

## 자사주 매입방식의 결정요인과 기회주의 가설의 검증

김영환(제1저자)  
전남대학교 경영대학 BK21 @비즈 컨버전스 사업단 박사후과정  
(podo92@hanmail.net)  
정성창(교신저자)  
전남대학교 경영대학 교수, BK21 @비즈 컨버전스 사업단  
(scjung@chonnam.ac.kr)

기업이 자기주식을 매입하기 위해서는 시장에서 직접 취득하는 방법과 신탁계약 등을 통한 간접취득 방법 중 하나를 선택하게 된다. 직접취득의 경우 3개월 이내에 반드시 취득하도록 의무화되어 있으나 간접취득의 경우에는 신탁계약기관이 보통 2년 이내에 자유롭게 취득할 수 있도록 하고 있다. 또한, 간접취득 기업들은 반드시 취득해야 한다는 의무가 없을 뿐만 아니라, 언제든지 처분도 자유롭게 할 수 있다. 이러한 제도적 특성 때문에, 기업의 매입 방식 선택은 투자자들에게 중요한 의미를 주고 있다.

선행연구에서는 주로 자기주식 취득이 주주의 부에 미치는 효과만을 비교 분석하고 있다. 이에 대비하여, 본 연구는 두 방식의 제도적 특징을 구체화하여 이들 두 방식의 선택 결정 요인들을 식별하고, 취득 방법 및 실제 취득 비율의 결정 과정에서 발생 가능한 기회주의적 행동 가설을 실증적으로 검증한다는 점에서 선행연구와 차별된다.

본 연구는 2000년부터 2006년 동안에 한국에서 실시한 직접취득과 간접취득 기업들을 분석하였다. 분석결과, 첫째, 직접취득 기업들은 간접취득 기업들에 비하여 재무적 유연성이 더 높았다. 상대적으로 현금흐름이 더 양호하고 부채비율은 낮으며 수익성은 좋으나 성장성은 더 낮았다. 두 번째로 직접취득에 비하여 간접취득의 경우 실제 취득을 기회주의적으로 결정하고 있었다. 직접취득 기업들은 목표취득비율 대비 평균 96% 이상을 실제로 취득하였지만, 간접취득 기업들은 목표취득비율의 평균 72.98%(유가증권시장), 67.34%(코스닥시장) 정도만 실제로 취득하였다. 마지막으로 직접취득이 주주의 부에 유의하게 더 큰 영향을 주는 것으로 나타나고 있지만, 실제매입비율로 통제한 이후에는 취득방법 더미 변수의 유의성이 없었다. 즉, 기업에서 간접취득으로 목표매입비율을 공시할 때, 투자자들은 목표매입비율의 신호가 거짓신호의 가능성을 갖고 있는 것으로 받아들인다. 따라서 누적비정상수익률을 종속변수로 한 회귀분석에서, 목표매입비율 변수를 설명변수로 포함할 때에는 취득방법 변수가 유의한 영향을 주고 있으나, 실제매입비율 변수를 포함할 때에는 취득방법 더미 변수가 유의하지 않다.

주제어: 자기주식 직접취득, 신탁계약 체결을 통한 자기주식 취득, 기회주의가설, 자기주식 실제취득비율, 목표취득비율

### 1. 서론

자기주식 취득은 이제 기업의 주요 재무전략으로 적극 활용되고 있다. 또한, 자기주식 취득은 증권시장에서 그 규모면에 있어서 커다란 매수 세력으로 등장하게 되어 그 중요성이 날로 더해가고 있다.<sup>1)</sup>

이러한 추세에 따라 자기주식에 대한 국내의 연구들도 매우 활발하게 이루어지고 있으나, 아직도 자기주식 취득의 방식과 관련하여 충분한 분석이 이루어지지 못하고 있다. 특히, 기업에서 자기주식의 취득 방식에 대한 결정요인이 무엇이며, 취득방법별로 목표 대비 실제 취득비율을 결정하는 과정에서 기회주의적 행동은 발생하고 있지 않는지, 그리고 취득방

논문접수일: 2008. 7                    계재확정일: 2008. 9

1) 최근 5년간 우리나라 증권시장에서 상장기업이 자기주식을 매수한 순 매수액은 약 15조원으로서, 같은 기간 외국인의 국내 순매수 규모 7조 6천8백억과 국내 기관투자자들의 순매수 금액 1조 6천5백에 비하여 훨씬 더 큰 규모를 보이고 있다. (한국경제신문 2007년 3월 26일)

식의 선택과 실제 취득비율이 주주의 부에 미치는 영향은 어떻게 나타나는지 등에 대하여 체계적으로 분석되지 못하고 있다.

자기주식을 취득할 수 있는 방법은 크게 두 가지, 즉, 시장에서 기업이 직접 취득하는 방식과 은행의 특정금전신탁 등을 통한 간접취득 방식이 가능하다. 간접취득 방식은 원래 1992년 8월부터 투신사의 자사주 펀드를 통한 방식으로 처음 도입되어 활용되었으나, 1999년에 은행의 특정금전신탁을 통한 간접취득 방식이 새롭게 허용되면서 최근에 와서는 신탁계약 등을 통한 자기주식 취득 방식이 가장 일반적인 간접 취득 방식으로 활용되고 있다.<sup>2)</sup> 그런데, 간접취득 방식인 신탁계약 등을 통한 자기주식 취득 기업들은 시장에서 일반 투자자들이 사전에 예상하기 힘든 의외의 사례들을 다수 보여주고 있다. 즉, 신탁계약을 체결하고도 취득상황보고서 제출 시점까지 단 한 주의 주식도 매입하지 않는다든지, 신탁계약을 체결하고도 곧 바로 대량 처분한다든지, 혹은 자기주식을 매입한 뒤 신탁계약의 해지 없이 전량을 장외에서 처분하는 등의 사례들이 발견되고 있다. 이러한 사례들은 모두 간접취득의 제도적인 특성에 기인하고 있기 때문에, 이러한 제도적 특징들이 기업의 취득방식 선택과 실제 취득 과정, 그리고 주주의 부에 미치는 영향이 어떠한지를 재검토할 필요가 있게 된다.

자기주식의 직접 취득과 신탁계약 등을 통한 간접 취득은 제도적으로 몇 가지 특이한 차이점을 갖고 있다. 첫째는 취득 주체가 다르다. 직접 취득의 경우, 기업이 직접 자기회사의 주식을 공개시장을 통

하여 취득하는 반면, 간접 취득의 경우 기업은 은행 등과 신탁계약을 하고 금융기관에서 해당 기업의 주식 등을 취득 혹은 처분하도록 한다. 간접취득은 금융기관을 이용하므로 수수료가 저렴하면서도 관리가 용이하다는 편리성을 갖고 있다.

둘째는 취득 기간의 차이이다. 직접 취득의 경우 취득 공시일 이후부터 3개월 이내에 취득을 완료하도록 되어 있으나, 신탁 계약의 경우 최소한 6개월부터 보통 1년, 경우에 따라서는 2년까지 신탁계약 기간을 정하여 그 기간 동안에 취득 및 처분을 자유롭게 할 수 있다.

셋째는 취득완료의 강제성이다. 직접취득의 경우 3개월 이내에 주식을 반드시 취득해야 하고 완료 직후 시점에서 취득결과보고서를 금융감독위원회에 보고하도록 의무화되어 있다. 3개월 이내에 취득을 완료하지 못한 경우 법적인 제재를 받게 된다. 반면, 간접 취득의 경우에는 3개월 이후에 취득결과보고서를 제출은 하도록 되어 있지만 주식을 반드시 취득 완료해야 할 의무를 갖고 있지 않는다.<sup>3)</sup> 따라서, 간접취득의 경우 직접취득에 비하여 목표 매입비율만큼 실제로 취득하지 않는 기회주의적 행동을 할 가능성이 더 클 것으로 예측된다.

