

# 자사주매입의 정보효과

## - 매입한도 확대를 중심으로 -\*

김 성 민\*\*

### 요 약

본 연구는 자사주매입에 대한 공시가 기업가치에 어떠한 영향을 미칠 것이며 공시일 전후 주가반응이 자사주매입 한도 변경에 따라 시장에서 어떻게 반응할 것인지 그리고 아직 학계에서 다루어지지 않은 미시적인 관점에서 실제 자사주매입 비율에 영향을 미치는 요인이 무엇인지에 관해 실증분석을 실시하였다.

실증분석 결과 자사주매입 공시일 전후 유의적인 양(+)의 비정상초과수익률을 나타내었으며, 한도확대 이후 누적비정상수익률은 유의적으로 증가하였다. 목표매입 비율이 클수록 유의적으로 누적비정상수익률은 증가하는 것으로 나타나고 있어 자사주 취득에 대한 저평가 가설을 지지하는 것으로 해석된다. 예기치 않은 현금흐름은 대체로 누적비정상수익률과 양(+)의 유의적인 관계를 보여 예기치 않은 현금흐름이 많은 기업일수록 자사주매입의 정보효과가 크게 나타나 Stephens & Weisbach (1998)의 결과와 일치하였다. 또한, 자사주매입 이후 1개월의 성과를 나타내는 누적비정상수익률은 실제 자사주매입 비율과 유의적인 부(-)의 관계를 보여 공시 이후 주가가 상승할수록 목표대비 실제 자사주매입액은 감소하여 경영자가 공시 이후 주가변화추이에 따라 자사주매입 수량을 조정하고 있는 것으로 파악되었다.

---

\* 본 논문은 2000년도 한양대학교 교내연구비에 의해 지원되었음.

\*\* 한양대학교 교수

## I. 서 론

최근 자사주매입을 공시한 기업들에 투자자들의 관심이 집중되고 있다. 자사주매입(share repurchase)이란 상장기업들이 회사의 자금으로 자기회사의 주식을 증권시장에서 매입하는 것이다. 우리나라는 회사의 자사주매입에 따라 발생할 수 있는 폐해(예를 들면, 주주불평등, 불공정한 회사지배, 불공정거래 등) 때문에 원칙적으로 자사주매입을 금지하였으나, 1992년 8월 자사주펀드 제도가 도입되었고, 1994년 5월 증권거래법 개정을 통하여 기업의 직접적인 자사주취득이 허용되었다. 증권거래법 200조의 폐지에 따른 보완책으로 상장사의 자사주매입은 경영자의 지분율을 높여 국내기업의 경영권을 외국기업의 적대적 매수합병으로부터 보호하고 주가를 안정적으로 관리하는 것이 제도시행의 기본 취지이다. 그러나 OECD 가입, 금융시장 개방, 적대적 M&A 허용 등 제반 금융환경의 변화에 따라 자사주매입도 주가안정이나 경영권 보호라는 제한된 목적뿐만 아니라 스톡옵션, 종업원지주제의 확대 및 공모주 지급 등 다양한 목적을 위해 필요하게 되었다.

1994년 5월 개정 증권거래법은 상장기업에 직접적 자기주식 매입을 허용하면서 자사주 취득한도는 발행주식의 10/100 한도 내에서 대통령령이 정하는 비율에 해당하는 주식수로 규정한다고 규정한 후 동법 시행령에 대통령령이 정하는 비율을 5%로 정하였다. 그리고, 1996년 2월 12일부터 개정 증권거래법 시행령 제84조의 2를 통해 대주주의 경영권보호와 적대적 M&A를 방지하기 위하여 상장법인의 자사주 취득한도를 5%에서 10%로 확대시키는 한편 자사주 취득한도를 초과하거나 주식매수 청구권 행사로 인해 취득한 주식의 처분기간을 1년에서 3년으로 연장하여 점차 규제를 완화하는 방향으로 자사주매입 규정의 정비를 도모하였다. 한편 1998년 2월 24일에는 자사주취득 가능 주식수를 발행주식 총수의 3분의 1로 상향조정하였으며, 1998년 4월 취득한도를 폐지하였다. 따라서, 상장사들은 자사주를 배당가능이익 범위내에서 자유롭게 자사주를 취득할 수 있게 되었으며 기업의 주요 재무전략으로 그 중요성이 부각되고 있다. 본 연구는 자사주취득 한도가 3분의 1에서 100%로 확대(또는 취득

한도 폐지)되는 시점을 중심으로 자사주매입의 정보효과의 차이를 분석하고자 한다.

자사주매입에 대한 선행 연구들은 매우 다양하고 활발하게 진행되어 오고 있다. 자사주매입의 동기에 관한 연구, 자사주매입 기업의 장단기 성과에 관한 연구, 그리고 자사주매입 방법별 특성을 규명하고 비교한 연구 등 주제별로 심도 있게 진행되어 왔다.

본 연구와 관련된 자사주매입의 주요 동기를 설명하는 신호 가설은 자사주매입이라는 재무의사 결정을 통해 기업의 내부경영자가 외부투자자들에게 기업가치에 대한 정보를 전달한다는 가설이다. 정보우월자인 내부경영자가 자사주매입 결의를 하는 것은 현재의 주가가 내재가치에 비해 낮게 설정되었기 때문이며 이에 자사주매입 결의는 주가를 상승시킨다는 주장이다. 최근에는 대주주의 대리인 문제를 경감시키기 위한 수단으로 배당이외에 자사주매입이 기업의 잉여현금흐름(free cash flow)을 처분하는 하나의 방안으로 제시되고 있다(Choi & Chen, 1997, Jagannathan et. al., 2000 참조). 또한, 자사주매입은 적대적 매수합병에 대한 방어수단으로서 고려할 수 있을 것이다.

본 연구의 목적은 첫째, 자사주매입의 정보효과를 기업의 공시일 전후 주가 반응을 통해 분석하고자 한다. 특별히 자사주매입 한도가 33%에서 100%로 확대되는 시점을 명시적으로 관찰하여 한도확대 전후에 따른 주식시장 반응에 차이가 있는지를 면밀히 관찰하고자 하며 이는 기존 연구에서 분석하지 않은 부분이다. 구체적으로 자사주매입 공시에 따른 정보효과가 목표매입 비율, 대주주 지분을, 공시 이전의 누적수익률 등 기존 연구가설에서 추출한 통제변수와 본 연구에서 추가적으로 분석한 예기치 않은 현금흐름의 크기를 통제한 상황에서 자사주매입 한도와 어떤 관계가 있는지를 다중회귀 분석을 통해 실증검증하고자 한다.

둘째, 본 연구는 미시적인 관점에서 자사주매입의 실제 수량에 대한 분석을 실시하고자 한다. 자사주매입 공시 이후 실제로 시장에서 매입된 주식수와 자사주매입 프로그램과 관련하여 기업이 선택할 수 있는 여러 재량권, 예를 들어, 실제 매수량 및 매수시점에 대한 이슈는 아직 학계에서 다루어지지 않은 실정이다. 실제로 기업이 처음 의도(공시)하였던 목표매입 주식수 보다 상대

적으로 적게 매수한 경우도 적지 않다. 이는 기업의 경영자가 최소의 비용으로 그 기업의 주가를 상승시키고자 자사주매입 공시를 이용한 것에 불과할 수 있다.

