

經濟學碩士 學位論文

자사주매입에 대한 연구:

매입동기와 주가에 미치는 영향을 중심으로

指導教授 윤성민

이 論文을 釜慶大學校 大學院 資源經濟學科 金正熙 提出함



2003年 8月

釜慶大學校 大學院

資源經濟學科

金正熙

金正熙의 經濟學碩士學位論文을 認准함

2003年 6月 26日

主 審 經濟學博士 윤형모



委 員 經濟學博士 윤성민



委 員 經濟學博士 박철형



< 목 차 >

제1장 서론	1
제1절 연구의 목적	1
제2절 논문의 구성과 연구방법	2
제2장 선행연구에 대한 검토	4
제1절 외국의 선행연구	4
제2절 국내의 선행연구	7
제3장 자사주매입 공시제도와 현황	13
제1절 우리 나라의 자사주매입 제도	13
제2절 자사주매입 목적과 방법	18
제3절 우리 나라의 자사주매입 현황	19
제4장 자사주매입 동기에 대한 가설	23
제1절 동기에 대한 이론	23
제2절 본 논문의 연구가설	28
제5장 실증분석	31
제1절 자료	31
제2절 실증분석 방법	33
제3절 실증분석 결과	40

제6장 결론	48
참고문헌	51
부 록	55

<표차례>

<표 3-1> 자사주매입 공시 건수	20
<표 3-2> 자사주매입 공시할 때 공시한 매입 목적	21
<표 5-1> 실증분석에 사용된 자료의 기초통계량	32
<표 5-2> probit 및 logit 모형에 대한 변수들의 예상부호	39
<표 5-3> 자사주매입 공시일의 AAR과 CAAR	41
<표 5-4> t-검정 결과	44
<표 5-5> probit 모형 분석 결과	45
<표 5-6> logit 모형 분석 결과	46

<그림차례>

<그림 5-1> 자사주매입 공시일 전후의 AR과 CAAR	43
---------------------------------------	----

**A Study on Stock Repurchases:
The Motives and the Effect on Stock Price**

Joung-Hee Kim

Department of Resources Economics, Graduate School
Pukyong National University

Abstract

We examine open market repurchases in Korea, which are the 178 cases of repurchases stocks. The Main objectives of this paper are to analysis between the announcement effects of repurchases and the causes of repurchases. Further more, to explain about the motives of repurchases in Korea corporates. It is based on several hypothesis; such as information signaling hypothesis, free cash flow hypothesis, leverage hypothesis, disclourse information hypothesis, agency conflicts.

First of all, according to the result of repurchases by the event study, the announcement of repurchases affects of the stock price. Thus It has the positive relations between the announcement effect and the stock price, which is important evidence on information signaling hypothesis.

Secondly to represent the motives of repurchases, the probit model and logit model are used in this paper. In 1,644 cases mother samples, it is classified as the 125 cases repurchases and the 1,195 cases

non repurchases in the stock market. According to both the probit model and the logit model, repurchases is supposed to be 1 variable and non-repurchases is supposed to be 0 variable. Moreover, the dependent variable is supposed to be the lnasset, freecash flow, ownership, period, leverage, direct.

As the regression analysis result of both models, freecash flow hypothesis, leverage hypothesis, agency conflicts is statistically significant to explain the motives of repurchases. However, lnasset variable and direct variable is not involved in the significance level.

제1장 서론

제1절 연구의 목적

자사주매입은 기업이 이미 발행한 주식을 재매입하는 형태로 자기주식을 소유하는 것을 말한다. 과거 우리 나라에서는 내부자에 의한 주가조작을 우려하여 상법상 특별한 경우를 제외하고는 원칙적으로 자기주식의 취득을 금지하여 왔다. 그러나 IMF 경제 위기 이후 점차 인위적인 규제와 장벽들이 완화·폐지되고 많은 부분들이 시장원리에 의해 맡겨지는 추세이며 이러한 움직임들 가운데 하나가 자사주매입 허용이다.

자사주를 매입하는 경우 매입된 주식은 발행주식에서 공제되기 때문에 발행주식수의 감소에 따라 주당순이익이 증가하게 되어 실질적인 배당의 증가를 수반하는 재무 정책적 의미를 가지고 있다. 한편, 기업이 자사주를 시장에 직접 매입하여 부채비율을 조정하거나 또는 주식수를 감소시킴으로써 주가를 안정시키기 위한 수단으로 자사주매입이 활용될 수도 있다. 이처럼 자사주매입이 재무정책의 수단으로 이용된다면 경영자들이 기업의 미래이익 전망에 대한 정보를 시장에 전달하는 하나의 수단으로 자사주매입을 사용하게 될 것이다.

외국에서는 주가의 안정화, 경영권의 안정화 및 재무정책의 대체적인 수단 등 재무활동의 일부로서 자사주매입이 많은 기업에서 활발하게 이용되어 왔다. Liang and Sharpe(1999)의 경우 1997년 및 1998년 동안 미국의 기업들의 자사주 매입규모가 현금배당을 초과하고 있다고 주장하였다.

실제로 1999년 1월부터 2001년 12월까지의 자료를 대상으로 자사주매입 목적을 살펴보면 다음과 같다. 주가안정이 136건, 주가안정 & 경영권보호가 13

건, 주가안정 & 임직원상여금 지급이 12건 주가안정 & 주주가치 증대가 9건, 기타 8건이다. 이것으로부터 알 수 있는 것은 대부분의 기업들이 자사주매입하는 목적이 저평가 되어 있는 주가를 부양하는 수단으로 사용되고 있음을 알 수 있다. 그러나 이렇게 발표된 목적은 매우 표면적이고 형식적인 것이어서, 자사주매입의 진정한 목적이라고는 보기 어렵다.

이러한 관점에서 본 논문에서는 자사주매입 공시가 기업의 주가에 어떠한 영향을 주는지를 실증분석하기 위해 사건연구 방법(event study)을 통해 알아보려고 하였다. 또한 한국 기업의 자사주매입 동기를 알아보기 위해 정보신호가설, 레버리지가설, 유휴현금흐름가설, 대리인대립가설, 정보유출가능가설 등을 probit 및 logit 분석 모형을 이용하여 검증하였다.

제2절 논문의 구성과 연구방법

본 논문에서는 자사주매입 공시한 기업들의 주가에 대한 정보신호효과를 검증하기 위하여 사건연구 방법을 사용하여 자사주매입 공시한 기업들이 시장수익률 이상의 수익률을 달성하고 있는지를 파악하고자 하였다.

자사주매입 공시한 기업들의 정보신호효과를 검증하기 위해 1999년 1월부터 2001년 12월까지의 기간 동안 증권거래소 공시자료를 통해 자사주매입을 공시한 기업 178건을 표본으로 선정하였다.

첫째, 자사주매입 공시가 주가에 미치는 영향을 평가하기 위해서 분석기간을 공시 전 20일부터 공시 후 20일까지로 하였고, 비교기간은 공시 전 260일에서 공시 전 21일로 설정하였다.

둘째, 분석기간은 설정기준이 있는 것이 아니라 관행상 공시 전 1월 공시 후 1월로 하는 것이 보통이다.

또한 한국 기업들이 어떤 동기로 자사주매입을 공시하는지 알아보기 위해 probit 및 logit 회귀분석 모형으로 분석하였다. 전체 표본 1,644건 중에서 분석대상으로 선정된 표본은 분석조건을 충족시키는 기업으로 자사주매입 공시한 기업은 125건이고, 자사주매입 공시하지 않은 기업은 1,195건이다.

첫째, 한국 기업의 자사주매입 동기에 대한 가설들로 유휴현금흐름가설, 레버리지가설, 정보유출가능가설, 대리인대립가설 등으로 설정하여 probit 및 logit 모형을 이용하여 검증하였다.

둘째, 가설 검증을 위한 변수들로 기업규모, 내부유보현금흐름, 대주주지분율, 설립년수, 부채비율, 이사수 등을 사용하였다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 서론에서는 논문의 목적과 연구방법을 기술하고 있으며, 제2장에서는 선행 연구를 검토하였다. 제3장에서는 우리 나라 자사주 매입제도, 자사주매입 목적과 방법, 자사주매입 규모와 실태를 조사해 놓았다. 제4장에서는 자사주매입 동기에 대한 이론적 가설들을 정리하였고, 본 논문에 필요한 연구가설들을 설정하였다. 5장에서는 자료의 수집과 분석방법을 설명하였고, 실증분석 결과를 제시하였다. 마지막으로 6장에서는 본 논문의 주요 결론과 향후 연구과제에 대해 서술하였다.

제2장 선행연구에 대한 검토

자사주매입과 관련된 외국의 연구로는 Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(1995), Vermaelen(1981), Dittmar(2000), Fenn and Liang(1998), Stephens and Weisbach(1996) 등이 있고, 국내의 연구는 남명수·오우식(2001), 정성창(2001), 오현탁·이치송(2000), 김철교(1997, 1998), 정성창·이용교(1996, 1998), 안희준(1997), 윤성준·서형우(1997), 이태희·김철규·임병문(2000), 우춘식·신용균(1996), 신민식·김석진·이선윤(2002) 등이 있다.

제1절 외국의 선행연구

1. Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen의 연구

Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(1995)은 정보신호가설에 의거해 1980년에서 1990년까지 공개시장을 통한 자사주매입 공시에 대한 장기 기업 실적을 분석하였다. 분석방법으로는 CAR 접근법과 buy-and-hold 접근법을 이용하였다. 분석 결과 매입보유전략을 이용한 4년 동안의 비정상실적은 공시 이후 12% 이상으로 나타났다. 자사주매입 공시 정보가 시장에 즉각적으로 반응하는 것이 아니라 서서히 균형가격에 도달하여 장기적으로 주가가 상승하는 것으로 나타났다. 시장가에 비해 장부가가 높은 기업의 저평가된 주식 일수록 자사주매입의 중요한 동기임을 알 수 있다. 반면 시장가에 비해 장부가가 낮은 기업의 경우 장기적으로 양의 수익률이 나타나지 않았다.

2. Vermaelen의 연구

Vermaelen(1981)은 저평가된 신호로서 자사주를 매입한다고 주장하였다. 1962년부터 1997년까지 고정가격 공개매수를 발표한 기업들을 대상으로 살펴 보았다. 그 결과 자사주매입 공시 전후에 양의 비정상수익률이 존재함을 알 수 있었다. 프리미엄과 매입비율, 내부자들의 지분 등은 양의 관계를 가지고, 기업의 규모가 작을수록 높은 비정상수익률이 나타났다. 그리고 자사주매입 공시 후 기업의 주당순이익이 증가한다고 주장하였다.

3. Dittmar의 연구

Dittmar(2000)는 기업들의 자사주매입 동기를 이해하기 위해 초과자본가설, 저평가가설, 최적의 레버리지비율가설, 경영자 인센티브가설, 경영권방어가설 등을 검토하고 이 동기들이 어떻게 상호관계를 가지는지 살펴보았다.

1980년대 중반 기업들은 경영권 방어를 위해 자사주를 매입하였고, 1980년대 후반에서 1990년대 초반 기업들은 스톡옵션 효과때문에 자사주를 매입하는 것으로 나타났다. 따라서 기업들은 배당보다 자사주매입을 더 선호하였다.

CRSP¹⁾에 등록된 기업들을 대상으로 1977년부터 1996년까지 살펴본 결과 기업은 복합적인 동기로 자사주를 매입하고 있음을 알 수 있었다. 또한 자사주매입이 배당을 대신하는 대체수단이 아니고 기업의 지배구조 변경과 기업의 경영권 방어 수단으로서 사용하게 되었다. 자사주매입에 대한 동기로 레버리지비율의 변화와 스톡옵션의 희석화 방지도 가능하다고 주장하였다.

