

## 공정거래위원회의 과징금 부과에 따른 기업가치 분석\*

정 성 훈\*\* (대구가톨릭대학교)

노 상 수\*\*\* (대구가톨릭대학교)

이 준 규\*\*\*\* (대구가톨릭대학교)

본 연구는 공정거래위원회에서 과징금이 부과된 기업들이 과징금부과 의결일 전후의 주가반응이 어떻게 나타나는지 사건연구(event study) 방법 중 누적초과수익률(CAR)과 매입보유초과수익률을 이용하여 실증분석을 실시하였다. 연구결과 전체표본에서는 공정위의 과징금부과가 시장에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 과징금부과에 대한 정보는 의결일 이전에 시장에 반영되는 것으로 나타났다. 그러나 과징금부과가 시장에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났으며, 부당공동행위로 과징금을 받은 표본에서는 오히려 누적초과수익률이 상승한 것으로 나타났다. 사건연구방법 이외에도 누적초과수익률을 종속변수로 두고 다양한 재무적인 변수를 선정하여 다중회귀분석을 실시하였으며, 과징금 총액은 누적초과수익률에 유의한 영향을 미치지 못한 것으로 나타났으나 총자산 대비 과징금과 매출총이익 대비 과징금은 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

### [ 1 ] 서 론

최근 부익부빈익빈과 같은 소득양극화와 특히 재벌들의 경제력 집중과 같은 문제가 사회에 큰 이슈로 나타나면서 18대 대선과 19대 대선에서 각 후보들의 경제정책 중 경제민주화가 가장 큰 관심을 받았다. 특히 재벌의 경제력 집중문제에서 나타나는 일감몰아

주기, 부당내부거래, 납품단가 후려치기, 기술탈취 등 불공정거래행위가 빈번하게 일어나고 있으며, 이러한 문제로 인한 피해와 함께 불공정거래행위에 대한 규제강화와 재벌개혁에 대한 목소리가 높아진 상황이다. 일감몰아주기, 부당내부거래, 납품단가 후려치기,

\* 본 논문은 2018년 상반기 펀드평가3사(한국펀드평가, FnGuide, 제로인)의 성균관대학교 자산운용연구센터(CAPM) 연구비 지원으로 수행되었습니다.

주제어 : 과징금, 공정위, 공정거래법, 주가반응, 공시, 사건연구  
JEL 분류번호 : G14, G18

\*\* 제1저자 대구가톨릭대학교 경제통상학부 교수(E-mail : james1101@cu.ac.kr)

\*\*\* 교신저자 대구가톨릭대학교 경제무역학과 박사과정(E-mail : dh888kim@naver.com)

\*\*\*\* 공동저자 대구가톨릭대학교 경제무역학과 박사과정(E-mail : sing6355@hanmail.net)



기술탈취 등 불공정거래행위는 시장에서 자유로운 경쟁을 방해할 뿐만 아니라, 시장지배적지위에 있는 기업에 경제력이 집중되며, 중소기업이나 더 나아가 소비자에게 까지 피해를 입히는 것으로 나타나고 있다. 이러한 상황에서 2017년 5월 10일 새로 출범한 문재인 정부에서도 이러한 문제를 크게 인식하고 있으며, 실제 경제민주화와 재벌개혁을 앞세운 경제정책을 펼치고 있다. 위와 같은 불공정거래행위를 감시, 감독, 규제를 하기위해 정부는 공정거래위원회(이하 공정위)를 설치하여 운영 중에 있으며, 어느 때보다 공정위의 역할에 대한 시대적 요구와 함께 국민적 관심이 큰 상황이다.

공정위는 시장지배적지위의 남용과 과도한 경제력의 집중을 방지하고 또한 불공정거래행위에 대한 사안을 심의 의결하기 위해 설립된 기관으로 독점규제 및 공정거래에 관한 법률에 연원을 두고 있다. 또한 국무총리실 소속의 합의제 준사법기관이며, 1981년 4월 1일 경제기획원 물가정책국 공정거래과를 개편하여 발족하였다. 공정위의 주요기능은 시장에서 경쟁을 촉진하고, 소비자의 주권확립과 중소기업의 경쟁기반 확보, 대기업집단 계열사의 경제력 집중 억제하여 경제활동의 기본질서를 확보하는 것에 있다. 공정위는 위원회와 사무처로 나누어져 있으며 위원회는 어떠한 사안이 공정거래법에 위배되는지를 심사하여 공정거래법에 위반이 된다면 벌칙을 가하는 것을 결정하고, 사무처가 이 벌칙을 실질적으로 집행하는 구조로 되어 있다. 이렇게 공정위가 한국경제에 미치는 영향과 위력은 상당하며 경제검찰이나 대기업의 저승사자로도 불리고 있다.

공정위에서 발간한 2015년 공정거래백서를 살펴보면 2015년에 공정위에서 처리한 전체 사건 수는 4,367건으로 나타났으며, 전년 4,064건에 비해 7% 증가한 것으로 나타났으며, 이 중 고발건수는 2015년 기준 56건이며, 과징금 부과 건수는 202건으로 나타났으며 전년 대비 78.7%가 증가한 것으로 나타났다. 특히 최근 3년간 공정위에서 처리한 전체 사건 수가 큰 폭으로 증가하였으며, 과징금 부과 건수도 크게 증가하여 여전히 불공정거래가 사회에 만연한 것으로

나타나 공정위의 역할이 중요한 것으로 나타났다. 그러나 시장 안팎에서 공정위의 과징금부과액이나 다른 처벌이나 제재수위가 낮다고 지적하고 있다.

시장에서 발생하는 불공정거래와 같은 문제들은 현재 윌슨(Wilson)의 규제정치이론과 같은 이론적인 관점에서 접근하고 있거나, 법적, 행정적 관점에서만 다루어져 왔고 다양한 관점에서 고찰되지 않은 상황이다. 이론적인 접근방법에서 더 나아가 공정위에 대한 다양한 실증분석이 필요하나 기존의 실증연구는 많이 부족한 상황이다. 특히 기존 연구에서는 기업의 불공정거래 발생 시 공정위의 제재 효과가 어떻게 나타나는가에 대한 연구와 공정위의 과징금부과에 기업의 어떠한 변수들이 영향을 미쳤는가에 대한 연구가 주를 이루었으나 아직까지 불공정거래가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 연구나 불공정거래로 인한 공정위의 제재조치가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 연구는 부족한 상황이다. 공정위의 제재조치 중 과징금부과와 과태료부과는 기업의 현금흐름에 영향을 미치며, 이는 기업가치에 다른 제재조치보다 더 큰 영향을 미칠 수 있다고 볼 수 있다. 또한 공정위의 제재조치는 기업의 현금흐름에 악영향을 미쳐 시장에서 악재(bad news)로 인식이 될 수도 있으며, 이와 반대로 과징금 부과라는 처벌이 약하며 부당이익을 모두 환수하지 못하여 오히려 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수도 있을 것이다. 따라서 본 연구는 이 중 공정위의 과징금 부과가 기업의 주가에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 실증분석을 실시하고자 한다. 또한 범위반의 주요 행위유형을 시장지배적 지위남용, 경제력집중억제, 부당공동행위, 불공정거래행위, 대규모유통업법위반, 하도급법위반으로 구분하고, 또한 과징금 부과액을 세분화하여 과징금 부과가 기업의 주가에 어떠한 변화를 주었는지를 보고자 한다. 이렇게 과징금부과가 기업의 주가에 어떠한 영향을 미쳤는지를 보기위해 사건연구(event study)방법을 이용하여 분석하고자 하며, 사건연구 중 누적초과수익률(CAR)과 보유기간초과수익률(BHAR)을 이용하여 분석을 실시하고자 한다. 그리고 기업의 다양한 재무변수와 통제변수가 누적초과수익률(CAR)에

어떠한 영향을 미쳤는지를 보기위하여 다중회귀분석을 실시하고자 한다.

공정위의 과징금 부과는 기업에 가치에 영향을 미칠 뿐만 아니라 그 기업에 투자한 투자자에게도 영향을 미칠 수 있으므로 본 분석을 통해서 투자자와 금융당국이 좀 더 유연한 대처를 할 수 있을 것으로 예상되며, 공정위의 제도개선에도 도움이 될 것으로 보인다. 기존 연구에서는 과징금에 대한 문제를 법적, 행정적 관점에서 주로 분석을 실시하였으나 본 연구에서는 재무학적인 관점에서 접근하였다는 것에 의의가 있으며, 또한 과징금부과가 된 주요 행위유형과 과징금 부과액수로 세분화 하여 주가반응이 어떻게 나타나는지를 분석하여 기존의 연구와는 차별성이 있다고 보여

진다.

본 논문은 다음과 같이 구성하였다. 제 2장에서는 본 연구와 관련된 선행연구를 살펴보고, 제 3장에서는 연구에서 사용된 표본의 구성과 연구방법론을 알아보고자 한다. 제 4장에서는 실증분석을 실시하여 공정위의 과징금부과 의결일 전, 후의 주가 움직임을 사건연구 방법론 중 초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)로 분석을 하고자 한다. 또한 전체표본의 누적초과수익률(CAR)을 종속변수로 두고 재무적 변수를 대입하여 다중회귀분석을 실시하고자 한다. 제 5장에서는 앞의 연구결과를 정리, 요약하고 본 연구의 한계점을 제시하고자 한다.

## 2 선행연구

### 2.1 국내외 연구

김영산·마정근(2004)은 공정거래법상의 “거래상 지위남용” 규정을 위반한 사례에 대해 통계적 분석을 실시하였다. 연구에서 가해자는 법인이며, 특정된 피해자에 구체적 피해가 발생한 경우에만 과징금이 부과된 것으로 나타났으며, 또한 과징금부과율은 기업규모에 대해 역진적으로 증가한 것으로 나타난 것을 확인하였다. 강희복 외 2명(2008)은 공정위에서 부과한 과징금이 기업의 특성과 산업의 시장집중도와 어떠한 관련이 있는지를 실증분석 하였다. 연구에서 대부분의 기업 특성들은 과징금 결정에 유의한 영향을 주지 않았으며, 매출액 규모와 자산규모 만이 영향을 미치고 기업의 규모가 커질수록 과징금이 상대적으로 작아지는 것을 확인하여 김영산·마정근(2004)과 비슷한 결과가 나타남을 확인하였다. 김상택 외 3명(2010)은 2007년부터 2010년까지 우리나라의 주요 카르텔 사례를 수집하여 분석을 실시하였다. 연구에서 공정위의 위법성 심사 과정 중 관련 시장의 획정단계와 과징금 산정과정의 불명확한 기준을 가지고 있어 제도의 개선

이 필요하다고 주장하였다. 박환석(2016)은 벌금 등의 부과가 공시수준과 정보비대칭성에 어떠한 영향을 미치는지에 대해 연구를 진행하였다. 연구에서 세무조사 이후 추징세액이 발생한 기업은 공시수준을 증가시키며, 정보의 비대칭성은 감소, 주식시장 반응은 부정적으로 나타났다고 보고하였다. 그러나 세무조사 이외의 사유로 과징금이 부과된 기업은 공시수준, 정보의 비대칭성, 주식시장의 반응 모두 유의한 결과가 나타나지 않았다고 보고하였다. 김두열(2013)은 2004년에 1심 재판이 종료된 사건 중 경영범죄에 해당하는 사건을 수집하여, 수사와 재판이 해당 기업의 경영성과에 어떠한 영향을 미치는지 분석을 하였다. 연구에서 수사와 재판이 이루어지는 기간 동안 해당 기업의 수익률은 크게 악화된 것으로 나타났으며, 수사와 재판이 끝나면 일반적인 기업들의 수준으로 다시 회복되는 것으로 나타났다. 맹수석(2015)는 재벌기업들의 일감몰아주기를 금지하도록 하는 공정거래법 제23조2의 신설이 기존의 규제의 한계를 보완하였으며, 공정위가 향후 실질적인 규제를 할 수 있을 것이라고 주장하였다. 그러나 공정거래법 제23조2의 내용이



