예상한다.

이혜환, 정혜련(2021) 연구에서는 기업범죄의 언론 보도 효과를 범죄유형별로 분석한 실증결과를 보고하였다. 시장통제, 사기·기만, 뇌물 유형에 대해서는 유의미한 주식시장 반응이 존재함을 보였으며, 노조파괴와 같은 기본권 침해 및 폭력 유형의 범죄에 대해서는 그 효과가 미미함을 보고하였다. Song and Han(2017) 연구에서도 기업범죄의 유형을 세분화하여 범죄의 유형에 따른 차별화된 시장반응을 보고하였다. 따라서, 오너가 연루된 위법행위에 대해서도 그 유형과 속성에 따라 기업가치에 미치는 영향은 차별화될 것으로 예측할 수 있다. 이와 같은 선행연구를 바탕으로 본 연구의 두 번째 가설을 다음과 같이 설정한다.

가설 2-1: 오너의 위법행위가 기업가치에 주는 영향은 위법행위의 사법절차에 따라서 달라질 것이다.

가설 2-2: 오너의 위법행위가 기업가치에 주는 영향은 위법행위의 유형에 따라서 달라질 것이다.

시장 영향력이 큰 한국의 기업들의 경우 오너에게 많은 권한이 집중되어 있으며 오너가 소유한 기업뿐 아니라 관련 기업 혹은 계열사에도 직·간접적인 영향을 끼치고 있다. 예를 들어, Joh(2013)는 오너의 실제 소유권보다 특수관계자 및 우호지분을 통해 더 많은 통제권을 행사하는 소유권 구조에 대해 보고하였다. Choi and Hasan(2005)은 이런 오너기업은

대리인비용을 최소화해 비오너기업 대비 유의미하게 뛰어난 성과 및 기업가치를 보이는 경향이 있음을 보여 오너경영의 긍정적인 효과를 보고하였다. 최우석, 이우백(2005)의 연구에서도 오너기업의 직접경영과 간접경영은 모두 기업성과에 유의미하게 긍정적인 것으로 나타났고, 특히 직접경영에 참여하는 경우에 기업성과에 미치는 긍정적 효과가 더 크게 나타나는 현상을 확인하였다. Joe et al.(2019)의 연구에서도 오너경영자의 경우가 위기 시에 비오너경영의 경우보다 유의하게 긍정적인 결과를 낸다는 실증분석 결과를 보고하였다. 따라서 경영에 참여하는 오너가 위법적인 사건에 연루될 경우 그에 대한 시장 충격은 상대적으로 더 클 것으로 예상할 수 있다. 법적인 절차에 따른 경영활동의 제한으로 오너 경영에 따른 각종 긍정적인 효과가 감소할 뿐 아니라 평판리스크가 증가하는 등 해당 기업에 대한 시장의 미래 불확실성은 더욱 증가할 것이다. 이에 다음의 세 번째 가설을 검증하고자 한다.

가설 3: 오너의 위법행위가 기업가치에 주는 영향은 오너가 경영에 참여할 때 더 강하게 나타날 것이다.

공정거래위원회(KFTC)의 2020년도 공시자료에 따르면 10대 재벌그룹의 매출은 우리나라 전체 국내총생산(GDP)의 53.2%로 절반을 상회하는 것으로 나타났다. 같은 연도에 공정거래 위원회에서 지정한 총 64개의 대규모기업집단 중 55개의 재벌그룹이 오너 일가에 의해 경영되는 것으로 보고될 만큼 재벌그룹만의 독특한 오너경영의 소유권 구조가 존재한다(정진호 외 2인, 2021). 이와 같은 대규모기업집단의 피라미드식 출자와 상호 간 순환출자로 대표되는 복잡한 지배구조와 부의 이전(tunneling) 현상 등에 대한 비판적인 시각에도 불구하고 그룹계열사 내의 효율적인 자원 배분, 위기 시 상호지원(propping)을 통한 리스크 공유 및 원가의 절감 등 여러 긍정적인 실증연구가 보고되고 있다. Bae et al.(2008) 연구는 재벌그룹의 상호지원 현상에 대한 증거를 제시하였다. 즉, 그룹 내 상호지원 효과 덕분에 실적발표에 대한 주식시장의 긍정적 반응이 그 사건이 일어나지 않은 다른 그룹계열사에 전달되는 현상을 보고하였다. Khanna and Yafeh(2007)은 한국을 포함한 일본, 태국 등 동아시아 국가들에서 리스크 공유를 통해서 기업실적의 변동성을 줄이는 데 있어서 기업집단의 역할에 대한 실증적 증거를 제시하였다. Gopalan et al.(2007) 연구는 인도의 기업집단 사례를 통하여 기업집단에 속한 계열의 기업들이 개별 기업보다 부도 위험에 덜 노출되어 있음을 보였다. Byun et al.(2013) 연구에서는 재벌그룹 계열사들의 타인자금 조달비용이 비재벌 기업들보다 상대적으로 낮다는 실증증거를 제시하였다. 실제로 Song

and Han(2017) 연구에서는 기업범죄에 따른 음(-)의 주식시장반응이 재벌기업보다는 오히려 비재벌 기업에 더 강하게 나타남을 보였다. 이같은 선행연구를 바탕으로 재벌그룹 계열사 오너의 위법행위는 개별 기업 오너의 위법행위보다 부정적인 시장반응이 제한될 것으로 예상된다. 이에 본 연구는 다음의 가설을 제시한다.

가설 4: 오너의 위법행위가 기업가치에 주는 영향은 오너가 재벌그룹에 속해있을 때 상대적으로 제한적일 것이다.

Ⅲ. 연구방법 및 실증자료

1. 연구자료

본 연구의 기초가 되는 사건(event) 즉, 오너의 위법행위에 대한 자료 수집은 한국언론진흥재단의 뉴스 아카이브 서비스(kinds.or.kr)를 이용하였다. 전국일간지, 경제일간지, 신문을 포함한 총 19개 언론사의 2000년 1월 1일부터 2020년 1월 26일까지의 모든 기사를 기반으로 ‘오너, 기업범죄, 혐의, 수사, 기소, 구속, 판결’의 키워드로 사건을 수집하였다. 검색된 기사 중 동일 사건의 기사 중에서 보도의 시점이 가장 빠른 기사를 사건으로 설정하였다.

또한, 최초 혐의의 성립은 사정기관³⁾에 의해 혐의자 및 위법의 혐의가 명확해지는 시점으로 정의하였다. 예를 들어, 압수수색, 소환조사, 혐의 조사 등과 같은 의혹을 제기하는 기사는 사건으로 판단하지 않았다. 또한, 기사 상 첫 글자로(예: A사, B임원 등) 대체되는 경우는 타 주요 검색사이트를 통해 kinds.or.kr 자료를 수집하여 이러한 내용을 보장하였다. 본 연구는 오너의 위법행위를 시간의 흐름에 따라 혐의 발생에 따른 최초의 언론 보도, 사법처리 진행에 따른 사건의 기소, 그리고 법원의 구속 결정으로 구체화하였다.

사건일(event date)에 대한 정의는 다음과 같다. 혐의의 사건일은 오너의 위법 혐의가 사정기관에 의해 확인되어 언론에 최초 보도되는 시점으로 설정하였다. 개개인 간의 경영권 분쟁으로 인한 검찰 고소 사건 등은 혐의가 소명되지 않은 경우로, 사정기관에서 혐의 수사에 따른 사법절차 진행이 발생하는 시점 이전의 경우는 제외하였다. 기소 또는 구속의 사건일의 경우는 기소 또는 구속에 대한 첫 언론 보도가 이루어지는 시점을 사건일로 정의하였다.

