

# 자사주 매입이 자기자본비용에 미치는 영향에 대한 융합적 연구

김영환, 최성호\*  
전남대학교 경영대학

## A Converging Approach on the Effect of Stock Repurchases on Cost of Equity

Young-Whan Kim, Sungho Choi\*  
College of Business Administration, Chonnam National University

**요약** 기업은 자기주식을 시장에서 직접 취득하는 방법과 신탁계약을 통한 간접 취득방법을 선택할 수 있는데, 두 방식에는 제도적인 차이가 존재하며, 따라서 자기주식을 취득하는 두 방식은 시장에 서로 다른 신호를 전달할 수 있다. 본 논문은 자사주 매입 방법과 추정자기자본비용(ICOE) 사이의 관계를 실증적으로 분석하였고, 연구의 결과는 다음과 같다. 첫째, 자사주 매입을 공시한 기업의 자기자본비용이 자사주 매입을 공시하지 않은 기업의 자기자본비용보다 통계적으로 유의미한 수준에서 낮게 나타났다. 이 결과는 여유현금흐름가설이나 자사주 매입이 체계적 위험과 투자지출의 감소에 따라 자기자본비용이 감소한다는 주장과 일치한다. 둘째, 자기주식을 직접 취득한 기업은 간접 취득한 기업에 비해 통계적으로 유의미하게 낮은 자기자본비용을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과들은 시장참여자들이 서로 다른 자사주 매입 방식이 가지는 융합적 신호효과를 정확히 판단하여 이를 자기자본비용에 적절히 반영한다는 것이다.

• **주제어** : 자사주 매입, 직접 취득, 간접 취득, 자기자본비용, 잔여이익평가모형, 융합적 신호효과

**Abstract** Firms employ one of two stock repurchasing methods, either direct open market repurchase or indirect repurchase through trust contracts. Since these two methods have some regulatory differences, managers of firms may use a repurchasing method as a signal to convey the information to the market. Therefore, this study investigates the relationship between stock repurchasing methods and implied cost of equity of firms. The results show that there is a significant and negative relationship between stock repurchase announcement and cost of equity. In addition, the implied cost of equity for firms employing direct open market repurchase is significantly lower than those of firms that use indirect repurchase method. Overall, the market accurately reflects the information conveyed by two stock repurchasing methods into cost of equity of firms.

• **Key Words** : Stock Repurchase, Direct Open Market Stock Repurchase, Indirect Stock Repurchase through Trust Contracts, Implied Cost of Equity, Convergent Signaling Effects

\*Corresponding Author : 최성호(shchoi@jnu.ac.kr)

Received February 13, 2017

Revised March 3, 2017

Accepted March 20, 2017

Published March 28, 2017

## 1. 서론

최근 많은 기업들은 자기주식 취득을 기업의 전략적 재무의사결정으로 적극 활용하고 있으며, 이러한 중요성으로 인해 자기주식 취득에 대한 연구가 활발하게 진행되고 있다. 그러나 이러한 많은 국내외의 연구에도 불구하고 자기주식 취득의 정보효과에 대해서는 충분한 연구결과물이 나오지 못하고 있는 실정이다. 특히나 자사주 취득 방식의 선택이 가지고 있는 서로 다른 신호효과가 해당 기업의 자기자본비용에 미치는 효과가 어떻게 나타나는지에 대해서는 선행연구가 전무한 상태이다.

일반적으로 기업은 자기주식 취득을 크게 두 가지 방법을 통해서 실시하는데, 첫 번째 방법은 해당 기업이 직접 주식시장에서 자기주식을 취득하는 방식이고 두 번째 방법은 신탁계약 등을 통한 간접취득 방식이다. 자사주 매입의 두 가지 방식인 직접 취득과 신탁계약을 통한 간접취득은 서로 다른 특징들을 가지고 있다.<sup>1)</sup> 직접 취득의 경우에는 해당 기업이 자기회사의 주식을 시장에서 자사주 매입 공시 후 3개월 이내에 직접 취득을 완료하고 취득결과 보고서를 감독당국에 보고해야 하나, 신탁계약을 통한 간접 취득인 경우에는 신탁계약을 맺은 해당 금융기관에서 자사주 매입공시 후 2년 이내에 취득하거나 또는 매입한 주식을 처분을 할 수 있어서 취득을 반드시 해야 하는 의무는 없다. 따라서 이러한 제도적인 차이점들은 기업의 의사결정에 많은 영향을 미칠 수가 있다. 즉, 정보비대칭이 존재하는 상황에서 자기주식 취득의 방식에 대한 선택은 기업의 미래성과에 대한 내부정보를 시장 참여자들인 투자자들에게 전달하는 신호로 사용될 수 있다. 왜냐하면 기업의 미래성과가 성공적이어서 충분한 현금흐름이 얻어질 것으로 기대되는 기업인 경우에는 강제성이 있는 자기주식을 직접 취득하는 방식을 선택해서 자사주 매입을 완료할 수 있으나, 미래의 성과가 매우 불확실하거나 또는 저성과가 예상되는 기업은 강제성이 없는 신탁계약을 통한 간접 취득방식을 통해서 주가를 부양하려는 수단으로 자사주 매입을 사용할 수 있는 개연성이 높다. 이러한 경우 정보비대칭이 존재하는 주식시장에 참여하는 투자자들은 기업이 제공하는 자기주식 취득의 방식이 전달하는 신호에 의하여 기업의 미래성과를 예상하고 기업의 가치를 평가하는데, 기업가치를 결정하는 투자자의 요구수익률인 자기자본비용이 주식 투자자

가 인식하는 정보를 반영할 것이다. 따라서 본 연구는 자기주식 취득에 있어서 두 방식의 제도적인 차이점에 착안하여 기업의 자기주식 취득 방식과 자기자본비용 사이에 존재하는 상관관계를 분석한다. 기업의 자기주식 취득이 전략적으로 중요한 의사결정임에도 불구하고 관련 연구들은 대체적으로 자기주식 취득방법이 주주부에 미치는 영향에 대한 분석 및 자사주 매입 방식의 선택에 영향을 미치는 유인변수 분석 등에 한정되어 있을 뿐, 자기주식 취득의 방식이 정보비대칭 상황에서 기업의 자기자본비용에 미치는 효과를 분석한 논문은 국내외에 전무한 상황이다. 그러므로 본 연구는 국내 상장기업을 대상으로 주식시장에서 자기주식 취득방식과 자기자본비용 사이의 관계를 분석한다.