넷째, 매매형태의 차이이다. 직접 취득의 경우에는 자기주식을 취득에 한하여 허용되지만, 간접 취득의 경우에는 신탁계약 금융기관에서 취득 및 처분을 계약 기간 내에서 자유롭게 행할 수 있다. 즉, 특정금전신탁의 경우 신탁 설정 기간 동안 자기주식을 매수와 매도 양방향으로 거래가 가능하며, 특정금전신탁은 금전을 신탁하고 자기주식을 돌려받는 것이

2) 1999년부터 2003년 12월 증권거래법 개정 이전 시점 기간에는 취득 방식에 따라 취득수량 및 주문가격에 차이를 두고 있었다. 즉, 은행의 특정금전신탁의 경우 취득수량 및 주문가격에 별도의 제한을 두지 않았던 반면, 자기주식 직접취득의 경우 1일 취득수량 및 주문가격에 제한을 두고 있었다. 그러나, 2003년 동 법의 개정 이후부터는 두 가지 취득방식의 매수 방법에 차별을 두고 있지 않는다.

3) 실제로, 코스닥상장 회사인 DI제지는 2003년 3월 17일 자기주식 신탁계약을 체결하고, 2003년 6월 17일 취득상황보고서를 제출하는 시점까지 한 주의 주식도 매입하지 않았다.

아니라 돈을 돌려받기 때문에 시세차익을 얻기 위해 신탁기간 동안 자기주식을 매수 한 후 얼마든지 다시 매도할 수 있다.<sup>4)</sup>

마지막으로, 직접취득과 신탁계약 등을 통한 간접 취득은 기업들이 공시하는 취득 목적에서도 차이가 있다. 직접취득을 통하여 자기주식을 취득하는 기업들은 대부분 취득목적은 주가안정, 경영권 방어, 임직원 인센티브, 스타옵션(stock option)부여 목적, 이익소각 등 다양한 목적으로 공시하고 있음에 반하여, 신탁계약을 통한 간접취득은 제도적 특성상 취득한 주식을 현물로 받지 않기 때문에 취득목적은 주가안정으로 공시하는 것이 대부분이다.<sup>5)</sup>

이러한 제도적인 차이점들은 기업의 취득방식 및 실제 취득과정에서의 기회주의적 의사결정에 중요한 영향을 줄 것이다. 또한, 취득방법의 선택은 기업의 재무적 특성 및 내부 여건 등에 따라서도 달라질 것이며, 이러한 모든 정보들은 시장에서 주주의 부에 반영될 것이다.

따라서 본 연구의 목적은 두 방식의 제도적인 차이점에 착안하여 기업의 자기주식 취득 방식을 결정하는 요인이 무엇인지를 분석하며, 또한, 취득 방식의 선택과 실제 기회주의적인 취득 가능성이 주주의 부에 어떤 영향을 줄 것인가에 대하여 실증적으로 분석하고자 함에 있다. 구체적으로 기업의 선택 방식에 대한 결정요인을 식별하고, 취득 방식과 실제 취득비율의 의사결정이 주주의 부에 미치는 영향을 분석함으로써, 선행연구에서 간과하였던 두 방식간의

차별적 특성에 대한 학술적 이해를 높이고자 한다.

자기주식의 직접 취득과 간접 취득을 분석한 선행연구가 일부 있지만, 아직까지 기업의 재무 전략적 의사결정이라고 할 수 있는 취득 방식의 선택결정과 관련된 실증 분석은 아직 발견할 수 없었다. 특히, 취득 방식을 결정하는 요인들이 무엇이며, 취득 방식의 선택과 실제 기회주의적인 취득비율 결정이 시장에서 어떻게 평가되고 있는지에 대한 인과관계를 체계적으로 분석한 선행연구를 아직까지 발견할 수 없었다. 이러한 점이 본 연구를 필요로 하게 된 배경이다.

본 연구와 관련된 선행연구로서 정성창·이용교(1996, 2001)의 연구는 자기주식의 직접 취득과 간접취득 방식인 자사주펀드 제도를 최초로 비교 분석하였다. 분석결과, 직접취득이 자사주펀드보다 더 강력한 신호효과를 주고 있음을 보이고 있다. 이들의 연구는 최근에 와서 거의 활용되지 않는 '자사주펀드'에 대한 분석결과라는 점에서 본 연구의 '신탁계약' 등을 통한 분석과는 구별된다. 또한, 정성창(2004)의 연구에서는 자사주펀드 제도가 직접 취득에 비하여 신호수단으로서 더 열악함에도 불구하고 기업들이 활용하였던 이유를 설명하는 과정에서, 자사주펀드가 기업의 유상증자 등에 추가관리의 수단으로 악용될 가능성을 보여주고 있다. 그러나 이들의 연구 역시 자사주펀드를 분석하고 있으며, 자사주펀드 제도는 여러 기업들의 자금을 모아서 펀드를 만들어 여러 기업들의 주식을 매입/매도한다는 점에

4) 예를 들어, 코스닥 상장기업인 IJ실업은 2003년 2월 24일 5억원의 자기주식 신탁계약을 체결하고 2월 말까지 25,000주를 매입하였으나, 그 다음 달인 3월 중에 23,820주를 처분하였다. 또한, YN제분은 2001년 말부터 2002년까지 주당 1500원선에 자사주 195만주(9.37%)를 매입한 뒤 신탁계약을 해지하지 않고, 2002년 11월 25일에 5000원선에 전량 장외 처분하여 68억원에 달하는 시세차익을 얻은 후에도 신탁계약을 연장하였다. 참고로, 신탁계약의 경우 장외 처분시 공시의무가 없었으나, 2006년 9월 18일부터는 신탁의 경우에도 장외 처분시 신고의무를 규정하고 있다.

5) 본 연구의 분석기간 동안 간접취득의 취득목적은 경영권방어 단독 목적으로 가입한 사례는 발견할 수 없었다. 단지 경영권방어와 주가안정을 동시에 취득목적으로 공시하고 있었던 건수가 3건에 불과하였다.

서 한 개 회사와 계약하는 신탁계약을 통한 간접 취득과는 차이가 있다.<sup>6)</sup>

본 연구와 관련하여 변진호(2004)의 연구는 매우 주목할 만하다. 그의 연구에서는 자기주식 취득에 대하여 허위신호(false signaling)가설을 제시하면서, 자기주식 직접취득은 공시 시점에서 현금유출이 발생하지 않기 때문에 신호비용이 발생하지 않지만 은행의 특정금전신탁은 공시 시점에서 현금을 은행에 예치하여야 하기 때문에 직접취득 보다 더 큰 신호비용을 부담하고 있다고 주장하고 있다. 이러한 논리에 기초하여, 그의 연구에서는 기업이 허위신호(false signaling)를 보낸 경우 시장에서의 공시 반응과 장기성과가 모두 음(-)의 성과를 보이고 있음을 실증적으로 보여주고 있고, 또한, 직접취득보다 간접취득의 공시 반응이 더 크게 나타나고 있음을 보여주고 있다. 변진호(2004)의 연구는 신탁계약이 보다 더 큰 신호비용을 부담하고 있고 간접취득의 공시 반응이 더 크다고 주장하고 있지만 본 연구에서는 오히려 신탁계약의 신호비용이 더 적으며 공시 반응이 더 적다는 것을 보이고 있다는 점에서 차이가 있다.

허위신호가설에 대한 연구와 같은 맥락에서 Fried(2001, 2005)의 연구도 자기주식의 취득을 경영자의 기회주의적 행동 가설로 설명하고 있다. 이러한 기회주의적 가설에 기초하여, 변진호·표민교(2006)의 연구는 자사주매입 공시이후 약 35%의 기업에서 대주주가 주식을 매도하였다는 사실을 발견함으

로써 기회주의가설을 실증적으로 지지하는 분석결과를 보고하고 있다. 이들의 연구는 직접취득을 실시한 기업만을 분석대상에 포함시키고 있어서 본 연구의 표본과 상당한 차이가 있다.

