財務管理硏究 第二十二券 第一號(2005. 6), 37~69

자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향
- 취득 및 처분목적을 중심으로 -

설원식* · 김수정**

〈요 약〉

본 연구에서는 자기주식 취득 뿐 아니라 자기주식 처분도 주주의 부에 영향을 미치는가와 취득목적 및 처분목적에 따라 주주의 부에 미치는 영향이 서로 다르게 나타나는가를 검증하였다.

실증분석 결과, 주가 안정 목적이나 이익소각 목적의 자기주식 취득 공시는 양(+)의 초과수익률을 주지만, 임직원에게 인센티브를 제공하기 위한 자기주식 취득 공시는 음(-)의 초과수익률이 나타남을 발견하였다. 또 임직원 인센티브용 자기주식 처분이나 만기로 인한 신탁계약 해지는 주가에 부정적인 영향을 주지만, 운영자금 조달이나 재무구조 개선을 위한 자기주식 직접처분은 주주의 부를 유의적으로 증가시키는 것으로 나타났다. 횡단면 분석에서도 자기주식 취득 및 처분은 그 목적에 따라 초과수익률에 영향을 주는 요인이 다름을 확인하였다.

본 연구의 결과는 자기주식 처분도 중요한 재무전략의 하나로 인식되어야 하며, 나아가 자기주식의 취득이나 처분에 관한 연구는 그 목적을 감안하고 접근해야 함을 시사한다.

주제어 : 자기주식 매입, 자기주식 처분, 공시효과, 주주의 부, 재무전략

Ⅰ. 서 론

자기주식이란 법인 자신이 발행한 주식을 취득하여 보유하고 있는 주식을 의미한다. 상법상 주식회사의 자기주식 취득은 주주로부터 조달한 자본을 다시 주주에게 환급하는 행위로서 원칙적으로 금지되고 있지만, 소각목적, 합병, 영업양수도, 권리실행, 단주처리, 주식매수청구권 행사에 따른 취득의 경우는 이를 허용하고 있다(증권거래소, 2003). 하지만, 증권거래법에서는 주가 안정, 종업원지주제도 및 공모주 제도의 원활한 운용을 위해 자기주식을 이용해야 한다는 현실적 필요성에 따라 지난 1994년 5월 자기

논문접수일 : 2004년 11월 30일 논문게재확정일 : 2005년 3월 12일
* 천안대학교 경상학부 조교수, E-mail : wssul@cheonan.ac.kr
** 서울시립대학교 경영학부 강사, E-mail : adellakim@freechal.com

주식의 직접 취득을 제한적으로 허용하였으며, 1998년 4월에는 자기주식의 취득한도가 폐지되었다. 나아가, 2001년 4월부터는 상장·협회등록 법인들의 이익소각제도를 도입하여 이사회 결의만으로도 자기주식을 매입하여 소각할 수 있도록 허용하고 있다.

자기주식 취득이 보다 자유로워지면서, 기업은 자기주식 취득을 점점 더 중요한 재무전략의 하나로 활용하고 있다. 2001년 말에는 247개 상장법인이 자기주식을 보유하고 있었으나, 2003년 말에는 321개로 증가하였고, 보유금액 역시 2001년 말 8조 2,040억원에서 2003년 말에는 18조 1,320억으로 크게 증가하였는데, 이는 전체 시가총액의 5.10% 수준이다(증권거래소, 2004).

자기주식 취득 못지않게 중요한 것은 자기주식 처분으로 이는 다음과 같은 두 가지 점에서 중요한 의의를 가진다. 첫째는 취득된 자기주식은 일정기간이 경과되면 시장에 다시 처분될 수 있다는 사실이다.[1] 이는 기업이 취득한 자기주식을 재무전략의 일환으로 다시 처분할 수 있음을 시사한다. 둘째는 실제로 기업들이 취득한 자기주식을 처분하는 빈도나 규모가 매년 증가하고 있는 현상이다. 2003년 자기주식 처분 금액은 총 1조 8,245억원에 달하고 있으며, 자기주식 처분이 가장 많았던 2002년의 경우 자기주식 취득금액은 총 4조 6,035억원이었으나 처분금액은 총 5조 1,830억원으로 오히려 자기주식 처분이 더 많은 현상이 나타나기도 하였다(증권거래소, 2004).

이처럼 자기주식의 취득 뿐 아니라 취득한 자기주식의 처분 역시 기업의 재무전략에 미치는 영향이 점차 중요해진다고 판단된다. 그런데 현재 자기주식 처분과 관련된 연구는 자기주식 취득에 비해 다소 미흡하다고 할 수 있다. 그동안 자기주식과 관련된 주요 연구들은 주로 자기주식의 취득에 초점을 두어 자기주식 취득 공시는 주주의 부에 긍정적인 영향을 미친다는 연구결과를 보고하였다. 그렇다면, 자기주식 처분 공시는 주주의 부에 어떤 영향을 미칠 것인가? 본고에서는 자기주식 취득 공시와 자기주식 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향을 함께 분석함으로써 과연 시장에서 자기주식 취득과 처분에 대해 어떤 반응을 보이는가를 밝혀보고자 한다.

한편, 자기주식의 취득과 처분은 기업에 따라 다양한 목적을 위해 실행된다. 자기주

---

1) 증권거래법에 의하면, 자기주식의 직접 취득은 취득 후 6개월 이내에는 처분이 금지되며, 처분 후 3개월 이내에는 취득이 금지된다. 자기주식 취득을 위해 특정금전신탁계약을 체결한 경우에도 6개월 이내에는 계약해지가 금지되며, 계약해지 후 3개월간은 신탁계약체결이 금지된다. 또, 빈번한 거래금지를 위해 신탁계약을 통해 취득한 자기주식은 취득 후 1개월간 처분이 금지되며, 처분 후 1개월간 취득이 금지된다. 반면, 주식매수선택권 행사에 따른 자기주식 교부를 위해서, 자기주식 취득 한도를 초과한 자기주식을 처분하는 경우, 또는 임직원에게 인센티브를 제공하기 위해 자기주식을 지급하는 경우 등은 자기주식 취득 후 6개월 이내에도 처분이 가능하다.

식 취득 동기에 관한 선행연구에서는 1) 저평가된 주가에 대한 신호를 시장에 보내기 위해서(Dann, 1981 등), 2) 잉여현금흐름을 분배하기 위해서(Fenn & Liang, 1988 등), 3) 배당을 대체하기 위해서(Grullon & Michaely, 2002 등), 4) 인수합병에 대한 방어전략으로 활용하기 위해서(Dennis, 1990 등) 등 다양한 견해를 제시하였다. 자기주식을 취득하는 국내 기업의 취득목적은 대부분 주가 안정을 위해서지만, 자기주식을 처분하는 경우에는 운영자금 조달이나 재무구조 개선을 위해, 임직원 인센티브 제공을 위해, 신탁계약의 만기에 따라 등 다양한 처분목적이 나타나고 있다. 이와 같은 특성을 반영하여 본 연구에서는 취득목적과 처분목적을 중심으로 자기주식 취득 및 처분공시를 분석하려고 한다. 본 연구는 1) 그간 상대적으로 관심이 적었던 자기주식의 처분을 다루었다는 점과 2) 취득 및 처분목적이라는 관점에서 자기주식을 분석하려고 시도했다는 점에서 선행연구와 차별화된다고 할 수 있다.

본 연구에서는 다음과 같은 주제를 분석해 본다.

1) 자기주식 취득 및 처분공시는 주주의 부에 어떤 영향을 미치는가?
2) 자기주식 취득목적 및 처분목적별로 주주의 부에 미치는 영향이 다르게 나타나는가?

논문의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. Ⅱ장에서는 자기주식 취득 및 처분 현황을 소개하고 중요한 선행연구를 정리한다. 구체적인 연구방법과 자료는 Ⅲ장에서 소개하며, Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 연구의 결론 및 시사점은 Ⅴ장에 나타나 있다.

Ⅱ. 자기주식 취득 및 처분 현황과 주요 선행연구

1. 자기주식 취득 및 처분 현황

국내 기업의 자기주식 취득은 1992년 8월 자사주 펀드가 허용되면서 시작되었다. 이후 1994년 5월에는 자기주식의 직접 취득이 허용되었으며, 1998년 4월에는 자사주 취득한도가 폐지되면서 상장기업들은 배당가능한 이익 범위 내에서 자사주를 자유롭게 취득할 수 있게 되었다. 1999년 9월에는 신탁업감독규정이 바뀌어 은행의 특정금전신탁이 가능하게 되었으며, 2001년 4월에는 이익소각제도가 도입되면서 매년 이익소각의 규모가 크게 증가하고 있다.

<표 1>은 연도별 자기주식 취득과 자기주식 처분 동향을 정리한 것이다. 자기주식 취득의 방법은 신탁계약의 연장 및 신규 체결, 그리고 직접 취득으로 구성된다. 반면, 자기주식 처분의 방법은 신탁계약해지와 직접 처분으로 구성된다. 자기주식 취득금액에서 처분금액을 제외한 순유입 금액을 보면 2001년에는 7조 5,396억원이었으나 이후 다소 감소하고 있다. 2002년에는 5,795억원이 순유출되었으며, 2003년의 순유입 금액도 4조 396억원으로 2001년 보다는 다소 적다. 기업의 자기주식 처분금액은 매년 1조원 이상의 규모로서 기 취득한 자기주식의 처분이 기업의 중요한 재무전략으로 활용되고 있음을 보여준다.

<표 1> 연도별 자기주식 관련 자금 동향

(단위 : 억원)

구분	신탁계약			직접		순유입
	신탁연장	신탁체결	신탁해지	처분결의	취득결의	
2001년 1월~12월	34,763	21,640	10,296	1,691	30,980	75,396
2002년 1월~12월	21,861	7,751	5,062	46,768	16,423	-5,795
2003년 1월~12월	21,772	2,555	9,507	8,738	34,314	40,396
2004년 1월~4월	12,285	1,341	3,684	968	1,211	10,185
합 계	90,681	33,287	28,549	58,165	82,928	120,182

자료 : 증권거래소, 2004, "상장법인 자사주 보유현황", 2004년 5월 11일.
주 : 금액은 공시기준이며 직접 취득 중 주식소각목적 취득은 제외된 수치임.
순유입은 "신탁연장+신탁체결(신규)-신탁해지-처분결의+취득결의"로 계산하였음.

<표 2>는 2001년 1월~2003년 12월까지 36개월 동안 자기주식 취득 공시 및 처분 공시를 취득/처분 목적별로 정리한 것이다. 자기주식 취득과 관련된 공시는 직접 취득이 281건, 신규 신탁계약 체결이 174건 등 총 455건이었다. 취득목적별로 보면 81.98%가 주가 안정을 위해서이며, 임직원 인센티브를 위한 자기주식 취득은 6.59%에 불과하다. 이익소각 목적의 자기주식 취득[2]은 48건으로 10.55%이다. 주가 안정에는 주주가치 증대 및 이익의 주주환원 목적이 포함되어 있다. 또, 17건의 공시는 취득목적에 주가 안정과 임직원 인센티브를 동시에 표기하였는데, 이는 편의상 주가 안정으로 분류하였

2) 이익소각 목적의 자기주식 취득은 '이익소각공시' 내에서 그 내용을 보고 구분해야 한다. 기업의 이익소각공시에는 이익소각 목적으로 자기주식을 새로 취득하는 경우도 있지만, 기 취득해 놓은 자기주식을 소각하는 경우도 있기 때문이다. 또, 일부 자기주식을 신규로 취득한 후 기 취득한 자기주식과 더하여 소각하는 경우도 있다. 본 논문에서는 이익소각공시의 내용을 검토한 후, 이익소각을 위해 신규로 자기주식을 취득한 경우만을 이익소각 목적의 자기주식 취득으로 간주하였다.

