



## A Study on the Relationship between Insider Trading and Stock Repurchase Firms

**Jung Ji Park\***, *Researcher, Gyeonggi Research Institute*

**Jung Soon Shin\*\***, *Professor, Ewha Womans University*

### 〈Abstract〉

This study analyzes insider trading and stock price reactions before and after announcements of stock repurchases and empirically analyzes whether additional information could be provided to the market. In addition, the market response to stock repurchase announcements was analyzed to verify whether there was a difference in the entire stock market, KOSPI market, and KOSDAQ market. By examining insider trades in the stock market from 2005 to 2014, we verified that insider trading is affected by the degree to which company's stock is undervalued. In addition, the market response to the disclosure of stock repurchase was positive, confirming that companies perceived stock repurchase as a good signal. In particular, the market reaction to stock repurchase in the KOSDAQ market is statistically significant, while that in the KOSPI market is not. Finally, in all stock markets, if insider trading behavior before the announcements of stock repurchase for undervalued purposes is a strong selling position, there is no significant long-term return, indicating that market information is an incorrect signal. These findings provide evidence that insider trading behavior around stock repurchases can be used as an additional signal.

**Keywords:** Stock Repurchase; Private Information; Insider Trading; Signaling Hypothesis; Asymmetric Effect

**JEL Classification:** G14, G35

---

\* Corresponding Author. Address: Department of Economic & Social Policy, Gyeonggi Research Institute, 1150, Gyeongsu-daero, Jangan-gu, Suwon-si, Gyeonggi-do, Korea 16207; E-mail: jjpark0530@gri.kr; Tel: +82-31-250-3567; Fax: +82-31-250-3117.

\*\* Corresponding Author. Address: Business Administration Finance, Ewha Womans Univ, 52, Ewhayeodae-gil, Seodaemun-gu, Seoul, Korea 03760; E-mail: shinjs@ewha.ac.kr; Tel: +82-2-3277-2776.

Received: October 7, 2021; Accepted: November 5, 2021

## 자사주 취득 공시와 내부자거래 관계 분석

박 정 지 (경기연구원 연구원)\*

신 정 순 (이화여자대학교 교수)\*\*

### 〈 요약 〉

본 연구는 자사주 취득 공시 전후 내부자거래와 주가반응을 분석하여 추가적인 정보가 시장에 제공 가능한지 실증 분석하였으며, 전체시장, 유가증권시장, 코스닥시장의 자사주 취득 공시의 시장반응을 분석하여 시장별 차이가 존재하는지 검증하였다. 2005년부터 2014년까지 내부자거래를 분석한 결과 자사주 취득 공시 전 내부자거래는 회사 주식의 저평가 수준에 따라 영향을 받는 것으로 나타났다. 그리고 자사주 취득 공시의 시장반응은 긍정적으로 나타나 기업의 자사주 취득을 좋은 정보로 인식함을 확인하였다. 시장별 분석에서는 코스닥시장의 경우 매수 표본이 매도 표본보다 유의미한 수익률을 보였으나 유가증권시장의 경우 유의미한 차이를 보이지 않았다. 마지막으로 모든 주식 시장에서 저평가 목적의 자사주 취득 공시기업의 공시 전 내부자 거래행태가 강매도이면 유의미한 장기 수익률을 보이지 않아서 이 경우 시장정보는 허위신호임을 알 수 있다. 이러한 분석 결과는 자사주 취득과 내부자거래의 관계가 새로운 재무 전략 수단으로 활용될 가능성을 시사한다.

핵심 단어 : 자사주 취득, 내부자거래, 내부정보, 정보신호가설, 비대칭효과

JEL 분류기호: G14, G35

\* 연락담당 저자. 주소: 경기도 수원시 장안구 경수대로 1150 경기연구원 경제사회연구실, 16207; E-mail: jjpark0530@gri.kr; Tel: 031-250-3567; Fax: 031-250-3117.

\*\* 연락담당 저자. 주소: 서울특별시 서대문구 이화여대길 52 이화여자대학교 경영대학 경영학과, 03760; E-mail: shinjs@ewha.ac.kr; Tel: 02-3277-2776.

## 1. 서론

자사주 취득(stock repurchase)은 기업이 자기자금으로 자사 발행 주식을 취득하는 것으로 미국 등의 선진 자본시장에서는 1960년대 이후 시행한 대표적인 전략이다. 우리나라의 경우 자기주식의 취득은 1994년 증권거래법 특례를 통해 상장법인에 대한 제한적인 범위 내에서 자사주 취득을 허용함으로써 본격적으로 시작되었으며, 최근 세계적으로 저성장에 직면한 기업들이 자기주식을 보유하는 비중은 지속해서 증가하고 있다. 다수의 기업은 자사주를 취득하는 목적으로 주주가치 제고 및 주가안정이라는 저평가 정보를 언급한다.

자사주 취득을 목적별로 분류했을 때, 주가안정을 위해서인 저평가 목적의 경우가 70% 이상을 차지한다. 자사주 취득에 관한 선행연구들은 자사주 취득 공시 이전 기업이 음(-)의 초과수익을 보이며 공시 이후에는 양(+)의 초과수익을 보인다는 결과를 제시한다. 이러한 선행연구들은 자사주 취득 공시가 해당 회사의 저평가 정보를 전달하고 있다고 설명한다.

자사주 취득 공시가 긍정적인 뉴스로서 외부 투자자들에게 기업의 저평가 신호를 제공하고 있다고 본다면 저평가 목적의 자사주 취득기업의 단기와 장기 시장 반응은 유의미하게 긍정적으로 나타나야 한다. 하지만 저평가 여부와 무관하게 허위로 자사주 취득 공시를 하는 가능성이 존재한다는 연구 결과도 있고, 아직 저평가가설을 지지하는 명확한 실증적인 증거가 불확실하다는 연구 결과도 존재해 혼재된 결과가 나타난다. 본 연구는 자사주 취득에 따른 정보의 신뢰성을 확인하기 위해 자사주 취득의 목적으로 저평가 정보를 언급하고 있는 기업들을 대상으로 장기, 단기 주가반응과 자사주 취득 공시 전 내부자거래와의 관계를 분석하고자 한다.

기업은 자사주 취득을 통해 자기주식을 매입하고, 기업의 내부자인 임원, 직원, 주요주주는 내부자거래를 통해서 회사의 주식을 투자자로서 거래한다. 따라서 기업의 주요 정보를 알고 있는 내부자가 기업의 자사주 매입과 관련해서 다른 일반투자자보다 관련되어 있다고 볼 수 있다. 또한, 내부자가 기업의 가치가 시장에 대비해 저평가되어 있다는 것을 인지하고 투자했다면 내부자의 내부자거래 또한 기업의 자사주 취득과 같은 신호로서 볼 수 있다.

국내의 자사주 취득은 공시 이후 3개월 안에 취득을 완료하지 않으면 법적인 불이익이 주어지는 제도이며 자사주 취득이 의무사항이 아닌 외국과는 차이가 존재한다. 외국 선행연구의 결과는 저평가 신호가설을 명확히 지지하지만, 국내의 환경과는 차이가 있으므로 추가적인 연구가 필요하나 이에 관한 연구가 미약한 실정이며, 국내시장을 대상으로 내부자거래와 자사주 취득의 관련성에 관한 연구는 저평가 허위신호 가능성에 관한 연구와 내부자거래와 장단기 시장 반응을 분석한 연구가 존재할 뿐이다.

따라서 본 논문은 자사주 취득을 공시한 기업을 대상으로 내부자거래의 행태에 따른 구분이 자사주 취득 공시의 목적인 저평가를 확인하는 지표가 될 수 있는지 분석하였다. 또한, 자사주 취득의 공시를 통해서 장, 단기 주가반응을 분석한 연구들은 대부분 전체시장 혹은 유가증권시장에 상장된 기업만을 중심으로 행해졌다. 본 연구는 전체시장, 유가증권시장, 코스닥시장에서 각각 저평가를 목적으로 자사주를 취득한 기업의 주가반응과 자사주 취득 공시가 긍정적인 효과를 보이는데 대한 영향을 분석하였다.

본 연구에서는 저평가 목적의 자사주 취득 공시 이전의 내부자거래 추이를 분석하고, 공시 이후 기업의 장, 단기 시장반응과 내부자거래가 어떤 관계가 있는지 검증하였다. 2005년부터 2014년까지 10년 동안 자사주 취득을 공시한 유가증권시장, 코스닥시장 상장기업들을 대상으로 표본을 선정하였으며, 해당 기업의 장, 단기 시장반응을 검증하였다. 그리고 내부자거래를 측정하여 포트폴리오 표본을 구성한 후 자사주 취득 공시 후의 단기, 장기 시장반응을 살펴보았으며 유가증권시장에 상장된 기업과 코스닥시장에 상장된 기업들을 비교 분석하였다.

주요 결과는 다음과 같다. 첫째, 자사주 취득 공시 전 내부자 매수가 매도보다 많으며, 공시 전 내부자거래는 회사 주식의 저평가 수준에 따라 차이가 있다. 둘째, 자사주 취득 공시의 단기 시장반응은 유의미한 양(+)으로 나타나 기업이 자사주 취득을 좋은 정보로 받아들임을 확인하였다. 하지만 내부자 거래행태에 따른 분석에서는 전체시장과 유가증권시장의 매수(강매수)와 매도(강매도) 표본에는 유의미한 차이가 나타나지 않았다. 셋째, 자사주 취득 공시의 장기 시장반응은 유의미한 양(+)으로 나타나 자사주 취득의 주요 동기가 저평가 목적임을 확인할 수 있었다. 마지막으로 전체시장, 유가증권시장과 코스닥시장에서 강매도 표본의 경우 유의미한 장기 수익률을 보이지 않았다. 이를 통해 저평가 목적의 자사주 취득 공시기업의 공시 전 내부자 거래행태가 강매도이면 시장정보는 허위신호임을 확인할 수 있다.

