



저작자표시-비영리-변경금지 2.0 대한민국

이용자는 아래의 조건을 따르는 경우에 한하여 자유롭게

- 이 저작물을 복제, 배포, 전송, 전시, 공연 및 방송할 수 있습니다.

다음과 같은 조건을 따라야 합니다:



저작자표시. 귀하는 원저작자를 표시하여야 합니다.



비영리. 귀하는 이 저작물을 영리 목적으로 이용할 수 없습니다.



변경금지. 귀하는 이 저작물을 개작, 변형 또는 가공할 수 없습니다.

- 귀하는, 이 저작물의 재이용이나 배포의 경우, 이 저작물에 적용된 이용허락조건을 명확하게 나타내어야 합니다.
- 저작권자로부터 별도의 허가를 받으면 이러한 조건들은 적용되지 않습니다.

저작권법에 따른 이용자의 권리는 위의 내용에 의하여 영향을 받지 않습니다.

이것은 [이용허락규약\(Legal Code\)](#)을 이해하기 쉽게 요약한 것입니다.

[Disclaimer](#)

2018년 2월  
석사학위 논문

# 자사주매입 방법에 따른 차별적 내부자거래

-경영자 기회주의 가설에 대한 검증-

조선대학교 대학원

경 영 학 과

김 유 진

# 자사주매입 방법에 따른 차별적 내부자거래

-경영자 기회주의 가설에 대한 검증-

Discriminatory insider trading  
by choice of stock repurchase method

-About the CEO opportunistic hypothesis

2018년 2월 23일

조선대학교 대학원

경 영 학 과

김 유 진

# 자사주매입 방법에 따른 차별적 내부자거래

-경영자 기회주의 가설에 대한 검증-

지도교수 김 경 순

이 논문을 경영학 석사학위신청 논문으로 제출함


2017년 10월

조선대학교 대학원

경 영 학 과

김 유 진

김유진의 석사학위 논문을 인준함.

위원장 조선대학교 교수 김 문 태 

위 원 조선대학교 교수 김 경 순 

위 원 조선대학교 교수 최 성 호 

2017년 11월

조선대학교 대학원

## 목 차

제1장 서론 .....	1
제2장 연구 배경 및 선행연구 .....	9
제1절 자사주 매입동기 및 선행연구 .....	9
1. 자사주 매입과 동기 .....	9
2. 자사주 매입동기에 관한 선행연구.....	11
제2절 자사주 매입방식 및 선행연구.....	16
1. 자사주의 매입방식.....	16
2. 자사주 매입방식의 선택에 관한 선행연구.....	17
제3절 자사주 매입전후의 내부자 거래와 선행연구.....	21
제4절 선행연구와의 차별성.....	23
제3장 가설설정과 연구방법.....	24
제1절 연구가설의 설정 .....	24
제2절 변수 정의 및 연구모형.....	28
1. 변수 정의.....	28
가. 내부자 매도거래.....	28
나. 비정상수익률.....	30
다. 취득방식에 대한 더미변수.....	30
라. 통제변수.....	31

2. 연구모형.....	32
<b>제4장 실증분석결과.....</b>	<b>36</b>
제1절 표본선정 .....	36
제2절 기술통계 및 상관관계.....	38
제3절 단일변량분석.....	42
제4절 다중회귀분석 결과.....	48
<b>제5장 결론.....</b>	<b>54</b>
<b>참고문헌.....</b>	<b>56</b>

## 표 목 차

<표 1> 표본선정기준 및 표본의 연도별 분포.....	37
<표 2> 기술통계.....	39
<표 3> 상관관계.....	41
<표 4> 자사주 매입 공시 전후 기간 동안의 내부자의 순매도 거래량에 대한 차이 분석.....	43
<표 5> 자사주 매입 공시 전후 기간 동안의 내부자의 순매도 거래비율.....	44
<표 6> 자사주 매입 공시 전후 기간 동안 내부자의 순매도 거래비율에 대한 차이 분석.....	46
<표 7> 자사주 매입 공시 전후 기간에 대한 내부자 지분을 차이.....	47
<표 8> 자사주매입방법과 자사주매입 공시 전/후 내부자거래 발생가능성.....	49
<표 9> 자사주매입방법과 내부자 순매도비율 간의 관계.....	50
<표 10> 자사주매입방법과 세부 기간별 내부자 순매도율 간의 관계.....	52
<표 11> 자사주매입 공시 이전과 이후 내부자 순매도율 간의 관계.....	53



## Abstract

### Discriminatory insider trading by choice of stock repurchase method

-About the CEO opportunistic hypothesis-

Kim Yu jin

Advisor: Prof. Kim kyung Sun, Ph.D

Department of Business Administration

Graduate School of Chosun University

This study employs conditional event study methodology to analyze how manager personal motives effect the method by which firms repurchase their share. To address this question, we examine insider sales activities around the announcement date of a stock repurchase. The following are the findings. First, we find that firms are more likely to choose direct repurchase how to buy directly from the stock market rather than indirect repurchase how to buy through a securities company when respective announcements are followed by upsurged net insider sales. The results are most significant after announcements 1Q and 2Q. Our finding remain indicate what strong correlation between stock repurchase methods and net insider sales. Second. stock repurchase firm through direct repurchase has negative correlation between before and after

announcements about insider net sales. we interpret this result, insider shareholder can buy before announcements and after announcements they can sale to highest stock price for marginal profits. As a result, direct repurchase are used by insiders to transfer wealth among shareholders with insider emerging ahead of the public shareholder.

## 제1장 서론

자사주란 회사가 회사 발행한 주식을 재매입하여 보유하고 있는 주식을 말한다. 상법에서는 원칙적으로 자기주식의 취득을 금지하고 있었지만, 1994년 5월 증권거래법의 개정으로 자사주 제도를 도입한 이후 1998년부터 상장법인들이 경영권을 보호할 수 있도록 발행주식 총수의 5% 내에서 예외적으로 자사주 취득을 허용하고 있다.<sup>1)</sup> 자사주의 취득을 원칙적으로 금지하는 이유는 여러 가지가 있는데, 첫째 자사주의 취득이 결과적으로 자본금의 환급효과를 내기 때문에 회사의 자본을 축소시켜 회사 채권자의 이익에 손실을 줄 수 있으며, 둘째 회사가 주가 시세를 조작하여 내부자 거래에 이용하는 투기할 가능성이 있기 때문이다. 마지막으로 이사회에 의해 회사의 지배수단으로 이용될 가능성이 있기 때문이다. 따라서 이러한 점을 방지하기 위하여 자사주 취득은 주식의 매입 소각, 합병이나 영업양도에 의한 양수회사의 권리행사, 주식매수 청구권을 행사하기 위하여 자사주를 매입할 경우에만 허용하고 있다.

이후 우리나라는 2012년 4월 15일 기업운영의 자율성을 제고하기 위해 기업의 자금운영과 관련하여 불필요한 규제를 완화하고자 개정상법을 시행하여 자사주 취득을 법적으로 허용하였으며, 이전 상장법인에게만 자사주매입을 허용하던 것을 2012년 개정상법 이후 비상장법인에게도 자사주매입을 허용하여 그 취득과 처분을 자유롭게 하도록 하고 있다. 우리나라의 상법 상 자기주식의 취득은 주식을 소각하거나, 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업 전부를 양수할 때, 회사의 권리를 실행하여 목적을 달성하기 위해 필요할 때, 단주(端株)를 처리하기 위하여 필요할 때, 그리고 주주가 주식매수청구권을 행사할 때에 한하여 취득할 수 있다(대한민국 상법 제341조 2항). 따라서 자기주식은 회사가 소유하고 있으나 의결권이 휴지되어 의결권을

---

1) 1997년 IMF 이후 적대적 인수합병은 전면 허용함에 따라 기업의 적절한 방어 대책으로 1998년부터 증권거래법을 개정하여 모든 상장사에게 자기자본에서 자본금과 법정준비금을 뺀 나머지 재원으로 자사주를 매입할수록 허용하고 있으며, 2012년 이후 비상장사에도 허용되었다.

행사할 수 없고 발행주식 총수에 산입되지 않는다(대한민국 상법 제371조 1항). 즉 자기주식은 모든 의안에 대하여 의결권을 행사할 수 없다.

이와 같은 개정된 절차와 규정으로 인해 기업들은 자기주식의 취득과 처분을 유용한 재무전략으로 활용하여 할 가능성이 있다. 자기주식의 취득과 처분은 기업의 필요에 따라 다양한 용도로 이루어지고 있다. 그 규모 역시 날로 커져가고 있고, 국내 연구도 2000년대 이후 활발하게 이루어지고 있으나 아직 충분한 연구가 진행되지 않고 있다. 특히 기업이 자사주를 취득할 때 선택하는 방식과 관련하여 자사주매입의 결정요인이 무엇이며 왜 사용하는 지에 대해 명확한 분석은 나오지 않고 있다. 하지만 경영자와 특수 관계자들의 거래를 확인할 수 있다면 경영자의 매입동기를 예측할 수 있을 것이다. 내부자 거래량은 우리나라에서만 공시하도록 규정하고 있는 특수한 재무자료이다. 그렇기 때문에 내부자의 거래량으로 경영자의 매입동기를 예상한 국외 선행연구는 없을뿐더러 우리나라 선행연구 역시 거의 없다. 따라서 본 연구에서는 자사주 매입 방식의 선택과 실제 내부자 매도율을 이용하여 다양한 측면에서 경영자의 자사주 매입동기를 알아보하고자한다. 2)

자사주 매입은 주로 주가안정과 임직원 상여 및 인센티브 제공 또는 자기자본 구조를 변경시키거나(Masulis, 1980), 적대적 인수합병 방어(Bagwell, 1991), 세금 감세효과(Ofer and Thakor, 1987) 등을 목적으로 자기주식 매입을 시행한다. 그러나 선행연구에서 주목하고 있는 대표적인 자기주식 취득동기가설은 정보신호가설 (Informational signaling hypothesis)과 경영자 기회주의가설(Managerial opportunism hypothesis)이다.

자기주식의 매입을 경영자의 신호라고 보는 가설은 경영자가 기업의 내제가치가 주가에 비해 저평가 되어있다고 판단할 때, 이를 시장에 신뢰성 있게 알리기 위하여 경영자가 자사주 매입을 공시한다고 보는 가설이다. 이렇게 주장하는 이유는 자사

---

2) 상법 제 341조(자기주식의 취득) : 회사는 거래소에 시세가 있는 주식의 경우 거래소에서 취득하는 방법과 주식상환에 관한 종류주식을 제외한 각 주주의 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 방법에 따라 자기의 명의로 계산으로 자기의 주식을 취득할 수 있다. 다만 그 취득가액의 총액은 직전 결산기의 대차대조표상의 순자산액에서 주식의 배당을 뺀 금액을 초과하지 못한다.

주 매입공시 이후 매입 목표로 한 자사주 매수량에 가까워질수록 주가반응은 커졌으며(Commet and Jarrell, 1991), 또한 장기주가수익률을 관찰하였을 때 역시 자사주 매입을 한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 양(+의) 값을 가졌다(Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen, 1995). Nohel and Tarhan(1998)은 자기주식의 매입을 공시한 이후 주식성과 뿐만 아니라 영업성과 역시 증가하였음을 증명하였다.

이와 반대되는 가설로는 경영자의 기회주의 가설이 있다(Fried, 2000,2001). 이 가설은 정보가 비대칭적인 상황에서 경영자는 시장 투자자들이 자기주식의 매입을 긍정적으로 인식한다는 점을 이용하여, 자신이 보유하고 있는 주식을 상승시키기 위하여 주식이 저평가되지 않았음에도 불구하고 시장에 저평가 되었다는 거짓진호(false signal)를 보내 자기주식을 취득한다는 이론이다(Fried, 2000, 2001; Chan et al. 2010; Gong et al. 2008). Chou and Lin(2004)은 자기주식을 취득 또는 처분하려는 기업은 그 시기를 회사가 임의로 정할 수 있으므로 기업에 유리한 조건으로 거래를 할 수 있어 재량적인 회계선택 등을 이용한 보고이익의 조정을 한다고 보아 거짓진호가설을 지지하였다. 국내기업을 대상으로 한 연구 역시 자기주식을 취득한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 재량적 발생액의 절댓값이 더 큰 값을 갖는 것을 발견하였으며(김윤태와 서정욱, 2005), 자기주식 취득 이후 대주주의 매도거래가 나타난 기업이 전체기업의 35%였으며, 대주주가 비매도한 기업이 매도한 기업에 비해 저평가된 정도가 더 큼을 발견하여 경영자의 기회주의 가설을 지지하였다(변진호와 표민교, 2006).

따라서 만약 자사주매입의 원인이 주식이 실제가치보다 저평가되었기 때문이라면, 정보우위자인 내부자들은 자사주 매입공시 이후 기업의 장기성과가 긍정적일 것을 기대하기 때문에 주식을 매도하려 하지 않을 것이다. 하지만 자사주 매입공시 이후 내부자들의 매도거래량이 증가한다면 이는 신호 제공 목적이 아닐 가능성이 크다. 본 논문에서는 자사주 매입방식에 따라 내부자 거래를 확인하여 경영자의 자사주 매입동기를 확인하기 위하고자 하였다.

자사주를 취득하는 방법은 크게 공개시장매수(open market repurchase)와 주식 공개매수(tender offer)로 구분할 수 있다. 공개시장매수는 가장 대중적인 자사주매

입 방법으로 장내에서 금융기관을 통하여 주식시장에서 자사주를 매입하는 방법이다. 주식공개매수를 통하여 자사주 매입을 하였을 때보다 공개시장매수로 자사주 매입을 하였을 때 더 싸고 쉽게 살 수 있다. 또한 주식공개매수에 비해 더 유연한 거래가 가능하다. 회사에서 공개시장매수를 통하여 자사주 매입을 하였다면 사전에 공시할 필요가 없으며 언제든지 시작과 보유, 재개, 종료가 가능하다. 또한 공개시장매수로 자사주매입 할 것을 공시하였을 때 매입하려는 주식의 수를 공시는 해야 하지만, 시장의 상황에 따라 유동적으로 선택할 수 있어 공시를 하였어도 자사주 취득이 필요하지 않다면 매입을 하지 않아도 된다. 즉, 공개시장매수로 자사주를 취득하였을 때 자사주매입에 대하여 어떠한 의무도 갖지 않는다.

반면 주식공개매수는 여러 가지 의무를 갖고 있다. 예를 들어 주식공개 매수를 통해 자사주 매입을 할 것이라고 공시한다면 한 달이라는 만료기간을 갖고 있다. 주식공개매수는 고정가격 공개매수와 더치옥션 공개매수의 2가지 방법을 통하여 이루어진다. 고정가격 공개매수(fixed price tender offer)의 경우 회사가 주식가격을 지정하여 매입하는 방식이다. 이를 통하여 자사주 매입을 하였을 시, 회사는 공시 이전 일반적인 시장가격보다 약 15-20% 높은 가격에 매입한다. 때문에 이는 공시 전후 비정상주가를 평균 8% 상승시키는 결과를 가져오게 된다. 더치옥션 공개매수(dutch auction tender offer)는 가격을 명시하지 않고 자사주를 매입을 공시하는 방식이다. 더치옥션은 높은 가격부터 낮은 가격으로 가격을 정하는 역경매를 하기 때문에 더치옥션 공개매수의 가격은 최저가격이 공시 이전 시장가격보다 약간 높고, 최고가격은 고정가격 공개매수와 유사하다. 또한 공시 전후 비정상주가를 역시 평균 8% 상승시키는 결과로 고정가격 공개매수와 유사한 결과를 가져온다(Fried, 2000). 즉 주식공개매수로 자사주를 취득하였을 때 여러 제약 속에서 더 많은 비용을 지불하고 취득이 가능하다.