셋째, 상기 연구목적과 관련해서 자사주매입시 실제매입 수량에 영향을 미치는 요인을 분석하는 것이다. Stephens & Weisbach(1998)는 어느 한 분기에 이루어진 자사주매입 수량은 전분기 기업의 주식수익률과 그리고 자사주매입 공시 이후 누적주식수익률과 각각 부(-)의 관계가 있음을 발견하였다. Stephens & Weisbach(1998)는 비록 자사주매입을 공시한 기업의 경영자가 미래 현금지출을 감수할 만큼 충분한 현금흐름을 예상한다 할지라도 미래현금흐름의 불확실성은 여전히 존재하며 자사주매입을 실시하는 기업들의 현금보유 수준도 서로 다를 수 있다고 추론하였다. 기업의 지출정책의 대표적인 것으로 배당정책의 경우 기업이 배당금을 감소할 경우 기업의 명성에 커다란 손상(reputational penalties)을 입힌다는 사실은 Denis, Denis & Sarin(1994) 등 여러 논문에서 제기되었다. 그러나, 공시된 자사주매입 수량을 완전히 이행하지 못한 기업들의 경우 배당금의 감소와 유사한 현상으로 살펴볼 수 있음에도 불구하고 그 원인 및 동기가 무엇인지 한국에서는 물론 미국에서도 아직 논의가 활성화되지 않은 실정이다. 이와 관련하여 Stephens & Weisbach(1998)는 분기별 자사주매입은 기업의 분기별 예상현금흐름 또는 예상치 않은 현금흐름과 정(+)의 관계가 있음을 발견하였다. 이는 경영자가 기업의 예기치 않은 현금수준의 변화에 따라 자사주매입 수량을 조정하고 있는 것으로 파악될 수 있다. 이는 기업의 경영자가 기업의 가치가 저평가 되었다고 여겨질 때 자사주를 매수한다는 가설, 예를 들어, Dann(1981), Vermaelen(1981), Comment & Jarrel(1991), Ikenberry, Lakonishok & Vermaelen(1995)과 일관된 것이며 본 연구는 실제 매입수량 자료를 분석하여 이 가설을 직접 검증하고자 한다.

자사주매입과 관련한 상기의 연구목적은 공시효과분석 이외엔 기존 연구에서는 거의 다루어지지 않았으며 자사주매입 한도확대에 따른 정보효과 분석, 실제매입 수량에 대한 분석 및 이에 영향을 미치는 요인들의 파악을 미시적인 수준에서 연구하고자 하는데 본 논문의 의의가 있다.

## II. 선행 연구

Dann(1981), Vermaelen(1981), Comment & Jarrell(1991)은 고정가격 현금 매수, 화란식 경매입찰방식, 공개시장매수 등 미국의 경우 기업이 자사주를 매입할 수 있는 세 가지 방안을 이용한 자사주매입 공시와 관련하여 모두 정(+)의 초과수익률을 발견하였다. 자사주매입 공시와 관련한 주가상승 현상은 대부분 정보비대칭 또는 신호가설에 대한 지지를 나타내 주는 증거들이다. 즉, 기업의 경영자가 기업의 주가가 저평가되어 있다는 사적 정보를 가지고 있을 때 자사주를 매입한다는 것이다. 자사주매입 공시는 회사가치의 저평가에 관한 경영자의 정보에 대한 신호도구로서 작용하며, 따라서 이러한 정보가 알려질 때 기업의 주가는 상승한다.

Ikenberry & Vermaelen(1996)는 공개시장매수를 교환옵션의 성격으로 해석하였는데 이 옵션은 자사주매수에 대한 공시를 통해 기업입장에서 기업의 시장가치를 경영자가 알고 있는 기업의 내재가치와 교환할 수 있는 권리를 행사한다는 것이다. 이와 관련하여 Brennan & Thakor(1990)는 자사주매입이 정보부재자인(uninformed investors)의 소액 투자자로부터 정보소유자(informed investors)인의 대주주로의 부의 재분배를 야기시킬 수 있는 분석 모형을 개발하였다.

Comment & Jarrell(1991)은 기업이 자사주매입 공시시점을 주가가 저평가되어 있는 시기로 조정한다는 사실을 발견하였다. Ikenberry, Lakonishok, & Vermaelen(1995)는 '가치기업'(value firms)의 주식수익률은 자사주매입 공시 이후에 매입한 투자자한테도 초과수익률을 얻을 수 있는 것으로 조사되었는데 이러한 비정상 초과수익률은 자사주매입 공시시점에 이러한 기업들이 저평가되어 있다는 사실을 강력히 말해 주고 있는 것이다.

McNally(1999)는 공개시장에서의 자사주매입이 기업내부자의 효용에 미치는 영향에 관한 신호 모형을 연구하였다. 만일 내부자들이 공개매수를 할 수 없다면 그들은 좀더 높은 위험에 노출될 것이고, 내부자들이 위험회피적 이라면 시장은 기업의 미래이익에 대한 내부자들의 기대에 관해 다음과 같은 몇 가지 추론 - 자사주매입을 하는 기업은 좀더 높은 이익을 얻을 것임, 자사주매입 비율이 일정할 때, 위험이 높은 기업일수록 더 많은 이익을 얻을 것임, 자사주매

입 비율이 일정할 때, 내부자 지분이 높을수록 기업들은 좀더 높은 이익을 유지할 것임 - 을 도출하였다. 실증검증 결과 이들은 위의 세 가지 가설을 모두 지지할 수 있었다.

Stephens & Weisbach(1998)는 자사주매입의 주요 동기로서 저평가와 잉여 현금흐름의 분배를 모두 인정하였다. 이들은 1981년부터 1990년까지 450개의 공개매입을 분석한 결과, 자사주매입이 기업의 이전 성과와 부(-)의 관계가 있는 것으로 나타났고, 공시 이후의 누적 수익률과도 관련이 있는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경영자가 주식의 저평가에 기인하여 자사주를 매입한다는 의미가 된다. 또한 자사주매입은 기업의 현금흐름과 정(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 경영자가 현금흐름의 예상치 못한 부분을 자사주매입을 통해 조정하는 것이라고 하였다.

Nohel-Tarhan(1998)은 1978년부터 1991년까지 공시된 242개 공개매수를 대상으로 영업성과를 이용하여 자사주매입의 동기인 저평가와 잉여현금흐름의 분배를 비교하였다. 그 결과, 자사주매입 기업의 영업성과 향상은 토빈의 Q 비율이 낮은 기업(저성장 기업)에서 두드러졌고, 성장기회의 증가보다는 자산의 매출과 자산의 효율적인 사용에서 기인한다고 하였다. 자산매각은 저성장 기업에서는 유의한 정(+)의 값을 보였으나 고성장 기업에서는 유의하지 않았다. 이는 자사주매입 후 성과가 좋은 것은 성과가 나쁜 자산을 매각함으로써 자산의 효율성이 증대된 결과라고 하였다. 이런 결과는 자사주매입의 동기가 잉여현금흐름의 분배라는 것을 지지하는 것이다.

매수합병 방어 가설이란 기업에서 자사주취득을 매수합병에 대한 보호수단으로 사용한다는 가설이다. 이 가설에 대한 연구들로는 Bagnoli, Gordon & Lipman (1989), Denis(1990), Bagwell(1991), Persons(1994) 등의 연구가 대표적이다.

Dittmar(2000)는 1977년부터 1996년까지 CRSP에 등록된 모든 기업을 대상으로 자사주매입과 투자, 자본구조, 기업 지배권, 보상체계와의 관계를 분석하였다. 그 결과 자사주매입이 배당을 대체하는 것은 아니고 자본구조 변경과 기업인수를 막기 위한 수단이 되며, 부채비율의 변경과 기업인수의 방어, 스톡옵션의 희석화 방지도 동기가 될 수 있다고 하여 기업이 한 가지 이유만으로 자사주를 매입하는 것이 아니라 복합적인 이유로 자사주를 매입한다고 주장하였다.