자기자본비용은 주가의 과거자료를 이용하여 직접 추정하기 어렵기 때문에 자본자산가격결정모형(CAPM), 배당할인평가모형(DDM) 또는 다요인모형을 이용하여 측정하는 것이 일반적이나, 최근에는 회계정보를 이용한 평가모형으로써 Ohlson[2]에 의해 보편화된 잔여이익평가모형(RIM: residual income valuation model)을 사용하여 기업의 자기자본비용(ICOE: implied cost of equity)을 추정한다. 본 연구는 이 가운데서 최근 가장 많이 사용되고 있는 잔여이익평가모형을 이용하여 자기자본비용을 추정한다. 잔여이익평가모형은 회계정보를 이용한 가치평가모형으로 주가가 미래 기대배당의 현재가치의 합으로 도출된다는 배당할인모형과 순증관계(clean surplus relation)를 통해 도출된다.<sup>2)</sup>

본 논문은 자기주식 취득과 자기자본비용에 관한 기존의 연구 분야에 다음과 같이 기여한다. 기존의 연구들은 주로 공시효과의 측정 및 자사주 취득 방식의 선택에 영향을 미치는 결정요인들, 그리고 자사주 매입 방식의 선택과 경영자의 기회주의적 행동이 주주의 부에 미치는 영향에 한정되어 있다. 이에 반해서 본 연구는 자사주 매입 방식이 자기자본비용에 미치는 영향을 최초로 실증적으로 분석한다는 점에서 기존의 연구들과 차별화된다. 정보비대칭 상황에서 자기주식 취득방법이 시장에 정보를 전달하는 신호로 사용될 수 있다면, 투자자들은 이 신호를 자본비용에 반영할 것이다. 따라서 기업의 자본조달 비용을 줄이는 방안으로 자사주 취득방식의 선택이 효과적인지에 관한 분석은 기존의 관련된 연구에 상당한

1) 김영환과 정성창[1]은 자기주식 취득 방식의 구체적인 내용들과 결정요인들에 대해 상세하게 분석하여 기술하고 있다.

2) 순증관계는 기말의 자기자본은 기초의 자기자본에서 회계이익을 가산하고 배당을 차감하여 산출된다는 등식관계를 말한다.

공헌을 할 수 있다.

본 논문은 다음과 같이 5개의 장으로 구성된다. 제 II 장은 자사주 취득과 자기자본비용에 관한 선행연구들을 검토하여 요약한다. 제 III장에서는 주요 연구가설 및 연구방법론을 제시하고, 분석대상이 되는 변수 및 표본에 대해 서술한다. 제 IV장에서는 표본에 대한 기초통계량과 자사주매입과 자기자본비용 간의 분석결과를 제시하고, 마지막으로 제 V장에서는 연구결과를 요약하고 시사점 및 한계점을 제시한다.

## 2. 선행연구

### 2.1 자기주식 취득에 관한 문헌연구

자기주식 취득에 대한 대표적인 이론은 정보신호가설(informational signaling hypothesis)이다. 이 이론에 따르면 기업의 내부자와 시장 참여자 사이에는 정보비대칭이 존재하고, 기업의 경영자는 자기회사의 주가가격이 저평가 되어있다고 판단할 때 자기주식 취득을 시장에 전달하는 신호로 사용한다는 것이다. 따라서 기업의 자기주식 취득에 대한 결정은 기업이 시장에 전달하는 긍정적인 신호로 작용할 것이고, 투자자들은 이 신호를 주가에 곧바로 반영하여 주가가격은 상승할 것이다. 이 이론에 기초한 대표적인 연구들은 Vermaelen[3], Dann[4], Lakonishok and Vermaelen[5], McNally[6], 정성창·이용교[7], 우춘식·신용균[8], 김철교[9], 이태희·김철규·임병문[10], 김성민[11], 정무권[12], 설원식·김수정[13], 김영환·정성창[1], 오탈형·배근호[14] 등이 있다. 이 연구들은 공통적으로 자기주식 취득은 공시기간 동안 통계적으로 유의미하게 주가가 상승한다는 연구결과를 제시하여 정보신호이론이 성립한다고 주장하고 있다.

자사주 매입에 관한 또 다른 대표적인 이론으로는 경영자 기회주의 가설(managerial opportunism hypothesis)이 있다. 이 이론은 Fried[15, 16]가 처음으로 주장한 것으로, 그의 주장에 의하면 정보비대칭 하에서 기업의 내부자인 경영자는 단기적인 증가부양을 목적으로 자기주식 취득을 공시하여 시장에 저평가 되었다는 허위신호(false signal)를 전달한다는 것이다. 이 이론과 관련된 연구로는 Chou and Lin[17], 변진호[18], 변진호·표민교[19] 등이 있다. 이 연구들의 공통적인 결론은 자기주식 취득 공시가 허위신호일 경우에 해당기업의 장기성과가 낮게 나타난다는 것으로, 경영자 기회주의 가설이 성립

한다고 주장하고 있다. 이 두 이론이외에 자기주식 취득을 설명하는 이론으로는 매수합병 방어가설(takeover defence hypothesis)<sup>3)</sup>, 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)<sup>4)</sup>, 배당대체가설(dividend substitution hypothesis)<sup>5)</sup>과 레버리지가설(leverage hypothesis)<sup>6)</sup> 등이 있다.

자기주식을 직접 취득한 기업과 신탁계약을 통한 간접 취득 기업에 대해 비교분석한 선행연구로는 변진호[18], 설원식·김수정[14], 정무권[13], 김영환·정성창(2008) 등의 연구가 있다. 변진호[18]는 자사주 매입의 두 가지 방식 중에서 신탁계약의 공시효과가 직접취득의 효과보다 크다고 보고하고 있으나, 설원식·김수정[14]과 정무권[12]은 직접취득의 공시효과가 신탁계약을 통한 간접 취득에 보다 더 높은 것으로 보고하고 있다. 김영환·정성창[1]은 자사주 매입의 제도적인 특성들 때문에 두 방식의 선택 결정요인들이 서로 다르다고 주장하고, 자기주식을 직접 취득한 기업은 간접 취득한 기업에 비해 재무적 유연성이 높고 직접 취득의 공시효과가 간접 취득의 효과보다 주주부에 더 큰 영향을 미치고 간접 취득한 기업의 경우에 실제 취득을 기회주의적으로 결정한다고 보고 간접 취득의 경우 투자자들은 허위신호로 인식한다고 보고하고 있다.