그러나 현재 우리나라의 특성 상 개인투자자의 비율이 매우 높고, 일대일 주식거래가 현실적으로 불가능하여 장외에서 회사가 직접 매수하는 주식공개매수는 어려움이 많다보니 법적으로 금지하고 있다. 즉 기업은 오직 장내에서만 자사주를 취득하도록 허용하는 공개시장매수를 통하여 매입이 가능하다. 공개시장매수는 크게 2가지

방법으로 세분화 할 수 있다. 주식시장에서 자기주식을 직접 매입하는 방식과 투자기관을 통한 신탁계약(은행의 특정금전신탁, 투신사의 자사주펀드 등)을 맺어 간접적으로 매입하는 방식이 있다. 구체적으로 자기주식을 직접매입하기 위해서는 공시한 날로부터 3개월 이내에 목표한 수량을 전부 사들여야 하며 매수주문 수량과 횟수, 가격 등이 모두 정해져 있으며 만일, 목표수량을 달성하지 못하였을 경우 금융감독원으로부터 제재를 받게 된다. 반면 간접매입을 통한 자사주매입은 금융기관을 통하여 취득하기 때문에 보통 6개월에서 최대 2년까지 장기간에 걸쳐 자유롭게 매입이 가능하며 수량, 횟수, 가격 등 모두 시장 상황을 반영하여 선택적으로 매입이 가능하다. 즉, 간접매입은 직접매입보다 유동적으로 주식을 매입할 수 있다. 따라서 기업이 취득비용이 낮은 간접매입 방식이 있음에도 불구하고, 거래비용이 높은 직접매입방식을 통해 자사주 매입을 한다면 경영권안정, 주가안정 이외에 다른 목적이 있을 가능성이 크다고 예상하였다.

미국시장을 대상으로 자사주 매입방식에 따른 자사주 매입동기를 살펴본 Torabi(2015)의 연구에서는 시장 내에서 거래하는 공개시장매수보다 시장 밖에서 거래하는 주식공개매수를 통해 자사주를 취득할 때 내부자들의 이익이 증가하였음을 보고하였다. 저자는 기업이 더 많은 거래비용을 지불하고 자사주를 취득했다면 경영자는 다른 동기가 있을 것이라 보았다. 그리고 이를 증명하기 위해 자사주 매입공시 전후의 최대 390일 동안의 내부자거래량을 측정하였다. 이 중 주식공개매수를 한 표본의 수는 76개였고, 공개시장매수를 한 표본의 수는 930개로 주식공개매수 표본에 비해 10배 이상이 많았다. 그러나 자사주 매입 공시 전후 2달간의 내부자 매도량을 살펴본 결과, 공시이전에는 공개시장매수의 매도량이 훨씬 많았으나, 공시 이후 4주를 기점으로 주식공개매수의 순매도량이 훨씬 크게 증가하였다. 또한 공시 이후 60일 동안의 거래 추세를 본 결과 역시 주식공개매수의 경우 30일을 기점으로 내부자의 매도량이 크게 증가하였다. 저자는 이 결과를 경영자가 기회주의적 목적으로 자사주매입 공시하였다고 보았다. 즉 미국시장에서는 경영자가 높은 거래비용을 지불하는 주식공개매수를 통하여 자사주를 취득한 기업에서 외부주주의 부가 내부주주의 부로 이전하는 부의 이전현상이 나타났다.

주식공개매수는 공개시장매수보다 더 강압적이고 더 많은 거래비용을 필요로 한다는 점에서 우리나라에서 시행하고 있는 직접매입과 상당히 유사하다. 우리나라 시장을 대상으로 직접매입과 간접매입의 차이에 대한 경영자의 매입 동기를 보기 위한 선행연구에서는 자사주 선택과 내부자의 소유가 선급금 수익관리와 자사주 매입 이후 장기성과에 영향을 미치는지 살펴보았다. 연구결과 자사주 매입 공시 전과 공시 후의 비정상 장기성과 간의 음(-)의 관계를 가져 내부주주의 비율이 낮은 기업에서 직접매입을 통하여 자사주 매입을 선택할 때 기업의 기회주의적 행태가 증가하였음을 발견하였다. 또한 이 결과는 정보비대칭성이 높은 기업일수록 더 명확한 결과를 나타냈고 전반적으로 우리나라의 자사주 매입공시 이후 비정상적 주식성과는 부분적으로 경영자의 기회주의적 행동을 설명할 수 있다고 보고하였다(Kim et al. 2016).

Torabi(2015)가 거래비용이 높은 자사주 매입방식으로 자사주매입을 할 때 경영자가 기회주의적 목적으로 자사주 매입을 공시한다고 주장한 것과 같이 우리나라 역시 낮은 거래비용으로 자사주를 취득할 수 있음에도 높은 거래비용을 지불하며 자사주를 매입한 기업은 특별한 자사주매입 동기가 있을 것이라 예상하였다.

따라서 본 연구에서는 자사주 매입 동기를 알아보기 위하여 자사주매입 공시 전후 4분기의 내부자 거래량을 분석하여 자사주매입이 경영자가 보내는 신호인지 아니면 시장 투자자들이 신호라는 인식하다는 점을 악용한 경영자의 기회주의적 행태인지 알아보려고 하였다. 만약 자사주매입이 경영자가 보내는 신호라면, 내부자들은 기업의 장기성과가 좋을 것임을 예상하기 때문에 자사주 매입공시 이전 내부자의 매수량은 증가할 것이다. 또한 공시 된 이후에도 긍정적인 장기성과를 예상하므로 매도하려 하지 않을 것이다. 그러나 경영자가 기회주의적 목적으로 자사주 매입을 공시하였다면, 내부자는 공시이후 주가의 하락을 예상하므로 공시 이전 매수량은 변하지 않거나, 시세변동으로 차익을 얻으려는 내부자들이 있을 수 있으므로 매수량은 증가할 수 있다. 그러나 자사주 매입 이후 비정상적으로 높아진 주가가 실제가치로 돌아갈 것을 예상하기 때문에 내부자들은 자사주매입 직후 높은 가격에 매도하려 할 것이므로 매입 직후 매도량은 증가할 것이다. 특히 직접매입을 통한 자사주매입 공시 전후 기간의 내부자 비정상 순매수(순매도)거래는 자사주 매입 공시 직전(직후)분기에서



주로 발생할 것이다.

본 연구의 초점을 구체적으로 제시하면 다음과 같다. 첫째, 자사주매입 공시 이후 내부자 순매도 거래는 자사주를 직접 매입하는 기업과 간접 매입하는 기업 간의 차이가 있을 것이라 예상하였다. 이를 확인하기 위하여 직접매입과 간접매입을 하는 기업의 공시 전후 내부자 거래 발생가능성과 내부자 순매도율을 직접매입과 간접매입으로 나누어 비교분석하였다. 둘째, 직접매입과 간접매입 기업의 매입완료시점의 내부자거래량은 유의한 차이가 있을 것이라 예상하였고, 만일 경영자가 기회주의적 목적으로 자사주매입을 하였다면 매입이 완료되는 시점인 1분기 이후 내부자의 매도량은 유의하게 증가할 것이다. 이를 확인하기 위하여 직접 매입하는 기업과 간접 매입하는 기업의 세부 기간별 내부자 매도량을 측정하였다. 마지막으로 자사주 매입이 경영자가 보내는 신호인지를 아니면 자사주 매입 공시효과를 이용하여 경영자가 사적 이익을 얻을 목적으로 공시하는 것인지를 확인하기 위하여 직접매입 기업과 간접매입 기업의 공시 이전과 직후의 순매도 거래의 관계를 비교분석하였다.

실증분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 간접매입을 하는 기업보다 직접매입을 하는 기업에서 공시 이전과 이후의 내부자 순매도 거래비율에 유의한 음(-)의 관계를 나타냈다. 반면 간접매입은 이전과 이후 사이에 유의한 상관관계가 나타나지 않았다. 이 결과, 직접매입을 하는 기업의 내부자들은 공시 이전 매수하고 공시이후에는 매도하는 투기적 성향이 있는 것을 알 수 있다. 둘째, 간접매입을 하는 기업보다 직접매입을 하는 기업의 내부자 순매도는 자사주 매입이 완료되는 시점에 더 크게 증가하였다. 이는 직접매입을 하려는 기업은 3개월 이내에 목표한 수량을 모두 매수해야 하므로 수요공급원리에 의해 주식매도자들은 시세가격에 비해 더 높은 가격을 받고 매도하려 할 것이고 따라서 주가의 상승은 자사주매입이 완료되는 시점인 3개월까지 지속될 것이다. 연구결과, 자사주매입이 종료되는 시점인 1분기와 2분기에서 유의한 양의 값을 가져 종료시점에 내부자의 매도량이 증가하였고, 이는 경영자의 기회주의적 행위로 해석할 수 있다. 마지막으로 자사주를 간접매입 하는 기업보다 직접 매입 하는 기업에서 자사주 공시 전과 후의 내부자 순매도 거래 간에 음(-)의 관계가 나타났다. 분석결과 직접매입을 하는 기업의 공시 직후 1분기 2분기의 매도량은 공시

이전 매도량과 유의한 음(-)의 관계가 나타나 경영자가 직접매입을 이용하여 자사주매입을 하였을 때 공시이전 매수하고 공시이후 높은 가격에 매도하여 시세차익을 얻는다고 해석할 수 있다. 그러나 간접매입을 하였을 때에는 유의한 차이가 나타나지 않아 경영자의 투기성 성향을 발견하지 못하였다.

본 연구는 이익조정 의 대응치로 배당정책, 현금흐름, 주가관련성 등을 이용한 선행연구와 달리, 자사주 매입방식을 통하여 경영자의 자사주 매입동기를 설명하였다는 점에서 시사점을 갖는다. 또한 연구결과, 공시전후의 내부자 매도량이 음의 값을 나타내어, 자사주매입을 통하여 내부자들의 투기성향을 발견하였다는 점에서 자사주 매입방식이 경영자의 자사주 매입동기를 판단하는 유용한 수단이 될 수 있음을 보여주고 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 연구배경을 제시하고 선행연구를 검토하였다. 제3장에서는 가설을 설정하고 연구방법을 제시하였다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하였다. 마지막으로 제5장에서는 결과를 요약하고 본 연구가 갖는 시사점을 기술하였다.

## 제2장 연구 배경 및 선행연구

### 제1절 자사주 매입동기 및 선행연구

#### 1. 자사주 매입과 동기

자사주 매입은 회사가 이미 발행한 자기 회사의 주식을 주식시장에서 다시 되사는 것을 의미한다. 상법에서는 원칙적으로 자사주 취득을 금지하고 있으나 주식을 매입한 이후, 소각하거나, 회사의 합병 또는 주주들에게 매입 청구권이 있는 경우 등 일부 예외적인 경우<sup>3)</sup>에 한하여 자사주매입을 허용하고 있다. 그러나 특별법인 ‘자본시장과 금융투자업에 관한 법률’에서는 예외적으로 상장법인에 한하여 경영권안정과 주가안정을 목적으로 자사주 매입을 할 경우 허용하고 있다. 또한, 기업은 자사주 매입으로 사들인 주식을 상여금이나 포상으로 임직원에게 제공하는 경우를 제외하고는 6개월 동안 거래할 수 없다. 자사주를 매입하는 비용은 자기자금이어야 하며 자사주의 취득한도는 자본총계에서 자본금과 자본준비금, 이익준비금을 제외하고 남은 금액인 상법상 배당 가능한 이익으로만 매입이 가능하다.

자사주 매입은 주식의 유통 물량을 줄여주기 때문에 주가를 상승시킬 수 있는 요인이 있다. 또한 자사주 매입 이후 회사에서 매입한 주식을 소각할 경우 배당처럼 주주에게 이익을 환원하는 효과도 있을 수 있다. 그러나 한편에서는 투자활동을 통해 성장해야 하는 기업이 자기주식을 사서 현금흐름을 감소시키는 것은 성장할만한 어떠한 사업 분야를 찾지 못하고 있다고 해석할 수 있어 주가에 대한 영향이 단기적

---

3) 상법 제 341조 2항(특정목적에 의한 자기주식의 취득): 회사는 원칙적으로 자사주매입을 금지하고 있으나 다음의 경우 자기주식의 취득을 허용한다. ① 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 경우, ② 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우, ③ 단주의 처리를 위하여 필요한 경우, ④ 주주가 주식매수 청구권을 행사한 경우

이라는 시각도 있다. 또한 자사주 매입은 적대적 인수합병에 대비하여 경영권을 보호하는 수단으로 쓰이기도 한다. 자사주는 그 자체로는 의결권이 없기 때문에 우호 지분으로 사용할 수 없으나, 경영자는 우호적인 기업과 서로 주식을 교환하는 방식으로 우호 지분을 확보하여 경영권을 방어하기도 한다. 또한 임직원에게 상여할 목적으로 주식을 매입하여 지급하거나, 회사의 소유구조를 개편하기 위하여 자사주 매입을 하기도 한다. 즉 자사주매입은 기업의 여러 가지 재무전략으로 사용되고 있다.

## 2. 자사주 매입동기에 관한 선행연구

적대적 인수합병방어 가설(Takeover defense hypothesis)은 내부자가 보유한 주식의 수가 50% 미만이며 경영권 위협을 받는 경우, 유통되고 있는 주식의 수를 줄여 내부자 주식 보유비율을 증가시켜 인수합병의 위협을 방어하기 위해 자사주를 취득한다는 가설이다. Bagnoli et al.(1989)은 자사주 매입이 경영자에게 회사가치에 대한 내부정보를 제공함으로써 인수합병을 방어하는 모델을 개발하였다. 경영자는 자사주매입 비용이 크지 않을 경우 다른 기업이 자기 회사의 주식을 매입하는 것을 막기 위하여 자사주 매입을 한다고 보고하였다. 비용은 경영자의 가치와 반비례 관계이므로 자사주의 매입은 주식의 가치가 높다는 신호를 나타내어 인수합병을 막는다는 것이다. Bagwell (1991)은 주식의 공급공선이 상승기울기 일 때, 현금으로 배당을 지급하거나 아무것도 하지 않는 경우보다 기업이 자사주 매입을 통하여 현금배당을 할 경우 인수합병을 방어한다고 보고하였다. 자사주 매입을 하고자 하는 주주들은 주식의 가치를 저평가하기 때문에 자사주 매입은 저평가하지 않은 주주들의 분배를 더 비싼 가격으로 왜곡할 가능성이 있다고 보았다. 또한 저자는 자사주매입에 관한 매수자, 매도자의 행동을 관찰한 결과 자사주매입이 인수합병을 방해하는 조건이라 주장하였다. 특히 주주가 변경되거나 주주의 이질성이 커질 때 그리고 인수로 인한 주주들의 사적이익이 증가하지 않을 때 인수는 더 효과적으로 방어 할 수 있다고 보았다. 국내기업을 대상으로 한 연태훈(2005)의 연구에서는 우리나라는 대기업 집단에 속하는 기업들이 다수 존재하고 이러한 기업의 경우, 자사주 보유수준이 소유와 지배구조와 관련하여 밀접한 관계를 갖고 있어 적대적 인수합병가설이 일정부분 성립한다고 주장하였다. 즉, 지배구조 측면에서 기여도가 높은 기업이나 지배주주가 아닌 기타 내국인 주요주주의 지분이 높은 기업일수록 자사주로 보유하는 주식의 비중이 높았고 이를 자사주매입과 보유 목적이 기업집단에 대한 경영권방어라고 해석하였다.

여유현금흐름가설(Free cash flow hypothesis)은 기업의 여유현금흐름이 많은 경우, 경영자와 주주사이에 대리인 문제가 발생할 수 있기 때문에 이 문제를 해결하

기 위해 현재와 미래의 여유현금흐름을 자사주 매입에 사용하여 대리인 문제를 감소 시킴으로서 기업 가치를 높인다는 가설이다. Fenn and Liang(1998)은 배당금을 지불한 회사와 그렇지 않은 회사를 나누어 공개시장매수와 회계데이터를 횡단면 분석하여 기업들이 대리인비용을 줄이기 위해 공개시장매수를 통해 자사주 매입을 하였음을 증명하였다. 또한 자사주매입의 대응치로 여유현금흐름이 양(+)의 관계가 있으며 한계 재무비용에 대한 대응치로는 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. 연구결과, 여유현금흐름으로 배당금을 지불하는 기업들은 자사주 매입과 양(+)의 관계를 갖고 있었다. Grullon and Michaely (2004)는 자사주 매입이 중요한 지불금으로 사용될 뿐 아니라 기업의 배당을 위하여 사용한다고 주장하였다. 신생기업보다 대규모의 기존기업에서 잉여현금으로 자사주매입을 하여 배당을 지불할 경향이 높음을 발견하였다. 저자는 이를 기업이 점차 잉여현금으로 자사주를 매입하여 배당을 진행한다고 보고 있다. 국내기업을 대상으로 한 이익규와 주상룡(2005)의 연구 역시 기업의 지불수준 측정지표인 여유현금흐름변수들이 대부분의 기간에서 자사주 매입에 양(+)의 영향을 미쳤음을 발견하였고, 이 결과를 기업의 여유현금흐름의 증가는 자사주매입 결정에 강력한 영향력을 미친다고 주장하였다.