한편, 김수정·이윤구·설원식(2005)의 연구에서는 변진호(2004)의 분석 결과와 조금 다른 결과를 보이고 있다. 즉, 김수정·이윤구·설원식(2005)의 연구는 이익소각 목적의 자기주식이 일반목적의 취득과 다른 결과가 있음을 실증적으로 분석하는 과정에서, 직접취득 공시의 비정상수익률이 특정금전신탁을 통한 간접취득 공시의 비정상수익률의 크기를 비교하고 있다. 공시 직후 처음 7거래일 동안은 직접취득의 비정상수익률이 더 크게 나타났으나 7거래일 이후부터는 그 반대의 현상이 나타나는 등, 명확한 차이를 설명하지 못하고 있다. 또한, 정무권(2005)의 연구는 자사주 매입이 주주와 채권자의 부에 미치는 영향을 분석했다는 점에서 주목할 만하다. 그의 연구에서는 직접취득의 공시효과가 특정금전신탁보다 주주의 부에 더 크게 영향을 주는 것으로 나타나고 있다. 김수정·이윤구·설원식(2005)와 정무권(2005)의 연구에서는 직접취득과 간접취득의 공시효과의 크기를 비교하는데 한정되었지만, 본 연구는 두 방식을 선택하는 기업의 내적 결정요인들을 식별함으로써 기업의 내부적 특성과 취득 방식의 선택이 어떤 관계를 갖고 있는지, 그리고 간접취득의 기회주의적 행동 가능성이 주주의 부에 어떤 다른 영향을 주고 있는지에 대하여 설명하고 있다는

6) 또한, 이러한 차이점으로 인해 1999년 이후에 자사주펀드를 가입한 기업은 극히 소수에 불과하다. 자사주펀드가 최근 들어 거의 사용되지 않는 이유는 자사주펀드의 특징에 기인할 것이다. 즉, 자사주펀드는 다수 기업이 합동으로 투신사에 자금을 위탁하고 다수 기업의 종목에 대하여 운용하도록 되어 있어서 개별기업의 직접적인 주가관리에 한계가 있다. 반면, 은행의 특정금전신탁의 경우 1개 기업이 단독으로 신탁계약을 체결하고 해당 회사의 주식에 한정하여 운용되며 가입회사의 운용지시가 가능하기 때문에 직접적인 주가관리가 더욱 용이할 것이다. 설원식·김수정(2005)에 의하면 2001년 1월부터 2003년 12월 분석기간 동안 투신사의 자사주펀드가 없는 것으로 보고하고 있으며 정무권(2005)은 2건의 자사주펀드가 있는 것으로 보고 있다. 이러한 선행연구에 의하면 간접취득으로 투신사의 자사주펀드는 거의 이용되고 있지 않다고 할 수 있으며, 반면에 은행의 특정금전신탁을 이용한 간접취득은 활발하게 사용되고 있음을 보여주고 있다.

점에서 이들의 연구와 다르다고 할 수 있다.

이처럼 선행연구들은 직접취득과 간접취득이 주주의 부에 미치는 영향의 크기가 서로 상반되게 보고되고 있을 뿐 만 아니라, 직접 취득과 간접 취득을 분석하는 부분에 관한 한 분석의 범위가 주주의 부에 미치는 크기를 비교하는 정도에 한정되어 있다. 아직까지 어떤 선행연구에서도 두 가지 취득 방식에 대한 기업의 선택결정에 영향을 미치는 결정요인을 파악하지 못하였고, 또한, 실제 기회주의적인 행동 가능성이 주주의 부에 어떤 영향을 주고 있는지에 대하여 체계적인 해석을 제시하지 못하고 있었다. 이러한 점에 본 연구의 필요성이 존재한다.

분석결과, 먼저 재무적 유연성이 높은 기업일수록 직접취득 방법을 선택하였다. 즉, 현금흐름이 양호하고, 부채비율이 낮으며 수익성이 높을수록 직접취득 방식을 선택하고 있었다. 이러한 결과는 재무적 유연성이 높을수록 취득기간이나 방법 등에서 더 엄격한 요건을 충족해야 하는 직접취득을 선택하고 있어서, 취득방식의 선택이 기업의 특성과 무관하지 않음을 알 수 있다.

또한, 직접취득보다도 간접취득의 경우 실제 취득비율을 기회주의적으로 결정하고 있었다. 간접취득의 목표취득비율은 직접취득보다 평균적으로 더 높음에도 불구하고, 간접취득의 실제 취득비율은 직접취득보다 현저히 더 낮다. 구체적으로 직접취득의 경우 목표 취득비율의 약 96% 이상을 실제로 취득하였으나, 간접취득은 목표 취득비율의 72.98%(거래소 시장)와 67.34%(코스닥시장) 정도만을 취득한 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 간접취득의 기회주의적 행동을 보여주고 있다.

간접취득의 기회주의적 행동가능성은 투자자들의

기업가치 평가에도 영향을 주고 있었다. 횡단면 회귀분석에서 목표매입비율로 통제된 경우에는 직접취득이 주주의 부에 유의하게 더 큰 영향을 주는 것으로 나타나고 있으나, 실제취득비율로 통제된 이후에는 두 방식 간에 유의한 차이점을 발견할 수 없었다. 즉, 시장에서는 간접취득의 기회주의적 행동가능성을 가격에 효율적으로 반영하고 있었다.

본 논문은 II장에서 선행연구들에 대해 검토하고, III장에서 연구방법에 대해 서술하였다. 그리고 IV장에서는 실증분석에 대해 정리하였으며 V장에서는 본 연구의 결과를 정리한다.

## II. 선행연구

공개시장을 통한 자기주식의 직접 취득(Open Market Repurchases)에 관한 선행연구들은 주로 자기주식의 취득동기에 대한 여러 가지 가설들을 제시하고 검증하고 있다. 본 연구의 주요 대상인 신탁계약 등을 통한 간접취득도 자기주식을 취득한다는 점에서 직접취득을 대상으로 한 선행연구들로부터 분석방법 및 해석의 근거를 찾을 수 있을 것이다.<sup>7)</sup>

자기주식 취득의 동기를 설명하는 이론적 가설로 가장 대표적인 가설이 저평가가설(undervaluation hypothesis) 또는 정보신호가설(information signal hypothesis)이다. 이 가설은 내부경영자와 시장 사이에 정보비대칭이 존재할 때 경영자가 시장에 자사의 주가가격이 저평가 되어 있음을 알리는 신호(signal)로 자기주식 취득을 실시한다는 것이다. 이 가설에 의하면, 자기주식 취득은 시장에 긍정적인 신

7) 신탁계약 등을 통한 간접취득 방식은 우리나라에만 존재하는 것으로 추정된다. 아직까지 외국의 문헌이나 사례에서 이와 동일한 제도를 발견할 수 없었다.

호를 전달함으로써 주가가 상승한다는 것이다. 이 가설에 대한 선행연구들은 국외의 경우 Dann (1981), Lakonishok and Vermaelen(1990), McNally(1999) 등이 있으며, 국내에는 정성창·이용교(1996,2001), 우춘식·신용균(1996), 김철교(1997), 이태희·김철규·임병문(2000), 김성민(2003), 정무권(2005), 설원식·김수정(2005) 등의 연구가 있다. 이들의 연구에 의하면 자기주식취득비용이 클수록, 즉 선호비용을 많이 부담할수록 공시이후 누적비정상수익률이 크다는 분석결과를 제시하고 있다.