또한, Song and Han(2017) 선행연구를 바탕으로 위법행위를 ‘횡령·배임, 주가조작, 탈세,

3) 여기서 사정기관은 검찰, 경찰, 금감원, 금융위, 공정위, 국세청, 관세청을 의미한다.

내부자거래, 기타상범죄, 길거리범죄, 뇌물, 분식회계, 사기, 담합'의 10가지 유형으로 분류하였다. 수사 과정에서 여러 가지 유형의 위법행위 혐의로 수사가 진행되는 경우에는 기사의 일자를 기준으로 제일 먼저 발생한 위법행위의 유형을 기준으로 그 유형으로 선정하였다.

오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위해 본 연구에서 사용하는 또 다른 주요한 변수는 사건에 연루된 피의자의 오너여부이다. 이를 분석하기 위해 상장기업의 소유권 정보를 확인할 수 있는 한국상장사협의회 TS2000 데이터베이스를 이용하였다. 오너 여부는 선행연구 Lins et al.(2013)을 토대로 사건일 직전의 분기 보고서를 기준으로 대주주 및 특수관계자 현황에서 주식 소유권이 있을 경우를 오너로 정의하였다.⁴⁾ 또한,

<표 1> 오너의 위법행위 사건(event)의 연도별 구성

이 표는 본 연구에 사용된 기업 오너의 위법행위 사건의 연도별 표본의 수 구성을 나타낸다. 혐의는 위법행위의 혐의를 다룬 첫 언론 보도를 의미한다. 기소는 위법행위에 대한 검찰의 기소 그리고 구속은 위법행위에 대한 법원의 구속 결정을 나타낸다.

연도	사건의 종류			합계
	혐의	기소	구속	
2000	7	2	0	9
2001	6	1	1	8
2002	14	7	7	28
2003	8	1	1	10
2004	12	5	5	22
2005	9	2	2	13
2006	7	1	2	10
2007	4	2	0	6
2008	21	2	5	28
2009	6	1	1	8
2010	21	10	5	36
2011	16	9	6	31
2012	11	4	2	17
2013	14	14	6	34
2014	14	9	4	27
2015	6	4	2	12
2016	12	4	1	17
2017	11	4	3	18
2018	5	3	0	8
2019	0	0	0	0
2020	3	0	0	3
합계	207	85	53	345

4) 자본시장법 147조(대량보유상황보고)와 173조(임원·주요주주의 특정 증권 등 소유상황보고)에 따르면 주식을 5% 이상 보유하게 된 자 혹은 임원, 주요주주의 주식 소유상황은 보고 대상이다.

오너가 사건기업의 대표이사 혹은 임원인지를 기준으로 오너의 경영 참여 여부를 판단하였다.

사건연구에 필수적인 주식시장자료 및 기업별 재무 자료는 Dataguide 데이터베이스를 사용하였다. 재벌기업 여부는 공정거래위원회의 대규모기업집단의 정의를 이용하였다. 즉, 매년 공정거래위원회에서 발표하는 대규모기업집단 목록과 사건 발생 연도와 비교하여 재벌그룹 여부를 판단하였다. 분석 및 추정 기간에 거래정지 된 사건의 경우에는 표본에서 제외되었다. 이를 통하여 최종적으로 2000년부터 2020년까지 총 345개의 오너 관련 위법행위 사건이 본 연구의 분석에 사용되었다.

<표 1>은 본 연구에서 사용된 오너의 위법행위 사건(event) 표본의 연도별 구성을 나타낸다. 2000년부터 2020년까지 총 345개의 오너 관련 위법행위가 본 연구의 분석에 사용되었다. 이 중 최초의 혐의 발생 시점에 해당하는 사건은 207개로, 표본의 절반가량을 차지하고 있다. 사정기관에서 혐의를 포착할 경우 언론의 관심을 받으면서 빠르게 보도되지만, 그 이후는 수사에 따라 사건 종결로 혐의가 축소되거나 약식기소, 벌금과 같이 중대한 영향을 미치지 않는 결과로 이어질 경우는 언론에 후속 보도되지 않는 경우가 많다. 따라서 혐의 발생에 대한 사건이 표본의 가장 큰 비중을 차지하는 것으로 판단된다. 사건 표본에서 가장 많은 위법행위가 발생한 해는 2010년으로 한 해에만 36건의 사건이 일어났으나, 2019년도는 한 건의 오너 관련 사건도 보고되지 않았다.

<표 2>에서는 오너의 위법행위를 유형별로 상세 분석하였다. 행위 중 가장 많은 비중을 차지하는 유형은 횡령·배임으로 전체 사건 표본의 약 64.6%를 차지하고 있다. 한국거래소의 공시 규정상 회사는 경영진의 횡령 또는 배임 혐의가 아닌 혐의의 경우 특별한 공시의무가

<표 2> 오너의 위법행위 사건(event)의 유형별 구성

이 표는 본 연구에서 분석한 기업 오너의 위법행위 사건의 유형별 구성을 나타낸다. 유형은 다음과 같은 총 10가지 ‘횡령·배임, 주가조작, 탈세, 내부자거래, 기타상범죄, 길거리범죄, 뇌물, 사기, 분식회계, 담합’ 유형으로 분류하였다.

유형	개수	비중 (%)
횡령·배임	223	64.6
주가조작	33	9.6
탈세	19	5.5
내부자거래	17	4.9
기타상범죄	14	4.1
길거리범죄	14	4.1
뇌물	11	3.2
사기	8	2.3
분식회계	5	1.4
담합	1	0.3
합계	345	100

없으며, 언론사의 경우 혐의자의 소속과 실명을 밝혀야 할 의무가 없다. 즉, 횡령·배임은 발생 시 의무에 해당하기 때문에 공시 직후 언론에 보도되는 경우가 대부분이다. 따라서, 다른 위법유형에 비해서 가장 많은 비중을 차지하는 것으로 보인다. 횡령·배임 다음으로는 주가조작, 탈세, 내부자거래 등의 혐의 순으로 나타났다. 길거리범죄는 폭력, 폭언, 마약, 강요 등 기업범죄 또는 화이트칼라 범죄가 아닌 일상적인 범죄로서 전체 표본의 4.1%에 해당한다.

2. 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향

본 연구는 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 오너의 불법행위에 대한 주가 반응을 측정하였다. 이를 위해 Brown and Warner(1985)의 사건연구(event study) 방법론을 적용하였다. 즉, 사건일 전후로 표본기업 주식들의 일별 초과수익률(abnormal return: AR)을 통한 효과를 분석하였다. 이를 위해 시장모형(market model)으로 산출한 초과수익률을 측정하였다. 회귀분석을 통한 추정식은 다음과 같다.

$$R_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$R_{i,t}$: t 시점의 주식 i 의 수익률

$R_{m,t}$: t 시점의 시장포트폴리오의 수익률

식 (1)을 통해 추정기간(estimation period) 동안의 i 기업의 시계열 자료를 이용하여 시장모형의 회귀계수 $\hat{\alpha}_i$ 와 $\hat{\beta}_i$ 를 추정한 후 식 (2)를 통하여 초과수익률을 계산하였다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (2)$$

$AR_{i,t}$: t 시점의 주식 i 의 초과수익률

식 (3)에서는 이렇게 계산된 초과수익률을 사건기간 동안 누적하여 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)을 구하였다.