### 2.2 자기자본비용에 관한 문헌연구

일반적으로 자기자본의 추정에는 배당할인평가모형, CAPM, APT, 또는 다요인모형 등이 이용되어왔으나 최

- 3) 매수합병 방어가설은 자사주 매입을 매수합병에 대한 방어수단으로 이용한다는 이론으로 대표적인 연구는 Bagnoli et al.[20], Denis[21], Bagwell[22], Persons[23], 연태훈[24], 이익규·주상룡[25] 등이 있다.
- 4) 잉여현금흐름가설은 잉여현금흐름의 대리인문제를 해결하기 위한 수단으로 자사주 매입을 한다는 이론으로 대표적인 연구로는 Fenn and Liang[26]과 Grullon and Michaely[27], 김광록·윤성민[28], 이익규·주상룡[25], 신민식·이정숙[29] 등이 있다.
- 5) 배당대체가설은 기업이 현금배당에 대한 대체수단으로 자기주식을 취득한다는 이론으로 대표적인 연구들은 Grullon and Michaely[30], 설원식·김수정·장호윤[31]과 김광록·윤성민[28] 등이 있다.
- 6) 레버리지가설은 목표자본구조 보다 낮은 부채비율을 갖는 기업은 자사주 매입을 통해 부채비율을 상향 조정한다는 이론으로 대표적인 연구는 Bagwell and Shoven[32], Hovakimian, Opler and Titman[33], Dittmar[34], Kahle[35], 변진호[18], 윤성민·김정희·이미정[36], 이익규·주상룡[25], 설원식·김수정[14] 등이 존재한다.

근에는 회계이론에 기반한 잔여이익평가모형이 많이 사용되고 있다. 잔여이익평가모형은 현재의 주가가 기업의 장부가치와 미래의 잔여이익의 합으로 이루어져 있다고 보고 미래의 잔여이익을 할인하는 요구수익률이 자기자본비용이 된다고 주장한다. 잔여이익평가모형은 배당성장모형과 현금흐름평가모형의 추정상의 문제를 해결하기 위해서 개발되었으며 Ohlson[2]에 의해 보편화되었다. Claus and Thomas[37]는 잔여이익평가모형에 기초하여 미국의 상장기업의 자기자본비용이 일반적으로 알려진 수준보다 낮은 약 3%정도라고 보고하고 있다. Gebhardt, Lee and Swaminathan[38]는 잔여이익평가모형을 이용하여 자기자본비용을 추정하고 이를 해당 기업의 특성변수들과 회귀분석한 결과 기업의 추정자본비용이 장부가치대 시장가치비율, 추정장기성장률, 애널리스트의 이익추정치와 분산과 밀접한 관계가 있다고 주장한다. Ahn et. al[39]는 선행연구들에서 사용된 다양한 모형들로 국내 상장기업의 자본비용을 추정하여 비교분석하고, 실현된 수익률로 측정된 자기자본비용 보다 추정자기자본비용이 상대적으로 기업의 자본비용을 대변하는데 더 효과적이라고 주장한다. 또한 이들은 자기자본비용을 추정하는데 Ohlson and Juettner-Nauroth 모형보다 Ohlson 모형(잔여이익평가모형)이 더 적합하다고 주장한다.

자기자본비용 추정에 관한 국내의 연구로는 고성희[40], 송영출·이진근[41], 이원흠·최수미[42], 조중석·조문희[43], 변혜영·곽수근·황이석[44], 안희영·최성호[45], 지상현[49], 오현택[50] 등이 있다. 고성희[40]은 국내 상장기업들을 대상으로 분석하여 규모가 작은 기업의 자기자본비용이 더 높고, 국내 기업의 자기자본비용이 매우 높다고 보고하고 있다. 송영출·이진근[41]은 국내 기업들을 대상으로 CAPM과 Fama and French[46]의 3요인 모형을 이용하여 자기자본비용을 측정하고, 각 모형에서 추정된 자본비용 프리미엄이 매우 상이하게 나타나는 것을 발견하고 이는 낮은 설명력과 매우 큰 표준오차에 기인하기 때문이라고 주장하고 있다. 이원흠·최수미[42]는 KOSPI200에 계속 상장된 기업의 자본비용을 추정하고, 지식자산가치 평가모형에서는 자본비용이 과대 추정되는 경향이 있다고 보고하고 있다. 조중석·조문희[43]는 Eason[47]의 연구에서 사용된 모형을 이용하여 자기자본비용을 추정하여, 위험이 높은 기업의 자기자본비용이 높고 정보비대칭이 낮은 기업의 자기자본비용이 상대적으로 낮음을 발견하였다. 변혜영·곽수근·황이석

[44]는 기업지배구조가 좋은 기업일수록 추정자기자본비용이 낮아지는 것을 발견하였다. 안희영·최성호[48]는 기업설명회와 자기자본비용 사이의 관계를 분석하고, 기업설명회가 정보비대칭을 완화시켜서 자기자본비용을 낮추는 역할을 한다고 보고하고 있다. 안희영·최성호[45]는 회계정보의 질과 자기자본비용 사이에는 통계적으로 유의미한 음의 상관관계가 존재한다고 주장한다.

### 3. 연구방법론

#### 3.1 표본

본 연구는 2003년부터 1월부터 2013년 12월 말까지 유가증권시장에서 직접취득과 신탁계약을 통한 간접취득 방식을 통하여 자기주식을 취득한 기업을 대상으로 분석하고자 한다.<sup>7)</sup> 분석기간 직접취득과 간접취득을 번갈아가면서 실시한 기업은 제외하였으며, 본 연구의 분석에 필요한 변수들에 대한 자료가 없는 경우에도 표본에서 제외하였다.