자사주취득에 관한 국내연구는 외국과는 달리 이 제도의 시행이 1994년 5월 이후인 관계로 많지 않다. 정성창·이용교(1996)는 우리나라의 자사주 관련제도인 자사주매입 제도와 자사주펀드 제도(1992년 8월 시행)의 현황과 문제점을 살펴보고 공시 전후의 주가반응을 중심으로 두 제도의 정책적 유효성을 비교 분석하였다. 실증분석 결과 자사주매입 제도는 주가안정화에 기여하였고 정보 신호가설을 부분적으로 지지하지만 자사주펀드 제도의 주가안정화 효과는 그리 크지 않음을 발견하였다. 김철교(1997)는 자사주매입이 개시된 1994년 5월부터 1995년 12월까지 자사주매입 및 자사주펀드 가입이 주가에 미치는 영향을 살펴보고 이러한 재무정책들이 주가안정이라는 목적을 달성하고 있는지 여부와 그 이유로서 정보신호 가설, 배당 혹은 개인소득세 가설 등을 검증하고자 하였다. 실증결과 자사주매입 및 자사주펀드의 경우 모두 주가안정에 기여했으나, 자사주매입 및 자사주펀드 가입의 경우 정보신호 가설이 성립한다고 단정할 만한 증거는 발견되지 않았다.

최근 연구로서 정성창·김영환(2002)은 코스닥시장에 등록되어 있는 기업들의 자기 주식 취득이 주주부에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과, 코스닥시장에서의 자기 주식 취득은 직접 취득과 간접 취득의 경우 모두 정(+)의 공시효과를 보여주었다. 취득 동기에 대한 가설들을 검증하기 위한 횡단면 회귀분석 결과 평균거래량 대비 상대적 목표매입 비율이 통계적으로 유의한 정(+)의 관계를 나타내 저평가 가설을 명확하게 지지하는 것으로 해석하였다. 또한, 거래소 시장의 경우와는 달리 사전적 누적비정상수익률 변수의 계수가 일부 모형에서 통계적으로 유의한 (-)의 관계를 보임으로서 저평가 가설을 지지하는 또 다른 실증결과를 보여주었다. 그러나, 매수합병 가설을 검증하기 위한 대주주 지분을 변수는 일부 모형에서만 정(+)의 유의한 관계를 보이고 있어서, 매수합병 가설이 기대하는 부호와 반대의 결과를 보여주고 있어 매수합병 가설에 의하여 코스닥시장의 자기주식 취득을 설명할 수 없었다.

본 연구는 자사주매입을 공시한 기업의 공시일 전후 주가반응을 자사주매입 한도가 발행주식 총수의 33%에서 100%로 확대되는 시점을 관찰하여 한도확대 전후에 따른 주식시장 반응이 차이가 있는지를 분석하고자 하며, 실제매입 수량에 대한 분석 및 이에 영향을 미치는 요인들을 미시적인 수준에서 분석하고

자 하는데 의의가 있다. 이는 기존 연구에서는 거의 다루어지지 않았으며, 이 분야의 공헌으로 사료된다.

### Ⅲ. 연구 방법

본 연구는 시장모형을 이용한 자사주매입 공시일 전후 비정상초과수익률을 구해 자사주매입의 정보효과에 대한 유의수준을 분석하고, 분산분석을 통해 한도확대 이전과 이후 자사주매입의 정보효과의 차이가 있는지를 심도있게 분석하고자 한다<sup>1)</sup>. 다음으로 자사주매입 공시에 따른 정보효과가 목표매입 비율, 대주주지분율, 공시 이전의 누적수익률, 예기치 않은 현금흐름의 크기를 통제한 상황에서 자사주매입 한도와 어떠한 관계가 있는지를 다중회귀 분석을 통해 실증 검증하고자 한다. 마지막으로, 실제매입 수량을 시계열 자료를 이용하여 분석하며, 이에 영향을 미치는 요인파악을 위해 다중회귀 분석을 실시하고자 한다.

#### 1. 시장모형을 이용한 사건일의 평균비정상수익률과 누적비정상수익률 추정

본 논문은 사건연구를 통해 자사주매입에 관한 공시가 주식수익률에 미치는 효과를 분석하고자 한다. 이를 위해 사건일의 공시기업의 비정상수익률을 시장모형을 이용하여 추정하였다. 시장모형의 상수항과 베타계수를 추정하기 위하여 공시일 이전 250( $t = -250$ )일부터 공시일 이전 21( $t = -21$ )일까지의 일별 주식수익률과 일별 종합주가지수수익률 자료를 이용하였다.  $i$ 기업의  $t$ 시점에서의 일별 비정상수익률(Abnormal Return :  $AR_{it}$ )은 다음과 같다.

---

1) 사건연구에서 사건일 주변의 비정상수익률을 측정하는 방안에 대해 김철교(1998)는 네 개의 모형(미조정수익률 모형, 시장조정수익률 모형, 업종조정수익률 모형, 시장 모형)을 이용하여 실증분석 결과에 대한 차이를 상호비교 하였다. 자사주매입을 공시한 기업을 대상으로 분석한 결과 비정상수익률에 있어서 미조정수익률 모형을 제외한 다른 세 가지 모형의 경우 각 모형간에 통계적으로 유의한 차이가 존재하지 않았다.



$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

여기서,  $R_{it}$  =  $i$ 주식의  $t$ 시점의 수익률

$\alpha_i$  =  $i$ 주식시장 모형의 상수항 추정치

$\beta_i$  =  $i$ 주식의 베타계수 추정치

$R_{mt}$  =  $t$ 시점의 시장수익률

자사주매입을 공시한 표본들의  $t$ 시점의 평균비정상수익률(Average Abnormal Return :  $AAR_t$ )은 표본의 크기가  $N$ 인 경우 다음과 같이 계산된다.

$$AAR_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it}$$

개별표본의 누적비정상수익률(Cumulative Abnormal Return :  $CAR_i(t_0, t_1)$ )의 계산은 공시전  $t_0$ 일부터 공시 이후  $t_1$ 일까지 다음과 같이 계산된다.

$$CAR_i(t_0, t_1) = \frac{1}{N} \sum_{t=t_0}^{t=t_1} AR_{it}$$

누적평균비정상수익률(Cumulative Average Abnormal Return :  $CAAR(t_0, t_1)$ )은 공시전  $t_0$ 일부터 공시 이후  $t_1$ 일까지 다음과 같이 계산된다.

$$CAAR(t_0, t_1) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_0, t_1)$$

사건일인  $t$ 일의 평균비정상수익률이 통계적으로 유의하게 0보다 다르다는 귀무가설을 검증하기 위하여 다음과 같은  $t$ 통계량을 사용한다. 즉,  $t$ 시점의 공시기업들 간의 횡단면 독립성을 가정하여 횡단면 표준편차를 사용하여  $t$ 통계량을 구하였다.

$$t_{AR} = \frac{AAR_t}{\sigma(AR_t) / \sqrt{n_t}}$$

$AAR_t$  :  $t$ 일의 비정상수익률의 평균

$\sigma(AR_t)$  : 표본기업 비정상수익률의 횡단면 표준편차

$n_t$  : 표본기업 수

누적평균비정상수익률이 통계적으로 유의하게 0보다 다르다는 귀무가설을 검증하기 위하여 다음과 같은  $t$ 통계량을 사용한다.

$$t_{CAR} = \frac{CAAR_t}{\sigma(CAR_t) / \sqrt{n_t}}$$

$CAAR_t$  :  $t$ 일의 누적비정상수익률의 평균

$\sigma(CAR_t)$  : 표본기업 누적비정상수익률의 횡단면 표준편차

$n_t$  : 표본기업 수

## 2. 횡단면 회귀모형을 이용한 자사주 매입공시에 따른 정보효과 분석

본 연구는 첫 번째 연구목적을 분석하기 위해 기존연구에서 제시한 가설에 근거하여 식 (1)의 회귀모형을 설정하여 자사주매입 공시에 따른 정보효과를 분석하고자 한다.

$$CAR = \alpha_0 + \alpha_1 OWN + \alpha_2 TPR + \alpha_3 PCAR + \alpha_4 UnExpCF + \alpha_5 HanDo + \epsilon_i \quad (1)$$

$CAR$  : 누적비정상수익률

$OWN$  : 대주주지분율

$TPR$  : 목표매입 비율

$PCAR$  : 공시 이전 누적비정상수익률

$UnExpCF$  : 예기치 않은 현금흐름

$HanDo$  : 한도확대 이후(한도 : 100%) = 1, 한도확대 이전(한도 : 33%) = 0

$\epsilon_i$  : 회귀식의 잔차항

상기 회귀모형에서 종속변수는 자사주매입 기업의 누적비정상수익률(CAR)이고, 독립변수는 대주주지분율(OWN), 목표매입 비율(TPR), 자사주매입 이전 1개월의 성과(PCAR), 예기치 않은 현금흐름(UnExpCF), 그리고 자사주매입 한도 확대에 따른 더미변수(HanDo)이다.