$$CAR_{i,t_1,t_2} = \sum_{t_1}^{t_2} AR_{i,t} \quad (3)$$

CAR_{i,t_1,t_2} : t_1 시점부터 t_2 시점까지 주식 i 의 누적초과수익률

3. 오너의 위법행위에 따른 주가 반응에 영향을 미치는 요인

본 연구는 오너리스크로 인한 기업가치 훼손을 검증하기 사건연구방법론을 적용해 오너의 위법행위 사건의 시장반응인 누적초과수익률을 측정하였다. 다음으로는 이렇게 측정된 시장반응에 기업의 어떤 개별특성들이 영향을 미치는가를 분석한다. 즉, 누적초과수익률에 미치는 요인을 검증하기 위해 다음 모형의 다중회귀분석을 시행하였다.

$$CAR_{i,t_1,t_2} = \beta_0 + \sum \beta_i X_i + \epsilon_i \tag{4}$$

CAR_{i,t_1,t_2} : t_1 시점부터 t_2 시점까지 주식 i 의 누적초과수익률

종속변수인 누적초과수익률 CAR_{i,t_1,t_2} 의 기간은 사건일 전후 5일 사건기간으로 설정하여 $CAR_{i,-5,+5}$ 변수를 이용하였으며, 강건성 검증을 위해 $CAR_{i,-3,+3}$ 와 $CAR_{i,-1,+1}$ 변수도 분석하여 일관된 결과가 나오는지 확인하였다.⁵⁾ <표 3>은 식 (4)에서 사용하고 있는

<표 3> 다중회귀분석에 사용된 변수의 정의

변수명		정의
설명변수	Event1_혐의	오너의 불법행위 혐의 발생이면 1 그렇지 않으면 0
	Event2_기소	오너의 불법행위 기소 사건이면 1 그렇지 않으면 0
	Event3_구속	오너의 불법행위 구속 사건이면 1 그렇지 않으면 0
	횡령배임	사건의 유형이 횡령배임이면 1 그렇지 않으면 0
	주가조작	사건의 유형 주가조작이면 1 그렇지 않으면 0
	내부자거래	사건의 유형이 내부자거래이면 1 그렇지 않으면 0
	탈세	사건의 유형이 탈세이면 1 그렇지 않으면 0
	기타상범죄	사건의 유형이 기타상범죄이면 1 그렇지 않으면 0
	길거리범죄	사건의 유형이 길거리범죄이면 1 그렇지 않으면 0
	뇌물	사건의 유형이 뇌물이면 1 그렇지 않으면 0
	분식회계	사건의 유형이 분식회계이면 1 그렇지 않으면 0
	사기	사건의 유형이 사기이면 1 그렇지 않으면 0
	담합	사건의 유형이 담합이면 1 그렇지 않으면 0
	OwnerManager	오너가 경영에 참여하고 있으면 1 그렇지 않으면 0
	Chaebol	사건기업이 재벌그룹에 속해있으면 1 그렇지 않으면 0
통제변수	Size	기업규모의 로그값
	Leverage	부채비율
	ROA	총자산이익률
	B/M	장부가/시장가 비율

5) 사건일 전후 3일(1일) 사건기간의 누적초과수익률 $CAR_{i,-3,+3}$ 변수($CAR_{i,-1,+1}$ 변수)의 경우를 종속변수로 다중회귀분석을 반복하여 시행하였다. 이를 통하여 본 연구의 주요결과가 사건기간에 대해 강건함을 확인하였다.

설명변수와 통제변수의 정의를 정리하였다. 또한, 개별 산업의 고유 특성과 연도별 특성이 결과에 미치는 영향력을 고려하고자 산업고정효과(industry fixed effect)와 연도고정효과(year fixed effect)를 분석에 활용하였다. 각 변수에 대해 이상치로 인한 영향을 배제하기 위해 1% 수준에서 윈저화(winsorization)하였다.

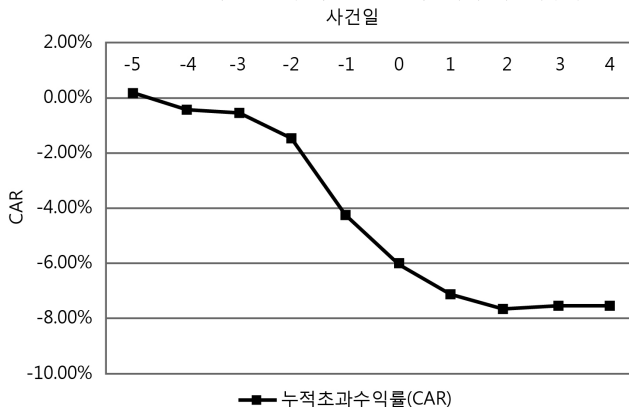
IV. 실증분석

1. 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향: 단변량(Univariate) 분석

[그림 1]은 오너의 위법행위 사건에 따른 주식시장의 반응을 나타낸다. x축은 사건 일을 기준으로 전후 5일간의 기간을 보여주며, y축은 시장모형을 통해 측정된 주가의 누적초과수익률을 보여준다. 그림에서 알 수 있듯이 오너의 위법행위 사건을 전후로 급격한 음의 누적초과수익률이 나타났다. 사건기간 동안 평균적으로 약 -7% 가량의 누적초과수익률을 보여준다. 이는 오너가 위법행위에서 연루될 경우 그 사건기업의 기업가치가 훼손된다는 것을 의미한다.

[그림 1] 오너의 위법행위에 따른 주가 추이: 전체 표본(누적초과수익률: CAR)

이 그림은 연구에서 사용된 오너의 위법행위 사건(event) 기업의 주가 추이를 나타낸다. 위법행위 사건은 상장사 오너가 연루된 위법행위의 (1) 혐의발생, (2) 기소, (3) 구속 사건 모두를 포함하는 전체 사건 표본을 의미한다. 사건일(D=0)을 기준으로 5일 전(D=-5)부터 5일 후(D+5)까지의 기간 동안의 위법행위 사건에 대한 누적초과수익률(CAR)을 보여준다. 누적초과수익률은 Brown and Warner(1985) 사건연구의 시장모형을 이용하여 계산하였다.



<표 4>는 [그림 1]과 같은 기간 동안 오너의 위법행위 사건에 대한 주식시장의 일별 초과수익률과 누적초과수익률을 정리하였다. 초과수익률의 경우 사건일 1일 전부터 사건일

3일 후까지 통계적으로 유의한 음의 초과수익률을 보였으며, 사건일은 -2.77%, 사건일 다음날은 -1.79%로 나타났다. Panel B는 사건일 전후 1, 3, 5일까지의 사건기간의 누적초과수익률을 정리하였다. 설정한 모든 사건기간에서 통계적으로 유의미한 음(-)의 누적초과수익률을 보였다. [그림 1]과 <표 4>의 결과는 상장기업의 오너가 위법행위에 연루될 경우 시장의 부정적 주가 반응이 발생한다는 것을 의미한다. 즉, 오너의 위법행위가 사건기업의 기업가치를 훼손한다는 본 연구의 첫 번째 가설을 지지한다.

<표 4> 오너의 위법행위에 대한 주가 반응: 전체 표본 [가설 1]

이 표는 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 기업 오너의 위법행위 사건 전체 표본에 대한 주가 반응을 나타낸다. 위법행위 사건은 상장사 오너가 연루된 위법행위의 (1) 혐의발생, (2) 기소, (3) 구속 사건 모두를 포함하는 전체 사건 표본을 의미한다. 주가 반응은 시장모형으로 산출한 일자별 초과수익률(abnormal return: AR)과 기간별 초과수익률을 누적한 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)로 측정하였다. Panel A는 일별 초과수익률과 누적초과수익률을 Panel B는 사건일 전후 1, 3, 5일까지의 사건기간의 누적초과수익률을 나타낸다. 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다.
*, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의하다는 것을 의미한다.