1) The Center for Research in Security Prices의 약자이고, 시카고 대학의 경영학과 금융 연구센터로서 주식(NYSDAQ, AMEX, NYSE), 지수, 채권, 뮤추얼 펀드 등에 대한 데이터베이스를 만들고 있다.

4. Fenn and Liang의 연구

Fenn and Liang(1998)은 배당을 지급하는 기업과 배당을 지급하지 않는 기업 표본을 대상으로 1984년에서 1995년까지 12년 기간을 살펴보았다.

경영자의 스톡옵션은 공개시장을 통한 자사주매입과 배당지급 사이의 선택에 영향을 준다고 추정하였다. 왜냐하면 경영자의 스톡옵션 가치는 예상되는 미래의 배당 지급에 대해 부의 관계에 있고, 경영자는 배당에 대해 자사주매입을 대신함으로써 경영자의 스톡옵션 가치를 증가시킬 수 있다고 주장하였다.

배당을 지급하는 기업에 대한 자사주매입은 정의 관계에 있고, 배당증가는 경영자 스톡옵션 가설과 관련하여 부의 관계에 있다. 반면 배당을 지급하지 않는 기업의 자사주매입과 옵션 사이의 관계는 약하고 통계적으로 무의미하였다. 따라서 자사주매입의 장점은 유휴현금흐름이 작으면 대리인 문제를 완화할 수 있으므로 주주들에게 유휴현금흐름을 배분하기 위해 경영자들은 자사주매입 방법을 사용한다. 또한 단점은 경영자들은 주가를 상승시켜야 스톡옵션을 받을 수 있으므로 경영자의 스톡옵션 가치를 증가시키기 위해 배당 대신 자사주매입 방법을 사용한다고 주장하였다.

5. Stephens & Weisbach의 연구

Stephens and Weisbach(1996)는 1981년부터 1990년까지 자사주매입 공시한 기업 450개의 표본을 대상으로 연구하였다. 자사주를 매입공시한 기업들은 누적비정상수익률과 관련이 있는 것으로 나타났다. 이는 경영자가 주식의 가치가 저평가되어 있음을 자사주매입을 통해 시장에 신호를 전달하고 있다고 볼 수 있다. 또한 자사주매입과 현금흐름 수준 사이에 정(+)의 관계가 있

다고 주장하였다. 이러한 결과는 경영자가 자사주매입을 통해 유휴현금흐름을 배분하고 있는 것으로 추정하였다. 기업들은 자사주매입을 통해서 저평가된 주가를 부양하거나, 잉여현금흐름을 분배하고 있다. 따라서 기업의 자사주매입 동기로 저평가가설과 잉여현금흐름이라는 것을 알 수 있다.

제2절 국내의 선행연구

1. 남명수·오우식의 연구

남명수·오우식(2001)은 우리나라 주식시장에서 주식재매입 공시효과와 재매입 공시효과가 목표 매입 취득 완료시점인 3개월 이후 기간까지 장기적으로 지속하는지의 여부, 그 지속성 강도가 목표매입초과기업과 목표매입미만 기업간에 차이가 있는지 분석하였다. 분석 결과는 첫째, 주식시장에서 저평가된 주식은 주식재매입 공시 직후 주가가 상승하고 자사주매입이 공시된 이후에도 장기간의 수익률 상승이 지속되었다. 둘째, 현재의 유보현금 상태가 양호하고, 대주주지분이 높고, 목표재매입 비율도 높은 기업의 경우에 재매입 공시효과가 크게 나타났다.

2. 정성창의 연구

정성창(2001)은 저평가가설의 이론적 배경을 근거로 자사주 취득 기업들의 취득 공시를 전후로 한 장기성과를 분석하였다. 분석방법으로는 event-time과 calendar-time을 사용하였다. 따라서 분석 결과는 분석모형에 따라 서로 다른 결과를 보여 주고 있기는 하지만 전체적으로 장기성과가 어느 정도 존

재하는 것으로 나타났다.

3. 오현탁·이치송의 연구

오현탁·이치송(2000)은 자사주매입이 주주 부에 미치는 영향을 측정하기 위하여 공시일을 전후한 비정상수익률을 사건연구를 통하여 살펴보고, 자사주매입 공시에 대한 비정상수익률이 발생한다면 이를 설명할 수 있는 변수를 이용하여 회귀분석으로 검증하였다. 또한 자사주매입 공시에 대한 요일효과가 나타나는가를 검증하였다. 자료는 증권거래소의 공시자료와 한국신용평가 주식회사의 자료를 이용하였다. 분석 결과는 첫째, 자사주매입 공시전일까지 음의 수익률을 보이던 비정상수익률이 공시 후 양의 수익률을 나타냈고, 둘째, 금요일 공시의 경우 10% 유의수준에서 통계적 유의성을 나타내어 양의 요일 공시효과가 있음을 검증하였다.

4. 김철교의 연구

김철교(1997)는 잔차분석과 회귀분석을 이용하여 재무정책들이 주가안정 목적을 달성하는지 여부와 그 이유로서 여러 가지 가설 성립 여부를 분석하였다. 자료는 증권감독원에 보고된 자료와 동원증권(주)의 데이터베이스를 이용하였다. 분석 결과 첫째, 자사주매입과 자사주 펀드의 경우 모두 주가 안정에 기여했지만 정보신호가설이 성립한다고 단정할 만한 증가가 없었다. 둘째, 배당/소득세 가설의 경우 자사주매입은 순이익이 증가하나 배당을 늘릴 수 없어서 자사주를 매입하고, 자사주펀드의 경우 저평가 되었다는 신호로서 투자자들이 수용하는 것으로 나타났다.

김철교(1998)는 제조업을 대상으로 각기 다른 네 개의 비정상수익률 모형을

이용하여 모형 차이에 따른 실증분석 결과가 어떻게 다른가를 분석하였다. 그 결과 첫째, 비정상수익률에 있어서 미조정수익률모형을 제외한 다른 세가지 모형의 경우 각 모형간에 통계적으로 유의한 차이가 존재하지 않았다. 둘째, 정보신호가설은 부분적으로 지지되었으나, 레버리지가설과 경영권방어가설은 기각되었으며, 규모 효과가 존재하였다.

5. 정성창·이용교의 연구

정성창·이용교(1996)는 횡단면 회귀분석을 통해 자사주매입과 자사주 펀드에 대한 유효성을 분석하였다. 분석 결과 자사주매입 제도는 주가 안정화에 기여하였고, 자사주 펀드제도도 다소 주가 안정화에 기여했다. 또한 자사주매입 제도와 자사주 펀드제도 간의 보완성과 대체성이 있는 것으로 나타났다.

정성창·이용교(1998)는 자사주펀드 공시제도의 문제점을 제도적으로 검토한 후, 지연 공시가 주주의 부에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 이론적 배경으로는 주가관리가설과 효율적 시장가설을 이용하였다. 분석 결과는 첫째, 펀드 가입 일을 분석 기준일로 하면 전체 표본 뿐 아니라 분할 표본에서도 모두 통계적으로 유의한 양의 정보효과가 존재하였고, 둘째, 공시일을 기준으로 분석했을 때 적시 공시 표본에서만 검증기간(-2, +2)에 통계적으로 유의한 양의 정보효과가 발견되었을 뿐 지연표본과 전체표본에서는 정보효과를 발견하지 못하였다.

6. 안희준의 연구

안희준(1997)은 경쟁가설, 정보가설, 이질적기대가설을 이론적 배경으로 분석하였다. 첫째, 고정가 및 Dutch 경매식 자사주매입시 스프레드의 변화에 관

한 분석과 둘째, 자사주매입이 시장조성자 및 기타 시장 참가자들의 이해관계 및 시장 내의 경쟁구조에 끼치는 영향을 연구하였다. 분석 결과, 자사주매입 기간 동안 호가 및 유효 스프레드가 매입방식에 관계없이 20% 정도 일시적으로 감소하여 시장내의 유동성이 상당히 증가하는 것으로 나타났다.

7. 윤성준·서형우의 연구

윤성준·서형우(1997)는 증권시장지상의 자료를 이용하여 자사주 취득의 공시효과가 있는지, 이 공시 사항들이 투자자들에게 중요한 정보가 될 수 있는지를 분석하였다. 분석결과 첫째, 자사주 취득 공시기업의 공시일 양일간의 주가수익률이 비공시기업 보다 1% 수준에서 유의하게 커 공시효과가 있음을 확인할 수 있었다. 둘째, 취득하려는 주식이 보통주일수록, 예정취득비율이 높을수록, 취득 목적이 주가안정 목적일수록 공시일 양일 간의 주가 수익률이 더 높았다.

8. 이태희·김철규·임병문의 연구

이태희·김철규·임병문의 연구(2000)는 기존과 달리 표본기간과 표본 수를 확대하고 주가반응을 살피는 기간을 연장하여 자사주매입 공시의 정보효과에 대해 검증하였다. 검증 결과 공시 후 20여일 동안의 주가상승은 자사주매입의 정보신호 효과로 인한 것이라는 증거를 찾을 수 없으며, 주가의 상승 자체도 일반적인 현상이 아니라 주가하락이 극심했던 1997년도에 국한된 현상임을 확인하였다. 그러나 특정 년도에 추가적인 주가 상승이 발생한 이유에 대해서는 명확한 결론을 내릴 수 없었다. 또한 자사주매입으로 인한 주가의 추가 상승은 단기적인 현상이 아니라 매우 장기적인 현상임을 알수 있었다.

이점에 착안하여 분석기간을 공시 후 80여일로 늘려서 분석을 실시한 결과 정보신호 효과와 관련된 변수가 유의적인 값을 가지는 것을 볼 수 있었다.

9. 우춘식 · 신용균의 연구

우춘식 · 신용균(1996)은 한국증권협회에서 발간하는 증권시장지와 대신경제연구소의 DAISHIN Diamond Data Base를 이용하여 횡단면 회귀분석 방법으로 주식재매입의 효과와 원인을 실증분석 하였다. 그 결과 첫째, 주식재매입이 주가에 음의 영향을 주었다.(소기업에서만 유의적임) 둘째, 정보내용가설과 레버리지가설을 지지할 만한 증거를 발견할 수 없었으며 부분적으로 정보내용가설을 지지하는 결과를 얻었다.

10. 신민식 · 김석진 · 이선윤의 연구

신민식 · 김석진 · 이선윤(2002)은 1994년 5월부터 1999년 12월까지 자사주매입을 공시한 415건을 대상으로 24개월간 장기성과를 분석하였다. 그 결과, 자사주매입 기업의 성과에 관한 정보신호가설이 부분적으로 지지되는 것으로 나타났다. 자사주매입의 목적별로 보면 가격안정을 목적으로 한 자사주매입은 정의 성과를 나타낸 반면 경영권 보호를 목적으로 한 자사주매입은 부의 성과를 나타냈다.

자사주매입 기업의 특성변수로 기업규모와 BE/ME를 고려하여 분석한 결과, 기업 규모가 작을수록 주식의 장기성과가 반드시 크다고는 할 수 없었으나, BE/ME가 낮을수록 장기성과가 비교적 크게 나타났다. 나아가, 자사주매입 기업의 장기성과에 대한 횡단면 회귀분석에서 대주주지분율과 사전수익률이 주식의 장기성과에 부분적으로 영향을 미치는 것으로 나타났다.