추상적이며 포괄적이라는 문제가 있다고 지적하였다. 김상권(2012)은 2006년 이후 공정위에 담합으로 적발된 LPG, 설탕, 경질유, 음료시장의 가격을 분석하였다. 연구에서 LPG 시장을 제외한 나머지 시장에서는 담합붕괴 이후 가격하락이 나타나지 않고 오히려 가격이 상승한 것으로 나타났다. 이원홍(2013)은 대기업 집단의 내부상품거래가 주가에 어떠한 영향을 미치는지 분석을 실시하였으며, 연구결과 내부상품거래 공시일의 주가반응은 긍정적이며 이후 1주일간 주가의 상승이 지속되다 소멸하는 것으로 나타났다. 유지선·최기호(2017)은 KT의 단말기보조금에 대한 부가가치세 부과 소송과 롯데쇼핑의 마일리지에 대한 부가가치세 부과에 관련한 소송을 대상으로 주가반응을 살펴 보았다. 연구에서 1·2심 선고일에는 명확하거나 일관된 주가반응이 나타나지 않았으며, 대법원 판결에서는 주가가 소폭 상승하는 것으로 나타났다. 정운오·전병욱(2010)은 기업의 세무조사가 주가에 어떠한 영향을 미치는지 실증분석을 실시하였으며, 분석결과 세무조사 착수는 대체적으로 주가에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 세무조사 종결에 대한 정보는 주가에 긍정적인 영향을 주는 것으로 나타났다. 또한 벌금이나 추징세액을 공시한 기업은 공시일 직후 유의적으로 주가가 하락한 것으로 나타났다. Davidson and Worrel(1988)은 Wall Street Journal에서 발표되는 기업 불법 행위에 대하여 96개 기업을 선정, 131건의 위반 사례에 대하여 조사하였다. 총 131건 중 66건은 가격 담합이며, 15건은 회계 부정행위로 나타났다. 이러한 불법 행위 공개가 기업의 주가에 어떻게 반응하는지에 대하여 event study를 실시하였다. 그 결과 이벤트 발생 전날인 -1일에 CAR값이 -0.0087로 1% 유의수준으로 주가가 반응하는 것으로 분석하였다. Bosch and Eckard(1991)은 1962년부터 1980년까지 연방에서 기소된 127개의 기업에 대하여 주가 반응을 분석하였다. 그 결과 기소로 인한 법적 비용 등의 발생으로 인하여 주가 반응이 부정적으로 발생한다고 하였다. 평균적으로 주가는 기소 발표 전날에 -1.08%의 손실이 발생한다고 주장하였다.

Davidson et al(1994)는 기업의 법적 위반활동에 대하여 535건을 조사하였으며, 위반활동에 대한 공시에 따른 주가반응을 실증 분석하였다. 전체적으로는 기업의 법적 위반활동의 공시에 대하여 주가반응이 미미한 것으로 나타났다. 하지만 뇌물 및 탈세, 계약 위반에 대한 공시는 주가가 크게 부정적으로 반응하는 것으로 밝혔다. Sun and Zhang(2006)은 중국내 기업 불법 활동 중 기업사기에 대하여 주가 반응을 분석한 결과 유의미한 수준으로 부정적인 반응이 나타난다고 하였다. 또한 기업사기가 발생한 기업과 아닌 기업의 재무를 비교한 결과 기업사기가 발생한 기업의 매출이 높은 것으로 분석되었으며, 이러한 불법적인 경영 활동으로 인하여 극히 일부의 경영자들만 처벌을 받고 많은 경영자들은 승진을 하는 결과가 나타난다고 하였다. 이러한 결과는 처벌 시스템의 효과가 낮은 것으로 볼 수 있으며 주식 시장을 왜곡시킬 수 있으므로 처벌 시스템을 강화해야한다고 주장하였다. Voon et al(2008)은 1999년부터 2005년까지 말레이시아의 7개 공기업을 대상으로 법적 위반활동에 대하여 주가 반응에 대하여 분석을 실시한 결과, 투자자들은 법적 위반활동 공시에 대하여 부정적 반응이 나타나는 것으로 분석하였다.

Hanlon and Slemrod(2009)는 조세회피는 주주의 부를 가져오는 행위이지만 지나친 조세회피로 인해 가산세부과가 발생할 경우에는 시장에서 부정적으로 반응한다고 주장하였다. Weiss and White(1987)는 7건의 조세소송 판결에 대해 주가반응이 어떻게 나타나는지를 살펴보았으나 유의한 반응이 나타나지 않았다고 보고하였다. Mishina et al.(2010)은 성과가 높은 기업은 불법 행동 할 가능성을 낮춘다는 주장에 대하여, 1990년부터 1999년까지 기업의 불법행위 469건을 실증 분석하였다. 그 결과 성과가 높은 기업은 기대 이상의 성과를 달성하기 위하여 불법 행위를 할 가능성을 높인다고 주장하였으며, 성과가 낮은 기업은 목표한 성과를 달성하지 못하였을 때 불법 행동할 가능성이 높다고 하였다.

## [ 3 ] 연구가설 및 연구방법의 설정

### 3.1 연구가설의 설정

본 연구에서는 기존의 연구와는 달리 공정위의 과징금 부과로 인해 해당기업의 초과수익률이 어떻게 반응하는지를 실증적으로 분석하고자 한다. 앞의 선행연구에서는 기업의 부정행위나 법적위반으로 인하여 제재를 받은 공시에 대해서는 시장에서 부정적으로 받아들인다고 하였으며(박환석, 2016; 정운오·전병욱, 2010; Davidson and Worrel, 1988; Sun and Zhang, 2006; Voon et al, 2008;), 본 연구에서 다루고 있는 공정위의 과징금부과 역시 기업의 불공정행위로 인하여 제재를 받는 성격을 띠고 있어서 과징금 부과 공시자체는 단기적으로 기업의 주가나 초과수익률에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상을 할 수 있다. 그러나 지광석(2013)은 과징금이 부과된 담합사건을 살펴본 결과 기본적인 과징금 산정 시에 부과기준율을 최저기준으로 적용하고 있으며, 부당이득에 대한 크기 역시 제대로 파악과 반영을 하지 못하고 있어 과징금 부과 규모에 대해 문제가 있다고 지적하였다. 또한 앞의 문제로 인하여 과징금의 본래 취지인 부당이득환수나 제재별적 성격 모두 충족하지 못한다고 주장하였다. 그리고 수많은 언론에서도 현재 부과되고 있는 과징금 규모가 터무니없이 작으며, 기업의 부정행위를 줄이고 소비자들의 피해구제를 위해 손해배상제도와 집단소송제를 도입하여야 한다고 주장하고 있는 상황이다. 실증분석에서도 지광석(2013)의 주장과 같이 나타난다면 현재 기업에 부과된 과징금보다 기업이 부정행위를 통하여 얻은 부당이득이 더 클 것이며, 기업가치에 긍정적인 영향을 미치게 되므로 공정위의 과징금 부과는 시장에서도 투자자들이 오히려 긍정적인 신호로 받아들일 수 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1. 공정위의 수사 내지 감사를 받고 있는 기업의 주가는 과징금에 대한 예상이 반영되어 있으며,

실제 공정위의 과징금 부과액은 평균적으로 예상보다 낮게 추정되며 부당이득을 모두 환수하지 못하여 오히려 시장에서는 호재정보로 받아들일 것이다.

### 3.2 표본의 선정

본 연구에서는 2000년부터 2016년까지 공정위에서 과징금이 부과된 기업 중 한국거래소에 상장된 기업전체를 표본으로 검토하였다. 자료는 공정위의 심결자료를 참고하여 각 위반사항과 과징금 액수를 수집하였으며, 재무특성자료는 에프엔가이드를 이용하여 수집하였다. 전체표본 중 금융업종은 회계나 재무제표의 처리방식이 다른 산업과 달라 같은 기준에서 비교분석은 어려워 표본에서 제외하였고, 에프엔가이드에서 추가자료와 재무자료를 입수할 수 없는 기업과 회계 결산월이 12월이 아닌 기업은 표본에서 제외하였다.

### 3.3 표본의 특성

2000년부터 2016년까지 공정위에서 과징금이 부과된 상장기업 중에 데이터를 입수하여 표본으로 선정된 기업은 427개로 나타났다. 표본을 살펴보면 매년 10~40건 정도의 과징금부과가 되고 있는 것으로 나타났으며, 특히 2012년에는 0건, 2015년에는 92건이 부과된 것으로 나타나 2015년은 다른 해에 비해 2~3배 더 많이 부과된 것으로 나타났다. 과징금 부과 사유를 살펴보면 먼저 과징금 부과사유를 공정거래법 위반, 하도급법위반, 약관법위반, 표시광고법위반, 할부거래법위반, 방문판매법위반, 전자상거래법위반, 대규모유통업법위반, 가맹사업법위반, 대리점법위반, 소비자기본법위반으로 나눌 수 있으나 연구에 사용된 표본에서는 공정거래법위반, 대규모유통업법위반, 하도급법위반만 확인 할 수 있었다. 대규모유통업



〈표 1〉 연도 및 과징금 사유별 표본의 구성

연도	과징금 사유						합 계
	경제력 집중억제	부당 공동행위	불공정 거래행위	시장지배적 지위남용	대규모 유통업법	하도급법	
2000	2	5	16	-	-	-	23
2001	-	11	19	1	-	-	31
2002	8	7	14	-	-	-	29
2003	1	1	7	-	-	-	9
2004	-	13	2	-	-	-	15
2005	3	8	4	-	-	-	15
2006	2	13	2	-	-	1	18
2007	-	8	11	4	-	-	23
2008	-	5	4	-	-	1	10
2009	-	13	6	-	-	4	23
2010	-	29	4	2	-	2	37
2011	2	27	9	-	-	2	40
2012	-	-	-	-	-	-	0
2013	4	6	4	-	-	5	19
2014	1	18	5	-	1	4	29
2015	1	61	7	4	5	14	92
2016	-	4	3	-	2	5	14
합계	24	229	117	11	8	38	427

법위반으로 인한 과징금부과는 2014년부터 2016년 까지만 확인이 되었으며 총 8건이 있는 것으로 확인이 되었다. 하도급법위반으로 인한 과징금부과는 총 38건이 있는 것으로 나타났다. 공정거래법위반으로 인한 과징금부과는 381건이 있는 것으로 나타났으며, 공정

거래법을 좀 더 세분화하여 경제력집중억제, 부당공동행위, 불공정거래행위, 시장지배적지위남용으로 구분하였을 때 각각 24건, 229건, 117건, 11건이 있는 것으로 나타나 부당공동행위의 비중이 가장 큰 것으로 나타났다.

〈표 2〉 요약통계량

변 수	표본수	평균	중간값	표준편차	최소값	최대값
CAR(-20,+20)	427	-0.0015	-0.0059	0.1871	-0.8018	0.7262
과징금	427	12.9655	13.0498	1.9958	6.9078	18.5433
ROE	427	-0.0064	0.0518	0.2739	-1.9188	0.3629
부채비율	427	1.7863	1.1900	3.0769	0.0000	34.8790
대주주지분율	427	0.4059	0.3906	0.1675	0.0277	0.8397
외국인지분율	427	0.1504	0.0718	0.1678	0.0000	0.8282
영업현금흐름	427	0.0615	0.0554	0.0802	-0.2305	0.3379

각 변수는 다음과 같다.

CAR : 의결일 전후 20일간 시장모형으로 측정된 누적초과수익률

과징금 : ln기업이 공정위로 부과 받은 과징금 금액

자기자본순이익율(ROE) : 당기순이익 / 자기자본

부채비율 : 총부채 / 자기자본

대주주지분율 : 대주주 1인 및 특수관계인 지분

외국인지분율 : 외국인 투자자의 보유지분

영업현금흐름 : 영업현금흐름/총자산

과징금의 액수를 살펴보았을 때, 과징금액수가 1억 원 이하인 사례가 97건이 있었으며, 1억 원 초과 10억 원 이하는 186건, 10억 원 초과가 144건이 있는 것으로 나타났다. 과징금이 가장 적게 부과된 사례는 2013년 11월 5일에 의결된 두산건설로 공정거래법상 경제력집중억제에 관한 문제로 100만 원이 부과된 것이며, 과징금이 가장 크게 부과된 사례는 2005년 8월 18일에 의결된 KT가 1,130억 6,400만 원의 과징금을 부과 받은 것으로 확인되었다.

〈표 2〉는 본 분석에서 사용된 변수들의 요약통계량을 나타내고 있다. 본 분석에서 사용된 표본은 총 427개이며, 변수 중 먼저 누적초과수익률CAR(-20,+20)을 살펴보면 평균은 -0.15%로 나타났으며, 자기자본순이익율의 평균은 -0.64%로 과징금이 부과된 기업들의 수익성이 높지 않은 것으로 나타났다. 또한 부채비율의 평균 178.63%이며, 중간값이 119%로 나타나 보통 수준임을 확인하였고 대주주지분율의 평균은 40.59%, 중간값은 39.06%로 평균과 중간값의 차이가 크지 않아 상당수의 대주주들은 지분은 40%가량 보유하는 것으로 나타났다.