Panel A: 일별 주가 반응

사건일	초과수익률(AR)	누적초과수익률(CAR)	표본의수(N)
D-5	0.0027(1.09)	0.0027(1.09)	345
D-4	-0.0016(-0.75)	0.0011(0.34)	345
D-3	-0.0055(-2.38)**	-0.0044(-1.09)	345
D-2	-0.0011(-0.48)	-0.0055(-1.07)	345
D-1	-0.0093(-3.41)***	-0.0148(-2.55)**	345
D-0	-0.0277(-8.20)***	-0.0425(-6.39)***	345
D+1	-0.0179(-5.15)***	-0.0604(-7.54)***	345
D+2	-0.0109(-3.84)***	-0.0713(-7.85)***	345
D+3	-0.0052(-2.19)**	-0.0766(-7.77)***	345
D+4	0.0006(0.28)	-0.0759(-7.47)***	345
D+5	0.0005(0.23)	-0.0754(-7.20)***	345

Panel B: 기간별 주가 반응

누적초과수익률(CAR)	
사건기간	전체 표본
(-1, +1)	-0.0549(-8.85)***
(-3, +3)	-0.0777(-8.19)***
(-5, +5)	-0.0754(-7.20)***
표본의수(N)	345

<표 5>는 오너의 위법행위에 대한 사건별 상세분석을 정리하였다. 위법행위에 대한 (1) 혐의의 첫 언론 보도, (2) 검찰의 기소 그리고 (3) 법원의 구속 판결로 구분되는 상세 사건에 대한 주식시장 반응을 분석하였다. 오너의 위법행위 혐의 발생 시점 전후로 1일, 즉 3일간의 사건기간 동안 평균적으로 -7.7%의 누적초과수익률이 발생하는 것으로 나타났다.

또한, 오너의 구속사건 발생 시 평균적으로 -5.3%의 누적초과수익률이 나타났다. 오너가 기소되는 경우에는 -0.59%의 초과누적수익률이 발생하나 통계적인 유의미성을 찾기에는 부족한 수준을 보였다. 이는 기소에 따른 주가 영향의 상당 부분이 여러 혐의 및 수사 보도 자료를 통해 시장에 선반영 되었을 가능성을 의심할 수 있다. 실제로 검찰의 기소는 수사를 통해 혐의 소명이 최대한 이루어진 후에 진행되는 사례가 많다. 따라서 <표 5>의 결과를 통해 오너가 연루된 사건의 혐의가 시장에 처음 전달되는 시점과 혐의가 위법으로 확정되어 법원의 구속 판결이 나오는 사건에 대해서는 유의미한 기업가치 훼손이 확인되었다. 하지만, 검찰의 기소 사건에 대해서는 의미 있는 시장반응은 확인되지 않았다.

<표 5> 오너의 위법행위에 대한 주가 반응: 사법절차별 상세분석 [가설 2-1]

이 표는 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 사법절차별로 나누어 상세분석하였다. 기업 오너의 위법행위를 사법절차에 따라 (1) 혐의발생, (2) 기소, (3) 구속 부표본별로 나누어 주가 반응을 분석하였다. 혐의는 위법행위의 혐의에 대한 첫 언론 보도를 의미한다. 기소는 위법행위에 대한 검찰의 기소를 의미한다. 구속은 위법행위에 대한 법원의 구속 결정을 나타낸다. 주가 반응은 시장모형으로 산출한 일자별 초과수익률(abnormal return: AR)과 기간별 초과수익률을 누적한 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)로 측정하였다. Panel A는 일별 초과수익률을 Panel B는 사건일 전후 1, 3, 5일까지의 사건기간 동안의 누적초과수익률을 나타낸다. 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의하다는 것을 의미한다.

Panel A: 일별 주가 반응

초과수익률(AR)

사건일	사법절차의 종류		
	(1) 혐의	(2) 기소	(3) 구속
D-5	0.0050(1.37)	0.0045(1.26)	-0.0090(-1.69)*
D-4	-0.0002(-0.07)	-0.0021(-0.59)	-0.0063(-0.99)
D-3	-0.0081(-2.55)**	-0.0027(-0.65)	0.0002(0.03)
D-2	0.0002(0.05)	-0.0001(-0.03)	-0.0078(-1.12)
D-1	-0.0109(-2.91)***	0.0011(0.26)	-0.0195(-2.93)***
D-0	-0.0396(-9.54)***	-0.0027(-0.40)	-0.0215(-2.46)**
D+1	-0.0251(-5.40)***	-0.0044(-0.81)	-0.0116(-1.16)
D+2	-0.0155(-4.08)***	-0.0116(-2.58)**	0.0080(1.00)
D+3	-0.0087(-2.63)**	-0.0005(-0.12)	0.0007(0.11)
D+4	0.0009(0.32)	0.0016(0.43)	-0.0022(-0.36)
D+5	0.0005(0.19)	0.0004(0.09)	0.0005(0.10)

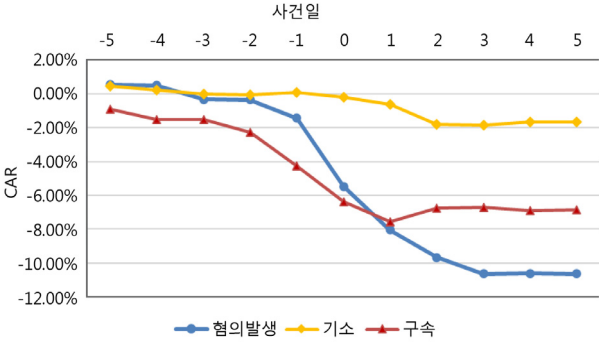
Panel B: 기간별 주가 반응

누적초과수익률(CAR)

사건기간	사법절차의 종류		
	(1) 혐의	(2) 기소	(3) 구속
(-1, +1)	-0.0769(-9.54)***	-0.0059(-0.56)	-0.0527(-3.10)***
(-3, +3)	-0.1111(-8.54)***	-0.0208(-1.20)	-0.0516(-2.42)**
(-5, +5)	-0.1064(-7.21)***	-0.0164(-0.88)	-0.0686(-2.79)***
표본의수(N)	207	85	53

[그림 2]는 이러한 추세를 보여준다. 혐의의 발생과 구속 사건에 대한 주가 추이는 사건일 전날을 기준으로 급격한 하락추세를 보여준다. 하지만, 기소의 경우에는 누적초과수익률 기준 2% 이내의 상대적으로 완만한 하락추세를 발견할 수 있다. 즉, 오너의 위법행위에 대한 검찰의 기소는 시장에 정보효과를 주지 못한다는 것을 의미한다. 이는 형사사건에서 검사가 죄가 있다고 판단해 기소한 경우 법원에서 무죄판결을 선고하는 비율이 약 1%에 불과한 한국의 실정에 비추어볼 때 기소에 대해 시장과 언론의 관심과 이해가 제한적인 것으로 볼 수 있다.

[그림 2] 오너의 위법행위에 따른 주가 추이: 사법절차별 상세분석(누적초과수익률: CAR)
본 그림은 본 연구에서 사용된 오너의 위법행위 사건기업의 주가 추이를 나타낸다. 사건일(D=0)을 기준으로 5일 전(D-5)부터 5일 후(D+5)까지의 기간 위법행위 첫 혐의 보도, 기소, 구속 사건에 대한 누적초과수익률을 보여준다. 누적초과수익률은 Brown and Warner(1985) 사건연구의 시장모델을 이용하여 계산하였다.