자사주매입과 관련된 국내의 연구는 최근 들어 활발해지고 있지만 이들 연구들의 대부분은 자사주매입 공시가 주식가격에 어떠한 영향을 주는지에 대해서만 실증분석 하고 있다. 따라서 본 연구에서는 자사주매입 공시한 기업들의 주가에 정보의 비대칭성이 반영되고 있는지를 알아보고자 하며, 기업들이 어떤 동기로 자사주매입 공시를 하는지를 가설 설정을 통해 알아보고자 한다. 기존 연구방법과는 달리 probit 및 logit 모형으로 실증 분석하였다. 자사주매입 공시 동기로 설명하기 위한 가설은 정보신호가설, 레버리지가설, 유휴현금흐름가설, 대리인대립가설, 정보유출가능가설 등이다. 대리인대립가설과 정보유출가능가설을 제외한 가설들은 국내 연구에서 자주 등장한 가설이다. 대리인대립가설은 Li and McNally(2000)가 사용한 가설로 본 연구에서는 이 가설 검증을 위해 대주주의 소유지분율 변수를 대리변수로 사용하였다. 정보유출가능가설은 정보유출이 이사수에 비례하여 나타난다고 보면 주가도 상이한 영향을 주게 된다. 따라서 이사수가 많은 기업이 자사주를 더 많이 매입한다. 이 가설에서는 이사수를 대리변수로 사용하여 분석을 시도하였다.

제3장 자사주매입 공시제도와 현황

우리 나라 자사주매입 제도와 관련하여 자사주 취득 및 처분, 규제 등이 어떻게 이루어지고 있는지 알아보려고 하며, 또한 실제적으로 자사주매입 공시의 거래규모와 실태를 파악하기 위해 자사주매입 공시 건수 현황, 자사주매입 공시할 때 공시한 매입목적에 살펴보려고 한다.

제1절 우리 나라의 자사주매입 제도²⁾

1. 취득가능 법인 및 취득명의

주권상장법인 등은 증권거래법 제189조·제189조의 2·부칙(법률 제6423호; 2001.3.28) 제16조(이하 “부칙 제16조”라 한다) 및 증권거래법 제84조 내지 제84조 4의 규정에 의하여 자사주를 취득 또는 처분하거나 신탁계약 등을 체결 또는 해지함에 있어서 그 신고 등에 관하여 금감위가 정하는 바에 의한다 <개정 2001.8.1>.

증권거래법 제189의 21항에 의하면 자사주를 취득할 수 있는 회사는 주식이 분산되어 자사주를 취득할 필요성이 많은 회사에 한정한다는 취지에서 증권거래소에 주권을 상장한 법인에 한정하는 한편, 불법 취득을 방지한다는 측면에서 자사주를 취득하는 상장 법인은 당해 법인의 명의로 계산으로 취득하도록 하였다.

개정 증권거래법상으로는 증권거래소에 주권을 상장한 법인은 모두 자사주

2) 이 절의 내용은 증권감독원(2003)에서 정리하였음.

를 취득할 수 있다. 그러나 은행의 경우 은행법에 의해 자사주의 취득이 제한될 수도 있다.

2. 자사주의 취득 또는 처분의 사전 공시

증권거래법 186조 1항 7호령 제83조에 의하면 자사주의 취득 또는 처분에 관한 이사회 결의 또는 대표이사 기타 대통령령이 정하는 자(자사주의 취득 또는 처분을 결정할 수 있는 사실상의 권한이 있는 임원 또는 주요 주주)의 결정이 있을 때에는 그 사실 또는 이사회 결의 내용을 지체 없이 증권위와 증권거래소에 신고하여 한다.

주권상장법인 등은 증권거래법 제84조의 3 제1항 제1호의 규정에 의하여 이사회결의를 거쳐야 할 사항은 다음과 같다. 취득의 경우 취득목적, 취득예정금액, 취득자금, 주식의 종류 및 수, 취득하고자 하는 주식의 가격, 취득방법, 취득하고자 하는 기간, 취득 후 보유하고자 하는 예상기간, 취득을 위탁할 증권회사의 명칭, 기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항 등이다. 처분의 경우 처분목적, 처분예정금액, 주식의 종류 및 수, 처분하고자 하는 기간, 처분을 위탁할 증권회사의 명칭, 기타 투자자 보호를 위하여 필요한 사항 등이다.

주권상장법인 등은 증권거래법 제84조의 3 제1항의 규정에 의하여 자사주 취득을 이사회에서 결의한 때에는 지체 없이 자사주의 취득에 관련되는 사항을 기재한 서류를 금감위에 제출하여야 한다<개정 2001.8.1>. 또한 자사주 취득신고서에는 취득의 개요와 당해 발행인에 관한 사항을 기재하여야 한다.

3. 자사주 취득한도 및 한도초과 보유분의 처리

증권거래법 제189의 21항 1호, 령 제84의 21항에 의하면 상장 법인은 취득 주식수 한도와 취득 금액 한도 중 적은 것에 해당하는 주식수만을 취득할 수 있는 바, 우선 취득주식수는 발행 주식 총수의 10% 이내에서 대통령령이 정하는 비율(5%)에 해당하는 주식수를 그 한도로 하고 있다.

취득주식수 한도 계산 기준인 발행주식총수란 문자 그대로 상장 법인이 발행한 주식의 총계를 말하므로 이에는 의결권 없는 주식도 포함된다. 또한 자사주의 취득 금액은 상법 제462조 제1항의 규정에 의한 이익배당 한도에서 당해 사업연도의 이익배당액 또는 그 예정액과 증권위가 정하는 준비금(기업합리화 적립금 및 재무구조 개선 적립금)을 차감한 것을 한도로 한다.

상장 법인 발행주식총수 또는 이익배당을 할 수 있는 한도 등의 감소로 인하여 자사주의 취득 한도를 초과하여 자기주식을 보유하게 된 경우에는 그 날부터 대통령령이 정하는 1년 내에 그 초과분을 처리해야 하고, 한도 초과 보유 일로부터 5일 이내에 그 초과 내역과 처분 계획을 증권감독원에 보고하여야 한다.

4. 자사주의 취득 및 처분규제

상장 법인이 자사주를 취득할 수 있는 방법으로는 유가증권 시장을 통한 취득, 공개 매수를 통한 취득, 특정인과의 상대 거래에 의한 취득 등이 있다. 증권거래법에서는 상장 법인이 자사주를 취득할 때에는 유가증권 시장을 통하여 취득하도록 하였다.

취득신고서를 제출한 주권상장법인 등은 증권거래법 제84조의 3 제3항의 규정에 의한 기간 이내에 자사주의 취득을 완료하지 못하여 다시 자사주를

취득하고자 할 때에는 취득신고서에 기재된 취득기간 만료 후 1월이 경과하여야 취득신고서를 제출할 수 있다. 다만, 보통주를 취득하기 위하여 취득신고서를 제출하였으나 다시 상법 제370조의 규정에 의한 의결권 없는 주식을 취득하고자 하는 경우에는 그러하지 아니하다.

증권거래소 또는 협회가 정하는 바에 따라 당일 장 개시의 시가결정에 참여하는 호가에 의하여 매수주문을 하되 그 가격은 전일의 종가 이상으로 하고 전일의 종가를 기준으로 100분의 5 높은 가격 이하로 하며, 매매거래 시간 중에 동 매수주문을 정정하고자 하는 경우에는 정정 주문 직전의 가격과 최우선매수호가의 가격 중 높은 가격과 그 가격으로부터 10 호가가격 단위 낮은 가격 범위 내의 가격으로 해야 한다.

주권상장법인이 취득한 자사주 처분을 이사회에서 결의한 때에는 지체 없이 자사주의 처분에 관련되는 사항을 기재한 서류를 금감위에 제출하여야 한다<개정 2001. 8. 1>. 증권거래법 제84조의 3 제1항 규정에 의하여 자사주를 교부하는 경우에는 동일한 주주총회 또는 이사회결의로 부여한 주식매수선택권의 최초 행사 가능일 3일 전에 동 주식매수선택권의 행사 기간 중 행사 가능한 자사주에 대한 처분신고서를 제출하여야 한다<신설 2002. 4. 4>. 자사주를 처분하기 위하여 매도주문을 할 때에는 증권거래소 또는 협회가 정하는 바에 따라야 한다. 당일 장 개시의 시가결정에 참여하는 호가에 의하여 매도주문을 하되 그 가격은 전일의 종가 이하로 하고 전일종가를 기준으로 2호가 가격단위 낮은 가격 이상으로 하며, 매매거래시간 중 동 매도주문을 정정하고자 하는 경우에는 정정 주문 직전의 가격과 최우선 매도호가의 가격 중 낮은 가격 이상의 가격으로 해야 한다.

5. 자사주의 법적지위

개정 증권거래법은 상법상 원칙적으로 취득이 금지된 자사주에 대하여 일정 요건과 절차 하에 일정 한도까지 이를 매수할 수 있도록 규정한 반면, 매수한 자사주가 의결권이 있는지, 이익배당을 받을 수 있는 것인지, 신주인수권이 있는지의 여부 등 자사주의 법적지위에 대하여는 아무런 언급이 없는데, 증권거래법상 매수한 자사주의 법적 지위에 대하여는 상법의 규정에 따른 일반 원칙에 의해 해결하여야 할 것이다.

상법은 자사주에 대하여 의결권이 없음을 명시하고 있고, 자사주는 주주총회 정족수 계산시 발행주식총수에서 제외하고 있는바, 이는 자사주에 대하여 의결권을 인정하면 최초 대주주는 본인 출자액 만큼은 물론 자기주식분도 본인의 의사대로 의결권을 행사하여 부당하게 기업 지배를 영구화하고 경영권이 부당하게 세습되는 문제가 있기 때문이다. 특히, 상법상으로 취득한 자사주를 상당 시기 내에 처분토록 되어 있어 상기의 우려가 크지 않으나, 증권거래법상 매수 허용된 자사주는 보유 규제를 행하지 않으므로 문제의 소지가 있다고 하겠다.

6. 자사주 취득금액한도의 산정기준

자사주를 취득할 수 있는 금액의 한도는 직전 사업 연도 말 재무제표를 기준으로 상법 제462조 제1항의 규정에 의한다. 이익배당을 할 수 있는 한도의 금액에서 직전 사업 연도 말 이후 증권거래법 제189조·제189조의 2 규정에 의하여 취득한 자사주가 있는 경우 그 취득금액 및 신탁 계약의 계약금을 공제하고 직전 사업 연도 말 이후 제2절의 규정에 의하여 처분한 주가의 취득원가를 가산한 금액으로 한다<개정 2001. 8. 1>.

제2절 자사주매입 목적과 방법

1. 자사주매입 목적

자사주를 매입하는 목적은 주로 비우호적인 M&A에 대한 방어 수단, 애사심 고취 및 격려금을 지원, 안정적인 주가 관리, 자사주매입을 통한 주주의 가치 증대를 위해서 이다. 또한 정부의 공기업 민영화 계획에 의한 교환 사채 발행을 목적으로 하거나, 임직원에게 대한 공모주를 지급한다든지 임직원에게 상여금(성과급)을 지급하기 위해서 또는 주식 매수 선택권 부여 수량 확보하기 위해서 이다. 자사주매입은 저평가 되어 있는 주식을 매입해서 시세 차익을 얻기 위한 목적도 있고, 주주들에게 배당 지급과 같은 효과를 가지는 현금 배당에 대한 대체 수단으로 이용되기도 한다. 이러한 목적들은 자사주매입에 대한 표면적인 목적으로 자사주 취득신고서 제출시 명시하는 목적들에 해당한다.