본 연구는 구성은 다음과 같다. 제 2장에서는 기존의 선행연구를 검토하고 연구의 가설을 설명하고, 제 3장에서는 연구자료의 구성과 연구방법에 대해 설명한다. 제 4장에서는 실증분석의 결과를 제시하며 제 5장에서는 연구의 결론과 시사점을 제시한다.

## 2. 선행연구 및 가설설정

자기주식의 취득(stock repurchase)은 회사가 발행한 자기주식을 기업이 자기자금으로 증권시장에서 매입하는 것을 의미한다. 자사주 취득의 목적은 주가안정, 주가치 제고와 같은 저평가 목적이 대표적이며 인수합병의 방어수단으로 사용하는 경영권 안정, 임직원 인센티브의 주식교부 등이 일반적인 목적이다.

자사주 취득은 주주에 이익을 환원하는 것으로서 정보비대칭이 존재하지 않고 공정하게 진행된다면 순수하게 재산의 반환효과만 가져오지만 경영자들이 내부정보를 독점하고 있고 이를 악용해서 외부투자자들의 이익을 침해할 유인이 존재한다. 금융위원회와 거래소는 증권시장에서 공정한 가격형성과 유통의 원활을 기하기 위해 내부자거래를 금지하고 회사정보의 공시를 요구하여 참여한 투자자들의 정보보유 평등을 유지하고 개인투자자들을 보호하고 있다.

대부분 내부자거래를 규제하는 국가에서 유의적인 초과수익률을 내부자들이 얻고 있으며 이러한 수익률을 내부자가 얻는다는 결과는 내부자거래를 통해서 내부자거래 당시 시장에 공개되지 않은 미래 정보의 신호를 내부자들의 거래 성격을 통해서 얻을 수 있음을 시사한다. 내부자와 일반투자자의 사이에서 정보비대칭 문제는 Jensen and Meckling(1976)의 대리인 문제로 인한 비효율이 기업의 가치를 하락시킨다는 연구 이후 다양한 선행연구에서 기업내부자와 외부 투자자 간의 발생 가능한 문제에 대해 논의되고 있다.

자사주 취득에 관한 기존 연구들은 양의 초과수익률과 관련하여 자사주취득동기, 자사주취득 공시효과와 시장반응에 대한 분석 등을 실시하고 있다. 자사주 취득에 관한 주요 동기에 대해서는 저평가 정보신호가설이 가장 대표적인 가설로 기업의 가치가 실제 가치에 비해 저평가되었다고 판단하기에 자사주 취득이 이루어진다고 본다. 상대적으로 정보적 우위에 있는 내부자가 자사주 매입을 통해 기업이 저평가되어 있다는 신호를 시장에 나타낸다는 가설로 Lakonishok and Vermaelen(1990)은 자사주 취득 공시에 대한 주가반응이 유의한 양의 비정상수익을 나타내는 효과가 있음을 보여주었고, Dann(1981), Vermaelen(1984)도 자사주매입이 주가를 상승시킨다는 저평가 정보신호가설을 지지하는 분석을 입증하였다. Jung and Lee(2001)는 자사주 취득기업들의 누적비정상수익률이 상당기간동안 상승하여 주가안정화를 달성한다고 보고 있다. 하지만 장기적인 측면에서 기업의 저평가가설에 대한 실증적 결과가 일치하지 않다는 연구 결과도 존재한다. Ikenbery et al.(1995, 2000)은 자사주 취득기업이 모두 다 저평가된 것은 아니라는 분석을 제시하였고, Oh and Lee(2000)의 연구에서도 자사주 취득 공시가 계속해서 유의적인 기업가치의 상승을 가져오지 못한다고 보고 있다.

내부자거래에 관한 연구는 내부자거래의 규제에 대한 이론에 관한 연구, 내부자거래의 결과 초과수익률을 실현했는지에 관한 연구에 초점을 두고 있다. 내부자들이 자사주를 매수하면 주식의 가격이 상승하고 매도하면 주가가 하락함을 예상할 수 있다면, 이는 중요한 정보로 투자전략으로 사용될 수 있다. 다수의 선행연구는 정보 우위에 있는 내부자들이 일반투자자보다 초과수익을 달성한다고 제시한다(Lakonishok and Lee, 2001; Kang, 1994; Shin et al., 2013; Kim and Shin, 2014).

국내의 연구에서도 주로 내부자거래 전후의 주식수익률에 관한 연구를 진행하였고, 내부자거래에서 주식거래를 통해 초과수익이 존재한다고 많은 선행연구는 검증하였다. 국내 내부자거래와 관련된 연구 중에서 Kim(2000)은 양(+)<sup>1)</sup>의 NPR 포트폴리오와 음(-)의 NPR 포트폴리오 간의 유의미한 차이가 존재하며, 내부자거래를 통해서 유의적으로 시장의 변화를 예측할 수 있다는 증거를 제시하였다. Jang and Lee(2005)는 정보비대칭 정도가 큰 정보환경 하에서 내부자거래가 발생할 가능성이 크다고 본다. Yoon(2013)은 지배구조가 좋은 기업일수록 내부자가 내부자거래를 통해 얻는 초과수익률이 더 작으며 자본시장법의 시행이 내부자거래의 수익성과 지배구조의 연관성에 영향을 미친다는 것을 확인하였다.

자사주 취득과 내부자거래를 고려한 연구들을 살펴보면 Lee et al.(1992)은 자사주 취득 공시 전 회사의 내부자들의 매수행동이 증가하고 매도행동이 감소한다고 보고한다. Babenko et al.(2012)은 자사주 취득에 따른 주식수익률이 자사주 취득 공시 전 내부자거래와 관련이 있다는 것을 확인하였고 공시 전 내부자거래를 통해 자사주 취득에 따른 주가반응의 예측이 가능하다고 시사한다.

국내의 기존 연구들은 자사주 취득에 따른 시장반응의 다양한 분석을 실시하고 있지만, 내부자

1) 지배구조가 좋은 기업은 주주의 권리보호, 이사회, 공시, 감시기구, 경영과실배분을 기준으로 평가되며 지배구조가 좋은 기업일수록 내부자거래를 제한하는 규정, 지배구조의 수준에 적절한 행동을 위한 규정 등이 존재할 가능성이 크다.

거래와 자사주 취득 공시에 관련해서는 연구가 아직 미비한 실정이다. Lim et al.(2015)은 자사주 취득 공시 이후 전체 내부자거래의 장기시장반응에서 유의미한 양(+)의 초과수익을 확인하였고, 성장주에서 매수 및 비매수 표본에서 차별성을 발견하였으며 내부자 매수거래를 통해 기업가치에 대한 추가적인 신호전달의 가능성을 추론하였다.

본 연구는 자사주 취득 공시를 전후로 내부자거래를 분석하였다. 기존연구에 의하면 자사주 취득 공시는 저평가 정보를 전달하는 수단으로 활용할 수 있고, 기업의 내부자는 자기 회사에 관해서 정보 우위를 점하고 있으므로 자사주 취득 공시 이전에 행해지는 내부자거래는 저평가에 대한 신호를 전달함을 알 수 있다. 기업의 저평가로 인해 자사주매입이 결정되었다면 기업이 자사주매입을 진행할 때 정보 우위를 점한 내부자거래도 그에 따라 반응할 것임을 알 수 있다. 따라서 자사주 취득 이전 내부자거래에 대해 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 1: 자사주 취득 공시 전 내부자 순매수가 증가하고, 자사주 취득 공시는 기업의 단기 수익률에 양(+)의 유의적인 영향을 미칠 것이다.

한편 자사주 취득 공시 이전에 저평가 신호전달효과가 존재한다면 선행연구에서는 내부자 매수가 매도보다 더 큰 정보효과와 수익성을 갖고 있으므로 내부자 매수표본이 매도표본과 비교해 더 큰 초과수익을 실현한다는 결과를 제시하였다. 따라서 자사주 취득을 공시하면 주가 상승이 예측되고 이는 저평가 정도와 양의 상관관계를 보일 것이다. 그리고 내부자 공시 전에 매도가 이루어지는 기업의 경우에는 유의미한 초과수익이 존재하지 않으리라고 예상되어 허위정보신호로 볼 수 있다.

가설 2: 자사주 취득 공시 이전 내부자들이 매수를 실시하면 초과수익률은 내부자 매도보다 크게 나타날 것이다. 또한, 내부자 매도의 경우 장기적인 초과수익률을 보이지 않을 것이다.

선행연구의 이익조정 결과에 있어서 유가증권시장과 코스닥시장을 비교 분석했을 때 코스닥 기업이 더 유의한 이익조정을 보여주었다. 이는 코스닥 기업이 정보 비대칭성이 더 높고 이해관계자가 적기 때문이라고 분석되었다. 본 연구에서도 자사주 취득 공시에 따른 수익률 부분에 있어서 코스닥 기업이 유가증권시장 기업보다 더 큰 시장반응을 보일 것으로 추론할 수 있다. 따라서 기업의 시장 특성에 따른 내부자거래의 신호전달효과에 대해서 다음과 같은 가설 3을 설정한다.

가설 3: 자사주 취득 공시에 따른 주가반응의 경우 코스닥 기업이 유가증권시장 기업보다 더 크게 나타날 것이다.

### 3. 연구자료 및 연구모형

#### 3.1 연구자료

본 연구는 유가증권시장 및 코스닥시장에서 2005년에서부터 2014년까지 10년 기간 동안

자사주를 취득한 기업을 대상으로 한다. 실증분석에 사용한 자사주매입에 관한 공시 내역은 한국거래소(KRX) 전자공시시스템을 이용하였으며 자사주매입을 공시한 상장기업 중 아래의 조건에 해당하는 경우를 고려한 공시건수를 최종분석대상으로 선정하였다.