식 (1)에서 목표매입 비율(TPR)은 주식의 저평가 정도를 판단할 수 있는 대용변수로서 사용되었다. 경영자는 현재의 주가가 내재가치보다 저평가 되어 있다고 판단할수록 목표매입 비율을 높이는 경향이 있다. Comment-Jarrell(1991)과 McNally(1999)는 목표매입 비율이 클수록 주가는 더 크게 상승한다고 하였다.

식 (1)에서 사전수익률(PCAR)이 낮을수록 주식의 저평가 정도가 크기 때문에 자사주매입은 주가에 정(+ )의 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 사전수익률은 자사주매입 공시 이전 1개월 동안의 누적비정상수익률을 이용한다.

Comment-Jarrell(1991)은 자사주매입 공시일 이전에 부(-)의 수익률이 큰 기업일수록 심각한 저평가로 판단하여 자사주매입을 실시하기 때문에 공시 이후의 주가상승은 상대적으로 클 것으로 추론하고 있다.

식 (1)에서 예기치 않은 현금흐름(UnExpCF)이 많은 기업일수록 자사주매입을 실시할 가능성이 크다. Stephens & Weisbach(1998)는 분기별 자사주매입은 기업의 분기별 예상현금흐름 또는 예상치 않은 현금흐름과 정(+)의 관계가 있음을 발견하였다. 이는 경영자가 기업의 예기치 않은 현금수준의 변화에 따라 자사주매입 수량을 조정하고 있는 것으로 파악될 수 있다. 예기치 않은 현금흐름은 [(공시 이후의 당기순이익 + 감가상각비) - (전기 당기순이익 + 감가상각비)]로 계산된 값이다. 한편, 예기치 않은 현금흐름은 잉여현금흐름의 대응변수로서 사용될 수 있을 것이다.

식 (1)에서 대주주지분율(OWN)이 높은 기업일수록 대리인 문제가 크기 때문에 자사주매입이 그 완화수단으로 이용될 수 있다. 따라서 대주주지분율이 높은 기업일수록 자사주매입은 주가에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 한편, 정성창·이용교(1996, 2001), 정성창·김영환(2002)는 대주주지분율이 높은 기업일수록 경영권 보호를 위한 동기가 약해서 주가 반응도 작을 것으로 예상하였으나, 대주주지분율이 높을수록 보통주의 누적비정상수익률이 커지는 것을 보여 매수합병 가설과는 상반된 결과를 보였다.

식 (1)에서 한도확대(HanDo)의 더미변수는 특별히 자사주매입 한도가 33%에서 100%로 확대되는 시점을 명시적으로 관찰하여 한도확대 전후에 따른 주식시장 반응에 차이가 있는지를 목표매입 비율, 대주주지분율, 공시 이전의 누적수익률 등 기존 연구가설에서 추출한 통제변수와 본 연구에서 추가적으로 분석한 예기치 않은 현금흐름의 크기를 통제한 상황에서 면밀히 관찰하기 위해 포함되었다. 이는 기존 연구에서 분석하지 않은 부분이며 한도확대 이후에 자사주매입의 정보효과가 더 증가할 것으로 예상된다.

### 3. 횡단면 회귀모형을 이용한 실제 자사주매입 비율에 영향을 미치는 요인 분석

본 연구는 세 번째 연구목적을 분석하기 위해 기존연구에서 제시한 가설에

근거하여 식 (2)의 회귀모형을 설정하여 자사주매입 공시에 따른 목표 자사주매입 비율 대비 실제 자사주매입 비율에 영향을 미치는 요인을 분석하고자 한다.

$$APR/TPR = \alpha_0 + \alpha_1 OWN + \alpha_2 PCAR + \alpha_3 POSTCAR + \alpha_4 UnExpCF + \alpha_5 HanDo + \varepsilon_i \quad (2)$$

*APR/TPR* : 목표매입 비율 대비 실제매입 비율  
*OWN* : 대주주지분율  
*PCAR* : 공시 이전 누적비정상수익률  
*POSTCAR* : 공시 이후 누적비정상수익률  
*UnExpCF* : 예기치 않은 현금흐름  
*HanDo* : 한도확대(한도 : 100%) = 1, 한도확대 이전(한도 : 33%) = 0  
 $\varepsilon_i$  : 회귀식의 잔차항

상기 회귀모형에서 종속변수는 목표자사주매입 비율 대비 실제 자사주매입 비율의 상대적 크기(*APR/TPR*)이고, 독립변수는 대주주지분율(*OWN*), 자사주매입 이전 1개월의 성과(*PCAR*), 자사주매입 이후 1개월의 성과(*POSTCAR*), 예기치 않은 현금흐름(*UnExpCF*), 그리고 자사주매입 한도확대에 따른 더미변수(*HanDo*)이다.

식 (2)에서 예기치 않은 현금흐름(*UnExpCF*)이 많은(혹은 +) 기업일수록 자사주매입을 예정대로 실시할 가능성이 큰 반면, 예기치 않은 현금흐름이 적은(혹은 -) 기업일수록 목표매입액을 달성할 수 없는 경우가 발생할 것으로 기대된다. Stephens & Weisbach(1998)는 분기별 자사주매입이 기업의 분기별 예상현금흐름 또는 예상치 않은 현금흐름과 정(+)의 관계가 있음을 발견하여 경영자가 기업의 예기치 않은 현금수준의 변화에 따라 자사주매입 수량을 조정하고 있음을 발견하였다. 이와 관련하여 자사주매입 이후 1개월의 성과(*POST-CAR*)가 높을수록 목표대비 실제 자사주매입액은 감소할 것으로 기대한다.

## IV. 표본 선정

### 1. 표본의 구성

본 연구에서는 1997년 9월 12일부터 1999년 12월말까지의 자사주 직접취득

을 공시한 기업 중에서 한국증권거래소의 공시시스템을 이용하여 공시건수를 선정하였으며, 수익률 자료는 KIS-SMAT 데이터베이스(한국신용평가(주))에 수록된 기업으로 한정하였으며, 금융업에 소속된 기업들은 표본에서 제외하였다. 이와 같은 과정에서 전체 200개 공시건수 중 KIS-SMAT 에서 자료를 찾을 수 없는 27개 표본을 제외한 173개의 공시건수를 표본을 대상으로 선정하였으며 연도별, 취득한도별 공시건수는 아래 <표 1>와 같다. 자사주매입에 관한 한도확대가 주가에 미치는 영향을 분석하기 위하여 1998년 5월 26일을 기준으로 한도가 1/3인 이전 기간과 한도가 100%인 이후 기간으로 표본을 나누어 선정하였다. <표 1>에서 자사주취득 한도별 공시건수는 각각 93개와 80개를 나타내고 있다. 공시 직전년도 결산일의 지분율과 당기순이익 그리고 감가상각비는 한국신용평가의 KIS-FAS 데이터베이스를 이용하여 구하였다.

<표 1> 연도별, 취득한도별 자사주취득 공시건수

(단위 : 개)

| 연 도   | 공시건수 | 취득한도     | 공시건수 | 합 계 |
|-------|------|----------|------|-----|
| 1997년 | 55   | 1/3인 경우  | 93   | 173 |
| 1998년 | 84   |          |      |     |
| 1999년 | 34   | 100%인 경우 | 80   |     |

## 2. 표본의 요약 통계량

자사주 매입 기업의 요약 통계량이 <표 2>에 제시되어 있다. 총 173건의 표본을 중심으로 누적비정상수익률(CAR)의 경우 평균값은 CAR(-20, +20)의 경우 -10.9%, CAR(-10, +10)은 -7.8%, CAR(-5, +5)은 -5.5%, CAR(-3, +3)은 -3.6%, CAR(-1, +1)은 -1.6%로 공시일 주변에서 유의적인 음(-)의 값을 보이고 있으며, 공시일 주변의 누적기간(window period)이 짧아질수록, 즉 공시일에 근접할수록 공시로 인한 주가상승으로 인해 누적비정상수익률은 증가 또는 점차 회복된 것으로 보여지고 있다.

