

자사주 매입 기회주의 가설과 대주주의 보유주식 매도 거래

변진호(제1저자)
이화여자대학교 경영학부 교수
(jbyun@ewha.ac.kr).
표민교(제2저자)*
21세기 경제사회연구소 연구원
(minkyoo0804@hanmail.net)

본 연구는 자사주 매입 기회주의 가설에 따라 매입 공시 후에 대주주가 주식을 매도하는지 알아보고, 자사주 매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업은 어떤 특성을 지니고 있는지 1999년에서 2001년까지 주식의 저평가를 매입의 동기로 공시한 자사주 매입 공시기업 표본을 대상으로 실증분석을 통해 알아보았다.

본 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 전체 표본 중 대주주의 매도 거래가 발생한 기업은 약 35%로 나타났다. 이것은 상당수 저평가 동기의 자사주 매입 공시기업에서 기회주의 가설과 일치되는 대주주의 매도 행위가 발생함을 보여주는 것이다. 둘째, 대주주의 매도 거래 기업과 비매도 기업에 대한 비교에서 대주주가 주식을 매도하지 않은 기업의 저평가 정도가 더 크고 매도 기업의 기관투자자 비율이 더 높은 것으로 나타났다. 셋째, 대주주 매도 기업의 특성을 파악하기 위한 회귀분석 결과 대주주가 주식을 매도하는 기업은 공시 전에 저평가가 덜 되어 있고, 기업의 규모가 작으며, 기관투자자의 비율이 높고, 자사주 매입 공시 후 주가가 많이 상승할수록 대주주는 주식을 많이 매도한다는 것을 발견하였다.

주제어: 자사주매입, 정보신호가설, 대리인문제, 허위정보신호, 기회주의 가설

1. 서론

자사주매입은 배당을 하는 대신 주주에게 현금을 배분함으로써 개인 소득세율보다 더 낮은 자본이득세로 대체하여 그만큼의 세금혜택을 누리도록 할 수도 있고(Ofer and Thakor, 1987), 적대적 매수합병의 방어 기능을 할 수도 있으며(Bagnoli et al. 1989; Bagwell, 1991), 자본 구조를 변경하는 기능을 한다(Masulis, 1980). 그러나 선행연구에서 자사주매입을 설명하는 대표적인 가설은 정보신호가설(information signaling hypothesis)이다.

정보신호가설은 경영자가 기업의 가치가 주식이 격을 초과한다는 것을 신뢰성 있게 시장에 알리기

위한 목적에서 자사주매입을 공시한다는 것이다. 이것은 정보우위에 있는 기업의 경영자가 실제의 기업 가치에 비해 주식이 저평가되어 있다고 판단할 경우에 자사주매입을 행한다고 보기 때문에 저평가 가설이라고도 한다. Vermaelen(1981)과 Comment and Jarrell(1989)은 공시 시점의 주가반응과 목표 매입비율이 양(+)의 관계를 가지고 있음을 보여줌으로써 정보신호가설과 일치되는 연구결과를 제시하여 주었다.

그러나 정보 비대칭의 상황에서 Fried(2001)는 자사주매입을 설명하는 새로운 가설로 경영자의 기회주의 가설(managerial opportunism hypothesis)을 제시하였는데 이는 경영자가 자신이 보유한 주식의 가격 상승을 목적으로 주식이 저평가 되었다

고 허위 공시를 한다는 것이다. 즉, 경영자가 자신이 보유한 주식을 팔고자 할 때 주가상승을 유도하여 자신의 이익을 극대화하기 위해서 저평가라는 허위신호를 보내는 행동을 할 수 있다는 것이다. 만일 자사주매입 공시에서 밝힌 바와 같이 주식이 저평가 되어 있다면 이러한 정보를 잘 알고 있는 대주주가 자신이 보유한 주식을 저평가된 시세에서 시장에서 매도할 동기는 없을 것이다. 따라서 대주주가 자신의 보유 주식을 자사주매입 공시 후에 매도하는 거래를 행한다면 그것은 저평가라는 공시가 거짓이었음을 의미한다고 볼 수 있는 것이다. Ikenberry and Vermaelen(1996)은 주식이 저평가되어 있다고 공시한 기업의 경영자가 주식을 전혀 매입하지 않는 실증 결과를 제시하였다. 국내 기업을 대상으로 한 변진호(2004)의 연구는 대주주 지분율의 변동을 통해 경영자 기회주의 가설을 분석하려 했지만 실증적인 증거를 찾지는 못하였다. 대주주의 매도 거래를 제한하고 거짓 신호를 방지하기 위한 제도적인 장치가 우리나라에 존재한다. 자기주식 취득신고서를 제출할 때 자기주식의 취득기간 중에 최대주주가 소유하는 당해 법인의 발행주식을 처분하지 않았다는 내용으로 작성한 서약서¹⁾를 함께 제출하도록 하여 자사주매입 기간에 주식을 매도하지 못하도록 규정하고 있다. 그러나 서약서는 최대주주에만 해당되기 때문에 실질적인 효력이 없다.

본 연구는 Fried(2001)가 경영자의 기회주의가설(managerial opportunism hypothesis)에서 제시한 것처럼 우리나라의 경우 자사주매입 과정에서 대주주 및 특수 관계인이 보유주식을 매도하는

지를 알아보고, 자사주매입 기간에 주식을 매도하는 대주주가 속한 기업은 어떤 특성을 지니고 있는가에 대해 분석하고자 한다. 대주주의 기회주의적 행위는 시장의 정보 효율성을 떨어뜨리게 되고, 성장을 위한 재투자에 사용되어야 할 기업의 잉여 이익이 적절하게 배분되지 못하는 결과를 초래하게 되기 때문에, 이를 밝히려는 본 연구는 실용적인 시사점을 가진다. 또한 변진호(2004)는 대주주의 지분을 변동으로 실증 증거를 찾지 못했는데, 본 연구는 대주주의 매도 자료를 분석하는 방법론을 채택하고 선행연구를 보완한 후속연구이다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장에서는 자사주매입과 관련된 내부자 거래에 관한 선행연구를 살펴본다. III장은 가설을 설정하고, 연구방법론에 대해 정리하며, IV장에서는 설정한 가설을 바탕으로 실행한 실증분석의 결과를 살펴본다. 마지막으로 V장은 결론으로 실증연구를 통해 얻은 결과를 요약하고 본 연구의 한계점을 제시하고자 한다.

II. 이론적 배경

기업의 임·직원 및 주요 주주 등과 같은 기업의 내부자는 기업의 전망에 대해 사적인 지식을 가지고 있다고 간주된다. 내부자가 직무상 취득한 미공개내부정보를 이용하여 회사의 주식을 거래하는 행위는 내부자 거래(insider trading)에 속하며 이는 규제되고 있다.²⁾ 이와 관련하여 우리나라에서도 증권거래법 제188조의 2, '미공개정보 이용행위의 금

1) 유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정 제103조

2) 본 연구에서는 자사주 매입 공시일 직전 결산 보고서에 있는 최대주주 및 특수관계인을 대주주로 정의하였다.

지'를 통해 내부자거래를 규제하고 있다. 기업의 본질 가치라는 내부 정보가 시장에 알려지기 이전에 행해지는 대주주의 거래행위도 내부 정보를 이용한 것이라고 볼 수 있을 것이다.

자사주 매입 공시 전후의 내부자 거래와 관련된 최초의 연구로는 Raad and Wu(1995)의 연구를 들 수 있다. Raad and Wu(1995)는 1982년부터 1990년까지 공개시장 자사주 매입을 공시한 204개의 기업을 대상으로 자사주 매입 공시 전 6개월 동안에 발생한 내부자거래가 주가수익률에 어떠한 영향을 미치는가를 알아보기 위해 실증분석을 실시하였다. 자사주매입 공시 전 6개월 동안의 내부자 순매입 거래수와 순매입 주식수를 계산하였는데 공시일이 가까워질수록 내부자의 매입거래수가 매도거래수보다 눈에 띄게 많아지는 것을 확인할 수 있었다. 순매입 거래수 또는 순매입 주식수가 0 이상인 기업과 0보다 작은 기업의 두 집단으로 분류하여 내부자거래와 주가수익률과의 관계를 분석한 결과, 공시 전에 내부자가 주식을 매입할 때 공시일의 주가수익률이 더 높게 나타난다는 것을 발견하였다. 이는 외부 투자자가 자사주매입의 신호를 평가할 때 공시일 이전의 내부자거래를 고려한다는 것을 의미하며, 내부자가 매도하는 주식수보다 매입하는 주식수가 더 많을 때 투자자는 그 기업의 미래 주가에 대한 더 좋은 신호로 받아들인다고 할 수 있다. 또한 공시일에 가까운 거래일수록 더 높은 수익률이 나타나는 것을 발견할 수 있었는데 이는 투자자들이 공시일에 가까운 거래를 더 중요한 정보로 인식한다는 것을 의미한다.