정보신호가설(Informational signaling hypothesis)은 경영자들은 주가수익률이 실제 내제가치보다 저평가되었다고 판단될 때 이를 극복하기 위해 자사주매입을 한다고 주장하는 가설이다. 정보신호가설, 잉여현금흐름, 최적부채비율가설 등으로 자사주매입은 공시 이후 시장에 긍정적으로 평가되어진다고 설명할 수 있다. Ikenberry, Lakonishok, Vermaelen(1995)은 1980년부터 1990년까지 자사주매입을 공시한 기업 1239개의 포본을 선정하여 공개시장매수 이후 기업의 장기성과를 조사하였는데 공시 이후 평균 4년 만기 배당수익률이 12.1%였는데, 저평가로 인해 자사주 매입을 한 기업의 배당수익률은 평균 45.3%였다. 또한 저평가될 가능성이 낮은 주식이 자사주매입을 공시하였을 때에는 비정상 수익률이 발견되지 않았다. 저자는 이러한 결과를 자사주 매입공시에 의한 경영자의 사적인 정보가 시장에서 지연되어 반영되었기 때문이라고 주장하였다.

Comment and Jarrell(1991)은 더치옥션 매입(dutch-auction tender offers)과 공개시장매수 그리고 고정가격매입(fixed-price tender offers)의 3가지 자사주 취득 방법으로 경영자의 자사주 매입동기를 추정하였다. 더치옥션과 공개시장매수는 고정가격매입에 비해 저평가 신호가 낮았다. 그러나 자사주매입 공시 이후 주가반응과 목표 매입비율이 양(+)-값을 가지고 있음을 제시하며 정보신호가설을 지지하였다.

국내기업을 대상으로 한 기현희(2012)의 연구에서는 자사주매입을 한 기업에서 공시직전 일정기간 동안 음(-)의 비정상수익률을 갖고 있으나 공시 이후부터는 일정기간 동안 양(+)-의 비정상 수익률을 보였음을 발견하였다. 또한 누적 비정상 수익률 역시 양(+)-의 값을 보여 일반적으로 투자자들은 자사주 취득 공시를 호재(good news)로 받아들였고, 처분 시에는 악재(bad news)로 받아들여 자사주 취득 및 처분의 공시가 정보효과를 갖는다고 주장하였다. 김선구(2011)는 자사주 공시 이후 누적초과수익률이 양(+)-의 영향을 미치는 것을 발견하였다. 즉, 저자는 자사주 취득이 저평가된 자사주를 안정시키는 수단으로 사용하고 있으며, 자사주 매입 공시는 자본시장에 긍정적인 영향을 주어 주가상승을 가져온다고 보고하여 정보신호가설을 지지하였다. 그러나 이익규와 주상룡(2005)의 연구에서는 정보비대칭의 지표인 기업규모변수는 대부분의 기간에 자사주매입을 결정하는 데 양(+)-의 영향을 미치는 것으로 나타난다고 보았으나, 잠재적 저평가 지표인 시장가치 대 장부가치 변수는 연도별 양(+)-과 음(-)-의 값이 혼재되어 일관성 있는 결과가 나타나지 않았음을 보고하였다. 따라서 저자는 자사주 매입이 저평가되었기 때문에 이를 시장에 알리기 위해 시행한다는 정보신호가설을 기각하였다.

경영자 기회주의 가설(Managerial opportunism hypothesis)은 정보가 비대칭적인 상황에서 경영자가 시장 투자자들이 자사주 매입을 긍정적으로 인식한다는 점을 이용하여 자신이 보유하고 있는 주식의 가격을 상승시켜 사적인 이익을 얻을 목적으로 거짓신호를 보낸다는 가설이다. Fried (2000,2001)는 정보가 비대칭적인 상황에서 경영자가 자신이 보유한 주식으로 시세차익을 얻을 목적으로 주식이 저평가되지 않았음에도 불구하고 시장에 주식이 저평가 되었다는 거짓신호를 보낼 가능성이 있다고 주장 하였다. 따라서 이러한 정보가 비대칭적인 상황에서는 내부주주

들이 일반주주의 부를 가져오는 부의 가치 이전현상이 나타날 것이라고 주장하였다. Gong(2008)은 자사주를 취득한 기업과 그렇지 않은 기업 사이의 비정상 발생액을 비교하여 이익조정 현상을 살펴보았다. 자사주를 취득한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 취득 전 비정상발생액이 높았고 이는 미래 영업성과 및 주식성과와 음(-)의 관계가 있었다. 저자는 이를 경영자가 자사주 매입공시 전 높은(낮은)가격에 주식 매도(매수)하기 위해 허위로 성과를 조작하고, 이후에 조작된 성과가 원래의 주식가격으로 돌아가기 때문에 미래 영업성과 및 주식성과와 음(-)의 관계가 나타난다고 보았다. Murali, Clifford, Michael(2000)은 기업은 각각 회사의 상황에 따라 배당이나 자사주매입을 선택하게 되는데 지속적인 영업현금흐름을 갖는 미래 영업성과가 높은 기업일수록 배당을 높이고, 일시적인 비 영업현금흐름을 갖는 미래 영업성과가 낮은 기업일수록 자사주를 매입한다고 보았다. 따라서 배당보다 자사주매입을 하는 기업일수록 불안정한 기업으로 인식하고 이익을 조정할 가능성이 크다고 주장하였다. Dittmar(2000)은 시간의 경과에 따라 기업의 자사주 취득동기가 변하였는지 살펴보았는데, 기업은 저평가된 주식을 이용하여 여러 기간에 걸쳐 회사의 초과자본을 분배하려고 할 것이며 특히, 목표보다 낮은 부채비율을 갖는 기업이 자사주 매입을 통해 부채비율을 조정할 동기를 갖는다고 보았다.

국내연구에서 박영규(2010)는 영업현금흐름을 기준으로 자사주 기업을 두 집단으로 구분하여 이익조정 동기를 찾고자하였다. 자사주 매입공시 전년도 영업현금흐름이 음(-)인 기업은 재량적 발생액을 높여 이익을 상향조정할 동기가 있으며, 자사주 매입공시 전년도 영업현금흐름이 양(+)인 기업은 재량적 발생액을 낮추어 이익을 하향조정할 동기를 갖는다고 보고하였다. 또한 영업현금흐름이 낮은 자사주 취득 기업의 매입공시 전년도의 이익상향조정 의도를 파악하기 위한 추가분석의 결과, 증가된 재량적 발생액이 기업규모와 성장성에 대응된 기업에 비해 영업성과와 영업현금흐름향상을 이끌어 내지 못했으며 단순히 영업성과를 증가시키기 위해 경영자가 재량적 발생액을 이용함을 발견하여 경영자가 기업의 상황에 따라 이익조정을 하고 있다고 주장하였다. 변진화와 표민규(2006)는 자사주매입이 발생한 기업의 35%가 대주주의 매도거래가 발생하여 경영자 기회주의 가설을 지지하였다. 또한 대주주



의 매도거래기업과 그렇지 않은 기업을 비교하였을 때, 대주주가 주식을 매도하지 않은 기업의 주식이 더 저평가 되었으며, 기관투자자의 비율이 더 높았다. 반대로 대주주가 주식을 매도한 기업은 자사주매입 공시 전 저평가정도가 낮았으며, 기업의 규모는 작았고 기관투자자 비율 역시 낮았으며 매입공시 이후 주가가 많이 상승하였다고 보고하였다. 이는 감시가 소홀한 기업에서 자사주매입을 이용하여 사적이익을 취했다는 것을 예상할 수 있다.

## 제2절 자사주 매입방식 및 선행연구

### 1. 자사주의 매입방식

자사주를 취득하는 방법은 크게 공개시장매수(open market repurchase)와 주식공개매수(tender offer)로 구분할 수 있다. 공개시장매수는 가장 대중적인 자사주매입 방법으로 장내에서 금융기관을 통하여 주식시장에서 자사주를 매입하는 방법이다. 주식공개매수를 통하여 자사주 매입을 하였을 때보다 공개시장매수로 자사주 매입을 하였을 때 더 싸고 쉽게 살 수 있다. 또한 주식공개매수에 비해 더 유연한 거래가 가능하다. 회사에서 공개시장매수를 통하여 자사주 매입을 하였다면 사전에 공시할 필요가 없으며 언제든지 시작과 보유, 재개, 종료가 가능하다. 또한 공개시장매수로 자사주매입 할 것을 공시하였을 때 매입하려는 주식의 수를 공시는 해야 하지만, 시장의 상황에 따라 유동적으로 선택할 수 있어 공시를 하였어도 자사주 취득이 필요하지 않다면 매입을 하지 않아도 된다. 즉, 공개시장매수로 자사주를 취득하였을 때 자사주매입에 대하여 어떠한 의무도 갖지 않는다.

반면 주식공개매수는 여러 가지 의무를 갖고 있다. 예를 들어 주식공개 매수를 통해 자사주 매입을 할 것이라고 공시한다면 한 달이라는 만료기간을 갖고 있다. 주식공개매수는 고정가격 공개매수와 더치옥션 공개매수의 2가지 방법을 통하여 이루어진다. 고정가격 공개매수(fixed price tender offer)의 경우 회사가 주가를 지정하여 매입하는 방식이다. 이를 통하여 자사주 매입을 하였을 시, 회사는 공시 이전 일반적인 시장가격보다 약 15-20% 높은 가격에 매입한다. 때문에 이는 공시 전후 비정상주가를 평균 8% 상승시키는 결과를 가져오게 된다. 더치옥션 공개매수(dutch auction tender offer)는 가격을 명시하지 않고 자사주를 매입을 공시하는 방식이다. 더치옥션은 높은 가격부터 낮은 가격으로 가격을 정하는 역경매를 하기 때문에 더치옥션 공개매수의 가격은 최저가격이 공시 이전 시장가격보다 약간 높고, 최고가격은 고정가격 공개매수와 유사하다. 또한 공시 전후 비정상주가를 역시 평균 8%

상승시키는 결과로 고정가격 공개매수와 유사한 결과를 가져온다(Fried, 2000). 즉 주식공개매수로 자사주를 취득하였을 때 여러 제약 속에서 더 많은 비용을 지불하고 취득이 가능하다.

그러나 우리나라의 경우 기관투자자<sup>4)</sup>의 비율이 낮고 개인투자자의 비율이 높아서 일대일 체결이 현실적으로 불가능하다. 따라서 공개매수를 통한 자사주 매입이 법적으로 금지되어 있어, 오직 공개시장매수를 통해서만 자사주 취득이 가능하며 공개시장매수에서도 2가지 방법을 통하여 자사주 매입이 가능하다. 주식시장에서 자기주식을 직접 매입하는 방식과 투자기관을 통한 신탁계약(은행의 특정금전신탁, 투신사의 자사주펀드 등)을 맺어 간접적으로 매입하는 방식이 있다. 구체적으로 자기주식을 직접매입하기 위해서는 공시한 날로부터 3개월 이내에 목표한 수량을 전부 사들여야 하며 매수주문 수량, 횟수, 가격 등이 모두 정해져 있으며 목표수량을 달성하지 못하였을 경우 금융 감독원으로부터 제재를 받게 된다. 반면 간접매입을 통한 자사주매입은 최소 6개월에서 최대 2년까지 선택하여 비교적 직접매입보다 자유롭게 주식을 선택적으로 매입할 수 있다. 각 매입방식 간의 유의한 차이가 있으므로 자사주의 매입 방식에 따른 경영자의 차별적인 매입동기가 있을 가능성이 높다.

---

4) 우리나라의 기관투자자는 은행을 비롯하여 증권회사, 보험회사, 종합금융회사, 투자신탁회사, 상호신용금고, 정부관리기금, 민간기금, 강종 공제회 등으로 구성되어 있다.(법인세법 시행령 제23조)

## 2. 자사주의 매입방식의 선택에 관한 선행연구

Comment and Jarrell(1991)은 1984년부터 1898년까지의 미국상장기업을 대상으로 미국기업이 공시한 3가지 유형의 자사주매입에 대해 실증분석 하였다. 더치옥션으로 자사주 매입을 한 72개의 표본이 포함된 165개의 주식공개매수와 공개시장매수를 통해 자사주 매입을 한 1197개 표본을 대상으로 분석하였다. 더치옥션 공개매수(dutch-auction tender offers)와 공개시장매수 그리고 고정가격매입(fixed-price tender offers)을 통해 자사주 매입동기를 분석하였다. 연구결과, 더치옥션과 공개시장매수는 고정가격매입에 비해 저평가 신호가 낮았다. 더치옥션 매입과 고정가격 매입은 주식공개매수를 통하여 자사주를 매입하는 방법으로 우리나라에서는 사용하지 않고 있다. 그러나 Comment and Jarrell의 연구를 통해 자사주 매입 방식에 따라 상이한 매입동기가 있다는 것을 예상할 수 있다. Gong, Louis, Sun(2008)은 자사주 매입을 하였을 때 영업성과가 좋아진 것이 자사주매입과 관련이 있다는 선행 연구를 기초로 경영자의 의도를 살펴보았다. 연구결과, 경영자가 공개시장매수를 통해 자사주 매입을 공시하였을 때, 공시 전후로 수익을 감소시킨다는 증거를 발견하였다. 그리고 크게 감소한 이익조정 증거는 공시 전후 실제로 자기주식을 매입한 기업에서만 발견되었다. 자사주 매입을 하였지만 실제로 주식을 매입하지 않는 기업의 경우 이익조정 현상을 발견하지 못하였다. 또한 이들은 실제 가지고 있는 자사주(발행주식수 대비 출자비율)에 따라 수익을 하향조정한다는 사실을 발견하여, 하향식 수익관리의 증거로 공개시장매수라는 추측을 강화시켰다. 또한 경영자의 지분보유량이 감소함에 따라 이익조정의 정도가 증가한다고 보고하였다. 이는 경영자의 보유지분이 높으면 자사주 매입 가격을 지키기 위한 경영자의 동기가 증가한다는 개념과 일치한다. 즉 경영자와 내부주주의 높은 자사주 매입 비율은 미래 경영성과를 하락시키며 저자는 이 원인을 공시 이전의 경영자의 의도적 이익 하향조정이라고 설명하였다. 또한, Vafeas(2003) 등은 미국기업의 더치옥션과 고정가격을 통하여 자사주 매입을 공시한 기업들의 공시 전 이익조정현상을 조사하였다. 주식공개매수를 한 기업들에서 산업 연도 별로 비슷한 그룹에 속하는 회사와 비교한 결과 공시이전 총 발

생액과 재량적 발생액은 주식공개매수를 하지 않은 기업에 비해 낮은 것을 발견하였다. 즉, 내부자가 공시이전 낮은 가격에 주식을 매입할 목적으로 이익을 하향조정한다고 주장하였으며, 이러한 증거는 자사주 매입이 수익관리를 통하여 외부주주를 부를 가져오기 위해 경영자를 채용한다는 개념과 일치할 수 있다고 하였다. Louis and White(2007)는 자사주 매입이 경영자가 신호목적이 아니더라도 양(+의 비정상 수익률이 나타난다고 보고하며 이는 경영자의 숨겨진 의도 때문이라고 주장하였다. 저자가 양(+의 비정상 수익률이 나타나는 이유를 신호가 아니라고 보는 이유는 자사주매입 공시이전 낮은 가격에 자사주를 매입하기 위하여 의도적으로 주가를 하락시킬 유인이 있다고 보았기 때문이다. 또한 이 연구에서는 고정가격 공개매수와 더치옥션 공개매수사이의 매입목적이 상이할 것이라고 보고하였다. 저자는 많은 경영자가 고정가격 공개매수를 통하여 자사주 매입을 하였을 때 신호를 보내는 경향이 높았고, 이는 회사의 유리한 재무보고를 알리기 위한 경영지표라고 주장하였다. 이와 대조적으로 더치옥션 공개매수를 하며 경영자가 회사의 주식을 보유한 기업의 경우 자사주 매입공시 이전 저평가신호를 보내는 것보다 주가를 하락시키는데 더 많은 초점을 둔다고 주장하였다. 또한 이러한 현상은 장기간 비정상수익률에 감소를 가져온다고 보고하였다. 따라서 주식공개매수를 통한 자사주 매입방식 역시 기업의 다른 동기가 존재할 것을 예상 할 수 있다. Torabi(2015)는 시장 내에서 거래하는 공개시장매수보다 시장 밖에서 거래하는 주식공개매수를 통해 자사주를 취득할 때 내부자들의 이익이 증가하였음을 보고하였다. 저자는 기업이 더 많은 거래비용을 지불하고 자사주를 취득했다면 경영자는 다른 동기가 있을 것이라 보았다. 그리고 이를 증명하기 위해 자사주 매입공시 전후의 최대 390일 동안의 내부자거래량을 측정하였다. 이 중 주식공개매수를 한 표본의 수는 76개였고, 공개시장매수를 한 표본의 수는 930개로 주식공개매수 표본에 비해 10배 이상이 많았다. 그러나 자사주 매입공시 전후 2달간의 내부자 매도량을 살펴본 결과, 공시이전에는 공개시장매수의 매도가 훨씬 많았으나, 공시 이후 4주를 기점으로 주식공개매수의 순매도량이 훨씬 크게 증가하였다. 또한 공시 이후 60일 동안의 거래추세를 본 결과 역시 주식공개매수의 경우 30일을 기점으로 내부자의 매도량이 크게 증가하였다. 저자는 이 결과를 경