공시일전의 누적평균비정상수익률 PCAR(-40, -21)는 -4.1%, PCAR(-30, -11)은 -6.7%, PCAR(-25, -6)은 -10.3%로 나타나 자사주매입 공시일 바로 직

〈표 2〉 주요변수의 요약통계량

| 변 수             | 평 균       | 표준편차  | 최 소 값   | 최 대 값  |
|-----------------|-----------|-------|---------|--------|
| CAR(-20, +20)   | -0.109*** | 0.363 | -1.409  | 0.913  |
| CAR(-10, +10)   | -0.078*** | 0.272 | -1.005  | 0.706  |
| CAR(-5, +5)     | -0.055*** | 0.200 | -0.831  | 0.521  |
| CAR(-3, +3)     | -0.036*** | 0.170 | -0.644  | 0.503  |
| CAR(-2, +2)     | -0.027**  | 0.148 | -0.547  | 0.289  |
| CAR(-1, +1)     | -0.016**  | 0.113 | -0.473  | 0.276  |
| APR/TPR         | 0.913***  | 0.191 | 0.140   | 1.200  |
| OWN             | 0.274***  | 0.156 | 0.000   | 0.752  |
| HanDo           | 0.468***  | 0.500 | 0.000   | 1.000  |
| PCAR(-40, -21)  | -0.041*** | 0.173 | -0.692  | 0.318  |
| PCAR(-30, -11)  | -0.067*** | 0.196 | -0.702  | 0.538  |
| PCAR(-25, -6)   | -0.103*** | 0.232 | -0.818  | 0.584  |
| TPR             | 0.038***  | 0.024 | 0.003   | 0.129  |
| UnExpCF         | 1.843***  | 8.104 | -12.070 | 13.209 |
| POSTCAR(0, +20) | 0.052***  | 0.244 | -0.907  | 0.984  |

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

- 2)  $CAR(-t, +t)$  :  $-t$ 부터  $+t$  일간의 누적비정상수익률  
 $APR/TPR$  : 실제매입 비율/목표매입 비율  
 $OWN$  : 대주주지분율  
 $HanDo$  : 한도확대 이후(한도 : 100%) = 1, 한도확대 이전(한도 : 33%) = 0  
 $PCAR(-t_0, -t_1)$  :  $-t_0$ 부터  $-t_1$  일간의 공시전 누적비정상수익률  
 $UnExpCF$  :  $\ln(\text{예기치 않은 현금흐름}/1000)$   
 $TPR$  : 목표매입 비율  
 $POSTCAR(0, +20)$  : 공시일부터 +20일간의 누적비정상수익률

전의 주가하락이 심했다는 것을 볼 수 있다. 즉, 주가가 저평가된 기업들이 자사주 매입공시를 하는 것으로 나타나고 있다. 반면 공시일 이후의 누적평균비정상수익률  $POSTCAR(0, +20)$ 는 양(+)의 5.2%를 나타내 자사주매입 공시 이후 주가는 예상대로 증가하는 것을 보여 저평가 가설을 지지하고 있는 것으로 보인다.

목표매입 비율( $TPR$ )은 평균적으로 3.8%이었으며, 목표매입액 중에서 실제매입액의 비율( $APR/TPR$ )은 91.3%로 자사주매입 공시기업들은 목표매입액을 대

부분 실제로 매입하는 것으로 여겨지지만 최소값에서 볼 수 있듯이 일부 기업은 목표액의 14%에 불과한 기업도 있음을 알 수 있다.

그리고 매입한도 100%인 경우를 더미변수 1로 그리고 1/3인 경우를 0으로 하여 생성시킨 한도확대를 나타내는 더미값(HanDo)은 46.8%를 나타내 한도확대 이전과 이후의 표본수가 거의 비슷한 것으로 나타났다.

예기치 않은 현금흐름(자연로그값)은 평균 1.843으로 양(+)의 값을 보여주고 있으며, 대주주지분율(OWN)은 평균 27.4%를 기록하고 있다.

## V. 실증분석 결과

### 1. 자사주매입 한도확대 이전과 이후 자사주매입의 정보효과 차이

자사주취득 기업의 한도확대 이전과 이후의 정보효과 및 목표 대비 실제매입 비율, 공시전 누적수익률 등 주요변수 값의 평균에 대한 차이분석 결과가 <표 3>에 있다. <표 3>에서 총 173건의 표본을 중심으로 한도확대 이후인 80건의 경우 누적비정상수익률인 CAR(-20, +20), CAR(-10, +10), CAR(-5, +5), CAR(-3, +3), CAR(-1, +1)은 각각 20.7% 포인트, 18.4% 포인트, 14.5% 포인트, 12.6% 포인트, 8.3% 포인트 상승함을 나타내 한도확대 이후의 자사주매입의 정보효과가 증가함을 보이고 있다. 그러나, 윈도우기간에 따라 증가분은 상이하게 나타났는데 공시일 근접해서 누적비정상수익률의 증가가 감소하는 추세가 있음을 발견하였다.

공시일전의 누적비정상수익률은 한도확대 이후 이전에 비해 PCAR(-40, -21)은 3.7% 포인트 감소한 반면, PCAR(-30, -11)은 4.5% 포인트, PCAR(-25, -6)은 11.8% 포인트 증가한 것으로 나타나 한도확대조치 이후 자사주매입 공시일 바로 직전의 주가상승이 발생했음을 볼 수 있다. 공시일 이후의 누적비정상수익률 POSTCAR(0, +20)는 한도확대 이후 이전에 비해 1.7% 포인트 감소가 있는 것으로 나타났지만 비유의적이였다.

목표매입 비율 대비 실제매입 비율(APR/TPR)은 한도확대 이후 97%로 목표

대비 실제 매입이 거의 다 이루어졌으며, 이는 한도확대 이전 기간에 비해 11.6% 포인트 유의적으로 증가한 수치이다. 목표매입 비율(TPR)은 한도확대 이후 이전에 비해 거의 변화가 없었으며, 대주주지분율(OWN)은 한도확대 이후 3.8% 포인트 감소하였지만 비유의적이었다. 예기치 않은 현금흐름(자연로그값)은 한도확대 이후 이전에 비해 현격히 증가한 양상을 보이고 있다.

〈표 3〉 한도확대 이전과 이후 주요 변수의 평균값 차이 분석

| 변 수             | 한도확대<br>이전 (1) | 한도확대<br>이후 (2) | 평균 차이<br>(2) - (1) | p-값    |
|-----------------|----------------|----------------|--------------------|--------|
| CAR(-20, +20)   | -0.2062        | 0.0012         | 0.2074             | 0.0001 |
| CAR(-10, +10)   | -0.1641        | 0.0200         | 0.1841             | 0.0000 |
| CAR(-5, +5)     | -0.1212        | 0.0245         | 0.1457             | 0.0000 |
| CAR(-3, +3)     | -0.0921        | 0.0338         | 0.1258             | 0.0000 |
| CAR(-1, +1)     | -0.0548        | 0.0285         | 0.0833             | 0.0000 |
| PCAR(-40, -21)  | -0.0224        | -0.0598        | -0.0374            | 0.1626 |
| PCAR(-30, -11)  | -0.0890        | -0.0443        | 0.0447             | 0.1392 |
| PCAR(-25, -6)   | -0.1592        | -0.0413        | 0.1179             | 0.0006 |
| PCAR(-23, -4)   | -0.2041        | -0.0434        | 0.1607             | 0.0000 |
| POSTCAR(0, +20) | 0.0622         | 0.0452         | -0.0170            | 0.6438 |
| OWN             | 0.2514         | 0.2899         | -0.0384            | 0.1178 |
| TPR             | 0.0376         | 0.0381         | 0.0005             | 0.8995 |
| UNEXPCF         | 0.2054         | 3.7046         | 3.4992             | 0.0043 |
| APR/TPR         | 0.8491         | 0.9657         | 0.1165             | 0.0001 |