이후 자사주 매입과 관련된 내부자 거래에 관한 연구는 자사주 매입 공시 이전의 내부자 매입 거래에서 공시 이후의 매도 거래로 연구의 관심이 확장되었는데, 그것은 Fried(2001)의 경영자 기회주

의 가설(managerial opportunism)에서 나타난다. 그는 정보신호 이론(signaling theory)의 이론적인 문제점을 지적하였다. 정보신호이론에 따르면 자사주 매입은 "저평가"를 정보신호로 시장에 전달하는 것인데 만일 경영자가 자사주 매입 공시 이후에 자신이 보유한 주식을 매도한다면 그것은 주주의 부를 극대화하기 위하여 자신의 부를 희생하게 되는 결과를 가져오는 것이다. 저평가된 주식이 결국 본질가치로 회귀하게 되기 때문에 주가가 상승할 텐데 왜 시장에서 매도하는 것일까? 그는 정보신호 가설로는 경영자가 자신의 이익과 반대되는 매도 행동을 할 만한 유인을 설명하지 못한다는 것을 지적하였다. 또한 기업의 시장가치가 저평가 되었다는 것을 시장에 공시할 경우 경영자는 내부정보를 이용한 이익을 얻을 수 없으나 기업의 저평가 사실을 공시하지 않고 주식을 사서 시장에 정보가 반영된 후 주식을 팔게 되면 이익을 남길 수 있다고 주장하면서 경영자의 기회주의 가설을 제시하였다.

경영자의 기회주의 가설에 따르면 경영자는 주주의 부를 극대화하기 보다는 자신의 이익을 극대화하기 위해 행동한다. 즉 경영자는 기업의 저평가 여부와 관계없이 자신의 이익을 위해 자사주 매입을 공시하고 자사주 매입의 공시로 인해 주가가 상승하면 주식을 매도하여 이익을 얻는 것이다. 반면에 정보신호이론 하에서 경영자는 주주 부의 극대화를 추구하며, 주식이 저평가 되었다는 정보를 시장에 알림으로써 주가를 부양하기 위해 노력을 한다. 그리고 자사주 매입을 공시한 후 추가적으로 저평가된 주식을 취득하거나 자신의 지분을 유지할 것이다.

자사주 매입 공시가 경영자의 기회주의에 의한 것이라면 왜 시장의 반응은 긍정적으로 나타나는 것일까라는 의문이 생긴다. Fried(2001)는 이에

대한 몇 가지의 해답을 제시하였다. 첫째, 자사주 매입 공시는 경영자의 기회주의에서 비롯된 것일 수도 있고, 주주 부의 극대화를 위한 것일 수도 있는데 투자자는 자사주 매입 공시의 목적을 인지할 수 없고, 자사주매입에 대한 주주의 기대효과가 긍정적이기 때문에 주식 가격은 상승한다. 둘째, “자사주매입은 경영자의 기회주의에만 기인한다”는 가정 하에서도 사실상 주주의 부를 증가시킬 수 있다. 기업이 자사주매입이 아니더라도 배분해야 하는 여유 현금이 있고, 자사주매입으로 인해 주주로부터 경영자에게 이전되는 가치의 양보다 여유현금의 배분이 주주에게 더 큰 가치를 만들어낸다면 자사주매입 공시는 양(+의) 주가 반응을 보일 것이다. 셋째, “자사주매입이 경영자의 기회주의에만 기인한 것이다”라고 가정할 경우에도 자사주 매입 공시는 주가를 상승시킨다. 먼저 주식이 실제 저평가되어 있을 경우, 주식을 회사의 자금으로 매입하면 경영자는 자신이 보유하고 있는 주식의 가치를 상승시킬 수 있다. 주식이 고평가되어 있을 경우 자사주 매입을 공시하여 주가를 더욱 상승시키고 경영자는 자신의 주식을 매도한다. 이때 저평가와 고평가의 가능성은 동일하기 때문에 두 가지 형태의 자사주매입이 발생할 기회는 같으나 경영자는 저평가의 자사주매입을 더 선호한다. 그 이유는 저평가 자사주매입에서는 매입이나 매도 없이 그들의 보유 주식을 그대로 유지함으로써 이익을 취할 수 있는 반면, 고평가 자사주매입에서는 매도를 하여야 이익을 얻을 수 있기 때문이다. 즉 일반적으로 경영자의 보유주식 매도에 있어서는 제약조건이 있게 마련이므로 저평가 자사주매입을 더 선호하는 것이

다. 따라서 위와 같은 이유에서 기회주의 가설이 성립된다고 하더라도 자사주매입 공시는 주가가 상승시킬 수 있는 것이다.

변진호(2004)는 1994년부터 2000년 사이에 상장회사가 공시한 1,380건의 자사주매입 중에서 저평가를 자사주매입의 목적으로 공시한 758건을 대상으로 허위공시의 가능성을 제시하고³⁾ 시장은 허위 정보신호에 대해 어떻게 반응하는가에 대한 실증분석을 실시하였다. 공시시점의 시장반응이 자사주매입 능력에 영향을 받을 것으로 예상하여 분석한 결과 예상대로 자사주매입 능력이 클수록 시장 반응은 크다는 결과를 얻었다. 그리고 허위 정보신호를 보낸 기업의 경우, 실제 가치가 저평가되어 있지 않다는 내부의 정보가 결과적으로 시장에 누출될 것이므로 장기적으로 볼 때 음(-)의 초과수익률을 보일 것으로 예상하여 분석한 결과, 허위 정보신호기업의 장기성과는 음(-)의 초과수익률을 보였다. 허위 정보신호 기업은 기업의 질이 낮은 기업으로 정의하였으며, 기업의 질은 초과영업이익률로 측정하였다. 그러나 경영자의 기회주의적인 행위가 실제로 존재하는지를 살펴보기 위하여 대주주 지분율의 변화를 살펴보았으나 기회주의적인 행동의 증거는 발견하지 못하였다. 그의 연구는 대주주 지분율의 변동으로 기회주의 행동을 측정하였기 때문에 대주주의 매도 행위에 대한 직접적인 분석이 아니었다는 한계점을 가지고 있다.⁴⁾ 본 연구는 이러한 선행연구의 한계를 극복하기 위해 최대주주 등의 소유주식변동신고서를 통해 자사주매입 기간 내에 발생한 대주주의 매도 자료를 직접 분석하였다.

Chan et al.(2003)은 미국의 자사주 매입 공시

3) 실제 대주주의 매도 사례는 변진호(2004)의 부록을 참조할 것.

4) 이를테면 대주주가 자사주 매입 기간에 매도하였다가 자사주 매입 기간이 지난 후 재매입을 하거나, 자사주 매입 기간 전에 매입하여 자사주 매입 기간에 매도한 결과 대주주 지분율 변동이 없는 것으로 측정될 수 있다.

기업을 대상으로 자사주 매입 공시 이후에 경영자 개인과 기업의 매매 행동에 대하여 연구하였다. 그들은 자사주 매입을 전후로 경영자가 체계적으로 내부자 거래를 한다는 증거를 얻지 못하였고, 경영자들이 정보의 이점을 이용하여 자사주 매입을 전후하여 거래를 하지는 않는다고 결론지었다. 그러나 그들의 연구는 우리나라의 자사주 매입 연구에 적용하기에는 어려움이 있다. 첫째, 그들 연구에서 경영자의 거래 행위를 측정하는데 있어서 자사주 매입 공시 후 1년간에 걸쳐서 일어나는 모든 거래를 포함하고 있는데, 공시 후 1년 동안 발생하는 경영자의 매매 거래는 자사주 매입이나 주가의 저평가 여부에 관련되었을 뿐만 아니라 경영자의 개인적인 유동성의 목적에서 발생할 가능성이 혼재해 있다고 보인다. 둘째, 우리나라의 경우 자사주 매입 공시 후 3개월 이내에 자사주 매입이 끝나는 것과 달리 미국에서는 공시 이후 실제 매입에 대하여 시기나 수량에 관한 아무런 제재가 없기 때문에 자사주매입 공시와 내부자 거래와의 관계를 직접적으로 측정하기에는 무리가 있다고 생각된다.

III. 가설의 설정과 연구방법

3.1 연구가설의 설정

3.1.1 공시 전 저평가 정도와 대주주 매도

자사주 매입을 설명하는 대표적인 이론은 정보신호가설이라고 할 수 있다. 이것은 정보우위에 있는

기업의 경영자가 실제의 기업 가치에 비해 주식이 저평가되어 있다고 판단할 경우에 자사주매입을 행한다고 보기 때문에 기업에 대한 긍정적인 정보로 인식되어 양(+의 초과수익률)을 발생시킨다. 그러나 경영자의 기회주의 가설(managerial opportunism)에 따르면 경영자는 이러한 사실을 이용하여 자사주 매입을 공시한 후 주가가 상승한 틈을 타 자신의 보유지분을 줄임으로써 이익을 얻을 수도 있다. 즉 자기 기업에 대해 우월한 정보를 지닌 합리적인 경영자는 자기주식에 대한 시장의 평가가 자신이 생각하는 기업의 가치를 초과할 때 주식을 매도할 것이다.