영자가 기회주의적 목적으로 자사주매입 공시하였다고 보았다. 즉 미국시장에서는 높은 거래비용을 지불하는 주식공개매수를 통하여 자사주를 취득한 기업에서 외부 주주의 부가 내부주주의 부로 이전하는 부의 이전현상이 나타났다. 국내기업을 대상으로 한 김영환과 장성창(2008)은 직접매입과 간접매입의 제도적 특징을 구체화하여 이 두 방식의 선택결정 요인을 식별하여 취득방법과 취득비율의 결정과정에서 나타날 수 있는 기회주의적 행동가설을 실증적으로 분석하였다. 저자는 이를 위해 2000년부터 2006년까지의 자사주 매입을 공시한 기업 중 주가안정을 목적으로 공시한 기업을 대상으로 유가증권시장과 코스닥 시장의 표본을 구분하여 분석하였다. 주가안정을 목적으로 제시한 기업만을 사용한 이유는 간접취득의 경우 대부분의 목적을 주가안정이라 공시하고 있고, 직접취득의 경우 취득동기에 따라 주주의 부에 미치는 영향이 상이하므로 다른 목적을 취득 동기로 제시하였을 때 두 방식간의 명확한 비교가 어려울 것이라 예상하였기 때문이다. 연구결과, 기업들의 재무적 유연성이 높을수록 직접매입방식으로 자사주를 취득하였다. 즉, 유가증권시장에서 직접매입을 통해 자사주 매입을 한 경우 기업의 재무적 유연성이 클수록 기업의 현금흐름과 총자산수익률이 높았고, 부채비율과 성장률이 낮았다. 코스닥 시장도 이와 유사한 결과를 나타냈다. 저자는 이를 주가안정을 목적으로 한 경우 상대적으로 현금흐름이 양호하고 부채비율이 낮으며 수익성이 좋은 기업들이 내부적으로 현금흐름에 여유가 있기 때문에 조건이 까다로운 직접매입방식을 택하는 것이라고 해석하였다. 또한 간접매입의 크기가 직접매입에 비하여 더 큰 비율을 차지하고 있으나 직접취득의 경우 목표매입의 96%를 실제 매입하는데 반해, 간접취득의 경우 목표매입의 73%(유가증권 시장), 57%(코스닥 시장)만을 실제 취득하고 있다. 따라서 저자는 경영자들은 간접매입을 통하여 자사주를 취득하였을 때 기회주의적 목적으로 취득하고 있으며, 이러한 현상은 코스닥 시장이 유가증권시장보다 크다고 주장하였다. 위와 같은 선행연구를 바탕으로 자사주의 매입방식에 따라 자사주매입 동기가 상이하다는 것을 예상할 수 있다.

### 제3절 자사주 매입 전후의 내부자 거래와 선행연구

내부자 거래는 상장기업의 주요 내부주주나 임직원 등이 자신의 지위로 얻은 시장에 공개되지 않은 중요한 내부정보를 이용하여 자사주를 매매하는 등의 거래활동으로 부당하게 거래 이익을 취하는 것이다. 이러한 거래는 외부투자자가 직간접적인 피해를 얻기 때문에 사기행위에 해당하며 법적인 제재를 받고 있으나 암묵적으로 행해지는 경우가 다분하다. 때문에 규제당국은 내부자거래를 불공정거래로 구분하고 규제하고 있다. 따라서 기업은 내부자 거래일로부터 5일 내에 증권거래소와 증권선물위원회에 거래사실을 반드시 보고하여 3년간 공시하고 보관해야한다.

Chan and Li(2013)는 1991년부터 2006년까지의 표본을 통해 내부자거래를 이용하여 내부자의 매수와 매도에 대한 시장의 반응이 가격과 거래량 측면에서 다르다는 것을 증명하며 정보비대칭 효과에 대해 체계적으로 설명하였다. 내부자의 매도와 매수 모두 회사의 미래경영성과에 유의미한 영향을 미쳤지만 그 중 매도와 관련된 신호는 매수보다 훨씬 강하다고 주장하였다. 내부자 매도의 경우 순수한 동기를 갖는 반면, 내부자 매수는 다양한 포트폴리오나, 청산, 자발적 선택 등 다른 이유가 있을 수 있기 때문이다. 따라서 저자는 내부자의 자사주 매수는 해당기업의 미래성과를 긍정적인 정보로 활용되어 시장에 전달되는 반면, 내부자의 매도거래는 시장에 정보를 제공할 목적이 아닌 거래자 개인의 유동성 확보를 위해 이루어진다고 보고하였다. 즉 내부자 매도는 매수보다 강력한 신호이며 내부자 매도는 정보비대칭을 완화할 수 있다고 주장하였다. Raad and Wu(1995)는 공개시장매수를 통한 자사주 매입 공시 전후의 주가수익률과 내부자 거래활동, 자사주 취득이 허용된 발행 보통주식주의 비율을 실증 분석하였다. 이 결과 내부자의 거래와 주가수익률간의 관계는 공시직전 달의 내부자 거래 활동에 중요한 영향을 끼치는 것을 발견하였다. 내부자가 순매도를 활동하는 기업은 회사의 내부주주들이 양(+의 초과수익을 얻는 반면, 내부자가 순매수 활동을 하는 기업의 경우, 기업이 더 큰 초과수익을 얻는다고 보고하였다. 또한 경영진의 주식소유권이 주식 수익률에 양(+의 영향을 끼친다고 보고하며 이러한 현상은 자사주 매입 조건이 부여된 보통주의 비율이 높을수록 더 빈번하게 일어난다고

보았다. Ke et al.(2003)은 내부자거래가 미래의 수익과 일치하는지를 분석하였는데 이를 위해 내부자의 연속적인 소득 증가 기간을 파악하여 미래 기업의 수익과도 일치하는지 분석하였다. 연구결과 내부자는 미래의 이익을 미리 예측하여 매도거래를 수행하였음을 보고하였다. Jaffe(1974)는 1962년부터 1968년까지의 대기업 200개를 무작위 추출하여 기업 내부자의 활동을 조사하여 내부정보를 예측하려 하였다. 저자는 내부정보를 이용한 거래가 광범위하다는 결론을 가지고 내부자가 실제 보안규정을 위반하며 거래를 하고 있다고 주장하였다. 최순재 등(1998)은 재무위원회와 투자위원회 내 사내이사 비율과 기업성과 간의 관계를 살펴보았다. 연구결과 유의한 양(+)의 값이 발견되어 저자는 이를 사내이사가 기업의 장기적 투자결정 및 전략적 결정에 있어 내부 전문성을 갖춘 의사결정으로 기업가치에 긍정적이 영향을 미친다고 보았다. 이정엽 등(2013)은 내부자거래 공시일 전후에 유의한 시장반응이 있었으며, 내부자의 매수거래는 차별적인 주가반응을 유도하고, 내부자의 매도거래는 차별적인 거래량반응을 유도한다고 보고하였다. 이를 통해 투자자가 자사주 매입을 평가할 때 내부자거래를 고려하여 거래하는 것을 예상 할 수 있다. 김태규(2016)는 자사주매입 공시 전 내부자는 저평가된 주식을 매수하고 고평가된 주식을 매도하는 경향을 보였다고 보고하였다. 또한 장단기 주가반응은 전반적으로 정보신호가설을 지지하지만 매도량이 많은 기업일수록 거짓신호로 자사주를 공시했다고 보았다. Kim et al. (2016)의 연구는 자사주 매입 이전 기회주의적인 수익관리와 자사주 매입 이후 장기성과가 내부자소유와 관련 있는지 검토하였다. 저자는 기업이 간접매입보다 직접매입을 통해 자사주 매입을 하였을 때 자사주 매입이후 비정상장기성과가 음(-)의 상관관계가 나타난다는 것을 발견하였다. 특히 관리자와 그 계열사의 소유 비율이 50%미만일 때 자사주 발생액과 직접매입에 따른 장기성과는 더 큰 음(-)의 값을 가졌으며 이러한 현상은 정보비대칭이 큰 회사에서 더 두드러진다고 주장하였다.



## 제4절 선행연구와의 차별성

본 연구는 다음과 같은 선행연구와의 차별성을 갖는다.

첫째, 기존 선행연구들은 이익조정, 대용치로 배당정책, 현금흐름, 주가 관련성 등을 설정하여 자사주 매입동기를 설명한데 반해, 본 연구는 자사주매입 방식을 통하여 자사주 매입 동기를 내부자 거래량으로 설명하였다는 점에서 큰 차이점을 갖는다. 재무제표에서 추출한 데이터 외에 자사주 매입방식의 선택은 경영자가 자사주를 매입하는 동기를 가장 잘 설명할 수 있는 변수가 될 수 있다는 시사점을 갖는다.

둘째, 기존 선행연구에서는 주로 자사주 매입 전 재량적 발생액의 추세를 분석하였으나, 본 연구에서는 자사주매입 공시 전후의 내부자 거래량을 분석하여 비정상적 내부자거래를 확인하였다. 내부자거래량은 우리나라에서만 공시하는 독특한 데이터이기 때문에 기존의 선행연구와 차별성을 가질 수 있다.

## 제3장 가설설정과 연구방법

### 제1절 연구가설의 설정

우리나라에서는 자사주 매입을 오직 주식시장(open market repurchase)을 통하여 매매하도록 규정하고 있다. 세부적으로 회사의 이름으로 주식시장에서 단기간에 의무매입 해야 하는 직접매입방식과 금융기관과 자기주식 신탁계약(은행의 특정금전신탁, 투신사의 자사주펀드)을 맺어 매입하는 간접매입방식이 있다. 간접매입방식은 보다 자유롭게 장기간에 걸쳐 원하는 수량만을 매입할 수 있는 반면, 직접매입방식은 공시한 날로부터 3개월 이내에 공시한 목표수량을 반드시 사들여야 하며 매수주문, 수량, 가격 및 횟수 등이 정해져 있다. 직접매입은 3개월 이내에 정해진 수량을 모두 매수해야하므로 주식 매수 수요가 단기간에 급증하게 되고, 그 결과 기존 매도자들은 더 높은 가격으로 주식을 매도하려 할 것이다. 그러므로 직접 매입하는 회사는 간접매입방식을 선택하여 자사주 매입을 했을 때보다 더 높은 가격에 주식을 매수해야 할 것이다. 때문에 시장의 투자자들은 기업이 직접매입방식을 통하여 자사주매입을 공시하였을 때, 높은 거래비용을 지불하면서까지 자사주를 반드시 매입해야만 하는 특별한 이유가 있을 것이라 생각하고, 이 이유를 경영자의 신호라고 인식하는 성향이 있다.(Dann,1981; Comment and Jarrell, 1989; 김선구,2010; 기현희, 2012 등). 이 성향을 발전시켜 Chan, Ikenberry, Lee and Wang(2010)은 시장에서 자사주 매입을 긍정적으로 인식한다는 점을 이용하여 경영자가 주식이 저평가되어 있다고 시장에 거짓으로 신호를 보낼 가능성이 있다고 보고하였다. 이들은 경영자의 거짓신호를 포착하기 위하여 이익 상향이 심한 집단과 그렇지 않은 집단으로 자사주 취득기업을 구분하여 기업의 특성을 분석하였다.

본 연구는 한국시장에서 자사주를 주식시장에서 매입하는 경우에 경영자 및 특수관계자가 자사주 매입을 통해 신호를 제공하는 과정에서 정말 시장에 주식이 저평가되었다는 신호를 보내는 것인지 아니면 정보비대칭성을 이용하여 기회주의적인 내부

자거래를 실시하고 있는지를 검증하는데 초점을 맞추고 있다. 이를 위해 자사주 공시 전후의 내부자 거래량을 이용하여 이를 검증하였다. 실증분석을 위해 본 논문에서는 거래비용이 낮은 간접매입과 거래비용이 높은 직접매입을 방식 간에는 차이가 있어 이를 선택하는 경영자에게는 차별적인 매입 동기가 있을 것이라 예상하고 다음과 같은 첫 번째 가설을 설정하였다.

**가설 1. 자사주 매입 공시 이후 기간에 내부자 순매도 거래는 자사주를 직접 매입하는 기업과 간접 매입하는 기업 간 차이가 있을 것이다.**

대리인 이론(agency theory)은 기업과 관련된 이해관계자들의 문제는 기업 내 계약 관계에 의해 이루어진다는 이론으로 주로 경영자와 주주사이의 정보비대칭에 의해 설명된다. 경영자는 주주로부터 그들의 권리를 위임받아 주주의 부를 극대화하기 위해 고용된 대리인이나, 정보가 비대칭적인 점을 이용하여 개인의 사적이익을 극대화하려 할 가능성이 있다. 본 논문에서는 경영자가 자사주 매입이라는 공시효과를 통하여 사적이익을 취하는 지 아니면 내부자가 이러한 정보비대칭성을 이용하여 사적이익을 취할 것이지를 알아보고자 하였다.

간접매입을 통한 자사주 매입의 경우 증권거래소를 통하여 6개월에서 2년에 걸쳐 자유롭게 매도가 가능하다. 때문에 자사주매입을 통해 사적이익을 얻으려는 경영자의 경우, 장기간에 걸친 자유로운 거래이므로 이를 통하여 이익을 얻기는 어려울 것이다. 반면 직접매입을 통한 자사주 매입은 3개월 이내에 증권거래소에 신고한 만큼의 수량을 의무 매입해야하므로 단기간에 매도와 매수가 가능하므로 거래를 통한 이익을 얻기가 비교적 쉽다. 또한 주식의 수요가 갑자기 많이 증가하기 때문에 주식의 시장가격이 높게 형성된다. 따라서 만약 자사주의 매입공시 과정에서 경영자 및 특수 관계자가 사적이익을 취할 동기가 포함되어 있다면, 내부자들은 자사주매입 거래가 완료되는 시점부터 보유한 주식을 매도하려할 것이다. 직접매입의 경우 3개월 이내에 매입이 완료되는 시점에서 주식가격이 가장 높게 형성될 수 있고, 더불어 자사주 매입과정에서 내부자의 순매도거래가 발생한다면 자사주를 통한 경영자의 신

호를 시장에서 부정적으로 평가할 수 있기 때문에 사적이익을 추구하는 내부자들의 매도시점은 자사주 매입과정이 완료된 이후 일 것이다. 그러나 만일 경영자가 신호를 제공하기 위하여 자사주매입을 공시하였다면 공시이후 내부자는 자신이 보유하고 있는 주식을 매도하지 않으려 할 것이다. 이러한 이유로 본 연구에서는 직접매입의 경우 경영자는 특별한 목적에 의해 자사주 매입을 할 것이라 예상하였고, 이 효과는 자사주 매입 과정이 모두 완료 직후 분기에 유의한 차이가 있을 것으로 예측하였고, 이를 검증하기 위해 다음과 같은 두 번째 가설을 설정한다.

**가설 2. 자사주를 직접 매입하는 기업은 자사주 매입이 완료된 시점의 내부자의 순매도 거래는 더 크게 증가할 것이다.**

추가적으로 본 연구에서는 만일 자사주를 직접 매입하는 기업이 정보비대칭성을 이용하여 자사주 매입공시 이전에 낮은 가격에 주식을 매수하고, 자사주 매입과정이 종료된 이후에 높은 가격에 주식을 매도함으로써 비정상적 이득을 취하려는 경향을 갖는지를 분석한다.