〈표 3〉은 연구에서 사용된 변수들 간의 상관관계를 나타내었다. 종속변수로 사용된 CAR(-20, +20)은 모든 변수와 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 과징금은 외국인지분율, 영업현금흐름과 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으며 대주주지분율은 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. ROE는 부채비율과는 유의한 음(-)의 상관관계가 있는

것으로 나타났으며, 부채비율이 낮을수록 기업의 수익성은 높아지는 것으로 나타났다. 그리고 외국인지분율과 영업현금흐름과는 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타나 외국인지분율이 높고 영업현금흐름이 클수록 기업의 수익성이 좋아지는 것으로 확인되었다. 부채비율은 외국인지분율과 영업현금흐름과는 유의한 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타나 외국인지분율이 높고 영업현금흐름이 클수록 부채비율이 낮아지는 것으로 확인되었다. 대주주지분율은 외국인지분율과 영업현금흐름에 유의한 음(-)의 상관관계가 있음을 확인하였으며, 외국인지분율은 영업현금흐름과 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 확인하였다.

변수들 간의 다중공선성의 관계를 알아보기 위해 VIF(Variance Inflation Factor)분석을 실시하였으며, 외국인지분율의 VIF가 1.94로 가장 높게 나왔으며, 나머지 변수들도 전부 1~1.94 사이의 값을 가지는 것으로 나타나 다중공선성의 문제는 없는 것으로 나타났다.

### 3.4 연구방법론

#### 3.4.1 누적초과수익률(CAR)과 매입보유초과수익률(BHAR)

본 연구에서는 공정위에서 과징금이 부과된 기업 중 한국거래소에 상장된 기업을 대상으로 과징금부과 의결일 전후의 주가반응을 분석하고자 한다. 주가반응을 보기위해서 사건연구(event study)방법 중 누적초

〈표 3〉 변수 간 상관계수

	CAR 20	ln 과징금	ROE	부채비율	대주주지분율	외국인지분율	영업현금흐름
CAR 20	1.000						
ln 과징금	.018	1.000					
ROE	-.077	-.008	1.000				
부채비율	.009	.073	-.659***	1.000			
대주주지분율	.061	-.137***	.053	-.072	1.000		
외국인지분율	-.066	.233***	.303***	-.189***	-.473***	1.000	
영업현금흐름	.074	.109**	.324***	-.122**	-.280***	.409***	1.000

1% 미만의 유의수준은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은 \*



과수익률(CAR)과 매입보유초과수익률(BHAR)을 사용하였으며, 누적초과수익률(CAR)은 정상수익률을 시장모형(Market Model)으로 추정하여 분석을 실시하였다. 사건일(event day)는 공정위에서 과징금부과를 의결한 의결일을 사건일로 하였으며, 사건일 전후 20일의 평균초과수익률(AR: abnormal return)과 누적평균초과수익률(CAR: cumulative average abnormal return), 매입보유초과수익률(BHAR)을 구하였다. 사건일 전후 20일을 연구기간으로 설정한 이유로는 기존의 공시효과와 관련된 연구에서 공시 이전에 공시정보의 사전유출이 발생하고 있으며 이에 주가가 미리 선반영 되고 있어(우민철·김지현, 2017; 우민철·박수철, 2017; 우민철·윤선홍, 2015; 임병권·윤평식, 2017) 이를 고려하기 위하여 비교적 장기인 사건일 전후 20거래일로 설정하였다. 이외에도 표본에서 과징금부과 액수를 구간별로 구분하거나 과징금부과 대상기업의 범위반 행위유형을 구분하여 추가적인 분석을 실시하였다.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$R_{mt}$  : t일의 코스피 시장포트폴리오 수익률  
 $R_{i,t}$  : 개별 주식 i의 t일의 수익률  
 $\epsilon_{i,t}$  : 잔차

식(1)에서 식(5)은 평균초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)을 구하기 위해 사용된 식이며, 먼저 시장모형(market model)을 이용하여 분석하기 위해서는 의결일 -241일 전부터 -21일까지의 개별주가와 KOSPI지수를 이용하여 알파와 베타를 추정하여야 하며 추정하는 방법은 식(1)과 같다.

$$E(R_{i,t}) = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt} \quad (2)$$

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (3)$$

앞에서 산출된 알파와 베타를 식(2)에 대입해 개별주식의 정상수익률을 구하였고 개별주식의 정상수익률을 식(3)에 대입하여 개별주식의 초과수익률을 산출하였다. 식(4)에서는 t일에서의 과징금부과 기업들의

포트폴리오 전체의 평균초과수익률인 AAR(Average Abnormal Return)을 산출하였으며, 식(5)에서는 바로 앞에서 산출한 평균초과수익률을 모두 더한 누적평균초과수익률(CAR)을 산출하였다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=0}^N AR_{i,t} \quad (4)$$

$$CAR_t = \frac{1}{T} \sum_{t=t_0}^{t=t_i} AAR_t \quad (5)$$

$AAR_t$  : t일의 N개 기업의 평균초과수익률  
 $N$  : 표본기업의 수  
 $CAR_t$  : t일까지의 누적평균초과수익률

다음으로 앞에서 산출한 누적초과수익률(CAR)이 통계적으로 문제가 없는지를 확인하기 위해 검정을 실시하였으며, 식(6)과 같이 검정을 실시하였다.

$$t_{CAR} = \frac{\overline{CAR}_{i,t}}{\left(\frac{S_{CAR}}{\sqrt{n}}\right)} \quad (6)$$

$\overline{CAR}_{i,t}$  : 표본평균 누적초과수익률  
 $S_{CAR}$  : 표본기업의 누적초과수익률의 횡단면 표준편차  
 $n$  : 표본기업의 수

앞에서 산출한 누적초과수익률(CAR) 이외에도 매입보유초과수익률(BHAR)을 이용하여 과징금 부과기업들의 주가반응을 살펴보았으며, Barber and Lyon(1997)의 연구방법을 사용하여 산출하였다.

$$BHAR_{i,t} = \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{i,t}] - \prod_{t=1}^{\tau} [1 + R_{m,t}] \quad (7)$$

$BHAR_{i,t}$  : 분석기간 동안 기업i의 매입보유초과수익률  
 $R_{i,t}$  : 기업i의 t일 주가수익률  
 $R_{m,t}$  : t일의 시장포트폴리오 수익률

### 3.4.2 다중회귀분석

앞에서는 누적초과수익률(CAR)과 매입보유초과수익률(BHAR)을 산출하는 방법에 대해서 알아보았으며, 더 나아가 기업의 다양한 재무변수와 통제변수

가 누적초과수익률(CAR)에 어떠한 영향을 미쳤는지를 보기위하여 다중회귀분석을 실시하고자 한다. 다중회귀모형은 다음과 같이 만들었으며, 이 모형을 이용하여 분석을 실시하고자 한다.

$$CAR = \alpha + \beta_1(\text{과징금})_i + \beta_2(ROE)_i + \beta_3(\text{부채비율})_i + \beta_4(\text{대주주지분율})_i + \beta_5(\text{외국인지분율})_i + \beta_6(\text{영업현금흐름})_i + \beta_7(\text{부당공동행위}) + \beta_8(\text{불공정거래행위})_i + \beta_9(\text{하도급법})_i + \epsilon \quad (8)$$

각 변수는 아래와 같다.

CAR : 의결일 전후 20일간 시장모형으로 측정된 누적초과수익률

과징금 : ln기업이 공정위로 부과 받은 과징금 금액

자기자본순이익률(ROE) : 당기순이익 / 자기자본

부채비율 : 총부채 / 자기자본

대주주지분율 : 대주주 1인 및 특수관계인 지분

외국인지분율 : 외국인 투자자의 보유지분

영업현금흐름 : 영업현금흐름/총자산

부당공동행위 : 부당공동행위로 과징금이 부과된 경우 1, 아니면 0

불공정거래행위 : 불공정거래행위로 과징금이 부과된 경우 1, 아니면 0

하도급법 : 하도급법위반으로 과징금이 부과된 경우 1, 아니면 0

본 연구에서 사용한 다중회귀모형은 식(8)과 같으며, 분석에서 사용한 종속변수는 과징금부과가 의결된 전체기업들의 누적초과수익률(CAR)을 사용하였으며, 의결일 전후 20일 누적초과수익률(CAR)을 사용하여 분석을 실시하였다. 독립변수는 과징금의 크기를 사용하였고, 통제변수로 사용된 변수로는 자기자본순이익률(ROE), 부채비율, 대주주지분율, 외국인지분율, 영업현금흐름을 사용하였으며, 추가적으로 과징금부과 사유가 누적초과수익률에 영향을 미쳤는지 법위반 사례를 구분하여 더미변수로 활용하였다.

과징금부과기업들은 부당한 행위로 부당수익을 향유하였기 때문에 수익성에도 영향을 미쳤을 것으로 예상되어 자기자본순이익률(ROE)과 영업현금흐름을 고려하였다. 이외에도 레버리지 정도를 나타내는 부채비율을 추가하여 기업의 위험과 수익성을 고려하였고, 기업의 의사결정에 미치는 것으로 알려져 있는 대주주지분율과 외국인지분율 역시 본 연구에서 고려

하였다. 특히 외국인지분율이 높을수록 기업 지배구조나 경영의 투명성, 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고되어있다(신현한 외 2명, 2004). 따라서 외국인지분율이 높을수록 기업의 범죄행위로 인한 과징금부과는 줄어들 것으로 예상이 된다. 대주주지분율은 지분율의 크기에 따라서 기업가치에 미치는 영향이 다르게 나타나는 것으로 알려져 있으며, 일반적으로 기업의 범죄행위는 대주주나 경영진의 영향력을 많이 받는 것으로 알려져 있으므로 분석에 사용할 변수로 고려하였다. 마지막으로 과징금의 크기는 누적초과수익률에 직접적인 영향을 미치므로 독립변수로 고려하였다.



## [ 4 ] 실증분석

### 4.1 표본기업 전체대상 과징금부과 의결 공시의 정보효과

과징금이 부과된 427개 표본 전체기업들을 대상으로 의결일 전후 20일간의 평균초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)을 살펴보았으며, 그 결과가 <표 4>에 나타나고 있다. +3일, +6일, +12일, +17일, +20일이 통계적으로 유의한 값을 나타내는 것으로 확인이 되었다. +20일의 누적초과수익률(CAR)은 -0.15%로 소폭 하락하는 모습을 보였으며, 누적초과수익률(CAR)의 변동폭 최대 차이가 1%정도로 크게 반응하는 모습은 나타나지 않았다. 누적초과수익률(CAR)은 -6일부터 +1일까지 꾸준히 하락하는 모습을 보여주었으나 +3일에는 평균초과수익률(AR)이 크게

증가한 모습을 보였으며 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이러한 흐름을 볼 때 과징금부과에 대한 정보는 의결일에 공시되기 전 이미 시장에 선반영된 것으로 예상이 되며 시장에 부정적인 영향을 미치는 것으로 보인다. 그리고 +3일에 평균초과수익률(AR)이 상승한 것은 공시의 효과로 인하여 상승한 것인지 +3일 이전에 하락추세였던 수익률에 대한 반발매수로 인하여 상승한 것인지에 대해서는 확인이 어려운 상태이다. 누적초과수익률(CAR)을 전체적인 흐름으로 분석하였을 경우에는 누적초과수익률(CAR)의 흐름 폭이 크지 않아 과징금부과가 시장에 미치는 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 이러한 결과들을 종합하여 보면 전체표본에서는 공시이전에 정보가 미리 반영되는 모습을 보이고 있으나 초과수익률이 하락하는

<표 4> 과징금부과 기업전체 AAR 및 CAR(-20, +20)

거래일	AAR	t-value	CAR	거래일	AAR	t-value	CAR
-20	0.0006	0.4410	0.0006	1	-0.0018	-1.2595	-0.0002
-19	-0.0007	-0.5443	-0.0001	2	0.0012	1.0068	0.0011
-18	-0.0004	-0.2897	-0.0005	3	0.0037	2.2506 **	0.0048
-17	-0.0004	-0.3315	-0.0009	4	-0.0015	-0.9261	0.0033
-16	0.0012	0.9770	0.0004	5	0.0020	1.3274	0.0052
-15	0.0009	0.6811	0.0013	6	-0.0025	-1.9198 *	0.0028
-14	0.0021	1.5970	0.0034	7	-0.0010	-0.7558	0.0018
-13	0.0004	0.3072	0.0038	8	0.0009	0.6168	0.0027
-12	0.0016	1.1813	0.0054	9	0.0027	1.9048 *	0.0054
-11	-0.0013	-1.0896	0.0040	10	-0.0007	-0.5339	0.0046
-10	-0.0004	-0.2856	0.0036	11	0.0000	0.0276	0.0047
-9	0.0010	0.7157	0.0046	12	-0.0033	-2.1188 **	0.0014
-8	-0.0001	-0.0407	0.0046	13	0.0019	1.2593	0.0033
-7	0.0011	0.7355	0.0056	14	-0.0016	-1.4286	0.0017
-6	0.0007	0.4723	0.0063	15	-0.0008	-0.4968	0.0009
-5	-0.0022	-1.4627	0.0041	16	-0.0018	-1.2362	-0.0009
-4	-0.0022	-1.5887	0.0019	17	0.0026	2.0568 **	0.0017
-3	0.0014	0.8695	0.0033	18	0.0003	0.1782	0.0020
-2	-0.0004	-0.2735	0.0030	19	-0.0006	-0.4551	0.0013
-1	0.0001	0.1113	0.0031	20	-0.0029	-2.3121 **	-0.0015
0	-0.0015	-1.0521	0.0016				

1%의 유의수준 미만은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은 \*

모습을 보이고 +3일의 평균초과수익률(AAR)의 상승은 명확하게 설명할 수 없어 가설 1을 기각하는 것으로 나타났으며, 이에 표본을 좀 더 세분화 하여 추가적인 분석을 실시하였다.