Kahle(2002)는 저평가가 더 많이 된 기업일수록, 즉 공시 전 1년 동안의 주가수익률이 낮을수록 공시 후 자기주식의 매입율이 높다는 것을 보여주었다. 또한 Comment and Jarrell(1991)은 공시일 이전에 음(-)의 누적초과수익률의 크기가 큰 기업일수록(저평가의 크기가 클수록), 공시 이후의 주가반응은 상대적으로 더 크게 나타난다는 것을 보였다.⁵⁾ 따라서 공시 전 저평가가 더 많이 된 기업일수록 자기주식을 더 많이 매입할 것이고, 이는 시장에 저평가에 대한 신뢰성을 부여할 것이므로 공시 후 시장반응은 더 크게 나타날 것이다. 그러므로 공시 전 저평가가 덜 된 기업일수록 대주주가 자사주 매입 기간 동안에 보유지분을 더 많이 줄이게 될 것으로 예상된다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 1: 자사주 매입 공시 이전에 저평가가 덜 된 기업일수록 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 더 많이 매도할 것이다.

5) Comment and Jarrell(1991)은 내부 경영자가 저평가의 정도가 클수록 심각한 저평가로 판단하여 자사주매입을 실시하기 때문에 공시 이후의 주가반응이 상대적으로 크게 나타난다고 주장하였다.

3.1.2 기관투자자 투자비율과 대주주 매도

경영자는 주주 부의 극대화를 위하여 노력해야 하지만 주주 부의 극대화가 자신의 이익극대화와 상충할 경우에는 자신의 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 하게 되는 경우가 발생한다(Jensen and Meckling, 1976). 이와 같은 경영자의 사적 이익 추구문제를 최소화하고 효율적인 기업 경영을 유도하기 위해서는 경영자에 대한 효과적인 감시와 더불어 적절한 인센티브 급여 제도 등이 조화를 이루어야 하는데 기관투자자⁶⁾는 경영자를 감시, 견제하는 기능을 할 수 있다. 기관투자자는 개인투자자를 대신하여 그리고 자신의 투자 자금의 수익률을 높이기 위해 투자대상기업이 경영을 잘하도록 감시해야 할 유인을 지니게 된다.

Agrawal and Mendelker(1990)는 기관투자자가 주식시장에서 외부 감시자로서 상당히 중요한 역할을 수행한다고 보았다. 따라서 기관투자자의 투자비율이 높을 경우 기관투자자는 외부 감시자로 대주주가 자신의 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 하는 것을 감시할 것이고 이에 따라 대주주의 기회주의적 행동이 어렵게 될 것이다. 반대로 기관투자자의 투자비율이 낮은 기업일수록 자사주 취득기간 중에 대주주가 보유한 주식을 매도하여 사적인 이익을 얻는 경우가 더 많이 발생할 것으로 예상된다.

가설 2: 외부 감시자로 기능하는 기관투자자(institutional investor)의 투자비율이 낮을수록, 대주주는 자사주매입을

공시 한 이후에 사적인 이익을 취하기 위하여 자신이 보유한 주식을 매도하는 기회주의적인 행위를 더 많이 할 것이다.

3.1.3 기업규모와 대주주 매도

일반적으로 규모가 작은 기업은 대기업에 비하여 시장에서 관심을 적게 받기 때문에 규모가 상대적으로 작은 기업의 경영자가 대기업의 경영자보다 자신의 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 할 가능성이 더 크다고 할 수 있을 것이다.

따라서 자사주매입 공시 후 취득기간⁷⁾ 내에 대주주가 주식을 매도하는 기업의 규모는 작을 것으로 예상되며, 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 3: 기업의 규모가 작을수록 해당 기업은 시장으로부터의 관심을 덜 받기 때문에, 대주주는 자사주매입을 공시 한 이후에 사적인 이익을 취하기 위하여 자신이 보유한 주식을 매도하는 기회주의적인 행위를 더 많이 할 것이다.

3.2 연구 방법과 변수의 정의

3.2.1 공시효과와 사건연구

본 연구에서 우선 자사주 매입의 공시 효과를 알아보기 위해 취득 공시일 전후로 주식의 비정상수익률을 사건연구를 통하여 살펴보고, 자사주매입 기간에 대주주가 주식을 매도하는 기업의 특성을

6) 우리나라의 경우 기관투자자는 은행을 비롯하여 증권회사, 보험회사, 투자신탁회사, 종합금융회사, 상호신용금고, 정부관리 기금, 민간기금, 각종 공제회 등으로 구성되어 있다.(법인세법 시행령 제23조)

7) 우리나라에서는 자사주 취득신고서를 제출한 상장법인이 신고서를 제출한 후 3일이 경과한 날로부터 3개월 이내에 금융감독위원회가 정한 방법에 따라 매입할 수 있다.

파악하기 위해 횡단면 다중회귀분석을 실시하였다. 사건연구 방법을 이용하여 자사주매입에 대한 공시 시점의 시장반응을 측정한다. 사건연구는 전통적인 분석절차를 따랐다.

첫째, 각 개별기업의 자사주매입 공시일을 사건 일로 놓고 자사주매입 공시일 이전 60($t=-60$)일부터 자사주매입 공시일 이전 2($t=-2$)일까지의 총 59일의 일별 주가수익률과 일별 시장수익률을 추출하였다.

둘째, 정상수익률을 계산하기 위하여 추출된 일별 주가수익률과 일별 시장수익률을 이용하여 각 개별증권의 상수항과 베타계수를 추정하였다.

그리고 공시일과 공시일 전후 1일간의 초과수익률을 계산하기 위하여 공시일과 공시일 전후 1일간의 실제수익률에서 정상수익률을 차감하여 자사주매입을 공시한 기업 i 의 t 시점에서의 일별 초과수익률(abnormal return: AR)을 계산하였다. 이러한 AR_{it} 를 특정시점 t 의 표본기업들 전체에 대하여 평균함으로써 t 시점에서의 평균초과수익률(average abnormal return: AAR)을 구했다. 또한 개별기업 i 의 AR_{it} 를 일정한 기간동안(t_0 부터 t_1 일까지) 누적적으로 합한 개별기업 i 의 누적초과수익률(cumulative abnormal return: CAR)을 계산하였다. 공시일과 공시일 전후 1일간의 누적초과수익률(CAR)은 자사주매입에 대한 공시시점의 시장반응을 알아보기 위해 사용하였다.

3.2.2 횡단면 다중회귀분석

자사주매입 공시 후 대주주의 주식 매도율이 어

떠한 효과로 설명될 수 있는가를 검증하기 위하여 다음과 같은 회귀분석 모형을 사용한다.

$$\begin{aligned} SSR_i = & \beta_0 + \beta_1 \cdot B/M_i + \beta_2 \cdot IIR_i \\ & + \beta_3 \cdot ISize_i + \beta_4 \cdot PCAR_i \\ & + \beta_5 \cdot CAR_i + \beta_6 \cdot Market_i \\ & + \beta_7 \cdot Chaebol_i + \epsilon_i \end{aligned}$$

즉, 대주주의 주식매도율(SSR)은 저평가 변수로 사용한 장부가-시가 비율(B/M)과 기관투자자의 투자비율(IIR), 기업의 규모(Size), 과거의 누적초과수익률(PCAR), 공시일 전후 3일간의 누적초과수익률(CAR)에 영향을 받을 것으로 예상된다. 또한 거래시장과 대규모기업집단의 영향을 통제하기 위해 시장더미(Market)와 재벌더미(Chaebol)를 포함한다. 위의 모형에서 사용된 변수는 다음과 같이 정의하였다.

(1) 대주주의 주식매도율(SSR)

자사주매입 공시 후 대주주가 자신의 주식을 얼마나 많이 매도하는 지를 측정하기 위한 변수로 대주주의 주식매도율(stock sales ratio, SSR)을 사용한다. 대주주의 주식매도율(SSR)은 대주주가 자사주 매입 기간내에 매도한 주식의 총수를 공시일 전·후의 월평균 거래량으로 나누어서 계산하였다. 대주주의 매도 자료는 최대주주 등 소유주식변동신고서에서 구했는데, 2000년 4월부터는 전자공시시스템에서 그 이전 자료는 금융감독원에서 확인하였다.⁸⁾

8) 상장법인의 주식 등을 대량보유(본인과 그 특별관계자가 보유하게 되는 주식 등의 수의 합계가 당해 주식 등의 총수의 100분의 5 이상인 경우를 말한다)하게 된 자는 보유일로부터 5일 이내에 그 보유목적과 보유사항을, 1% 이상 변동시에는 그 변동사항을 금융감독원과 거래소에 보고·공시해야 한다.

SSR = 매도한 주식의 수 ÷ 공시 전·후의 월
평균거래량

(2) 장부가-시가 비율(B/M)

저평가의 변수로 사용된 장부가-시가 비율(book-to-market ratio, B/M)은 회계연도 말 장부상의 자본총계를 주식의 시장가치로 나눈 값으로 측정하였다. 이 비율이 높으면 시장가치가 장부가치보다 낮다는 것을 의미하여 주식이 저평가되어 있다고 할 수 있다.

$$B/M = \text{회계연도 말 장부상의 자본총계} \div \text{주식의 시장가치}$$

(3) 기관투자자의 투자비율(IIR)

기관투자자는 경영자를 감시·견제하는 기능을 하므로 기관투자자의 투자비율(institutional investors ratio, IIR)이 높으면 경영에 대한 감독이 잘 이루어져 경영자는 자신의 부를 극대화시키기 위한 의사결정을 하기 어려울 것이라는 예측에 따라 대주주의 지분 변동에 영향을 미치는 변수로 기관투자자의 투자비율(IIR)을 고려하였다.⁹⁾

$$IIR = \text{기관투자자의 보유 주식수} \div \text{총 주식수}$$

(4) 기업의 규모(Size)

일반적으로 규모가 작은 중소기업은 대기업에 비하여 시장에서 관심을 적게 받기 때문에 중소기업의 경영자가 대기업의 경영자보다 자신의 이익을 극대화하기 위한 의사결정을 할 가능성이 더 크다

고 생각하여 포함시킨 변수이다. 이 변수는 기업의 총자산에 자연로그를 취하여 구하였다.