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

- 2) CAR(-t, +t) : -t부터 +t일간의 누적비정상수익률  
 PCAR(-t<sub>0</sub>, -t<sub>1</sub>) : -t<sub>0</sub>부터 -t<sub>1</sub>일간의 공시전 누적비정상수익률  
 POSTCAR(0, +20) : 공시일부터 +20일간의 누적비정상수익률  
 OWN : 대주주지분율  
 TPR : 목표매입 비율  
 UnExpCF : ln(예기치 않은 현금흐름/1000)  
 APR/TPR : 실제매입 비율/목표매입 비율

## 2. 자사주 취득 기업의 비정상 수익률

자사주 취득 기업들의 공시일 전후 41일간의 평균비정상수익률(AAR)과 누

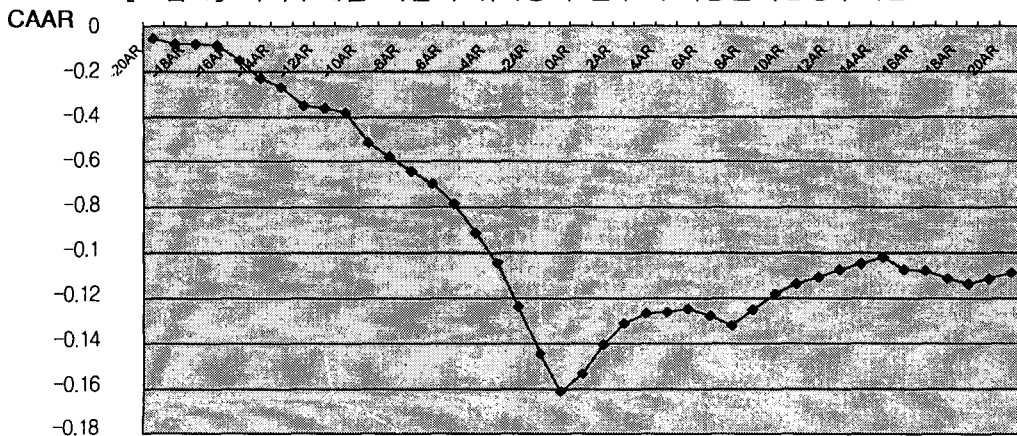


〈표 4〉 자사주매입 기업들의 취득공시전후 비정상수익률(평균 AAR, 누적평균 CAAR) 추이

| 날짜(t) | AAR <sub>t</sub> | t-값    | CAAR <sub>t</sub> | 날짜(t) | AAR <sub>t</sub> | t-값    | CAAR <sub>t</sub> |
|-------|------------------|--------|-------------------|-------|------------------|--------|-------------------|
| -20   | -0.005**         | -1.858 | -0.005            | 0     | 0.008**          | 1.898  | -0.153            |
| -19   | -0.002           | -0.778 | -0.008            | 1     | 0.013***         | 3.289  | -0.14             |
| -18   | 0                | 0.025  | -0.008            | 2     | 0.009***         | 2.379  | -0.131            |
| -17   | -0.001           | -0.177 | -0.008            | 3     | 0.005            | 1.143  | -0.127            |
| -16   | -0.007**         | -2.109 | -0.015            | 4     | 0.001            | 0.187  | -0.126            |
| -15   | -0.008***        | -3.277 | -0.023            | 5     | 0.001            | 0.339  | -0.125            |
| -14   | -0.004           | -1.139 | -0.027            | 6     | -0.003           | -0.811 | -0.127            |
| -13   | -0.008***        | -2.506 | -0.035            | 7     | -0.005           | -1.28  | -0.132            |
| -12   | -0.001           | -0.302 | -0.036            | 8     | 0.007**          | 1.717  | -0.125            |
| -11   | -0.002           | -0.686 | -0.038            | 9     | 0.007            | 1.973  | -0.118            |
| -10   | -0.013           | -4.188 | -0.051            | 10    | 0.004            | 1.252  | -0.114            |
| -9    | -0.007**         | -2.207 | -0.058            | 11    | 0.003            | 0.96   | -0.111            |
| -8    | -0.006**         | -2.085 | -0.064            | 12    | 0.004            | 1.058  | -0.107            |
| -7    | -0.005**         | -1.709 | -0.07             | 13    | 0.002            | 0.603  | -0.105            |
| -6    | -0.009***        | -2.500 | -0.079            | 14    | 0.003            | 0.963  | -0.102            |
| -5    | -0.013***        | -4.290 | -0.091            | 15    | -0.005**         | -1.677 | -0.107            |
| -4    | -0.013***        | -3.869 | -0.104            | 16    | -0.001           | -0.176 | -0.108            |
| -3    | -0.019***        | -4.813 | -0.124            | 17    | -0.004           | -1.089 | -0.112            |
| -2    | -0.02***         | -5.421 | -0.144            | 18    | -0.002           | -0.599 | -0.114            |
| -1    | -0.017***        | -4.099 | -0.161            | 19    | 0.002            | 0.663  | -0.111            |
|       |                  |        |                   | 20    | 0.002            | 0.622  | -0.109            |

주) \*, \*\*, \*\*\* 는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

[그림 1] 자사주매입 기업의 취득공시 전후 누적평균비정상수익률



공 시 일

적평균비정상수익률(CAAR)이 <표 4>에 제시되어 있으며, <표 4>의 결과를 그림으로 나타낸 것이 [그림 1]이다. 공시일 전후의 평균비정상수익률(AAR)의 통계적 유의성에 대한 t-검정 결과 공시일전 -9일부터 -1일까지 유의적인 부(-)의 초과수익률이 발생하였으나, 공시일( $t=0$ )부터 +2일까지 유의적인 양(+)의 유의적인 초과수익률이 나타나 자사주매입의 동기로서 저평가 가설을 지지하는 것으로 보이며, 자사주취득의 정보효과가 존재함을 알 수 있다. 또한, 공시일 이전 추가하락이 자사주취득 공시 이후 안정화되는 모습을 보이고 있어 추가안정화의 방안으로 자사주취득이 유효하게 이용되고 있음을 알 수 있다. 추가적으로 누적비정상수익률이 공시일 이전 약 20일 동안 -16.1%를 보이고 있어 주가가 하락하는 과정에서 기업들이 자기 주식을 취득하기로 결정한 것으로 보인다. 아래 [그림 1]에서 제시한 바와 같이 자사주 취득기업들의 CAAR이 대체적으로 공시일 부터 회복하고 있음을 보여주고 있으며 그 후 계속해서 이러한 상승추세가 계속되고 있음을 알 수 있다.

### 3. 자사주매입 한도확대가 자사주매입 정보효과에 미치는 영향 분석

자사주매입의 한도확대가 자사주매입의 정보효과에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 III장의 식 (1)의 다중회귀 분석을 실시하였으며 그 결과는 <표 5>와 같다. 모형 (1)부터 모형 (6)에 걸쳐 공시일 주변 누적비정상수익률은 자사주매입의 한도확대 이후 윈도우기간(window period) 설정에 관계없이 자사주매입의 정보효과가 예상대로 모두 다 유의적으로 증가한 것으로 나타났다.

그리고 대주주의 지분율(OWN)이 높을수록 대체로 자사주매입이 주가에 긍정적인 향을 미치고 있었으며 모형에 따라 통계적으로도 유의한 값을 나타내고 있어 매수합병 가설과는 반대의 결과를 보였다. 이는 정성창·이용교(1996, 2001), 정성창·김영환(2002)의 결과와 유사하다.