자사주 취득에 관한 공시자료는 금융감독원의 전자공시시스템(DART)을 이용하여 구하였으며, Ohlson and Juettner-Nauroth의 방법으로 자기자본비용을 계산하기 위해 필요한 애널리스트(analysts)의 이익추정에 관한 자료는 FnGuide에서, 주식수익률에 대한 자료와 재무제표 관련 자료는 (주)한국신용평가에서 발행한 KIS-VALUE에서 구하였다. 분석기간 표본기업과 한국산업분류기준 중분류 기준으로 동일한 업종에 포함되면서 유사한 기업규모를 가지고 있으면서 자사주취득을 실시하지 않은 기업을 대응표본으로 선정하였다.

#### 3.2 연구가설

Grullon and Michaley[27]의 연구에 의하면 공개시장을 통한 자사주 취득을 공시한 기업은 자사주 취득을 하지 않은 기업에 비하여 자본비용이 감소함을 보이고 있는데, 이는 수익성의 저하 및 투자기회의 감소로 인한 여유현금이 증가하게 되어, 이러한 여유현금으로 인한 대리인 문제를 완화시키기 위해 자사주를 취득한다는 여유

7) RIM모형을 이용한 자기자본비용의 추정을 위해서는 유한한 예측기간을  $t+3$ 기로 가정하여야 한다. 따라서 표본기간을 2016년까지로 확장하기 위해서는 2019년까지의 주당순이익 예측자료가 필요하나 현재는 2016년까지의 회계자료만 이용 가능하다. 따라서 자기자본비용 추정 방법론의 한계 때문에 분석에 사용된 자료는 2013년까지로 한정되었다.

현금흐름가설을 지지하는 결과를 제시하고 있다. 또한 신민식·이정숙[29]의 연구에 의하면 한국증권시장에서도 자사주 매입 기업은 체계적 위험과 투자지출의 감소에 따라 자본비용이 감소하는 결과를 제시하고 있어, 자사주 취득 기업은 자사주 취득을 하지 않은 기업에 비하여 자본비용이 감소함을 보이고 있다. 따라서 다음과 같은 가설 1을 설정하였다.

가설 1: 자사주취득기업의 자기자본비용은 감소한다.

한국증권시장에서는 자사주를 취득하는 방법으로 자사주를 공개시장을 통해 직접 취득하는 방법과 신탁계약 등을 통한 간접취득 방식 두 가지가 가능하다. 직접취득의 경우 3개월 이내에 취득을 완료하여야 하고, 예정된 취득 수량을 취득 완료하지 못할 경우 추가적인 취득에 제한을 받으며 불성실 공시법인으로 지정될 수 있다. 반면, 신탁계약의 경우 보통 6개월부터 2년까지 장기 동안에 취득 혹은 처분을 자유롭게 택할 수 있으며, 계약 체결 후 자사주를 취득하지 않을 수 있다. 이러한 제도적 차이로 인하여 김영환·정성장[1]에 의하면 자사주를 직접취득 하는 기업은 자사주를 간접취득 하는 기업에 비하여 현금흐름이 더 양호하고, 부채비율은 낮으며, 수익성이 좋으나, 대주주 지분과 성장성은 낮은 특성을 보인다고 하였다. 그러므로 자사주 취득 방법에 따라 자기자본비용에 미치는 영향이 상이할 것으로 기대되어 다음과 같은 가설 2를 설정하였다.

가설 2: 자사주 취득방법에 따라 자기자본비용에 미치는 영향은 상이할 것이다.

두 번째 가설은 Grullon and Michalek[27]에 의하면, 자사주 목표매입비율은 자본비용과 양(+)의 관계를 가질 것으로 기대하고 있으므로, 목표매입비율이 많을수록 자본비용이 증가할 수 있음을 보이고 있다. 직접취득의 경우는 목표매입비율을 반드시 수행해야 하지만, 간접취득의 경우에는 목표매입비율을 반드시 이행할 필요가 없으므로, 성장성이 낮은 기업이 간접취득을 실시할수록 그렇지 않은 기업에 비하여 자본비용이 더 많이 감소할 것으로 기대된다.

### 3.3 변수의 정의

자기자본비용의 추정은 회계학적 모형인 잔여이익평가모형(RIM: Residual Income Valuation Model)이 많이 사용되고 있다. 본 논문에서 종속변수인 자기자본비용(ICOE)은 잔여이익평가모형의 한 종류인 Gebhardt, Lee and Swaminathan[38]의 방법으로 추정하였다. 잔여이익평가모형은 회계정보를 이용한 가치평가모형으로 주가는 배당할인모형에 따라 미래 기대배당의 현재가치의 합으로 도출된다는 배당할인모형과 순증관계를 이용하여 자기자본비용을 추정한다.

배당할인모형을 재구성한 모형은 다음과 같다.

$$P_t = bv_t + \sum_{s=1}^{\infty} \frac{E_t[(eps_{t+s} - r_t) \times bv_{t+s-1}]}{(1+r_t)^s} \quad (1)$$

$P_t$  : t기의 주식가격

$bv_t$  : t기말의 자기자본의 주당장부가치

$r_t$  : 자기자본비용

$eps_t$  : t기간의 주당순이익

$$\sum_{s=1}^{\infty} E_t[(eps_{t+s} - r_t) \times bv_{t+s-1}] / (1+r_t)^s$$

: 주당 기대초과이익

본 연구에서는 t+3기간 이후 잔여이익이 영속적인 형태를 가진다는 Gebhardt, Lee and Swaminathan[38]의 가정을 추가하여 재구성한 잔여이익평가모형을 이용하여 자기자본비용을 추정하였다. 본 연구의 자본비용추정에 이용되는 모형의 식은 다음과 같다.

$$P_t = bv_t + \sum_{s=1}^3 \frac{E_t[(eps_{t+s} - r_t)] \times bv_{t+s-1}}{(1+r_t)^s} + \frac{E_t[(eps_{t+3} - r_t)] \times bv_{t+2}}{r_t \times (1+r_t)^3} \quad (2)$$

$P_t$  : t기간의 주식가격

$bv_t$  : t기말의 자기자본의 주당장부가치

$r_t$  : 자기자본비용

$eps_t$  : t기간의 주당순이익

$$\sum_{s=1}^{\infty} E_t[(eps_{t+s} - r_t) \times bv_{t+s-1}] / (1+r_t)^s$$

: 주당 기대잔여이익

본 논문에서는 추정자기자본(ICOE)의 수준변수와 변화변수를 사용하였다. 자사주 취득여부가 자기자본비용에 영향을 미치는지를 파악하기 위하여 선행연구들을 통하여 자본비용에 영향을 주는 변수들을 다음과 같이 설정하였다.