(5) 공시일 이전의 초과수익률(PCAR)

대주주의 지분 변동에 영향을 주는 변수로 공시일 이전의 누적초과수익률(Pre-announcement CAR: PCAR)을 사용하였다. 공시일 이전의 누적 초과수익률(PCAR)은 공시 60일전부터 공시 2일전까지의 시장수익률을 초과하는 수익률을 누적하여 측정하였다.

Comment and Jarrell(1991)은 공시일 이전에 음(-)의 누적비정상초과수익률의 크기가 큰 기업일수록(저평가의 크기가 클수록), 공시 이후의 추가반응은 상대적으로 더 크게 나타난다는 것을 보였다. 따라서 공시일 이전의 누적초과수익률(PCAR)과 자사주 매입 공시 후의 대주주 주식매도비율은 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

(6) 공시일과 공시전후일(-1일부터 1일까지)의 누적초과수익률(CAR)

자사주매입 공시 후 주가가 많이 상승하게 되면 대주주가 주식을 매도하는 경향이 클 것으로 예상하여 공시시점의 추가상승 정도를 나타내는 공시일과 공시전후일(-1에서 1까지)의 누적초과수익률(CAR)을 변수로 사용하였다.

3.3 표본의 선정 및 자료수집

본 논문은 1999년 5월부터¹⁰⁾ 2001년 12월까지 저평가를 자사주매입의 동기로 공시한 유가증권시

9) 기관투자자 비율은 한국상장회사협의회에서 제공하는 TS2000에서 구하였다.

10) 코스닥 기업의 경우 1998년 5월 증권거래법 개정으로 1999년 5월 12일부터 자사주매입가능범위에 포함되었다.

〈표 1〉 연도별 자기주식 취득 공시건수

연 도	유가증권시장		코스닥 시장	
	전 체	저평가	전 체	저평가
1999	113	90(79.6)	30	18(60.0)
2000	285	186(65.3)	207	129(62.3)
2001	243	138(56.8)	216	136(63.0)
합 계	641	414(64.6)	453	283(62.5)

()안은 전체에서 차지하는 %비율을 나타냄

장과 코스닥 상장기업을 대상으로 하였다. 공시자료는 금융감독원의 전자공시시스템(DART)을 이용하여 얻었다. 표본은 다음과 같은 조건으로 구성되었다.

- (1) 저평가를 자사주 매입의 동기로 공시한 증권 선물거래소 상장기업을 포함하였다.
- (2) 금융·서비스업을 제외한 제조업만을 대상으로 하였다.
- (3) 자사주매입의 방법 중에 본 논문에서는 직접 매입만을 대상으로 하였다.¹¹⁾
- (4) 사건기간이 중복되는 공시는 제외하였다.

자사주 매입을 공시하는 기업은 취득 목적을 공시해야 하는데, 본 연구의 목적에 부합한 표본은 자사의 주식이 저평가되어 있다고 공개적으로 언급한 기업이다. 구체적으로 변진호(2004)의 연구에서처럼 “주가안정, 주주가치 증대, 주식 가격의 저평가”를 모두 저평가를 알리는 목적의 정보신호로 분류하였다. 연구 기간내에 위의 조건을 충족하는 표본은 290개이며, 이 표본 중 자사주매입 공시

후 주식을 매도한 표본의 수는 101개였다. 〈표 1〉은 자기주식 취득의 연도별 분포를 나타낸 것이다. 자사주매입의 목적에는 저평가, 경영권 안정, 임직원 성과보상 등의 여러 가지가 있지만 저평가의 자사주매입이 60% 이상의 비중을 차지한다.

표본 기업의 재무제표 자료는 한국상장회사협의회에서 제공하는 TS2000과 한국신용평가정보(주)에서 제공하는 KIS-FAS를 이용하여 획득하였으며 주가수익률에 대한 정보는 한국신용평가정보(주)에서 제공하는 KIS-SMAT과 한국증권연구원에서 제공하는 KSRI Stock Database를 이용하여 구하였다. 저평가를 자사주매입의 동기로 공시한 기업 중에서 표본자료의 조건을 만족하는 290개의 표본(Panel A)과 101개의 대주주 매도 기업(Panel B)에 대한 기술통계량이 〈표 2〉에 제시되어 있다.¹²⁾

〈표 2〉를 보면, 공시일 전·후(3일간)의 평균 누적초과수익률(CAR)은 3.98%로 자사주 매입 공시에 대한 시장의 반응은 양(+)의 초과수익률을 나타냈으며, 공시일을 기준으로 -60일부터 -2일까지

11) 직접매입의 매입기간이 공시후 3개월간으로 정해져 있는 것과는 달리 간접매입의 매입기간은 정확하게 찾을 수 없기 때문에 분석에서 제외하였다. 간접매입은 자사주 펀드와 은행의 특정금전신탁 제도로 나누어 볼 수 있다(정성창, 이용교, 1996, 2001 참조).

12) 총 290개 기업 중에 30개가 대규모 기업집단(30대 재벌 계열기업)에 속하는 기업이었다. 대규모 기업집단 기업에서 대주주 매도기업은 11개이고 19개는 비매도 기업이었다. 대규모 기업집단에 대한 정보는 〈표 7〉에서 살펴볼 수 있다.

〈표 2〉 표본의 기술통계량

Panel A: 전체 표본(N=290)

변수	변수 정의	평균	중앙값	표준편차	최대값	최소값
B/M	장부가-시가 비율	2.01	1.32	2.26	15.84	0.05
IIR	기관투자자 비율 ¹⁾	10.48	8.61	7.25	36.69	3.06
log Size	총자산의 자연로그	23.07	25.08	4.15	30.92	15.83
PCAR	59-days(-60,-2)CAR(%)	-8.53	-7.83	30.40	102.21	-110.58
CAR	3-days(-1,1) CAR(%)	3.98	3.56	8.91	30.48	-20.69
BHR	3개월간 보유수익률	12.59	6.04	44.21	338.15	-68.41

1) 총주식의 3%미만 보유한 경우는 제외하였음

Panel B: 대주주 매도 기업(N=101)

변수	변수 정의	평균	중앙값	표준편차	최대값	최소값
B/M	장부가-시가 비율	1.66	1.04	1.78	11.33	0.05
IIR	기관투자자 비율	12.71	10.41	9.29	36.69	3.06
log Size	총자산의 자연로그	22.59	24.84	4.44	30.92	15.83
PCAR	59-days(-60,-2)CAR(%)	-6.18	-7.83	32.12	92.45	-88.21
CAR	3-days(-1,1) CAR(%)	3.91	2.51	9.64	30.48	-19.05
SSR	대주주의 주식매도율	10.82	6.39	11.89	58.73	0.0002
BHR	3개월간 보유수익률	21.88	12.68	62.55	338.14	-65.69

지의 사전 누적초과수익률(PCAR)은 -8.53%로 나타나 주가가 하락하고 있는 상황에서 자사주 취득 결정이 이루어진 것을 알 수 있다. 이는 이전의 선행연구인 정성창, 이용교(1996), 우춘식, 신용균(1996), 김철교(1997)의 결과와 일치하는 것이라고 할 수 있다. 이는 대주주 매도기업과 비매도 기업에서도 동일한 결과로 나타났다.

전체표본과 대주주 매도기업을 비교해 보면, 첫째 저평가 정도에서 전체표본이 매도기업에 비해 저평가 정도가 크다고 추정할 수 있다. 저평가 정도를 측정하는 장부가-시가 비율에서 매도기업은 1.66으로 전체표본의 2.01에 비해 낮음을 볼 수 있다. 저평가의 정도를 매입 공시 이전의 초과수익

률(PCAR)을 통해서도 볼 수 있다. 전체 표본의 PCAR는 -8.53%로 매도기업의 -6.18%에 비해 낮음을 볼 수 있다. 둘째, 자사주 매입 공시 후 원 수익률(raw return)로 측정된 3개월간의 기간보유 수익률(buy-and-hold return, BHR)에서 차이가 있음을 알 수 있다. 대주주 매도기업의 BHR는 21.88%로 전체표본의 12.59%에 비해 높은 수익률을 보이고 있음을 발견할 수 있다. 이는 매도기업의 경우에 자사주 매입기간인 3개월 내에 수익률의 상승이 높았다는 것을 의미한다. 매도기업과 비매도 기업의 비교는 다음 장에서 보다 상세히 살펴보도록 한다.