- (1) 저평가 관련 목적으로 자사주를 취득한 기업만 분석대상에 포함한다.<sup>2)</sup>
- (2) 분석에 필요한 재무자료 등을 입수할 수 없는 기업은 제외한다.
- (3) 금융업에 속하는 기업은 제외한다.
- (4) 동월에 자사주매입 공시가 복수로 있는 경우 첫 번째 공시만 표본에 포함<sup>3)</sup>시킨다.
- (5) 내부자의 거래량이 100주 이상이어야 한다.<sup>4)</sup>

내부자가 자기회사 주식을 취득하는 방법으로는 장내매수, 장외매수, 시간외매수, 주식매입선택권의 행사, 상속 등이 있고, 내부자가 자기주식을 감소시키는 방법으로는 장내매도, 장외매도, 시간외매도, 증여, 임원 퇴임 등의 방법이 있다. 본 연구는 내부자의 주식거래행태가 자사주 공시라는 정보를 전후로 해서 자발적으로 이루어졌는지에 대해 분석한다. 따라서 현재 기업이 저평가되어 있고, 미래성과 예측과 관련해서 내부자의 자발적인 의지만을 반영하기 위해 보통주, 장내매매만을 내부자거래로 규정한다.

2005년부터 2014년까지 10년간 자사주 직접매입 공시는 유가증권시장 564건, 코스닥시장 943건으로 총 1,507건이며, 연구자료의 구성 기준을 토대로 선정된 최종표본은 1,030건이다. 연구 표본의 연도별, 시장별 자사주 취득 공시 건수 현황은 <표 1>과 같다.

<표 1> 연도별 자사주 취득 공시 건수

연도	유가증권시장	코스닥시장	합계
2005	32	38	70
2006	44	72	116
2007	51	79	130
2008	67	126	193
2009	24	35	59
2010	51	34	85
2011	38	98	136
2012	29	38	67
2013	22	52	74
2014	28	72	100
합계	386	644	1,030

2) 저평가와 관련된 사유인 “주가안정, 주주가치제고, 주식이가격의 저평가, 주주가치 증대 또는 이익의 주주환원” 등을 자사주 취득 목적으로 공시한 경우를 분석대상에 포함한다.

3) 취소, 철회의 경우는 표본에서 제외하고 분석.

4) 100주 미만의 소규모 내부자거래량은 정보력이 존재하지 않으므로 제외하고 분석한다.

내부자거래에 관한 세부자료는 FN Guide로부터 별도로 제공받았고, 우리나라에서 내부자는 “회사의 주요주주 또는 임직원”으로 정의되므로 해당 계층의 거래데이터를 이용하였다. 장내거래만을 따로 분석하기 위해 금융감독원 전자공시시스템(dart.fss.or.kr)의 “최대주주 등 소유주식 변동 신고서”, “주식 등의 대량보유 상황보고서”, “임원, 주요주주 특정증권 등 소유상황보고서”를 참고하여 이용하였다. 주가 및 재무관련 자료는 Dataguide에서 추출하여 사용하였다.

### 3.2 연구모형

#### 3.2.1 내부자거래 측정

기존연구의 내부자거래의 측정방법에는 내부자거래의 빈도를 이용하는 방법, 거래수량 또는 금액을 이용하는 방법, 과거기간 대비 특정 사건기간의 거래량을 비교하는 방법이 있다. 본 연구에서는 내부자거래 측정을 다수의 선행연구들(Beneish, 1999; Yoon and Oh, 2012; Kim and Shin, 2014).에서 사용된 NPR(Net Purchase Ratio, 내부자 순매수 비율)로 측정한다. NPR은 다음과 같이 정의된다.

$$NPR = \frac{(\text{내부자 매수 거래량} - \text{내부자 매도 거래량})}{(\text{내부자 매수 거래량} + \text{내부자 매도 거래량})} \quad (1)$$

NPR은 내부자 매수거래량(buy)에서 내부자 매도거래량(sell)을 차감한 값을 내부자 매수 거래량과 내부자 매도거래량의 합으로 표준화한 값이다. NPR은 정의에 의해 -1에서 +1의 값을 가지게 된다. 내부자거래와 관련한 선행연구에 의하면 100주 미만의 거래는 연구대상에서 제외하고 있으므로 NPR 계산 시 100주 미만의 거래량은 제외하고 분석을 실시한다(Seyhun, 1986; Kahle, 2000). 위 식을 통해 계산한 NPR을 토대로 자사주매입 공시 전후 내부자거래 변화를 살펴볼 것이다. 내부자거래의 분석은 NPR을 기준으로 포트폴리오 그룹을 구성해서 분석한다. 3개의 포트폴리오는 (1) 매수(NPR>0), (2) 중립(NPR=0), (3) 매도(NPR<0)이며, 더 세분화한 5개의 포트폴리오는 (1) 강매수(NPR=1), (2) 약매수(0<NPR<1), (3) 중립(NPR=0), (4) 약매도(-1<NPR<0), (5) 강매도(NPR=-1)이다. NPR 계산 시 거래량에 관한 기준일은 공시일이 아니라 거래일을 기준으로 계산한다.

#### 3.2.2 내부자거래에 영향을 미치는 요인

본 연구는 자사주 취득 공시 이전의 내부자거래가 주가의 저평가 정도와 관련되어 있는지를 분석하기 위해 내부자 순매수 비율(NPR)을 주요 연구변수로 사용한다. 기업들의 내부자거래와 관련하여 유의미한 초과수익이 존재하는지를 확인하기 위해 내부자거래에 영향을 미치는 요인을 분석하였다. BM, FRET, SIZE, MOM, ROA, LEV, OPTION, OWNR 이용하여 회귀분석모형을 설정하였다.

- (1) BM: 기업가치를 측정하는 변수로 자사주 공시 전월말의 장부가/시장가 비율(Book-to-Market Ratio)로 계산한다. 선행연구에서는 장부가/시장가 비율은 내부자거래와 양(+의 상관관계를 갖고 있다고 보고한다.



- (2) FRET<sup>5)</sup>: 자사주 취득 공시 후 6개월 동안의 매입-보유 초과수익률(Future Abnormal Returns)로 내부자가 미공개정보를 이용하면 내부자거래와 양(+)의 상관관계를 보일 것으로 예측된다. 내부자가 특정증권을 매수 혹은 매도한 후 6개월 이내에 얻는 반대매매 차익은 미공개정보와 상관없이 반환하는 규정이 있으므로 6개월 이상의 장기 주가변동에 관심을 가질 것으로 예측하고, FRET를 내부자가 미공개 내부정보를 이용하는 것에 대한 대응변수로 사용하였다.
- (3) SIZE: 이 변수는 기업규모(Firm Size) 효과를 통제하기 위한 변수로 자사주 취득 공시 전월 말의 보통주 시장가치에 로그를 취한 값을 사용한다. 기존 연구에서는 내부자거래와 기업규모는 음(-)의 유의한 관계를 보인다고 제시한다.
- (4) MOM: 이 변수는 내부자의 반대매매에 관한 투자전략을 반영하기 위한 변수로, 자사주 취득 공시 전 6개월 기간의 매입보유 초과 수익률(Momentum)이다. 선행연구에서는 내부자거래와 MOM의 관계가 음(-)의 상관관계를 갖고 있다고 보고 있다.
- (5) ROA: 수익성이 높은 기업이 수익률이 높을 것으로 예측하므로 이를 통제하기 위한 변수로 영업이익을 총자산(Return On Assets)으로 나눈 값이다.
- (6) LEV: 이 비율은 부채를 자기자본으로 나눈 비율(Leverage Ratio)이다. 기업의 레버리지를 통제하기 위해서 사용된다.
- (7) OPTION: 내부자의 주식매수선택권(Stock Option) 행사로 주식보유량이 변동될 수 있으므로 주식매수선택권을 통제변수로 사용하였다.
- (8) OWNR: 내부자의 지분(Insider Ownership) 소유 현황에 따라서 내부자의 거래에 영향을 미칠 수 있으므로 내부자지분율을 통제변수로 사용하였다.

내부자거래에 영향을 미치는 요인을 밝히기 위해 식 (2)의 회귀모형을 사용한다. 변수 정의 및 측정방법은 <표 2>와 같다.

$$NPR_i = \beta_0 + \beta_1 BM_i + \beta_2 FRET_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 MOM_i + \beta_5 ROA_i + \beta_6 LEV_i + \beta_7 OPTION_i + \beta_8 OWNR_i + \beta_9 Market Dummy + Year Dummy + \epsilon_i \quad (2)$$

<표 2> 주요 변수의 정리

변수	변수설명
NPR	자사주 취득 공시 전 6개월 동안의 NPR
BM	자사주 취득 공시 전월 말의 장부가/시장가 비율의 로그 값
FRET(%)	자사주 취득 공시 후 6개월 동안의 매입보유 초과 수익률
SIZE	자사주 취득 공시 전월 말의 보통주 시장가치(단위 : 백만원)의 로그 값
MOM(%)	자사주 취득 공시 전 6개월 동안의 매입보유 초과 수익률

5) 기업이 공개하지 않은 내부정보는 추후 공시와 상관관계가 있을 것이고, 이후 주식시장에 반영되어 초과수익률의 유의미함에 영향을 미칠 것으로 예상되므로 미래의 초과수익률을 자사주 취득 공시의 측정 변수로 활용.