2. 자사주매입 방법

자사주를 매입하는 방법은 다음과 같다. 증권거래소 시장을 통해서 자사주를 매입하는 공개 시장 이용 방법과 모든 주주를 대상으로 하거나 소액주주를 대상으로 공개 매수 제의를 하는 방법이 있다. 공개매수제의를 하는 방법은 매수하고자 하는 주식수, 매수 가격, 매수 기간을 정하여 공시하고 주주들로부터 매수에 응하겠다는 청약을 받아 자사주를 매입하는 방법, 그리고 대주주와의 직접적인 협상에 의해서 자사주를 매수하는 방법이 있다. 또한 우리나라에서는 허용되지 않지만 미국에서 많이 이용하는 고정가격 공개매수 방법이 있다. 이는 기업이 매입주식의 수량과 매입가격, 매입 기간을 발표해

서 이에 응하는 주식을 공개적으로 매수하는 방법이다.

기업은 매입하고자 하는 주식의 양과 원하는 가격대를 발표하고, 매도를 원하는 주주는 원하는 매도가격과 물량을 제시하여 기업에서 희망하는 수량을 매입할 수 있도록 하는 방법이 화란식 경매이다. 그 중에서 일반적으로 공개 시장을 통한 매입이 더 선호되고 있는 실정이다.

공개 시장을 통한 자사주매입의 효과를 분석한 대표적인 연구로는 Dann(1981)과 Vermaelen(1981)이 있다. 이들은 공개 시장에 의한 자사주매입이 기업의 주가를 상승시킨다는 분석 결과를 제시하였다. Comment and Jarrell(1991)은 공개 시장을 통한 자사주매입 효과가 다른 매입 방법에 비해 상대적으로 작다는 것을 실증적으로 보여 주었다. Barclay and Smith(1988)는 공개시장을 통한 자사주매입과 현금배당을 상호 비교하였다. Bartov(1991)는 공개 시장을 통한 자사주매입 이후 기업의 주가 상승 효과와 위험의 변화를 분석하였다. Ofer and Thakor(1987)는 공개 시장을 통한 자사주매입의 증권시장에 대한 반응을 검증하였다. 자사주매입으로 인한 효과는 공시나 매입이 완료된 시점 이후에도 지속적으로 나타났다. 그 이유로서 자사주매입은 기업의 미래가치와 직접적인 상관성이 있는 영구적인 성격 때문이라고 설명하였다.

제3절 우리 나라의 자사주매입 현황

1994년 1월15일 증권거래법의 개정으로 상장주식에 대한 대량 소유제한제도를 폐지하였다. 그래서 상장법인들은 적대적 M&A로부터 경영권 보호를 목적으로 유가증권 시장을 통하여 발행주식총수의 5%에 해당하는 주식수에 한하여 자기주식의 취득을 하게 되었다. 이후 1996년 2월12일 대통령령을 개

정하여 발행주식총수의 10%까지 취득 한도를 완화하였다.

IMF 경제 위기 이후 외국자본의 유입이 확대되고, 기업지배구조 조정 과정이 상호작용 하면서 기업들의 자사주매입이 급속히 확대되고 있는 실정이다. 실제적으로 자사주매입이 이루어지고 있는 상황을 살펴보면 다음과 같다.

<표 3-1> 자사주매입 공시 건수

년도	자사주매입 공시 건수
1996	110
1997	140
1998	108
1999	46
2000	93
2001	39
합 계	536

자료 : 한국 증권거래소의 전자공시시스템(www.kse.or.kr)

1996년부터 2001년까지의 자사주매입 현황은 <표 3-1>에 나타나 있다. 총 자사주매입 공시 건수는 536건으로 1996년에는 110건, 1997년 140건, 1998년 108건, 1999년 46건, 2000년 93건, 2001년 39건이다. 우리는 표를 통해서 자사주매입 공시 건수가 IMF 경제 위기에 140건으로 다른 년도에 비해 많음을 알 수 있다. 본 논문에서는 1년에 2회 이상 공시한 기업은 표본이 독립적인 것으로 처리하였다. 또한 금융기관은 정부의 규제로 자율적인 자사주매입 결정이 어렵다고 보기 때문에 표본 중에서 제외시켰다.

<표 3-2> 자사주매입 공시할 때 공시한 매입 목적

구 분	1999년	2000년	2001년	합계
주 가 안 정	34	79	23	136
주가안정 & 경영권보호	5	4	4	13
주가안정 & 임직원상여금지급	5	4	3	12
주가안정 & 주가치증대	0	0	9	9
기 타	2	6	0	8
합 계	46	93	39	178

자료 : 한국 증권거래소의 전자공시시스템(www.kse.or.kr)

<표 3 2>는 1999년 1월부터 2001년 12월까지 증권거래소에 공시된 자사주 매입 현황을 목적별로 분류한 것이다. 표에서 알 수 있는 것처럼 주가 안정이 136건이고 주가안정 & 경영권 보호가 13건, 주가안정 & 임직원 상여금지급이 12건, 주가안정 & 주주 가치 증대가 9건, 기타가 8건이다. 2개의 취득 목적을 공시한 기업이 다수 있었으며, 대부분 우리 나라 기업들은 자사주 취득 목적이 주가 안정이고, 비우호적인 M&A에 대한 방어 수단으로서의 목적이 두번째를 차지하고 있다. 그 다음이 임직원 상여금 지급, 주주가치 증대 등 순이다. 따라서 우리 나라 기업들은 주식시장에서 저평가 되어 있는 자사주를 주가안정의 목적으로 매입하는데 이용하였음을 알 수 있다. 이는 기업의 내부자와 투자자 사이에 존재하는 비대칭적인 정보를 시장에 전달하는 신호 수단으로서 자사주매입이 이용되고 있다는 것을 의미한다.

제4장 자사주매입 동기에 대한 가설

기업들이 왜 자사주매입을 하는지에 대한 이론적인 가설들로 정보신호가설, 유휴현금흐름가설, 경영권방어가설, 레버리지가설, 정보유출가능가설, 부의 이전가설, 대리인대립가설 등으로 분류 해보았다. 그리고 그 결과를 정리하여 본 논문의 실증 분석에 사용할 연구가설로 설정하였다.

제1절 동기에 대한 이론

1. 정보신호가설

정보신호가설은 저평가가설이라고도 하는데 내부자와 주주 사이의 정보 비대칭성때문에 기업의 주가가 내재가치보다 저평가 되어 있는 경우에 자사주매입을 공시한다는 설명이다. 즉 자사주매입은 정보가 제대로 전달되지 못한 시장에 주식의 가치가 저평가 되어 있다는 신호 역할을 하게 되므로 시장에서 주식 가치가 상승하게 된다는 가설이다. 경영자가 자신의 기업에 자금을 투자하는 의도는 주식의 내재가치가 현재의 시장가치보다 더 높다는 투자자들의 주장에 대한 근거가 될 수 있다. 또한 경영자는 기업의 미래 전망이 양호하다는 것을 시장에 신호하기 위해 자사주매입을 이용하기도 한다. 그런데 기업의 규모에 따라서 시장과의 정보 비대칭성이 나타날 수도 있다. 기업의 규모가 크면 그만큼 정보의 시장 전달이 규모가 작은 기업에 비해 상대적으로 크다고 할 수 있다. 기업의 규모가 큰 기업이 자사주매입 공시한 경우와 기업의 규모가 작은 기업이 자사주매입 공시한 경우를 비교했을 때 전자의 경우에 있어서 기업의 주가 상승이 더 높아야 한다는 이론이다. 따라서 규모

가 작은 기업이 자사주를 더 많이 매입한다. 이 가설은 Vermaelen(1981), Persons(1994), Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen(1995), Nelson(1999) 등이 주장하였다.

실제로 신용균·우춘식(1996)은 52개의 표본을 대상으로 실증 분석을 하였다. 그 결과 소규모 기업이 자사주를 매입한 경우 주가에 정(+)의 영향을 미친다는 실증적 증거를 제시함으로써 기업의 규모에 따라 자사주매입 효과가 상이하다는 주장을 하였다.

2. 유휴현금흐름가설

기업들은 자사주매입 자금으로 부채와 유휴현금흐름을 사용하고 있다. 부채와 유휴현금흐름을 사용해서 자사주를 매입하게 되면 자기 자본이 감소하게 되므로 자연히 부채 비율이 증가하게 된다. 유휴현금흐름을 사용해서 자사주를 매입하게 되면 자사주를 매입한 만큼 현금흐름이 감소하기 때문에 대리인 문제를 완화할 수 있을 뿐만 아니라 과잉 중복 투자가 감소하고, 기업의 가치도 증가시킬 수 있다.

유휴현금흐름은 더 이상 투자할 때가 없는 현금이므로 높은 수준의 유휴현금흐름을 가진 기업이 작은 기업보다 상대적으로 자사주매입 자금에 사용될 가능성이 그 만큼 커질 수 있다는 이론이다. 기업들이 자사주매입 공사를 한다면 기업이 보유하고 있는 내부유보현금흐름 정도에 따라서 기업의 주가에 상이한 영향을 줘야 한다. 이 가설은 Bajaj and Vijh(1990), Fenn and Liang(1998), Li and McNally(2000) 등이 주장하였다.

또한 기업이 유휴현금흐름을 많이 가지고 있으면 투자를 하거나 자사주매입을 통해 유휴현금흐름을 배분한다. 따라서 본 논문에서는 투자 기회에 대한 대리 변수로서 설립년수(period)를 변수로 사용하였다. 설립이 오래된 기

업은 이미 투자를 할 만한 곳은 투자를 다했기 때문에 투자 기회가 작다고 보는 반면 신생기업은 설립 기간이 짧기 때문에 투자 기회가 상대적으로 많다. 따라서 투자 기회가 많으면 자사주매입이 작아지고 투자 기회가 적으면 자사주매입이 커질 수 있다.

3. 경영권방어가설

자사주 매입은 주가가 저평가된 상태에서 주주들에게 판매되기 때문에 매입가를 상승시킬 뿐만 아니라 경영권 방어로도 사용하게 된다. 이 가설에 의하면 경영권 취득 위험에 많이 노출된 기업일수록 더 많은 자사주를 매입한다는 것이다. 기업은 은행으로 부터 차입한 자금을 기술에 투자하지 않고, 자사주를 매입하여 소각하게 되면 경영권이 방어될 뿐만 아니라 레버리지비율도 높아져 M&A 대상에서 제외되게 된다. 기업 매수자의 경우 매입할 수 있는 주식 수가 감소하고 또한 매수 비용이 상승하게 되므로 M&A에 대한 유인을 저하시킨다는 가설이다. 따라서 비우호적인 M&A에 대한 방어 전략으로서 자사주매입을 사용하게 되면 기업 인수를 방어하는 효과가 나타나게 된다. 이 가설은 Bagnoli, Gordon and Lipman(1989), Dennis(1990), Bagwell(1991), Persons(1994) 등이 주장하였다.

4. 레버리지가설

자사주매입 자금 운용과 원천은 유휴현금흐름과 부채로 조달되어진다. 자사주를 매입하게 되면 부채의 양이 불변이라도 자사주를 매입한 만큼 자기 자본이 감소하기 때문에 부채 비율은 증가한다. 따라서 자금 조달시 부채 발행에 의하면 레버리지비율이 커지게 되어 세금 감면의 혜택이 발생한다.

만약 레버리지가설을 지지하려면 부채로 자사주를 매입한 기업에 있어 더 높은 평균비정상수익률이 나타나야 할 것이다. 그래서 부채비율이 낮은 기업이 더 많은 자사주를 매입한다.

Vermaelen(1981)은 부채로 자사주를 매입한 기업과 유휴현금흐름으로 자사주를 매입한 기업으로 분류하여 실증 분석한 결과 전자의 경우 유의적인 평균비정상수익률이 나타남으로써 레버리지가설을 지지하는 실증적 증거를 제시한 바 있다.