IV. 실증분석 결과

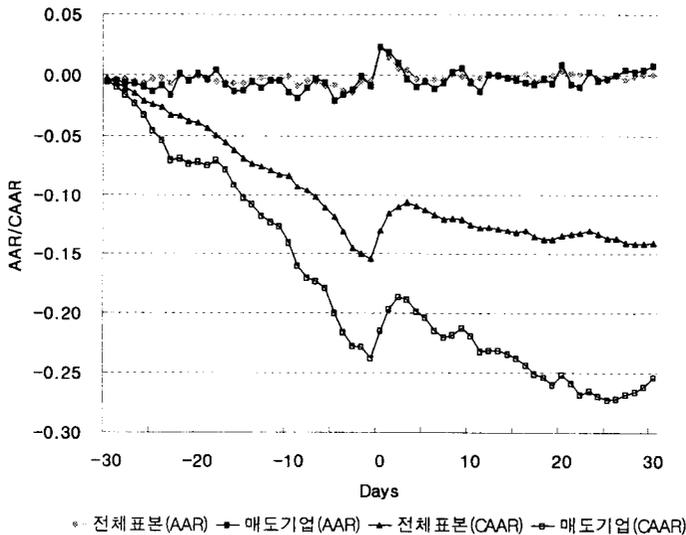
4.1 자사주매입 공시에 대한 시장반응

저평가를 자사주매입의 목적으로 공시한 기업 중 표본자료의 조건을 만족하는 290개의 전체표본, 101개의 매도기업을 대상으로 자사주매입 공시일 전·후 30일간의 평균초과수익률(AAR)과 누적평균초과수익률(CAAR)을 <그림 1>로 나타내었다. 전체표본과 매도기업 모두 자사주 취득 공시일을 기준으로 하여 -30일부터 -1일까지는 지속적으로 음(-)의 평균초과수익률(AAR)을 보이다가 0일부터 3일까지 양(+)의 평균초과수익률(AAR)이 나타났으며, 이러한 공시 시점에 나타난 유의적인 주

가 상승은 자사주매입에 대한 시장반응이 긍정적이라는 선행연구의 결과를 뒷받침하는 것이다.

통계적 유의성을 검증하지는 않았지만, 흥미로운 사실은 공시 이전 30일부터의 추가하락을 보면 매도기업에서 더 큰 하락이 발생했음을 알 수 있다. 이것은 공시 -60일에서 -2일까지의 PCAR에서 관찰된 매도기업의 추가하락이 전체표본의 PCAR에 비해 작았던 결과와는 대조되는 것으로 매도기업의 주가가 자사주 매입을 공시하기 직전에 더 많이 하락하고 있음을 보여주는 것이다. 또한 공시 이후 30일간의 누적초과수익률의 추이를 보면 전체기업의 초과수익률은 공시시점에 상승한 이후에 어느 정도 유지되고 있는데 비해 매도기업의 누적초과수익률은 지속적으로 감소하고 있음을 볼 수 있다.¹³⁾ 이러한 결과는 변진호(2004)의 연구에서 발견한

<그림 1> 공시일 전·후 30일간의 평균초과수익률(AAR)과
누적평균초과수익률(CAAR)



13) <표 2>에서 매도기업의 3개월간 보유수익률(BHR)은 전체표본의 BHR에 비해 높은 것으로 나타났는데, 보유수익률은 초과수익률(abnormal return)이 아닌 원수익률(raw return)을 측정하는 것이다.

허위공시 기업의 장기성고가 저평가 공시기업의 성과보다 낮은 결과와 일치하는 것이다.

유가증권시장 기업과 코스닥시장 기업의 자사주매입 공시에 있어서 어떤 특징이 있는지를 알아보기 위해 시장별 시장반응을 비교하였다. 이를 위하여 전체 290개의 표본 중 184개의 유가증권시장 기업과 106개의 코스닥 기업의 두 집단으로 분류하였다. 공시일과 공시 전·후일을 포함한 공시시점 3일간의 평균 누적초과수익률을 이용하여 유가증권시장 기업과 코스닥시장 기업의 자사주매입에 대한 공시효과를 검증한 결과 유가증권시장 기업의 3일간의 평균 누적초과수익률은 4.92%로 나타났고, 코스닥시장 기업의 평균 누적초과수익률은 2.33%로 나타났으며 평균 누적초과수익률의 차이는 5% 수준에서 유의하였다. 이는 투자자들이 코스닥 기업의 자사주매입보다는 유가증권시장에서 발생하는 자사주매입을 더 의미 있는 사건으로 인식한다고 해석할 수 있으며 따라서 유가증권시장을 더 신뢰한다고 해석할 수 있다.

4.2 대주주 매도 기업과 비매도 기업의 비교

자사주매입 공시 후 대주주의 매도거래가 발생한

101개의 표본과 매도거래가 발생하지 않은 189개의 표본을 대상으로 t검정을 실시하였으며 <표 3>은 그 결과를 보여준다.¹⁴⁾

<표 3>에서 보는 바와 같이 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업과 매도하지 않는 기업은 저평가의 대응변수로 사용한 B/M과 기관투자자의 투자비율을 나타내는 IIR에서 통계적으로 유의적인 차이를 보여주고 있다. 자사주매입 공시 이전에 저평가 정도가 작을수록 공시 이후에 경영자가 주식을 매도할 것으로 예상하였는데 예상한 대로 주식을 매도하지 않는 집단의 저평가 정도가 더 큰 것으로 나타났다. 또한 저평가 변수라고 할 수 있는 공시 이전의 누적초과수익률(PCAR)도 통계적으로 유의하지는 않았지만 B/M과 마찬가지로 주식을 매도하지 않는 집단의 저평가 정도가 큰 것으로 나타났다. 이는 Fried(2001)가 제시한 경영자의 기회주의 가설을 뒷받침하는 증거일지도 모른다. 기업의 가치가 정말 저평가되어 있다면 경영자는 주식을 매도하지 않아야 이익을 얻을 수 있다. 하지만 아래의 <표 3>에서 보면 매도하는 집단의 저평가 정도가 더 작은 것으로 나타나므로 자사주매입 공시 후 주식을 매도하는 기업의 자사주매입 공시는 허위일 가능성이 있다.

<표 3> 대주주의 매도거래 발생기업과 비매도 기업의 비교

	N	B/M	IIR	log SIZE	PCAR	CAR	3개월 BHR
매도	101	1.66	5.98	22.59	-6.18	3.91	21.88
비매도	189	2.19	4.14	23.33	-9.78	4.01	7.63
t-값 (p-value)		-2.11** (0.036)	2.00** (0.047)	-1.41 (0.162)	1.30 (0.192)	0.02 (0.981)	2.64*** (0.009)

*, **, ***은 각각 0.10, 0.05, 0.01수준에서 유의함.

14) 중앙값에 대한 윌콕슨 순위검정도 동일한 결과를 얻어 본문 제시는 생략하였다.

기관투자자의 투자비율을 나타내는 IIR은 매도 집단이 비매도 집단보다 통계적으로 유의하게 높은 것으로 나타났다. 기관투자자는 기업의 경영자를 감시하는 기능을 하기 때문에 자사주매입 공시 후 주식을 매도하는 집단은 기관투자자의 투자비율이 낮을 것으로 예상하였으나 예상과는 반대로 매도집단의 기관투자자비율이 더 높은 것으로 나타났다. Agrawal and Mendelker(1990)는 기관투자자가 주식시장에서 외부 감시자로서 상당히 중요한 역할을 수행한다고 보았으나 <표 3>에서 보여준 결과는 기관투자자가 시장에서의 경영자를 감시하는데 충분한 역할을 수행하지 못하는 것으로 보인다.

반면에 기업의 규모(log SIZE)는 비매도 기업에서 더 크게 나타났으나 통계적으로 유의하진 않았다. 또한 공시일의 시장반응을 나타내는 누적초과 수익률(CAR)은 거의 차이가 없는 것으로 나타났으며 통계적 유의성도 없었다.

유가증권시장 기업과 코스닥시장 기업에 있어서 이러한 자사주 매입 후 대주주 매도 거래에 있어서 어떤 특징이 있는지를 알아보기 위하여 거래시장별로 자사주매입 공시 후 대주주의 매도거래 발생기업과 비매도 기업을 비교하기 위해 t검정을 실시하였다. <표 4>는 거래시장별 자사주매입 공시 후 대주주의 매도거래 발생기업과 비매도 기업에 대한 t

<표 4> 거래시장별 매도거래 발생기업과 비매도 기업의 비교

Panel A: 시장별 기업 비교(N=290)

	N	B/M	IIR	log SIZE	PCAR	CAR	3개월 BHR
유가증권	184	2.64	5.504	26.087	-10.51	4.92	7.06
코스닥	106	0.92	3.535	17.837	-5.09	2.33	22.19
t-값 (p-value)		6.73*** (0.000)	2.42** (0.016)	56.99*** (0.000)	-1.47 (0.144)	2.41** (0.017)	-2.84*** (0.005)

*, **, ***은 각각 0.10, 0.05, 0.01수준에서 유의함.

Panel B: 유가증권시장 상장기업(N=184)

	N	B/M	IIR	log SIZE	PCAR	CAR	3개월 BHR
매도	56	2.21	7.631	26.415	-9.05	5.74	10.01
비매도	128	2.83	4.573	25.943	-11.15	4.57	5.78
t-값 (p-value)		-1.53 (0.127)	2.72** (0.007)	2.21** (0.028)	0.49 (0.622)	0.86 (0.392)	0.98 (0.331)

*, **, ***은 각각 0.10, 0.05, 0.01수준에서 유의함.