〈표 2〉 주요 변수의 정리(계속)

변수	변수설명
ROA(%)	자사주 취득 공시 전년도 말의 영업이익/총자산
LEV(%)	자사주 취득 공시 전년도 말의 레버리지비율 (장기부채/총자산)
OPTION	주식매수선택권 더미변수 (자사주 취득 공시 전년도에 주식매수선택권이 행사된 경우 '1', 그렇지 않은 경우 '0')
OWNR(%)	자사주 취득 공시 회계연도 초의 기업 내부자지분을
Market Dummy	시장구분, 유가증권은 0, 코스닥은 1

### 3.2.3 자사주 취득에 대한 단기 및 장기성과 추정

자사주 취득 공시로 인한 단기성과는 사건연구로 시장모형(Market Model)을 이용하여 측정한다. 시장모형의 회귀계수를 추정하기 위한 모수추정기간은 자사주 취득 공시일을 기준으로 -250일부터 -41일까지의 기간을 이용하고, 시장수익률은 종합주가지수 및 코스닥지수 수익률을 사용한다.

$$R_{i,t} = \hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$R_{i,t}$ : 기업 i의 t일의 수익률

$R_{m,t}$ : t일의 시장수익률(종합주가지수, 코스닥지수)

$\epsilon_{i,t}$ : 개별 주식 i의 t일의 오차항

식 (3)에서 회귀계수  $\alpha$ 와  $\beta$ 를 추정된 후 식 (4)와 같이 일별초과수익률(Abnormal Return; AR)을 구한다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{m,t}) \quad (4)$$

$AR_{i,t}$ : 개별 주식 i의 t일의 초과수익률

각 시점에서 자사주 취득을 공시한 N개 기업의 평균초과수익률(Average Abnormal Return; AAR)을 산출하고, 누적평균초과수익률(Cumulative Average Abnormal Return; CAAR)을 계산하였다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{i,t} \quad (5)$$

$$CAAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=1}^T AR_{i,t} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_{i,t} \quad (6)$$

식 (7)을 토대로 개별주식의 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return; CAR)을 계산하였다. 본 연구에서는 자사주 취득 공시일을 기준으로 전후 1일 CAR(-1, +1)와 전 5일 CAR(-5, -1), 공시일 포함 후 5일 CAR(0, +5)을 단기 주가반응으로 설정하였다.

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{i,t} \tag{7}$$

$CAR_i(t_1, t_2)$  : 기업 i의  $t_1$ 일부터  $t_2$ 일까지 누적 초과수익률

장기성과는 매입-보유 초과수익률(Buy-and-Hold Abnormal Return; BHAR)로 측정하였다. 매입-보유 초과수익률은 식 (8)과 같이 사건기간에 해당기업의 주식을 매입해서 보유하고 있는 경우에 얻게 될 복리 수익률에서 시장수익률을 뺀 값이다.

$$BHAR_i(t_1, t_2) = \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=t_1}^{t_2} (1 + R_{m,t}) \tag{8}$$

$BHAR_i(t_1, t_2)$  : 기업 i의  $t_1$ 일부터  $t_2$ 일까지 매입-보유 초과수익률

내부자거래에서 반대매매로 인한 차익이 6개월 이내에 발생하면 법적인 제재를 받기 때문에 본 연구에서는 자사주 취득 공시 후 6개월, 12개월 BHAR을 장기 주가반응으로 설정하여 분석하였다.

## 4. 실증결과

### 4.1 기초통계량

<표 3>은 연구기간 동안 자사주 취득 공시기업의 내부자거래에 영향을 미치는 결정요인

<표 3> 기초통계량

NPR은 자사주 매입 공시 전 6개월 동안의 NPR이다. BM은 자사주 매입 공시 전월 말의 장부가/시장가 비율의 로그값이다. FRET는 자사주 매입 공시 후 6개월 동안의 매입보유 초과 수익률이다. SIZE는 자사주 매입 공시 전월 말의 보통주 시장가치의 로그값이다. MOM은 자사주 매입 공시 전 6개월 동안의 매입보유 초과 수익률을 나타낸다. ROA는 자사주 매입 공시 전년도 말의 영업이익/총자산의 값이다. LEV는 자사주 매입 공시 전년도 말의 레버리지비율로 장기부채를 총자산으로 나누어 산정하였다. OPTION은 주식매수선택권 더미변수로 자사주 매입 공시 전년도에 주식매수선택권이 행사된 경우는 '1', 그렇지 않은 경우는 '0'이다. OWNNR는 자사주 매입 공시 전년도 말의 내부자지분율을 나타내며 Market\_D는 시장을 구분한 지표로 유가증권은 0, 코스닥은 1로 나타낸다.

변수	표본수	평균값	표준편차	최소값	중위수	최대값
NPR	1,030	0.067	0.689	-1.000	0.000	1.000
BM	1,030	1.905	0.307	0.946	1.930	2.514
FRET	1,030	12.879	46.935	-50.259	2.543	252.744
SIZE	1,030	5.069	0.646	3.986	4.939	7.324
MOM	1,030	-8.483	27.820	-61.101	-11.120	99.864
ROA	1,030	8.009	7.972	-12.860	6.865	35.590
LEV	1,030	83.311	81.924	4.865	58.823	494.607
OPTION	1,030	0.070	0.262	0.000	0.000	1.000
OWNNR	1,030	38.401	15.819	0.000	37.435	76.970
Market_D	1,030	0.625	0.484	0.000	1.000	1.000

분석에 관한 기초통계량을 제시하고 있다. 자사주 취득 공시 전 6개월 동안의 NPR이 사용되었으며, 극단치(Outlier)로 인한 결과의 왜곡을 방지하기 위하여 상·하위 1%의 각 변수값은 조정(winsorization)하였다.

NPR평균은 0.067로 자사주 취득 공시 전 내부자거래의 행태는 자사주를 매수하는 경우가 매도의 경우보다 높게 나타났다. MOM은 -8.483%로 나타나 주가가 하락하는 상황에서 자사주 매입을 실행하고 있다. FRET은 12.879%로 저평가를 목적으로 자사주 취득한 기업의 매입보유 초과수익률은 장기적으로 양(+)의 초과수익률을 보인다. LEV의 최대값은 494%로 저평가 목적을 이유로 자사주를 취득함에도 자사주 취득 능력이 부족한 기업이 존재함을 알 수 있다.

<표 4>는 변수들의 피어슨 상관계수를 정리한 것이다. 내부자거래는 기업규모, 영업이익, 주식매수선택권, 내부자지분율과 유의미한 음(-)의 상관관계를 보인다. 분석에 따르면 기업 규모가 작을수록 내부자가 자기회사 주식을 매수할 가능성이 높은 것으로 사료된다. 자사주 매입공시 전년도에 영업이익이 낮고, 주식매수선택권이 행사되지 않았거나 내부자지분율이 낮은 경우에도 내부자가 자기주식을 매수할 가능성이 높은 것으로 해석된다. 주식의 저평가와

<표 4> 변수들 간 상관관계

<표 4>는 변수들 간의 상관계수를 정리한 자료로, NPR은 자사주 매입 공시 전 6개월 동안의 NPR이며, BM은 자사주 매입 공시 전월 말의 장부가/시장이 비율의 로그값이다. FRET는 자사주 매입 공시 후 6개월 동안의 매입보유 초과 수익률이다. SIZE는 자사주 매입 공시 전월 말의 보통주 시장가치의 로그값이다. MOM은 자사주 매입 공시 전 6개월 동안의 매입보유 초과 수익률을 나타낸다. ROA는 자사주 매입 공시 전년도 말의 영업이익/총자산의 값이다. LEV는 자사주 매입 공시 전년도 말의 레버리지비율로 장기부채를 총자산으로 나누어 산정하였다. OPTION은 주식매수선택권 더미변수로 자사주 매입 공시 전년도에 주식매수선택권이 행사된 경우는 '1', 그렇지 않은 경우는 '0'이다. OWNR는 자사주 매입 공시 전년도 말의 내부자지분율을 나타낸다. 상관계수 아래 괄호 안의 숫자는 p-value를 나타낸다.

	NPR	BM	FRET	SIZE	MOM	ROA	LEV	OPTION
NPR	1.000							
BM	0.105 (<.0001)	1.000						
FRET	0.073 (0.009)	0.049 (0.057)	1.000					
SIZE	-0.077 (0.006)	-0.473 (<.0001)	-0.040 (0.097)	1.000				
MOM	-0.013 (0.342)	-0.072 (0.011)	0.064 (0.020)	0.040 (0.100)	1.000			
ROA	-0.070 (0.012)	-0.386 (<.0001)	-0.016 (0.031)	0.207 (<.0001)	-0.018 (0.283)	1.000		
LEV	0.029 (0.173)	-0.049 (0.059)	0.038 (0.114)	0.135 (<.0001)	0.044 (0.080)	-0.307 (<.0001)	1.000	
OPTION	-0.079 (0.006)	-0.142 (<.0001)	0.013 (0.343)	0.021 (0.249)	-0.026 (0.249)	0.222 (<.0001)	-0.106 (<.0001)	1.000
OWNR	-0.056 (0.037)	0.163 (<.0001)	-0.024 (0.217)	-0.129 (<.0001)	0.056 (0.036)	-0.102 (0.001)	-0.021 (0.254)	-0.041 (0.096)

관련해서도 장부가/시장가 비율과 자사주 취득 공시 후 매입보유 초과수익률이 유의미한 양(+)의 상관관계를 보였다.

1,030건의 자사주 취득 공시 중 291건에서 내부자 매도가, 377건에서 내부자 매수가 관찰되었다. 내부자거래가 발생하지 않은 경우는 NPR을 '0'으로 설정해서 분석하였다. 설정한 NPR에 대해 전체표본과, 유가증권시장표본, 코스닥시장표본을 대상으로 내부자거래에 영향을 미치는 요인에 대한 회귀분석을 수행하였다. 분석모형은 식 (2)와 같으며 각 시장 변수들의 분산확대지수 (Variance inflation factor)의 평균은 1.19, 1.22, 1.21로 다중공선성(Multicollinearity) 문제는 없는 것으로 판단된다.