다. 기타 목적으로는 신우리사주조합(ESOP)에의 자사주 매각, 원활한 분할절차의 진행을 위한 자사주 직접 취득 등이 있었다.

<표 2> 자기주식 취득 공시 및 자기주식 처분 공시 현황(2001년 1월~2003년 12월)

그룹	취득목적 / 처분목적	직접 취득 / 직접 처분	신탁계약(자사주 펀드) 체결 / 해지	<합계>
자기주식 취득 공시	주가 안정	199 (70.82%)	174 (100%)	373 (81.98%)
	임직원 인센티브용	30 (10.68%)	0	30 (6.59%)
	이익소각 목적	48 (17.08%)	0	48 (10.55%)
	기타	4 (1.42%)	0	4 (0.88%)
	<계>	281	174	455
자기주식 처분 공시	운영자금 조달/ 재무구조 개선	29 (18.35%)	89 (55.63%)	118 (37.11%)
	임직원 인센티브용 (스톡옵션 행사에 따른 자기주식 처분 포함)	93 (58.86%)	0	93 (29.25%)
	신 우리사주제도(ESOP) 도입시행에 따른 자기주식 처분	14 (8.86%)	0	14 (4.40%)
	신탁계약 만기로 인한 해지	<해당 없음>	48 (30%)	48 (15.09%)
	기타	22 (13.92%)	23 (14.38%)	45 (14.15%)
	<계>	158	160	318

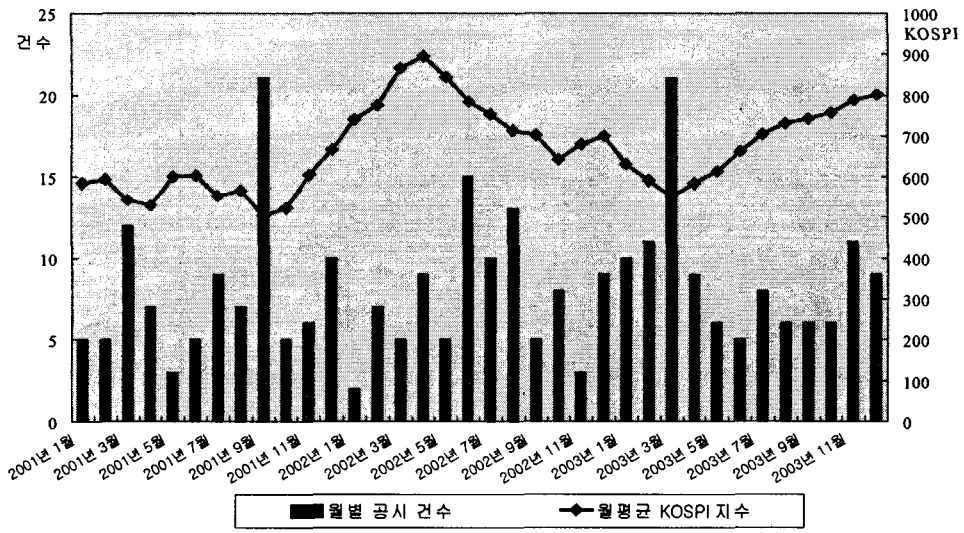
자료 : 한국증권거래소 전자공시시스템(http://kind.kse.or.kr/)을 이용하여 정리

같은 기간 동안 자기주식 처분 공시는 총 318건이었으며, 직접 처분이 158건, 신탁계약의 해지가 160건이었다. 자기주식을 처분하는 목적은 자기주식 취득에 비해 보다 다양하다. 운영자금 조달 또는 재무구조 개선과 같은 목적을 공시한 경우는 118건으로 전체의 37.11%였으며, 임직원 인센티브를 위해 자기주식을 처분한 경우는 29.25%였다. 그 외에도 처분목적을 단순히 신탁계약 만기로 인한 해지로 밝힌 경우도 48건이 있었으며, 신 우리사주제도(ESOP) 도입시행에 따른 자기주식 처분도 14건이 있었다. 직접 처분 중 기타에 해당하는 처분목적으로는 공익사업 출연(사내 복지기금, 사외 장학회/복지재단 등)을 위한 자기주식 처분(7건), 자기주식 취득한도 초과로 인한 처분(5건), 민영화 일환으로 자기주식을 교환대상으로 하는 해외교환사채 발행 목적(5건), 전략적 제휴 또는 합병을 위한 처분(5건) 등이 있었다. 신탁계약해지의 기타 목적으로는 상장

폐지 또는 법정관리로 인한 중도 해지(9건), 회사 분할로 인한 해지(7건), 자기주식 취득한도 초과로 인한 해지(6건), 자기주식 취득 및 처분관련 규정에 따른 해지(1건) 등이 제시되었다.

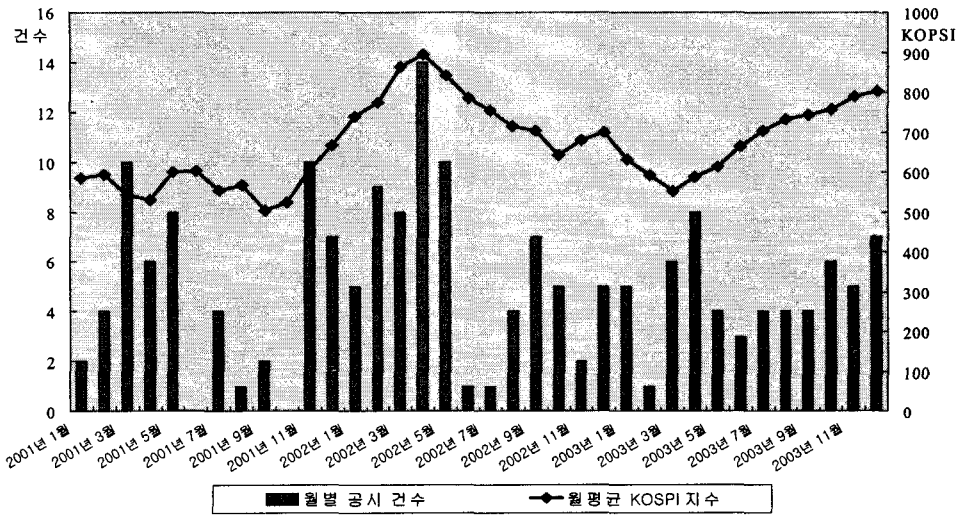
아래 [그림 1]은 2001년~2003년 동안 월별 자기주식 취득 공시 건수와 월평균 종합주가지수(KOSPI)의 추이를 대비하여 보여주고 있다. 동 기간 중 종합주가지수가 크게 하락한 2001년 9월과 2003년 3월에 자기주식 취득 공시가 크게 증가했음을 볼 수 있다. 이는 일부 기업의 자기주식 취득 동기가 주가 안정을 위해서라는 점과 일맥상통한다. 즉, 국내 일부 기업들은 주가가 크게 하락할 때 이를 방어할 목적으로 자기주식 취득을 고려하는 패턴이 있음을 잘 보여주고 있다.

[그림 1] 연구기간 중 월별 자기주식 취득 공시 건수와 KOSPI 지수 추이



[그림 2]는 2001년~2003년 동안 월별 자기주식 처분 공시 건수와 종합주가지수(KOSPI)의 추이를 대비하여 보여주고 있다. 그림에서는 자기주식 취득과는 반대로 종합주가지수가 상승하는 시기에 자기주식 처분 공시가 상대적으로 증가하는 특징이 나타나고 있다. 특히, 2001년 11월에서 2002년 4월까지 자기주식 처분 공시 건수가 상대적으로 많음을 볼 수 있는데, 이 기간 동안 월평균 종합주가지수는 605에서 894까지 상승하였다. 또, 2003년 4월 이후 주가상승기에도 자기주식 처분 공시가 상대적으로 많이 나타나고 있다.

[그림 2] 연구기간 중 월별 자기주식 처분 공시 건수와 KOSPI 지수 추이



결국, 기업은 주식시장이 상승기냐 하락기이냐에 따라 자기주식의 취득과 처분을 적절히 이용하고 있다고 판단된다. 적어도 일부 기업들은 주가가 하락할 때에는 주가 방어를 목적으로 자기주식의 취득을 고려하고, 기 취득한 자기주식은 주가상승기에 적절히 처분하여 현금화하는 재무적 의사결정을 내리고 있다고 보여진다. 자기주식 취득 및 처분 현황을 볼 때, 자기주식의 취득 뿐 아니라 자기주식의 처분도 기업의 중요한 재무적 의사결정사항의 하나라는 점과 자기주식의 취득 및 처분목적이 다양하므로 이를 고려한 접근이 필요함을 알 수 있다. 본 연구에서는 이에 따라 취득 및 처분목적을 중심으로 자기주식 취득/처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향에 대해 분석해 본다.

2. 자기주식 취득과 관련된 선행 연구

기업의 자기주식 취득과 관련된 연구는 매우 다양하지만, 본고에서는 자기주식 매입 동기와 관련된 주요 선행 연구만을 정리하고자 한다. 자기주식 취득 공시가 주가에 미치는 영향을 분석한 국내외 선행연구들은 대부분 공시 후 양(+)의 초과수익률을 발견하였다. 다수의 선행연구에서는 정보신호가설(signaling hypothesis)을 이용하여 이를 설명하고 있다. 즉, 정보 우위에 있는 기업의 내부 경영자는 현재 주가가 기업의 내재가치보다 낮게 설정되었을 때 자사주 매입을 통해 주식이 저평가되어 있다는 정보를 시장에 알리며, 이에 따라 주가가 상승한다는 것이다. 이와 같은 가설에 대해 Dann

(1981)은 실증분석을 통해 자사주 매입이 주가를 크게 상승시킴을 입증하였으며, Lakonishok & Vermaelen(1990)의 연구에서는 자사주 매입공시 이후 일주일 이내에 평균 9% 이상의 비정상적인 수익이 나타나는 것으로 보고되었다.

자사주 매입과 관련하여 정보의 불균형으로 인해 기업이 자사주를 취득할 경우 부의 이전이 발생한다는 견해도 제기되었다. Brennan & Thakor(1990)는 자사주 매입 방식과 상관없이 정보가 없는 소액주주들은 주문을 낼 수 없기 때문에, 자사주 매입은 결국 정보가 없는 소액주주로부터 정보를 가진 대주주에게로 부의 재분배를 가져온다고 주장하였다. Barclay & Smith(1988)은 경영자와 주주간 정보의 비대칭하에서 내부정보가 많은 경영자가 자신의 이익을 위해 주주의 비용으로 자사주 매입을 추진하기 때문에 자사주 매입시 비용이 발생한다고 밝혔다. Ikenberry & Varmaelen(1996)은 자사주 매입은 기업가치에 관한 정보를 가진 내부인이 정보를 가지지 못한 외부인으로부터 저평가된 주식을 매입할 수 있는 일종의 옵션이라고 지적하였다.

기업이 자기주식을 취득하는 목적을 저평가된 주가가 아닌 다른 측면에서 접근하여 잉여현금흐름의 분배가 자기주식 매입의 주요 동기라는 견해도 나타났다. Fenn & Liang(1988)은 자사주 매입은 잉여현금흐름의 대용변수와 정(+)의 관계에 있고 한계자금조달비용의 대용변수와는 음(-)의 관계에 있음을 근거로 기업은 저평가된 주가 때문이 아니라 잉여현금흐름을 분배할 목적으로 자사주를 매입한다고 주장하였다. Jagannathan et al.(2000) 역시 배당은 의무이므로 안정적인 현금흐름을 분배할 때 이용되는 반면, 일시적인 잉여현금흐름은 자사주 매입을 통해 분배된다고 밝혔다.