Panel C: 코스닥시장 상장기업(N=106)

	N	B/M	IIR	log SIZE	PCAR	CAR	3개월 BHR
매도	45	0.97	3.932	17.833	-2.60	1.62	36.65
비매도	61	0.87	3.243	17.840	-6.92	2.85	11.52
t-값 (p-value)		0.59 (0.558)	0.61 (0.544)	-0.05 (0.964)	0.60 (0.547)	-0.66 (0.514)	2.07** (0.042)

*, **, ***은 각각 0.10, 0.05, 0.01수준에서 유의함.

검정의 결과이다.

유가증권시장과 코스닥시장에 속한 기업을 비교한 Panel A를 보면 상장된 시장에 따라 주가반응에서 큰 차이가 있음을 볼 수 있다. 이것은 코스닥 기업보다 유가증권 시장의 기업 공시에 대해 더 크게 반응하고 있음을 의미한다. 이외에 저평가를 측정하는 B/M과 PCAR에서도 유가증권시장이 더 많이 저평가되어 있었는데, 이는 저평가의 정도가 클수록 시장의 반응이 크다는 선행연구와도 일치하는 결과이다. 기관투자자의 투자비율에서 유가증권 시장 기업의 비율이 높았으며 기업의 규모에서도 유가증권시장 상장기업이 큰 것으로 나타났다. 공시 후 자사주 매입 기간내의 보유기간수익률을 살펴보면 코스닥 시장 기업이 통계적으로 유의적으로 유가증권 시장 기업을 앞서고 있음을 볼 수 있다. 이것은 공시 이후에 만일 대주주가 주식을 매도할 경우 더 많은 이익을 얻을 수 있음을 의미한다. 시장별 매도기업과 비매도 기업의 특성을 비교하기 위해 추가적인 분석을 실시하였다.

Panel B에서 유가증권시장 상장기업 표본에서 대주주의 매도거래 발생기업과 비매도 기업을 비교한 결과 기관투자자의 투자비율이 매도 표본에서 유의하게 높은 것으로 나타났으며 기업의 규모도 매도 표본에서 유의하게 큰 값이 나타났다. 장부가-시가 비율은 전체 표본의 결과와 같이 비매도 표본의 저평가 정도가 크게 나타났으나 통계적인 유의성은 없었으며 공시전의 초과수익률과 공시일 전·후의 초과수익률 또한 전체 표본의 결과와 유사한 결과를 보였다. 매도기업의 특성은 코스닥 기업에서도 유사한 결과를 보이고 있다.

코스닥 기업에 대한 t검정 결과는 <표 4>의 Panel C에 제시되어 있다. 코스닥 기업의 경우 B/M과 기관투자자 비율에서 매도 기업과 비매도

기업간에 통계적으로 유의적인 차이를 발견하지 못했다. B/M과 IIR 비율이 유가증권시장 기업보다 낮은 것으로 나타났는데, B/M은 표본 기간 중에 코스닥 기업의 주식의 시장가치가 장부가치에 비해 크기 때문이고 IIR은 코스닥 기업에 대한 기관투자자의 투자가 유가증권 시장보다 작기 때문인 것으로 생각된다. 코스닥 기업의 규모는 아주 미미한 차이로 비매도 표본에서 더 높게 나타났으며 PCAR은 매도 표본에서 더 높았고, CAR은 비매도 표본에서 더 높게 나타났다. 공시시점의 시장반응을 나타내는 CAR의 경우 유가증권시장 기업에서는 매도 표본에서 더 크게 나타났으나 코스닥 상장기업의 경우엔 비매도에서 더 크게 나타났다. 이것은 코스닥 시장의 자사주 매입 공시에 대한 시장의 신뢰도가 유가증권시장에서 보다 떨어지고 특히 매도기업에 대한 시장의 신뢰가 비매도 기업에 비해 작다는 것을 의미한다.

코스닥 기업에서 나타난 가장 큰 특징은 공시 이후 3개월간의 매입기간 중에 매도기업의 BHR이 36.65%로 비매도 기업의 11.52%에 비해 3배가 넘고 통계적으로 유의적이라는 것이다. 즉 코스닥 시장의 자사주 매입 공시 기업 중에서 대주주의 매도행위가 발생한 기업의 경우에 주가 상승률이 비매도 기업의 경우보다 높았다는 것을 의미한다. 매도기업의 주가수익률이 통계상 유의적으로 비매도 기업보다 큰 것은 바로 대주주가 주가가 상승해서 이익을 낼 수 있는 경우에만 매도행위를 했음을 의미한다고 해석이 가능하다. 따라서 코스닥 기업에서 발생한 대주주 매도행위가 기회주의적인 동기에서 유발되었을 가능성이 유가증권 시장에서 보다 크다고 할 것이다.

4.3 대규모기업집단 기업과 비대규모기업집단 기업의 비교

자사주 매입을 공시한 290개의 표본 중 대규모 기업집단에 속하는 기업은 30개 기업으로 전체의 약 10.3%에 속하고 대부분의 공시기업은 대규모 기업집단에 속하지 않는 기업이었다.¹⁵⁾ 대규모 기업집단은 30대 재벌기업으로 정의하였고, 해당연도에 30대 재벌기업에 속하는 계열사를 대규모 기업집단 기업으로 하였다. 두 집단을 대상으로 t검정을 실시하였으며 <표 5>는 그 결과를 보여준다.

우선 기업의 규모와 기관투자자의 투자비율에 있어서 대규모기업집단에 속한 기업이 상대적으로 큰 것으로 나타났다. 또한 재벌소속 기업이 비기업집단에 비해 통계적으로 유의적이지는 않지만 저평가 정도가 크고 시장반응은 작은 것으로 나타났다. 마지막으로 공시 후 주가 수익률을 보면 비집단에 비해 기업집단의 BHR가 낮으며 심지어 음(-)의 값을 가지고 있음을 보여주었다. 따라서 대규모기업집단에 속한 기업의 대주주가 매도 행위를 행하였다고 하더라도 양(+)의 보유기간수익률을 얻을 수 없었을 것이다.

4.4 가설 검증

지금까지 사건연구에서 t검정을 통해 유의적인 차이가 측정된다 하더라도 그 사실만으로는 자사주 매입 공시 후 주식을 매도하는 기업이 어떤 특징을 가지고 있는지 알 수 없으므로 이를 파악하기 위해서 횡단면 다중회귀분석을 실행하였다.

본 회귀분석에서는 전체 290개의 표본 중에서 자사주매입 공시 후 대주주의 매도거래가 발생한 101개의 표본만을 대상으로 하였으며, 대주주의 주식매도율(SSR)을 종속변수로 하고 기업의 장부 가치대 시장가치비율(B/M), 기관투자자의 투자비율(IIR), 기업의 규모(log SIZE), 공시일 이전의 누적초과수익률(PCAR), 공시 시점의 시장반응(CAR)을 독립변수로 하여 자사주매입 공시 후 주식을 매도하는 기업의 특성을 파악하고자 다중회귀분석을 실행하였다. 변수들간의 상관관계 분석결과가 <표 6>에 제시되어 있으며, 횡단면 다중회귀분석의 결과는 <표 7>에 요약되어 있다.

<표 7>에 나타난 회귀분석 결과를 살펴보면 기관 투자자의 투자비율(IIR), 기업의 규모(log SIZE), 공시 전의 누적초과수익률(PCAR), 공시일과 공시

<표 5> 대규모기업집단 기업과 비대규모기업집단 기업의 비교

	N	B/M	IIR	log SIZE	PCAR	CAR	3개월 BHR
비집단	260	1.91	4.44	22.68	-8.20	4.09	14.47
기업집단	30	2.85	7.77	26.45	-11.30	2.97	-3.70
t-값 (p-value)		-2.16** (0.032)	-2.60*** (0.009)	-4.90*** (<0.001)	0.53 (0.597)	0.65 (0.515)	2.15** (0.033)

*, **, ***은 각각 0.10, 0.05, 0.01수준에서 유의함. 기업집단그룹은 30대재벌 대규모기업집단에 속하는 기업이며, 비집단그룹은 비대규모기업집단 기업임.

15) 대규모 기업집단의 표본 수가 작아서 매도기업(n=11)과 비매도기업(n=19)을 비교하는 통계적인 분석을 생략하였다. 참고로 매도 기업의 평균 BHR는 4.3%로 비매도기업의 BHR인 -8.33%보다 큰 것으로 나타났다.

〈표 6〉 대주주 매도기업의 변수간 상관관계 분석결과

	SSR	B/M	IIR	log SIZE	PCAR	CAR	Market	Chaebol
대주주 매도율(SSR)	1.000	-0.079	0.379***	-0.029	0.043	0.149	0.028	-0.036
장부가-시가(B/M)		1.000	0.017	0.378***	-0.039	0.089	-0.349***	0.255***
기관투자자비율(IIR)			1.000	0.287***	-0.134	-0.051	-0.217**	0.221**
규모(log SIZE)				1.000	-0.082	0.179*	-0.965***	0.403***
공시전CAR(PCAR)					1.000	-0.298***	0.100	-0.037
초과수익률(CAR)						1.000	-0.213**	-0.033
시장(Market)							1.000	-0.313***
기업집단(Chaebol)								1.000

주) 1. *, **, ***은 각각 0.10, 0.05, 0.01수준에서 유의함.