자사주 취득기업의 전체 내부자거래를 대상으로 한 분석 결과가 유가증권시장과 코스닥시장에 따라 어떤 차이가 존재하는지를 분석하였고 그 결과는 <표 5>에 정리하였다. 전체시장을 기준으로

<표 5> 자사주 매입 기업의 내부자거래에 영향을 미치는 요인

NPR은 자사주 매입 공시 전 6개월 동안의 NPR이다. BM은 자사주 매입 공시 전월 말의 장부가/시장가 비율의 로그값이다. FRET는 자사주 매입 공시 후 6개월 동안의 매입보유 초과 수익률이다. SIZE는 자사주 매입 공시 전월 말의 보통주 시장가치의 로그값이다. MOM은 자사주 매입 공시 전 6개월 동안의 매입보유 초과 수익률을 나타낸다. ROA는 자사주 매입 공시 전년도 말의 영업이익/총자산의 값이다. LEV는 자사주 매입 공시 전년도 말의 레버리지비율로 장기부채를 총자산으로 나누어 산정하였다. OPTION은 주식매수선택권 더미변수로 자사주 매입 공시 전년도에 주식매수선택권이 행사된 경우는 '1', 그렇지 않은 경우는 '0'이다. OWNR는 자사주 매입 공시 전년도 말의 내부자지분율을 나타낸다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타내며 괄호 안의 숫자는 p-value를 나타낸다.

변수	(1)	(2)	ALL	KOSPI	KOSDAQ
Intercept	-0.377 (-2.828)***	-0.250 (-1.805)	0.106 (0.348)	1.132 (3.998)*	-0.239 (-0.389)
BM	0.227 (3.286)***	0.233 (3.301)***	0.175 (2.070)**	-0.025 (-0.179)	0.178 (1.364)
FRET	0.227 (2.196)**	0.104 (2.169)**	0.102 (2.099)**	0.048 (0.593)	0.122 (2.027)**
SIZE			-0.053 (-1.384)	-0.151 (-2.697)***	-0.098 (-1.032)
MOM			-0.017 (0.221)	-0.122 (-0.961)	0.035 (0.347)
ROA			-0.001 (-0.382)	-0.001 (-0.156)	0.001 (0.260)
LEV			0.210 (0.779)	-0.022 (-0.597)	0.033 (0.739)
OPTION		-0.178 (-2.169)**	-0.107 (-2.030)**	-0.452 (-1.137)	-0.120 (-1.375)
OWNR		-0.003 (-2.364)**	-0.003 (-2.493)**	-0.003 (-1.125)	-0.004 (-2.099)**
Year Dummies	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	1030	1030	1030	386	644
adj. R <sup>2</sup>	0.014	0.022	0.021	0.028	0.025
F	8.187***	6.655***	3.302***	2.228**	2.735***

내부자거래에 영향을 미치는 요인을 보면, 저평가와 관련해서 BM과 FRET의 회귀계수가 5% 수준에서 유의한 설명력을 보인다. 장부가-시장가 비율이 높을수록 내부자가 자사주를 취득할 확률이 높아짐을 알 수 있다. 내부자거래와 미래 주식수익률인 FRET 간의 유의한 양(+)의 상관관계는 내부자가 자사주 취득 공시라는 정보를 이용하여 주식시장에 참가하고 있음을 시사한다. 내부자의 주식보유 현황과 관련된 내부자지분율과 주식매수선택권의 경우 5%의 수준에서 유의한 설명력을 보인다. 기업의 내부자지분율이 높을수록 주식을 매도하는 경향이 있고, 전년도에 주식매수선택권 행사를 통해 보유주식이 증가하였을 때 주식을 매도할 가능성이 높게 나타났다.

주식시장별 내부자거래 분석에서는 전체 내부자거래를 대상으로 한 분석 결과와의 차이를 볼 수 있다. 유가증권시장에서는 전체시장을 대상으로 한 분석 결과와 다르게 내부자거래가 기업의 크기와 1%의 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 나타난다. 유가증권시장에서는 기업의 크기가 작을수록 주식을 매수하는 경향이 존재하며 다른 계수는 유의하지 않은 것으로 나타난다.

코스닥시장에서는 전체시장 분석과 비교해서 일정부분 동일한 결과를 보였다. 코스닥시장 기업은 자사주 취득 공시 전 내부자 매수가 미래주식수익률과는 유의한 양(+)의 상관관계, 내부자지분율과 유의미한 음(-)의 상관관계를 보인다. 이는 선행연구에서 정보비대칭 정도가 큰 정보환경에서 내부자 정보를 이용한 내부자거래가 발생할 가능성이 크다는 결과와 일치한다. 코스닥시장이 유가증권시장보다 전체시장의 상관관계 분석과 동일한 결과를 보인 것은 코스닥 기업이 정보 비대칭성이 더 높고 이해관계자가 적기 때문이라고 분석된다.

#### 4.2 단기주가반응

내부자거래와 자사주 취득 공시의 관계를 분석하기 위해 NPR을 분류해서 기업의 단기주가반응과 비교, 분석하였다. 자사주 취득 공시 기업 전체의 단기주가반응의 분석 결과는 <표 6>에 제시되어있다. 자사주 취득 공시일을 기준으로 전후 1일 CAR[-1, +1], 공시일 전 5일 CAR[-5, -1], 공시일 포함 후 5일 CAR[0, +5]을 단기 주가반응으로 설정하여 전체시장의 누적초과수익률의 차이를 분석하였다.

전체 표본의 공시 전후 1일의 CAR은 2.129%이고, 공시일 전 5일 CAR은 -2.139%, 공시일 포함 후 5일 CAR은 3.820%이며 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의미하다. 자사주 취득이 긍정적인 양(+)의 효과가 있다면 취득 공시에 따라서 양(+)의 초과수익이 실현될 것인데, <표 6>을 통해서도 전체표본의 자사주 취득 공시는 좋은 뉴스로 판단되고, 이에 대한 주가반응은 저평가가설을 지지한다고 볼 수 있다.

총 자사주 취득 공시 1030건 중 NPR을 기준으로 분류한 결과 매수가 377건, 매도가 291건이다. 포트폴리오를 3개로 나누어서 분석한 결과에서 매수, 중립, 매도 모두 CAR[-5, -1]에서는 유의미한 음(-)의 수익률, CAR[-1, +1]는 유의미한 양(+)의 수익률, CAR[0, +5]에서 유의미한 양(+)의 수익률로 전체 분석과 같은 방향의 단기주가반응을 보인다. 하지만 매수와 매도표본의 공시 전, 공시 당일, 공시 당일 포함 3일, 공시 당일 포함 공시 후 5일 CAR에서 매수와 매도표본 간의 유의미한 차이는 나타나지 않는다.

〈표 6〉 전체시장의 단기 주가반응

자사주 취득 공시일을 기준으로 CAR(-1, +1), CAR(-5, -1), CAR(0, +5)을 단기 주가반응으로 설정하여 전체시장을 분석한 결과이다. 차이검정은 평균차이 t-test를 실시하였다. 패널 A는 NPR을 기준으로 (1) 매수(NPR>0), (2) 중립(NPR=0), (3) 매도(NPR<0)이다. 패널 B는 (1) 강매수(NPR=1), (2) 약매수(0<NPR<1), (3) 중립(NPR=0), (4) 약매도(-1<NPR<0), (5) 강매도(NPR=-1)이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타내며 괄호 안의 숫자는 t값을 의미한다.

	표본수	CAR[-5, -1]	CAR[-1, 1]	CAR[0, 5]
패널 A: NPR 기준 포트폴리오 3				
전체	1,030	-2.139(-9.291)***	2.129(11.510)***	3.820(15.325)***
(1)	377	-2.354(-5.811)***	1.829(5.963)***	3.371(7.565)***
(2)	362	-1.902(-5.030)***	2.647(7.940)***	5.111(12.210)***
(3)	291	-2.154(-5.257)***	1.872(5.992)***	2.797(6.908)***
차이(1)-(3)		-0.188(-0.312)	0.107(0.230)	0.748(1.194)
패널 B: NPR 기준 포트폴리오 5				
(1)	200	-2.383(-4.271)***	2.241(5.142)***	3.559(5.656)***
(2)	177	-2.321(-3.929)***	1.363(3.186)***	3.157(5.013)***
(3)	362	-1.902(-5.030)***	2.647(7.940)***	5.111(12.210)***
(4)	123	-1.682(-2.322)**	1.937(3.919)***	2.361(3.885)***
(5)	168	-2.500(-5.298)***	1.825(4.520)***	3.116(5.746)***
차이(1)-(5)		0.043(0.055)	0.558(0.854)	0.480(0.540)

NPR을 세분화해서 포트폴리오 5개로 나누어서 분석한 결과에서는 강매수, 약매수, 중립, 약매도, 강매도 모두 CAR[-5, -1]에서는 유의미한 음(-)의 수익률, CAR[-1, +1]는 유의미한 양(+)의 수익률, CAR[0, +5]에서 유의미한 양(+)의 수익률로 전체 분석과 같은 방향의 단기 주가반응을 보인다. NPR을 세분화해서 분석한 경우 역시 강매수와 강매도 표본의 공시 전, 공시 당일, 공시 당일 포함 3일, 공시 당일 포함 공시 후 5일의 CAR에서도 강매수와 강매도 표본 간의 유의미한 차이는 나타나지 않는다.

유가증권시장의 자사주 취득 공시기업의 단기주가반응의 분석 결과는 <표 7>에 제시되어 있다. 유가증권시장 전체표본의 공시 전후 1일의 CAR은 1.969%이고, 공시일 전 5일 CAR은 -1.847%, 공시일 포함 후 5일 CAR은 2.917%이며 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의미하다. <표 7>의 분석으로 유가증권시장의 자사주 취득 공시에 대한 주가반응은 저평가가설을 지지한다고 볼 수 있다. NPR을 세분화해서 분석한 결과는 전체시장의 단기주가반응과는 달리 모든 경우에 통계적으로 유의미하지 않다. 또한, 패널 A와 패널 B에서의 차이검정에서 매수와 매도, 강매수와 강매도 표본 간의 유의미한 차이는 나타나지 않는다.