〈표 5〉는 과징금부과 기업전체의 매입보유초과수익률(BHAR)을 나타내고 있으며, -10일부터 +10일, -20일부터 +20일까지 두 가지로 구분하여 분석을

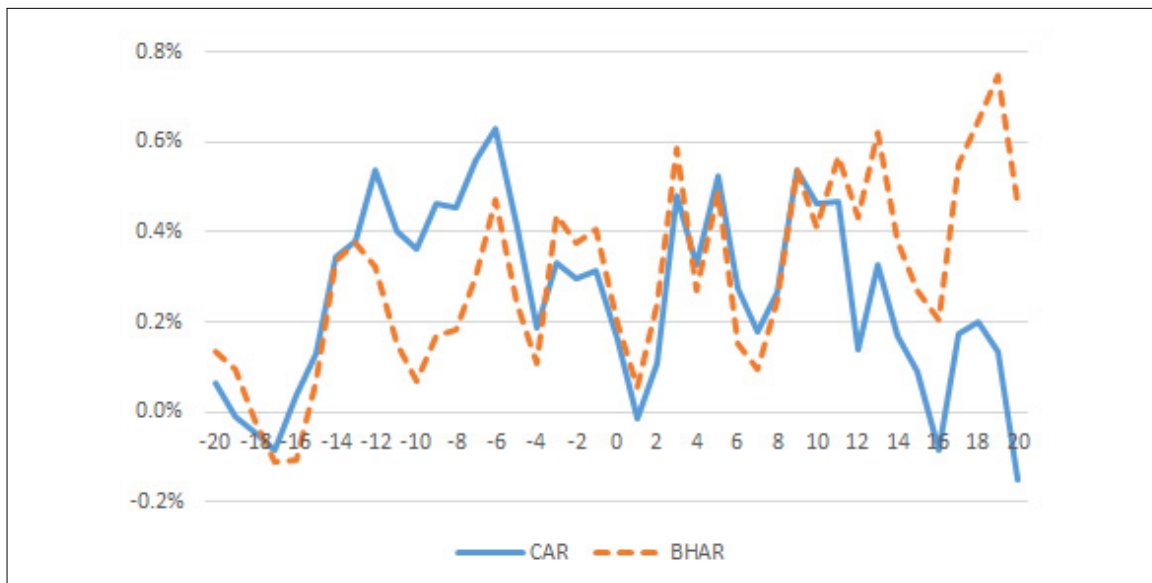
실시하였다. (-10, +10)일과 (-20, +20)일의 매입보유초과수익률(BHAR)은 0.36%와 0.46%로 나타났으며, 주가가 음의 흐름을 보인 기업 수가 양의 흐름을 보인 기업보다 더 많은 것으로 나타났다. 그러나 (-10, +10)일과 (-20, +20)일 모두 통계적으로 유의하게 나타나지는 않았다.

〈표 5〉 과징금부과 기업전체 BHAR

	일	기업 수	BHAR	양/음의 기업 수	t-value
의결일	(-10, +10)	427	0.0036	193 : 234	0.5401
	(-20, +20)	427	0.0046	195 : 232	0.5164

1%의 유의수준 미만은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은 \*

〈그림 1〉 과징금부과 기업전체 CAR, BHAR(-20, +20)



#### 4.2 과징금부과 금액 구분에 따른 의결공시의 정보효과

앞에서는 전체표본을 대상으로 과징금부과가 시장에서 어떻게 반응하는지를 살펴보았으며, 이번에는 과징금부과 금액을 세분화하여 분석을 실시하였다. 과징

금부과 금액은 1억 원 이하, 1억 원 초과 10억 원 이하, 10억 원 초과 3가지로 분류를 하였으며, 표본 수는 각각 97개, 185개, 145개로 나타났다. 〈표 6〉은 과징금 부과 금액 구분에 따른 평균초과수익률(AR)과 누적초과수익률(CAR)을 나타낸 결과이며, 분류마다 결과 값이 차이가 있는 것으로 나타났다. 먼저 과징금이



1억 원 이하인 표본에서는 (-20, +20)일의 누적초과수익률(CAR)이 -0.78%인 것으로 나타나 전체표본과 같이 음(-)의 초과수익률이 나타난 것으로 확인되었다.

전체표본과 비슷하게 -7일부터 누적초과수익률(CAR)이 하락하는 모습을 보여주고 있으며, +12일 이후에도 누적초과수익률(CAR)이 계속 하락하는 것으로 나타났

〈표 6〉 과징금부과 금액 구분 AAR 및 CAR

거래일	1억 이하			1억 초과 10억 이하			10억 초과		
	AAR	t-value	CAR	AAR	t-value	CAR	AAR	t-value	CAR
-20	-0.0024	-0.6316	-0.0024	0.0027	1.2171	0.0027	0.0000	0.0172	0.0000
-19	0.0033	1.0609	0.0009	-0.0030	-1.6395	-0.0003	-0.0005	-0.1958	-0.0004
-18	-0.0055	-1.9133**	-0.0046	0.0010	0.5052	0.0007	0.0013	0.6820	0.0008
-17	-0.0006	-0.2240	-0.0052	-0.0018	-0.9067	-0.0011	0.0015	0.7849	0.0023
-16	0.0018	0.6783	-0.0034	0.0025	1.2357	0.0014	-0.0008	-0.4048	0.0015
-15	0.0048	1.8686**	0.0014	0.0005	0.2221	0.0020	-0.0012	-0.5849	0.0004
-14	0.0047	1.5628	0.0062	0.0004	0.2006	0.0023	0.0026	1.1019	0.0030
-13	-0.0020	-0.8003	0.0041	-0.0021	-1.1327	0.0002	0.0052	2.6600***	0.0082
-12	0.0025	0.8670	0.0067	0.0011	0.5010	0.0013	0.0015	0.8107	0.0097
-11	0.0006	0.2183	0.0073	-0.0023	-1.1865	-0.0010	-0.0015	-0.7594	0.0082
-10	-0.0007	-0.2865	0.0065	-0.0001	-0.0296	-0.0011	-0.0006	-0.2827	0.0077
-9	0.0051	1.6950*	0.0117	0.0016	0.7571	0.0006	-0.0026	-1.1696	0.0051
-8	0.0003	0.0882	0.0120	0.0018	0.7206	0.0023	-0.0026	-1.4889	0.0025
-7	-0.0030	-1.0466	0.0090	0.0048	2.0891**	0.0071	-0.0010	-0.4487	0.0014
-6	0.0004	0.1333	0.0094	0.0021	0.8324	0.0092	-0.0009	-0.4322	0.0005
-5	-0.0032	-0.8608	0.0061	-0.0022	-0.9152	0.0070	-0.0015	-0.7629	-0.0009
-4	-0.0029	-0.9659	0.0032	-0.0041	-1.8665*	0.0029	0.0007	0.3066	-0.0002
-3	0.0058	1.4142	0.0091	0.0000	-0.0114	0.0028	0.0004	0.2006	0.0002
-2	-0.0041	-1.3153	0.0050	0.0015	0.7642	0.0044	-0.0003	-0.1385	-0.0001
-1	-0.0014	-0.4584*	0.0036	0.0015	0.8048	0.0059	-0.0006	-0.2716	-0.0007
0	0.0002	0.0448	0.0038	-0.0011	-0.5679	0.0048	-0.0032	-1.7203*	-0.0039
1	-0.0078	-2.6010	-0.0040	-0.0005	-0.2422	0.0043	0.0007	0.2777	-0.0033
2	-0.0009	-0.3301	-0.0049	0.0021	0.9990	0.0064	0.0015	0.9085	-0.0018
3	-0.0027	-0.5951	-0.0075	0.0081	3.5044***	0.0145	0.0024	1.0046	0.0007
4	-0.0060	-1.2648	-0.0135	-0.0007	-0.3424	0.0138	0.0004	0.1638	0.0011
5	0.0040	1.4353	-0.0095	0.0013	0.5309	0.0151	0.0014	0.6158	0.0025
6	-0.0022	-0.6878	-0.0117	-0.0044	-2.2798**	0.0106	-0.0001	-0.0701	0.0024
7	-0.0020	-0.6331	-0.0137	0.0029	1.4276	0.0136	-0.0053	-2.8007***	-0.0029
8	-0.0024	-0.7005	-0.0161	0.0022	0.9596	0.0157	0.0014	0.6546	-0.0015
9	0.0034	1.1282	-0.0126	0.0012	0.4617	0.0169	0.0042	2.3747**	0.0027
10	0.0018	0.5460	-0.0108	-0.0005	-0.2218	0.0164	-0.0028	-1.3104	-0.0001
11	0.0013	0.4194	-0.0095	-0.0016	-0.6864	0.0148	0.0013	0.6892	0.0012
12	0.0033	1.0151	-0.0062	-0.0043	-1.6047	0.0106	-0.0064	-3.0845***	-0.0052
13	-0.0041	-1.2724	-0.0103	0.0033	1.4186	0.0138	0.0041	1.6800*	-0.0011
14	-0.0022	-0.7254	-0.0125	-0.0027	-1.7734*	0.0112	0.0002	0.1106	-0.0009
15	0.0017	0.4683	-0.0108	-0.0016	-0.5869	0.0096	-0.0014	-0.7287	-0.0023
16	-0.0016	-0.5279	-0.0125	-0.0041	-1.7243*	0.0055	0.0011	0.5194	-0.0012
17	-0.0007	-0.2678	-0.0132	0.0026	1.2696	0.0081	0.0048	2.5151**	0.0036
18	0.0076	1.7734*	-0.0056	-0.0002	-0.1072	0.0079	-0.0040	-2.1959**	-0.0004
19	-0.0005	-0.1487	-0.0061	-0.0004	-0.2424	0.0074	-0.0010	-0.3876	-0.0014
20	-0.0017	-0.6725	-0.0078	-0.0013	-0.7431	0.0061	-0.0057	-2.3999**	-0.0071