2. 시장(0=유가증권시장, 1=코스닥시장), 기업집단(0=비대규모기업집단, 1=30대제별 대규모기업집단)

〈표 7〉 매도기업에 대한 다중회귀분석 결과

변 수	종속변수(SSR = 대주주의 주식매도율)				
상수항	0.337** (2.19)	0.981 (1.43)	0.312* (1.92)	0.349** (2.33)	0.917 (1.25)
B/M	-0.006 (-0.36)	-0.005 (-0.27)	-0.005 (-0.28)		-0.004 (-0.23)
IIR	0.017*** (4.86)	0.018*** (4.94)	0.018*** (4.87)	0.017*** (4.94)	0.018*** (4.93)
log SIZE	-0.013* (-1.77)	-0.037 (-1.42)	-0.012 (-1.51)	-0.014** (-2.07)	-0.035 (-1.23)
PCAR	0.164* (1.74)	0.171* (1.82)	0.163* (1.72)	0.164* (1.75)	0.169* (1.79)
CAR	0.851*** (2.68)	0.819** (2.56)	0.833** (2.59)	0.850*** (2.69)	0.812** (2.52)
시장더미		-0.220 (-0.96)			-0.203 (-0.85)
기업집단더미			-0.053 (-0.52)		-0.028 (-0.26)
F-Value (p-value)	5.70*** (0.0001)	4.90*** (0.0002)	4.76*** (0.0003)	7.16*** (0.0001)	4.17*** (0.0005)
R-square (adjusted)	23.08 (19.03)	23.83 (18.97)	23.30 (18.40)	22.97 (19.76)	23.88 (18.16)

주) 1. 표시된 값은 회귀계수를 말하고()안의 값은 t값을 표시함.

2. *, **, ***은 각각 0.10, 0.05, 0.01수준에서 유의함.

3. 시장더미(0=유가증권, 1=코스닥), 기업집단더미(0=비대규모기업집단, 1=30대제별 대규모기업집단)

전후 3일간의 누적초과수익률(CAR)은 자사주매입 공시 후 대주주의 주식매도율(SSR)과 관계가 있는 것으로 나타났다. 반면에 시장더미와 기업집단 더미 그리고 B/M은 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타났다. 통계적으로 유의적이지는 않지만 시장더미와 기업집단더미의 부호는 음(-)으로 나타났다. 이것은 코스닥 시장의 매도기업에서 대주주의 주식매도율이 유가증권 시장의 매도기업에서 보다 낮고, 대규모 기업집단에 속한 매도기업의 주식매도율이 낮은 것을 의미한다.

결과에 의하면 자사주매입 공시 후 주식을 매도하는 기업은 공시전 수익률이 크고, 기관투자자의 투자비율이 높으며, 기업의 규모가 작고, 공시시점의 시장반응이 큰 것으로 나타났다. 이를 구체적으로 살펴보면 다음과 같다.

4.4.1 공시 전 저평가 정도와 대주주의 매도 거래
장부가가치가 비율(B/M)을 공시 전 저평가 정도를 나타내는 저평가의 대응변수로 사용하여 공시전의 B/M이 크면(저평가가 많이 되어있으면) 공시 후 주가가 많이 상승할 것이므로 주식을 덜 매도할 것으로 예상하여 음(-)의 값을 가질 것으로 예상하였다. 회귀분석 결과는 음(-)의 값을 나타냈으나 통계적 유의성은 없었다. 또한 공시 전의 주가 하락정도를 나타내며 역시 저평가 변수라고 할 수 있는 공시 전의 누적초과수익률(PCAR)은 양(+)의 값을 가질 것으로 예상하였고 결과는 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 앞서 살펴본 자사주매입 공시 후 매도거래 발생기업과 비매도 기업의 표본을 비교한 것과 일치하는 결과로 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업은 공시 전에 저평가가 덜된 기업이라고 할 수 있다. 비매도 표본의 B/M 평균은 2.20이며 매도

표본의 평균은 1.66으로 0.54의 유의적인 차이가 존재하였고, 회귀분석 결과에서도 저평가가 덜된 기업의 대주주가 공시 후 주식을 매도하므로 결과적으로 볼 때 저평가가 덜된 기업에서 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도한다고 해석할 수 있다. Fried(2001)는 경영자가 자신의 이익을 극대화하기 위해 자사주매입의 허위공시를 할 수 있다는 가능성을 제시하였다. 따라서 위의 결과로 미루어보아 자사주매입 공시 후에 주식을 매도하는 기업의 자사주매입 공시는 허위정보일 가능성이 있다고 해석할 수 있다.

4.4.2 기관투자자의 투자비율과 대주주의 매도 거래

기관투자자는 경영자를 감시·견제하는 기능을 하기 때문에 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업은 기관투자자의 투자비율(IIR)이 낮을 것으로 예상하여 음(-)의 값을 가질 것으로 예상하였으나 분석결과는 양(+)의 값을 나타냈다. Agrawal and Mendelker(1990)는 기관투자자가 주식시장에서 외부감사자로서 상당히 중요한 역할을 수행한다고 보았지만 본 연구의 결과는 우리나라의 기관투자자가 대주주의 매도행위를 방지하는 역할을 제대로 수행하지 못하고 있다는 것으로 해석된다.

4.4.3 기업규모와 대주주의 매도 거래

일반적으로 규모가 작은 기업은 대기업에 비하여 시장에서 관심을 적게 받기 때문에 중소기업의 경영자는 대기업의 경영자보다 자신의 이익을 취하기 위해 행동하는 대리인 문제가 발생할 가능성이 크다. 따라서 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업의 규모는 작을 것으로 예상하여 음

(-)의 회귀계수를 가질 것으로 예상하였다. 분석 결과 기업의 규모는 음(-)의 회귀계수를 가지는 것으로 나타나 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업의 규모는 작을 것이라고 예상한 세 번째 가설과 일치하는 결과를 얻었다. 또한 앞서 보았듯이 자사주매입 공시 후 대주주의 매도거래 발생기업과 비매도 기업을 비교했을 때 비매도 기업의 규모가 더 큰 것으로 나타났으므로 규모가 작으면 시장에서 경영자에 대한 감시가 잘 이루어지지 못한다고 해석할 수 있다. 그러나 이와 같은 결과는 가설과 같이 규모가 작은 기업이 경영자에 대한 감시가 잘 이루어지지 않아 나타난 결과일 수도 있지만, 규모가 작은 기업이 자사주매입을 공시했을 때 주가가 더 많이 상승하여 얻어진 결과일 수도 있다. 김철교(1998)의 연구에서는 소기업일수록 주가상승률이 더 높다는 규모 효과를 확인하였다.

4.4.4 공시시점의 시장반응과 대주주의 매도 거래

공시일과 공시일전후의 누적초과수익률(CAR)은 자사주매입 공시 후 주가가 많이 상승하게 되면 대주주가 주식을 매도하는 경향이 클 것으로 예상하여 양(+)의 회귀계수를 가질 것으로 예상하였다. 분석결과 CAR은 양(+)의 회귀계수를 가지는 것으로 나타났다. 따라서 공시 후 주가의 상승 정도가 클수록 대주주는 주식을 많이 매도한다고 해석된다.

V. 결론

본 연구는 저평가를 자사주 매입의 목적으로 직접매입을 공시한 290개 표본을 대상으로 자사주매

입 공시에 대한 시장반응을 분석하였다. 또한 자사주매입 공시 후 대주주의 매도거래가 발생하는지를 살펴보고, 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업과 매도하지 않는 기업은 어떠한 차이를 가지고 있는지 알아보기 위해 매도거래가 발생한 기업과 비매도 기업에 대한 표본을 비교분석하였으며, 주식을 매도하는 기업은 어떤 특성을 가지고 있는지 파악하기 위하여 횡단면 다중회귀분석을 실시하였다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 자사주매입에 대한 시장반응은 긍정적이었으며, 자사주매입 결정은 주가가 하락하고 있는 상황에서 이루어지는 것으로 나타났다. 매입 공시일 전·후의 초과수익률의 발생여부에 대해 시장모형을 이용하여 분석한 결과 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업 모두 자사주매입 공시일에 유의한 양(+)의 초과수익률을 보였다. 그러나 코스닥시장 상장기업은 유가증권시장 상장기업보다 공시일 이전의 주가하락 정도가 큰 것으로 나타났으며 공시일의 초과수익률은 유가증권시장 기업이 코스닥시장 기업보다 큰 것으로 나타났다.

둘째, 자사주매입 공시 후 대주주의 매도거래가 발생하는지를 살펴본 결과, 전체 290개의 표본 중 3개월의 자사주 매입 기간 중에 매도거래가 발생한 기업은 101개로 약 35%에서 대주주의 매도거래가 나타났다.

셋째, 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업과 매도하지 않은 기업은 어떠한 차이를 가지고 있는지 알아보았다. 그 결과 주식을 매도하지 않은 집단의 저평가 정도가 더 크고 매도 집단의 기관투자자 비율이 더 높은 것으로 나타났다. 이는 저평가가 많이 되었으면 대주주는 주식을 팔지 않는다는 것으로 자사주매입 공시 후 주식을 매도하는 기업의 자사주매입에 대한 저평가 공시는

허위일 가능성이 있다는 것을 의미한다. 기관투자자의 투자비용(IIR)은 매도 집단이 유의적으로 더 높은 것으로 나타나 우리나라의 기관투자자들은 외부 감시자로서 충분한 역할을 수행하지 못하고 있음을 보여주었다.