이 밖에도 자사주를 취득하는 동기에 대해서는 M&A에 대한 보호 수단으로 사용하거나(Dennis, 1990 등), 고율의 배당소득세를 회피하기 위해 배당에 대한 대체재로 사용한다는 견해(Grullon & Michaely, 2002 등)도 제시되었다. 한편, Dittmar(2000)는 기업은 배당을 대체할 목적 이외에도 다양한 동기에 의해 자사주를 매입할 수 있음을 지적하였다. 그는 기업의 자사주 매입과 투자, 자본구조, 기업지배권, 보상체계와의 관계를 분석한 결과 자사주 매입은 배당 대신 사용되는 것 이외에도 자본구조 변경, M&A에 대한 방어, 스톡옵션의 희석화 방지 등의 목적으로 활용된다고 밝혔다.

자기주식 취득과 관련된 국내의 연구에서는 주로 정보신호가설에 대한 검증을 시도하였다. 정성창, 이용교(1996)는 기업의 자기주식 취득이 허용된 이후 자사주 펀드 및 자기주식 직접 취득이 주가관리수단으로서 가지는 유효성을 검증하였다. 이들은 자기주식 직접 취득은 주가 안정에 기여하였으며, 자사주 펀드의 경우에도 주가 안정에 다소 기여했다는 결과를 통해 정보신호가설을 부분적으로 입증하였다. 김철교(1997), 오

현탁, 이치송(2000), 남명수, 오우식(2001)의 연구에서도 자기주식 매입 공시는 주가에 긍정적인 영향을 준다는 일관된 결과가 나타났지만, 정보신호가설에 대해서는 일관된 연구결과를 얻지 못하였다. 김성민(2003)은 자기주식의 취득 한도 확대 전후 누적비정상수익률이 달라졌는가를 검증한 결과 취득한도 확대 이후 누적비정상수익률이 증가함을 발견하였다.

최근에는 기업의 자기주식 취득 동기를 선행연구와 다른 각도에서 접근하는 연구결과가 보고되고 있다. 변진호(2004)는 정보신호가설의 근거가 되는 신호비용이 국내시장에서는 매우 작다고 지적하면서, 자사주 매입능력이 떨어지는 기업이 주가를 상승시키기 위해 주식의 저평가 여부와 관계없이 자사주 매입이라는 허위정보신호를 시장에 보낼 수 있음을 실증적으로 입증하였다. 정성창(2004)은 일반적으로 자사주를 취득하는 동기는 저평가가설에 의해 설명되고 있지만, 기업이 유상증자 전후에 주식가격을 올리는 수단으로 자기주식 취득을 사용할 수 있다는 불공정거래의 가능성을 제기하였다. 실증분석 결과, 자기주식 취득은 유상증자 공시일을 전후하여 누적비정상수익률의 크기에 영향을 미침을 발견하였다.

본 연구는 자기주식 매입에 관한 선행연구의 연장선상에서 출발하여, 자기주식의 취득 뿐 아니라 처분 공시가 주는 정보효과를 검증하고자 한다. 또한, 자기주식 취득 및 처분과 관련된 다양한 동기를 연구에 반영하려는 점이 선행연구와 다른 점이라 하겠다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 표본

본 연구는 증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 수행되었으며, 보통주만을 연구대상으로 한정했다. 연구기간은 2001년 1월부터 2003년 12월말까지의 36개월이다. 자기주식 취득 및 처분과 관련된 기업별 공시자료는 한국증권거래소 전자공시시스템(http://kind.kse.or.kr/)을 이용하였다.

자기주식 취득에는 증권거래소를 통한 직접 취득과 신탁계약[3]을 이용한 취득이 모

3) 자기주식 취득은 크게 직접 취득, 투신사를 통한 자사주 펀드, 은행의 특정금전신탁 이용 등 3가지 방법이 있다. 하지만, 1999년 9월 은행의 특정금전신탁을 이용한 자기주식 간접 취득이 허용된 이후 투신사를 통한 자사주 펀드는 실질적으로 거의 이용되지 않고 있다. 본 연구기간은 2001년부터 시작되는데, 연구기간 중 자사주 펀드를 이용한 자기주식 취득은 발견할 수 없었다. 이에 따라, 본 연구에서 자기주식 직접 취득과 은행의 특정금전신탁을 이용한 간접 취득만을 다루었다.

두 포함되어 있다. 은행의 특정금전신탁을 이용한 자기주식 취득 공시는 기존 신탁계약의 연장 공시는 제외하고, 신규 신탁체결 공시만을 포함시켰다. 자기주식 처분은 증권거래소를 통한 직접 처분과 신탁계약 해지로 구성된다. 횡단면 분석을 위한 기업별 자료는 상장회사협의회의 기업정보웨어하우스 TS2000에서 추출하였다. TS2000을 이용하여 기업의 소유자별 주식분포비율을 추출할 때 기업의 사업보고서 자료가 일부 누락됨에 따라 간혹 변수 값이 0으로 표기되는 경우가 있어 이를 보완할 필요가 있었다. 부족한 자료는 금융감독원 전자공시시스템(http://dart.fss.or.kr/)에서 기업별 사업보고서를 검토하여 보충했다.

<표 3> 실증분석에 사용된 최종 표본

그룹	취득목적 / 처분목적	직접 취득 / 직접 처분	신탁계약 체결 / 해지	<합계>
자기주식 취득 공시	주가 안정	145	125	270
	임직원 인센티브용(스톡옵션 제공을 위한 자기주식 취득 포함)	25	0	25
	이익소각 목적	35	0	35
	<계>	205	125	330
자기주식 처분 공시	운영자금 조달/재무구조 개선	27	51	78
	임직원 인센티브용(스톡옵션 행사에 따른 자기주식 처분 포함)	71	0	71
	신탁계약 만기로 인한 해지	<해당 없음>	33	33
	<계>	98	84	182

<표 3>은 연구에 사용된 최종 표본을 정리하고 있다. 자기주식 취득과 자기주식 처분은 별개의 사건으로 간주하고 각 그룹에 대한 최종 표본은 다음과 같은 절차를 독립적으로 적용하였다. 앞의 <표 2>에 정리된 2001~2003년 동안 발생한 자기주식 취득 455건, 자기주식 처분 318건의 공시 중 먼저 우선주에 대한 공시와 자료가 부족한 공시를 제외하였다. 분석기간 동안 동일 기업이 자기주식 취득(처분)을 2회 이상 공시한 경우에는 이를 각각 독립적인 사건으로 간주했으나, 동일 기업 2개 공시가 비사건기간이나 사건기간이 겹칠 경우에는 이 중 첫 번째 공시만을 연구대상으로 삼았다. 분석기간 중 인수·합병(M&A)이나 기업분할 등이 발생한 표본은 제외하였다. 이 같은 과정을 거쳐 자기주식 취득에 대한 최종 표본은 330개로, 자기주식 처분에 대한 최종 표본은 182개로 정리되었다.

기업은 자기주식 취득 또는 처분공시를 낼 때 그 목적을 명시한다. 본 연구에서는 이에 근거하여 취득목적과 처분목적을 분류하였다. 먼저, 자기주식 취득의 목적은 크게 주가 안정, 임직원 인센티브용, 이익소각 목적으로 구분하였다. 취득공시에서 자기주식 취득목적이 주주가치 증대 또는 이익의 주주환원이라고 기술된 경우, 본 연구에서는 이를 주가 안정에 포함시켰다. 임직원 인센티브용에는 취득목적에 임직원 보상을 위해서라고 기술한 경우와 함께 임직원에게 스톡옵션을 제공하기 위해 자기주식을 매입한다고 기술한 경우를 포함하였다. 일부 기업은 자기주식 직접 취득시 취득 목적에 주가 안정 및 인센티브 부여라고 기재하였는데, 이 경우에는 자기주식 취득 비율을 토대로 판단하여[4] 주가 안정 목적으로 분류하였다. 이익소각 목적은 이익소각공시의 내용을 하나씩 파악한 후, 이익소각을 위해 신규로 자기주식을 취득하는 공시만을 포함시켰다. 이에 따라 최종 표본은 주가 안정 목적의 자기주식 취득 270건, 임직원 인센티브용 자기주식 취득 25건, 이익소각 목적의 자기주식 취득 35건으로 구성되었다.

다음으로 자기주식 처분의 목적은 크게 3가지로 구분하였다. 운영자금 조달과 재무구조 개선은 다른 처분목적들에 비해 유사하며 연계성이 강하다고 생각하여 이를 하나로 묶어 분류하였다. 임직원 인센티브용에는 단순히 임직원에게 보너스 등을 지급하기 위해 자기주식을 처분하는 경우 뿐 아니라 스톡옵션 행사에 따른 자기주식 처분도 포함되어 있다. 마지막으로 처분목적을 단지 신탁계약 만기로 인한 해지로 공시한 경우에는 세부적인 목적을 알기 힘들어서 이를 따로 구분하였다. 이에 따라 최종 표본은 운영자금 조달/재무구조 개선 목적이 78건, 임직원 인센티브용 71건, 신탁계약 만기로 인한 해지 33건으로 구성되었다.

2. 평균초과수익률 및 누적평균 초과수익률 추정

본 연구에서는 자기주식 취득 및 처분공시가 주주의 부에 미치는 영향을 사건연구(event study)를 이용하여 분석하였다. 사건일(t=0)은 해당 사건, 즉 자기주식 취득 또는 처분 공시일로 정의하였다. 연구의 분석기간은 거래일 기준으로 공시 전 120일~공시 후 30일까지 총 151일로, 이 중 비사건기간(estimation period)은 -120일~-31일까지

4) 일반적으로 순수한 인센티브 목적의 자기주식 취득시에는 발행주식수 대비 취득비율이 매우 낮은 반면(평균 0.89%), 주가 안정 목적의 자기주식 취득시에는 실질적으로 주가에 도움이 되기 위해 발행주식수 대비 취득비율이 확연히 높다(평균 5.18%). 취득 목적을 주가안정과 인센티브 부여 모두로 표시한 사례는 15건이 있었는데, 이들의 취득비율을 분석한 결과 주가 안정 목적에 더 가깝다고 판단하여 이들은 주가 안정 목적으로 분류하였다.

의 90일간이며, 사건기간(event period)은 공시일을 기준으로 ±30일로 설정하였다.

사건연구를 위해서는 비정상 초과수익률(이하 초과수익률이라 함)을 측정해야 하는데, 본 연구에서는 시장모형을 토대로 측정하였다. 시장모형은 비교적 간단하지만, Brown & Warner(1985), 김찬웅, 김경원(1997), 정형찬(1997) 등은 복잡한 모형보다 간단한 시장모형이 여러 가지 상황 하에서 검증력이 더 좋다는 연구결과를 제시했기 때문이다.