기업의 주가가 저평가되어 있다고 판단하는 경영자가 많은 정보공시원가가 발생하는 직접매입 방식으로 자사주 매입공시를 실시하면 시장참여자들은 공시 동기를 신호로 인식하거나 또는 단기적인 유동성의 증가로 주가가 상승할 수 있다. 따라서 내부정보를 미리 알고 있는 내부자들은 직접매입과정에서 주식거래를 통한 비정상적 이득을 얻기 위해 자사주 매입공시 이전에 저평가된 낮은 가격으로 주식을 순매수하는 경향이 증가할 수 있고, 자사주 매입과정이 종료된 이후에 높은 시장의 기대치가 형성된 시점에서 보유주식을 매도하여 시세차익을 얻고자 하는 기회주의적 행태가 증가할 수 있다. 반면에 자사주 간접매입기업은 낮은 정보공시원가를 소비하고 자사주매입을 실시하기 때문에 시장에서 자사주 매입을 신호로 인식하는 경향이 낮을 수 있다. 따라서 내부자들이 자사주 매입공시를 이용하여 비정상적 이득을 취하기가 상대적으로 어려울 수 있다.

이러한 이유로 본 연구에서는 직접매입의 경우 경영자는 어떤 의도를 갖고 자사주 매

입을 할 것이고, 이 목적이 사적이익을 위한 것이라며 자사주 매입이 완료된 이후 분기의 내부자 순매도 거래비율은 감소하고 자사주 매입공시 이전의 순매도 거래비율은 증가할 것으로 예측하고 있다. 특히 정보비대칭을 이용하여 기회주의적 행태를 취하는 내부자들은 자사주 매입공시를 이용하려 하기 때문에 공시 직전 기간에 순매도 거래비율이 감소(즉, 순매수 거래가 증가)할 수 있다. 따라서 자사주 매입이 완료된 이후 분기의 내부자 순매도 거래비율은 증가하고 자사주 매입 공시 직전 기간에 순매도 거래비율은 감소하여 더 큰 음의 관련성을 보일 것으로 예측하고 있다. 이를 검증하기 위해 본 연구에서는 다음과 같은 세 번째 가설을 설정한다.

**가설3.** 자사주를 직접 매입하는 기업의 경우, 자사주 매입 공시 과정이 완료되는 시점의 내부자 순매도 거래비율은 자사주 매입 공시 직전시점의 내부자 순매도 거래비율과 통계적으로 유의한 음의 관계를 나타낼 것이다.

## 제2절 변수 정의 및 연구모형

### 1. 변수 정의

#### 가. 내부자 매도거래(Net sales(t))

자사주 매입공시는 경영자의 신호목적으로 제공될 수도 있고, 반대로 경영자의 기회주의적 목적에 의한 거짓신호일 수도 있다. 정보가 비대칭적인 상황 하에서 시장 투자자들에게 자사주 매입공시는 불확실한 정보로 인식되며, 정보위험을 수반하게 된다. 본 연구의 목적은 자사주 매입방식에 따라 자사주매입의 동기가 다를 것이라 예상하고, 이를 자사주매입공시 전후의 내부자거래량으로 확인하고자한다. 자사주매입 거래의 단기적 관점에 초점을 둔 Comment and Jarrell(1991)과 달리, 본 논문에서는 내부자 매도량의 장단기적 변화에 모두 초점을 두어 조사하였다. 자사주매입 이후 단기간의 가격변화는 투자자들의 회사경영에 대한 새로운 기대치로 인한 증가뿐 아니라 주식의 수요공급의 변화로 인한 가격변화 일수 있다. 이러한 문제를 보완하기 위해 본 연구는 자사주 매입공시 이전 8분기와 이후 8분기를 대상으로 기존 선행연구보다 장기간을 적용하여 연구를 진행한다. 본 연구에서는 내부자매도량을 자사주 매입 공시 전과 후로 나누어 비교한다. 이 논문에서는 정보가 비대칭적인 상황에서 내부자는 신호제공 목적이라고 시장참여자들이 인식하고 있을 때 내부정보를 이용한 기회주의적 주식거래 행태가 증가할 것이라고 예상하고 있다. 이를 확인하기 위하여 자사주 공시 전후 8분기의 내부자 거래량을 비교하여 시계열적 방법으로 각 기업별 내부자 매도량과 매도비율을 각각 측정하여 자사주 매입방법에 따라 차이가 있는지를 확인하였다. 내부자 거래량은 전기의 총 보유주식수에서 당기 총 보유주식수를 차감하여 구하고자하는 분기별의 내부자 거래량을 구하였다.

$$\text{분기별내부자의순매도거래비율} = \frac{\text{분기 말 내부자보유주식수}_{t-1}}{\text{분기 말 발행 주식수}_{t-1}} - \frac{\text{분기 말 내부자보유주식수}_t}{\text{분기 말 발행주식수}_t}$$

본 논문에서 내부자 거래는 다음과 같은 두 가지 방식으로 측정하였다. 첫 번째는 자사주 매입공시 주변일 분기에 내부자 순매수와 순매도 거래의 발생여부의 빈도수에 차이를 조사하기 위해, 자사주매입 공시 이전 순매수와 공시 이후 순매도 발생에 대한 더미변수를 생성하고 직접매입과 간접매입 집단 간에 빈도수에 차이가 있는지를 검증하였다. Prior\_Net Buy\_D는 자사주 매입 공시 이전 기간 동안에 누적 내부자 순거래량이 순매수에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수이다. Following\_Net Sales\_D는 자사주 매입 공시 이후 기간 동안에 누적 내부자 순거래량이 순매도에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수이다. 내부자 거래량의 분포는 정규분포를 형성하지 않기 때문에 본 연구의 표본을 대상으로 범주형 자료로 수정하여 회귀분석에 사용하였다. Prior\_Net Buy\_D와 Following\_Net Sales\_D는 각각 자사주 매입 공시 전후 8분기와 4분기로 구분하여 측정하였다.

두 번째 측정치는 자사주 매입 공시 주변 분기의 내부자 거래량을 발행주식수로 표준화한 측정치이다. 내부자 거래량을 사용할 경우 자료가 정규분포를 형성하지 않을 뿐만 아니라 기업의 주식발행규모에 따라 영향을 받을 수 있기 때문에 이를 표준화하기 위해 내부자 순매도거래비율을 분기별(Net Sales Ratio  $Q_t$ )로 측정하였다. 자사주 매입공시 주변의 각 분기별 내부자의 순매도거래비율은  $t-1$  분기 말 내부자(최대주주 및 특수 관계자)의 보유주식수를 발행주식수로 발행주식수로 나눈 비율에서  $t$ 분기 말 내부자 보유주식수를 발행주식수로 나눈 비율을 차감하여 구하였다. 만일  $t$ 분기의 Net Sales Ratio의 값이 양의 값이면 내부자의 순매도, 음의 값이면 내부자의 순매수를 의미한다. 본 연구에서는  $t1$ 분기부터  $t2$ 분기까지의 Net Sales Ratio의 누적 값을 구해 분석에 사용하였다.

## 나. 비정상수익률(Abnormal Return 24M)

비정상수익률은 자사주 매입공시 이후 24개월에 대한 보유초과수익률을 의미하는데 본 연구에서 자사주 매입 공시이후의 장기성과는 경영자의 자사주 매입동기를 확인할 수 있는 사후적 측정치이다. 정보가 비대칭적인 상황에서 경영자가 자사주 매입을 공시할 때, 만일 경영자가 주식의 저평가로 인한 신호제공목적으로 자사주 매입을 공시한다면 미래 장기성과는 양의 값을 가질 것이다. 그러나 만일 경영자가 사적이익을 취할 목적으로 자사주 매입을 공시하였다면 미래 장기성과는 음의 값을 가질 가능성이 크다. 따라서 본 연구에서는 이러한 비정상수익률이 자사주매입방식과 유의한 관계가 있을 것으로 예상하고 통제변수로 사용하였다. 그리고 이를 측정하기 위하여 Kothari(2005)의 성과대응 재량적 발생액을 추출하는 방법을 참고하여 개별기업의 누적수익률에서 규모와 성장성으로 조정된 포트폴리오의 누적 수익률을 차감하여 산출하였다. 이 포트폴리오는 규모에 따라 5개의 집단으로 나누고 성장성에 따라 3개의 집단으로 나누어 총 15개의 집단으로 구성하여 개별기업의 보유기간수익률에서 그 기업이 속한 포트폴리오의 보유기간수익률을 차감하여 초과수익률을 측정함으로써 장기수익률측정에서 발생하는 규모효과와 성장성효과를 통제하였다.

## 다. 취득방식에 대한 더미(Dummy)변수(Method\_D)

본 연구에서는 자사주매입방식에 따른 차별적인 내부자 거래를 확인하기 위하여 독립변수로 더미변수를 사용한 로지스틱 회귀식을 선택하였다. 직접매입방식은 선택한 기업이면 1, 간접매입을 선택한 기업이면 0을 부여하여 자사주매입방식을 구분하였다.



## 라. 통제 변수

본 연구에서는 자사주 매입에 영향을 미칠 수 있는 요인들을 통제변수로 선정하였다. 일반적으로 기업의 규모가 작은 중소기업은 대기업에 비해 시장의 관심을 적게 받기 때문에 대기업의 경영자보다 중소기업의 경영자가 사적 이익을 위한 의사결정을 할 것이라 판단하여 공시연도 기초의 지분의 시장가치에 대해 로그 값(SIZE)을 주어 통제하였다. 이와 유사한 이유로 지분의 장부가 대비 시장가치 비율(BM)과 총자산수익률(ROA)을 통제하였다.

또한 자사주매입에 관한 최적부채가설에 의하면 기업은 목표한 부채비율보다 낮은 부채비율을 갖고 있으면 자사주를 매입함으로써 부채비율을 높이고자 할 수 있다 (Bagwell and Shoven, 1989). 따라서 부채비율이 낮은 기업 일수록 그렇지 않은 기업에 비해 자사주를 더 많이 매입할 가능성이 있어 이를 통제하기 위해 기업의 부채비율(LEV)을 사용하였다.

여유현금흐름가설에 의하면 여유현금이 많을수록 대리인 비용이 증가하게 되고, 때문에 기업은 대리인 비용을 감소하기 위해 자사주를 매입한다. 즉 여유현금이 많을수록 대리인 비용이 증가하므로 이를 감소시키기 위하여 자사주 매입을 할 것이라 예상하고 현금비율(CASH)를 통제하였다.

## 2. 연구 모형

본 연구에서는 자사주 매입방식에 따라 경영자의 차별적인 매입 동기가 있을 것이라 예상하고 이를 위해 실증분석을 실시하였다. <모형1>은 자사주 매입 이후의 내부자 매도량이 자사주 매입방식에 영향을 끼치는지 알아보기 위한 회귀식이다. *Prior Net Buy\_D*는 자사주 매입공시 전 일정기간동안의 내부자거래량을 합계한 값이 순매수에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수이다. *Following Net Sales\_D*는 자사주 매입공시 이후 일정기간동안의 내부자거래량을 합계한 값이 순매도에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수이다. 본 연구는 <모형 1>을 이분형 로지스틱 회귀식과 일반선형회귀분석으로 각각 분석한다. 본 연구에서 자사주매입 더미변수를 종속변수로 사용한 이유는 자사주 매입공시 전후의 내부자 거래행태를 시계열적으로 비교하기 위함이다. 만일 직접매입방식에서 자사주 매입공시 이전 순매수하고 자사주매입 공시 이후에 순매도하는 기회주의적 행태가 간접매입방식보다 더 크다면, <모형 1>에서  $\beta_1$ 과  $\beta_2$ 는 모두 통계적으로 유의한 양의 회귀계수 값을 보일 것이다. 본 연구의 주요 초점은 자사주 매입 이후 직접매입방식에서 더 큰 내부자 순매도가 발생하는지를 확인하는 것이므로  $\beta_2$ 의 회귀계수 값에 초점을 맞추고 있다.

### <모형 1>

$$\begin{aligned} Method\_D = & \beta_0 + \beta_1 Prior\_Net\ Buy\_D + \beta_2 Following\ Net\ sales\_D \\ & + \beta_3 Abnormal\ Return + \beta_4 SIZE + \beta_5 BM + \beta_6 CASH \\ & + \beta_7 ROA + \beta_8 Size\ of\ Repurchase + \beta_9 Market\_D + \beta_{10} \sum YEAR\_D + \epsilon \end{aligned}$$

<모형2>은 내부자 매도량을 기간별로 세분화하여 자사주매입방식 선택과의 관계를 살펴본 로지스틱 및 일반선형 회귀식이다. *Net Sales Ratio (t1, t2)*는 t1분기부터 t2분기까지 내부자거래비율을 합계한 값이다. 본 연구에서는 자사주매입 공시일을 기준으로 공시 전 8분기부터 5분기, 공시 전 4분기와 3분기, 공시 직전 분기(2분기와 1분기)로 매입 전 분기를 나누었고, 공시 직후 1분기와 2분기. 그리고

3분기와 4분기, 마지막으로 5분기부터 8분기까지 내부자 거래비율의 합계로 각 기간 별 내부자 매도비율을 구하였다. 가설 2는 자사주를 직접매입 하는 기업은 자사주 매입 완료시점에 내부자 순매도 거래가 더 크게 증가 될 것이라는 가설이다. 만약  $\beta_5$ 가 통계적으로 유의하고 다른 분기보다 더 큰 양(+의 회귀계수 값을 보인다면 가설2는 지지될 것이다.

<모형 2>

$$\begin{aligned}
 Method\_D = & \beta_0 + \beta_1 Net\ sales(Q_{-8}, Q_{-5}) + \beta_2 Net\ sales(Q_{-4}, Q_{-3}) \\
 & + \beta_3 Net\ sales(Q_{-2}, Q_{-1}) + \beta_4 Net\ sales(Q_0) + \beta_5 Net\ sales(Q_1, Q_2) \\
 & + \beta_6 Net\ sales(Q_3, Q_4) + \beta_7 Net\ sales(Q_5, Q_8) + \beta_8 Abnormal\ Return \\
 & + \beta_9 SIZE + \beta_{10} BM + \beta_{11} CASH + \beta_{12} ROA + \beta_{13} Size\ of\ Repurchase \\
 & + \beta_{14} Market\_D + \beta_{15} YEAR\_D + \epsilon
 \end{aligned}$$

<모형3은> 내부자들이 자사주매입 공시에 대한 내부정보를 이용하여 기회주의적 주식거래를 실시하고 있는지를 살펴보기 위한 회귀식이다. 본 연구에서는 자사주 직접매입방식은 높은 공시원가가 발생하기 때문에 경영자가 거짓신호로 이용하기 어려울 것으로 가정하고 있다. 따라서 자사주 직접매입이 신호로 시장참여자에게 인식 된다면 내부자들이 이를 악용하여 자신의 사적효익을 추구하기 위한 기회주의적 매매행태를 보일 수도 있다. 따라서 본 연구에서는 자사주매입공시 직전 기간에 내부자 순매도거래비율과 자사주매입공시 직후 기간의 내부자 순매도거래비율 간에 음의 관계가 존재한다면, 내부자가 낮은 금액에 주식을 매수한 후 직접 매입 후 높아진 주식가격에 매도하는 행태를 보인다는 증거를 제공할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 따라서 본 연구에서는  $\beta_3$ 의 값이 다른 기간의 회귀계수보다 큰 음의 회귀계수를 보일 것으로 예측하고 있다.

<모형 3>

$$\begin{aligned}
 Net\ Sales(Q_1, Q_2) = & \beta_0 + \beta_1 Net\ sales(Q_{-8}, Q_{-5}) + \beta_2 Net\ sales(Q_{-4}, Q_{-3}) \\
 & + \beta_3 Net\ sales(Q_{-2}, Q_{-1}) + \beta_5 Net\ sales(Q_0) + \beta_6 SIZE \\
 & + \beta_7 BM + \beta_8 CASH + \beta_9 ROA + \beta_{10} Size\ of\ Repurchase \\
 & + \beta_7 Market\_D + \sum YEAR\_D + \epsilon
 \end{aligned}$$

본 연구의 분석에서 사용한 변수들에 대한 설명은 다음과 같은 표로 제시한다.

변수 설명

<i>Net Sales Ratio (t1, t2)</i>	=	자사주 매입 공시 8분기 전과 8분기 후 기간 동안에 각 분기별로 측정된 내부자의 순매도거래비율을 일정기간별로 합계한 비율이다. 분기별 내부자의 순매도거래비율은 t-1 분기말 내부자(최대주주 및 특수관계자)의 보유주식수를 발행주식수로 나눈 비율에서 t분기말 내부자 보유주식수를 발행주식수로 나눈 비율을 차감하여 구한다. t1부터, t2기간 동안에 Net Sales Ratio의 값이 양의 값이면 내부자가 순매도, 음의 값이면 순매수했음을 의미한다.
<i>Prior Net Buy_D (t1, t2)</i>	=	자사주 매입 공시 이전 t1분기부터 t2분기까지 내부자의 순매수 거래가 발생한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0으로 지칭한 이진변수이다.
<i>Following Net Sales_D (t1, t2)</i>	=	자사주 매입 공시 이후 t1분기부터 t2분기까지 내부자의 순매도 거래가 발생한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0으로 지칭한 이진변수이다.
<i>Method_D</i>	=	자사주매입방법이 직접매입이면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 이진변수이다.