코스닥시장의 자사주 취득 공시기업의 단기주가반응의 분석 결과는 <표 8>에 제시되어 있다. 코스닥시장 전체 표본의 공시 전후 1일의 CAR은 2.225%이고, 공시일 전 5일 CAR은 -2.313%, 공시일 포함 후 5일 CAR은 4.361%이며 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의하다. 패널 B분석에서 강매수와 강매도 표본 간의 공시 전후 1일의 CAR의 차이는 10% 수준에서 유의하였다.

〈표 7〉 유가증권시장의 단기 주가반응

자사주 취득 공시일을 기준으로 CAR(-1, +1), CAR(-5, -1), CAR(0, +5)을 단기 주가반응으로 설정하여 유가증권시장을 분석한 결과이다. 차이검정은 평균차이 t-test를 실시하였다. 패널 A는 NPR을 기준으로 (1) 매수(NPR>0), (2) 중립(NPR=0), (3) 매도(NPR<0)이다. 패널 B는 (1) 강매수(NPR=1), (2) 약매수(0<NPR<1), (3) 중립(NPR=0), (4) 약매도(-1<NPR<0), (5) 강매도(NPR=-1)이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타내며 괄호 안의 숫자는 t값을 의미한다.

	표본수	CAR[-5, -1]	CAR[-1, 1]	CAR[0, 5]
패널 A: NPR 기준 포트폴리오 3				
전체	386	-1.847(-5.127)***	1.969(6.747)***	2.917(7.846)***
(1)	168	-2.625(-4.395)***	1.245(2.894)***	2.564(4.158)***
(2)	110	-0.847(-1.387)	2.941(4.618)***	3.810(5.727)***
(3)	108	-1.655(-2.627)***	2.106(4.612)***	2.557(4.123)***
차이(1)-(3)		-1.116(-1.093)	-1.069(-1.458)	0.262(0.278)
패널 B: NPR 기준 포트폴리오 5				
(1)	84	-3.646(-4.152)***	0.722(1.143)	2.777(3.137)***
(2)	84	-1.604(-2.006)**	1.768(3.035)***	2.350(2.723)***
(3)	110	-0.847(-1.387)	2.941(4.618)***	3.810(5.727)***
(4)	54	-0.217(-0.270)	2.531(4.254)***	2.645(2.823)***
(5)	54	-3.093(-3.304)***	1.681(2.424)**	2.469(3.005)***
차이(1)-(5)		-1.883(-1.146)	-1.100(-0.947)	0.697(0.435)

〈표 8〉 코스닥시장의 단기 주가반응

자사주 취득 공시일을 기준으로 CAR(-1, +1), CAR(-5, -1), CAR(0, +5)을 단기 주가반응으로 설정하여 코스닥시장을 분석한 결과이다. 차이검정은 평균차이 t-test를 실시하였다. 패널 A는 NPR을 기준으로 (1) 매수(NPR>0), (2) 중립(NPR=0), (3) 매도(NPR<0)이다. 패널 B는 (1) 강매수(NPR=1), (2) 약매수(0<NPR<1), (3) 중립(NPR=0), (4) 약매도(-1<NPR<0), (5) 강매도(NPR=-1)이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타내며 괄호 안의 숫자는 t값을 의미한다.

	표본수	CAR[-5, -1]	CAR[-1, 1]	CAR[0, 5]
패널 A: NPR 기준 포트폴리오 3				
전체	644	-2.313(-7.759)***	2.225(9.322)***	4.361(13.259)***
(1)	209	-2.136(-3.871)***	2.298(5.344)***	4.019(6.376)***
(2)	252	-2.362(-5.016)***	2.519(6.449)***	5.679(10.851)***
(3)	183	-2.448(-4.575)***	1.735(4.149)***	2.938(5.537)***
차이(1)-(3)		0.331(0.425)	0.864(1.414)	1.245(1.492)
패널 B: NPR 기준 포트폴리오 5				
(1)	116	-1.468(-2.059)**	3.342(5.787)***	4.126(4.716)***
(2)	93	-2.969(-3.451)***	0.997(1.603)	3.886(4.278)***
(3)	252	-2.362(-5.016)***	2.519(6.449)***	5.679(10.851)***
(4)	69	-2.828(-2.541)**	1.472(1.970)*	2.138(2.665)***
(5)	114	-2.219(-4.134)***	1.894(3.802)***	3.422(4.899)***
차이(1)-(5)		0.617(0.645)	1.491(1.976)*	0.779(0.655)



유가증권시장과 코스닥시장의 단기주가반응을 비교하면 공시일 전 5일 CAR은 코스닥시장 기업의 음(-)의 초과수익이 더 크고, 공시 전후 1일의 CAR과 공시일 포함 후 5일 CAR은 코스닥시장 기업의 양(+)의 초과수익이 더 크며 모두 1% 수준에서 통계적으로 유의미함을 확인할 수 있다. 표본 간의 차이에 대한 검정에서는 코스닥시장의 강매수와 강매도 표본의 자사주 취득 공시일 포함 공시일 전후 1일의 CAR만이 10%의 유의미한 차이가 나타났다.

본 연구는 자사주 취득 공시 중에서도 저평가 목적에 따른 보통주의 장내거래만을 대상으로 삼고 있다. 국내의 자사주 취득제도는 자사주 공시를 한 경우 직접취득의 경우 3개월 안에 취득을 반드시 완료하도록 의무화되어있다. 따라서 단기 수익률에 있어서는 자사주 취득 공시 이전의 매수, 매도 성향과 무관하게 자사주 직접취득 자체가 수익률에 영향을 준다고 볼 수 있다.

한편, 기존 선행연구들은 CAR[-1,1]의 결과가 내부자 매수가 매도보다 더 높은 자사주 취득 공시효과를 보인다고 보고하였는데, 본 연구는 이와 일부 일치하는 결과를 보인다. 유일하게 유의미한 차이를 보인 코스닥시장의 CAR[-1,1]의 경우는 강매수의 경우가 강매도보다 10%의 수준으로 1.491% 더 높은 자사주 취득 공시효과를 보인다. 코스닥시장이 유가증권시장과 비교했을 때 기업의 규모가 작고, 시장의 이해관계자도 적으며, 최대주주 1인에 의한 소유 집중도가 상대적으로 높다는 점을 생각해 보면 전체시장과 유가증권시장과 비교해서 상대적으로 자사주 직접취득 자체가 주는 효과뿐만 아니라 내부자거래가 주는 효과도 존재한다고 추론할 수 있다.

### 4.3 장기주가반응

자사주 직접취득에서 단기 시장반응은 제도의 법적 강제성이 강하기 때문에 내부자거래에 의한 영향보다 자사주 직접취득 공시에 의한 양(+)의 주식 반응이 더 크게 나타난 것으로 추론된다. 따라서 내부자거래의 매수 매도 성향과 상관없이 수익률의 차이가 전체시장에서 유의미하게 나타나지 않았다. 하지만 장기적인 성과에서는 자사주 취득 공시에 의한 영향뿐만 아니라 내부자거래의 행태에 따라서 그 차이가 나타날 수 있다. 장기 주가반응인 자사주 취득 공시 후 6개월 및 12개월 매입 보유-초과수익률인 BHAR을 분석한 결과는 <표 9>와 같다.

전체표본의 6개월 BHAR, 12개월 BHAR은 각각 12.879%, 19.227% 유의미한 양의 수익률을 보인다. NPR을 세 가지 포트폴리오로 나누어서 분석한 경우 6개월, 12개월의 장기성과 측면에서 전체시장 연평균 초과수익률이 매수, 중립, 매도 모두 유의한 결과를 보이고, 공시 이후 6개월, 12개월 분석에서 10.520%, 15.090%의 유의한 차이가 있으며 매수표본의 경우가 매도표본보다 높은 양(+)의 초과수익을 실현함을 알 수 있다.

또한, 다섯 구간 포트폴리오에서도 6개월, 12개월의 장기성과 측면에서 분석해보면 강매수와 강매도의 내부자거래 행동이 유의미한 차이를 보인다. 6개월의 장기 주가반응에서는 강매수 표본이 강매도 표본보다 8.484% 유의미한 양(+)의 초과수익률을 보이며, 12개월의 장기 주가반응에서는 16.899% 유의미한 양(+)의 초과수익률이 나타난다. 해당 결과는 취득 공시 이전의 내부자거래행태에 따른 분석이 추가적인 정보를 제공한다는 설명을 해준다.

〈표 9〉 전체시장의 장기 주가반응

자사주 취득 공시 후 6개월, 1년의 전체시장의 장기 주가반응에 대한 분석 결과이다. 차이검정은 평균차이 t-test를 실시하였다. 패널 A는 NPR을 기준으로 (1) 매수(NPR>0), (2) 중립(NPR=0), (3) 매도(NPR<0)이다. 패널 B는 (1) 강매수(NPR=1), (2) 약매수(0<NPR<1), (3) 중립(NPR=0), (4) 약매도(-1<NPR<0), (5) 강매도(NPR=-1)이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타내며 괄호 안의 숫자는 t값을 의미한다.