초과수익률 도출과 검증을 위한 구체적인 절차는 다음과 같다. 먼저 개별 주식 i의 비사건기간(-120, -31) 동안의 시계열자료를 대상으로 식 (1)의 OLS(ordinary least square)에 의한 회귀계수 α_i와 β_i를 추정한다. 이 때 시장지수로는 종합주가지수를 사용한다.

$$r_{it} = \alpha_i + \beta_i r_{mt} + e_{it} \tag{1}$$

r_{it} : 개별주식 i의 t일 수익률
r_{mt} : t일의 종합주가지수 수익률
e_{it} : 개별주식 i의 t일 오차항

식 (1)의 계수 추정치 $\hat{\alpha}_i$와 $\hat{\beta}_i$을 이용하여 사건기간 동안의 일별 초과수익률 (AR_{it})을 식 (2)와 같이 계산한다.

$$AR_{it} = r_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i r_{mt}) \tag{2}$$

일별 평균초과수익률(AAR : average abnormal returns)은 식 (2)에 의해 구해진 개별 주식의 일별 초과수익률을 단순평균하여 구한다.

$$AAR_t = \frac{1}{N_t} \sum_{i=1}^{N_t} AR_{it} \tag{3}$$

N_t : t일의 표본기업 개수

t_1부터 t_2까지의 누적평균 초과수익률(CAR : cumulative average abnormal returns)은 해당기간 동안의 AAR_t을 누적한 것으로 식 (4)로 표현된다.

$$CAR(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AAR_t \tag{4}$$

각 거래일의 평균초과수익률과 누적평균 초과수익률의 유의성을 검증하는 검정통계

량은 횡단면 독립성을 가정한 Brown & Warner(1985, p.28)의 Z-통계량을 사용하고자 한다[5]. 이를 위해서는 먼저 t시점 i기업의 초과수익률을 i기업의 추정기간 중 표준편차로 나누어 줌으로써 표준화된 초과수익률(SAR_{it})을 구해야 한다.

$$SAR_{it} = \frac{AR_{it}}{\hat{S}(AR_i)} \tag{5}$$

$$\hat{S}(AR_i) = \sqrt{\sum_{t=-120}^{-31}(AR_{it} - \overline{AR_i})^2/89}$$

$$\overline{AR_i} = \frac{1}{90}\sum_{t=-120}^{-31} AR_{it}$$

초과수익률이 0이라는 귀무가설 하에서 개별기업의 표준화된 초과수익률이 유한의 분산을 가지고 독립적이고 동일하게 분포되어 있다면($SAR_{it} \sim$ i.i.d (0,1)), 주식수가 증가할 경우 근사이론(asymptotic theory)에 따라 t시점의 개별기업의 표준화된 초과수익률의 합($\sum SAR_{it}$)은 근사적으로 평균이 0이고 분산이 N_t인 정규분포를 따를 것이다. 그러므로 초과수익이 없다는 귀무가설 하에서 표준화된 초과수익률의 평균($\overline{SAR_t}$)은 평균이 0이고 분산이 $\frac{1}{\sqrt{N_t}}$인 정규분포를 가져 다음과 같은 Z-통계량을 도출할 수 있다.

$$Z_{AAR_t} = \frac{\overline{SAR_t}}{1/\sqrt{N_t}} \tag{6}$$

$$\overline{SAR_t} = \frac{1}{N_t}\sum_{i=1}^{N_t} SAR_{it}$$

누적평균 초과수익률(CAR)의 통계적 유의성은 아래의 검정통계량으로 검증된다(정형찬(1997), p.309) 참조).

$$Z_{CAR_t} = \frac{\sum_{t=t_1}^{t_2}\overline{SAR_t}}{\sqrt{\frac{(t_2 - t_1 + 1)}{N_t}}} \tag{7}$$

5) 자기주식 취득 공시 및 처분 공시가 특정 사건일에 집중되어 있는가를 확인해 보았으나, 특별한 집중현상은 나타나지 않아 횡단면 종속성을 가정할 필요는 없다고 판단했고, 이에 따라 횡단면 독립성을 가정한 실증분석을 수행하였다. 또, 횡단면 종속성을 가정한 실증분석도 추가로 수행했으나 결과에 큰 차이는 없었다.

3. 횡단면 분석 모형

자기주식 취득 및 처분공시로 인해 나타나는 비정상적인 초과수익률을 설명하는 결정요인(determinants)을 찾아내기 위해 횡단면 회귀분석을 실시한다. 횡단면 분석을 위한 회귀분석 모형은 아래 식 (8)과 같이 설정하였다.

$$CAR = \alpha + \beta_1 TRR + \beta_2 \Pr e-CAR + \beta_3 OWN + \beta_4 DEBT + \beta_5 DUMMY + \varepsilon_i \quad (8)$$

종속변수는 사건일 전후 2일간의 누적평균 초과수익률을 의미하는 CAR(-2, +2)로 정하였다. 독립변수는 국내외 선행연구 결과를 참고하여 목표취득비율/목표처분비율(TRR), 사전 누적평균 초과수익률(Pre_CAR), 최대주주 지분율(OWN), 부채비율(DEBT)로 구성하였다. 자기주식 처분의 경우에도 자기주식 취득과 동일한 독립변수를 선택하였다.

TRR 변수는 자기주식을 취득하는 기업에게는 목표취득비율을, 자기주식을 처분하는 기업에게는 목표처분비율을 의미한다. 이 값은 직접 취득(처분)의 경우에는 목표 취득(처분) 주식수를 기업의 총 발행주식수로 나눈 비율로 구하였다. 신탁계약을 이용한 취득 또는 처분의 경우에는 우선, 공시된 목표 취득(처분) 금액을 공시일 종가로 나누어 해당 금액으로 몇 주의 주식을 취득(처분)할 수 있는가를 계산한 후, 다시 이 값을 총 발행주식수로 나누어 TRR 값을 구하였다.

Pre_CAR 변수는 사건일 25일 전부터 5일전까지의 사전 누적평균 초과수익률을 의미하는데, 공시 이전의 주가동향에 대한 정보를 주는 변수라 할 수 있다. 최대주주 지분율을 의미하는 OWN 변수는 대리인 비용의 대용변수로 선택된 변수이다. 최대주주 지분율이 높은 기업은 대주주-소액주주간 대리인 문제가 보다 크며, 자사주 매입은 흔히 이를 완충하는 역할을 한다고 알려져 있다. 부채비율을 의미하는 DEBT 변수는 기업의 총 부채를 총 자기자본으로 나누어 측정한다. DUMMY 변수는 제조업과 금융업을 통제할 목적으로 추가한 더미변수이다. 변수의 구체적 정의는 <표 4>에 정리하였다.

독립변수가 가지는 정보효과는 자기주식 취득이냐 아니면 자기주식 처분이냐에 따라 다소 달라질 것으로 예상된다. 자기주식 취득의 경우, 먼저 TRR 변수는 주요 선행연구 결과를 참고하여 양(+)의 계수를 기대한다(McNally, 1999 ; 남명수 · 오우식, 2001 등). Pre_CAR 변수의 경우 계수의 부호에 대한 선행연구의 실증결과가 다소 엇갈리고 있지만, 본 연구에서는 Comment & Jarrell(1991) 등의 연구결과를 근거로 일단 음의 관계를 가질 것으로 기대한다. Comment & Jarrell(1991)은 공시일 이전 주가하락폭이 클

경우 기업가치에 대한 정보를 가진 경영자는 주가의 저평가 정도가 크다고 판단하여 자사주 매입을 실시하기 때문에 자사주 매입 공시가 주가에 긍정적인 영향을 미친다고 주장하였다.

<표 4> 횡단면 분석을 위한 독립변수의 정의

<독립변수>	<변수의 구체적 정의>
TRR	• 시장을 통한 자기주식 직접 취득(처분)의 경우 (목표 취득(처분) 주식수/ 총 발행주식 수)*100 으로 계산 • 은행의 특정금전신탁과 관련된 자기주식 취득(처분)의 경우 [(목표 취득(처분) 금액/공시일 종가)/총 발행주식수]*100 으로 계산
Pre_CAR	공시 이전 [-25, -5]일의 누적평균 초과수익률 : CAR(-25, -5)
OWN	최대주주 지분율
DEBT	(총 부채/총 자기자본)*100
DUMMY	제조업 = 1, 금융업 = 0

OWN 변수의 경우 뚜렷한 대주주가 있는 기업의 자사주 매입은 시장에 주가 안정에 대한 강한 의지를 전달하는 신호효과를 가질 것이라 생각하여 종속변수와 양(+)의 상관관계를 가질 것이라 기대한다. 일부 선행연구에서도 유사한 연구결과가 보고되었다(정성창, 이용교, 2001 ; 김수정 외, 2005). 부채비율을 의미하는 DEBT 변수는 음(-)의 계수를 가질 것으로 기대된다. Kahle(2002)은 부채비율이 낮은 기업일수록 자사주 매입 공시 후 1년 뒤에 총 발행주식수가 감소함을 발견하였다. 부채비율이 낮을수록 시장이 자사주 매입 공시에 대해 신뢰성을 가지기 때문에 공시시점의 시장반응이 클 것으로 기대할 수 있다.

한편, 자기주식 처분의 경우에는 횡단면 분석에 관련된 적합한 선행연구를 찾기가 힘들다. 이에 따라 자기주식 처분에 대해서는 다소 탐색적인 접근을 시도하고자 한다. 자기주식 처분시 주주들은 기존에 자기주식 매입을 통해 누렸던 주가상승이나 또는 실질적인 배당증가와 같은 혜택을 더 이상 누리지 못하게 되므로, 자기주식 처분비율이 높을수록 누적평균 초과수익률에 부정적인 영향을 미칠 것이다. 반면, 유동성이 부족한 기업에게는 자기주식 처분으로 인한 현금유입은 재무구조 개선에 큰 도움이 될 수 있다. 이런 면에서 볼 때, 자기주식의 처분비율을 의미하는 TRR 변수가 종속변수와 어떤 관계를 가질 것인가는 실증분석을 통해 검증해 볼 필요가 있다.

Pre_CAR 변수는 종속변수와 양(+)의 상관관계를 가질 것으로 기대된다. 자기주식 처분 중 일부는 주가상승기에 발생했으며, 자기주식 처분의 공시일 이전 기간에 주가

가 많이 상승할수록 자기주식 처분에 의한 부정적 영향을 덜 받을 것으로 기대된다. OWN 변수는 양(+)의 계수를 가질 것으로 기대한다. 자기주식을 처분하면 기업에 현금이 유입되어 특정한 목적에 사용되는데, 대주주 지분율이 높을수록 효과성이 높을 것이라고 생각되기 때문이다. 부채비율을 의미하는 DEBT 변수는 종속변수와 양(+)의 상관관계를 가질 것으로 기대된다. 부채비율이 높은 기업은 부채비율이 낮은 기업에 비해 투자자금이나 운용자금이 보다 많이 필요하며, 이에 따라 자기주식 처분에 따라 현금이 확보되면 이것이 기업가치 제고에 긍정적인 영향을 미칠 것이라 여겨진다.

하지만, 위와 같은 가설은 자기주식을 취득하거나 처분하는 목적이 무엇인가에 따라 달라질 소지가 충분하다. 본 연구에서는 어떠한 독립변수가 공시에 따른 정보효과를 보다 잘 설명하는가를 찾기보다는 오히려, 자기주식의 취득이나 처분목적에 따라 정보효과에 영향을 주는 변수가 과연 다른지 여부에 초점을 두고자 한다. 만약, 취득이나 처분목적에 따라 누적평균 초과수익률에 영향을 주는 독립변수 또는 변수의 계수부호가 다르게 나타난다면, 이는 자기주식과 관련된 연구는 취득 및 처분목적에 따라 보다 세분화된 접근이 필요함을 시사하기 때문이다.