<i>Abnormal Return 24M</i>	=	자사주 매입 공시 이후 24개월에 대한 보유기간초과수익률을 의미한다. 보유기간초과수익률은 개별기업의 누적수익률에서 규모와 성장성 조정된 포트폴리오의 누적 수익률을 차감하여 산출한다.
<i>SIZE</i>	=	자사주 매입 공시연도 기초의 지분의 시장가치(단위 10 억원)에 대한 로그 값이다.
<i>BM</i>	=	자사주 매입연도 기초시점의 지분의 장부가치를 지분의 시장가치로 나눈 비율이다.
<i>LEV</i>	=	자사주 매입연도 기초시점의 부채를 지분의 시장가치로 나눈 비율이다.
<i>CASH</i>	=	자사주 매입공시연도 기초시점의 현금 및 현금등가물을 기초시점의 현금조정자산(총자산-현금 및 현금등가물)으로 나눈 비율이다.
<i>ROA</i>	=	자사주 매입공시연도 기초시점 영업이익을 총자산으로 나눈 비율이다.
<i>Size of Repurchase</i>	=	자사주 매입예정금액을 자사주 매입공시 기초시점의 지분의 시장가치로 나눈 비율이다.
<i>Market_D</i>	=	KOSDAQ에 상장된 기업이면 1, KOSPI에 상장된 기업이면 0을 부여한 시장구분 더미변수
<i>YEAR_D</i>	=	연도별 이분산성을 통제하기 위해 연도구분 더미변수이다.

---

## 제4장 실증분석결과

### 제1절 표본선정

본 논문은 2004년부터 2012년까지의 한국거래소 상장공시시스템에 자사주매입을 공시한 상장기업 2460건을 최초표본으로 선정하였다. 그리고 이 표본에서 자사주 취득 목적(임직원성과급, 주식의 합병 및 분할, 이익소각, 경영권방어 등) 한 가지를 구체적으로 공시한 기업 214건을 표본에서 제거하였다. 본 논문의 목적은 자사주 매입방식을 통해 경영자의 자사주 매입동기를 알아보는 것이 목적이므로 취득목적 을 구체적으로 공시한 기업은 표본에서 제거하였다. 또한 자사주 매입공시를 2년 이내 2회 이상 중복 공시한 기업을 공시가 빈번하다고 판단하여 기업의 취득목적 을 분별하기 어렵다고 판단하여 1562건을 표본에서 제거하였다. 마지막으로 표본기간 동안 자료가 불충분한 기업 76건을 표본에서 제거하여 본 연구에서 사용하는 총 표 본은 608개이다.

Panel B는 표본의 연도별 분포를 자사주매입방식으로 분류하여 제시한 것이다. 간접매입방식으로 자사주매입을 한 기업은 309건이고, 직접매입방식으로 자사주매입 을 한 기업은 299건으로 두 집단 간의 표본 수에는 큰 차이가 없다. 따라서 집단 간 표본 수 차이로 인한 통계적인 문제는 발생하지 않을 것으로 판단된다.

표 1. 표본

Panel A. 표본선정기준

구 분	합계
전체 자사주 매입공시	2,460
- 취득목적 한 가지만을 구체적으로 공시한 기업(임직원성과급, 합병 및 분할, 이익소각, 경영권 방어 등)	(214)
- 자사주 매입 공시를 2년 이내 2회 이상 중복 공시한 기업	(1,562)
- 표본기간 동안 재무 및 주가 자료가 불충분한 기업	(76)
<b>최종 표본</b>	<b>608</b>

Panel B. 표본의 연도별 분포

연 도	자사주 간접매입	자사주 직접매입	합 계
2004	26	41	67
2005	8	21	29
2006	28	38	66
2007	29	28	57
2008	65	47	112
2009	8	16	24
2010	36	27	63
2011	58	47	105
2012	51	34	85
<b>합계</b>	<b>309</b>	<b>299</b>	<b>608</b>

## 제2절 기술통계 및 상관관계

<표 2>은 표본 기업을 대상으로 측정한 독립변수, 종속변수, 통제변수들에 대한 기술통계량을 제시한 것이다. Net Sales Ratio(time)은 분기별 내부자의 순매도거래비율을 일정기간별로 합계한 비율이다. 공시 분기 Net Sales Ratio(0Q)를 기준으로 이전분기에는 -0.047과 -0.029로 (-)의 평균값을 가지고 있다. 반면 공시 이후 분기에는 0.009와 0.016으로 (+)의 평균값을 가지고 있다. Method\_D의 평균은 0.493으로 직접매입과 간접매입 표본사이에 큰 차이가 없음을 보여주고 있다. 비정상수익률 Abnormal Return 24M의 평균은 0.078로 자사주매입을 하는 전체 표본의 7.8%가 비정상수익률을 갖는다는 것을 보여주고 있다.



표 2. 기술통계

Variables	Mean	Std.D	Max	Q3	Q2	Q1	Min
<i>Net Sales Ratio (-8Q, -1Q)</i>	-0.047	0.175	0.422	0.029	0.000	-0.049	-0.700
<i>Net Sales Ratio (-4Q, -1Q)</i>	-0.029	0.135	0.422	0.009	0.000	-0.011	-0.693
<i>Net Sales Ratio ( 0Q )</i>	-0.001	0.038	0.374	0.000	0.000	-0.001	-0.599
<i>Net Sales Ratio ( 1Q, 4Q)</i>	0.009	0.054	0.351	0.015	0.000	-0.003	-0.293
<i>Net Sales Ratio ( 1Q, 8Q)</i>	0.016	0.087	0.409	0.034	0.002	-0.005	-0.648
<i>Method_D</i>	0.493	0.500	1.000	1.000	0.000	0.000	0.000
<i>Abnormal Return 24M</i>	0.078	0.967	4.567	0.393	-0.104	-0.465	-1.741
<i>SIZE</i>	2.923	0.632	4.958	3.254	2.817	2.497	1.404
<i>BM</i>	1.153	0.830	4.576	1.483	0.947	0.558	0.042
<i>LEV</i>	0.872	1.091	6.322	1.028	0.495	0.218	0.001
<i>CASH</i>	0.104	0.135	0.811	0.133	0.057	0.025	0.000
<i>ROA</i>	0.101	0.111	0.590	0.142	0.080	0.032	-0.108
<i>Size of Repurchase</i>	0.032	0.028	0.159	0.038	0.023	0.014	0.000
<i>Market</i>	0.608	0.489	1.000	1.000	1.000	0.000	0.000

<표 3>은 변수들 사이의 상관관계를 나타낸 표이다. 굵은 글씨로 나타낸 수치는 10%수준에서 유의한 상관관계를 갖는다. Net Sales Ratio(-8Q,-1Q)와 Method\_D 는 0.097로 유의한 상관관계가 있으며 Net Sales Ratio(8Q,1Q)와 Method\_D 역시 0.117로 유의한 상관관계를 가져 자사주 매입방법과 공시 전후의 내부자 매도율에는 유의미한 상관관계가 있는 것을 알 수 있다. 또한 Net Sales Ratio(-8Q,-1Q)과 Abnormal Return 24M의 상관관계는 0.004로 유의하지 않으나, Net Sales Ratio(8Q,1Q)과 Abnormal Return 24M의 상관관계는 0.077로 유의하여, 자사주 매입 공시이후 자사주 매입을 공시한 기업에서 비정상적 초과수익률이 있다는 것을 예상 할 수 있다.

**표 3. 상관관계**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)
(1) <i>Net Buy_D (-8Q, -1Q)</i>		0.008 (0.849)	<b>-0.162</b> (0.000)	0.001 (0.977)	0.057 (0.161)	0.020 (0.624)	-0.057 (0.164)	0.050 (0.219)	0.039 (0.339)	-0.021 (0.608)	0.012 (0.766)	0.027 (0.507)	-0.037 (0.363)
(2) <i>Net Sales_D (1Q, 8Q)</i>	0.008 (0.849)		0.011 (0.793)	<b>0.364</b> (0.000)	0.059 (0.145)	-0.003 (0.947)	0.032 (0.427)	-0.001 (0.978)	-0.056 (0.167)	0.010 (0.813)	0.041 (0.314)	-0.049 (0.226)	<b>0.090</b> (0.027)
(3) <i>Net Sales Ratio (-8Q, -1Q)</i>	<b>-0.162</b> (0.000)	0.011 (0.793)		<b>0.103</b> (0.011)	<b>0.097</b> (0.016)	0.004 (0.929)	<b>0.106</b> (0.009)	<b>0.089</b> (0.028)	<b>0.127</b> (0.002)	<b>-0.094</b> (0.020)	<b>-0.269</b> (0.000)	-0.022 (0.581)	<b>-0.145</b> (0.000)
(4) <i>Net Sales Ratio (1Q, 8Q)</i>	0.001 (0.977)	<b>0.364</b> (0.000)	<b>0.103</b> (0.011)		<b>0.117</b> (0.004)	<b>0.077</b> (0.058)	<b>-0.125</b> (0.002)	0.046 (0.262)	0.059 (0.146)	0.060 (0.138)	-0.030 (0.463)	0.036 (0.370)	<b>0.131</b> (0.001)
(5) <i>Method_D</i>	0.057 (0.161)	0.059 (0.145)	<b>0.097</b> (0.016)	<b>0.117</b> (0.004)		-0.003 (0.933)	-0.032 (0.429)	0.046 (0.254)	<b>0.082</b> (0.042)	-0.038 (0.350)	-0.046 (0.264)	-0.001 (0.975)	-0.056 (0.171)
(6) <i>Abnormal Return 24M</i>	0.020 (0.624)	-0.003 (0.947)	0.004 (0.929)	<b>0.077</b> (0.058)	-0.003 (0.933)		0.043 (0.285)	0.026 (0.528)	0.046 (0.255)	-0.017 (0.669)	<b>-0.071</b> (0.085)	-0.020 (0.619)	-0.064 (0.116)
(7) <i>SIZE</i>	-0.057 (0.164)	0.032 (0.427)	<b>0.106</b> (0.009)	<b>-0.125</b> (0.002)	-0.032 (0.429)	0.043 (0.285)		<b>-0.383</b> (0.000)	<b>-0.234</b> (0.000)	-0.060 (0.141)	<b>0.168</b> (0.000)	<b>-0.350</b> (0.000)	<b>-0.448</b> (0.000)
(8) <i>BM</i>	0.050 (0.219)	-0.001 (0.978)	<b>0.089</b> (0.028)	0.046 (0.262)	0.046 (0.254)	0.026 (0.528)	<b>-0.383</b> (0.000)		<b>0.622</b> (0.000)	<b>-0.189</b> (0.000)	<b>-0.346</b> (0.000)	<b>0.319</b> (0.000)	<b>-0.251</b> (0.000)
(9) <i>LEV</i>	0.039 (0.339)	-0.056 (0.167)	<b>0.127</b> (0.002)	0.059 (0.146)	<b>0.082</b> (0.042)	0.046 (0.255)	<b>-0.234</b> (0.000)	<b>0.622</b> (0.000)		<b>-0.212</b> (0.000)	<b>-0.283</b> (0.000)	<b>0.258</b> (0.000)	<b>-0.208</b> (0.000)
(10) <i>CASH</i>	-0.021 (0.608)	0.010 (0.813)	<b>-0.094</b> (0.020)	0.060 (0.138)	-0.038 (0.350)	-0.017 (0.669)	-0.060 (0.141)	<b>-0.189</b> (0.000)	<b>-0.212</b> (0.000)		<b>0.220</b> (0.000)	0.041 (0.308)	<b>0.186</b> (0.000)
(11) <i>ROA</i>	0.012 (0.766)	0.041 (0.314)	<b>-0.269</b> (0.000)	-0.030 (0.463)	-0.046 (0.264)	-0.071 (0.085)	<b>0.168</b> (0.000)	<b>-0.346</b> (0.000)	<b>-0.283</b> (0.000)	<b>0.220</b> (0.000)		<b>-0.093</b> (0.023)	<b>0.172</b> (0.000)
(12) <i>Size of Repurchase</i>	0.027 (0.507)	-0.049 (0.226)	-0.022 (0.581)	0.036 (0.370)	-0.001 (0.975)	-0.020 (0.619)	<b>-0.350</b> (0.000)	<b>0.319</b> (0.000)	<b>0.258</b> (0.000)	0.041 (0.308)	<b>-0.093</b> (0.023)		0.003 (0.932)
(13) <i>Market_D</i>	-0.037 (0.363)	<b>0.090</b> (0.027)	<b>-0.145</b> (0.000)	<b>0.131</b> (0.001)	-0.056 (0.171)	-0.064 (0.116)	<b>-0.448</b> (0.000)	<b>-0.251</b> (0.000)	<b>-0.208</b> (0.000)	<b>0.186</b> (0.000)	<b>0.172</b> (0.000)	0.003 (0.932)	

### 제3절 단일변량분석

<표 4>는 자사주 매입 공시 전후 기간 동안에 내부자의 순매도 거래량에 대한 기간별 차이를 분석한 결과이다. Panel A는 자사주 매입공시 이전 8분기와 이후 8분기동안의 내부자 누적 매도량의 중위수를 표본 집단별로 구분하여 제시하였다. 자사주 매입의 매도거래량 분포는 기업규모에 따라 유통되고 있는 주식수가 다를 것이므로 이를 통제하기 위하여 비모수 테스트를 하였다. 자사주매입을 공시하기 전 나타난 내부자의 순매도거래량은 직접매입에서는 -75173, 간접매입은 -22276으로 높은 매수량을 갖는다. 또한 이후 직접매입과 간접매입 모두에서 중위수가 향상되어 내부자 매도량이 더 증가하였음을 보여주고 있다. 매입방식으로 살펴본 Wilcoxon의 Z검정은 2.017로 직접매입방식에서만 유의한 결과를 가졌다. 이는 직접매입방식을 선택한 기업의 내부자 순매도량이 유의하게 증가하였음을 의미한다. 매입방식을 제외하고 기간에 따른 내부자 순매도량의 차이를 Mann - Whitney 검정을 통하여 살펴본 결과 유의한 차이점을 발견하지 못하였다.

Panel B는 자사주 매입공시 이전 4분기와 이후 4분기 동안의 내부자의 누적 순매도량을 제시하였다. 매입방식으로 살펴본 Wilcoxon의 Z검정에서 직접매입의 경우 1.557, 간접매입의 경우 0.805의 값을 가져 통계적으로 유의하지는 않았다. 그러나 직접매입의 수치가 간접매입보다 약 2배 정도 높아, 직접매입방식에서 매도량이 크게 증가한 것을 알 수 있다. 전체적으로 <표 4>의 결과는 직접매입방식에서 내부자의 기회주의적 행태가 발생할 가능성을 암시하고 있다.

**표 4. 자사주 매입 공시 전후 기간 동안에 내부자의 순매도 거래량에 대한 차이분석**

Panel A. 자사주 매입공시 이전 8분기와 이후 8분기 동안의 내부자의 누적순매도량

		(a) Prior 8Q	(b) Following 8Q	Different
(1) 전체표본(N=607)	Median	-35647	0	wilcoxon Z (1.821) *
(2) 직접매입(N=299)	Median	-75173	0	wilcoxon Z (2.017) **
(3) 간접매입(N=308)	Median	-22276	-2020	wilcoxon Z (0.547)
Different (2) - (1)	wilcoxon Z	(1.133)	(1.304)	

Panel B. 자사주 매입공시 이전 4분기와 이후 4분기 동안의 내부자의 누적순매도량

		(a) Prior 4Q	(b) Following 4Q	Different (b)-(a)
(1) 전체표본(N=607)	Median	0	0	wilcoxon Z (1.751) *
(2) 직접매입(N=299)	Median	0	0	wilcoxon Z (1.557)
(3) 간접매입(N=308)	Median	0	0	wilcoxon Z (0.805)
Different (2) - (1)	wilcoxon Z	(0.401)	(1.212)	

<표 5>는 자사주 매입 공시 전후 기간 동안의 내부자의 순매도거래비율을 요약한 표이다. 공시 이전 7분기부터 이후 7분기까지의 내부자의 순매도거래비율을 매입방식에 따라 구분하였다. 자사주 매입을 공시한 분기(Q0)부터 이전 7분기까지는 모두 음(-)의 값을 가져 내부자의 순매수가 이루어짐을 예상할 수 있다. 반면 이후 7분기까지는 양(+)의 값을 가져 내부자의 순매도가 이루어짐을 예상할 수 있다. 일반적으로 직접매입은 공시이후 3개월 안에 자사주 매입을 완료해야한다는 제약조건이 있기 때문에, 기업의 내부자들이 기회주의적 내부자 매도가 발생한다면 자사주 취득이 완료되어 주가가 높게 형성된 시점에서 내부자의 보유주식을 매도할 가능성이 높다. 따라서 자사주 매입 공시 이후 2분기 시점에서 다른 분기보다 더 큰 내부자 순매도가 발생할 수 있다. <표 5>에서 직접매입으로 자사주 매입을 한 기업의 2분기에서 0.0083으로 유의한 양의 값을 보였고 다른 분기보다 더 큰 값을 보임을 확인하였다. 이는 자사주

를 직접매입으로 매입하는 기업은 자사주 매입이 완료된 시점인 1분기 이후 내부자 순매도가 더 크게 증가할 것이라는 가설 2가 지지될 가능성을 암시하고 있다.