공시전 누적비정상수익률(PCAR)은 자사주매입 공시일 이전에 부(-)의 수익률이 큰 기업일수록 심각한 저평가로 판단하여 자사주매입을 실시하기 때문에 자사주매입은 주가에 정(+)의 영향을 미칠 것으로 예상하였으나 예상과는 달리 양(+)의 관계를 보여 Comment-Jarrell(1991)의 추론과는 상이한 결과를 보였

〈표 5〉 자사주매입의 한도확대가 자사주매입 정보효과에 미치는 다중회귀 분석 결과

|                    | 모형 (1)<br>CAR<br>(-20, +20) | 모형 (2)<br>CAR<br>(-10, +10) | 모형 (3)<br>CAR<br>(-5, +5) | 모형 (4)<br>CAR<br>(-3, +3) | 모형 (5)<br>CAR<br>(-2, +2) | 모형 (6)<br>CAR<br>(-1, +1) |
|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| intercept          | -0.292***<br>(t = -4.022)   | -0.269***<br>(t = -5.091)   | -0.164***<br>(t = -4.356) | -0.171***<br>(t = -5.217) | -0.138***<br>(t = -4.76)  | -0.12***<br>(t = -5.395)  |
| OWN                | 0.116<br>(t = 0.674)        | 0.234**<br>(t = 1.866)      | 0.09389<br>(t = 1.076)    | 0.157**<br>(t = 2.066)    | 0.14**<br>(t = 2.092)     | 0.137***<br>(t = 2.663)   |
| HanDo              | 0.182***<br>(t = 3.373)     | 0.157***<br>(t = 3.988)     | 0.107***<br>(t = 3.813)   | 0.106***<br>(t = 4.371)   | 0.0993***<br>(t = 4.614)  | 0.075***<br>(t = 4.513)   |
| PCAR<br>(-40, -21) | 0.198*<br>(t = 1.294)       | -                           | -                         | -                         | -                         | -                         |
| PCAR<br>(-30, -11) | -                           | 0.225**<br>(t = 2.275)      | -                         | -                         | -                         | -                         |
| PCAR<br>(-25, -6)  | -                           | -                           | 0.226***<br>(t = 3.76)    | 0.101**<br>(t = 1.924)    | 0.071*<br>(t = 1.543)     | 0.0141<br>(t = 0.397)     |
| TPR                | 1.583*<br>(t = 1.424)       | 1.711**<br>(t = 2.126)      | 1.343***<br>(t = 2.386)   | 1.338***<br>(t = 2.732)   | 0.85**<br>(t = 1.964)     | 0.826***<br>(t = 2.491)   |
| UnExpCF            | 0.0077**<br>(t = 2.264)     | 0.0026<br>(t = 1.044)       | 0.0036**<br>(t = 2.041)   | 0.0017<br>(t = 1.139)     | 0.001<br>(t = 0.726)      | 0.001<br>(t = 0.922)      |
| $R^2$              | 0.128                       | 0.182                       | 0.26                      | 0.224                     | 0.206                     | 0.204                     |
| Adj $R^2$          | 0.102                       | 0.157                       | 0.238                     | 0.201                     | 0.182                     | 0.18                      |
| F                  | 4.940                       | 7.418                       | 11.754                    | 9.638                     | 8.644                     | 8.534                     |
| Sig.               | (p = 0.000)                 | (p = 0.000)                 | (p = 0.000)               | (p = 0.000)               | (p = 0.000)               | (p = 0.000)               |

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

- 2) CAR(-t, +t) : -t부터 +t일간의 누적비정상수익률  
 OWN : 대주주지분율  
 HanDo : 한도확대 이후(한도 : 100%) = 1, 한도확대 이전(한도 : 33%) = 0  
 PCAR(-t<sub>0</sub>, -t<sub>1</sub>) : -t<sub>0</sub>부터 -t<sub>1</sub>일간의 공시전 누적비정상수익률  
 TPR : 목표매입 비율  
 UnExpCF : ln(예기치 않은 현금흐름/1000)  
 POSTCAR(0, +20) : 공시일부터 +20일간의 누적비정상수익률

다. 거래소 시장을 대상으로한 정성창·이용교(1996)의 실증분석에서도 PCAR의 통계적 유의성을 발견할 수 없거나, 혹은 정(+)의 관계를 보이고 있었다.

목표매입 비율(TPR)은 주식의 저평가 정도를 직접적으로 판단할 수 있는 대용변수로서 사용되었으며 모든 모형에서 목표매입 비율이 클수록 유의적으로 누

적비정상수익률은 더 큰 것으로 나타나고 있어 자사주취득에 대한 저평가 가설을 지지하는 것으로 해석되며 이는 Comment-Jarrell(1991)과 McNally(1999)의 결과와 일치한다.

예기치 않은 현금흐름(UnExpCF)은 대체로 누적비정상수익률과 양(+)의 유의적인(모형 (1), 모형 (3))인 관계를 보여 예기치 않은 현금흐름이 많은 기업일수록 자사주매입의 정보효과가 크게 나타나 Stephens & Weisbach(1998)의 결과와 일치하였다.

#### 4. 실제자사주매입 비율에 영향을 미치는 요인분석

<표 6>은 자사주매입 공시 이후 및 이전의 누적수익률, 자사주매입 한도확대 여부, 예기치 않은 현금흐름, 대주주지분이 실제매입 비율/목표매입 비율의 상대적 크기에 미치는 영향에 대한 다중회귀 분석 결과를 보고하고 있다. <표 6>에서 실제매입 비율/목표매입 비율을 종속변수로 한 모형 (1), 모형 (2)에서 대주주지분율(OWN)은 비유의적으로 나타나 간접적으로 매수합병 가설을 지지하는 결과를 보이지 않고 있다. 한도확대(HanDo)의 회귀계수는 모형 (1), 모형 (2)에서 유의적인 양(+)의 값을 보여 한도확대 이후 목표매입 비율 대비 실제매입 비율이 증가하는 것으로 나타났다.

또한, 예기치 않은 현금흐름(UnExpCF)이 많은 기업일수록 자사주매입을 예정대로 실시할 가능성이 큰 반면, 예기치 않은 현금흐름이 적은 기업일수록 목표매입액을 달성할 수 없는 경우가 발생할 것으로 기대되었는데 모형 (1), 모형 (2)에서 결과는 비유의적으로 나타나 Stephens & Weisbach(1998)의 결과를 지지하지 못하였다. 그러나, 자사주매입 이후 1개월의 성과를 나타내는 누적비정상수익률 POSTCAR는 유의적인 부(-)의 관계를 보여 공시 이후 주가가 상승할수록 목표대비 실제 자사주매입액은 감소하여 경영자가 공시 이후 주가변화추이에 따라 자사주매입 수량을 조정하고 있는 것으로 파악되었다.

한편, 저평가 가설을 검증하기 위한 또 다른 변수인 PCAR는 모형 (1)에서는 비유의적이며, 모형 (2)에서 유의적인 양(+)의 관계를 보이고 있어 증권시장에서 저평가의 정도가 클수록(음의 값이 클수록) 목표매입 비율대비 실제매입 비율이 증가한다는 가설과는 상반된 결과를 보여주었다.

〈표 6〉 자사주매입 공시 이후 및 이전의 누적수익률, 자사주매입한도확대, 예기치 않은 현금흐름, 대주주지분이 실제매입 비율/목표매입 비율에 미치는 영향을 분석한 다중회귀 분석 결과

|                 | 모형 (1)<br>(실제매입 비율/목표매입 비율) | 모형 (2)<br>(실제매입 비율/목표매입 비율) |
|-----------------|-----------------------------|-----------------------------|
| intercept       | 0.863***<br>(t = 28.603)    | 0.879***<br>(t = 28.162)    |
| OWN             | 0.03511<br>(t = 0.385)      | 0.05173<br>(t = 0.57)       |
| HanDo           | 0.09192***<br>(t = 3.218)   | 0.08396***<br>(t = 2.892)   |
| UnExpCF         | 0.0002894<br>(t = 0.162)    | -0.0001617<br>(t = -0.09)   |
| POSTCAR(0, +20) | -0.146***<br>(t = -2.492)   | -0.155***<br>(t = -2.72)    |
| PCAR(-40, -21)  | -0.101<br>(t = -1.21)       | -                           |
| PCAR(-25, -6)   | -                           | 0.108**<br>(t = 1.722)      |
| $R^2$           | 0.119                       | 0.127                       |
| Adj $R^2$       | 0.093                       | 0.101                       |
| F               | 4.507                       | 4.845                       |
| Sig.            | (p = 0.001)                 | (p = 0.000)                 |

주) 1) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함.