<표 6>은 오너의 위법행위에 따른 시장반응을 사법절차별·유형별로 상세 분석한 결과이다. Panel A, Panel B, Panel C는 각각 혐의, 기소, 구속에 해당하는 사법절차의 종류로 분류한 부표본(subsample)이다. 위법행위 혐의 발생에 대한 시장반응의 경우(Panel A)는 횡령·배임 혹은 주가조작의 유형에서 두드러지는 음(-)의 누적초과수익률을 보인다. 기타상범죄, 길거리범죄, 탈세, 뇌물의 경우는 일부 사건 구간에서만 통계적인 유의성이 존재함을 확인하였다. 시장반응의 강도는 주가조작 유형에 가장 강하게 나타났다. 사건기간 1일 전후로는 -14.64%의 누적초과수익률을, 사건기간 5일 전후로는 -26.97% 누적초과수익률을 보였다. 그다음으로 횡령·배임, 분식회계, 뇌물 순으로 유의한 음(-)의 누적초과수익률이 나타났다.

위법행위의 기소에 대한 시장반응의 경우(Panel B)에는 길거리범죄와 사기 유형에서만 통계적으로 유의한 음의 시장반응을 확인할 수 있었다. 이는 <표 5>의 기소 전체 표본에

대한 결과에서 유의미한 결과를 찾을 수 없었던 결과와 일맥상통한다. 다만, 세부적인 유형별 시장반응의 분석을 통해 오너의 사기 그리고 길거리범죄 유형의 위법행위는 최초의 언론 보도뿐만 아니라 기소의 결정에도 시장의 관심이 반영되고 있음을 보여주었다. 하지만, 다른 유형의 위법행위 기소에 대해서는 유의한 시장반응을 보이지 않았다.

<표 6> 오너의 위법행위에 대한 주가 반응: 사법절차별 · 유형별 상세분석 [가설 2-2]

이 표는 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 사법절차별 · 유형별로 나누어 상세분석하였다. 이를 위해 기업 오너의 위법행위 사건을 (1) 혐의, (2) 기소, (3) 구속 사건의 부표본별로 그리고 사건의 (10가지) 유형별로 나누어 주가 반응을 분석하였다. 혐의는 위법행위의 혐의에 대한 첫 언론 보도를 의미한다. 기소는 위법행위에 대한 검찰의 기소를 사건으로 한다. 구속은 위법행위에 대한 법원의 구속 결정을 나타낸다. 사건의 유형은 횡령 · 배임, 주가조작, 내부자거래, 탈세, 기타상범죄, 길거리범죄, 뇌물, 분식회계, 사기, 담합으로 구분하였다. 주가 반응은 시장모형으로 산출한 일차별 초과수익률 (abnormal return: AR)을 기간별로 누적한 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)로 측정하였다. Panel A는 혐의 부표본, Panel B는 기소 부표본, Panel C는 구속 부표본에 대해 각각 사건일 전후 1, 3, 5일까지의 사건기간 동안의 누적초과수익률을 나타낸다. 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의하다는 것을 의미한다.

Panel A: 혐의		누적초과수익률(CAR)		
유형	사건기간			표본의수(N)
	(-1, +1)	(-3, +3)	(-5, +5)	
횡령 · 배임	-0.0826(-7.85)***	-0.1105(-6.97)***	-0.0999(-5.55)***	131
주가조작	-0.1464(-5.14)***	-0.2806(-5.17)***	-0.2697(-4.35)***	20
내부자거래	-0.0187(-1.30)	-0.0192(-0.78)	-0.0359(-1.28)	12
탈세	-0.0266(-1.23)	-0.0464(-1.79)*	-0.0608(-2.47)**	11
기타상범죄	-0.0331(-1.72)*	-0.0351(-1.28)	-0.0363(-1.75)*	9
길거리범죄	-0.0248(-2.95)**	-0.0207(-1.14)	-0.0223(-1.33)	9
뇌물	-0.0714(-1.56)	-0.0912(-1.56)	-0.1015(-1.91)*	7
분식회계	-0.0629(-0.94)	-0.0605(-0.66)	-0.1236(-1.31)	4
사기	-0.0353(-1.14)	-0.0121(-0.91)	0.1118(0.69)	3
담합	0.0001(N/A)	-0.0365(N/A)	-0.0210(N/A)	1
전체	-0.0756(-9.54)***	-0.1077(-8.54)***	-0.1014(-7.21)***	207

Panel B: 기소		누적초과수익률(CAR)		
유형	사건기간			표본의수(N)
	(-1, +1)	(-3, +3)	(-5, +5)	
횡령배임	0.0011(0.09)	0.0030(0.18)	-0.0003(-0.01)	55
주가조작	-0.0766(-1.18)	-0.1462(-1.30)	-0.1730(-1.93)*	8
내부자거래	-0.0206(-0.54)	-0.1247(-0.97)	-0.0729(-0.88)	5
탈세	0.0072(0.97)	0.0206(1.58)	0.0388(1.71)*	7
기타상범죄	0.0500(0.60)	0.0245(0.42)	0.0450(0.79)	3
길거리범죄	-0.0151(-2.39)**	-0.0569(-3.75)**	-0.0350(-1.13)	3
뇌물	0.0399(N/A)	0.0930(N/A)	0.1109(N/A)	1
분식회계	-	-	-	0
사기	-0.0151(-1.63)	-0.0926(-2.40)**	-0.0140(-0.38)	3
담합	-	-	-	0
전체	-0.0059(-0.56)	-0.0208(-1.20)	-0.0164(-0.88)	85

Panel C: 구속 누적초과수익률(CAR)

유형	사건기간			표본의수(N)
	(-1, +1)	(-3, +3)	(-5, +5)	
횡령배임	-0.0671(-3.41)***	-0.0590(-2.45)**	-0.0623(-2.17)**	37
주가조작	-0.1213(-2.58)**	-0.1554(-1.84)*	-0.1787(-2.10)*	5
내부자거래	-	-	-	0
탈세	-0.0307(N/A)	0.0290(N/A)	-0.0008(N/A)	1
기타상범죄	0.0894(0.74)	0.0430(0.50)	0.0013(0.01)	2
길거리범죄	-0.0335(-1.37)	0.0331(0.43)	-0.0345(-0.67)	2
뇌물	-0.0355(-0.92)	-0.0857(-0.97)	-0.1296(-1.10)	3
분식회계	-0.0384(N/A)	-0.0995(N/A)	-0.3183(N/A)	1
사기	0.1802(2.25)*	0.2000(1.50)	0.1704(1.71)*	2
담합	-	-	-	0
전체	-0.0527(-3.10)***	-0.0516(-2.42)**	-0.0686(-2.79)***	53

법원의 구속 결정에 따른 시장반응의 경우(Panel C)는 횡령·배임 혹은 주가조작 유형에서 유의미한 음(-)의 누적초과수익률을 보였다. 이는 혐의가 발생한 Panel A의 결과와 같은 추세를 보이지만, 절대적인 시장강도, 즉, 누적초과수익률의 크기는 상대적으로 약하는 것으로 나타났다. 예를 들어, 주가조작의 경우 최초 혐의가 발생한 기업가치 훼손은 사건일 전후 5일의 누적초과수익률을 기준으로 -26.97%에 해당하지만, 오너의 구속 결정에 대해서는 -17.87%의 시장반응을 보였다. 결과적으로, 오너의 구속 결정은 시장 참여자들에게 있어 기업가치에 유의미한 영향을 주는 새로운 정보로 해석할 수 있다. 이는 판사의 구속 실질심사를 통해 구속 여부를 밝히는 과정에서 위법행위의 위중도와 입증 가능성에 큰 변화를 보였기 때문이라 판단된다.