**표 5. 자사주 매입 공시 전후 기간 동안의 내부자 순매도거래비율 (n=608)**

Insider Net Sales Ratio	(1) 전체표본 (n=608)		(2) 직접매입표본 (n=299)		(3) 간접매입표본 (n=309)	
	Mean	t-stat	Mean	t-stat	Mean	t-stat
-7Q	-0.0073	-1.991**	-0.0027	-0.502	-0.0117	-2.399**
-6Q	-0.0055	-1.696*	-0.0077	-1.433	-0.0033	-0.910
-5Q	-0.0051	-1.794*	-0.0002	-0.079	-0.0097	-2.091**
-4Q	-0.0132	-3.536***	-0.0094	-2.273**	-0.0168	-2.739**
-3Q	-0.0109	-3.223***	-0.0086	-2.279**	-0.0131	-2.356**
-2Q	-0.0023	-0.721	0.0013	0.309	-0.0058	-1.180
-1Q	-0.0029	-1.191	-0.0025	-0.898	-0.0034	-0.836
0Q (자사주 공시 분기)	-0.0008	-0.514	0.0011	0.520	-0.0026	-1.201
1Q	0.0013	1.260	0.0024	1.583	0.0002	0.136
2Q	0.0049	3.669***	0.0083	3.490***	0.0016	1.290
3Q	0.0015	1.220	-0.0003	-0.152	0.0034	2.348**
4Q	0.0010	0.772	0.0026	1.289	-0.0006	-0.386
5Q	0.0037	2.749***	0.0065	3.007***	0.0010	0.602
6Q	0.0009	0.715	0.0011	1.022	0.0006	0.283
7Q	0.0027	2.201**	0.0045	2.694***	0.0010	0.542

<표 6>는 자사주 매입 공시 전후 기간에 대한 내부자의 순매도 거래비율을 차이 분석한 결과를 제시한 것이다. Panel A는 자사주 매입공시 이전 8분기와 이후 8분기 동안의 내부자 누적 매도거래비율을 표본 집단별로 구분하여 제시하였다. 공시 이전 8분기에는 -0.0298과 -0.0639로 직접매입과 간접매입 모두 매수하는 성향이 있었으며, 공시 이후 8분기에는 직접매입 0.0265와 간접매입 0.0061로 매도하는 경향이 있었다. 그러나 간접매입방식에서 공시 이후 매도비율은 유의한 상관관계를 갖지 못하였다. 직접매입과 간접매입의 차이를 분석하기 위해 독립표본 t검정을 실시한 결과 0.0563과 0.0700으로 모두 유의한 값을 가졌다. 기간에 따른 내부자의 순매도거래비율의 차이는 대응표본 t검정을 통하여 분석하였다. 0.0341과 0.0204로 공시 이전과 이후 모두 유의한 상관관계를 가졌다. 이는 자사주 매입을 공시하기 전 내부자는 주식을 매수하고, 공시이후에는 매도하는 경향이 있다고 해석할 수 있다.

Panel B는 자사주 매입공시 이전 4분기와 이후 4분기 동안의 내부자 순매도비율을 비교하고 있다. 자사주 매입방식의 차이를 보기위한 독립표본 t검정을 실시한 결과는 0.0332과 0.0437으로 Panel A와 마찬가지로 모두 유의한 값을 가졌다. 즉 어떠한 매입방식을 선택하던 자사주매입을 시행하는 기업에게는 기회주의적 행태가 존재하며, 직접매입의 경우 이 성향이 더 크다.

**표 6. 자사주 매입 공시 전후 기간에 대한 내부자의 순매도거래비율에 대한 차이 분석**

Panel A. 자사주 매입공시 이전 8분기와 이후 8분기 동안의 내부자 순매도거래비율의 비교

		(a) Prior 8Q	(b) Following 8Q	Different (b-a)
(1) 전체표본(N=607)	Mean	-0.0471	0.0162	0.0633
	(t-stat)	(-6.655) <sup>***</sup>	(4.593) <sup>***</sup>	(7.693) <sup>***</sup>
(2) 직접매입(N=299)	Mean	-0.0298	0.0265	0.0563
	(t-stat)	(-3.292) <sup>***</sup>	(5.410) <sup>***</sup>	(5.230) <sup>***</sup>
(3) 간접매입(N=308)	Mean	-0.0639	0.0061	0.0700
	(t-stat)	(-5.940) <sup>***</sup>	(1.230)	(5.651) <sup>***</sup>
Different (직접- 간접)	Diff	0.0341	0.0204	
	(t-stat)	(2.413) <sup>**</sup>	(2.909) <sup>***</sup>	

Panel B. 자사주 매입공시 이전 4분기와 이후 4분기 동안의 내부자 순매도비율의 비교

		(a) Prior 4Q	(b) Following 4Q	Different(b-a)
(1) 전체표본(N=607)	Mean	-0.0293	0.0087	-0.0380
	(t-stat)	(-5.368) <sup>***</sup>	(3.988) <sup>***</sup>	(-6.277) <sup>***</sup>
(2) 직접매입(N=299)	Mean	-0.0192	0.0130	-0.0322
	(t-stat)	(-2.914) <sup>***</sup>	(3.774) <sup>***</sup>	(-4.058) <sup>***</sup>
(3) 간접매입(N=308)	Mean	-0.0392	0.0046	-0.0437
	(t-stat)	(-4.535) <sup>***</sup>	(1.688) <sup>*</sup>	(-4.788) <sup>***</sup>
Different (직접- 간접)	Diff	0.0200	0.0084	
	(t-stat)	(1.834) <sup>*</sup>	(1.935) <sup>*</sup>	



<표 7>는 자사주 매입 공시 전후 기간에 대한 내부자의 지분율을 차이를 분석한 결과이다. Panel A는 자사주 매입공시 이전 8분기와 이후 8분기동안의 내부자 지분율의 평균값을 표본 집단별로 구분하여 제시하였다. 자사주 매입방식에 따른 내부자 지분율을 보기 위하여 분석한 t검정에서 직접매입은 전후 차이는 -0.0200, 간접매입의 전후 차이는 -0.0110으로 모두 공시 전후의 지분율에 유의한 차이가 있는 것을 확인하였다. 또한 직접매입과 간접매입의 지분율 변화 차이가 약 2배차이나 직접매입의 경우 내부자지분율의 감소가 더 심한 것을 알 수 있다.

Panel B는 자사주 매입공시 이전 4분기와 이후 4분기동안의 내부자 지분율의 평균값을 표본 집단별로 구분하여 제시하였다. Panel B의 매입방식에 따른 내부자 지분율의 차이는 모든 방식에서 유의한 차이가 있는 것을 확인할 수 있다. 그러나 직접매입 표본과 간접매입표본의 횡단면적 차이는 통계적으로 유의한 값을 보이지는 않았다.

**표 7. 자사주 매입 공시 전후 기간에 대한 내부자 지분율의 차이**

Panel A. 자사주 매입공시 이전 8분기와 이후 8분기 동안의 내부자 지분율의 평균 비교

		(a) Prior (-8Q, -1Q)	(b) Following (1Q, 8Q)	Different (b-a)
(1) 전체표본(N=607)	Mean (t-stat)	0.4018	0.3868	-0.0150 (-5.391)***
(2) 직접매입(N=299)	Mean (t-stat)	0.3960	0.3762	-0.0200 (-4.716)***
(3) 간접매입(N=308)	Mean (t-stat)	0.4075	0.3971	-0.0110 (-2.859)***
Different (직접- 간접)	Mean (t-stat)	-0.0115 (-1.015)	-0.0209 (-1.815)*	

Panel B. 자사주 매입공시 이전 4분기와 이후 4분기 동안의 내부자 지분율의 평균 비교

		(a) Prior (-8Q, -1Q)	(b) Following (1Q, 8Q)	Different (b-a)
(1) 전체표본(N=607)	Mean (t-stat)	0.3995	0.3906	-0.009 (-4.136)***
(2) 직접매입(N=299)	Mean (t-stat)	0.3942	0.3826	-0.012 (-3.445)***
(3) 간접매입(N=308)	Mean (t-stat)	0.4047	0.3984	-0.007 (-2.354)**
Different (직접- 간접)	Mean (t-stat)	-0.0105 (-0.919)	-0.0158 (-1.358)	

## 제4절 다중회귀분석 결과

<표 8>는 자사주 매입방식과 자사주 매입 공시 전후의 내부자 발생가능성을 분석한 결과이다. 분석은 독립변수를 매입방식의 더미를 사용한 로지스틱 회귀식과 독립변수를 매입방식의 크기를 사용한 OLS회귀식을 사용하여 분석하였다. 매입방식 더미는 직접매입을 한 경우 1, 간접매입을 한 경우 0의 값을 주어 분석하였다. 회귀모형 (1)과 (3)의 독립변수는 자사주 매입 전(-8Q, -1Q)의 순매수 더미변수와 자사주 매입 이후(1Q, 8Q) 순매도 더미변수이고, 회귀모형 (2)과 (4)의 독립변수는 자사주 매입 이전(-4Q, -1Q)의 순매수 더미변수와 자사주 매입 이후(1Q, 4Q)의 순매도 더미변수를 사용하였다. 연구결과, 로지스틱 회귀식에서 자사주 매입이후(1Q, 8Q)는 0.340, 자사주 매입이후(1Q, 4Q)는 0.406으로 통계적으로 유의한 값을 가졌다. 또한 OLS회귀식을 이용한 분석에서도 0.082와 0.097의 값을 가져 통계적으로 유의한 값을 가졌다. 따라서 자사주 매입공시 이후 기간에 내부자의 순매도 거래는 자사주를 직접 매입하는 기업이 간접매입하는 기업보다 클 것이라는 가설 1을 지지한다.

<표 9>는 자사주 매입방식과 자사주 매입 공시 전후의 내부자 순매도 거래비율을 분석한 결과이다. <표 8>와 달리 <표 9>에서는 종속변수에 더미변수가 아닌 내부자 순매도비율을 이용하여 분석하였다. 연구결과, 로지스틱 회귀식에서 자사주 매입이후(1Q, 8Q)는 3.189, 자사주 매입이후(1Q, 4Q)는 2.851으로 통계적으로 유의한 값을 가졌다. 또한 OLS회귀식을 이용한 분석에서도 0.728와 0.659의 값을 가져 통계적으로 유의한 값을 가졌다. 자사주 매입공시 이후 순매도비율이 양(+의 값)은 가지는 것으로 보아 직접매입으로 자사주를 매입을 한 기업은 간접매입으로 자사주를 매입한 기업보다 자사주 매입공시 이후에 내부자 순매도 가능성이 더 높음을 시사하고 있다.

**표 8. 자사주매입방법과 자사주 매입 공시 전/후 내부자 거래 발생 가능성**

	Dependent Variables = <i>Method_D / Method ratio</i>			
	Logistic regression		OLS regression	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Prior Net buy_D (-8Q, -1Q)</i>	0.268 (0.125)		0.064 (0.126)	
<i>Following Net Sales_D (1Q, 8Q)</i>	0.340* (0.056)		0.082* (0.056)	
<i>Prior Net buy_D (-4Q, -1Q)</i>		-0.013 (0.938)		-0.003 (0.944)
<i>Following Net Sales_D (1Q, 4Q)</i>		0.406** (0.025)		0.097** (0.026)
<i>Abnormal Return 24M</i>	0.022 (0.802)	0.015 (0.863)	0.005 (0.807)	0.004 (0.862)
<i>SIZE</i>	-0.199 (0.311)	-0.241 (0.218)	-0.047 (0.318)	-0.057 (0.225)
<i>BM</i>	-0.207 (0.194)	-0.197 (0.215)	-0.049 (0.197)	-0.047 (0.221)
<i>LEV</i>	0.094 (0.366)	0.088 (0.399)	0.022 (0.370)	0.020 (0.404)
<i>CASH</i>	-0.464 (0.496)	-0.523 (0.441)	-0.108 (0.502)	-0.122 (0.450)
<i>ROA</i>	-0.791 (0.364)	-0.676 (0.437)	-0.189 (0.362)	-0.159 (0.444)
<i>Size of Repurchase</i>	-5.032 (0.145)	-5.124 (0.138)	-1.176 (0.152)	-1.201 (0.144)
<i>Market</i>	-0.267 (0.256)	-0.328 (0.167)	-0.064 (0.259)	-0.078 (0.172)
<i>Intercept</i>	0.509 (0.555)	0.852 (0.317)	0.617*** (0.003)	0.698*** (0.001)
<i>YEAR_D</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Likelihood Ratio</i>	789.35	790.54	-	-
<i>R-square</i>	0.056	0.061	0.026	0.024

**표 9. 자사주매입방법과 내부자 순매도비율 간의 관계**

	Dependent Variables = <i>Method_D / Method ratio</i>			
	Logistic regression		OLS regression	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Net Sales ratio (-8Q, -1Q)</i>	1.007* (0.064)		0.228* (0.071)	
<i>Net Sales ratio (1Q, 8Q)</i>	3.189*** (0.003)		0.728*** (0.003)	
<i>Net Sales ratio (-4Q, -1Q)</i>		0.859 (0.218)		0.198 (0.227)
<i>Net Sales ratio (1Q, 4Q)</i>		2.851* (0.092)		0.659* (0.094)
<i>Abnormal Return 24M</i>	0.001 (0.995)	0.019 (0.831)	0.000 (0.988)	0.004 (0.844)
<i>SIZE</i>	-0.230 (0.246)	-0.233 (0.234)	-0.053 (0.257)	-0.055 0.242
<i>BM</i>	-0.199 (0.213)	-0.209 (0.188)	-0.047 (0.219)	-0.049 (0.195)
<i>LEV</i>	0.059 (0.573)	0.077 (0.457)	0.013 (0.582)	0.018 (0.469)
<i>CASH</i>	-0.612 (0.377)	-0.573 (0.400)	-0.139 (0.387)	-0.133 (0.413)
<i>ROA</i>	-0.235 (0.793)	-0.371 (0.678)	-0.058 (0.785)	-0.088 (0.680)
<i>Size of Repurchase</i>	-4.838 (0.165)	-4.549 (0.188)	-1.117 (0.172)	-1.067 (0.195)
<i>Market</i>	-0.329 (0.164)	-0.331 (0.162)	-0.078 (0.165)	-0.079 (0.168)
<i>Intercept</i>	0.954 (0.268)	0.968 (0.254)	0.720*** (0.000)	0.727*** (0.000)
<i>YEAR_D</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Likelihood Ratio</i>	784.03	791.67	-	-
<i>R-square</i>	0.064	0.052	0.034	0.022

<표 10>은 자사주 매입방식과 내부자 순매도율 간의 관계를 세부 기간별로 분석할 결과이다. 이 분석 역시 종속변수를 매입방식 더미를 사용한 로지스틱 회귀식과 OLS 회귀식을 사용하여 각각 분석하였다. 그러나 본 회귀식에서는 기간을 세부화 하였고, (1)과 (3)은 통제변수를 통제하지 않은 결과이고, (2)와 (4)는 통제변수를 통제한 후 분석한 결과이다. 공시 이후 직전 분기(1Q,2Q)에 내부자매도율이 로지스틱 회귀식에서는 8.136과 7.503을 가져 1%에서 유의한 값을 가졌다. OLS회귀식 역시 1.689와 1.550으로 통계적으로 유의하였다. 따라서 자사주를 직접매입 하는 기업은 자사주 매입이 완료된 시점에서 내부자의 순매도 거래가 더 크게 증가할 것이라는 가설 2을 지지할 수 있다.