이러한 연구결과와 매우 상반된 가설로 Fried (2001, 2005)의 경영자 기회주의 가설(managerial opportunism hypothesis)이 있다. 이것은 정보비대칭 상황에서 경영자가 자신이 보유한 주식의 가격 상승을 목적으로 저평가되지 않았음에도 시장에서 저평가 되었다는 허위신호(false signal)로 자기주식을 취득할 수 있다는 것이다. 국외의 경우 Chou and Lin(2004)은 자기주식 취득 기업들의 공시 이후 실적예상치가 개선되지 않고 오히려 악화되고 있다는 증거를 제시하면서 거짓신호(false signal)가설을 제시하고 있다. 국내의 연구에서도 변진호(2004)는 허위신호를 시장에 보낸 경우 장기성과가 음(-)의 값을 보이고 있다고 보고하고 있으며, 변진호·표민교(2006)의 의하면 자기주식 취득 공시 후 대주주의 매도 거래가 발생한 기업이 35%이었으며 대주주의 비매도 기업이 매도기업에 비해 저평가 정도가 더 크다는 분석결과를 제시하고 있다.

매수합병 방어가설(takeover defence hypothesis)이란 기업에서 매수합병에 대한 방어수단으로 자기회사 주식을 취득한다는 가설이다. 외국의 연구로는 Bagnoli et al.(1989), Denis(1990), Bagwell(1991), Persons(1994) 등의 연구가 제시되었으

며, 국내의 연구로는 연태훈(2005), 이익규·주상룡(2005)의 연구가 있는데 상반된 결과를 제시하고 있다. 연태훈(2005)의 연구에는 자사주 매입 및 보유의 목적이 경영권 방어에 대한 유인과 관련되어 있음을 주장하고 있지만, 이익규·주상룡(2005)의 경우 일관된 결과를 얻을 수 없어 매수합병 방어가설을 지지하지 못한다고 하였다.

여유현금흐름가설(free cash flow hypothesis)이란 기업에서 여유현금흐름이 많은 경우 대리인문제가 발생할 수 있는데, 이러한 여유현금흐름을 자사주매입에 사용하여 대리인 비용을 축소함으로써 기업 가치를 크게 한다는 가설이다. 국외의 경우 Fenn and Liang(1998)과 Grullon and Michaely(2004)의 연구가 대표적이며 국내의 연구로 김광록·윤성민(2005), 이익규·주상룡(2005), 신민식·이정숙(2007) 등의 연구에 의하면 여유현금가설과 레버리지가설을 자사주매입의 동기로 제시하고 있다.

이 밖에도 자기주식 취득 동기를 설명하는 가설로 Grullon and Michaely(2002)이 제시한 배당대체가설(dividend substitution hypothesis)과 레버리지가설(leverage hypothesis) 등이 있다. 배당대체가설은 가설은 기업이 현금배당 대신 자기주식을 취득한다는 것이지만, 설원식·김수정·장호운(2004)과 김광록·윤성민(2005)의 연구는 배당대체가설을 지지할만한 증거를 아직 발견하지 못하였다. 그리고 레버리지가설은 기업이 목표레버리지 비율을 갖고 있다면 목표보다 낮은 부채비율을 갖고 있는 기업은 자기주식을 취득함으로써 부채비율을 조정할 가능성이 있다는 가설이다.(Bagwell and Shoven(1989), Hovakimian, Opler and Titman(2001), Dittmar(2000), Kahle(2002)). 국내에서는 변진호(2002), 윤성민·김정희·이미정(2004),

이익규·주상룡(2005), 설원식·김수정(2005) 등의 연구에서 검증하였으나 결과가 혼재되어 있다.

본 연구와 직접 관련이 있는 자기주식 간접취득에 관한 선행연구로 정성창·이용교(2001), 정성창(2004), 변진호(2004), 김수정·이윤구·설원식(2005), 정무권(2005)의 연구가 있다. 정성창·이용교(2001)는 자기주식 간접취득 중에서 투신사의 자사주펀드와 자기주식 직접취득에 대한 비교 연구를 통해, 일반적으로 우량기업이 자사주 직접취득을 실시하고 보통기업이 자사주펀드를 가입한다고 하였다. 정성창(2004)은 자사주펀드가 자사주 직접취득에 비해 공시효과가 적음에도 불구하고 자사주펀드에 가입하는 것은 유상증자의 기준가격을 상승시키기 위한 불공정거래에 활용하기 위한 가능성이 있다고 주장하고 있다. 이들의 연구에서 자사주신탁에 대한 분석은 실시되지 않았다.

변진호(2004)는 특정금전신탁의 공시효과가 직접취득의 공시효과보다 더 큰 것으로 보고하고 있으며, 김수정·이윤구·설원식(2005)은 일관된 결과를 얻을 수 없었으며, 설원식·김수정(2005), 정무권(2005)은 직접취득의 공시효과가 은행의 특정금전신탁을 통한 간접취득에 비해 더 큰 것으로 보고하고 있다. 정무권(2005)에 의하면 자기주식 취득 공시가 주주와 채권자의 부의 증가를 가져온다는 결과를 제시하고 있으며, 간접취득에 비해 직접취득방법이 주주의 부를 더 많이 증대시킨다고 하였으며, 채권자 부의 증가에 있어서는 간접취득방법이 직접취득방법에 비해 채권자의 부를 증대시키나 통계적인 유의성을 발견하지는 못하였다.

이처럼, 간접취득과 관련된 선행연구에서는 연구의 범위가 주로 공시효과의 측정 및 비교에 한정되어 있었다. 반면, 본 연구는 선행연구들과는 달리, 자사주 취득 방식의 선택에 영향을 미치는 결정요인

들을 식별하고, 이러한 취득 방식의 선택과 기회주의적 행동가능성이 주주의 부에 미치는 영향과 어떠한 관련이 있는지를 설명한다는 점에서 차별화된다. 또한, 공재식(2005)은 유가증권시장과 코스닥시장의 기업들은 재무적 특성에서 차이가 있으며, 유가증권시장에서는 저평가신호가설이 지지되지만 코스닥시장에서는 그렇지 않음을 보여주고 있기 때문에, 본 연구에서는 유가증권시장과 코스닥시장을 분리하여 분석하고자 한다. 이러한 연구의 필요성들이 본 연구를 실시하게 된 배경이다.

### III. 연구방법론

#### 3.1 표본

본 연구의 범위는 유가증권시장과 코스닥시장에서 직접취득과 은행의 특정금전신탁을 통한 간접취득 방식을 통하여 자기주식을 취득한 기업들로 한다. 분석 대상기간은 2000년 1월부터 2006년 12월말까지로 하였다. 2000년 이후의 자료를 이용하는 이유는 코스닥시장의 경우 2000년부터 신탁계약을 이용한 간접취득 방식이 활용되었기 때문이다.

분석대상을 선정하는 과정에서 <표 1>에서 보는 것처럼 몇 가지 요인들을 고려하였다. 첫째는 직접취득을 실시한 기업들 중에서 취득의 목적을 “주가 안정의 목적”으로 공시한 기업들에 한정하였다. 이것은 간접취득의 경우 취득의 목적을 대부분 “주가 안정의 목적”으로 공시하고 있으며, 직접취득의 경우 취득의 동기에 따라 주주의 부에 미치는 영향이 상이하기 때문에, 다른 목적을 취득의 동기로 제시한 기업을 포함할 경우 두 방식간의 명확한 비교가

어려울 것이기 때문이다.<sup>8)</sup> 또한, 이와 동일한 이유로, 복수의 목적을 공시한 기업들도 제외하였다.

둘째는 분석대상을 선정하는 과정에서 연구기간 중 당해 연도에 직접취득과 특정금전신탁을 통한 간접취득을 동시에 실시한 기업, 또한, 연구기간 중 직접취득과 특정금전신탁을 통한 간접취득을 번갈아가면서 실시한 기업도 모두 제외하였다. 이것은 당해 연도에 동일 기업이 두 가지 방식을 모두 사용하였을 경우, 혹은 두 방식을 번갈아가며 실시한 경우에, 동일 기업의 자료가 중복되어 사용됨으로써 서로 다른 두 방식을 사용한 기업들의 재무적 특성을 깨끗하게 대비하여 비교할 수 없기 때문이다.