기업지배구조(CGS)변수는 한국기업지배구조원에서 제공한 기업지배구조점수를 사용하였다. 기업지배구조가 좋을수록 공시시스템의 질이 우수하고, 주주보호권리가 잘 되어 있어, 경영자가 참호를 구축하기가 용이하지 않아 기업가치가 저평가되지 않음으로 자본비용이 감소할 것으로 기대된다. 레버리지(LEV)변수는 기업의 부채비율을 측정하는 변수로, 타인자본이 증가할수록 위험이 증가하여 부채비율과 자본비용 사이에는 음의 상관관계가 존재한다고 보고되고 있다. 기업규모(SIZE)는 연도 말 시가총액에 로그값을 취하여 계산하였다. 정보비대칭이 클수록 자본비용은 증가하는데, 기업규모가 클수록 정보비대칭의 정도가 완화되어 자본비용을 감소시킬 것으로 기대된다.

체계적 위험(BETA)은 해당연도 일별수익률 자료로 시장모형으로 계산하였다. CAPM에 의하면 체계적 위험과 자기자본비용과 양(+)의 선형관계를 가지고 있으므로 체계적 위험이 높을수록 자본비용도 증가할 것으로 기대된다. 시장가치/장부가치(MB)는 시장가치를 총자산으로 나누어 계산하였다. 시장가치/장부가치 변수는 성장기회의 대용변수로 값이 클수록 시장에서 고평가되어 있음을 의미하며, 이는 자본비용이 낮으므로, 시장가치/장부가치가 클수록 자본비용은 감소할 것으로 기대된다.

대주주 지분(OWN)은 당해 연도 말 보유주식수를 총발행주식수로 나누어 계산하였다. 대주주 지분이 많을수록 경영자의 참호를 구축한다면 대주주 지분이 많을수록 자본비용이 증가하지만, 대주주 지분이 많을수록 주주와의 이해관계가 일치된다면 자본비용이 감소할 것으로 기대된다. 외국인지분율(FOR) 변수는 해당기업의 당해 연도 말 외국인 보유주식수를 총발행주식수로 나누어 계산하였다. 외국인지분율은 일반적으로 해당 기업의 지배구조의 대용변수로 사용되는데, 해당기업의 외국인 지분율이 높을수록 지배구조가 향상되어 자본비용이 감소할 것으로 기대된다.

총자산수익률(ROA)은 기업의 수익성을 측정하는 변수이고, 기업의 수익성이 자본비용에 미치는 영향은 많은 국내외의 선행연구들에서 이미 확인되었다. 일반적인

로 기업의 수익성이 높을수록 자본비용은 하락할 것으로 기대된다. 재벌(Chaebol)변수는 대규모기업집단에 속한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 부여하였다. 대규모 기업집단에 속한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 자본조달비용이 작고, 정보비대칭의 정도가 상대적으로 낮기 때문에 대규모기업집단에 속한 기업일수록 자본비용이 낮을 것으로 기대된다.

자사주취득여부(Match)변수는 자사주 취득 기업이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가지는 더미변수로 자사주 취득 기업이 자사주를 취득하지 않은 기업에 비하여 성장기회가 낮아지고, 투자기회가 감소하여 여유현금흐름을 감소시키기 위해 자사주를 취득하므로, 자본비용이 감소할 것으로 기대된다. 자사주취득방법(SR\_Method)변수는 공개시장을 통한 자사주 직접 취득을 실시한 기업이면 1, 신탁계약 등을 통한 자사주 간접 취득을 실시한 기업이면 0의 값을 갖는 더미변수로, 자사주 직접취득은 간접취득에 비하여 상대적으로 자본비용을 감소시킬 것으로 기대된다. 또한, 성장기회와 자사주취득방법과의 교차변수를 통하여 성장기회가 낮은 기업이 간접취득을 실시하면 자본비용이 더 감소할 것으로 기대된다.

## 4. 분석결과

### 4.1 기초통계량

<Table 1>은 표본에 대한 기초통계량을 제시하고 있다. 분석기간 분석에 필요한 자료가 있는 자사주 취득 공시기업 121개와, 자사주 취득 공시기업과 한국산업분류 중분류 기준에 동일한 업종에 속한 기업으로 총자산 규모가 유사한 대응표본을 무작위로 선정하여 비교 분석하였다. <Table 1>을 보면 자사주를 취득한 기업의 자기자본비용은 유의수준 10%에서 통계적으로 유의미하게 자사주 매입을 하지 않은 기업에 비해 낮게 나타났다. 이 결과는 여유현금흐름가설이나 자사주 매입이 체계적 위험과 투자지출의 감소에 따라 자본비용을 감소시킨다는 주장의 결론과 일관된다. 기업의 규모, 체계적 위험, 시장가치/장부가치 비율, 그리고 대주주지분율은 자사주취득 기업이 더 높은 것으로, 기업지배구조와 외국인지분율은 자사주 취득 기업이 더 낮은 것으로 나타났으나 통계적인 유의성은 없는 것으로 확인되고 있다.

<Table 2>에서는 자사주 취득 방법에 따라 자기자본비용을 비교분석하였다. 자사주 직접취득 기업은 신탁계

<Table 1> Comparison between Repurchasing firms and Non-repurchasing firms using t-test

	Non-repurchasing firms (N=121)		Repurchasing firms (N=121)		T-value
	Mean	S.D	Mean	S.D	
ICOE	0.1318	0.0876	0.1158	0.0444	1.78*
Chaebol	0.5510	0.5025	0.3941	0.4602	1.64
LEV	1.1672	0.8470	1.1503	0.8739	0.15
CGS	101.8696	28.124	97.4286	31.5542	0.73
SIZE	12.5685	0.6250	12.6124	0.5842	-0.56
Beta	0.8987	0.3696	0.9704	0.3885	-1.47
OWN	0.1101	0.1631	0.1138	0.1680	-0.17
ROA	0.0569	0.0480	0.0685	0.0588	-1.76*
MB	1.7674	1.1939	1.9241	1.4300	-0.93
FOR	0.2346	1.2235	0.1246	0.2865	0.96

\*, \*\* and \*\*\* indicate statistical significance at the 10%, 5% and 1% level, respectively.