공시 이후 분기인 3분기와 4분기에서는 유의한 상관관계가 나타나지 않았고, 5분기부터 8분기까지의 내부자 매도율을 평균한 Net Sales ratio(Q5,Q8)에서는 로지스틱 회귀식에서는 3.739와 3.892, OLS회귀식에서는 0.816과 0.865의 값을 가져 통계적으로 유의한 값을 가졌다. 본 연구에서는 이러한 결과를 시간이 경과한 이후, 기업이 연차 재무제표 등을 보고하여 미래영업성과에 대한 신호를 주어 나타난 결과로 해석하고 있다. 그러나 본 연구는 정보비대칭성으로 내부자가 기회주의적 행위를 하는지 여부를 살펴보기 위함이 목적이므로, 이미 정보가 제공된 후에 나타난 효과는 경영자의 기회주의적 행위를 해석하는 정보로 사용하지 않았다.

<표 11>은 자사주 매입방식과 내부자 순매도율 간의 관계를 세부 기간별로 분석한 결과이다. 종속변수는 Net Sales ratio(1Q,2Q)이고, 독립변수는 Net Sales ratio(-8Q,-5Q), Net Sales ratio(-4Q,-3Q), Net Sales ratio(-2Q,-1Q)로 공시 직후 기간 대비 직전기간의 내부자 순매도율이 변화를 살펴보았다. 연구결과, 직접매입을 선택한 기업의 모든 독립변수에서 음(-)의 관계를 가졌고, 특히 자사주 매입 공시 직전 2분기부터 1분기까지에 대한 회귀계수가 통계적으로 유의하고 가장 큰 회귀계수 값을 가졌다. 그러나 간접매입을 선택한 기업에서는 통계적으로 유의한 회귀계수 값이 관측되지 않았다. 이 결과는 직접매입을 통해 자사주 매입을 한 기업은 공시 직전 내부자 순매수가 유의하게 증가하고, 자사주 매입공시 이후에 순매도하는 행태를 보이고 있음을 보여주고 있다. 따라서 자사주를 직접 매입하는 기업은 공시이전과 이후 순매도 거래사이에 음(-)의 관계가 있을 것이라는 가설 3을 지지한다.

표 10. 자사주매입방법과 세부 기간별 내부자 순매도율 간의 관계

	Dependent Variables = <i>Method_D / Method_ratio</i>			
	Logistic regression		OLS regression	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Net Sales ratio (-8Q, -5Q)</i>	1.147 (0.116)	0.824 (0.294)	0.274 (0.114)	0.183 (0.315)
<i>Net Sales ratio (-4Q, -3Q)</i>	1.380* (0.062)	1.061 (0.195)	0.324* (0.060)	0.238 (0.202)
<i>Net Sales ratio (-2Q, -1Q)</i>	1.998* (0.073)	1.560 (0.195)	0.493* (0.053)	0.361 (0.182)
<i>Net Sales ratio ( 0Q )</i>	3.729 (0.156)	2.424 (0.429)	0.787 (0.137)	0.543 (0.436)
<i>Net Sales ratio (1Q, 2Q)</i>	8.136*** (0.002)	7.503*** (0.005)	1.689*** (0.001)	1.550*** (0.004)
<i>Net Sales ratio (3Q, 4Q)</i>	-0.391 (0.855)	-0.680 (0.763)	-0.003 (0.995)	-0.098 (0.849)
<i>Net Sales ratio (5Q, 8Q)</i>	3.739*** (0.008)	3.892*** (0.006)	0.816*** (0.008)	0.865*** (0.006)
<i>Abnormal Return 24M</i>		-0.009 (0.916)		-0.002 (0.911)
<i>SIZE</i>		-0.234 (0.243)		-0.056 (0.240)
<i>BM</i>		-0.209 (0.194)		-0.049 (0.195)
<i>LEV</i>		0.072 (0.494)		0.016 (0.505)
<i>CASH</i>		-0.699 (0.317)		-0.156 (0.334)
<i>ROA</i>		-0.322 (0.724)		-0.075 (0.726)
<i>Size of Repurchase</i>		-5.935* (0.099)		-1.388* (0.094)
<i>Market</i>		-0.319 (0.183)		-0.075 (0.188)
<i>Intercept</i>	-0.037 (0.671)	1.006 (0.248)	0.492*** (0.000)	0.737*** (0.000)
<i>YEAR_D</i>	Included	Included	Included	Included
<i>Likelihood Ratio</i>	818.42	777.17	-	-
<i>R-square</i>	0.041	0.075	0.028	0.036

**표 11. 자사주매입 공시 이전과 이후 내부자 순매도율 사이의 관계**

	Dependent Variables: <i>Net Sales ratio (1Q, 2Q)</i>			
	Panel A. 직접매입표본		Panel B. 간접매입표본	
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Net Sales ratio (-8Q, -5Q)</i>	-0.010 (0.664)	-0.023 (0.349)	-0.016 (0.302)	-0.018 (0.310)
<i>Net Sales ratio (-4Q, -3Q)</i>	-0.056** (0.032)	-0.066** (0.019)	0.017 (0.217)	0.012 (0.432)
<i>Net Sales ratio (-2Q, -1Q)</i>	-0.157*** (0.000)	-0.167*** (0.000)	-0.004 (0.844)	-0.005 (0.819)
<i>Net Sales ratio ( 0Q )</i>	-0.001 (0.993)	-0.023 (0.747)	-0.008 (0.873)	0.025 (0.807)
<i>SIZE</i>		0.009* (0.089)		-0.006 (0.251)
<i>BM</i>		0.007 (0.124)		0.003 (0.408)
<i>LEV</i>		-0.000 (0.948)		-0.002 (0.399)
<i>CASH</i>		0.049* (0.035)		0.002 (0.865)
<i>ROA</i>		-0.034 (0.210)		-0.003 (0.871)
<i>Size of Repurchase</i>		0.225** (0.020)		-0.064 (0.465)
<i>Market</i>		0.009 (0.220)		0.003 (0.518)
<i>Intercept</i>	0.009*** (0.000)	0.045* (0.065)	0.002 (0.341)	0.018 (0.394)
<i>YEAR_D</i>	Included	Included	Included	Included
<i>R-square</i>	0.049	0.075	-0.004	-0.010

## 제5장 결론

현재까지 자사주를 취득하는 경영자의 매입동기를 설명하는 선행 연구는 다수 존재하지만, 자사주 매입 방식으로 자사주 매입기업을 구분하여 경영자의 매입동기를 분석하는 연구는 거의 없었다. 미국시장을 대상으로 한 Torabi(2015)의 연구에서는 주식공개매수와 공개시장매수를 구분지어 경영자의 매입동기를 설명하였는데, Torabi는 경영자가 자사주 매입 시 거래비용이 많이 소요되는 주식공개매수를 통하여 자사주 매입을 하였을 때, 시장에서는 경영자의 신호로 인식하는 경향이 있고, 경영자는 이를 이용하여 시장에 거짓신호를 보내 외부주주의 부를 내부주주에게 이전하는 경향이 있음을 보고하였다. 그러나 미국시장과 한국시장은 기관투자자 비율, 경영자의 소유지분율 등의 차이가 있으므로 본 연구에는 우리나라 역시 직접매입을 통해 자사주매입을 하는 기업이 자사주 매입이라는 공시효과를 이용하여 경영자 기회주의적 행태가 보이는지 알아보하고자한다.

주식공개매수는 거래비용이 높다는 점에서 우리나라에서 시행하는 직접매입방식과 유사하고, 공개시장매수는 거래비용이 낮다는 점에서 간접매입과 유사하므로, 직접매입을 선택하여 자사주를 매입하는 기업에게서 경영자의 기회주의적 행태가 나타날 것으로 예상하였다. 이를 분석하기 위하여 2004년부터 2012년까지 자사주매입을 한 기업 608개를 표본으로 정하였다. 단일변량분석, 로지스틱 회귀분석, OLS회귀분석을 사용하여 자사주 매입공시를 매입방식에 따라 구분하고 내부자 순매도거래를 살펴보았다.

분석결과 다음과 같은 사실을 발견하였다. 첫째, 자사주 매입 공시 이후, 직접매입으로 자사주를 매입한 기업의 내부자 순매도 거래량은 간접매입을 선택한 기업의 내부자 순매도거래량보다 클 것이라 예상하였고 실증분석 결과, 직접매입을 한 기업에서 자사주 공시 이후 내부자 순매도비율이 유의한 양(+)의 값을 가졌다. 따라서 내부자는 직접매입을 선택하였을 때 더 많은 기회주의적 행태를 보였다. 둘째, 자사주를 직접 매입하는 기업은 간접 매입을 하는 기업보다 자사주 매입이 완료되는 시점에 더 큰 내부자 순매도거래를 보였다. 직접매입으로 자사주를 매입하는 경우, 회사는 증권거래소에 자사주 매입 신고서를 제출한 뒤 3일이 경과한 날부터 3개월 이내에 매입을 마쳐야 한다. 때문에 자사주매입을 공시한 기업은 반드시 목표수량만큼 매입을 해야 한다. 주식의 수요는 단기간에 증가하기 때문에 주식의 시장가격은 높게 형성될 것이다. 연구결과 역시 자사주매입이 완료되는 시점인 공시 이후 3개월에 내부자 매도량은 양(+)의 관계를 가져 직접매입을 통해 자사주 매입을 하였을 때 내부자들이 기회주의적



목적으로 자사주 매입을 하였음을 증명하였다. 마지막으로, 자사주를 직접 매입하는 기업은 간접매입을 하는 기업에 비해 자사주 공시 전에 매수하고 공시 이후의 순매도하는 경향이 있었다. 실증분석 결과, 직접매입을 하는 기업에서만 공시 직후 1분기와 2분기의 매도량은 공시이전 매도량과 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이는 내부자가 시세차익을 얻을 목적으로 공시이전 매수하고 공시이후 높은 가격에 매도하였다고 해석할 수 있다.

이 결과를 종합하면 내부자들은 회사의 단기주식거래 현황에 대해 정보를 가지고 있으며, 자사주 매입으로 인한 주가의 변화를 알고 있다면 내부자들은 정보비대칭성을 이용하여 사적이익을 얻고자 할 것이다. 그리고 자사주 매입방식의 차이를 이용하여 경영자의 사적이익을 취하기 위한 수단으로 사용할 유인이 크다.

본 연구는 이익조정의 대응치로 배당정책, 현금흐름, 주가관련성 등을 이용한 선행 연구와 달리, 자사주 매입방식을 통하여 경영자의 자사주 매입동기를 설명하였다는 점에서 시사점을 갖는다. 또한 연구결과, 공시전후의 내부자 매도량이 음의 값을 나타내어, 자사주매입을 통하여 내부자들의 투기성향을 발견하였다는 점에서 자사주 매입 방식이 경영자의 자사주 매입동기를 판단하는 유용한 수단이 될 수 있음을 보여주고 있다.

## 참고 문헌

- 기현희. 2012. 자기주식의 취득·처분공시효과와 기업가치. *국제회계연구* 45, 273-294.
- 김선구. 2011. 자사주매입공시 정보효과에 관한 실증연구. *상업교육연구* 25(4), 345-368.
- 김태규. 2016. 자사주 매입 기업의 내부자거래 분석. *산업경제연구* 29(5), 1681-1702.
- 김영환, 장성창. 2008. 자사주 매입방식의 결정요인과 기회주의 가설의 검증. *경영학연구* 37(5), 1205-1232.
- 김윤태, 서정욱. 2005. 자기주식 취득과 회계이익의 정보 효과 재량적 회계 선택중심으로. *회계학연구* 30(1), 1-25.
- 박영규. 2010. 자기주식매입 기업의 이익조정에 관한 연구. *경영학연구* 39(5), 1199-1225.
- 변진호, 표민교. 2006. 자사주매입 기회주의가설과 대주주의 보유주식 매도거래. *경영학연구*, 35, 695-716.
- 연태훈. 2005. 기업 경영권방어와 자사주보유에 대한 분석 -기업 경영권에 대한 연구. *한국 개발 연구원*, 287-336.
- 이익규, 주상룡. 2005. 자사주매입 동기에 관한 연구. *재무관리논총* 11, 243-273.
- 이정엽, 황문호. 2013. 기업지배구조가 내부자거래를 위한 경영자의 이익조정에 미치는 영향. *회계연구* 18, 95-121
- 최순재, 김영길. 1998. 이사회 위원회 구조와 기업성과간의 관계에 관한 연구. *회계연구* 14, 1-26.
- Bagnoli, M., R. Gordon. B. L. Lipman, 1989. Stock repurchase as a takeover defense. *Review of Financial Studies* 2, 423-443.
- Bagwell, L., J. B. Shoven, 1989. Cash distributions to shareholders, *Journal of Economic Perspectives* 3(3), 129-140.
- Bagwell, L., 1991. Share repurchase and takeover deterrence. *Journal of Economics* 22, 72-88.
- Chan, K., D. Ikenberry, I. Lee, Y. Wang, 2010. Share repurchases as a potential tool to mislead investors. *Journal of Corporate Finance* 16, 137-158.
- Chan, K., J. Li, 2013. Asymmetric signaling power of insider trading and its impact on information environment and market reaction. *International Review of Accounting Banking and Finance* 5(2), 55-80.
- Chou, D., J. Lin, 2004. False signals from open-market stock repurchases announcement: evidence from earnings management and analysts' Forecast Revisions. *SSRN Working Paper*.
- Comment, R., G. Jarrell, 1991. The relative signaling power of dutch auction

- and fixed-price tender offers and open-market share repurchases, *Journal of Finance* 46, 1243-1271.
- Dann, L. Y., 1981. Common stock repurchase: An analysis of returns to bondholders and stockholders. *Journal of Financial Economics* 9, 113-138.
- Dittmar, A. K., 2000. Why do firms repurchase stock? *The Journal of Business*. 73, 331-355.
- Fenn, G. W., N. Liang, 1998. Good news and bad news about share repurchases. *SSRN Working Paper*.
- Fried, J. M., 2000. Insider signaling and insider trading with repurchase tender offers. *University of Chicago Law Review* 67, 421-477.
- Fried, J. M., 2001. Open market repurchases: signaling or managerial opportunism?. *Theoretical Inquiries in Law* 2, 865-894.
- Gong, G., H. Louis, A. X. Sun., 2008. Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *Journal of Finance* 63(2), 947-986.
- Grullon, G., R. Michaely, 2004. The information content of share repurchase programs. *The Journal of Finance* 59, 651-680.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok., T. Vermaelen, 1995. The under reaction to open market share repurchase. *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
- Jaffe, J. F., 1974. Special Information and Insider Trading. *The Journal of Business* 47(3), 410-428
- Ke, B., S. Huddart, K. Petroni, 2003. What insiders know about future earnings and how they use it: Evidence from insider trades. *Journal of Accounting and Economics* 35, 315-346
- Kim, K. S., C. Y. Chung., J. H. Lee., S. Y. Park. 2016. Opportunistic stock repurchase for owner manager control: Evidence from the korean stock market. *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* 45, 309-335.
- Kothari, S. P., A. Leone, C. E. Wasley, 2005 Performance matched discretionary accrual measure. *Journal of Accounting and Economics* 39(1), 163-197.
- Louis, H., H. White., 2007. Do managers intentionally use repurchase tender offers to signal private information? Evidence from firm financial reporting behavior. *Journal of Financial Economics* 85, 205-233.
- Masulis, R., 1980. The effect of capital structure change on security prices: A study of exchange offers. *Journal of Financial Economics* 8, 139-178.
- Murali J., P. Clifford, S. Michael, 2000. Financial flexibility and the choice

- between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57, 355-384.
- Nohel, T., V. Tarhan, 1998. Share repurchase and firm performance: new evidence on the agency costs of free cash flow. *Journal of Financial Economics* 49, 187-222
- Ofer, A. R., A. Thakor, 1987. A theory of stock prices responses to alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchase and dividends. *Journal of Finance* 42, 365-394.
- Raad, E., H. K. Wu., 1995. Insider trading effect on stock return open market stock repurchase announcement: An empirical study. *Journal of Financial Research* 18. 45-57
- Torabi, A., 2015. The role of management incentives in the choice of stock repurchase methods. *Masters thesis, Concordia University.*
- Vafeas, N., A. Vlittis., P. Katranis., K. Ockree., 2003. Earnings management around share repurchases: A Note. *A Journal of Accounting Finance and Business Studies* 10, 1467-6281.