마지막으로, 본 연구의 분석에 필요한 변수들에 대한 자료가 없는 경우, 그리고 공시 건수 들 중에서

단기 비정상수익률을 계산하기 위하여 공시일 기준으로 -240일부터 +90일 사이에 추가자료가 없는 기업들을 제외하였다.

〈표 1〉은 전체 자료에서 이러한 기준들에 의하여 분석대상 기업들이 선정되는 과정을 연도별 시장별로 보여주고 있다. 〈표 1〉에서 보는 것처럼, 유가증권시장의 경우 직접취득의 최종 표본 수는 239개, 간접취득의 최종 표본 수는 150개이다. 코스닥시장의 경우에도 직접취득을 실시하는 기업들 중에서 최종 분석 표본에 포함된 표본수가 165개, 그리고 간접취득의 표본수가 323개로 나타나고 있다. 〈표 1〉에서 유가증권시장과 코스닥시장을 개략적으로 비교해보면, 유가증권시장의 경우 직접취득을 실시한 기업들이 간접취득보다 더 많은 것으로 나타나고 있음

〈표 1〉 직접취득과 신탁계약 기업들에 대한 연도별 시장별 분석표본

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	계
유가 증권 시장	총 공시건수	158	121	130	149	113	53	87	811
	(-)추가안정 이외의 목적	8	11	23	30	21	11	5	109
	(-)직접/간접 동시, 번갈아 실시	33	39	35	32	21	13	27	200
	(-)자료부족	26	12	14	28	24	3	6	113
	소계	<b>91</b>	<b>59</b>	<b>58</b>	<b>59</b>	<b>47</b>	<b>26</b>	<b>49</b>	<b>389</b>
	분석표본								
	직접취득	59	31	38	33	36	18	24	<b>239</b>
	신탁계약	32	28	20	26	11	8	25	<b>150</b>
코스닥 시장	총 공시건수	127	204	306	155	169	93	212	1266
	(-)추가안정 이외의 목적	2	12	38	15	24	29	35	155
	(-)직접/간접 동시, 번갈아 실시	27	40	64	40	34	21	48	274
	(-)자료부족	68	72	119	17	25	11	37	349
	소계	<b>30</b>	<b>80</b>	<b>85</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>32</b>	<b>92</b>	<b>488</b>
	분석표본								
	직접취득	8	19	12	20	45	17	44	<b>165</b>
	신탁계약	22	61	73	63	41	15	48	<b>323</b>

8) 설원식·김수정(2005)의 연구에 의하면 직접취득의 경우 취득의 동기에 따라 시장에서 주주의 부에 미치는 영향이 통계적으로 유의하게 다른 결과를 보여주고 있다

에 반하여, 코스닥시장의 경우 간접취득 기업들의 수가 직접취득 기업들보다 보다 더 많은 것을 알 수 있다.

주식수익률 등 주시가격 관련 자료와 재무제표 관련 자료는 (주)한국신용평가에서 발행한 KIS-SMAT과 KIS-FAS에서 구하였다. 그리고 자사주 취득에 관한 공시자료는 유가증권시장과 코스닥시장의 전자공시시스템을 이용하여 구하였다.

### 3.2 연구가설

지금까지 살펴본 것처럼, 주가안정 목적으로 자기주식을 취득하는 직접 취득 방식과 간접취득 방식은 제도적인 차이점을 갖고 있다. 이러한 차이점 때문에 경영자는 기업의 재무적 유연성, 즉, 현금흐름, 부채비율, 수익성, 성장성, 그리고 대주주 지분을 등 기업 내부의 여건 등을 고려하여 취득 방식을 선택할 것이다. 즉, 주가안정 목적으로 직접취득을 선택한 기업들은 간접취득을 선택한 기업들에 비하여 재무적 유연성이 높아서 상대적으로 수익성은 높고 현금흐름의 크기는 더 클 것이며, 부채비율은 더 낮을 것으로 예상할 수 있다. 부채비율이 높거나 현금흐름의 크기가 작을 경우에는 공시사항을 반드시 이행해야 하는 직접취득 방식을 선택하기가 부담스러울 것이다. 또한, 일반적으로 기업의 성장성이 높을수록 현금에 대한 수요가 더 많기 때문에 기업의 성장성이 높을수록 간접취득을 더 선호할 것으로 기대된다. 마지막으로 대주주지분율이 높은 기업은 적대적 인수합병에 대한 방어수단의 필요성이 상대적으로 더 낮기 때문에 언제든지 처분할 수 있는 간접취득을 더 선호할 것이다. 이처럼 두 취득방식의 제도적 차이점과 기업들의 재무적 특성들을 고려하여 다음과 같은 가설 1을 설정할 수 있다.

가설 1: 주가안정을 목적으로 직접 취득을 선택한 기업들은 간접 취득을 선택한 기업들에 비하여 상대적으로 수익성 및 현금흐름의 크기가 더 크고, 부채비율, 성장성 및 대주주지분율은 더 낮을 것이다.

가설 1은 자기주식 취득 기업들은 기업의 재무적 특성 및 내부 여건 등을 고려하여 최적 취득방식을 선택할 것이기 때문에, 기업의 재무적 특성과 취득 방식 간에는 관련성이 있을 것이라는 논리에 기초하고 있다. 즉, 현금흐름이 양호하고 부채비율이 낮으며 수익성이 높은 기업들, 즉, 기업 내부 여건이 상대적으로 우량하여 직접취득의 의무 요건을 갖추기에 충분한 기업들은 주로 직접취득을 선택할 가능성이 높을 것이다. 반면, 상대적으로 현금흐름이 양호하지 못하고 부채비율이 높으며 수익성이 낮은 기업들, 즉, 기업의 내부 여건이 상대적으로 우량하지 못한 기업들은 시장의 변화에 보다 더 유연하게 대응할 수 있는 간접취득 방식을 선택하는 경향이 높을 것이다.

두 번째 가설은 두 방식의 취득완료에 대한 강제성에 기초할 수 있다. 즉, 직접취득의 경우 3개월 이내에 반드시 취득해야 하고 완료 직후 취득결과보고서를 금융감독위원회에 보고하도록 의무화되어 있다. 반면, 간접 취득의 경우 3개월 이후에 취득결과보고서를 제출은 하지만 반드시 취득 완료해야 할 의무가 없기 때문에, 간접취득의 경우 목표 매입비율만큼 실제로 취득하지 않는 기회주의적 행동을 할 가능성이 더 클 것으로 예측된다. 기회주의적 행동을 측정하는 대용 변수로서 목표 대비 실제취득비율을 사용하고자 한다. 즉, 다음과 같은 가설2를 설정할 수 있다.

가설 2: 간접취득의 목표 대비 실제취득비율은 직접취득의 목표 대비 실제취득비율보다 더 낮을 것이다.

마지막 가설은 취득방식의 선택 및 기회주의적 행동가능성이 주주 부의 크기에도 다른 영향을 줄 것이라는 것이다. 즉, 직접취득은 공시한 수량을 취득해야 하는 의무사항을 준수해야 하는 반면, 간접취득은 공시 이후 시장 및 기업의 상황에 따라 취득 및 처분이 매우 자유롭기 때문에 기회주의적 행동가능성을 갖고 있다. 따라서 취득방법의 선택과 기회주의적 가능성은 주주의 부에 영향을 줄 것으로 기대할 수 있다. 따라서 다음과 같은 가설 3을 설정할 수 있다.

가설 3: 자기주식 직접취득과 은행의 특정금전신탁을 통한 간접취득은 주주의 부에 통계적으로 유의하게 다른 영향을 줄 것이다.