Bagwell and Shoven(1988)과 Opler and Titman(1996)에 의하면 최적의 레버리지비율이 존재한다고 가정하면 기업들은 최적의 레버리지비율을 달성하기 위해 자사주를 매입한다고 주장하는 이론이다. 만약 기업의 레버리지비율이 최적의 레버리지비율 아래에 있다면 기업들은 더 많은 자사주를 매입할 것이다. 이러한 자사주 매입에 대한 기업의 의사 결정에 따라 기업의 자본구조가 영향을 받고 있음을 이 가설에서 알 수 있다.

5. 정보유출가능가설

자사주를 매입하기 위한 절차인 자사주 취득은 이사회에 의해 이루어지기 때문에 내부자의 경우 일반 투자자들보다 정보 면에서 우위에 있다고 볼 수 있다. 이는 내부자가 이 정보를 이용하는 경우 주가 상승으로 인한 이익을 가질 수 있다는 것이다. 원칙적으로 투자자들에게 공개되지 않은 정보가 있는 경우 다수인이 알 수 있도록 그 정보가 공개되기 전까지 내부자거래 방지 측면에서 자사주 취득을 금지하는 규정이 있다. 그러나 사람들이 하는 일이기 때문에 다소 정보의 유출 가능성이 있다고 본다. 이 정보의 유출 가능성이 기업 내의 이사수가 작은 경우 보다 많은 경우에 상대적으로 크다. 따라서 기업이 자사주매입 공시하기 전에 정보가 유출되어 주가에 반영될 가

능성이 있다.

만약 기업의 자사주매입 공시 정보가 있는 경우 이는 이사수에 비례해서 정보의 유출 가능성이 다르기 때문에 기업의 주가에도 상이한 영향을 줘야 한다는 것이 이 가설이다. 따라서 이사수가 많은 기업일수록 자사주를 더 많이 매입한다.

6. 부의 이전가설

자사주를 매입하게 되면 기업의 자산을 감소시키는 결과를 초래하게 되므로 채권자의 부가 주주에게로 이전된다는 가설이다. 즉 자사주매입 공시 기간 안에는 주가가 상승하지만 채권의 가격은 하락하게 된다는 것이다.

Dann(1981)은 일반 사채, 전환 사채, 전환 우선주, 우선주 등으로 분류하여 자사주매입 공시 기간의 비정상수익률을 실증 분석한 결과 공시일 전후와 관련하여 비정상수익률이 나타났다고 주장하였다.

7. 대리인대립가설

Li and McNally(2000)의 대리인대립가설은 소유와 지배의 분리와 관련 있는 대리인 비용에서 나타난다는 이론이다. 금융 침체가 클 때 내부자는 소비 특권에 대한 기회를 가지고, 가치 감소 활동을 시작한다. 자사주매입은 금융 침체와 대리인 비용을 감소시키고 주가를 상승시킨다. 내부자는 자사주매입에 대한 신호 혹은 대리인 비용의 감소 등에 개의치 않고 주가 상승에 대한 이익을 가지지만 소비 특권은 감소한다. 자사주매입은 기업 내에서 대주주의 소유가 클 때 더 많이 발생한다. 따라서 대주주의 지분율이 높은 기업이 자사주매입을 더 선호한다.

이상에서 정리한 가설들은 기업들의 자사주를 매입하는 특정의 목적을 강조하여 모형화한 것이다. 그러나 현실에서는 어느 하나의 가설이 설명하는 목적만으로 자사주를 매입하는 것은 아니고 몇 가지 가설들이 동시에 충족되는 경우가 일반적이다.

제2절 본 논문의 연구가설

기업들이 어떤 동기로 자사주를 매입 공시하고 있는지 알아보기 위해 다음과 같은 연구가설을 설정하였다. 먼저 자사주매입 공시 동기에 대한 가설들은 정보신호가설, 레버리지가설, 유휴현금흐름가설, 대리인대립가설, 정보유출가능가설 등으로 설정하였다.

정보신호가설에 따르면 자사주매입이나 공시는 정보가 제대로 전달되어 있지 못한 시장에 신호 역할을 함으로써 저평가 되어 있는 주식의 가치가 상승하게 된다는 것이다. 즉 기업의 경영자들이 자사주의 매입 공시를 통해 기업과 관련된 정보를 시장에 전달하게 된다. 또한 기업 규모에 비례해서 자사주매입이 달라진다는 것이다. 이는 기업 규모에 따라서 시장과의 정보비대칭이 나타난다고 보는 것으로서 기업의 규모가 클수록 정보의 비대칭성이 작고, 기업의 규모가 작을수록 정보의 비대칭성이 크다. 따라서 정보의 비대칭성이 작은 기업이 큰 기업보다 자사주매입 공시를 한 경우 주가에 반영되는 크기가 상대적으로 크다. 그래서 규모가 작은 기업이 자사주를 더 많이 매입한다고 볼 수 있다.

<연구가설1>과 <연구가설2>는 정보신호가설을 검증하기 위한 가설이다. 하지만 <연구가설1>은 사건연구 방법을 사용하였고, <연구가설2>는 기업 규

모에 대한 대리변수로 총자산을 이용하여 probit 및 logit 모형으로 분석한 차이가 있다.

<연구가설1> 자사주매입 공시 이후 주가가 비정상적으로 상승한다.

<연구가설2> 규모가 작은 기업이 자사주를 더 많이 매입한다.

유휴현금흐름가설에 의하면 내부유보현금흐름이 많을수록, 설립년수가 짧을수록 자사주를 더 많이 매입한다고 보는 가설이다.

기업은 내부유보현금흐름이 많으면 투자를 하거나 자사주매입으로 사용하게 된다. 이 가설 검증을 위해 내부유보현금흐름 보유 정도와 설립년수를 대리변수로 사용하였다. 내부유보현금흐름은 더 이상 투자할 곳이 없는 현금을 일컫는다. 그래서 내부유보현금흐름을 많이 보유한 기업은 적게 보유한 기업보다 상대적으로 자사주매입에 사용될 가능성이 높다. 또한 설립년수가 오래된 기업은 설립년수가 짧은 신생기업보다 투자기회가 상대적으로 작다. 왜냐하면 설립기간이 긴 기업일수록 이미 투자할 만한 곳은 다 투자를 했기 때문에 투자기회가 작아져 자사주매입의 기회는 커진다.

<연구가설3> 내부유보현금흐름 보유 정도가 많은 기업이 자사주매입을 더 선호한다.

<연구가설4> 설립년수가 오래된 기업일수록 자사주를 많이 매입한다.

대리인대립가설에 의하면 소유와 지배의 분리에서 대리인 비용이 발생한다. 대주주의 지분율이 낮으면 대리인 비용이 높고, 대주주의 지분율이 높으면 대리인 비용이 낮다. 따라서 자사주 매입은 대리인 비용을 감소시키고 주가를 상승시킨다. 내부자는 자사주매입에 대한 신호 혹은 대리인 비용의 감소

등에 개의치 않고 주가 상승에 대한 이익을 가지지만 소비 특권은 감소한다. 따라서 대주주의 지분율이 낮은 기업보다 높은 기업에서 자사주를 더 많이 매입한다는 것이다.

<연구가설5> 대주주의 지분율이 높은 기업의 경우 자사주를 더 많이 매입한다.

레버리지가설에서는 부채비율이 낮은 기업이 자사주를 더 많이 매입할 것이라고 본다. 부채발행으로 자금을 조달하면 부채비율이 증가하여 세금감면을 받을 수 있는 크기가 커지게 되고 이러한 세금혜택은 주주에게 이전되어 주가가 상승하게 된다. 따라서 부채비율이 높은 기업보다 부채비율이 낮은 기업에서 자사주매입을 더 선호한다고 볼 수 있다.

<연구가설6> 부채비율이 낮은 기업이 자사주매입을 많이 한다.

정보유출가능가설에 의하면 자사주 취득 결의가 이사회에 의해 성립되기 때문에 자사주매입 공시에 관한 정보는 이사수에 비례해서 유출될 가능성이 다르다고 본다. 이 가설에 의해서 정보 유출가능성의 차이는 기업의 주가에도 다른 영향을 준다고 할 수 있다. 따라서 이사수가 많은 기업일수록 자사주매입을 더 선호한다고 보는 가설이다.

<연구가설7> 이사수가 많은 기업이 자사주를 많이 매입한다.

제5장 실증분석

제1절 자료

본문에 사용되는 실증 분석 자료는 다음과 같다.

- 1999년 1월1일 부터 2001년 12월31일 까지 자사주매입 공시를 한 178개의 기업을 대상으로 하였고, 이 표본은 증권거래소 전자공시시스템의 자료를 이용하였다.

- 분석 대상으로 선정된 기업은 공시 전 20일부터 공시 후 20일까지의 분석기간을 사용하였고, 비교 기간은 공시 전 260일부터 공시 전 21일까지로 설정하여 자사주매입 공시가 기업 주가에 미치는 영향을 평가하였다.

- 표본 중에서 금융기관을 제외시켰다. 그 이유는 정부의 규제로 인해 자율적인 자사주매입 결정이 어렵다고 판단되기 때문이다. 또한 1년에 2회 이상 공시한 기업은 독립적인 표본으로 처리하였다.

- 개별 기업의 비정상수익률을 산정하기 위하여 사용된 기업의 일별주가 수익률과 종합주가지수수익률은 한국증권연구원의 SRI Stock Database를 이용하였다.

- 한국 기업의 자사주매입 동기를 설명하기 위해 정보신호가설, 레버리지 가설, 유희현금흐름가설, 대리인대립가설, 정보유출가능가설 등을 설정하였다.

- 분석 대상은 전체 표본 1,644건 중에서 분석 대상으로 선정된 표본은 분석 조건을 충족시키는 기업으로 자사주매입 공시한 기업은 125건이고, 자사주매입 공시하지 않은 기업은 1,195건이다.

- 기업들의 자사주매입 동기를 분석하기 위해 기업규모, 내부유보현금흐름 정도, 부채비율, 대주주지분율, 설립년수, 이사수 등의 변수들은 한국상장회사

협의회가 구축한 DB인 기업정보웨어하우스 TS2000을 통하여 구하였다.

· <표 5 1>은 실증분석에 사용된 자료에 대한 기초통계량으로 자사주매입을 공시한 기업과 공시하지 않은 기업으로 나누어 표본수, 평균값, 표준편차, 최소값, 최대값을 나타내고 있다.

<표 5 1> 실증분석에 사용된 자료의 기초통계량

변 수		표본수	평균값	표준편차	최소값	최대값
비 공 시 기 업	lnasset	1195	19.34	1.42	16.34	24.89
	freecash	1195	8.92	11.86	0	132.80
	ownership	1195	21.84	16.43	0	96.39
	period	1195	33.52	12.68	-0.11	103.91
	leverage	1195	51.58	18.03	7.82	99.67
	direct	1195	0.28	0.24	0.04	3.22
공 시 기 업	lnasset	125	19.20	1.16	17.43	22.35
	freecash	125	11.18	21.92	0.43	245.86
	ownership	125	26.45	14.11	0	57.28
	period	125	35.27	11.93	13.98	76.90
	leverage	125	45.62	15.62	14.40	79.89
	direct	125	0.29	0.17	0.08	1.06

제2절 실증분석 방법

1. 사건연구 방법³⁾

1) 초과수익률 산정모형

자사주매입 공시의 효과를 측정하기 위해서는 사건연구 방법을 이용하였다. 분석기간의 각 사건 관련 일에서 표본의 평균비정상수익률과 누적비정상수익률을 측정해야 한다. 따라서 각 사건 관련일 t일의 비정상수익률을 측정하는데 필요한 정상수익률 계산을 위해 시장모형을 이용하여 α 와 β 를 추정하였다. 시장모형은 식(1)과 같다.