<표 7>은 위법행위에 연루된 오너가 경영에 참여하고 있을 경우와 그렇지 않을 경우로 나누어 시장반응을 차이를 분석하였다. 결과는 모든 사건 구간에서 경영에 참여 중인 오너 기업의 주가 반응이 경영에 참여하지 않고 있는 오너 기업의 주가 반응보다 더 큰 폭의 음의 누적초과수익률을 보였다. 사건일 전후 5일의 구간에서 경영에 참여한 오너가 위법행위에 연루됐을 경우 -11.27%의 누적초과수익률을 나타냈지만, 경영에 참여하지 않은 오너에 대해서는 -4.01%의 누적초과수익률을 보였다. 두 표본의 차이는 모든 구간에 통계적으로 유의함을 보였다. 결과에 따르면, 경영에 참여 중인 오너경영자가 위법행위를 저지를 경우 그렇지 않은 오너가 위법행위에 연루됐을 경우보다 오너 기업의 기업가치 훼손이 더 크게 나타나는 것을 의미한다. 앞서 선행연구에서 살펴본 것처럼 경영 공백으로 인한 불확실성의 증가 그리고 기업 평판에 대한 우려 등이 시장에 반영된 것으로 해석할 수 있다. 따라서 오너경영자의 개인적인 행동은 기업의 가치를 심각하게 훼손시킬 수도

있다는 것을 의미한다. 이는 오너경영자뿐 아니라 시장 참여자 모두에게 의미 있는 시사점을 제공한다.

<표 7> 오너의 위법행위에 대한 주가 반응: 경영참여 vs. 비경영참여 [가설 3]

이 표는 오너의 경영참여가 오너의 위법행위에 대한 주가 반응에 어떤 영향을 주는지를 검증하였다. 이를 위해 사건의 오너가 경영에 참여하고 있는 경영참여 부표본과 오너가 경영에 참여하고 있지 않은 비경영참여 부표본을 나누어 분석하였다. 주가 반응은 시장모형으로 산출한 일자별 초과수익률(abnormal return: AR)을 기간별로 누적한 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)로 측정하였다. 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의하다는 것을 의미한다.

누적초과수익률(CAR)			
사건기간	경영참여	비경영참여	차이
(-1, +1)	-0.0752(-7.55)***	-0.0356(-4.89)***	-0.0396(-3.23)***
(-3, +3)	-0.1178(-7.57)***	-0.0396(-3.82)***	-0.0783(-4.23)***
(-5, +5)	-0.1127(-6.84)***	-0.0401(-3.18)***	-0.0725(-3.52)***

<표 8>은 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향이 오너의 재벌 여부에 따라 어떻게 달라지는지를 분석하였다. 결과에서 재벌의 경우는 사건일 전후 1일의 사건기간에서만 -1.37%의 통계적으로 유의한 누적초과수익률을 보였다. 반면 비재벌의 경우에는 모든 사건 구간에서 각각-7.47%, -10.76%, -10.58%의 유의한 누적초과수익률 나타냈으며 두 부표본 사이의 차이 또한 모든 구간에 통계적으로 유의하였다. 즉, 비재벌 오너가 위법행위에 연루될 경우가 재벌 오너의 경우보다 부정적인 시장반응이 더 크게 나타남을 알 수 있다. 이 결과는 Song and Han(2017)의 연구에서 보여준 기업범죄에 대한 시장반응이 재벌기업인 경우가 비재벌기업인 경우보다 덜 부정적이었다는 실증결과와 일맥상통한다. 이는 최근 ESG경영에 대한 높은 관심과 함께 더욱 엄격해지고 있는 재벌그룹 오너에 대한 도덕적 잣대와 사회적 인식에도 불구하고 재벌그룹 오너의 위법행위가 기업가치 하락에 미치는 영향은 상대적으로 제한적인 것으로 나타났다.

<표 8> 오너의 위법행위에 대한 주가 반응: 재벌 vs. 비재벌 [가설 4]

이 표는 위법행위에 연루된 오너가 재벌그룹에 속해있는지 아닌지에 따라 오너의 위법행위에 대한 주가 반응에 어떤 영향을 주는지를 검증하였다. 이를 위해 사건의 오너가 재벌그룹 계열사인 부표본과 오너가 비재벌 기업인 비재벌 부표본으로 나누어 분석하였다. 주가 반응은 시장모형으로 산출한 일자별 초과수익률(abnormal return: AR)을 기간별로 누적한 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)로 측정하였다. 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의하다는 것을 의미한다.

누적초과수익률(CAR)			
사건기간	재벌	비재벌	차이
(-1, +1)	-0.0137(-2.07)**	-0.0747(-8.98)***	0.0610(4.74)***
(-3, +3)	-0.0154(-1.50)	-0.1076(-8.48)***	0.0921(4.69)***
(-5, +5)	-0.0123(-1.01)	-0.1058(-7.58)***	0.0935(4.28)***

2. 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향: 다변량(Multivariate) 분석

오너의 위법행위에 대한 주가 반응에 영향을 미치는 요인을 조사하기 위해 식 (4)의 다변량회귀분석을 수행하였다. <표 9>는 오너 위법행위의 사법절차에 따른 기업가치 효과를 조사하였다. ‘Event1_혐의’의 회귀계수는 -0.066으로 1% 수준에서 유의한 값으로 나타났다. ‘Event2_기소’의 회귀계수는 음의 값을 가지지만 유의하지 않았고 ‘Event3_구속’의 회귀계수는 0.033으로 10% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 보였다. <표 6>의 단변량 분석과 일맥상통하는 결과이다. 즉, 법적 절차의 과정 중 혐의의 발생에서 가장 강한 시장반응이 나타났으며, 구속의 경우는 그보다는 약하지만 유의한 음의 시장반응을 보였다. 하지만, 기소의 경우는 유의미한 결과를 발견할 수 없었다. 이는 기업의 개별특성을 통제했을 뿐 아니라 산업고정효과(industry fixed effects)와 연도고정효과(year fixed effects)를 적용한 후에도 여전히 결과가 유지되고 있음을 의미한다. 또한, <표 9>의 모든 회귀분석 모델에서

<표 9> 누적초과수익률에 대한 회귀분석 [가설 2-1]

이 표는 누적초과수익률에 대한 다중회귀분석의 결과를 보여준다. 분석에 사용된 변수는 <표 3>에 정의되어 있으며 추정 방법은 제3절에 제시된 바와 같다. 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의하다는 것을 나타낸다.

변수	누적초과수익률: CAR(-5,+5)		
	(1)	(2)	(3)
Event1_혐의	-0.066*** (-5.09)		
Event2_기소		-0.060 (-0.92)	
Event3_구속			-0.033* (-1.93)
Size	0.017*** (9.97)	0.017*** (9.00)	0.018*** (9.72)
Leverage	0.000 (0.10)	0.000 (0.19)	0.000 (0.04)
ROA	0.011** (2.92)	0.011** (3.06)	0.011** (3.05)
B/M	0.724*** (4.66)	0.655*** (4.27)	0.735*** (3.92)
Adjusted R-Squared	0.220	0.211	0.196
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Adjusted R-Squared	0.220	0.211	0.196
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Observations (N)	345	345	345

통제변수 중 ‘Size’, ‘ROA’, ‘B/M’ 변수가 통계적으로 유의한 양의 회귀계수 값을 나타냈다. 이는 오너의 위법행위에 따른 시장반응에 대해 기업의 규모가 작을수록, 수익성이 안 좋을수록, 시장가치 대비 장부가치의 비율이 낮을수록 음의 누적초과수익률이 더 크게 나타날 수 있음을 의미한다.