<Table 2> Comparison of Implied Cost of Equity between Direct / Indirect Repurchasing firms

	Indirect repurchases firms (N=41)		Direct repurchases firms (N=80)		T-value
	Mean	S.D	Mean	S.D	
ICOE	0.1275	0.0578	0.1099	0.0444	2.09**
SIZE	12.3134	0.4322	12.7657	0.5946	-4.32***
MB	1.6777	1.2076	2.0503	1.5232	-1.36
ROA	0.0577	0.0556	0.0740	0.0524	-1.58
FOR	0.1543	0.1596	0.3256	0.1974	-4.81***

\*, \*\* and \*\*\* indicate statistical significance at the 10%, 5% and 1% level, respectively.

약을 통한 자사주 간접취득 기업에 비하여 유의수준 5%에서 상대적으로 자기자본비용이 낮음을 보이고 있다. 또한 자기주식을 직접 취득한 기업은 간접 취득한 기업에 비해서 통계적으로 유의미하게 상대적으로 규모가 크고, 유의수준 1% 수준에서 외국인지분율이 높은 것으로 조사되었다. 시장가치/장부가치 비율과 ROA는 직접 취득한 기업이 상대적으로 높게 나타났으나 통계적인 유의성은 발견되지 않았다.

#### 4.2 회귀분석결과

<Table 3>은 자사주 취득 여부가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하기 위하여 다중회귀분석을 실시한 결과이다. 자기주식 취득여부(Match)변수가 유의수준 10%에서 자기자본비용에 음(-)의 영향을 주고 있어, 자사주를 취득하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 자기자본비용이 상대적으로 낮음을 보이고 있다. 기업규모

(Size)변수와 기업지배구조(CSG)변수는 음(-)의 계수 값을 보이고 있어, 기업의 자기자본비용이 감소함을 보이고 있으나 통계적인 유의성은 확인되지 않았다. 채벌(Chaebol), 체계적 위험(Beta)과 대주주 지분(OWN)은 통계적으로 유의하지 않으나 예상했던 부호와 일치할 결과를 제시하고 있다.

또한 레버리지(LEV)는 통계적으로 유의미한 양(+)의 영향을 주고 있어, 부채비율이 상승하여 재무위험이 증가할수록 자기자본 비용이 상승함을 보이고 있다. 외국인 지분(FOR) 변수는 유의수준 5%에서 음(-)의 영향을 주고 있어, 외국인 주주의 지분이 증가할수록 자기자본 비용이 감소함을 보이고 있다. 일반적으로 외국인 주주의 지분이 증가할수록 기업지배구조가 투명해지고, 대리인 문제도 완화되어 자기자본비용이 감소한다고 할 수 있을 것이다. 시장가치/장부가치(MB) 변수는 유의수준 1%에서 음(-)의 영향을 주고 있어, 성장기회가 많은 기업일수록 자기자본비용이 감소함을 확인할 수 있다.

<Table 3> Regression of stock repurchasing on Cost of Equity (Dependent: ICOE)

variable	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4	Model 5
Intercept	0.1549* (1.66)	0.1516 (1.59)	0.2090** (2.42)	0.1184 (1.23)	0.2062** (2.21)
Match	-0.0159* (-1.77)	-0.0149* (-1.66)	-0.0146* (-1.82)	-0.0142* (-1.68)	-0.0147* (-1.84)
Chaebol				-0.0290 (-1.53)	
LEV		0.0116* (1.91)	0.0310*** (5.42)		0.0291*** (4.88)
CGS	-0.0001 (-1.52)				-0.0002 (-1.43)
SIZE	-0.0018 (-0.25)	-0.0025 (-0.32)	-0.0070 (-1.02)	0.0045 (0.58)	-0.0059 (-0.77)
Beta		0.0039 (0.30)			
OWN			0.0357 (1.43)		
ROA		-0.0885 (-0.90)	0.2996*** (2.93)	0.0700 (0.74)	
MB			-0.0262*** (-7.25)	-0.0180*** (-5.24)	-0.0263*** (-7.12)
FOR				-0.0548** (-2.09)	-0.0200 (-0.77)
adj R-sq	0.0539	0.0482	0.2375	0.1550	0.2328
F-value	4.52	2.39	12.20	8.66	11.88

\*, \*\* and \*\*\* indicate statistical significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively.

<Table 4> Regression of stock repurchasing method on Cost of Equity

variable	Model 1		Model 2		Model 3	
	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value	Coefficient	t-value
Intercept	0.0188	0.21	0.0818	0.86	0.0818	0.47
SR_METHOD	-0.0216**	-2.39	-0.0167*	-1.89	-0.0481***	-3.46
MB			-0.0126***	-4.42	-0.0255***	-4.83
M/B*SR_METHOD					0.0176***	2.86
SIZE	0.0088	1.20	0.0043	0.54	0.0094	1.19
LEV			0.0087*	1.81	0.0078*	1.67
FOR			0.0209	0.85	0.0079	0.33
adj R-sq	0.0309		0.1539		0.2037	
F-value	2.92		5.37		6.12	

\*, \*\* and \*\*\* indicate statistical significance at the 10%, 5% and 1% levels, respectively.

<Table 4>는 자사주 취득 방법이 자기자본비용의 변화에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 회귀분석의 결과들을 살펴보면 자사주 취득 방법(SR\_method)의 변수는 통계적으로 유의미한 음(-)의 영향을 주고 있어, 자사주 직접취득 방법이 자사주 간접취득 방법에 비하여 상대적으로 자기자본 비용을 낮추주고 있음을 확인할 수 있다.

또한 시장가치/장부가치(MB)가 유의수준 1%에서 유의미한 음(-)의 영향을 주고 있어, 성장기회가 많은 기업이 자사주를 취득하게 되면 자기자본비용이 감소함을 보

이고 있어, 성장기회가 저하되는 기업은 여유현금을 줄이기 위하여 자사주를 취득하게 되는 여유현금흐름가설을 지지하는 결과를 간접적으로 확인할 수 있다.