- 2) OWN : 대주주지분을  
 HanDo : 한도확대 이후(한도 : 100%) = 1, 한도확대 이전(한도 : 33%) = 0  
 UnExpCF : ln(예기치 않은 현금흐름/1000)  
 POSTCAR(0, +20) : 공시일부터 +20일간의 누적비정상수익률  
 PCAR(- $t_0$ , - $t_1$ ) : - $t_0$ 부터 - $t_1$  일간의 공시전 누적비정상수익률

## VI. 요약 및 향후 연구방향

본 연구는 자사주매입에 대한 공시가 기업가치에 어떠한 영향을 미칠 것이며, 공시일 전후 주가반응이 자사주매입 한도확대에 따라 시장에서 어떻게 반응할 것인지 그리고, 아직 학계에서 다루어지지 않은 미시적인 관점에서 실제 자사

주매입 비율에 영향을 미치는 요인이 무엇인지에 관해 실증분석을 실시하였다.

실증분석 결과 자사주매입 공시일 전후 유의적인 양(+)의 비정상초과수익률을 나타내었으며, 한도확대 이후 누적비정상수익률은 유의적으로 증가하였다. 목표매입 비율이 클수록 유의적으로 누적비정상수익률은 증가하는 것으로 나타나고 있어 자사주취득에 대한 저평가 가설을 지지하는 것으로 해석된다. 예기치 않은 현금흐름은 대체로 누적비정상수익률과 양(+)의 유의적인 관계를 보여 예기치 않은 현금흐름이 많은 기업일수록 자사주매입의 정보효과가 크게 나타나 Stephens & Weisbach(1998)의 결과와 일치하였다. 또한, 자사주매입 이후 1개월의 성과를 나타내는 누적비정상수익률은 실제 자사주매입 비율과 유의적인 부(-)의 관계를 보여 공시 이후 주가가 상승할수록 목표대비 실제 자사주매입액은 감소하여 경영자가 공시 이후 주가변화 추이에 따라 자사주매입 수량을 조정하고 있는 것으로 파악될 수 있었다.

향후 연구방향으로 Choi & Chen(1997), Jagannathan et. al(2000) 등 기존 연구에서 지적하였듯이 공개매수 제의를 통한 자사주매입과 규칙적인 배당증가의 발표간의 정보이동의 차이, 배당과 자사주매입의 경제적 효과 및 기업여건에 따른 지급정책(payout policy)의 결정에 대한 연구가 요구되며, 기업의 재무담당 경영자는 자사주매입을 하나의 선택 가능한 재무정책으로 보다 적극적으로 고려할 수 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

- 김철교, “자사주관리가 한국주식시장에 미치는 영향에 관한 실증분석”, 재무연구, 제13호, 1997, 169-195.
- 김철교, “사건연구에서 비정상수익률 모형에 따른 실증분석 결과의 차이 : 자사주매입의 경우”, 한국증권학회 추계 학술발표대회논문, 1998.
- 신민식, “자사주매입이 주가, 체계적 위험 및 유동성에 미치는 영향”, 경영연구, 제12권 제1호, 1997, 235-255.
- 정성창 · 이용교, “자사주 매입과 자사주펀드 제도의 유효성”, 재무연구, 제11호, 1996, 241-271.
- \_\_\_\_\_, “자기주식 매입 전략과 기업의 가치”, 재무연구, 제14권 제1호, 2001, 59-88.
- 정성창 · 김영환, “코스닥시장에서의 자기주식 취득에 대한 연구”, 한국증권학회 춘계 학술발표대회논문, 2002.
- Bagnoli, Mark, Roger Gordon and Barton L. Lipman, “Stock Repurchase as a Takeover Defense,” *Review of Financial Studies*, 2, 1989, 423-443.
- Bagwell, Laurie S., “Share repurchase and takeover deterrence,” *RAND Journal of Economics*, 22, 1991, 72-88.
- Banz, R., “The relationship between return and market value of common stocks,” *Journal of Financial Economics*, 9, 1981, 3-18.
- Barber, B. and J. Lyon, “Detecting long-run abnormal stock returns : The empirical power and specification of test statistics,” *Journal of Financial Economics*, 43, 1997, 341-372.
- Brav, A., “Inference in long-run event studies : A bayesian approach with application to initial public offerings,” *Journal of Finance*, 55, 2000, 1979-2016.
- Brennan, Michael and Anjan Thakor, “Shareholder preference and dividend policy,” *Journal of Finance*, 45, 1990, 993-1018.
- Choi, Dosung and Chen, Sheng-Syan, “The Differential Information Conveyed by Share Repurchase Tender Offers and Dividend Increases,” *Journal of Financial Research*, Vol.20, No.4, (Winter 1997), 529-43.
- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell, “The relative signalling power of

- dutch-auction and fixed-price self tender offers and open market share repurchases," *Journal of Finance*, 46, 1991, 1243-1271.
- Dann, Larry Y., "Common Stock Repurchase : An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders," *Journal of Financial Economics*, 9, 1981, 113-138.
- Denis, D., "Defensive changes in corporate payout policy : Share repurchases and special dividends," *Journal of Finance*, 45, 1990, 1433-1456.
- \_\_\_\_\_, Diane Denis and Atulya Sarin, "Information content of dividend changes : Cash flow, signalling, overinvestment and dividend clienteles," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29, 1994, 567-587.
- Dittmar, Amy K., "Why do firms repurchase stock?," *Journal of Business*, 73, 2000, 331-355.
- Ikenberry, David and Theo Vermaelen, "The option to repurchase stock," *Financial Management*, 25, 1996, 9-24.
- \_\_\_\_\_, Josef Lakonishok and Theo Vermaelen, "Market under-reaction to open market share repurchases," *Journal of Financial Economics*, 39, 1995, 181-208.
- Jagannathan, Murali, Clifford P. Stephens and Michael S. Weisbach, "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases," *Journal of Financial Economics*, 57, 2000, 355-384.
- Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover," *American Economic Review*, 76, 1986, 323-329.
- Lakonishok, Josef and Theo Vermaelen, "Anomalous price behavior around repurchase tender offers," *Journal of Finance*, 45, 1990, 455-477.
- McNally, William J., "Open market stock repurchase signalling," *Financial Management*, 28, 1999, 55-67.
- Nohel, Tom and Vefa Tarhan, "Share repurchases and firm performance : New evidence on the agency costs of free cash flow," *Journal of Financial Economics*, 49, 1998, 187-222.
- Opler, Tim and Sheridan Titman, "The determinants of leveraged buyout activity : Free cash flow vs. Financial distress costs," *Journal of*



- Finance*, 48, 1993, 1985-1999.
- Persons, John C., "Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases : Dutch Auction versus Fixed Price Tender Offers," *Journal of Finance*, 49, 1994, 1373-1402.
- Stephens, Clifford P. and Michael S. Weisbach, "Actual share reacquisitions in open-market repurchase programs," *Journal of Finance*, 53, 1998, 313-333.
- Vermaelen, Theo, "Common stock repurchases and market signalling," *Journal of Financial Economics*, 9, 1981, 139-183.
- Weston, J. F., K. S. Chung and S. E. Hoag, "Management view on share repurchase and tender offer premiums," *Financial Management*, 18, 1989, 97-110.