1%의 유의수준 미만은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은 \*

다. 그리고 -18일, -15일, -9일, -1일, +18일이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 다음으로 과징금이 1억 원 초과 10억 원 이하인 표본의 (-20, +20)일의 누적초과수익률(CAR)은 0.61%로 나타나 과징금이 1억 원 이하인 표본과는 반대의 결과를 나타내었으며, 전체표본과도 전혀 다른 수익률의 흐름을 보여주었다. -7일, -4일, +3일, +6일, +14, +16일이 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며, 전체표본에서는 누적초과수익률(CAR)이 -6일을 기준으로 이전에는 소폭 상승하였다 이후 하락하는 모습을 보여주지만 1억 원 초과 10억 원 이하인 표본에서는 -20일부터 +9일까지 지속적으로 상승하는 모습을 보이며, 그래프에서도 우상향하는 모습이 나타났다. 바로 이어서 설명할 10억 원 초과표본과도 다른 초과수익률의 흐름이 나타났다. 마지막으로 10억 원 초과표본을 살펴보면 (-20, +20)일의 누적초과수익률(CAR)이 -0.71%로 나타났으며, 누적초과수익률(CAR)의 흐름역시 전체표본과 상당히 유사한 것으로 나타났다. 그러나 전체표본의 누적초과수익률(CAR)이 -8일부터 본격적으로 하락하는 것과는 달리 10억 원 초과표본에서는 -12일부터 누적초과수익률(CAR)이 하락하는 것으로 나타났으며, 과징금부과 의결일 이후에는 다시 누적초과수익률(CAR)이 소폭 상승하였다가 다시 하락하는 모습을 보여주었다. -13일, 0일, +7일, +9일, +12일, +13일, +17일, +18일, +20일이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 특히 공시일에는 평균초과수익률(AAR)이 음(-)의 값을 가진 것으로 나타나 시장에서 큰 금액의 과징금이 기업가치에 부정적인 영향을 미쳤다고 볼 수 있다. 그러나 과징금을 단순금액으로 볼 경우 기업의 규모를 고려하지 않아 문제가 발생할 수 있으며, 특히 기업규모 대비 과징금이 작은 경우 시장에서 투자자들이 하나의 정보로 인식하

지 않을 가능성이 높으므로 이에 기업규모를 고려한 분석을 추가적으로 진행하고자 한다. 그리고 추가적으로 1억 원 이하, 1억 원 초과 10억 원 이하, 10억 원 초과 표본을 분석해본 결과 1억 원 이하 표본에서는 다른 표본에 비해 하도급법 위반 사례가 많은 것으로 나타났으며, 부당공동행위는 표본 중에서 38.1%, 불공정거래행위는 29.9%, 하도급법 위반은 21.6%를 차지하는 것으로 나타났다. 1억 원 초과 10억 원 이하 표본에서는 부당공동행위가 51.9%, 불공정거래행위 32.4%, 하도급법 위반이 7%로 나타났으며, 10억 원 초과 표본에서는 부당공동행위가 66.2%, 불공정거래행위가 19.3%, 하도급법 위반이 2.8%로 나타나 모든 표본에서 부당공동행위의 비중이 가장 높은 것으로 나타났다. 그리고 과징금부과액이 커질수록 부당공동행위의 비중이 높아지고 다른 사유의 비중은 낮아지는 것으로 나타났다. 표본마다 결과가 상이하게 나타난 이유를 살펴보기 위해 가설에서 이야기한 과징금 부과액과 부당이득 간의 관계를 적용할 경우 1억 원 이하의 표본은 과징금 부과액이 작아 시장에서는 부당이득 역시 적다고 받아들였을 가능성이 높으며, 10억 초과 표본은 부당이득을 떠나 과징금 부과액이 너무 크다고 시장에서 받아들여 누적초과수익률이 낮게 나타난 것으로 볼 수 있다. 그러나 과징금부과 금액을 구분한 표본에서는 기업규모를 고려하지 않아 가설 1을 검증하는데 어려움이 있어 추가적인 분석에서 이를 검증하고자 한다.

〈표 7〉은 과징금부과 금액 구분 표본들의 매입보유 초과수익률(BHAR)을 나타내고 있으며, 기간을 -20일부터 +20일까지로 하여 분석을 실시하였다. (-20, +20)일의 매입보유초과수익률(BHAR)은 1억 원 이하가 -0.19%, 1억 원 초과 10억 원 이하가 1.35%, 10억 원 초과가 -0.23%로 나타났으며, 1억 원 초과

〈표 7〉 과징금 부과 금액 구분 BHAR

	일	기업 수	BHAR	양/음의 기업 수	t-value
1억 이하	(-20, +20)	97	-0.0019	48 : 49	-0.1040
1억 초과 10억 이하	(-20, +20)	185	0.0135	88 : 97	1.0110
10억 초과	(-20, +20)	145	-0.0023	59 : 86	-0.1430

1%의 유의수준 미만은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은 \*



10억 원 이하 표본이 1억 원이하 표본과 10억 원 초과 표본의 매입보유초과수익률(BHAR)보다 더 크게 나타나 앞의 누적초과수익률과 비슷한 모습을 보여주었다. 그러나 세 표본 모두 매입보유초과수익률(BHAR)이 통계적으로 유의하게 나타나지는 않았다.

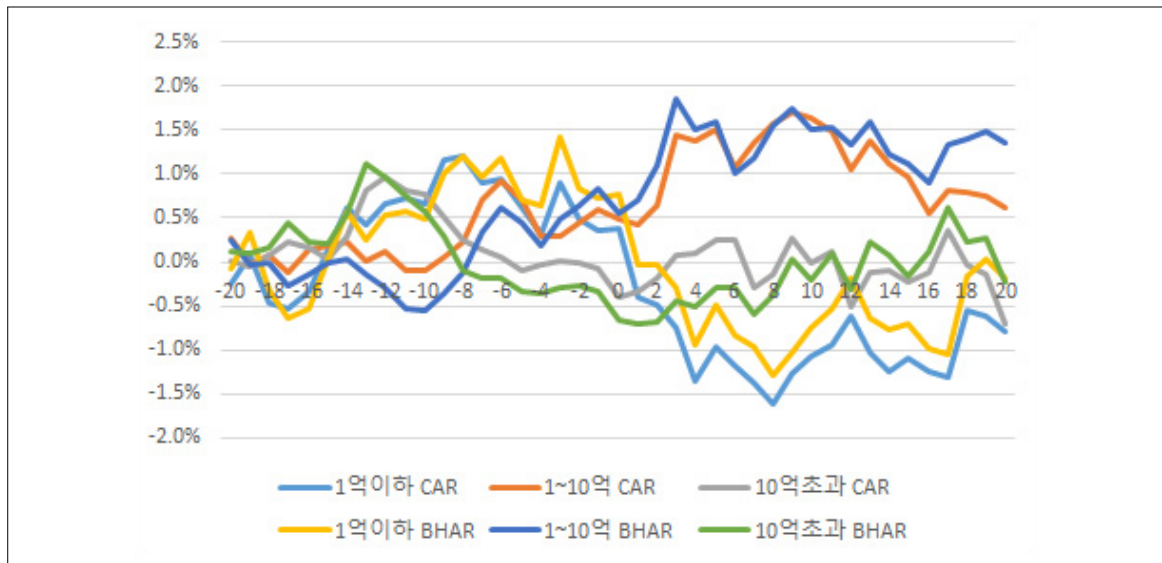
### 4.3 과징금부과 사유 구분에 따른 의결 공시의 정보효과

앞에서는 과징금 금액의 크기를 구분하여 분석을 실시하였으며, 이번에는 과징금 부과 사유를 구분하여 분석을 실시하였다. 과징금 부과사유는 앞에서 나온 것과 같이 공정거래법위반, 하도급법위반, 약관법위반, 표시광고법위반, 할부거래법위반, 방문판매법위반, 전자상거래법위반, 대규모유통업법위반, 가맹사업법위반, 대리점법위반, 소비자기본법위반으로 나눌 수 있으나 본 연구에 사용된 표본에서는 공정거래법위반, 대규모유통업법위반, 하도급법위반만 확인 할 수 있었다. 또한 공정거래법위반은 경제력집중억제, 부당공동행위, 불공정거래행위, 시장지배적지위남용의 사례를 확인하였으나 부당공동행위와 불공정거래행위를 제외한 나머지 표본의 수가 부족하여, 본 분석

에서는 공정거래법 중 부당공동행위와 불공정거래행위, 하도급법위반으로 과징금이 부과된 기업들을 구분하여 분석을 실시하였다.

먼저 과징금부과 사유 중 부당공동행위를 살펴보면 (-20, +20)일의 누적초과수익률(CAR)은 1.62%으로 나타났으며, -15일 이전을 제외한 나머지 기간에서 누적초과수익률(CAR)이 양(+)의 흐름을 보여주는 것으로 나타났다. 바로 이어서 불 불공정거래행위에서는 (-20, +20)일의 누적초과수익률(CAR)이 -0.33%로 나타나 부당공동행위와는 전혀 다른 결과를 보여주었으며, 이전의 전체표본과 비슷한 모습을 보여주었다. 하도급법 위반으로 인한 과징금부과 표본에서도 -2.68%의 누적초과수익률(CAR)을 보여줘 부당공동행위와는 전혀 다른 흐름을 보여주었다. 부당공동행위에서는 과징금부과 공시일에 평균초과수익률(AAR)이 소폭 하락하는 모습을 보여, 과징금부과 의결자체는 시장에 부정적인 영향을 미치는 것으로 보인다. 부당공동행위는 -14일, -13일, -8일, 0일, +2일, +3일, +12일, +14일이 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며, 불공정거래행위는 -20일, -16일, -8일, -4일, +3일, +5일, +6일, +20일이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 하도급법 위반으로 인한 과징금부과

〈그림 2〉 과징금부과 금액 구분 CAR, BHAR(-20, +20)



〈표 8〉 과징금부과 사유 구분 AAR 및 CAR

거래일	부당공동행위			불공정거래행위			하도급법		
	AAR	t-value	CAR	AAR	t-value	CAR	AAR	t-value	CAR
-20	0.0006	0.3091	0.0006	0.0052	1.7174 *	0.0052	-0.0119	-2.2133 **	-0.0119
-19	-0.0024	-1.2700	-0.0018	0.0005	0.2182	0.0056	0.0030	0.6849	-0.0089
-18	-0.0017	-1.0237	-0.0035	0.0023	0.9063	0.0079	-0.0012	-0.2673	-0.0101
-17	0.0002	0.1199	-0.0033	0.0002	0.0817	0.0081	-0.0039	-0.8958	-0.0141
-16	-0.0001	-0.0854	-0.0034	0.0051	1.8983 *	0.0132	0.0045	1.1358	-0.0096
-15	0.0006	0.3359	-0.0028	0.0033	1.0742	0.0165	0.0032	0.8263	-0.0064
-14	0.0062	3.3091 ***	0.0034	-0.0003	-0.1190	0.0162	-0.0013	-0.3622	-0.0077
-13	0.0035	2.0404 **	0.0069	-0.0033	-1.4785	0.0130	-0.0032	-0.8978	-0.0109
-12	0.0012	0.6383	0.0081	0.0034	1.2038	0.0163	-0.0043	-1.0104	-0.0152
-11	-0.0016	-0.8932	0.0065	-0.0013	-0.5015	0.0151	-0.0020	-0.5287	-0.0173
-10	0.0000	-0.0155	0.0065	-0.0020	-0.7068	0.0131	0.0020	0.4962	-0.0152
-9	0.0028	1.4468	0.0093	-0.0030	-1.0308	0.0100	0.0020	0.5862	-0.0133
-8	0.0035	1.6639 *	0.0128	-0.0060	-2.2020 **	0.0040	0.0001	0.0258	-0.0132
-7	0.0023	1.1069	0.0150	0.0018	0.6605	0.0059	-0.0015	-0.3605	-0.0146
-6	0.0014	0.6842	0.0164	-0.0036	-1.3414	0.0023	0.0051	1.1901	-0.0096
-5	-0.0012	-0.6306	0.0153	-0.0028	-0.9530	-0.0005	-0.0040	-0.5620	-0.0136
-4	-0.0003	-0.1728	0.0149	-0.0061	-2.4585 ***	-0.0066	-0.0012	-0.1803	-0.0147
-3	0.0009	0.3872	0.0158	-0.0017	-0.5616	-0.0083	0.0147	1.6713 *	-0.0001
-2	0.0008	0.4561	0.0166	0.0006	0.2317	-0.0076	-0.0080	-2.3209 **	-0.0081
-1	-0.0014	-0.8722	0.0152	0.0021	0.7318	-0.0056	0.0044	0.8923	-0.0037
0	-0.0029	-1.7375 *	0.0123	0.0012	0.4934	-0.0043	-0.0038	-0.5122	-0.0075
1	-0.0003	-0.1512	0.0120	-0.0024	-0.8210	-0.0067	0.0006	0.1433	-0.0070
2	0.0043	2.3868 **	0.0163	-0.0021	-0.9966	-0.0088	-0.0042	-1.1329	-0.0112
3	0.0047	2.2367 **	0.0211	0.0082	2.8590 ***	-0.0006	-0.0128	-1.3584	-0.0241
4	-0.0022	-0.9341	0.0188	0.0002	0.0797	-0.0004	-0.0090	-1.1221	-0.0331
5	-0.0003	-0.1490	0.0185	0.0078	2.4250 **	0.0073	0.0020	0.5779	-0.0311
6	-0.0003	-0.1692	0.0183	-0.0073	-3.5741 ***	0.0000	-0.0008	-0.1429	-0.0319
7	-0.0001	-0.0709	0.0181	0.0000	-0.0240	-0.0001	-0.0075	-1.0564	-0.0394
8	0.0016	0.9341	0.0198	0.0004	0.1272	0.0004	0.0043	0.7111	-0.0351
9	0.0022	1.0225	0.0220	0.0034	1.3449	0.0038	0.0058	1.2005	-0.0292
10	0.0002	0.1197	0.0222	-0.0001	-0.0349	0.0037	-0.0011	-0.2545	-0.0304
11	0.0007	0.4223	0.0229	-0.0003	-0.0812	0.0034	-0.0023	-0.5634	-0.0327
12	-0.0037	-2.0631 **	0.0193	-0.0049	-1.2117	-0.0015	0.0072	1.8209 *	-0.0255
13	0.0027	1.3720	0.0219	0.0016	0.5071	0.0002	-0.0081	-2.0611 **	-0.0336
14	-0.0027	-1.8952 **	0.0192	0.0008	0.3048	0.0009	0.0025	0.9149	-0.0311
15	-0.0021	-0.9136	0.0171	0.0035	1.4255	0.0045	0.0016	0.3596	-0.0295
16	-0.0024	-1.2276	0.0147	-0.0034	-1.2928	0.0011	0.0015	0.2280	-0.0280
17	0.0025	1.5192	0.0172	0.0041	1.6021	0.0052	0.0056	1.0958	-0.0224
18	0.0005	0.2076	0.0176	-0.0014	-0.5927	0.0038	-0.0006	-0.1276	-0.0230
19	0.0008	0.3514	0.0184	-0.0029	-1.0969	0.0009	-0.0003	-0.0941	-0.0233
20	-0.0022	-1.1987	0.0162	-0.0042	-1.7613 *	-0.0033	-0.0035	-1.1016	-0.0268