Ⅳ. 실증분석 결과

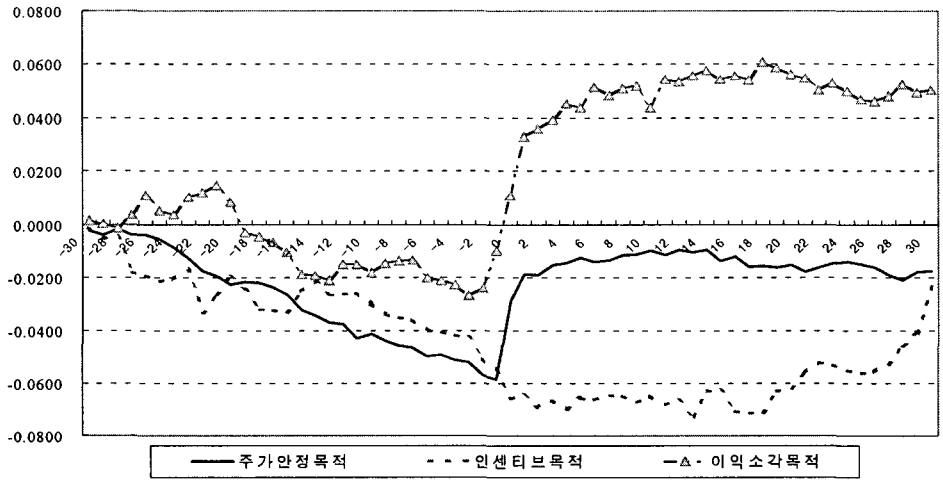
1. 자기주식 취득 및 처분의 공시 효과 분석

자기주식 취득 공시가 주주의 부에 미치는 영향에 대한 분석 결과는 [그림 3], <표 5>, <부록 1>에 정리하였다. [그림 3]에서는 공시일 전후에 자기주식 취득목적별로 누적평균 초과수익률이 어떻게 변했는가를 보여준다. 주가 안정 목적의 자기주식 취득에서는 공시일 이전에 누적평균 초과수익률이 음(-)의 값을 가지며 공시일에 가까울수록 점차 하락하다가 공시 이후 급속히 증가하는 모습이 나타났다. 이는 선행연구에서 지적하고 있듯이 국내 기업들은 주로 주가가 하락할 때 이를 방어할 목적의 자기주식 취득을 공시하는 경우가 많기 때문이다. 이익소각 목적의 자기주식 취득은 공시일을 기점으로 초과수익률이 크게 증가한다는 점은 주가 안정 목적의 자기주식 취득 때와 유사하지만, 초과수익률의 양적인 측면에서 뚜렷한 차이를 보이고 있다. 즉, 주가 안정 목적의 자기주식 취득에 비해 이익소각 목적의 자기주식 취득이 공시후 주주의 부에 더 강한 양(+)의 초과수익률을 주고 있다.

한편, 임직원에게 인센티브를 주기 위한 자기주식 취득에서는 공시 이전부터 음(-)의

초과수익률이 나타나며 공시일을 기점으로 값이 더 감소하는 현상을 볼 수 있다. 이를 통해 자기주식 취득 공시는 그 목적에 따라 주식시장에서 다른 반응을 보임을 인식할 수 있다.

[그림 3] 취득목적별 누적평균 초과수익률(CAR) 변화



<표 5>는 누적평균 초과수익률에 대한 분석 결과를 정리하고 있다. 먼저 자기주식 취득 공시 전체를 대상으로 한 분석에서는 선행연구와 마찬가지로 공시가 주주의 부에 긍정적인 영향을 미친다는 결과를 얻었다. 누적평균 초과수익률로 어떤 지표를 사용하든지 1%에서 유의적인 양(+)의 초과수익률을 얻었다.

다음으로 자기주식 취득목적별로 볼 때, 상이한 결과임을 볼 수 있다. 주가 안정 목적의 자기주식 취득 공시는 주주의 부에 유의적인 양(+)의 초과수익률을 미치지만, 임직원에게 인센티브를 주기 위한 목적의 자기주식 취득 공시는 주주의 부에 부정적인 영향을 주는 것을 볼 수 있다. CAR(-1, +1)을 기준으로 할 때 주가 안정 목적의 자기주식 취득 공시는 평균 3.80%의 초과수익률이 나타난 반면, 임직원 인센티브용 자기주식 취득 공시는 평균 -2.99%의 초과수익률을 보이고 있다.

또, 주가 안정 목적에 비해 이익소각 목적의 자기주식 취득이 공시일 부근에 보다 큰 값의 초과수익률을 보여주고 있다. 이익소각 목적의 자기주식 취득은 CAR(-2, +2)을 기준으로 할 때 평균 6.24%의 초과수익률을 보여 주가 안정 목적일 때의 평균 3.33%를 크게 앞지르고 있다. 이러한 차이는 정성창(2003)에서 제기되듯이 주가 안정 목적의

자기주식 취득은 일정 기간 경과 후 시장에서 다시 처분될 가능성이 있는데 비해, 이익소각 목적의 자기주식 취득은 반드시 소각된다는 점에서 비롯된 것으로 해석된다.

<표 5> 자기주식 취득목적별 누적평균 초과수익률(CAR) 분석

표본		지표	CAR	z-값
전체 표본 (n=330)		CAR(-1, +1)	0.0359	14.884 ***
		CAR(-2, +2)	0.0317	10.815 ***
		CAR(-1, 0)	0.0253	12.934 ***
		CAR(0, 1)	0.0363	18.093 ***
취득 목적별 비교	주가 안정 목적 (n=270)	CAR(-1, +1)	0.0380	13.451 ***
		CAR(-2, +2)	0.0333	9.457 ***
		CAR(-1, 0)	0.0278	12.450 ***
		CAR(0, 1)	0.0397	16.984 ***
	임직원 인센티브용 (n=25)	CAR(-1, +1)	-0.0136	-1.409 *
		CAR(-2, +2)	-0.0270	-2.060 **
		CAR(-1, 0)	-0.0148	-1.852 **
		CAR(0, 1)	-0.0094	-0.899
	이익소각 목적 (n=35)	CAR(-1, +1)	0.0570	9.769 ***
		CAR(-2, +2)	0.0624	8.830 ***
		CAR(-1, 0)	0.0347	6.853 ***
		CAR(0, 1)	0.0429	9.299 ***

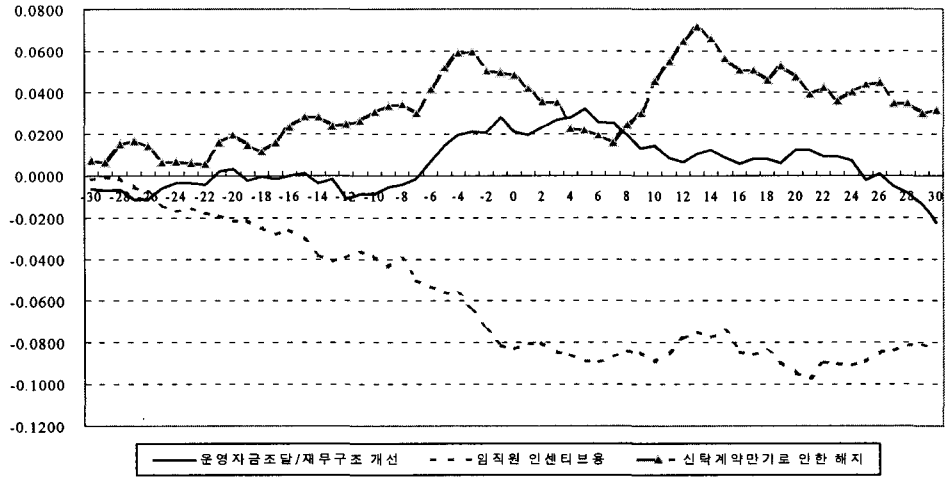
주) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

실증결과를 요약하면 기업의 자기주식 취득이 어떤 동기로 추진되는가에 따라 주식시장에서는 서로 다른 반응을 보인다는 것이다. 주가 안정이나 이익소각 목적의 자기주식 취득은 시장에서 기업가치를 제고할 수 있는 긍정적인 정보로 인식하지만, 임직원에 대한 상여금이나 스톡옵션 부여를 위한 자기주식 취득은 기업가치에 대한 부정적인 영향을 미치는 정보로 인식한다고 사료된다. 그런데 임직원 인센티브를 위한 자기주식 취득은 연구기간 중 총 25건으로 전체 자기주식 취득표본에서 차지하는 비중은 매우 작으며, 주가 안정 목적이 약 82%를 차지한다. 이런 이유로 취득목적별로 구분하지 않고 자기주식 취득 전체에 대해 분석할 경우 주가 안정 목적의 자기주식 취득과 유사한 결과가 나타날 것이다. 취득목적별로 구분하지 않은 선행연구결과는 이같은 맥락에서 이해해야 할 것이다.

자기주식 처분이 주주의 부에 미치는 영향에 대한 분석 결과는 [그림 4]와 <표 6>에

정리하였다. [그림 4]는 자기주식 처분 공시를 처분목적별로 나눈 후, 연구기간 중의 누적평균 초과수익률 변화를 도시한 것이다. 처분목적은 크게 3가지로 구분하였는데, 운영자금 조달/재무구조 개선 목적은 주로 기업이 유동성 확보를 위해 자기주식을 처분한 경우이다. 임직원 인센티브 제공 목적에는 스톡옵션 행사로 인한 자기주식 처분이 포함되어 있다. 마지막으로, 신탁계약 만기로 인한 해지는 자기주식 처분 공시의 내용에 단순히 계약 만기로 인한 해지라고 표현되어 있는 경우이다.

[그림 4] 처분목적별 누적평균 초과수익률(CAR) 변화



운영자금 조달/재무구조 개선 목적의 자기주식 처분 공시는 공시 6일 전부터 누적평균 초과수익률이 양(+)의 값을 가지며, 공시 후에도 20여일간 지속되는 모습이 나타났다. 임직원 인센티브용 자기주식 처분 공시는 공시 전 30일전부터 지속적인 음(-)의 누적평균 초과수익률이 나타나고 있다. 신탁계약 만기로 인한 해지의 경우 연구기간 내내 양(+)의 누적평균 초과수익률을 보이지만, 공시 4일전부터 공시 후 7일까지 그 값이 계속 감소한다는 특징이 나타났다. 그림을 통해 자기주식 처분 공시는 처분목적에 따라 상이한 사건으로 간주되어야 함을 볼 수 있다.

처분목적별로 누적평균 초과수익률을 분석한 결과는 <표 6>에 정리되어 있다. 자기주식 처분 관련 공시를 한꺼번에 분석한 결과 CAR(-2, +2)에서만 10%에서 유의적인 음(-)의 초과수익률이 나타났다. 반면, 처분목적별로 따로 분석한 결과를 보면 조금 다른 결과를 얻었다. 임직원 인센티브를 위한 자기주식 처분에서는 일부 지표에서 유의

적인 음(-)의 누적평균 초과수익률이 나타났다. 신탁계약 만기로 인한 해지의 경우에도 일부 유의적인 결과를 얻었다.