취득 방식의 선택이 주주의 부에 어떤 다른 영향을 줄 것인가를 설명하기 위하여, 간접취득은 언제든지 처분 가능하다는 점에서 자사주처분에 대한 선행연구를 주목할 필요가 있다. 자사주처분에 관한 선행연구인 이용교·정성창(1999)과 설원식·김수정(2005)의 연구에 의하면 자기주식의 처분 공시는 취득공시와는 정반대로 주가에 음(-)의 영향을 주고 있다고 보고하고 있다. 이러한 시각에서 볼 때, 취득한 주식을 언제든지 처분할 수 있는 간접취득은, 처분가능성을 전혀 내포하고 있지 않는 직접취득에 비하여 주주의 부에 미치는 영향이 제한적일 것으로 기대할 수 있다.

또한, 취득 방식의 선택이 주주의 부에 미치는 영향에 대한 설명은 경영자의 기회주의적 가설에 의하여도 설명할 수 있다. 즉, 직접취득을 선택한 기업들은 공시 이후 취득 의무가 따르게 되므로 경영자들은 의무를 소홀하게 하는 기회주의적 행동을 함에 있어서 제한을 받을 수 있지만, 간접취득을 선택한 기업들은 공시 이후 시장 상황 및 기업의 여건에 따라 경영자가 기회주의적으로 행동할 가능성이 많다고 볼 수 있다. 따라서 공시이후 주주의 부에 미치는 영향은 기회주의적 행동에 제한을 받는 직접취득이 기회주의적 행동에 제한을 받지 않는 간접취득에 비하여 더 클 것이다.<sup>9)</sup>

마지막으로, 이 가설은 선행연구에 따라 서로 다른 결과를 보이고 있어서 재검토할 필요성이 있다. 변진호(2004)에 의하면 자기주식 간접취득의 공시효과가 자기주식 직접취득의 공시효과보다 큰 것으로 나타나고 있다. 반면, 설원식·김수정(2005)과 정무권(2005)의 연구에서는 자기주식 직접취득의 공시효과가 더 큰 것으로 나타나고 있어서 연구에 따라 서로 상반된 결과를 보이고 있다. 그런데, 김수정·이윤구·설원식(2005)과 정무권(2005)의 연구들은 취득목적에 상관없이 모든 직접취득 기업들을 대상으로 분석하였으며, 설원식·김수정(2005)은 주가안정을 취득목적으로 공시한 기업들만을 대상으로 하였다는 점에 차이가 있다. 따라서 본 연구는 직접취득의 목적이 주가안정 목적으로 공시한 것만을 대상으로 분석하였기 때문에 설원식·김수정(2005)의 연구와 유사한 결과가 예상되어진다.

9) 취득 방식의 선택을 기회주의적 가설에 기초하여 설명할 수 있는 아이디어를 제공하여 주신 익명의 심사자에게 감사드린다.

### 3.3 변수의 정의

#### 3.3.1 재무적 특성 변수

주가안정의 목적으로 자기주식을 직접 취득하는 기업들과 은행의 특정증권신탁을 통한 간접 취득 기업들의 재무적 특성에는 어떠한 차이가 있는지를 검토하기 위하여, 대표적인 재무적 특성 변수들인 현금보유수준, 현금흐름지표, 수익성, 위험성, 성장성, 활동성의 지표들을 두 분석 표본에 대하여 비교하고자 한다. 현금보유수준을 측정하는 비율로는 (현금 및 현금등가물+단기금융상품)/총자산(CASH/TA),<sup>10)</sup> 현금흐름을 측정하는 비율로는 영업활동현금흐름/총자산(CF/TA), 수익성을 측정하는 비율로는 총자산수익률(ROA) 및 총자산비영업이익률(NOI/TA), 위험성을 측정하는 비율로는 부채비율(DEBT), 성장성을 측정하는 비율로는 매출액성장율(SALE\_GROW), 활동성을 측정하는 비율로는 고정자산회전율(FIX\_TURN)을 활용하였다. 이들 변수에 대한 측정시점은 공시를 실시한 직전 년도의 자료를 이용하여 분석한다.

#### 3.3.2 누적평균비정상수익률(CAR)

누적평균비정상수익률은 주가안정 목적의 자기주식 취득 공시가 주주의 부에 미치는 영향을 분석하기 위한 변수이다. 누적평균비정상수익률은 평균비정상수익률(Average Abnormal Return)을 누적

시킨 값이며, 비정상수익률의 계산은 시장모형을 이용하여 계산한다. 시장모형의 추정기간은 분석기준일 이전 240(t=-240)일부터 분석기준일 이전 61(t=-61)일까지의 일별 주가수익률과 일별 종합 주가지수 수익률 자료를 이용하였다.<sup>11)</sup> 시장수익률로서 유가증권시장에 상장된 기업들은 코스피지수를, 그리고 코스닥시장에 상장된 기업들은 코스닥지수를 사용하였다.

#### 3.3.3 사전 누적비정상수익률(PCAR)

사전 누적비정상수익률(PCAR)은 분석기준일 이전 25(t=-25)일부터 분석기준일 이전 5(t=-5)일까지의 누적비정상수익률(PCAR)로 정의된다. 이 변수는 자사주 취득 기업의 공시일 이전 일정 기간 동안에 해당 기업의 주가가격이 시장에서 얼마나 저평가되고 있는지를 측정하는 대응변수로 사용된다.

Comment and Jarrell(1991)은 자기주식 취득 공시 이전의 주가가격 저평가 정도를 측정하기 위해 사전누적비정상수익률 변수를 사용하였다. 사전누적비정상수익률의 값이 작을수록 저평가정도가 크다는 것을 의미하므로, 사전누적비정상수익률의 값이 작을수록 공시 이후의 주가상승은 높을 것으로 기대된다. 따라서 저평가가설이 타당하다면 사전누적비정상수익률과 주가반응은 음(-)의 관계를 가질 것이다. 국내의 많은 선행연구(정성창·이용교(2001), 변진호(2004), 김수정·이윤구·설원식(2005), 설원식·김수정(2005))에서 동일한 변수를 사용하고

10) Von Eije and Megginson(2008)과 Lee and Suh(2008)에 의하면 기업의 현금보유수준이 많은 기업일수록 자사주매입을 많이 한다고 하였다.

11) 사건일인 t일의 평균비정상수익률이 통계적으로 유의하게 0보다 다르다는 귀무가설을 검증하기 위하여 사용한 t-통계량은, 즉,  $t = \frac{AAR_t}{\sigma(AAR)}$  이다. 여기에서  $\sigma^2(AAR_t) = \frac{1}{55} \sum_{i=30}^{t+30} (AAR_i - AAR)^2$ , 그리고  $AAR = -3$ 부터 1일을 제외한 나머지 55개 AARt의 평균을 사용한다.

있다.<sup>12)</sup>

### 3.3.4 대주주지분율(OWN)

대주주지분율(OWN)은 자사주매입 공시일 직전년도 말에 대주주에 의하여 소유되고 있는 보통주 지분율로 정의되며, 이 자료는 KIS-FAS에서의 정의한 것을 사용하였다. 기업에서 자기주식의 취득을 인수합병에 대한 방어 수단으로 활용한다면 대주주 지분율이 높은 기업일수록 경영권 확보를 위한 동기가 약하다고 간주할 수 있으므로 주가 반응의 크기도 적을 것으로 기대된다. 이익규 · 주상룡(2005)의 연구는 인수 합병에 대한 방어 가설을 검증하기 위해 대주주지분율 변수를 사용하였다. 그러나 설원식 · 김수정(2005)은 대주주지분율이 높을수록 시장에 주가안정에 대한 강한 신호를 보낼 수 있기 때문에 대주주지분율이 높을수록 주가반응도 크다고 주장하였다.