1%의 유의수준 미만은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은 \*



표본을 살펴보면 (-20, +20)일의 누적초과수익률(CAR)이 -2.68%로 나타났으며, 대부분의 기간에서 음(-)의 누적초과수익률(CAR)이 나타났다. 특히 의결일 이후부터 누적초과수익률(CAR)이 크게 하락하는 모습을 보여주고 있어 하도급법 위반으로 인한 과징금 부과는 시장에 큰 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, -20일, -3일, -2일, +12일, +13일에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 그리고 과징금 부과 사유별로 표본들을 분석해본 결과 부당공동행위, 불공정거래행위, 하도급법위반 순으로 과징금부과액이 크게 나타났으며, 총자산 대비 과징금, 매출액 대비 과징금이나 양 극단치를 제외한 평균비교에서도 동일한 결과가 나타났다. 평균 과징금부과액이 클수록 오히

려 누적초과수익률(CAR)이 높게 나타난 것으로 확인이 되었다. 이러한 결과를 종합하여보면 부당이득을 가장 크게 볼 수 있는 부당공동행위, 담합에서 초과수익률이 가장 높게 나타났으며, 과징금부과액이 클수록 초과수익률이 높게 나타나 가설 1을 채택하는 것으로 나타났다.

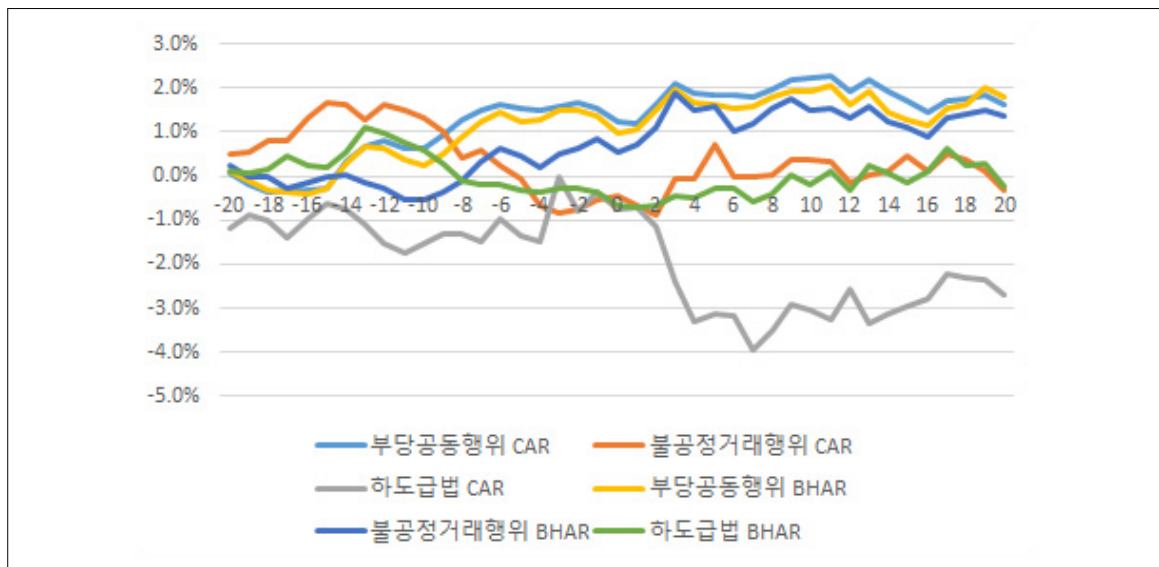
〈표 9〉는 과징금 부과 사유를 구분하여 매입보유초과수익률(BHAR)을 나타내었으며, 부당공동행위와 불공정거래행위, 하도급법의 (-20, +20)일 매입보유초과수익률(BHAR)은 각각 1.79%, 1.07%, -2.07%로 나타났다. 앞에서 확인한 누적초과수익률(CAR)과 비슷한 흐름을 보여주고 있으나 세 표본 모두 통계적으로는 유의하지 않은 것으로 나타났다.

〈표 9〉 과징금 부과 사유 구분 BHAR

	일	기업 수	BHAR	양/음의 기업 수	t-value
부당공동행위	(-20, +20)	229	0.0179	109 : 120	1.3023
불공정거래행위	(-20, +20)	117	0.0107	56 : 61	0.7539
하도급법	(-20, +20)	38	-0.0207	16 : 22	-0.7298

1%의 유의수준 미만은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은\*

〈그림 3〉 과징금부과 사유 구분 CAR, BHAR(-20, +20)



#### 4.4 다중회귀분석

〈표 10〉은 공정위의 과징금부과 의결일을 기준으로 의결일 전후의 누적초과수익률이 기업의 어떠한 재무적인 변수에 영향을 받았는지 분석한 결과를 나타내고 있다. 누적초과수익률(CAR)은 의결일 전후 20일의 누적초과수익률을 종속변수로 활용하였으며, 앞에서 살펴본 재무적 변수뿐만 아니라 더미변수도 같이 추가하여 분석을 실시하였다.

먼저 모형1에서는 ln과징금을 독립변수로 사용하여 분석을 실시하였으나 ln과징금은 종속변수인 누적초과수익률(CAR)에는 통계적으로 유의하지 않은 것

으로 나타났다. 이에 추가적인 분석을 위해 ln과징금 이외에 총자산 대비 과징금, 매출액 대비 과징금, 매출총이익 대비 과징금을 독립변수로 활용하였다. 일반적인 과징금은 기업의 규모를 고려하지 않으므로 기업의 규모를 고려하기 위하여 총자산 대비 과징금을 사용하였으며, 또한 과징금 부과는 매출액을 기준으로 산정되므로 매출액 대비 과징금도 변수로 고려하였다. 그리고 과징금은 손익계산서 중 매출총이익에서 판매관리비에 세금과공과 항목으로 처리되므로 매출총이익 대비 과징금도 함께 고려하였다.

이렇게 독립변수를 추가적으로 선정하여 분석한 결과가 모형2~4이며, 모형2는 총자산 대비 과징금을

〈표 10〉 다중회귀분석

	모형1	모형2	모형3	모형4
Intercept	-0.115 (-1.427)	-0.108** (-2.118)	-0.107** (-2.095)	-0.109** (-2.134)
ln과징금	0.001 (0.159)			
과징금/총자산		1.760*** (2.636)		
과징금/매출액			-0.108 (-0.761)	
과징금/매출총이익				0.045*** (4.368)
ROE	-0.122*** (-2.817)	-0.121*** (-2.804)	-0.123*** (-2.856)	-0.119*** (-2.767)
부채비율	-0.006 (-1.590)	-0.006 (-1.477)	-0.006* (-1.657)	-0.006 (-1.496)
대주주지분율	0.093 (1.405)	0.089 (1.348)	0.096 (1.450)	0.093 (1.405)
외국인지분율	-0.049 (-0.725)	-0.041 (-0.604)	-0.047 (-0.703)	-0.043 (-0.636)
영업현금흐름	0.381*** (3.138)	0.389*** (3.189)	0.378*** (3.102)	0.392*** (3.226)
부당공동행위	0.077*** (2.717)	0.073** (2.543)	0.078*** (2.716)	0.075*** (2.591)
불공정거래행위	0.060** (1.973)	0.059** (1.966)	0.060** (1.981)	0.060** (1.986)
하도급법	0.034 (0.735)	0.034 (0.754)	0.032 (0.717)	0.034 (0.759)
Ad R sq.	0.030	0.034	0.031	0.035
F-stat.	2.477***	2.677***	2.533***	2.739***



독립변수로 사용하여 분석하였다. 모형2에서 총자산 대비 과징금은 종속변수에 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 모형4에서도 매출총이익 대비 과징금이 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 모형3의 매출액 대비 과징금은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 모형2와 모형4에서 총자산 대비 과징금과 매출총이익 대비 과징금은 총자산 대비 과징금과 매출총이익 대비 과징금이 커질수록 누적초과수익률(CAR)에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 특히 총자산 대비 과징금은 추가분석의 결과와도 일치하는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 기업의 불법적인 활동으로 인하여 과징금을 크게 부과 받을수록 시장에서는 투자자들이 그만큼 불법적인 활동으로 편취한 이익이 더 클 것이라고 인식한다고 볼 수도 있을 것이다. 그리고 이러한 결과는 기업들이 부과 받은 과징금이 현실적으로 작다고 볼 수도 있을 것이다. 앞의 전체표본을 대상으로 한 누적초과수익률(CAR) 분석에서는 가설 1을 채택하지 못하였으나 본 회귀분석에서는 가설 1을 채택하는 것으로 나타났다.

다음으로 ROE는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며, 계수는 음(-)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 부채비율은 모형3에서만 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며, 영업현금흐름과 부당공동행위더미, 불공정거래행위 더미는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다.

특히 부당공동행위더미와 불공정거래행위 더미는 계수가 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나 부당공동행위와 불공정거래행위로 인하여 과징금을 부과 받았을 때, 누적초과수익률(CAR)의 성과가 높게 나온 것으로 나타났다.

이는 시장에서 투자자들은 기업들이 담합을 하여 시장경쟁을 줄여 기업의 위험을 줄이고 이익을 극대화하거나 기업이 시장에서 우월한 지위를 활용하여 취한

부당이득이 부과 받은 과징금 보다 더 크다고 인식하여 이러한 결과가 나타난 것으로 보인다.

## 4.5 추가분석

### 4.5.1 총자산 대비 과징금 구분에 따른 의결공시의 정보효과

앞에서는 과징금 총액을 기준으로 구분하여 분석을 실시하였으나 총액을 기준으로 할 경우 과징금부과액이 크더라도 하더라도 기업의 규모에 비해서 상대적으로 작을 경우 시장에서는 하나의 정보로 인식하지 않거나 시장에 미치는 영향이 작을 수 있다.

이에 기업의 총자산을 고려하여 추가적인 분석을 실시하였으며, 전체 표본 중 총자산 대비 과징금 하위 50%와 상위 50%로 표본을 구분하였다. 분석결과 하위 50%의 (-20 +20)일 누적초과수익률(CAR)은 -1.19%로 나타났으며, 상위 50%의 (-20 +20)일 누적초과수익률(CAR)은 0.9%로 서로 정반대의 결과가 나타났다.