<표 6> 자기주식 처분목적별 누적평균 초과수익률(CAR) 분석

표본		지표	CAR	z-값
자기주식 처분 전체 (n=182)		CAR(-1, +1)	-0.0045	-0.776
		CAR(-2, +2)	-0.0093	-1.472 *
		CAR(-1, 0)	-0.0036	-1.093
		CAR(0, 1)	-0.0045	-0.833
처분 목적별 비교	운영자금 조달/ 재무구조 개선 (n=78)	CAR(-1, +1)	-0.0014	0.422
		CAR(-2, +2)	0.0023	0.543
		CAR(-1, 0)	0.0005	0.274
		CAR(0, 1)	-0.0083	-0.802
	임직원 인센티브용 (n=71)	CAR(-1, +1)	-0.0063	-1.222
		CAR(-2, +2)	-0.0153	-1.858 **
		CAR(-1, 0)	-0.0090	-2.084 **
		CAR(0, 1)	0.0010	0.061
	신탁계약 만기로 인한 해지 (n=33)	CAR(-1, +1)	-0.0083	-0.677
		CAR(-2, +2)	-0.0240	-1.589 *
		CAR(-1, 0)	-0.0019	0.068
		CAR(0, 1)	-0.0073	-0.813

주) ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

특이한 점은 운영자금 조달/재무구조 개선 목적의 자기주식 처분에서는 유의적이지는 않지만, 일부 지표에서 양(+)의 누적평균 초과수익률이 나타났다는 점이다. 이같은 원인이 자기주식에 대한 직접 처분과 신탁계약해지의 차이에서 올 수도 있다고 판단하여 추가분석을 수행하였다(결과는 <부록 1> 참조). 운영자금 조달/재무구조 개선 목적의 자기주식 처분 공시를 직접 처분과 신탁계약 해지로 나누어 분석해 본 결과, 직접 처분에서는 일부 유의적인 양(+)의 누적평균 초과수익률이 나타났다. 반면, 같은 목적의 신탁계약 해지에서는 일부 유의적인 음(-)의 값을 얻었다. 이에 대해서는 다음과 같이 해석할 수 있다. 운영자금 조달/재무구조 개선 목적의 자기주식 직접 처분은 기업이 주도하며 처분 후 곧바로 현금이 들어오기 때문에 운영자금조달이나 재무구조 개선에 직접적이고 신속한 영향을 미치지만, 신탁계약 해지는 최소 한 달 이상의 기간이 지난 후에야 현금이 유입된다는 점 때문에 시장에서의 반응이 다소 다르게 나타난 것으로

판단된다. 또, <부록 1>에서 신탁계약 해지와 관련된 전반적인 시장의 반응을 볼 때, 투자자들은 신탁계약 해지에 대해서는 구체적인 처분목적 보다는 오히려 신탁계약 자체가 해지되었다는 사실에 보다 민감하게 반응할 가능성도 있다고 사료된다. 이에 대해서는 추후 보다 심도있는 연구가 필요할 것이다.

2. 횡단면 회귀분석 결과

자기주식 취득 및 처분에 따른 정보효과에 영향을 미치는 결정 요인을 찾기 위해 횡단면 분석을 실시하였다. 종속변수로는 CAR(-2, +2)를 사용하였으며, 독립변수로는 목표취득(처분)비율(TRR), 사전 누적평균 초과수익률(Pre_CAR), 최대주주 지분율(OWN), 부채비율(DEBT)를 설정하였다. 제조업과 금융업의 차이를 조정하기 위해 제조기업에게는 1의 값을 금융기관에게는 0의 값을 부여한 DUMMY변수도 추가하였다.

독립변수들의 기술통계량은 지면상 <부록 2>에 정리하였다. 목표취득비율을 보면 총 발행주식수의 4.77%를 평균적으로 취득하는데 비해 목표처분비율은 평균 2.72%로 다소 적게 나타났다. 자기주식 취득 공시기업의 최대주주 지분율은 최대값이 100%로 나타나고 있는데, 이는 하나은행의 경우로 2001년말 예금보험공사가 100%의 지분을 가지고 있었기 때문이다. 부채비율은 기업별로 큰 차이가 나타났으며, 특히 업종특성상 금융기관들의 부채비율이 높게 나타났다. 회귀분석모형에 업종별 더미 변수를 추가함으로써 이 문제를 보완하고자 하였다. <부록 2>에는 전체 표본 뿐 아니라 제조업과 금융업별 기술통계량도 제시하였는데, 표본의 대부분이 제조업에 속한 기업임을 볼 수 있다. 독립변수들간의 상관관계분석 결과 역시 지면상 <부록 3>에 정리하였다. 자기주식처분 공시 기업 그룹에서 TRR 변수와 DEBT 변수의 상관계수가 0.236으로 약간 높게 나타났을 뿐, 전반적으로 독립변수들간 다중공선성 문제의 가능성은 희박하다고 여겨진다.

다중회귀분석의 주요 결과는 <표 7> 및 <표 8>에 정리하였다. <표 7>은 자기주식 취득 공시 기업에 대한 회귀분석 결과이다. 전체표본과 함께 취득목적에 따라 주가 안정 목적, 임직원 인센티브용, 이익소각 목적으로 나누어 분석하였는데, 임직원 인센티브용 자기주식 취득의 경우에는 회귀모형의 유의성을 확보하지 못하였다. 임직원 인센티브용 자기주식 취득은 연구기간 중 이용가능한 표본이 총 25건에 불과했는데, 표본수가 너무 적은 것도 부분적인 원인이라 생각된다.

<표 7> 자기주식 취득 공시 기업에 대한 다중회귀분석 결과

○ 모형 $CAR = \alpha + \beta_1 TRR + \beta_2 \Pr e_{CAR} + \beta_3 OWN + \beta_4 DEBT + \beta_5 DUMMY + \varepsilon_i$

변수	<전체 표본>	취득목적별 분석		
		<주가 안정>	<임직원 인센티브>	<이익 소각>
	모형 (1)	모형 (2)	모형 (3)	모형 (4)
Intercept	0.0080 (0.430)	-0.0104 (-0.482)	0.0085 (0.124)	0.1540 *** (2.725)
TRR	0.0057 *** (6.018)	0.0059 *** (5.417)	0.0050 (0.384)	0.0062 (1.4055)
Pre_CAR	-0.0019 (-0.059)	-0.0032 (-0.094)	0.0446 (0.271)	0.0557 (0.597)
OWN	0.0004 * (1.862)	0.0005 * (1.754)	-0.0001 (-0.142)	0.0011 * (1.759)
DEBT	-0.0000 * (-1.725)	-0.0000 (-1.271)	-0.0000 (-0.069)	-0.0003 ** (-2.122)
DUMMY	-0.0147 (-0.870)	0.0025 (0.129)	-0.0422 (-0.583)	-0.1204 *** (-2.930)
$\overline{R^2}$	0.1048	0.0997	-0.1782	0.3230
F-value	8.701 ***	6.957 ***	0.2738	3.9584 ***
Sample Size	330	269	25	35

주) 괄호 안은 t값이며, *, ***은 각각 10%, 1% 유의수준에서 유의함

전체적으로 볼 때 전체 표본을 대상으로 한 분석결과와 표본의 82%를 차지하는 주가 안정 목적의 자기주식 취득을 대상으로 한 분석결과는 큰 차이가 없다. 목표취득비율을 의미하는 TRR 변수는 유의적인 양(+)의 계수를 갖는 것으로 나타났다. 최대주주 지분율은 종속변수와 양(+)의 상관관계를 갖는다는 결과가 부분적으로 나타났다. 이익소각 목적의 자기주식 취득을 대상으로 한 회귀모형에서는 최대주주의 지분율 변수가 유의적인 양(+)의 계수값을, 부채비율 변수가 유의적인 음(-)의 계수값을 갖고 있다. TRR 변수는 양(+)의 계수값으로 나타났지만, 유의성은 얻지 못하였다.

이러한 결과는 선행연구에서의 주요 결과와 거의 동일하다. 인센티브 제공 목적을 제외한 자기주식 취득에 따른 초과수익률에는 자기주식 취득 비중이 얼마나 높은가가 강한 영향을 미치며, 최대주주의 지분율이 높을수록 주가 안정에 대한 강한 의지가 주식시장에 전달되며, 부채비율이 낮을수록 자기주식 취득에 대한 주식시장의 신뢰가 높아짐을 의미한다.

자기주식 처분 공시기업에 대한 다중회귀분석 결과는 <표 8>에 정리하였다. 처분공

시 전체에 대한 분석 뿐 아니라 처분목적을 운영자금 조달/재무구조 개선, 임직원에 대한 인센티브 제공, 만기로 인한 신탁계약해지로 나누어 회귀분석하였다. 임직원 인센티브를 위한 자기주식 처분의 경우 회귀모형 자체가 유의적이지 않은 것으로 나타났다.

분석결과를 보면 우선 TRR 변수는 자기주식 처분목적에 따라 다른 부호의 계수값을 갖는 것으로 나타났다. 운영자금 조달/재무구조 개선 목적의 자기주식 취득에서는 TRR 변수가 유의적인 양(+)의 값으로 나타났는데, 자기주식 처분비율이 클수록 시장에서는 기업의 유동성 제고에 대한 기대가 증가하는 것을 의미한다. 반면, 만기로 인한 신탁계약 해지에서는 TRR 변수가 유의적인 음(-)의 값을 갖고 있다. 만기로 인한 신탁계약 해지는 신탁계약 해지 후 그 자금을 어떻게 사용하겠다는 구체적인 목표가 제시되지 않은 채 단지 만기로 인해 계약을 해지한다고 공시한 경우이다. 신탁계약 해지 후 기업에 들어올 자금에 대한 정보가 없는 상태에서 투자자들은 신탁계약 해지 물량이 클수록 해당 기업의 유통주식수가 증대되므로 이것이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 판단하는 것으로 해석된다.

<표 8> 자기주식 처분 공시 기업에 대한 다중회귀분석 결과

○ 모형 $CAR = \alpha + \beta_1 TRR + \beta_2 \Pr e_{CAR} + \beta_3 OWN + \beta_4 DEBT + \beta_5 DUMMY + \varepsilon_i$

변수	전체	처분목적별 분석		
		<운영자금 조달/재무구조 개선>	<임직원 인센티브>	<만기로 인한 신탁계약 해지>
	모형 (5)	모형 (6)	모형 (7)	모형 (8)
Intercept	-0.0679 * (-1.780)	-0.2304 *** (-2.929)	0.0674 (1.052)	-0.0268 (-1.014)
TRR	0.0053 ** (2.421)	0.0132 *** (3.300)	-0.0037 (-0.239)	-0.0043 *** (-2.837)
Pre_CAR	0.0717 (1.629)	0.1827 ** (2.325)	-0.0187 (-0.359)	-0.0523 (-0.783)
OWN	0.0004 (0.973)	0.0017 ** (2.280)	-0.0006 (-1.312)	0.0002 (0.386)
DEBT	-0.0000 (-1.028)	-0.0000 (-0.023)	-0.0001 (-0.484)	0.0000 * (2.023)
DUMMY	0.0422 (1.249)	0.1272 * (1.817)	-0.0537 (-0.939)	0.0296 (1.303)
$\overline{R^2}$	0.0501	0.2519	-0.0310	0.1708
F-value	2.835 **	5.781 ***	0.5792	2.2775 *
Sample Size	175	72	71	32

주) 괄호 안은 t값이며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의함

공시일 이전 -25일~-5일 동안의 사전 누적평균 초과수익률을 의미하는 Pre_CAR 변수는 운영자금 조달/재무구조 개선 목적의 공시에 대해서만 유의적인 양(+)의 값을 보였다. 사전 누적평균 초과수익률이 크다는 것은 사건일 전의 주가가 상대적으로 높음을 의미한다. 공시일 전의 주가흐름이 좋은 기업일수록 자기주식 처분 공시로 인한 주가하락폭이 더 적게 나타남을 알 수 있다. 최대주주 지분율을 의미하는 OWN 변수도 종속변수와 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 주식시장에서는 뚜렷한 대주주가 존재할수록 자기주식 처분으로 인한 현금흐름이 기업 가치 제고에 효과적으로 기여할 것이라고 판단하고 있음을 시사한다.

DEBT 변수는 부채비율을 의미하는데, 모형 (8)에서만 종속변수와 유의적인 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 모형 (8)은 자기주식 처분 후 발생하는 현금유입에 대한 뚜렷한 계획을 공시하지 않은 경우인데, 이 모형에서만 DEBT 변수가 유의적인 양(+)의 계수값이 나타난 것은 다소 특이한 현상이다. 이에 대해서는 추후 보다 심도있는 연구가 필요하겠다. 다만 신탁계약 해지는 기업의 현금보유를 증대시키며 새로운 현금흐름의 사용처에 대한 뚜렷한 정보가 없을 때, 주식시장에서는 부채비율이 높은 기업일수록 현금유입이 가져다주는 긍정적인 효과가 클 것이라고 기대한다고 해석된다.