<표 10> 누적초과수익률에 대한 회귀분석 결과 [가설 2-2]

이 표는 누적초과수익률에 대한 다중회귀분석의 결과를 보여준다. 분석에 사용된 변수는 <표 3>에 정의되어 있으며 측정 방법은 제3절에 제시된 바와 같다. 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의하다는 것을 나타낸다.

위법행위의 유형	누적초과수익률: CAR(-5,+5)	
	계수	t-통계값
횡령배임	-0.017**	-2.03
주가조작	-0.100***	-3.48
내부자거래	-0.016*	-1.74
탈세	0.007	0.24
기타상범죄	0.088	1.38
길거리범죄	0.047	1.29
뇌물	-0.012	-0.59
분식회계	0.186	1.54
사기	-0.041	-0.30
담합	0.121	1.25
Control Variables	Yes	
Year Fixed Effects	Yes	
Industry Fixed Effects	Yes	
Event Fixed Effects	Yes	
Observations (N)	345	

<표 10>에서는 오너가 연루된 위법행위의 유형에 따른 기업가치 효과를 분석하였다. 즉, 총 10가지의 위법행위 유형이 누적초과수익률에 어떤 영향을 미치는지를 살펴보았다. 분석 결과, 횡령배임의 회귀계수는 -0.017이며 5% 수준에서 유의하였다. 주가조작의 회귀계수는 -0.100이며 1% 수준에서 유의한 값을 나타냈다. 내부자거래 유형의 경우 10% 수준에서 유의한 음의 회귀계수를 보였다. <표 10>의 분석에서는 <표 9>의 통제변수, 산업고정효과, 연도고정효과의 적용에 더해 사건고정효과(event fixed effects)⁶⁾도 추가로 적용했다. <표 10>의 결과를 토대로 종합해보면, 오너의 위법행위 유형 중 기업가치에 영향을 주는 유형은 주가조작 > 횡령배임 > 내부자거래 유형임을 보여준다. 이는 단별량 분석인 <표 6>의

6) 사건고정효과의 사건은 법적 절차상의 혐의, 기소, 구속을 의미한다.

결과와 비교하면 주가조작과 횡령배임의 결과는 일맥상통하게 유지되었으나, 내부자거래 유형은 다변량분석을 통해서 유의미한 결과로 나타났다. 즉, 사건기업의 개별특성과 각종 고정효과를 통제한 후에도 주가조작, 횡령배임, 내부자거래 유형이 오너리스크에 따른 기업가치 훼손에 가장 유의미한 영향을 준다는 것을 보였다.

<표 11> 누적초과수익률에 대한 회귀분석 [가설 3, 4]

이 표는 누적초과수익률에 대한 다중회귀분석의 결과를 보여준다. 분석에 사용된 변수는 <표 3>에 정의되어 있으며 측정 방법은 제3절에 제시된 바와 같다. 괄호 안의 숫자는 t-통계량을 의미한다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의하다는 것을 나타낸다.

변수	누적초과수익률: CAR(-5,+5)		
	(1)	(2)	(3)
OwnerManager	-0.036** (-2.44)		-0.037** (-2.47)
Chaebol		0.012 (1.63)	0.011 (1.64)
Size	0.014*** (5.40)	0.015*** (5.11)	0.012*** (3.86)
Leverage	0.000 (0.06)	0.000 (0.15)	0.000 (0.08)
ROA	0.011** (2.87)	0.011** (2.87)	0.011** (2.84)
B/M	0.647*** (3.64)	0.687*** (5.11)	0.630*** (4.02)
Adjusted R-Squared	0.220	0.211	0.196
Year Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Event Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Observations (N)	345	345	345

<표 11>은 오너의 경영참여와 재벌그룹 여부가 위법행위로 인한 시장반응에 어떤 영향을 미치는지를 분석하였다. <표 11>의 다중회귀분석은 <표 10>와 동일하게 개별기업특성을 통제하고 산업, 연도, 사건 고정효과를 적용하였다. 분석 결과, ‘OwnerManager’ 변수의 회귀계수는 5% 수준의 음의 값을 보였다. 즉, 오너이면서 동시에 회사를 경영하고 있는 오너가 위법행위에 연루될 경우 그 시장반응은 더욱 강력하다는 것을 의미한다. 이 결과는 단변량 분석의 결과와 일맥상통하며 가설 3을 지지한다. 그러나, ‘Chaebol’ 변수의 회귀계수는 양의 값으로 오너가 재벌그룹에 속해 있을 경우 오너리스크에 의한 시장가치 하락이 제한될 것이라는 가설의 방향과는 일치하나, 통계적으로 유의한 값을 보이지는 않았다. 비록 회귀계수 값이 10% 수준의 통계적 유의성의 경계값에 가깝지만, 누적초과수익률에 영향을 미치는

여러 요인을 통제한 후에는 유의성이 사라졌다. 즉, 오너의 재벌그룹계열사 여부는 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향을 설명하는 변수라고 보기는 어렵다.⁷⁾

V. 결 론

본 연구는 상장기업 오너의 위법행위 사건을 기준으로 사건기업의 초과수익률과 누적초과수익률을 비교 분석함으로써 오너의 위법행위가 기업의 가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 통하여 오너의 위법행위가 해당 기업의 기업가치를 훼손함을 보였다. 즉, 위법행위 사건일을 전후로 주식시장에서 음의 누적초과수익률이 발생하였다. 또한, 오너의 위법행위에 대한 최초의 혐의 보도와 법원의 구속 판결 사건에 대해서는 통계적으로 유의미한 누적초과수익률이 나타났지만, 검찰의 기소 결정에 대해서는 유의미한 누적초과수익률이 나타나지 않았다. 위법행위의 유형에 대한 상세분석에서는 주가조작, 횡령배임, 내부자거래의 순으로 유의한 누적초과수익률이 나타났다. 이를 통하여 오너리스크가 기업가치에 미치는 사법절차별·유형별 경중을 확인하였다. 이러한 오너의 위법행위로 인한 기업가치의 부정적 효과는 오너가 경영에 참여하고 있을 때 더 강하게 나타남을 보였다. 이 분석 결과는 오너가 직접경영에 참여할 때 내부통제와 감시가 오히려 더 중요할 수 있음을 시사한다.

이러한 오너리스크와 기업가치에 대한 실증결과를 제공함으로써 본 연구는 다음과 같은 의의를 가진다. 첫째, 소표본을 통한 검증으로 일반화가 어려웠던 선행연구의 한계점을 극복하고 오너리스크가 기업가치에 미치는 영향에 대한 확장된 연구를 수행하였다. 이를 통해 기업의 감시 시스템하에서 완벽하게 통제되지 않는 오너 개인의 각종 위법행위가 선량한 개인투자자들에게 전가되어 피해를 줄 수 있다는 점을 보였다. 둘째, 한국의 사법절차의 특성과 위법행위의 유형에 대한 이해를 바탕으로 입체적인 실증분석 결과를 제공함으로써 오너의 위법행위를 예방하기 위한 정책 방향 설정에 중요한 시사점을 제공하였다. 셋째, 단변량 분석뿐 아니라 다변량 분석 방법을 적용하여 논문의 주요결과에 대한 강건성을 확인하였다. 이를 통해서 구체적으로 어떤 요인들이 오너리스크가 기업가치에 미치는 부정적 영향력을 설명할 수 있는지 증거를 제시함으로써 오너리스크와 기업가치에 대한 이해를 높일 것으로 기대된다.