### 3.3.5 목표매입비율(TFR)과 실제취득비율(REAL\_TFR)

목표매입비율은 매입하고자 공시한 주식수를 총 발행주식수로 나눈 값이며, 실제취득비율은 취득기간 동안 실제로 취득한 주식수를 총 발행주식수로 나눈 값이다. 일반적으로 경영자는 시장 가격이 저평가되어 있다고 판단할수록 목표매입비율을 크게 공시할 것이다. 따라서 자사주의 목표매입비율(targeted percentage of shares to be repurchased: TFR)이 클수록 주가는 더 상승할 것이라고 기대한다(Comment and Jarrell(1991),

McNally(1999), 정성창 · 이용교(2001), 변진호(2004), 공재식(2005), 설원식 · 김수정(2005)). 신탁계약을 이용한 경우, 매입수량이 공시되지 않기 때문에 총 신탁계약 금액을 전일종가로 나누어 취득 예상 주식수를 먼저 계산한 다음, 취득예상 주식수를 총 발행주식수로 나누어(즉, (체결금액/전일종가)/총 발행주식수) 목표매입비율을 추정하여 활용하였다.

실제취득비율은 목표매입비율보다 일반적으로 더 낮을 것이다. 이러한 현상은 간접취득의 경우 더욱 더 낮을 것으로 기대되기 때문에, 목표매입비율에서 실제취득비율이 차지하는 비율(REAL\_TFR/TFR)을 산출하여 보고자 한다. 이 비율을 통해 경영자의 기회주의적 행동을 측정할 수 있을 것이다.

### 3.3.6 부채비율(DEBT)

자사주취득에 대한 레버리지가설에 의하면, 기업이 목표레버리지비율보다 낮은 부채비율을 갖고 있는 기업은 자기주식을 취득함으로써 레버리지비율을 높이고자 할 가능성이 있다는 것이다(Bagwell and Shoven(1989), Hovakimian, Opler and Titman(2001)). 즉, 레버리지비율이 낮은 기업일수록 그렇지 않은 기업보다 자기주식을 더 많이 취득할 수 있다. 그러므로 부채비율이 낮을수록 더 많은 자기주식을 취득할 수 있어, 부채비율과 주가반응은 음(-)의 관계를 가질 것으로 기대한다. 국내의 연구에서 이익규 · 주상룡(2005)의 연구에서는 목표레버리지비율과 실제 레버리지비율의 차이를 이용하였으며, 윤성민 · 김정희 · 이미정(2004)의 연구는 부채비율을 사용하여 최적 자본구조가설을 검증하였다.

12) 자기주식 직접취득을 분석한 결과 정성창 · 이용교(2001), 김수정 · 이용규 · 설원식(2005)은 양(+)의 값을, 변진호(2004)은 음(-)의 값을, 설원식 · 김수정(2005)은 통계적으로 유의한 값을 보여주지 않고 있다.

반면에, 설원식·김수정(2005)의 연구는 Kahle(2002)<sup>13)</sup>의 분석을 바탕으로 부채비율을 사용하였고, 변진호(2002)의 연구는 공시의 신뢰성에 영향을 주는 변수로 부채비율을 사용하였다.

### 3.3.7 현금흐름비율 (CF/Asset)

현금흐름비율은 영업활동으로 인한 현금흐름을 총 자산으로 나눈 값으로 기업의 현금흐름을 측정하는 변수로 활용하였다. 자기주식 취득에 대한 여유현금흐름(free cash flow hypothesis)가설에 의하면 여유현금흐름이 많을수록 대리인 비용이 증대되는데 이러한 대리인비용을 감소시키기 위해 자기주식을 취득한다는 것이다. 즉, 여유현금흐름의 크기가 클수록 자기주식 취득에 의해 대리인비용이 더 많이 감소되기 때문에 누적비정상수익률의 크기는 클 것이라고 가정하고 있다(Fenn and Liang(1998), Nohel and Tarhan (1998), Grullon and Michaely (2004), 이익규·주상룡(2005)).

### 3.3.8 기업규모(Lsize)

기업규모는 공시 직전연도의 총자산의 크기에 자연대수를 취한 값이다. 기업규모변수는 선행연구(윤성민·김정희·이미정(2004), 이익규·주상룡(2005))에서 정보비대칭의 대용변수로 사용하여 저평가가설을 검증하는 변수로 사용되었다. 기업규모가 클수록 기업규모가 적은 기업보다 시장에서의 정보가 더 많이 주어지기 때문에 정보비대칭성의 정도가 작지만, 상대적으로 기업규모가 작은 기업의 정보는 적기 때

문에 정보비대칭의 정도가 심하다는 것이다. 따라서 기업규모가 작을수록 자기주식 취득공시효과는 더 크게 나타날 것으로 기대된다.

### 3.3.9 취득방식에 대한 더미(Dummy)변수

본 연구는 은행의 특정금전신탁을 통한 간접취득을 실시한 기업과 직접취득을 실시한 기업들의 재무적 특성과 주주의 부에 미치는 영향을 분석함에 있어, 자기주식 직접취득을 0으로 부여하고, 은행의 특정금전신탁을 통한 간접취득은 1을 부여하여 취득방법 더미변수(method dummy)로 하였다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 기초통계량

본 연구에서 사용하고 있는 모든 변수들에 대한 기본통계량이 <표 2>에 제시되어 있다. <표 2>에서 Panel A는 유가증권시장에서의 직접취득 기업과 신탁계약 기업들의 기본통계량, 그리고 두 집단 간의 평균차이 분석을 보여주고 있다. Panel B는 코스닥시장에서의 기본통계량과 평균차이 분석 결과를 나타내고 있다. 각 Panel에서는 직접취득과 신탁계약에 대하여 재무적 특성 변수들과, 자기주식 취득 관련 변수로서 공시일 전후의 누적비정상수익률, 사전 누적비정상수익률, 목표매입비율, 실제취득비율, 기업규모, 그리고 목표 대비 실제취득비율 등에 대

13) Kahle(2002)에 의하면 부채비율이 지불정책에 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 특히, 배당기업보다 자기주식취득 기업의 부채비율이 더 낮으며, 또한, 부채비율이 낮은 기업일수록 자기주식 취득 공시 시점 1년 후 총 발행주식수가 감소하는 것을 발견함으로써, 부채비율이 낮을수록 자기주식의 취득이 실제로 이루어지고 있음을 주장하고 있다.

한 기본통계량과 평균차이분석이 보고되고 있다.

먼저, 취득방식별로 기업들의 재무적 특성 변수들을 비교하여 살펴보고자 한다. <표 2>의 Panel A에서 유가증권시장 기업들의 재무적 변수를 보면, 직접취득 기업들의 현금흐름 비율, 총자산수익률 그리고 고정자산회전율은 간접취득 기업들보다 통계적으로 유의하게 더 높은 값을 보여주고 있으며, 부채비율, 성장성 지표인 매출액 성장률 그리고 대주주지분율은 간접취득 기업들보다 통계적으로 유의하게 더 적은 값을 보여주고 있다. 이러한 결과는 가설1이 유가증권시장에서 지지되고 있음을 보이는 것이다. 또한, 이러한 결과는 기업들의 취득방식 선택 결정을 매우 직관적으로 설명할 수 있는 기초 자료가 된다. 즉, 주가안정의 목적으로 자기주식을 취득하고자 할 때, 상대적으로 현금흐름이 양호하고 부채비율이 낮으며 수익성이 좋은 기업들은 기업 내부적으로 현금흐름에 자신이 있기 때문에 제도적으로 매우 엄격한 요건들을 요구하는 직접취득 방식을 선택할 수 있었으며, 그렇지 못한 기업들은 상대적으로 매우 유연하고 취득과 선택을 자유롭게 조절할 수 있는 신탁계약 등을 통한 간접취득을 선택하고 있음을 보여주고 있는 것이다. 직접취득 기업들의 성장성이 상대적으로 낮은 것도 동일한 맥락에서 해석할 수 있다. 즉, 주가안정 목적으로 자기주식을 취득하고자 하는 기업들은, 활동성이 높아 수익성과 현금흐름이 양호하지만 성장성이 낮을 경우 현금보유에 대한 압박감을 갖고 있지 않을 뿐 아니라, 또한, 내부적으로 성장에 따른 현금수요도 상대적으로 더 적기 때문에 직접취득 방식을 선택하고 있다고 해석할 수 있다. 반면, 성장성이 높은 기업들은 성장을 위한 내부 현금수요가 더 많다고 판단하여 취득과 처분이 동시에 가능한 신탁계약 방식을 선택하고 있는 것으로 추측된다. 마지막으로 직접취득 기업들의 대주주

지분율이 더 적어서 직접취득의 목적이 지분확보, 즉, 적대적 인수합병에 대한 방어수단과 무관하지 않음을 보이고 있다.