3. 추가 분석

본 절에서는 자기주식을 취득한 지 일정 기간이 경과한 후 이를 다시 처분하는 경우 초과수익률이 어떻게 변하는가에 대한 추가분석을 실시했다[6]. 표본은 2001년~2003년 동안 자기주식 취득과 처분을 모두 실행한 기업이며, 취득 금액의 50%~150% 범위 내에서 기 취득한 자기주식을 다시 처분한 경우만을 대상으로 삼았다. 자기주식 취득은 직접 취득과 신탁계약 체결이 있는데 직접 취득한 기업은 직접 처분한 경우만을, 신탁계약을 체결한 기업은 이를 해지한 경우만을 표본에 포함시켰다. 누적평균 초과수익률(CAR)의 산정은 앞에서 사용한 것과 동일한 방법을 사용하였으며, 한 기업이 2번 이상의 취득과 처분을 행한 경우에는 첫 번째 사건만을 대상으로 삼았다. 그 결과, 최종 분석 대상 기업은 28개였다.

<표 9>는 분석 결과를 보여준다. 모든 경우에 있어 자기주식 취득 후부터 3개월까지의 누적평균 초과수익률은 0 보다 작았지만 통계적으로 유의하지는 않다. 반면, 자기주

6) 이러한 아이디어는 논문심사 과정에서 익명의 심사자로부터 제안받은 것이며, 저자들은 좋은 지적을 해주신 익명의 심사자에게 감사드립니다.

식 처분 시점부터 3개월까지의 누적평균 초과수익률은 직접 취득 후 처분한 경우나 신탁계약 체결 후 해지한 경우 모두 유의적인 음(-)의 값으로 나타나고 있다. 이는 자기주식 취득은 주주의 부에 미치는 영향이 오래 지속되지 않는데 비해, 자기주식 처분이 주주의 부에 미치는 부정적인 영향은 상당기간 지속됨을 의미한다.

<표 9> 자기주식 취득과 처분 기간 동안의 초과수익률 변화

구분	표본수	자기주식 취득 시점부터 3개월 후까지의 CAR	자기주식 취득 후 6개월 후부터 자기주식 처분 전까지의 CAR	자기주식 처분 시점부터 3개월 후까지의 CAR
전체	28	-0.0347 (-0.734)	0.2809 ** (2.337)	-0.1544 *** (-3.263)
직접 취득 → 직접 처분	10	-0.0080 (-0.170)	-0.1596 ** (-2.008)	-0.1759 *** (-3.716)
신탁계약 체결 → 신탁계약 해지	18	-0.0493 (-1.041)	0.5754 *** (4.788)	-0.1422 *** (-3.005)

주) 괄호 안은 z값이며, ** 및 ***은 각각 5%, 1%에서 유의함

자기주식은 취득 후 6개월이 지나면 처분이 가능하다. 이에 기초하여 자기주식 취득 후 6개월 후 시점부터 자기주식 처분이 발생하기 전까지의 누적평균 초과수익률 변화를 분석해 보았다. 전체 표본을 볼 때에는 이 기간동안 유의적인 양(+)의 초과수익률이 나타나고 있지만, 자기주식 취득 및 처분 방법에 따라 구분해 보면 전혀 다른 결과를 볼 수 있다. 자기주식 직접 취득 후 직접 처분한 경우에는 이 기간동안 유의적인 음(-)의 누적평균 초과수익률이 나타나는 반면, 신탁계약 체결 후 이를 해지한 경우에는 유의적인 양(+)의 누적평균 초과수익률을 볼 수 있다.

이에 대해서는 다음과 같이 해석된다. 직접 취득한 자기주식을 처분하는 것은 그리 흔한 일은 아니며, 대개 기업의 재무상황이 크게 악화된 경우에 발생한다. 자기주식 취득 후 처분까지의 기간동안 유의적인 음(-)의 초과수익률이 나타나고 있는 것은 기업의 전반적인 실적이 악화되고 있음을 보여주며, 이것이 다시 유동성 확보를 위한 자기주식 처분으로 연결되었을 가능성이 있다고 판단된다.

한편, 신탁계약은 대개 1년을 계약기간으로 삼으며, 계약기간이 만료되면 연장 계약을 하거나 해지하게 된다. 신탁계약 체결 후 해지까지 누적평균 초과수익률이 양(+)의 값을 갖는다는 것은 신탁계약 기간 동안 주가가 상대적으로 많이 올랐다는 것을 의미한다. 신탁계약의 주요 목적이 주가안정이므로, 주가상황이 좋다면 기업들은 굳이 이를

연장할 필요가 없으며, 따라서 신탁계약을 해지할 것이다. 신탁계약 해지 이전의 누적평균 초과수익률이 양(+)의 값을 갖는 것은 이러한 현상 때문으로 사료된다.

V. 결 론

자기주식 취득과 처분에 대한 규제완화와 함께 점점 더 많은 기업들이 이를 중요한 재무전략의 하나로 활용하고 있다. 학계에서는 그간 자기주식 취득에 대해서는 다양한 연구가 보고되었으나, 자기주식 처분에 대해서는 상대적으로 관심이 적었던 것이 사실이다. 또, 자기주식 취득과 처분은 다양한 목적을 위해 실행됨에도 불구하고 이를 구분한 연구도 많지 않다. 본 연구에서는 이러한 점에 기인하여 첫째, 자기주식 취득 뿐 아니라 자기주식 처분도 주주의 부에 영향을 미치는가와 둘째, 취득목적 및 처분목적에 따라 주주의 부에 미치는 영향이 서로 다르게 나타나는가를 검증해 보았다.

자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향에 대한 주요 분석 결과는 다음과 같다. 먼저, 자기주식 취득 공시는 일반적으로 주주의 부에 유의적이고 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데 이는 선행연구와 동일한 결과이다. 하지만, 취득목적별로 분석해 본 결과 임직원 인센티브 제공을 위한 자기주식 취득 공시는 주주의 부에 유의적이며 부정적인 영향을 미친다는 새로운 결과를 볼 수 있었다. 임직원 인센티브 목적의 자기주식 취득공시는 그 수가 많지 않기 때문에 자기주식취득을 목적별로 구분하지 않고 분석할 경우, 임직원 인센티브 제공 목적의 자기주식 취득공시가 주가에 미치는 부정적인 영향은 상대적으로 빈번한 주가안정 목적 공시가 주는 주가상승 효과에 묻혀 버릴 수 있다. 그러다 보니, 취득목적을 구분하지 않고 자기주식 취득 공시 전체에 대해 분석할 경우, 자기주식 취득 공시가 주주의 부에 긍정적인 영향을 미친다는, 부분적으로 문제가 있는 결과를 얻을 수 있다. 이러한 점은, 본 논문에서 시도한 취득목적별 분석이 가지는 의미를 잘 보여주고 있다.

한편, 취득목적별 분석에서 주가 안정 및 이익소각을 위한 자기주식 취득 공시는 주주의 부에 긍정적인 영향을 준다는 결과를 얻었다. 특히, 정성창(2003), 김수정 외(2005) 등에서 제시된 내용과 같이 일반적인 주가 안정 목적의 자기주식 취득 공시에 비해 이익소각을 전제로 한 자기주식 취득 공시가 더 큰 양(+)의 초과수익률을 야기하는 것을 확인할 수 있었다. 이는 일반적인 자기주식 취득이 일정기간 경과 후 다시 처분될 가능성을 가지고 있는 데 비해, 이익소각 목적의 자기주식 취득 공시는 반드시 소각된다는 점에서 주식시장에 주는 정보의 질적 효과가 다르다는 것을 시사한다.

자기주식 처분 공시에 대한 분석에서는 음(-)의 누적평균 초과수익률이 나타났지만, 부분적으로만 유의한 결과를 얻었다. 처분목적별 분석에서는 임직원에게 인센티브를 주기 위한 자기주식 처분은 주주의 부에 유의적이며 부정적인 영향을 미침을 확인하였는데, 이는 임직원 인센티브를 위한 자기주식 취득공시에서와 같은 결과이다. 이는 투자자들은 임직원 인센티브를 위해 자기주식을 취득하거나 처분하는 사실을 부정적으로 받아들이고 있기 때문에, 다른 방법을 이용하여 임직원에게 인센티브를 주는 것을 고려해 볼 필요가 있음을 시사한다.

만기로 인한 신탁계약해지는 공시일 전후에 음(-)의 누적평균 초과수익률이 나타난다는 부분적인 증거를 발견하였다. 신탁계약해지로 인해 기업으로 유입되는 현금이 향후 어떻게 사용될 것인가에 대한 뚜렷한 정보가 주어지지 않을 경우, 투자자들은 신탁계약해지로 인한 해당 기업의 유통주식수 증가에 보다 초점을 두기 때문에 주가가 부정적인 영향을 받는 것으로 풀이된다. 반면, 운영자금 조달/재무구조 개선 목적의 자기주식 처분은 시장을 통한 직접 처분시에는 주주의 부에 긍정적인 영향을 주지만, 신탁계약 해지시에는 주주의 부에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 얻었다. 직접 처분은 기업이 주도하며 처분 후 곧바로 현금이 들어오기 때문에 운영자금조달이나 재무구조 개선에 직접적이고 신속한 영향을 미치지만, 신탁계약 해지는 최소 한 달 이상의 기간이 지난 후에야 현금이 유입된다는 점 때문에 시장에서의 반응이 다소 다르게 나타나는 것으로 해석된다.

누적평균 초과수익률에 영향을 미치는 결정요인을 찾기 위한 횡단면 분석의 주요 결과는 다음과 같다. 주가안정 목적 및 이익소각 목적의 자기주식 취득의 경우에는 목표취득비율이 누적평균 초과수익률과 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타났지만, 이익소각 목적의 경우에는 유의성을 얻지 못했다. 또, 최대주주의 지분율이 높을수록, 부채비율이 낮을수록 초과수익률이 증가함을 확인하였는데, 이러한 결과는 선행연구와 맥을 같이 한다. 자기주식 처분의 경우에는 처분목적별로 상이한 결과를 얻었다. 운영자금 조달/재무구조 개선을 위한 자기주식 처분은 처분비율, 사전 누적평균 초과수익률, 최대주주 지분율이 종속변수와 양(+)의 상관관계를 갖고 있다. 반면, 만기로 인한 신탁계약 해지에서는 처분비율이 클수록, 부채비율이 높을수록 누적평균 초과수익률이 증가한다는 결과를 얻었다.

본 연구에서는 자기주식 취득 공시 뿐 아니라 처분 공시 역시 주주의 부에 유의적인 영향을 미침을 발견했다. 또, 취득 및 처분목적에 따라 주식시장의 반응이나 초과수익률에 영향을 주는 결정요인이 달라짐을 확인하였다. 이러한 결과는 자기주식의 처분도

기업의 중요한 재무전략의 하나로 수립되어야 하며, 나아가 자기주식의 취득이나 처분에 관한 연구는 그 목적을 감안하고 접근해야 함을 시사한다. 하지만, 본 연구는 자기주식 취득과 처분간의 유기적인 관계에 대해서는 단편적인 분석에 그쳤을 뿐 심도있는 분석을 하지 못한 것이 사실이다. 보다 나은 분석을 위해서는 분석기간의 연장과 표본수의 확대 등이 필요하며, 향후 이에 대한 후속연구가 계속되기를 기대한다.