Model 3에서 성장기회와 자사주취득 방법과의 교차변수(MB\*SR\_Method)는 유의수준 1%에서 통계적으로 유의미한 양(+)의 영향을 주고 있다. 이 결과는 성장기회가 감소하는 기업이 자사주 직접취득 보다 자사주 간접취득을 실시할수록 자기자본비용이 상대적으로 더 많이 감소할 수 있음을 보이고 있다. 이는, 자사주 취득 방법에 따라 정보비대칭의 완화정도가 상이하며, 자사주 취득 방



법 선택이 투자자에게 기업의 성장기회에 대한 신호를 제시하고 있다고 할 수 있을 것이다.

### 5. 결론

본 연구의 목적은 기업이 자기주식 취득을 통해 자본 시장 참여자들에게 전달하는 신호가 해당 기업의 자기자본비용에 영향을 분석하는 것이다. 기업은 자기주식을 시장에서 직접 취득하는 방법과 신탁계약을 통한 간접 취득방법을 선택할 수 있는데, 두 방법은 제도적 차이를 가지고 있기 때문에, 자기주식을 취득하는 방식은 시장에 서로 다른 신호를 전달할 수 있다. 지금까지의 선행 연구에서는 주로 자사주 매입이 주주부에 미치는 영향, 방식의 선택에 영향을 미치는 유인변수 분석 등에 한정되어 있으나, 취득 방식이 해당 기업의 자기자본비용에 미치는 효과를 분석하는 연구는 전무하고 이점을 실증적으로 분석한다는 점에서 본 연구는 선행연구와 차별화된다. 이러한 점들을 고려하여, 본 연구는 2003년부터 2013년 사이에 자기주식 취득을 공시한 기업들에 한하여 분석을 실시하였다. 분석결과는 다음과 같다. 첫째, 자사주 취득을 공시한 기업의 자기자본비용은 통계적으로 유의미하게 자사주 매입을 하지 않은 기업에 비해서 낮게 나타났다. 이 결과는 여유현금흐름가설이나 자사주 매입이 체계적 위험과 투자지출의 감소에 따라 자본비용을 감소시킨다는 주장과 일관된다. 둘째, 자기주식을 직접 취득한 기업은 신탁계약을 통한 자기주식 간접 취득 기업에 비하여 통계적으로 유의미하게 낮은 자기자본비용이 가지는 것을 발견하였다. 이 결과는 경영자들이 간접 취득을 통해 매우 기회주의적으로 행동하고 있으며, 이러한 경영자의 기회주의적 행동을 시장은 정확히 판단하여 자기자본비용에 반영한다는 것이다. 이러한 결과들을 요약하자면, 시장참여자들은 서로 다른 자사주 매입 방식이 가지는 신호효과를 정확히 판단하여 이를 자기자본비용에 반영한다는 것이다. 즉, 시장은 기업이 간접 취득을 공시할 때 이 신호를 경영자들의 기회주의적 행동으로 판단하고 이 정보를 자본비용에 반영하여 자기자본비용을 상승시킨다는 것이다. 그러나 자료 수집에 대한 한계로 가장 최근 기업에 대한 분석이 미흡했다는 측면에서 추가적인 연구의 필요성이 있다.

### ACKNOWLEDGMENTS

이 논문은 2016년도 전남대학교 학술연구비 지원에 의하여 연구되었음.

### REFERENCES

- [1] Y. Kim, S. Jung, "The Determinants of Stock Repurchase Methods and the Test of Opportunistic Behavior Hypothesis", *Korean Business Review*, Vol. 37, pp. 1205-1232, 2008.
- [2] J. Ohlson, "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, pp. 661-687, 1995.
- [3] T. Vermaelen, "Common Stock Repurchase and market Signaling-An Empirical Study", *Journal of Financial Study*, Vol. 9, pp. 139-183, 1981.
- [4] L. Y. Dann, "Common Stock Repurchase: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders", *Journal of Financial Economics*, Vol. 9, pp. 113-138, 1981.
- [5] J. Lakonishok, T. Vermaelen, "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers", *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 455-477, 1990.
- [6] W. J. McNally, "Open Market Stock Repurchase Signaling", *Financial Management*, Vol. 28, pp. 55-67, 1999.
- [7] S. Jung, Y. Lee, "Stock Repurchasing Strategy and Firm value", *Korean Journal of Finance*, Vol. 14, pp. 59-88, 2001.
- [8] C. Woo, Y. Shin, "An Empirical Study on the Information Effects of", *The Journal of Finance and Banking*, Vol. 2, pp. 97-114, 1996.
- [9] C. Kim, "An Empirical Study on Effects of Repurchasing Management on Korean Stock Market", *The Korean Journal of Finance Association*, Vol. 13, pp. 169-195, 1997.
- [10] T. Lee, C. Kim, B. Lim, "A Study on Stock Prices after the Repurchase Tender Offers", *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 18, pp. 193-213, 2000.