	표본수	BHAR [0, 6]	BHAR [0, 12]
패널 A: NPR 기준 포트폴리오 3			
전체	1,030	12.879(8.807)***	19.227(8.904)***
(1)	377	15.562(6.322)***	23.460(6.206)***
(2)	362	15.030(6.058)***	22.032(6.435)***
(3)	291	6.727(2.548)**	10.253(2.562)**
차이(1)-(3)		10.520(2.547)**	15.090(2.407)**
패널 B: NPR 기준 포트폴리오 5			
(1)	200	15.475(4.854)***	25.849(4.655)***
(2)	177	15.661(4.101)***	20.760(4.107)***
(3)	362	15.030(6.058)***	22.032(6.435)***
(4)	123	8.156(2.186)**	16.440(2.478)**
(5)	168	5.681(1.546)	5.723(1.160)
차이(1)-(5)		8.484(1.620)*	16.899(2.137)**

패널 B의 분석에서 내부자 강매도의 경우 초과수익이 유의하게 나타나지 않는 사실을 확인할 수 있다. 이는 해당 기업들이 자사주 취득 공시를 허위정보로 공시했음을 시사한다. 전체시장 자사주 취득 공시의 매도 장기 주가반응은 양(+)의 유의한 초과수익이 실현되었지만, 세분화된 패널 B 분석에서 자사주 취득 공시를 한 기업 중 공시 전 내부자거래의 표본이 강매도인 경우에는 장기 주가반응이 6개월 12개월의 분석 모두 유의미하게 나타나지 않아 자사주 취득 공시를 허위로 사용했음을 알 수 있다. 내부자 강매도의 허위정보 공시 결과는 유가증권시장과 코스닥시장 모두 일치하는 결과를 보여준다.

〈표 10〉은 유가증권시장기업의 자사주 취득 공시 후 6개월 및 12개월 BHAR을 분석한 결과이다. 전체표본의 6개월 BHAR, 12개월 BHAR은 각각 11.150%, 16.362%로 유의미한 양의 수익률을 보인다. 포트폴리오를 3단계로 나누어서 분석한 패널 A의 결과 전체표본의 6개월 BHAR, 12개월 BHAR에서 매수, 중립, 매도표본에서 유의미한 양의 수익률이 나왔다. 5단계 포트폴리오 분석 결과에서도 모든 그룹 표본에서 유의미한 양의 수익률이 나왔다. 하지만 전체시장 분석과 달리 패널 A와 패널 B에서의 차이검정에서 매수와 매도, 강매수와 강매도 표본 간의 유의미한 차이는 나타나지 않았다. 패널 B의 강매도 표본에서는 장기 주가반응이 비유의적인 것으로 나타나서 허위정보신호 가설을 지지하고 있다.

유가증권시장의 경우 매수와 매도, 강매수와 강매도의 표본에서 유의한 차이가 나타나지 않았는데 이는 선행연구에서 지배구조가 좋은 기업의 경우 내부자거래의 수익성이 더 작다는 이유로 설명할 수 있다. 유가증권시장의 경우 상대적으로 관계자가 더 많고 주주의 권리보호

제도, 이사회와 감시기구의 체계적인 발달 등의 이유로 지배구조가 좋기 때문에 내부자거래를 제한하는 규정, 지배구조 수준에 적절한 행동을 위해 제한하는 규정 등을 통해서 내부자거래의 영향이 상대적으로 작다고 추론할 수 있다.

〈표 10〉 유가증권시장의 장기 주가반응

자사주 취득 공시 후 6개월, 1년의 유가증권시장의 장기 주가반응에 대한 분석 결과이다. 차이검정은 평균차이 t-test를 실시하였다. 패널 A는 NPR을 기준으로 (1) 매수(NPR>0), (2) 중립(NPR=0), (3) 매도(NPR<0)이다. 패널 B는 (1) 강매수(NPR=1), (2) 약매수(0<NPR<1), (3) 중립(NPR=0), (4) 약매도(-1<NPR<0), (5) 강매도(NPR=-1)이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타내며 괄호 안의 숫자는 t값을 의미한다.

	표본수	BHAR [0, 6]	BHAR [0, 12]
패널 A: NPR 기준 포트폴리오 3			
전체	386	11.150(4.975)***	16.362(5.381)***
(1)	168	11.612(3.366)***	13.713(3.197)***
(2)	110	11.630(3.141)***	17.873(3.009)***
(3)	108	9.942(2.147)**	18.944(3.096)***
차이(1)-(3)		4.421(0.731)	-6.116(-0.791)
패널 B: NPR 기준 포트폴리오 5			
(1)	84	11.768(2.684)***	11.861(1.960)*
(2)	84	11.457(2.140)**	15.565(2.547)**
(3)	110	11.630(3.141)***	17.873(3.009)***
(4)	54	10.785(2.222)**	27.375(3.068)***
(5)	54	9.099(1.146)	10.512(1.267)
차이(1)-(5)		6.321(0.643)	8.649(0.665)

〈표 11〉은 코스닥시장 기업의 자사주 취득 공시 후 6개월 및 12개월 BHAR을 분석한 결과이다. 전체표본의 6개월 BHAR, 12개월 BHAR은 각각 13.915%, 20.944%로 유의한 결과를 보이며, 코스닥시장이 유가증권시장보다 더 큰 수익률을 보여준다. 패널 A의 분석에서 코스닥시장은 6개월의 매도 그룹을 제외하고, 장기성과 측면에서 연평균 초과수익률이 매수, 중립, 매도 모두 유의한 결과를 보인다. 6개월, 12개월 BHAR 차이검정에서 13.725%, 28.777%의 유의한 차이가 있으며 매수 표본의 경우가 매도표본보다 높은 양(+)의 초과수익을 실현하였다.

패널 B의 분석의 6개월의 장기 주가반응에서는 강매수 표본이 강매도 표본보다 13.543% 유의미한 양(+)의 초과수익률을, 12개월의 장기 주가반응에서는 31.787%의 유의미한 양(+)의 초과수익을 보여준다. 그리고 코스닥시장에서 강매도와 약매도 그룹의 경우 유의한 장기 주가반응을 보이고 있지 않아 허위정보신호를 보내고 있다고 볼 수 있다.

저평가를 목적으로 자사주 공시를 한 경우 장기 주가반응이 양(+)의 유의미한 값으로 나타나 전체시장에서 저평가 신호전달을 위한 저평가가설을 지지한다고 볼 수 있다. 각각의 시장분석에서는 유가증권시장과 코스닥시장의 결과가 상이하게 나타난다. 포트폴리오를 3단계로 나누어서 분석한 결과 6개월 BHAR, 12개월 BHAR에서 코스닥시장의 수익률이 유가증권시장보다 더

크게 나타났다. 5단계 포트폴리오 분석 결과에서는 두 시장 모두 강매도 표본에서는 결과가 비유의적인 것으로 나타나서 허위정보신호 가설을 지지하고 있다. 저평가를 목적으로 자사주를 취득한다고 공시한 경우라도 공시 전 내부자거래의 구분이 강매도인 경우는 이 목적을 허위신호로 볼 수 있다.

〈표 11〉 코스닥시장의 장기 주가반응

자사주 취득 공시 후 6개월, 1년의 코스닥시장의 장기 주가반응에 대한 분석 결과이다. 차이검정은 평균차이 t-test를 실시하였다. 패널 A는 NPR을 기준으로 (1)매수(NPR>0), (2) 중립(NPR=0), (3) 매도(NPR<0)이다. 패널 B는 (1) 강매수(NPR=1), (2) 약매수(0<NPR<1), (3) 중립(NPR=0), (4) 약매도(-1<NPR<0), (5) 강매도(NPR=-1)이다. \*, \*\*, \*\*\*은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타내며 괄호 안의 숫자는 t값을 의미한다.

	표본수	BHAR [0, 6]	BHAR [0, 12]
패널 A: NPR 기준 포트폴리오 3			
전체	644	13.915(7.267)***	20.944(7.140)***
(1)	209	18.738(5.416)***	31.294(5.362)***
(2)	252	16.514(5.200)***	23.848(5.703)***
(3)	183	4.830(1.515)	5.124(0.982)***
차이(1)-(3)		13.725(2.858)***	28.777(3.347)***
패널 B: NPR 기준 포트폴리오 5			
(1)	116	18.160(4.048)***	35.978(4.278)***
(2)	93	19.458(3.588)***	25.452(3.230)***
(3)	252	16.514(5.200)***	23.848(5.703)***
(4)	69	6.098(1.113)	7.883(0.832)
(5)	114	4.062(1.037)	3.454(0.563)
차이(1)-(5)		13.543(2.394)**	31.787(3.141)***

유가증권시장의 경우 매수와 매도, 강매수와 강매도의 차이가 나타나지 않는 반면 코스닥시장에서는 장기주가반응에서 매수와 매도, 강매수와 강매도의 유의미한 차이가 나타난다. NPR 분류에 따른 내부자거래행태의 시장반응을 통해 기업의 가치가 저평가되었다는 신호를 시장별로 추가로 전달함을 확인하였다.

유가증권시장과 코스닥시장의 결과 차이는 내부자거래에 있어서 이익조정 가능성과 환경 측면에서 근본적인 차이가 있기 때문으로 보인다. 코스닥 기업은 상대적으로 기업 규모도 작고 소유 집중도가 최대주주에게 높은 것으로 지적된다. 코스닥시장의 회계감사와 모니터링 제도나 다른 견제제도들도 유가증권시장보다 상대적으로 덜 엄격하다. 그리고 이익과 주가의 변동성이 유가증권시장에 비해 심하므로 이익에 대한 동기가 더 클 것으로 판단된다. 이 때문에 자사주 매입 공시에 전후의 내부자거래에 따른 결과도 코스닥시장이 유가증권시장보다 더 유의미하게 나타난다고 해석할 수 있다.

## 5. 결론

1994년 5월 자사주 취득에 대한 규제가 폐지되어 자사주의 취득이 허용된 후 우리나라에서 자사주 취득 비중은 꾸준히 증가하는 추세다. 자사주 취득은 기업의 경영에 영향을 미칠 수 있는 지분취득에 관한 공시이고 이러한 지분취득을 통해서 외부 주주들은 회사의 가치를 평가하는 척도를 세울 수 있다. 이에 본 연구는 자사주 취득과 관련하여 내부자거래와 자사주 취득 전, 후의 기업가치와의 관계를 분석하고 내부자거래와 자사주 취득 공시의 관계가 투자 신호가 될 수 있는지 분석하였다.