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \epsilon_{jt} \quad (1)$$

(t = 260, 259, ... , -20)

R_{jt} : t일에서 j주식의 일별주가수익률

R_{mt} : t일에서 종합주가지수의 일별주가수익률

α_j : j주식 시장모형의 상수항 추정치

β_j : j주식 시장모형의 베타계수 추정치

$\beta_j = \text{COV}(R_{jt}, R_{mt}) / \text{VAR}(R_{mt})$

ϵ_{jt} : t일에서 j주식의 확률적 오차항

각 표본 주식 j의 α_j 와 β_j 의를 추정하기 위해 사건일 전 260일부터 사건일

3) 사건연구 방법에 대한 자세한 설명은 Campbell, Lo and Mackinlay(1997) 참조

전 21일 까지의 주가수익률을 이용하였다. 이와 같이 추정된 회귀계수를 이용하여 분석기간 동안의 자사주매입 공시 주변일별로 종합주가지수의 일별주가수익률을 식(1)에 대입함으로써 각 표본 주식의 정상수익률을 추정할 수 있다.

$$\mu_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} \quad (2)$$

(t = -20, -19, ..., 0, ..., +19, +20)

식(3)을 이용하여 각 자사주매입 공시 주변일에서 표본 주식 j의 비정상수익률(abnormal return: AR_{jt})을 계산하였다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - \mu_{jt} \quad (3)$$

A_{jt} : 자사주매입 공시 주변일 t일에서 표본 주식 j의 비정상수익률
(t = -20, -19, ..., +19, +20)

2) 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률이 산정

각 시점에서의 평균비정상수익률(average abnormal return: AAR)은 식(4)와 같이 산정하였다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{j=1}^N \epsilon_{jt} \quad (4)$$

AAR_t : 각 시점의 평균비정상수익률

ϵ_{jt} : 사건 관련일 t일에서 표본 j의 평균비정상수익률

N : 표본의 수

식(5)를 이용하여 누적평균비정상수익률(cumulative average abnormal return : CAAR)을 측정하였다.

$$CAAR_{k, n} = \sum_{t=k}^n AAR_t \quad (5)$$

$CAAR_{k,n}$: k시점부터 n시점까지의 누적평균비정상수익률

3) AAR과 CAAR의 유의성 검증

분석기간의 각 사건 관련 일에서 측정된 AAR이 통계적으로 유의적인가를 검증하는데 있어서 t 통계량을 이용할 수 있다. 특정 시점에서 평균비정상수익률이 0%라는 귀무가설을 검증하기 위한 통계적 유의성 검증에서 요구되는 t 통계량은 다음과 같다.

$$t = \frac{AAR_t}{S(AAR)} \quad (6)$$

$$S(AAR) = \sqrt{\sum_{t=-260}^{-20} (AAR_{pt} - AAR_p)^2 \frac{1}{n-1}}$$

AAR_t : 사건 관련일 t 일에서 표본의 평균비정상수익률

$S(AAR)$: 추정기간(-260 ~ -20)에서 계산된 표본의 평균 일별 비정상수익률의 표준편차

AAR_{μ} : 추정기간의 p 일에서 표본의 평균 일별 비정상수익률

AAR_p : 추정기간에서 표본의 평균 일별 비정상수익률의 평균

한편 특정 시점에서 누적비정상수익률이 0%라는 귀무가설을 검증하기 위한 통계적 유의성 검증에 요구되는 t -통계량은 식(7)과 같다.

$$t = \frac{CAAR_{k,n}}{S(AAR_p)\sqrt{day}} \quad (7)$$

$CAAR_{k,n}$: k 일에서 n 차 일까지 기간에서 표본의 누적평균비정상수익률

day : 표본 p 에서 k 일부터 n 일까지의 일수

2. probit 및 logit 회귀분석 모형

한국 기업들의 자사주매입 동기를 설명하는 가설은 유휴현금흐름가설, 레버리지가설, 대리인대립가설, 정보유출가능가설 등이다. 이 가설들을 검증하기 위해 종속변수를 자사주매입 공시한 기업이면 1, 자사주매입 공시하지 않은

기업은 0으로 두는 probit 및 logit모형을 이용하여 회귀분석을 하였다. 한편 독립변수로 기업규모, 내부유보현금흐름, 대주주지분율, 설립년수, 부채비율, 이사수 등을 설정하였다. probit 및 logit 회귀분석 모형의 추정은 식 (8)과 같다.

$$\text{rep}_i = \alpha + \beta_1(\text{lnasset})_i + \beta_2(\text{leverage})_i + \beta_3(\text{freecash})_i + \beta_4(\text{period})_i + \beta_5(\text{ownership})_i + \beta_6(\text{direct})_i + \varepsilon_i \quad (8)$$

rep : 자사주매입 공시하지 않은 기업=0, 자사주매입 공시한 기업=1

lnasset : 기업규모

leverage : 부채 비율

freecash : 내부유보현금흐름 보유 정도

period : 설립년수

ownership : 대주주지분율

direct : 이사수

ε_i : 확률적 오차항

기업규모 변수에 대한 기존 연구의 대리변수와 분석 방법은 다음과 같다. 김철교(1997)는 기업규모 변수의 대리변수로 자사주 매입 기업의 전년도 총자산을 사용하였고, -30/-5일의 비정상수익률과는 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타내고 있다.

우춘식·신용균(1996)은 주식재매입 효과가 기업규모에 따라 차이가 있는지를 분석하기 위해 공시일의 시가총액을 기준으로 1,000억원 이상, 600억원 이하로 분류하였다. 공시 기간의 평균비정상수익률이 모두 정(+)의 값을 보였으

나 통계적으로 유의하지 못하였으며, 소기업에서만 효과가 존재함을 보였다.

오현탁·이치송(2000)에서는 자사주매입 공시일로 부터 4일 까지의 누적평균비정상수익률을 종속변수로한 회귀분석결과에서 기업규모 변수의 설명력이 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다.

송지희(1997)의 기업규모에 대해서는 소기업이 더 큰 수익률을 보여야 한다는 신호가설을 지지하지 못하였고, 정병남(1995)의 경우 기업규모 변수에 대해서는 중소기업 그룹의 초과 수익률의 평균이 유의적이지 못하였지만 다소 높은 것으로 나타났다. 본 논문에서는 기업규모 변수에 대한 대리변수로 총자산을 사용하였고, probit 및 logit 분석방법을 사용하였다.

유휴현금흐름 변수는 당기순이익, 손익계산서의 감가상각비와 제조원가명세서의 감가상각비, 총자산을 구하여 산출하였다. 유휴현금흐름은 더 이상 투자할 때가 없는 현금이므로 유휴현금흐름을 가진 기업은 이 유휴현금흐름을 배분하기 위해 투자하거나 자사주를 매입하게 된다. 따라서 유휴현금흐름을 많이 보유한 기업은 그렇지 못한 기업에 비해 상대적으로 자사주를 매입할 가능성이 크다고 볼 수 있다.

대주주지분율은 대리인대립가설 동기를 설명하기 위한 변수로 사용하였다. 기업 내의 대주주의 지분율이 작은 경우보다 큰 경우에 자사주매입을 할 가능성이 크다. 따라서 자사주매입 공시한 기업의 주가는 대주주지분율에 따라 상이한 영향을 받는다고 할 수 있다.

설립년수는 투자 기회에 대한 대리변수로 사용한 변수이다. 투자 기회가 많으면 자사주매입이 작고, 투자 기회가 적으면 자사주매입이 크다고 볼 수 있다. 따라서 설립년수가 오래된 기업은 이미 투자를 할 만한 곳은 다 투자했기 때문에 투자 기회가 작아 자사주매입 가능성이 크다. 그러나 신생기업은 설립이 얼마 되지 않기 때문에 투자 기회가 그 만큼 많아 자사주매입 가능성이 작다.

부채비율은 총부채를 총자산으로 나누어서 산출한 부채비율 변수를 사용하였다. 높은 부채비율을 가진 기업은 낮은 부채 비율을 가진 기업에 비해 자사주매입을 작게 할 것이라고 본다.

이사수는 정보유출가능가설 동기를 설명하기 위한 변수로 새롭게 시도한 변수이다. 기업의 규모를 제거하기 위해 「총발행주식수*평균주가」한 값을 이사수로 나누었다. 이사수가 많으면 정보유출가능성이 커져 공시 전 주가에 반영되어 정보 비대칭성이 감소한다. 반면 이사수가 작으면 정보유출가능성이 상대적으로 작아 공시 전 주가에 반영될 가능성이 작다. 따라서 이사수에 비례해서 자사주매입 공시한 기업의 주가는 달라야 하므로 이사수가 많은 기업이 자사주매입을 더 선호할 것이다.

<표 5-2> probit 및 logit 모형에 대한 변수들의 예상부호

가 설	변 수	예상부호
정보신호가설	lnasset	
레버리지가설	leverage	-
유휴현금흐름가설	freecash, period	+
대립인대립가설	ownership	+
정보유출가능가설	direct	-

<표 5-2>은 정보신호가설, 유휴현금흐름가설, 레버리지가설, 정보유출가능가설, 대립인대립가설 등을 검증하기 위해 사용되는 probit 및 logit 회귀분석 모형의 변수들에 대한 예상 부호를 나타내고 있다.

제3절 실증분석 결과

1) 자사주매입 공시 전후의 비정상수익률의 분석

자사주매입 공시한 기업들이 시장수익률 이상의 비정상수익률을 달성하고 있는지를 파악하기 위해 공시 전 20일에서 공시 후 20일간의 평균비정상수익률(AAR)과 누적평균비정상수익률(CAAR)을 측정한 결과는 <표 5-3>과 같다.

표에서 볼 수 있는 것처럼 자사주매입 공시일과 공시 직후 일의 평균비정상수익률이 각각 0.0233%와 0.0205%로 1% 수준에서 유의적인 결과를 보이며 3일 이후에는 커다란 변동이 없는 것으로 나타나고 있다. 누적비정상수익률의 t값은 공시 전 6일부터 공시일까지 1%와 5% 유의수준에서 유의한 값을 보이고 있다. 또한 자사주매입 공시 이후에도 평균비정상수익률의 t값이 상대적으로 다른 평일에 비해 높은편이나 유의적인 통계수치는 아니다. 공시기간을 (0, +1)로 본다면 다른 거래일보다 평균비정상수익률이 높음을 알 수 있다.

이와 같은 결과는 우리 나라 기업의 경우에도 미국 기업들과 마찬가지로 자사주매입 공시효과가 존재한다고 볼 수 있다. 따라서 자사주매입 공시가 기업의 주가에 정(+)의 영향을 끼친다는 정보신호가설의 실증적인 증거가 될 수 있다.