넷째, 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업의 특성을 파악하기 위하여 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도한 표본을 대상으로 회귀분석을 실행하였다. 공시 전의 주가 하락정도를 나타내며 저평가 변수라고 할 수 있는 공시 전의 누적초과수익률(PCAR)은 대주주 매도율과 양(+)의 값을 가질 것으로 예상하였으며 결과는 예상과 일치하였다. 기관투자자는 경영자를 감시·견제하는 기능을 하기 때문에 대주주가 주식을 매도하는 기업은 기관투자자의 투자비용(IIR)이 낮을 것으로 예상하여 음(-)의 값을 가질 것으로 예상하였으나 분석결과는 양(+)의 값을 나타냈다. 또한 자사주매입 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업의 규모는 작을 것으로 생각하여 음(-)의 회귀계수를 가질 것으로 예상하였으며 결과는 일치하는 것으로 나타나 자사주매입 공시 후 주식을 매도하는 기업의 규모는 작을 것이라고 가설과 일치하는 결과를 얻었다. 그러나 이 같은 결과는 가설과 같이 규모가 작은 기업이 경영자에 대한 감시가 잘 이루어지지 못해서 나타난 결과일 수도 있지만 규모가 작은 기업이 자사주매입을 공시했을 때 주가가 더 많이 상승하여 얻어진 결과일 수도 있다. 마지막으로 공시일과 공시일 전후의 누적초과수익률(CAR)은 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나 자사주매입 공시 후 주가가 많이 상승할수록 대주주는 주식을 많이 매도한다고 할 수 있다.

본 연구의 결과는 자사주매입에 대한 허위정보 신호를 직접적으로 측정할 수 없다는 한계점을 가

지고 있으나, 자사주매입 공시 후 대주주의 매도거래가 발생한 기업의 특성을 파악함으로써 기회주의 가설과 관련된 의미 있는 시사점을 얻었다고 할 수 있다. 저평가를 이유로 내세우는 자사주 매입 공시 기업의 약 35%에서 공시 이후 대주주의 보유주식 매도 행위가 발생한다는 점에서 기회주의 가설의 가능성을 보여주고 있다. 특히 공시 후 3개월이라는 비교적 짧은 기간에서 발생한 대주주의 매도 행위는 일상적인 유동성 거래라기보다는 기회주의적인 행위에 가깝다고 생각된다. 또한 기관투자자의 비율이 높은 주식에서 이러한 현상이 오히려 많이 발생하고 있다는 사실을 발견하였다. 앞으로 시장의 신뢰성 향상 측면에서 향후에 이 분야에 대한 더 깊은 연구가 행해질 여지가 남아 있다고 생각한다.

참고문헌

- 김철교 (1997), "자사주관리가 한국주식시장에 미치는 영향에 관한 실증분석," **재무연구**, 제13호, pp.169-195
- 김철교 (1998), "사건연구에서 비정상수익률모형에 따른 실증분석 결과의 차이: 자사주매입의 경우," **재무연구**, 제15호, pp.134-165
- 변진호 (2004), "저평가 자사주 매입 공시의 허위정보 신호효과와 장기성과," **증권학회지**, 제33집1호, pp. 207-248.
- 우춘식, 신용균 (1996), "주식재매입의 효과에 관한 실증적 연구," **증권금융연구**, 제2권 2호, pp.97-114
- 정성창, 이용교 (2001), "자기주식 매입 전략과 기업의 가치," **재무연구**, 제14권 제1호, pp.59-88
- 정성창, 이용교 (1996), "자사주매입과 자사주펀드 제도의 유효성 분석," **재무연구**, 제11호, pp.241-271
- Agrawal, A. and G. N. Mandelker (1990), Large

- Shareholders and the Monitoring of Managers: The Case of Antitakeover Charter Amendments," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25, 2, pp. 143-161.
- Bagnoli, M., R. Gordon and B. L. Lipman (1989), "Stock Repurchase as a Takeover Defense," *Review of Financial Studies* 2, pp. 423-443.
- Bagwell, L. (1991), "Share Repurchase and Takeover Deterrence," *RAND Journal of Economics*, 22, pp. 72-88.
- Chan, K., Ikenberry, D. and Inmoo Lee (2003), "Do Managers Trade Consistently?: Evidence Linking insider Trading to Actual Share Repurchase Activity," *Unpublished Working Paper*.
- Comment, R. and G. A. Jarrell (1991), "The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases," *Journal of Finance* 46, pp. 1243-1271.
- Fried, Jesse M. (2001), "Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism?," *Theoretical Inquiries in Law*, vol. 2, pp. 865-894
- Ikenberry, D. and T. Vermaelen (1996), "The Option to Repurchase Stock," *Financial Management* 25, pp. 9-24.
- Jensen, M. C. and W. Meckling (1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305-360.
- Kahle, K. (2002), "When a Buyback isn't Buyback: Open Market Repurchases and Employee Options," *Journal of Financial Economics* 63, pp.235-261.
- Masulis, R. W. (1980), "Stock Repurchase by Tender Offer: An Analysis of The Causes of Common Stock Price Change," *Journal of Finance* 35, pp. 305-391.
- Ofer, A. R. and V. Thakor (1987), "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stocks Repurchases and Dividends," *Journal of Finance* 42, pp. 365-394.
- Raad, Elias, and H.K. Wu (1995), "Insider Trading Effects on Stock Returns Open-Market Stock Repurchase Announcements: An Empirical Study," *Journal of Financial Research* 18, pp. 45-57.
- Vermaelen, T. (1981), "Common Stock Repurchase and Market Signalling," *Journal of Financial Economics* 9, pp. 139-183.

Majority Shareholders Selling Behavior after the Repurchasing Announcement: Signaling or Managerial Opportunism?

Jinho Byun* · Min-Kyo Pyo**

Abstract

This paper examines the managerial opportunism hypothesis of stock repurchase announcements by analyzing firms that announced open-market repurchases between 1999 and 2001. Previous studies on open-market repurchases have provided a number of potential explanations for the positive effect to such an announcement, including the tax advantages of share repurchases relative to cash dividends, a signaling of an equity undervaluation, reduction of excess cash flow, takeover deterrence, and stock option funding. Clearly, traditional explanations of open-market repurchase programs such as the undervaluation signaling hypothesis have value and may be a determinant in some cases.

However, a question remains regarding open-market repurchases that has rarely been examined in finance literature: are there any firms who announce a repurchase without having either undervalued shares or any real intention of actual repurchasing them? Studies on false signaling of open-market repurchase have not been documented except by Fried (2001). He suggests a managerial opportunism hypothesis based on the agency theory of Jensen & Meckling (1976). Because there are no direct costs of false signaling regarding open-market repurchase, it is possible for majority shareholders including managers to falsely signal their shares to be undervalued.

Despite Byun (2004) investigates the market reaction and long-term performance of false repurchasing announcements in Korea, he can not find clear evidence of managerial opportunism. He measures managerial ownership changes between before and after the announcement.

* Corresponding Author, Ewha Womans University, Address: 11-1 Daehyun-dong, Seodaemun-ku, Seoul, Korea.

** 21st Century Economy & Society Institute

The problem is that the time lag between the measuring and announcement dates is too long to pinpoint managerial trading. This paper tries to overcome such time discrepancy by analyzing actual managerial trading behavior.

Repurchases announced by 'undervalued' motivation total 290 programs from 1999 to 2001 on Korea Exchange (KRX) which includes both the Stock Exchange and the Kosdaq market. According to the result of verifying actual market, to be profitable, a shareholder should not sell the stock after the buy-back disclosure if the purpose of announcement was undervaluation of the stock. The results show that the majority shareholders selling behavior occurs in about 35% of sample firms within three months period. Relatively less undervalued stocks' majority shareholders tend to sell off the stock after the announcement, which implies the disclosure of repurchasing can be false since the majority shareholders sell their stocks after the announcement.

Our regression result shows that the SSR (stock sales ratio of majority shareholders) is much positively related to firms with higher IIR (institutional investor ratio), higher PCARs (previous cumulative abnormal returns), and higher CARs (cumulative abnormal returns). However, we find no statistical relation between the firm size and the SSR, although the sign is negative. We conduct regression analysis with control variables of Chaebol dummy and stock market dummy. The results also show the SSR has positive relation with IIR, PCARs, and CARs.

It has been anticipated that if the majority shareholder sells after the repurchasing announcement, institutional investors' shares would be low since they closely monitor the corporate management. Yet, the institutional investors tend to have more shares (higher IIR) which means they have a tendency to seek transactional profits rather than act as monitoring investors. In a relatively small scale corporate, majority shareholder tends to sell the stock after the announcement. This may imply inefficient monitoring over the management. Finally, after the announcement, the majority shareholders tend to sell more stocks if the price rises up. Our results suggest that the managerial opportunistic behavior less likely exists in well monitored firms and the institutional investors in Korea provide insufficient monitoring activities.

Key words: Stock Repurchase, Signaling Hypothesis, Agency Problem, False Signaling, Managerial Opportunism Hypothesis