- [11] S. Kim, "Information Content of Stock Repurchase : Focused on Expansion of Limited Repurchases", *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 9, pp. 69-93, 2003.
- [12] M. Jung, "The Wealth Effects of Stock Repurchase on Shareholders and Bondholders", *The Korean Journal of Finance*, Vol. 18, pp. 67-99, 2005.
- [13] W. Sul, S. Kim, "Stock Repurchase, Stock Dispositions, Announcement Effects, Shareholder Wealth, Financial Strategy", *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 22, pp. 37-69, 2005.
- [14] T. Oh, G. Bae, "The Stock Repurchase Announcement Effect of Financial Company", *Korean Journal of Risk Management*, Vol. 9, pp. 1-23, 2012.
- [15] J. M. Fried, "Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism?", *Theoretical Inquiries in Law*, Vol. 2, pp. 865-894, 2001.
- [16] J. M. Fried, "Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases", *California Law Review*, Vol. 93, pp. 1323-1386, 2005.
- [17] D. Chou, J. Lin, "False Signals from Open-Market Stock Repurchases Announcement: Evidence from Earnings Management and Analysts' Forecast Revisions" SSRN Working Paper, 2004.
- [18] J. Byeon, "Open-market Repurchase, Signaling Hypothesis, Agency Problem, False Signaling, Long-term Performance", *The Journal of Korean Securities Association*, Vol. 33, pp. 207-248, 2004.
- [19] J. Byeon, M. Pyo, "Stock Repurchase, Signaling Hypothesis, Agency Problem, False Signaling, Managerial Opportunism Hypothesis", *Korean Management Review*, Vol. 35, pp. 695-716, 2006.
- [20] M. Bagnoli, R. Gordon, B. L. Lipman, "Stock Repurchase as a Takeover Defense", *Review of Financial Studies*, Vol. 2, pp. 423-443, 1989.
- [21] D. J. Denis, "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share repurchases and Special Dividends", *Journal of Finance*, Vol. 45, pp. 1433-1456, 1990.
- [22] L. S. Bagwell, "Share Repurchase and Takeover Deterrence", *Journal of Economics*, Vol. 22, pp. 72-88, 1991.
- [23] J. C. Persons, "Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auction versus Fixed Price Tender Offers", *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 1373-1402, 1994.
- [24] T. Yeon, "A study on the Defense of Corporate Governance and Repurchases" *Studies on the market for corporate control in Korea*, KDI, pp. 287-336, 2005.
- [25] I. Lee, S. Joo, "A Study on Motives for Stock Repurchases", *The Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 11, pp. 243-273, 2005.
- [26] G. W. Fenn, N. Liang, "Good News and Bad News about Share Repurchases", SSRN Working Paper, 1998.
- [27] G. Grullon, R. Michaely, "The Information Content of Share Repurchase Programs", *Journal of Finance*, Vol. 59, pp. 651-680, 2004.
- [28] K. Kim, S. Yoon, "Study on the restrictions of and the motives for stock repurchases", *Business Law Review*, Vol. 19, pp. 133-161, 2005.
- [29] M. Shin, J. Lee, "The Tests of Free Cash Flows Hypothesis about Stock Repurchase", *the Korean Journal of Financial Management*, Vol. 24, pp. 59-83, 2007.
- [30] G. Grullon, R. Michaely, "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance*, Vol. 57, pp. 1649-1684, 2002.
- [31] W. Sul, S. Kim, H. Jang, "Effects of Stock Repurchase on Firm's Dividends and Long-term Performance", *Korea Industrial Economics Association*, Vol. 17, pp. 1291-1315, 2004.
- [32] L. S. Bagwell, J. B. Shoven, "Cash Distribution to Shareholders", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 3, pp. 129-140, 1989.
- [33] A. Hovakimian, T. Opler, S. Titman, "The Debt-Equity Choice", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, pp. 1-24, 2001.
- [34] A. Dittmar, "Why do firms repurchases stock?" *Journal of Business*, Vol. 73, pp. 331-355, 2000.

- [35] K. Kahle, "When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options", *Journal of Financial Economics*, Vol. 63, pp. 235-261, 2002.
- [36] S. Yoon, J. Kim, M. Lee, "Motives for Stock Repurchases", *The Review of Social & Economic studies*, Vol. 23, pp. 85-120, 2004.
- [37] J. Claus, J. Thomas, "Equity Premia as Low as Three Percent?: Evidence from Analysts' Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets", *Journal of Finance*, Vol. 56, pp. 1629-1666, 2001.
- [38] W. R. Gebhardt, C. M. Lee, B. Swaminathan, "Toward an Implied Cost of Capital", *Journal of Accounting Research*, Vol. 39, pp. 135-176, 2001.
- [39] S. Ahn, S. M. Cha, Y. W. Ko, Y. K. Yoo, "Implied Cost of Equity Capital in Earnings-Based Valuation Model: Evidence from Korea", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 37, pp. 599-626, 2008.
- [40] S. Koh, "A Converging Approach on Investment Strategies, Past Financial Information, and Investors' Behavioral Bias in the Korean Stock Market", *Journal of the Korea Convergence Society*, Vol. 7. No. 6, pp. 205-212, 2016.
- [41] Y. Song, J. Lee, "Study for the Estimation Cost of Equity: Empirical Analysis Considering Size and BV/MV", *Korean Journal of Financial Management*, Vol. 14, pp. 157-181, 1997.
- [42] W. Lee, S. Choe, "Effect of Changes in Analysts' Investment Recommendation Ranking on Stock Returns and Trading Volumes", *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 32, pp. 1-44, 2003.
- [43] J. Cho, M. Jo, "The Relation between Information Asymmetry and the Cost of Capital", *Daehan Journal of Accounting*, Vol. 12, pp. 269-288, 2007.
- [44] H. Byun, S. K. Kwak, L. S. Hwang, "The Implied Cost of Equity Capital and Corporate Government Practices", *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 37, pp. 139-184, 2008.
- [45] H. Ahn, S. Choi, "The Effect of Accounting Information Quality on Cost of Equity", *Asian Review of Financial Research*, Vol. 28, pp. 37-69, 2015.
- [46] E. Fama, K. French, "The Cross-section of Expected Stock Return", *Journal of Finance*, Vol. 47, pp. 427-465, 1992.
- [47] P. Easton, "PE Ratios, PEG Ratios, and Estimating the Implied Expected Rate of Return on Equity Capital", *The Accounting Review*, Vol. 79, pp. 73-96, 2004.
- [48] H. Ahn, S. Choi, "The Effect of IR on the Implied Cost of Equity", *Korean Journal of Business Administration*, Vol. 24, pp. 3177-3203, 2011.
- [49] S. Ji, "A Convergence Study on the Effect of Investor Relation on Financial Ratios", *Journal of the Korea Convergence Society*, Vol. 8. No. 1, pp. 181-186, 2017.
- [50] H. Oh, "A Study on the Effect of Fair Value Hierarchy upon Cost of Capital Through the Convergence of Market Risk Management and Audit Quality", *Journal of the Korea Convergence Society*, Vol. 6, No. 5, pp. 1-8, 2015.

저자소개

김영환(Young Whan Kim) [정회원]



- 2007년 8월 : 전남대학교 경영대학원 경영학과 (경영학박사)
- 2007년 8월 ~ 현재 : 전남대학교 경영대학 경영학부 시간강사, 강 의전담 교수

<관심분야> : 기업재무

최성호(Sungho Choi) [중신회원]



- 2001년 5월 : SUNY (알바니) 대학원 경제학과 (경제학석사)
- 2005년 8월 : RPI 경영대학원 경영학과 (경영학박사)
- 2007년 1월 ~ 현재 : 전남대학교 경영대학 경영학부 교수

<관심분야> : 기업재무, 금융기관