<표 5-3> 자사주매입 공시일의 AAR과 CAAR

날짜	AAR	t값	CAAR	t값
-20	0.00019	0.06	0.00019	0.01
-19	-0.00381	-1.17	-0.00363	-0.17
-18	-0.00280	-0.86	-0.00642	-0.31
-17	-0.00418	-1.28	-0.01060	-0.51
-16	-0.00307	-0.94	-0.01367	-0.65
-15	-0.00640	-1.96	-0.02008	-0.96
-14	0.00238	0.73	-0.01770	-0.85
-13	-0.00174	-0.53	-0.01944	-0.93
-12	-0.00242	-0.74	-0.02187	-1.04
-11	-0.00138	-0.42	-0.02325	-1.11
-10	-0.00461	-1.41	-0.02786	-1.33
-9	-0.00071	-0.22	-0.02856	-1.36
-8	0.00004	0.01	-0.02852	-1.36
-7	-0.00429	-1.31	-0.03281	-1.57
-6	-0.00617	-1.89	-0.03897	-1.86
-5	-0.00695	-2.13*	0.04593	-2.19*
-4	-0.00540	-1.65	-0.05133	-2.45*
-3	-0.01233	-3.77*	-0.06366	-3.04*
-2	-0.00213	-0.65	-0.06580	-3.14*
-1	-0.00432	-1.32	-0.07011	-3.35*
0	0.02325	7.11*	-0.04686	-2.24*

<표 5-3 계속>

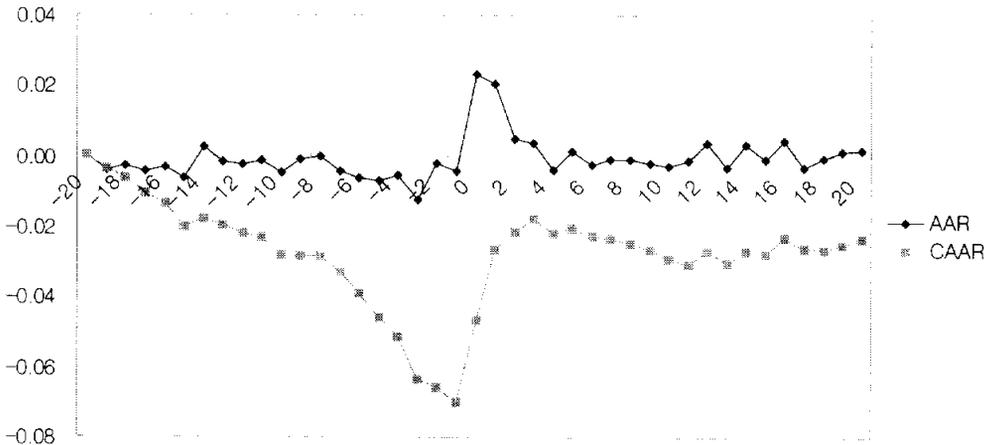
날짜	AAR	t값	CAAR	t값
1	0.02048	6.26*	-0.02638	-1.26
2	0.00500	1.53	-0.02138	-1.02
3	0.00362	1.11	-0.01776	-0.85
4	-0.00396	-1.21	-0.02172	-1.04
5	0.00146	0.45	-0.02027	-0.97
6	-0.00241	-0.74	-0.02267	-1.08
7	-0.00094	-0.29	-0.02361	-1.13
8	-0.00087	-0.27	-0.02448	-1.17
9	-0.00210	-0.64	-0.02658	-1.27
10	-0.00265	-0.81	-0.02923	-1.40
11	-0.00132	-0.40	-0.03055	-1.46
12	0.00353	1.08	-0.02702	-1.29
13	-0.00333	-1.02	-0.03035	-1.45
14	0.00345	1.05	-0.02690	-1.28
15	-0.00079	-0.24	-0.02770	-1.32
16	0.00453	1.39	-0.02317	-1.11
17	-0.00310	-0.95	-0.02627	-1.25
18	-0.00038	-0.11	-0.02664	-1.27
19	0.00150	0.46	-0.02515	-1.20
20	0.00171	0.52	-0.02344	-1.12

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 표시함

<그림 5-1>의 CAAR의 그래프를 보면 자사주매입 공시 전까지는 지속적으로 감소하는 양상을 보이다가 공시 후부터 증가세로 급등하는 현상을 볼 수 있다. 이는 주가가 공시일 이전에 심하게 저평가 되어 있었다는 것을 보여준다. 실제로 앞서 기업들의 대부분이 자사주 취득 목적이 주가안정이라는 것을 알 수 있었다.

결론적으로 자사주매입 공시가 기업의 주가에 긍정적인 영향을 미치고 있다는 것으로 볼 수 있으며 주식시장에서 저평가 되어 있는 주가는 자사주매입을 통해 상승시킬 수 있다.

<그림 5-1> 자사주매입 공시일 전후의 AR과 CAAR



2) probit 및 logit 모형을 이용한 연구가설 검증 결과

<표 5-4>는 자사주를 공시한 기업과 자사주를 공시하지 않은 기업으로 나누어 주요 변수가 두 그룹간의 차이가 있는지를 살펴본 것이다. t-검정 결과표를 보면 기업규모, 설립년수, 이사수 등의 변수들은 자사주매입 공시한 기업과 공시하지 않은 기업간의 평균간 차이가 없다. 그러나 유희현금흐름, 대주주지분율, 부채비율은 공시기업과 비공시기업간의 평균 차이가 나타남을 표를 통해 알 수 있다.

<표 5-4> t-검정 결과

변 수	비공시기업		공시기업		평균의 차이
	평균	중위수	평균	중위수	t값
lnasset	19.34	19.11	19.20	18.96	1.07
freecash	8.92	6.46	11.18	7.81	-1.83*
ownership	21.84	21.89	26.45	28.93	-3.02***
period	33.52	31.98	35.27	31.98	-1.48
leverage	51.58	51.32	45.62	45.77	3.56***
direct	0.28	0.25	0.29	0.28	-0.55

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 표시함

<표 5-5>와 <표 5-6>는 한국 기업의 자사주매입 동기에 대한 가설 검정을 위해 probit 모형과 logit 모형으로 분석한 결과다.

표에서 보는 바와 같이 유휴현금흐름가설, 레버리지가설, 대리인대립가설 등은 통계적으로 유의하여 한국 기업의 자사주매입 동기를 설명할 수 있었지만 정보신호가설의 기업규모, 정보유출가능가설의 이사수는 통계적으로 유의하지 못하여 설명력을 갖지 못하였다.

<표 5-5> probit 모형 분석 결과

변수명	추정치	표준편차	x^2 통계량	유의수준
Intercept	-1.0608	0.9563	1.23	0.2673
lnasset	0.0026	0.0465	0.00	0.9552
freecash	0.0060	0.0033	3.29*	0.0699
ownership	0.0084	0.0033	6.45**	0.0111
period	0.0087	0.0041	4.44**	0.0350
leverage	0.0082	0.0032	6.72***	0.0095
direct	0.1496	0.2233	0.45	0.5029
Log Likelihood = 390.79				

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 표시함

기업의 규모에 따라서 시장과의 정보 비대칭성이 나타난다고 하였다. 기업의 규모가 크면 정보의 시장 전달력이 규모가 작은 기업에 비해 상대적으로 커서 자사주매입 공시한 기업의 규모에 따라 기업의 주가에 상이한 영향을 준다는 정보신호가설이다. 그러나 실증 분석 결과 통계적으로 유의하지 못하였다.

<표 5-6> logit 모형 분석 결과

변수명	추정치	표준편차	χ^2 통계량	유의수준
Intercept	-2.2559	1.5399	2.15	0.4129
lnasset	-0.0117	0.0824	0.02	0.8871
freecash	0.0102	0.0056	3.39*	0.0655
ownership	0.0149	0.0061	5.93**	0.0149
period	0.0139	0.0075	3.44*	0.0635
leverage	-0.0167	0.0058	8.36***	0.0038
direct	0.3224	0.3954	0.66	0.4149
Mar-rescaled R Square = 0.0398				

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 표시함

유휴현금흐름가설에서 내부유보현금흐름이 많은 기업이 적은 기업보다 자사주매입 가능성이 크다고 하였는데 분석 결과 10% 수준에서 유의성이 있는 것으로 나타났다. 또한 투자 기회에 대한 대리변수로 사용하였던 설립년수

(period)는 probit 모형에서는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하게 나타났지만, logit 모형에서는 10% 유의수준에서 유의하다는 결과치가 산출되었다. 이는 투자 기회에 따라 자사주매입이 달라진다는 것을 말한다.

대리인대립가설 동기를 설명하기 위한 변수로 사용한 대주주지분율은 자사주매입 공시한 기업의 주가가 대주주지분율에 따라 상이한 영향을 주는 것으로 부(-)의 관계가 나타났는데 1%수준에서 변수의 설명력이 유의한 것으로 나타났다.

높은 부채 비율을 가진 기업이 자사주매입을 작게 할 것으로 보았는데 예상대로 1%수준에서 통계적으로 유의하였다. 따라서 부채비율이 낮은 기업이 높은 기업보다 자사주매입을 더 선호한다고 할 수 있다.

한국 기업의 자사주매입 동기로 설명하기 위해 새롭게 시도해 보았던 정보유출가능가설은 대리변수인 이사수가 변수로서 통계적으로 유의하지 못하여 설명력을 갖지 못하였다.

제6장 결론

본 연구에서는 1999년 1월부터 2001년 12월까지 기간 동안 증권거래소 시장을 통해 공시한 178건의 자사주매입 공시가 기업의 주가에 미치는 영향과 그 원인을 사건연구 방법으로 분석하였다. 또한 한국 기업의 자사주매입 동기를 설명하기 위해 정보신호가설, 유휴현금흐름가설, 레버리지가설, 정보유출가능가설, 대리인대립가설 등을 probit 모형과 logit 모형으로 실증 검증하였다.

첫째, 사건연구 방법으로 분석한 결과 자사주매입 공시한 기업의 경우 기업 주가에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 즉 자사주매입 공시일과 공시 직후 일의 평균비정상수익률이 각각 0.0233%와 0.0205%로 1% 수준에서 유의적인 상승을 보이며 3일 이후에는 유의적인 변동이 없는 것으로 나타났다. 이와 같은 결과는 자사주매입 공시가 기업의 주가에 정(+)의 영향을 끼친다는 정보신호가설을 지지하는 실증적인 증거가 될 수 있다.

둘째, 한국 기업의 자사주매입 동기를 설명하기 위해 probit 모형과 logit 모형을 사용하였다. probit 모형과 logit 모형에서 종속변수는 자사주매입 공시한 기업은 1, 자사주매입 공시하지 않은 기업은 0으로 두었으며, 독립변수로는 기업의 규모, 유휴현금흐름, 대주주지분율, 설립년수, 부채 비율, 이사수를 사용하였다. 두 모형의 회귀분석 결과 한국 기업의 자사주매입 동기로서 설명력을 갖는 가설은 probit 모형과 logit 모형에서 동일하게 나타났는데 유휴현금흐름가설, 레버리지가설, 대리인대립가설 이다. 그러나 정보신호가설의 기업규모, 정보유출가능가설의 이사수의 설명력은 통계적으로 유의하지 못하였다.

유휴현금흐름가설은 투자 기회가 소진되고 유휴현금흐름이 많은 기업이 자

자사주매입을 한다는 가설로 분석 결과 유휴현금흐름(freecash)은 10% 유의수준에서 유의성이 있는 것으로 나타났다. 또한 투자 기회에 대한 대리변수로 사용하였던 설립년수(period)는 5% 유의수준(probit 모형), 10% 유의수준(logit 모형)에서 통계적으로 유의하게 나타났다.

대리인대립가설에서는 기업내의 대주주의 지분율이 클 때 자사주매입이 더 많이 발생한다고 하였는데 분석 결과 5% 유의수준에서 변수의 설명력이 유의한 것으로 나타났다.

레버리지가설에서는 높은 부채 비율을 가진 기업이 자사주매입을 작게 할 것으로 보았는데 예상대로 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 따라서 부채 비율이 낮은 기업이 높은 기업보다 자사주매입을 더 선호한다고 할 수 있다.

본 논문의 한계점과 향후 연구과제는 다음과 같다.

첫째, 한국 기업의 자사주매입 동기를 설명하기 위해 사용했던 가설들 중에서 정보유출가능가설에 사용되었던 이사수 변수가 대리변수로서 과연 적당가가 하는 것은 앞으로 더 연구되어야 할 문제이다. 더 적당한 대리변수가 있다면 이를 이용해서 분석할 필요성이 있다.