<부 록>

<부록 1> 자기주식/처분의 직접 및 간접 취득에 따른 누적평균 초과수익률(CAR) 비교

표본			지표	CAR	z-값
자기주식취득	직접 취득 전체 (n=205)		CAR(-1, +1)	0.0372	12.872 ***
			CAR(-2, +2)	0.0330	9.785 ***
			CAR(-1, 0)	0.0264	11.256 ***
			CAR(0, 1)	0.0372	15.622 ***
	신탁계약 전체 (n=125)		CAR(-1, +1)	0.0339	7.705 ***
			CAR(-2, +2)	0.0295	5.047 ***
			CAR(-1, 0)	0.0235	6.602 ***
			CAR(0, 1)	0.0349	9.396 ***
	직접취득	주가 안정 (n=145)	CAR(-1, +1)	0.0414	11.193 ***
			CAR(-2, +2)	0.0364	8.212 ***
			CAR(-1, 0)	0.0315	10.850 ***
			CAR(0, 1)	0.0438	14.443 ***
		임직원 인센티브용 (n=25)	CAR(-1, +1)	-0.0136	-1.409 *
			CAR(-2, +2)	-0.0270	-2.060 **
			CAR(-1, 0)	-0.0148	-1.852 **
			CAR(0, 1)	-0.0094	-0.899
		이익소각 목적 (n=35)	CAR(-1, +1)	0.0570	9.769 ***
			CAR(-2, +2)	0.0624	8.830 ***
			CAR(-1, 0)	0.0347	6.853 ***
			CAR(0, 1)	0.0429	9.299 ***
자기주식처분	직접 처분 전체 (n=98)		CAR(-1, +1)	-0.0025	-0.552
			CAR(-2, +2)	-0.0015	-0.076
			CAR(-1, 0)	-0.0022	-1.089
			CAR(0, 1)	-0.0016	-0.215
	신탁계약 해지 전체 (n=84)		CAR(-1, +1)	-0.0069	-0.546
			CAR(-2, +2)	-0.0184	-2.098 **
			CAR(-1, 0)	-0.0053	-0.433
			CAR(0, 1)	-0.0078	-0.994
	직접처분	운영자금 조달/재무구조 개선(n=27)	CAR(-1, +1)	0.0074	0.931
			CAR(-2, +2)	0.0348	2.867 ***
			CAR(-1, 0)	0.0156	1.305 *
			CAR(0, 1)	-0.0086	-0.508
		임직원 인센티브용 (n=71)	CAR(-1, +1)	-0.0063	-1.222
			CAR(-2, +2)	-0.0153	-1.858 **
			CAR(-1, 0)	-0.0090	-2.084 **
			CAR(0, 1)	0.0010	0.061
	신탁계약해지	운영자금 조달/재무구조 개선(n=51)	CAR(-1, +1)	-0.0060	-0.156
			CAR(-2, +2)	-0.0149	-1.414 *
			CAR(-1, 0)	-0.0075	-0.611
			CAR(0, 1)	-0.0082	-0.622
		신탁계약만기 (n=33)	CAR(-1, +1)	-0.0083	-0.677
			CAR(-2, +2)	-0.0240	-1.589 *
			CAR(-1, 0)	-0.0019	0.068
			CAR(0, 1)	-0.0073	-0.813

주 : ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함

<부록 2> 독립변수들의 기술통계량

변수		표본수	평균	표준편차	중위수	최소값	최대값
Panel (A) : 자기주식 취득 공시 기업							
전체	TRR	330	4.77	4.33	3.71	0.01	28.57
	Pre_CAR	330	-0.04	0.13	-0.03	-0.50	0.34
	OWN	330	31.54	17.25	29.09	0.03	100.00
	DEBT	330	152.21	293.15	88.95	9.93	3069.90
제조업	TRR	300	4.93	4.41	3.85	0.01	28.57
	Pre_CAR	300	-0.04	0.13	-0.03	-0.50	0.34
	OWN	300	31.72	17.00	29.27	0.03	95.68
	DEBT	300	102.77	80.72	84.86	9.93	661.18
금융업	TRR	30	3.20	3.06	2.21	0.20	10.55
	Pre_CAR	30	-0.02	0.11	-0.02	-0.32	0.25
	OWN	30	29.81	19.80	26.91	1.20	100.00
	DEBT	30	646.56	793.52	192.48	40.04	3069.90
Panel (B) : 자기주식 처분 공시 기업							
전체	TRR	175	2.72	3.43	1.53	0.001	25.83
	Pre_CAR	175	-0.005	0.17	0.01	-0.59	0.53
	OWN	175	31.40	17.65	30.13	0.38	95.68
	DEBT	175	230.52	403.07	122.59	14.35	3121.45
제조업	TRR	164	2.59	2.99	1.51	0.001	17.50
	Pre_CAR	164	-0.006	0.17	0.01	-0.59	0.53
	OWN	164	31.51	18.08	29.35	0.38	95.68
	DEBT	164	180.98	258.87	116.16	14.35	1960.62
금융업	TRR	11	4.67	7.44	2.41	0.02	25.83
	Pre_CAR	11	0.008	0.12	-0.03	-0.17	0.21
	OWN	11	29.67	9.28	32.55	14.22	45.22
	DEBT	11	969.09	1046.03	341.80	91.98	3121.45

<부록 3> 독립변수들간 상관관계 분석 결과

변수	자기주식 취득 공시 기업 (n=330)				자기주식 처분 공시 기업 (n=175)			
	TRR	Pre_CAR	OWN	DEBT	TRR	Pre_CAR	OWN	DEBT
TRR	1.000				1.000			
Pre_CAR	0.074 (0.181)	1.000			0.134 (0.077)	1.000		
OWN	0.029 (0.603)	-0.005 (0.925)	1.000		0.022 (0.774)	0.024 (0.749)	1.000	
DEBT	-0.049 (0.371)	-0.026 (0.639)	0.027 (0.630)	1.000	0.236 * (0.002)	-0.003 (0.972)	-0.113 (0.136)	1.000

주 : 괄호 안은 p-value 이며, *은 1%에서 유의함

참 고 문 헌

http://kind.kse.or.kr/.

http://dart.fss.or.kr/.

증권거래소, "자기주식 취득제도 안내", 2003. 11.

증권거래소, "상장법인 자사주 보유현황", 2004.5.11.

구본열, "사건연구의 방법론에 관한 연구", 『산업과 경영』, 제13권 제1호, (2000), 159-184.

김성민, "자사주매입의 정보효과 : 매입한도 확대를 중심으로", 『재무관리논총』, 제9권 제1호, (2003), 69-93.

김수정, 이윤구, 설원식, "자사주 이익소각 공시가 주주의 부에 미치는 영향 : 일반 목적의 자사주 매입 공시와의 비교를 중심으로", 『대한경영학회지』, 제18권 제1호, (2005), 107-133.

김찬웅, 김경원, "사건연구에서의 주식성과 측정", 『증권학회지』, 제20집, (1997), 301-326.

김철교, "자사주관리가 한국주식시장에 미치는 영향에 관한 실증분석", 『재무연구』, 제13호, (1997), 169-195.

남명수, 오우식, "자사주 매입의 정보효과와 주주생산성의 관계", 『생산성 논집』, 제30호, (2001), 69-83.

변진호, "저평가 자사주 매입 공시의 허위정보 신호효과와 장기성과", 『증권학회지』, 제33집 제1호, (2004), 207-248.

설원식, 김수정, 장호윤, "자사주 매입이 기업의 배당 및 장기성과에 미치는 영향", 『산업경제연구』, 제17권 제4호, (2004), 1291-1315.

신민식, 김석진, 이선윤, "자사주매입 기업의 장기성과", 『재무관리논총』, 제8권 제1호, (2002), 117-156.

오현탁, 이치송, "자사주매입공시가 주가에 미치는 영향에 관한 연구", 『산업경제연구』, 제13권 제2호, (2000), 155-171.

이태희, 김철규, 임병문, "자사주매입 공시 후 주가수익률의 추세분석", 『재무관리연구』, 제18권 제2호, (2000), 193-213.

정성창, "유상증자와 자사주취득의 동기 : 불공정거래 가능성의 제기", 『증권학회지』, 제33집 제3호, (2004), 123-156.

정성창, 이용교, "자사주매입과 자사주펀드 제도의 유효성 분석", 『재무연구』, 제11호, (1996), 241-271.

정성창, 이용교, "자기주식 매입 전략과 기업의 가치", 『재무연구』, 제14호 제1권, (2001), 59-88.

정성창, 이용교, "자사주 취득 기업들의 장기성과에 관한 연구", 『재무연구』, 제16권 제2호, (2003), 129-162.

정형찬, "한국주식시장에 적합한 사건연구 방법론의 고안", 『재무관리연구』, 제14권, (1997), 273-312.

Barclay, M. and C. W. Smith, "Corporate Payout Policy : Cash Dividends versus Open-market Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 22, (1988), 61-82.

Brennan, M. J. and A. V. Thakor, "Shareholder Preferences and Dividend Policy," *Journal of Finance*, 45, (1990), 993-1018.

Brown, S. T. and J. B. Warner, "Using Daily Stock Returns : The Case Study of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, 14, (1985), 3-31.

Comment, R. and G. A. Jarrell, "The Relative Signalling Power of Dutch-auction and Fixed-price Self tender Offers and Open market Share Repurchase," *Journal of Finance*, 46, (1991), 1243-1271.

Dann, L. Y., "Common Stock Repurchases : An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders," *Journal of Financial Economics*, 9, (1981), 113-138.

Dennis, D. J., "Defensive Changes in Corporate Payout Policy : Share Repurchase and Special Dividends," *Journal of Finance*, 45, (1990), 1433-1456.

Dittmar, A. K., "Why Do Firm Repurchase Stock?," *Journal of Business*, 73, (2000), 331-355.

Fenn, G. W. and N. Liang, "Good News and Bad News about Share Repurchases," *FEDS Working Paper*, (1998).

Grullon, G. and R. Michaely, "Dividends, Share Repurchase, and the Substitution Hypothesis," *Journal of Finance*, 57, (2002), 1649-1684.

Ikenberry, D. and T. Vermaelen, "The Option to Repurchase Stock," *Financial Management*, 25, (1996), 9-24.

Jagannathan, M., Stephens, C., and M. S. Weisbach, "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 57, (2000), 355-384.

Kahl, K., "When a Buyback isn't Buyback : Open Market Repurchases and Employee Options," *Journal of Financial Economics*, 63, (2002), 235-261.

Lakonishok, J. and T. Vermaelen, "Anomalous Price Behavior around Repurchase Tender Offers," *Journal of Finance*, 45, (1990), 455-477.

McNally, W. J., "Open Market Stock Repurchase Signalling," *Financial Management*, 28, (1999), 55-67.

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 22, Number 1, Jun. 2005

The Announcement Effects of Stock Repurchase and Stock Dispositions on Shareholder Wealth

Wonsik Sul* · Soo-Jung Kim**

〈abstract〉

This study intends to verify whether stock repurchase, as well as stock dispositions, affects shareholder's wealth and also whether repurchase/dispositions has varying impact depending on its purpose.

According to empirical analysis, announcement of stock repurchase results in positive abnormal returns when the objective of stock repurchase is stock price stabilization or cancellation of shares. However, when the purpose of stock repurchase is granting incentives to executives/employees, we get the negative abnormal returns. Also, the termination of stock trust for reason of expiration or stock dispositions of which goal is to give incentives to executives/employees has a negative impact on stock price, whereas direct dispositions of stock to raise cash or to improve financial structure are shown to significantly increase the wealth of shareholders. Cross-section analysis also confirms that stock repurchase and dispositions has different impact on excess returns depending on its purpose.

The results of this study imply that the dispositions of stock should be regarded as an important financial strategic tool to be used by companies and what's more, such studies dealing with stock repurchase or dispositions should take firm's purpose into consideration in their approach.

Keywords : Stock Repurchase, Stock Dispositions, Announcement Effects, Shareholder Wealth, Financial Strategy

* Assistant Professor, Division of Business and Commerce, Cheonan University
** Instructor, Division of Business Administration, University of Seoul