이를 위하여 본 연구는 2005년부터 2014년까지 10년 동안 저평가를 목적으로 자사주 취득을 공시한 기업을 대상으로 내부자거래와 자사주 취득 공시 전후의 주식 반응을 분석하였다. 구체적으로 자사주 취득 공시 이전 6개월 동안의 내부자거래에 유의적인 영향을 미치는 요인에 대해 분석을 시행한 후 내부자거래행태에 따라 포트폴리오 그룹을 구분하였다. 그리고 자사주 취득 공시 이후에 각 그룹 간에 장기, 단기 시장 반응에 유의미한 차이가 나타나는지 분석하였고, 각 분석에서 유가증권시장 및 코스닥시장에 따른 시장 반응이 차별적으로 나타나는지 검증하였다.

본 연구의 주요 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 내부자 거래행태에 따라 정리하였을 때 자사주 취득 공시 전 내부자 매수가 매도보다 많으며, 공시 전 내부자거래에 영향을 미치는 요인을 분석한 결과 내부자거래는 회사 주식의 저평가 정도에 영향을 받고 있었다.

둘째, 자사주 취득 공시의 단기 시장반응 분석에서 공시 전 5일의 초과수익에서는 유의미한 음(-)의 수익률을 확인하였고, 공시일 포함 전, 후 3일간의 초과수익률과 공시 후 5일의 초과수익률에 관해서는 유의미한 양(+)의 수익률을 확인하였다. 하지만 내부자거래 행태에 따른 분석에서는 전체시장과 유가증권시장의 매수(강매수)와 매도(강매도) 표본에는 유의미한 차이가 나타나지 않았다. 유일하게 코스닥시장의 강매수 표본이 강매도 표본보다 3일의 누적초과수익률에서 10% 유의수준으로 높은 단기 시장반응을 보였다. 시장 간의 단기 추가반응 비교에서는 코스닥시장 기업이 유가증권시장 기업보다 자사주 취득 공시에 민감하게 반응한다는 것이 관찰되었다.

이는 자사주의 취득이 강제성을 띄고 있기에 단기 시장 반응에서는 내부자거래의 구분과 관련 없이 자사주 취득에 따른 영향을 강하게 받고 있다고 판단할 수 있다. 코스닥시장의 기업 분석에서 일부 유의미한 차이가 나타나는 이유로는 코스닥시장이 유가증권시장과 비교했을 때 기업의 규모가 작고, 최대주주에 의한 소유 집중도가 상대적으로 높다는 점을 고려할 수 있는데, 상대적으로 전체시장과 유가증권시장과 비교해 자사주 직접취득 자체가 주는 효과뿐만이 아니라 내부자거래가 주는 효과도 강하게 존재한다고 추론할 수 있다.

셋째, 자사주 취득 공시의 전체시장, 유가증권시장, 코스닥시장에서 장기 시장반응은 유의미한 양(+)으로 나타나 자사주 취득의 주요 동기가 저평가 목적임을 확인할 수 있었다. 그리고 전체시장과 코스닥시장의 매수(강매수) 표본이 매도(강매도) 표본보다 유의미하게 높은 장기 수익률을 보였으나 유가증권시장의 표본은 유의미한 차이를 보이지 않았다.

장기추가반응의 NPR 포트폴리오 분석에서 전체시장과 코스닥시장의 매수와 매도, 강매수와

강매도에서 유의한 차이가 존재하여 내부자거래의 행태가 자사주 취득 공시에 있어서 기업의 가치를 전한다고 분석할 수 있으나, 유가증권시장의 경우 매수와 매도, 강매수와 강매도에서 유의한 차이가 존재하지 않았다. 코스닥시장과 유가증권시장의 결과 차이는 이익조정 가능성과 환경의 차이 때문으로 보인다. 유가증권시장 기업에 비해 코스닥 기업은 기업규모도 작고, 소유 집중도도 최대주주에게 높은 것으로도 지적되고 다른 회계적 견제제도들도 상대적으로 덜 엄격하고, 주가의 변동성이 심하므로 이익에 대해 내부자들의 참여 동기가 더 클 것으로 판단된다.

마지막으로 전체시장, 유가증권시장과 코스닥시장에서 강매도 표본의 경우 유의미한 장기 수익률을 보이지 않았다. 이를 통해 저평가 목적의 자사주 취득 공시기업의 공시 전 내부자거래행태가 강매도이면 시장정보는 허위신호임을 확인할 수 있다.

자사주 취득은 기업의 경영에 영향을 미칠 수 있는 기업 수준의 지분취득에 관한 공시이고, 내부자거래는 개인이 기업의 경영에 영향을 미칠 수 있는 개인 수준의 자기 회사 주식 지분취득과 처분이다. 이러한 지분취득을 통해서 외부 주주들은 회사의 가치를 평가할 수 있으며 기업가치에 대해서 자사주 취득 공시뿐만이 아니라 내부자거래를 통해서도 추가적인 신호를 알 수 있다고 사료된다.

본 연구는 자사주 취득 공시 이전의 6개월 동안 내부자거래의 행태를 기준으로 기업이 보내는 저평가 신호를 분석하고 의미를 검증하였다. 그리고 이러한 분석 결과는 자사주 취득기업의 분석에 있어서 해당 기업 내부자거래의 행태가 새로운 재무 전략 수단으로 활용될 가능성을 제시하고 시장에서의 기업가치에 대한 이해를 시사한다.

향후 과제로, 본 연구에서는 세분화를 시장의 구분으로 비교 분석하였지만, 내부자를 지위별로 분류하여 분석하면 거래행태를 더 깊이 있게 살펴볼 수 있을 것이다. 또한, 표본의 선정에 있어서 자사주 매입의 목적이 저평가인 경우만 사용하였다. 전체 자사주 매입의 기업의 특성을 분석하면서 표본과 분석의 세분화를 다르게 한다면 새로운 결과를 도출할 수 있을 것이다. 또한, 차후에 단기 시장 반응과 장기 시장 반응을 종속변수로 한 분석을 시행한다면 자사주 취득 공시와 내부자거래 간의 흥미로운 결과를 제시할 수 있을 것으로 예상된다.

## References

- Babenko, I., Y. Tserlukevich, and A. Vedrashko, 2012, The Credibility of Open Market Share Repurchase Signaling, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47 (5), pp. 1059-1088.
- Beneish, M. D., 1999, Incentives and Penalties Related to Earnings Overstatements that Violate GAAP, *The Accounting Review*, Vol. 74 (4), pp. 425-457.
- Dann, L. Y., 1981, Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders, *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, pp. 113-138.
- Ikenbery, D., J. Lakonishok, and T. Vermalen, 1995, Market Underreaction to Open Market Share Repurchases, *Journal of Financial Economics*, Vol. 39, pp. 181-208.
- Ikenbery, D., J. Lakonishok, and T. Vermalen, 2000, Stock Repurchase in Canada: Performance and Strategic Trading, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 2373-2398.
- Jang, J. H., and M. Y. Lee, 2005, Research on the Information Environment and Insider Trading, *Korean Accounting Association Annual Winter Conference Review*, pp. 148-174.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling, 1976, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3 (4), pp. 305-360.
- Jung, S. C., and Y. G. Lee, 2001, Articles: Stock Repurchases and the Value of Firms, *The Korean Journal of Finance Association*, Vol. 14 (1), pp. 59-88.
- Kahle, K. M., 2000, Insider Trading and the Long Run Performance of New Security Issues, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 6 (1), pp. 25-53.
- Kang, J. M., 1994, Empirical Study on Insiders' Trading Profits, *The Journal of Korean Securities Association*, Vol. 16, pp. 17-49.
- Kim, B. M., 2000, Does Insider Trading Predict Future Stock Performance in the Korean Stock Market?, *Asian Review of Financial Research*, Vol. 13 (2), pp. 181-215.
- Kim, T. K., and J. S. Shin, 2014, Determinants of Insider Trading Profits, *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 43 (2), pp. 359-383.
- Lakonishok, J., and T. Vermaelen, 1990, Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers, *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 455-477.
- Lakonishok, J., and I. Lee, 2001, Are Insider Trades Informative?, *Review of Financial Studies*, Vol. 14, pp. 79-111.
- Lee, D. S., W. H. Mikkelson, and M. M. Partch, 1992, Manager's Trading around Stock Repurchases, *Journal of Finance*, Vol. 47 (5), pp. 1947-1961.
- Lim, B. K., S. H. Park, and P. S. Yoon, 2015, The Interaction Effects of Share Repurchase and Insider Trading, *Asian Review of Financial Research*, Vol. 28 (3), pp. 351-384.

A Study on the Relationship between Insider Trading and Stock Repurchase Firms

- Oh, H. T., and C. S. Lee, 2000, A Study on the Effect of Stock Repurchases, *Korea Industrial Economics Association*, Vol. 13 (2), pp. 155-171.
- Seyhun, H. N., 1986, Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency, *Journal of Financial Economics*, Vol. 16, pp. 189-212.
- Shin, J. S., T. K. Kim, and I. J. Kim, 2013, Influencing Factors on Insiders' Trading Behaviors, *Journal of The Korean Data Analysis Society*, Vol. 15 (3), pp. 1525-1535.
- Vermaelen, T., 1984, Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives, *Journal of Financial and Quantitative Economics*, Vol. 19, pp. 163-181.
- Yoon, P. S., 2013, Does Corporate Governance Affect the Profitability of Insider Trading?, *The Korean Journal of Financial Management*, Vol. 30 (2), pp. 169-202.
- Yoon, S. Y., and Oh W. J., 2012, Theses : Economics and Administration Session: The Relationship between Accruals Anomaly and Insider Trading in Korea Stock Market, *The Journal of Eurasian Studies*, Vol. 9 (1), pp. 25-46.