특히 하위 50%의 표본은 -20일부터 지속적으로 누적초과수익률(CAR)이 하락하며 그래프가 우하향하는 모습을 보여주었으며, 상위 50%의 표본은 누적초과수익률(CAR)이 지속적으로 우상향하다 +17일부터 누적초과수익률(CAR)이 하락하였으며, +17일부터 +20일까지 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다.

이러한 결과는 앞의 과징금 총액을 기준으로 분석한 결과와 다중회귀분석의 결과와 유사한 것으로 나타났으며, 과징금액이 낮을수록 낮은 초과수익률을 보이며 과징금액이 높을수록 높은 초과수익률이 나타남을 확인하였다. 이러한 결과를 볼 때 앞에서 과징금 부과액을 기준으로 한 분석에서는 가설 1이 기각되었으나 본 분석에서는 가설 1을 채택하는 것으로 나타났다.

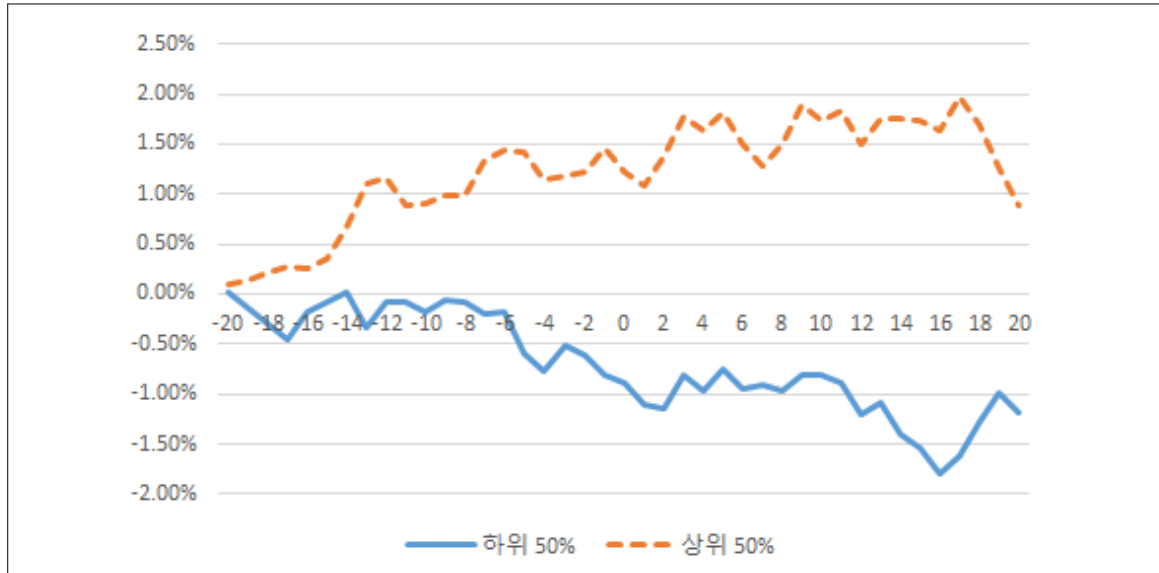
〈표 11〉 총자산 대비 과징금 AAR 및 CAR

거래일	하위 50%			상위 50%		
	AAR	t-value	CAR	AAR	t-value	CAR
-20	0.0002	0.1056	0.0002	0.0010	0.5667	0.0010
-19	-0.0017	-0.9076	-0.0014	0.0002	0.1211	0.0013
-18	-0.0016	-0.8345	-0.0031	0.0009	0.5382	0.0022
-17	-0.0015	-0.9856	-0.0045	0.0007	0.3469	0.0028
-16	0.0028	1.5991	-0.0017	-0.0004	-0.2066	0.0025
-15	0.0009	0.4738	-0.0009	0.0010	0.4892	0.0035
-14	0.0010	0.6524	0.0002	0.0032	1.5068	0.0067
-13	-0.0035	-2.1682 **	-0.0033	0.0043	2.4075 **	0.0109
-12	0.0024	1.4631	-0.0009	0.0007	0.3438	0.0117
-11	0.0000	0.0030	-0.0009	-0.0027	-1.5524	0.0090
-10	-0.0009	-0.4366	-0.0017	0.0001	0.0425	0.0090
-9	0.0011	0.5548	-0.0006	0.0009	0.4539	0.0099
-8	-0.0002	-0.0652	-0.0008	0.0000	0.0257	0.0099
-7	-0.0013	-0.6695	-0.0021	0.0034	1.5855	0.0133
-6	0.0003	0.1370	-0.0018	0.0011	0.5245	0.0144
-5	-0.0042	-1.8304 *	-0.0060	-0.0002	-0.1005	0.0142
-4	-0.0017	-0.7925	-0.0076	-0.0027	-1.5089	0.0115
-3	0.0024	1.0158	-0.0052	0.0005	0.1954	0.0119
-2	-0.0010	-0.4902	-0.0062	0.0003	0.1932	0.0122
-1	-0.0020	-1.1476	-0.0082	0.0023	1.2041	0.0145
0	-0.0007	-0.2914	-0.0088	-0.0024	-1.3233	0.0121
1	-0.0023	-1.1802	-0.0111	-0.0013	-0.6178	0.0108
2	-0.0004	-0.2470	-0.0115	0.0029	1.5863	0.0137
3	0.0034	1.2900	-0.0081	0.0041	2.0125 **	0.0178
4	-0.0015	-0.7191	-0.0097	-0.0015	-0.6038	0.0163
5	0.0021	1.0104	-0.0076	0.0018	0.8649	0.0181
6	-0.0019	-1.0739	-0.0094	-0.0031	-1.6170	0.0150
7	0.0003	0.1409	-0.0092	-0.0022	-1.1538	0.0128
8	-0.0004	-0.2329	-0.0096	0.0022	1.0279	0.0150
9	0.0016	0.7594	-0.0080	0.0039	1.9594 *	0.0189
10	0.0000	-0.0082	-0.0081	-0.0015	-0.7526	0.0174
11	-0.0008	-0.4367	-0.0089	0.0009	0.4119	0.0183
12	-0.0032	-1.5936	-0.0121	-0.0033	-1.4176	0.0150
13	0.0012	0.6264	-0.0109	0.0026	1.1125	0.0176
14	-0.0031	-1.8537 *	-0.0141	0.0000	-0.0327	0.0175
15	-0.0013	-0.5084	-0.0154	-0.0002	-0.1218	0.0173
16	-0.0025	-1.1511	-0.0179	-0.0010	-0.5509	0.0163
17	0.0017	0.9932	-0.0163	0.0035	1.8711 *	0.0198
18	0.0034	1.4583	-0.0129	-0.0029	-1.6903 *	0.0169
19	0.0029	1.5600	-0.0099	-0.0042	-1.9820 **	0.0127
20	-0.0020	-1.3242	-0.0119	-0.0037	-1.8969 *	0.0090

1%의 유의수준 미만은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은 \*



〈그림 4〉 총자산 대비 과징금 CAR(-20, +20)



4.5.2 과징금부과 횟수 구분에 따른 의결공시의 정보효과

앞에서는 과징금 부과액을 기준으로 분석을 실시하였다면 본 절에서는 과징금부과 횟수를 나누어 전체기간 중 1회만 과징금을 부과 받은 경우와 2회 이상 부과 받은 경우로 나누어 분석을 실시하였다. 1회만 과징금을 부과 받은 표본 수는 135개로 나타났으며, 2회 이상 부과 받은 경우는 292개로 나타나 2회 이상 부과 받은 경우가 월등히 많은 것으로 나타났다. 분석

결과 과징금을 1회만 부과 받은 표본의 (-20 +20)일 누적초과수익률(CAR)은 1.85%로 나타났으며, 그래프에서는 우상향 하는 모습이 나타났다. 그러나 2회 이상 부과 받은 표본에서는 (-20 +20)일 누적초과수익률(CAR)이 -1.08%로 나타났으며, 그래프에서도 우하향하는 모습을 보여주어 1회만 부과 받은 표본과 정반대의 결과를 나타내었다. 과징금을 2회 이상 부과 받은 기업들은 계속되는 법 위반행위로 인해 시장에서 신뢰도하락이나 부정적인 이미지를 받게 되어 이러한 결과로 나타난 것으로 보인다.

〈표 12〉 과징금부과 횟수 AAR 및 CAR

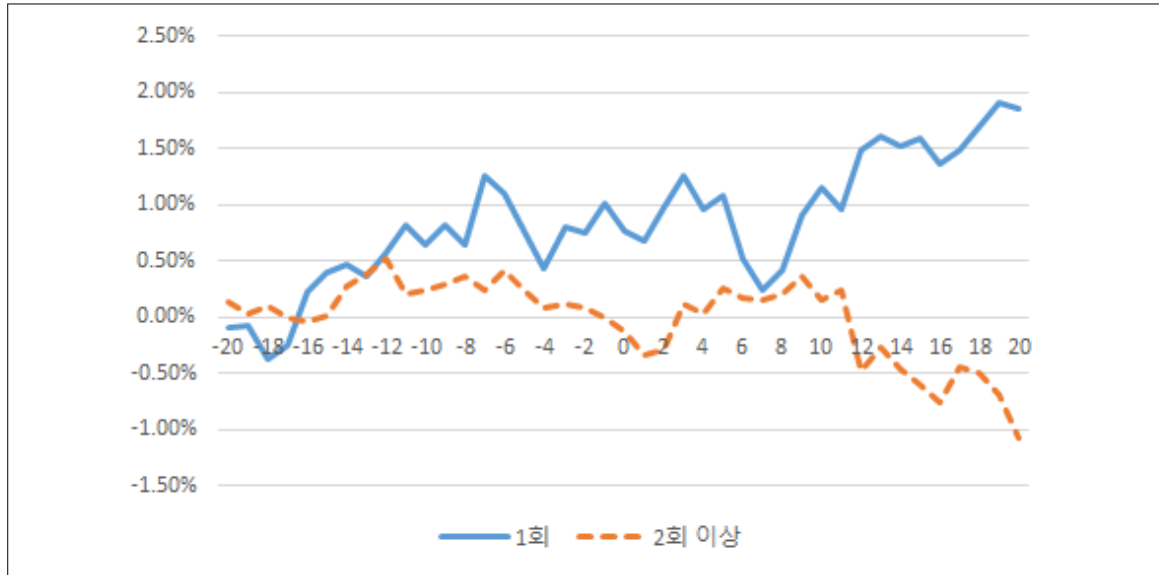
거래일	1회			2회 이상		
	AAR	t-value	CAR	AAR	t-value	CAR
-20	-0.0009	-0.4149	-0.0009	0.0013	0.7010	0.0013
-19	0.0001	0.0382	-0.0008	-0.0011	-0.6594	0.0002
-18	-0.0030	-1.4100	-0.0038	0.0009	0.5500	0.0011
-17	0.0012	0.6254	-0.0025	-0.0012	-0.7465	-0.0001
-16	0.0047	1.9537 *	0.0022	-0.0004	-0.2552	-0.0005
-15	0.0018	0.7961	0.0040	0.0005	0.3036	0.0001
-14	0.0007	0.3455	0.0047	0.0028	1.6279	0.0028