7) 다변량 분석에서 수행한 다중회귀분석에서 발생할 수 있는 다중공산성(multicollinearity) 문제를 우려하여 독립변수들의 VIF(variance inflation factors) 계산하였으며, 분석 결과 모두 5를 넘지 않는 것을 확인하였다.

참 고 문 헌

- 강선아, 조상민, “오너리스크와 사회적책임활동(CSR) 및 시장반응연구: 빅데이터(Big data) 활용”, 경영경제연구, 제43권 제2호, 2021, 53-71.
- 김대원, 김성철, “재벌의 부정적 이슈에 대한 공중(公衆)의 정당성 평가와 부정적 정서: 정당성 훼손 사례와 유관한 트윗 내용 분석”, 사이버커뮤니케이션학보, 제32권 제3호, 2015, 5-47.
- 김태호, 김학선, “오피니언 마이닝과 상황적 위기 커뮤니케이션 전략 이론을 활용한 외식 프랜차이즈 기업의 오너리스크 위기대응 전략에 대한 연구”, 관광학연구, 제42권 제8호, 2018, 129-146.
- 박순홍, 김현숙, 임병권, “경영자의 주식담보대출이 타인자본비용에 미치는 영향”, 한국증권학회지, 제50권 제6호, 2021, 617-650.
- 이상규, 김병곤, “한국 재벌기업의 내부거래와 기업가치: 사익편취규제제도의 효과”, 한국산학기술학회논문지, 제22권 제10호, 2021, 727-736.
- 이혜환, 정혜련, “기업 범죄의 언론보도 효과 분석-기업범죄의 유형에 따른 주가 변화를 중심으로”, 범죄수사학연구, 제7권 제1호, 2021, 25-43.
- 임현일, “오너리스크가 기업가치에 미치는 영향”, ESG 최신현안분석, 한국기업지배구조원, 2017.
- 정진호, 정세희, 이창무, “산업보안 관점에서 바라본 ‘오너리스크’ 관련 사건들의 피해수준 분석”, 한국산업보안연구, 제11권 제2호, 2021, 97-128.
- 진용주, 유재웅, “기업의 기만행위에 따른 부정적 뉴스가 소비자의 제품태도와 구매의도에 미치는 영향: 기업책임성의 강약과 제품관여도 수준에 따른 차이”, 광고 PR 실학연구, 제10권 제1호, 2017, 167-192.
- 주자운, 당옥철, 서범평, 양규혁, “오너리스크가 기업의 조세회피에 미치는 영향”, 산업경제연구, 제33권 제5호, 2020, 1477-1502.
- 채수준, 유혜영, “소유지배 괴리도가 주가급락위험에 미치는 영향”, 산경연구논집, 제9권 제7호, 2018, 53-59.
- 최우석, 이우백, “오너경영과 기업성과에 관한 실증연구”, 재무연구, 제18권 제1호, 2005, 121-155.
- Bae, K., J. Kang, and J. Kim, “Tunneling or Value Added? Evidence from Mergers by Korean BusinessGroups,” *Journal of Finance*, 57, (2002), 2695-2740.
- Brown, S. and J. Warner, “Using Daily Stock Returns: The Case of Event Studies,”

- Journal of Financial Economics*, 14, (1985), 3-31.
- Byun, H., S. Choi, L. Hwang, and R. Kim, "Business Group Affiliation, Ownership Structure, and the Cost of Debt," *Journal of Corporate Finance*, 23, (2013), 311-331.
- Choi, S. and I. Hasan, "Ownership, Governance, and Bank Performance: Korean Experience," *Financial Markets, Institutions & Instruments*, 14, (2005), 215-242.
- Davidson, W., D. Worrell, and C. Lee, "Stock Market Reactions to Announced Corporate Illegality," *Journal of Business Ethics*, 13, (1994), 979-987.
- Goldenberg, J., B. Libai, S. Moldovan, and E. Muller, "The NPV of Bad News," *International Journal of Research in Marketing*, 24, (2007), 186-200.
- Grappi, S., S. Romani, and R. Bagozzi, "Consumer Response to Corporate Irresponsible Behavior: Moral Emotions and Virtues," *Journal of Business Research*, 66, (2013), 1814-1821.
- Gopalan, R., V. Nanda, and A. Seru, "Affiliated Firms and Financial Support: Evidence from Indian Business Group," *Journal of Financial Economics*, 86, (2007), 759-795.
- Joe, D., D. Jung, and F. Oh, "Owner-managers and Firm Performance during the Asian and Global Financial Crises: Evidence from Korea," *Applied Economics*, 51, (2019), 611-623.
- Joh, S., "Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the Economic Crisis," *Journal of Financial Economics*, 68, (2003), 287-322.
- Karpoff, J. and J. Lott, "The Reputational Penalty Firms Bear from Committing Criminal Fraud," *Journal of Law and Economics*, 36, (1993), 757-802.
- Khanna, T. and Y. Yafeh, "Business Groups in Emerging Markets: Paragons or Parasites?," *Journal of Economic Literature*, 45, (2007), 331-372.
- Lins, K., P. Volpin, and H. Wagner, "Does Family Control Matter? International Evidence from the 2008-2009 Financial Crisis," *Review of Financial Studies*, 26, (2013), 2583-2619.
- Pierce, J., "Reexamining the Cost of Corporate Criminal Prosecutions," *Journal of Management*, 44, (2018), 892-918.
- Song, C. and S. Han, "Stock Market Reaction to Corporate Crime: Evidence from South Korea," *Journal of Business Ethics*, 143, (2017), 323-351.
- Wermers, R., "Mutual Fund Performance: An Empirical Decomposition into Stock-Picking Talent, Style, Transactions Costs, and Expenses," *Journal of Finance*, 55, (2000), 1655-1695.

Effect of Owner Risk on Firm Value: Focusing on Short-term Stock Price Responses*

Hwang Hee Lee** · Yongmin Joe***

〈Abstract〉

This study analyzes the effect of owner risk on firm value. We apply the event study based on the illegal activities of the owners of listed companies from January 2000 to January 2020. Specifically, we divide our event sample of illegal acts into three sub-samples (i.e., charges, prosecution decisions, and court arrest judgments) and detailed analysis by type is conducted through type setting according to the characteristics of illegal acts. As a result of our analysis, we show that there was a significant decline in firm value for the owner's illegal act. This negative effect shows statistically significant results for the case of the owner's charges and the judgment of arrest, but does not appear to be a meaningful market reaction to the prosecution's indictment. In addition, among the types of illegal acts, there was a significant decline in firm value in the case of stock price manipulation, embezzlement and breach of trust, and insider trading. The phenomenon of firm value damage to the owner's illegal activities is stronger when the owner participated in management, but there is no significant difference in whether the owner's firm is a chaebol-affiliated firm. Based on our empirical results, this paper provides important implications for owner risk and firm value to corporate stakeholders and financial market participants.

Keywords : Owner Risk, Firm Value, Illegal Act, Event Study

* This Research was supported by Duksung Women's University Research Grants 2021.

** First Author, Assistant Professor, College of Integrated Global Studies, Business Administration, Duksung Women's University, E-mail: eddie1@duksung.ac.kr

*** Corresponding Author, Assistant Professor, College of Global Business, Korea University, E-mail: denisymjoe@korea.ac.kr