둘째, 기업들이 자사주매입 자금으로 유휴현금흐름과 부채를 사용해서 조달함을 알 수 있었다. 따라서 본 논문에서는 레버리지가설과 유휴현금흐름가설 검증에 위해 각각 부채비율과 내부유보현금흐름을 대리변수로 사용해서 분석하였다. 그러나 아쉬운 점은 유휴현금흐름과 부채비율 중에서 어떤 것을 자사주매입 자금으로 사용했을 때 효율성이 더 큰가에 대한 분석을 하지 못한 것이다. 향후에는 자사주매입 자금 조달 수단 차이에 의한 효율성 크기를 분석할 필요가 있다. 그리고 자료가 없어 분석하지 못한 경영권방어가설, 부의이전가설은 앞으로 적절한 대리변수를 발견하여 검증을 시도할 필요가 있다.

셋째, 대리인대립가설 동기를 검증하기 위해 사용한 변수는 대주주지분율

대리변수이다. 여기에서 그칠 것이 아니라 향후 과제로서 전문경영인체제와 소유경영자체제로 분류하여 한국 기업지배구조에 대한 분석을 함으로써 우리나라에 맞는 적절한 가설을 모색할 필요가 있다.

참고문헌

- 김철교(1997), 「자사주관리가 한국주식시장에 미치는 영향에 관한 분석」, 『재무연구』 13, 한국재무학회, 169-195.
- 김철교(1998), 「사건연구에서 비정상수익률모형에 따른 실증분석 결과의 차이: 자사주매입의 경우」, 『제2차 정기학술발표회』 2, 한국증권학회, 561-583.
- 남명수·오우식(2001), 「자사주매입의 정보효과와 주주생산성의 관계」, 『생산성연구』 15(3), 한국생산성학회, 70-82.
- 신민식·김석진·이선윤(2002), 「자사주매입기업의 장기성과」, 『재무관리논총』 8(1), 한국재무관리학회, 117-156.
- 신용균·우준식(1996), 「자사주매입의 효과에 관한 실증적 연구」, 『증권금융연구』 2(2), 서울대학교 증권금융연구소, 97-114.
- 안희준(1997), 「자사주재매입시 호가스프레드의 변화에 관한 연구」, 『증권금융연구』 3(1), 서울대학교 증권금융연구소, 135-160.
- 이용교·정성창(1998), 「자사주펀드의 공시제도에 관한 연구」, 『회계정보연구』 10, 한국회계정보학회, 21-47.
- 이태희·김철규·임병문(2000), 「자사주매입공시 후 주가수익률의 추세분석」, 『재무관리연구』 18(2), 재무관리학회, 194-213.
- 오현탁·이치송(2000), 「자사주매입공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구」, 『산업경제연구』 13(2), 한국산업경제학회, 155-171.
- 윤성준·서형우(1997), 「자사주 취득의 공시효과」, 『기업경영연구』 6, 한국기업경영학회, 303-318.

- 송지희(1997), 「자기주식매입 공시이후 주가의 이례적인 현상에 관한 연구」, 고려대학교 석사학위논문.
- 정병남(1995), 「자기주식매입이 주가에 미치는 영향에 관한 실증 분석」, 고려대학교 석사학위논문.
- 정성창·이용교(1996), 「자사주매입과 자사주펀드 제도의 유효성 분석」, 『재무연구』 11, 재무학회, 241-271.
- 정성창(2001), 「자사주취득 기업들의 장기성과에 관한 연구」, 『추계 재무학회 발표』, 재무학회.
- 증권감독원, “유가증권의 발행 및 공시 등에 관한 규정”, 금융감독위원회 공고 제2003 17호, 2003.
- 한국상장회사협의회, 『기업정보 웨어하우스 TS2000P』, (1981~2002년).

- Bagnoli, M., R. Gordon and B. Lipman, 1989, "Stock Repurchase as a Takeover Defence," *Review of Financial Studies* 2, 423-443.
- Bagwell, L., 1991, "Share Repurchase and Takeover Deterrence," *RAND Journal of Economics* 22, 72-88.
- Bagwell, Laurie and John Shoven, 1988, "Share Repurchases and Acquisitions: An Analysis of Which Firms Participate," in *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press: Chicago, IL, 192-213.
- Bajaj, M. and A. Vijh, 1990, "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes," *Journal of financial Economics* 26, 193-219.
- Barclay, M. J. and C. W. Smith, Jr., 1988, "Corporate Payout Policy: Cash Dividends vs. Open market Share Repurchase," *Journal of*

- financial Economics 22, 61-82.
- Bartov, Eli., 1991, "Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes," *Journal of Accounting and Economics* 14, 275-294.
- 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, 1243-1271.
- Dann, L. Y., 1981, "Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholder and Stockholders," *Journal of Financial Economics* 9, 113-138.
- Dennis, D., 1990, "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share Repurchase and Special Dividend," *Journal of finance* 45, 1433-1456.
- Dittmar, Amy K., 2000, "Why Do Firms Repurchase Stock?," *Journal of Business* 73, 331-355.
- Stephens, Clifford P. and Michael S. Weisbach, 1998, "Actual Share Reacquisitions in Open-Market Repurchase Programs," *Journal of Finance* 53, 313-333.
- Fenn, George W. and Nellie Liang, 1998, "Good News and Bad News About Share Repurchases," Working Paper, FEDS.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen, 1995, "Market Underreaction to Open Market Share Repurchases," *Journal of Financial Economics* 39, 181-208.
- John Campbell, Andrew W. Lo and Craig Mackinlay, 1997, "The Econometrics of Financial Markets," Princeton University Press.

- Liang, J. and S. Sharpe, 1999, "Share Repurchases and Employee Stock Options and Their Implications for S&P 500 Share Retirements and Expected Returns," FEDS Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Li, K. and W. McNally, 2000, "Information Signaling or Agency Conflicts: What Explains Canadian Open Market Share Repurchases?," Working Paper UBCFIN97-13, University of British Columbia Finance Division.
- Nelson, W., 1999, "Why Does the Change in Shares Predict Stock Returns?," FEDS Working Paper, Board of Governors of the Federal Reserve System.
- Ofer, Aharon R. and Anjan V. Thakor, 1987, "A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends," *Journal of Finance* 42, 365-394.
- Pesons, J., 1994, "Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auction versus Fixed Price Tender Offers," *Journal of Finance* 49, 1373-1402.
- Vermaelen, Theo, 1981, "Common Stock Repurchases and Market Signalling," *Journal of Financial Economics* 9, 139-183.

부록

<부표>

논문	이론	자료	분석방법	결과
정성장 (2001)	지평가가설	(주)한국신용평가에 시 발행한 KIS-SMAT와 KIS-FAS. 한국경제연구원에서 발행한 주간 CD 관련파일	Event-time Calendar-time	분석모형에 따라 서로 니 른 결과를 보여주고 있기 는 하지만 전체적으로 상 기성결과 어느 정도 존재 하는 것으로 나타남
남명수 · 오우석 (2001)	정보신호가설	한국상상사협의회 전자공시자료 한국신용평가(주)의 KIS-SMAT	Event Study 다중회귀분석	1.주식제대입 공시직후 주 가가 상승하고 장기간 수 익률의 상승이 지속 2.회계의 유보원금상대가 양호하고, 대주주지분이 높고, 목표제대입비용도 높은 기업의 경우에 제대 입 공시효과가 크게 나타 남
오현탁 · 이지송 (2000)	정보신호가설	증권거래소의 공시자료 한국신용평가주식회 사 자료	Event Study 횡단면 회귀분석	자사주 공시후 양의 수익 률을 나타냄 10% 유의수준에서 통계적 유의성을 나타내어 양의 요일 공시효과가 있음
정성장 · 이용교 (1998)	주가관리가설 효율적시장가설	증권거래소의 공시자료 한국신용평가회사의 주식수익률 파일	회귀분석	연도가입일을 분석기준일 로 하면 모두 통계적으로 유의한 양의 정보효과가 존재, 공시 일을 기준으로 분석했을 때 적시공시표본 에서만 검증기간(-2,2)에 통계적으로 유의한 양의 정보효과가 발견
김철교 (1998)	정보신호가설 레버리지가설 경영권망이가설	증권감독원에 보고된 자료 동원증권(주)의 데이터베이스	회귀분석	정보신호가설은 부분적으 로 지지되었으며, 레버리 지가설과 경영권망이가설 은 기각되었으며, 규모효 과가 존재

<부표 계속>

논문	이론	자료	분석방법	결과
안희준 (1997)	경쟁가설 정보가설 이질시기대가설	The Wall Street Journal Index, Dow Jone New Retireval Database, the Center for Researchon Security Prices, the Institute for the Study of Security Market	횡단면 회귀분석	자사주매입기간동안 호가 및 유효스프레드가 매입방식에 관계없이 20% 정도 일시적으로 감소
윤성준 · 시영우 (1997)	정보신호가설	증권시장기상의 자료	회귀분석	공시기업의 공시일 당일간의 주가수익률이 비공시기업보다 1%수준에서 유의하게 커 공시효과를 확인
우춘식 · 김용균 (1996)	정보내용가설 레버리지가설	증권시장기, 대신경제연구소의 DAISHIN Diamond Data Base	횡단면 회귀분석	정보내용가설과 레버리지 가설을 지지할 만한 증거를 발견할 수 없었으며 부분적으로 정보내용 가설을 지지하는 결과를 얻음
장성광 · 이용교 (1996)	정보신호가설	증권거래소의 공시자료, 상장회사총합 혹은 KIST Line, 한국신용평가회 사의 주식수익률 파일	횡단면 회귀분석	자사주매입제도와 자사주 펀드제도 간의 보완성, 대체성이 있음
이대희 · 김칠규 · 임병문 (2000)	정보신호가설	한국신용평가(주)의 KIS-SMAT database와 KIS FAS database	회귀분석	자사주매입으로 인한 주가 상승은 장기적인 현상으로 분석기간을 공시후 80일로 늘려 분석한 결과 유의한 값을 가짐

<부표 계속>

논문	이론	자료	분석방법	결과
신민식 · 김석진 · 이선용 (2002)	정보신호가설	한국증권인구원의 KSR database와 한국신용평가(주)의 KIS-FAS database	횡단면 회귀분석	24개월간의 장기성과 분석 결과 정보신호가설이 부분적으로 지지되는 것으로 나타남. 가액안정 목적의 자사주매입은 정의 관계를 경영권보호 목적은 부의 관계를 나타냄
Ikenberry, Lakonishok and Vermaelen (1995)	정보신호가설	Wall Street Journal	CAR 접근법 buy and hold 접근법	매입보유전략을 이용한 4년 동안의 비정상실적은 공시이후 12%이상임
Vermaelen (1981)	정보신호가설		회귀분석	자사주매입 공시 직후에 영의 비정상수익률이 존재하고, 기업의 규모가 작을수록 높은 비정상수익률이 나타남
Dittmar (2000)	조과자본가설 적평가가설 최식레버리지가설 경영자인센티브가설 경영권방어가설	The Center for Research in Security Prices, Security Data Corporation's Merger and Acquisition database	회귀분석 tobit model	기업은 복합적인 동기로 자사주를 매입하고 자사주매입은 기업의 지배구조변경과 기업의 경영권방어 수단이 됨
Fenn and Liang (1998)	유유현금흐름가설 선환옵션가설	S&P 500	횡단면 회귀분석	배당율 지급하는 기업에 대한 자사주매입은 정의 관계에 있고 배당증가는 경영자 스톡옵션 가설과 관련하여 부의 관계에 있음
Stephens and Weisbach (1998)	적평가가설		회귀분석	자사주매입과 현금흐름수준 사이에 정의 관계가 있음