거래일	1회			2회 이상		
	AAR	t-value	CAR	AAR	t-value	CAR
-13	-0.0010	-0.5602	0.0037	0.0010	0.6490	0.0039
-12	0.0020	0.8778	0.0057	0.0014	0.8400	0.0052
-11	0.0026	1.2705	0.0083	-0.0032	-2.0744 ***	0.0021
-10	-0.0019	-0.8069	0.0064	0.0003	0.1848	0.0024
-9	0.0018	0.8322	0.0081	0.0006	0.3552	0.0030
-8	-0.0017	-0.9130	0.0064	0.0007	0.3701	0.0037
-7	0.0061	2.2345 **	0.0125	-0.0013	-0.7894	0.0024
-6	-0.0016	-0.5952	0.0110	0.0017	1.0029	0.0041
-5	-0.0034	-1.2891	0.0076	-0.0016	-0.8996	0.0025
-4	-0.0032	-1.2308	0.0044	-0.0017	-1.0608	0.0008
-3	0.0036	1.3772	0.0080	0.0004	0.2055	0.0012
-2	-0.0004	-0.2109	0.0076	-0.0003	-0.1937	0.0009
-1	0.0025	1.1057	0.0101	-0.0009	-0.5964	-0.0001
0	-0.0024	-0.8885	0.0077	-0.0011	-0.6556	-0.0012
1	-0.0009	-0.4021	0.0068	-0.0022	-1.2198	-0.0034
2	0.0029	1.4221	0.0097	0.0005	0.2990	-0.0029
3	0.0029	1.3805	0.0126	0.0041	1.8505 *	0.0012
4	-0.0029	-0.9548	0.0097	-0.0009	-0.4486	0.0003
5	0.0012	0.5208	0.0109	0.0023	1.2327	0.0026
6	-0.0057	-2.1134 **	0.0052	-0.0010	-0.6876	0.0016
7	-0.0028	-0.9736	0.0024	-0.0002	-0.1297	0.0015
8	0.0017	0.6045	0.0041	0.0005	0.3129	0.0020
9	0.0050	1.9878 **	0.0091	0.0017	0.9680	0.0037
10	0.0024	0.9400	0.0115	-0.0022	-1.3476	0.0015
11	-0.0020	-0.7825	0.0095	0.0010	0.5829	0.0024
12	0.0052	2.0781 **	0.0148	-0.0072	-3.8088 ***	-0.0048
13	0.0014	0.5533	0.0162	0.0021	1.1378	-0.0027
14	-0.0010	-0.6083	0.0151	-0.0019	-1.2939	-0.0045
15	0.0008	0.3844	0.0160	-0.0015	-0.7411	-0.0060
16	-0.0023	-1.0680	0.0136	-0.0015	-0.8229	-0.0076
17	0.0013	0.6257	0.0149	0.0032	2.0311 **	-0.0044
18	0.0020	0.7306	0.0169	-0.0005	-0.3011	-0.0049
19	0.0022	0.7523	0.0191	-0.0019	-1.2145	-0.0068
20	-0.0005	-0.2154	0.0185	-0.0039	-2.8147 ***	-0.0108

1%의 유의수준 미만은 \*\*\*, 5% 내의 유의수준은 \*\*, 10% 내의 유의수준은 \*



〈그림 5〉 과징금 부과 횟수 CAR(-20, +20)



## 5 요약 및 결론

본 연구는 공정위에서 부과한 과징금이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석하기 위해 2000년부터 2016년까지 공정위로부터 과징금을 부과 받은 기업들을 대상으로 분석을 실시하였다. 분석을 위해 연구 모형은 사건연구(event study) 방법 중 누적초과수익률(CAR)과 매입보유초과수익률(BHAR)을 이용하여 공정위에서 과징금부과를 의결한 의결일 전후 20일을 기준으로 초과수익률이 어떻게 나타나는지를 분석하였다. 전체표본을 대상으로 한 분석에서는 공정위의 과징금부과는 시장에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 과징금부과에 대한 정보는 의결일 이전에 미리 선반영 된 것으로 보인다. 그러나 누적초과수익률의 최대 변동폭은 1%내외로 나타나 과징금부과가 시장에 미치는 영향은 그리 크지 않은 것으로 나타나 가설 1을 기각하는 것으로 나타났다. 과징금 부과 액수를 기준으로 표본을 구분하여 진행한 분석에서는 1억 원 이하와 10억 원 초과 표본은 전체표본과 유사한

모습을 보여주었으나 1억 원 초과 10억 원 이하 표본은 과징금을 부과 받았음에도 오히려 누적초과수익률이 증가하는 모습을 보여주었다. 과징금 부과 사유를 구분하여 분석한 결과에서는 하도급법 위반 기업들의 누적초과수익률이 가장 낮게 나온 것으로 나타났으며, 부당공동행위로 인한 과징금을 부과 받은 기업들의 누적초과수익률은 다른 분석에 비해 가장 높은 값을 나타내 부당공동행위에 대한 시장의 반응은 긍정적으로 나타났다.

다음으로 누적초과수익률을 종속변수로 두고 누적초과수익률에 영향을 미칠만한 변수들을 선정하여 다중회귀분석을 실시하였으며, 모형1의 ln과징금은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이에 추가적인 독립변수를 활용하여 분석을 진행하였으며, 모형2와 모형4에서 사용한 총자산 대비 과징금과 매출 총이익 대비 과징금이 통계적으로 유의한 것으로 나타났으며, 양(+의 계수 값을 가지는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 기업의 불법적인 활동으로 인하여 총자산 대비 과징금이나 매출총이익 대비 과징금을 크게 부과 받을수록 시장에서는 투자자들이 그만큼 불법적인 활동으로 편취한 이득이 더 클 것이라고 인식한다고 볼 수도 있으며, 이는 기업들이 부과 받은 과징금이 현실적으로 작다고 볼 수 있을 것이다. 이러한 결과를 종합하여 볼 때, 앞에서 설정한 가설 1을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 또한 추가적인 누적초과수익률(CAR)분석에서는 기업의 규모를 고려하여 표본기업들이 부과 받은 과징금을 총자산 대비 과징금 비율로 만들어 상위 50%와 하위 50%로 구분하여 분석을 실시하였으며, 총자산 대비 과징금 비율이 높을수록 초과수익률이 높게 나타남을 확인하였고 이 역시 가설 1을 채택하는 것으로 확인되었다. 그리고 두 번째 추가분석에서는 과징금 부과 횟수를 구분하여 분석을 진행하였으며, 분석결과 1회만 과징금을 부과 받은 표본에서는 초과수익률이 높게 나타났으나 2회 이상 부과 받은 표본에서는 초과수익률이 낮게 나타남을 확인하였다.

본 연구에서는 공정위에서 부과한 과징금이 시장에서 어떠한 반응을 미치는지 분석을 실시하였으며, 전

체표본에서는 과징금부과가 부정적이나 큰 영향을 미치지 않는 것으로 확인되었다. 그러나 세부적인 분석에서는 대체적으로 과징금부과액이 클수록 오히려 누적초과수익률에는 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인하였으며, 시장에서는 부과된 과징금보다 기업이 이전에 불법적인 활동으로 인한 이득이 더 크다고 인식한 것으로 보인다. 이러한 결과는 지광석(2013)의 연구를 뒷받침하는 것이며 이에 따라 향후 과징금 부과 체계에 대해서 개선이 필요할 것으로 보이며, 본 연구결과를 토대로 공정위에서 과징금부과에 대한 제도개선에 도움이 될 것으로 예상이 된다.

본 연구의 한계점으로는 기업의 추가흐름과 초과수익률의 흐름을 위주로 분석을 실시하였고, 다중회귀분석 역시 누적초과수익률을 종속변수로 두고 분석을 실시하여 과징금부과가 주가가 아닌 다른 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 분석이 부족하였다. 또한 과징금 부과가 주가에 미치는 요인을 집중적으로 분석을 실시하지 못하였다. 추후 이를 고려하고 또한 공정위의 수사시작에 대한 발표를 사건으로 한 추가적인 분석이 필요할 것으로 보인다.



## 참 고 문 헌

강희복, 박정수, 신현한, 2008, 기업의 특성 및 산업의 시장집중도와 공정거래법 과 징금 간의 관계에 대한 연구, 시장경제연구, 37, pp. 101-123.

김두열, 2013, 경영범죄와 기업성과, 법경제학연구, 10, pp. 315-357.

김상권, 2012, 시장경제연구(市場經濟研究): 담합 억제 정책의 효과.

김상택, 송효진, 장수아, 최윤정, 2010, 일반논단: 우리나라의 주요 카르텔 사례연구 2007-2010년 사례를 중심으로, 경쟁법연구, 22, pp. 237-263.

김영산, 마정근, 2004, 공정거래법상의 “거래상 지위남용” 규정 위반 사례에 대한 통계적 분석, 규제연구, 13, pp. 67-90.

맹수석, 2015, 공정거래법상 일감몰아주기에 관한 연구, 경제법연구, 14(2), pp. 3-34.

박환석, 2016, 벌금 등의 부과가 공시수준과 정보 비대칭성에 미치는 영향, 동아대 학교, 박사학위논문  
신현한, 이상철, 장진호, 2004, 외부감사주체와 기업가치, 재무연구, 17(1) pp. 41-72.

우민철, 김지현, 2017, 수시공시와 자율공시안 정보의 사전유출 비교, 경영연구, 32, pp. 29-63.

우민철, 박수철, 2017, 중요 공시에 대한 시장반응-단일판매 공급계약 공시를 대 상으로, 경영연구, 32, pp. 205-229.

우민철, 윤선흠, 2015, 사전 정보유출이 주가에 미치는 영향 분석: 증자 공시를 대 상으로, 한국재무학회 학술대회, pp. 105-123.

유지선, 최기호, 2017, 조세소송 판결에 대한 주식 가치 반응 분석, 회계저널, 26(2), pp. 51-81.

이은정, 2014, 공정거래법 위반에 따른 과징금 부과 현황 분석, 경제개혁리포트 1-24.

이원흠, 2013, 내부상품거래 공시기업의 주가반응 과 기업특성에 관한 실증연구, 재무관리연구, 30(2), pp. 75-100.

임병권, 윤평식, 2017, 유상증자 공시 전 정보거래 에 관한 연구, 한국증권학회지, 46(1), pp. 133-157.

정운오, 전병욱, 2010, 세무조사와 주가반응, 세무학연구, 27(3), pp. 179-203.

지광석, 2013, 담합 규제의 적정성에 대한 고찰: 과징금의 규모와 산정절차를 중심으로, 국가정책연구, 27(1), pp. 65-93.

Barber, B. M., & Lyon, J. D. 1997, Detecting long-run abnormal stock returns: The empirical power and specification of test statistics, *Journal of financial economics*, 43(3), pp. 341-372.

Bosch, J. C., & Eckard Jr, E. W. 1991, The profitability of price fixing: evidence from stock market reaction to federal indictments, *The review of Economics and Statistics*, 309-317.

Davidson, W. N., & Worrel, D. L. 1988, The impact of announcements of corporate illegalities on shareholder returns. *Academy of management journal*, 31(1), pp. 195-200.

Davidson, W. N., Worrell, D. L., & Lee, C. I. 1994, Stock market reactions to announced corporate illegalities. *Journal of Business Ethics*, 13(12), pp. 979-987.

Hanlon, Michelle, and Joel Slemrod. “What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reactions to news about tax shelter involvement,” *Journal of Public Economics*, 93(1), (2009): 126-141.

Mishina, Y., Dykes, B. J., Block, E. S., & Pollock, T. G. 2010, Why “good” firms do bad things: The effects of high aspirations, high expectations, and prominence on the incidence of corporate illegality, *Academy of Management*

*Journal*, 53(4), pp. 701-722.

Sun, P., & Zhang, Y. 2006, Is there penalty for crime: Corporate scandal and management turnover in China.

Voon, S. L., Puah, C. H., & Entebang, H. 2008, Corporate crime announcement effects on stock performance: An empirical study in

Malaysia. *Journal of Economic cooperation*, 29(2), pp. 15-28.

Weiss, Elliott J., and Lawrence J. White. 1987, Of Econometrics and Indeterminacy: A Study of Investors' Reactions to "Changes" in Corporate Law, *California Law Review*, 75(2), pp. 551-607.



# Analysis of Corporate Value by Imposition of Penalty Surcharge by Fair Trade Commission

Seong Hoon Jeong\* (Catholic University of Daegu)

Sang Su Noh\*\* (Catholic University of Daegu)

Jun Gyu Lee\*\*\* (Catholic University of Daegu)

## Abstract

This study examined how the firms Responded to the stock price that have been charged with penalty surcharge by the Fair Trade Commission before and after the date of imposition of penalty surcharge. As an analytical method, we conducted empirical analysis using CAR and BHAR in the event study. The results of the study show that the imposition of penalty surcharge by the Fair Trade Commission has a negative impact on the market. And information on the imposition of penalty surcharge is reflected in the market before the date of the public announcement. However, the impact of the imposition of penalty surcharge on the market was not significant. In the case of specimens that were fined for unfair common action, the CAR increased. Multiple regression analysis was performed by selecting various financial variables with the CAR as dependent variables. The total amount of penalty surcharge was not found to have any significant effect on the CAR. The positive (+) effect of penalty surcharge to total assets and the penalty surcharge of gross profit were analyzed.

Key words : *Penalty surcharge, Fair Trade Commission, Stock market reaction, Public announcement, Unfair common action*

Article history : Received 15 October 2017, Revised 18 December 2017, Accepted 31 December 2017

\* Catholic University of Daegu(E-mail: james1101@cu.ac.kr)

\*\* Corresponding Author, Catholic University of Daegu(E-mail: dh888kim@naver.com)

\*\*\* Catholic University of Daegu(E-mail: sing6355@hanmail.net)