Panel B에서 코스닥시장 기업들의 재무적 특성 변수들을 살펴보면, 현금흐름비율과 대주주지분율에 있어서는 유가증권시장과 동일한 현상을 보여주고 있다. 즉, 직접취득 기업들의 영업활동현금흐름/총자산(CF/Asset)은 간접취득 기업들에 비하여 통계적으로 유의하게 더 큰 값을 갖고 있으며, 직접취득 기업들의 대주주지분율은 간접취득 기업들에 비하여 더 낮은 것으로 나타나고 있다. 그러나 부채비율(%), 총자산이익률(%), 고정자산회전율(회), 매출액성장률 등은 두 집단 간에 통계적으로 유의한 차이가 없다. 요컨대, 코스닥시장에서 주가안정의 목적으로 자기주식을 취득할 때 상대적으로 현금흐름이 크고 대주주지분율이 낮은 기업이 자기주식 직접취득을, 그렇지 못한 기업이 간접취득을 실시할 수 있음을 보여주고 있다. 나머지 재무 변수들은 유의한 차이를 보이고 있지 않는다.

두 번째로 목표매입비율과 실제취득비율에 대한 기본통계량을 검토해본다. <표 2>의 Panel A 유가증권시장에서 직접취득 기업들의 평균 목표매입비율은 3.96%, 간접취득 기업들의 평균 목표매입비율은 4.99%로 나타나 간접취득의 목표매입비율이 통계적으로 유의하게 더 크다. 그러나 실제취득비율을 살펴보면 그 반대의 현상이 발견된다. 즉, 직접취득 기업들의 평균 실제취득비율은 3.77%이고, 간접취득의 평균 실제취득비율은 3.43%로 나타나 직접취득의 실제취득비율이 유의하게 더 크게 나타나고 있다. 직접취득 기업들의 목표 대비 실제취득비율은 약 96.44%에 이르고 있음에 반하여, 간접취득의 경우 목표 대비 실제취득비율은 약 72.98%에 그치고 있으며, 이 두 값의 차이 또한 통계적으로 유의하

〈표 2〉 기본통계량: 자기주식직접취득과 특정금전신탁비교

Panel A : 유가증권시장 (N=389)									
	자기주식 직접취득(N=239)				자기주식 신탁계약(N=150)				평균 차이
	평균	표준편차	최대값	최소값	평균	표준편차	최대값	최소값	T-value
CASH/TA	0.106	0.098	0.57	0.001	0.105	0.093	0.425	0.005	0.0008
CF/TA	0.09	0.083	0.338	-0.142	0.057	0.076	0.267	-0.169	0.03***
DEBT(%)	93.906	75.446	608.37	7.17	124.405	133.238	836.93	12.84	-30.49**
ROA(%)	6.129	6.036	50.96	-12.19	4.47	4.426	19.26	-11.23	1.65***
FIX_TURN	2.09	1.8	21.16	0.03	1.84	1.104	8.93	0.24	0.24*
SALE_GROW(%)	11.473	37.88	327.18	-85.98	43.807	181.207	1306.57	-48.33	-32.33**
NOI/TA	0.043	0.033	0.318	0.007	0.048	0.047	0.491	0.006	-0.004
OWN(%)	29.166	14.539	72.83	0.2	34.623	15.988	67.16	1.0	-5.45***
CAR(0,3)	0.046	0.077	0.492	-0.235	0.031	0.069	0.309	-0.127	0.01*
PCAR	-0.036	0.15	0.484	-0.69	-0.004	0.162	0.752	-0.403	-0.03*
TFR(%)	3.963	2.878	21.38	0.27	4.99	4.304	28.586	0.529	-1.02**
REAL_TFR(%)	3.769	2.698	17.86	0.27	3.432	3.368	22.682	0	0.33
LSIZE	26.318	1.549	31.561	24.187	26.506	1.164	29.978	24.078	-0.18
REAL_TFR/TFR(%)	96.44	12.19	100	9.32	72.98	34.46	212.42	0	25.58***
Panel B: 코스닥시장 (N=488)									
	자기주식 직접취득(N=165)				자기주식 신탁계약(N=323)				평균 차이
	평균	표준편차	최대값	최소값	평균	표준편차	최대값	최소값	T-value
CASH/TA	0.186	0.147	0.742	0.012	0.198	0.153	0.766	0.002	-0.012
CF/TA	0.073	0.105	0.359	-0.268	0.046	0.111	0.697	-0.345	0.02***
DEBT(%)	77.562	81.697	785	2.02	76.591	58.633	298.21	2.43	0.97
ROA(%)	7.43	8.157	31.62	-24.73	6.387	7.972	44.67	-40.06	1.04
FIX_TURN	4.785	7.446	50.56	0.08	3.883	5.266	59.93	0.07	0.90
SALE_GROW(%)	25.494	49.67	288.37	-76.03	19.97	55.175	496.07	-94.68	5.52
NOI/TA	0.037	0.038	0.265	0.006	0.041	0.045	0.644	0.001	-0.003
OWN(%)	36.764	17.052	80	2.4	40.431	15.734	82.7	5.2	-3.66**
CAR(0,3)	0.044	0.093	0.452	-0.226	0.033	0.088	0.32	-0.393	0.01
PCAR	-0.065	0.163	0.435	-0.724	-0.051	0.158	0.496	-0.795	-0.01
TFR(%)	3.662	2.866	17.851	0.425	5.128	3.49	23.624	0.166	-1.46***
REAL_TFR(%)	3.419	2.602	15.175	0.425	2.635	2.382	13.81	0.0	0.78***
LSIZE	22.348	0.792	25.134	20.524	24.508	0.697	26.922	22.862	-2.16***
REAL_TFR/TFR(%)	96.15	12.70	108.1	100	57.34	37.60	136.72	0	38.81***

\*는 0.1에서 \*\*는 0.05에서 \*\*\*는 0.01 수준에서 유의함.

다. 이 자료를 통해 간접취득의 목표 대비 실제취득 비율은 직접취득의 목표 대비 실제취득비율보다 통계적으로 유의하게 더 낮은 것을 발견하게 되어, 본 연구의 가설 2를 지지하는 자료가 된다. 또한, 이러한 결과로부터 경영자들은 간접취득을 통해 자기주식을 매우 기회주의적으로 취득하고 있다는 것을 알 수 있다.

Panel B의 코스닥시장에서도 취득비율에 대하여 유가증권시장과 유사한 특성이 발견되고 있다. 즉, 직접취득 기업들의 평균 목표매입비율은 3.66%, 간접취득 기업들의 평균 목표매입비율은 5.13%로서 간접취득의 평균 목표매입비율이 직접취득보다 더 큰 것으로 공시되었다. 그러나, 실제취득비율은 직접취득의 경우 3.41%, 간접취득의 경우 2.64%로서 직접취득이 유의하게 더 크고, 목표 대비 실제취득비율도 직접취득의 경우 96.15%이지만, 간접취득의 경우 57.34%에 불과하여 가설2를 지지하는 증거가 된다. 간접취득을 통한 경영자들의 기회주의적 취득이 유가증권시장보다 코스닥시장에서 더 심하다는 것을 알 수 있다.

세 번째로 자기주식 취득 공시에 대한 시장의 반응에 대한 기본통계량을 살펴본다. <표 2>의 Panel A에서 보는 것처럼 유가증권시장에서 자기주식 직접취득의 경우 CAR(0,3)의 평균값이 4.6%, 간접취득의 경우 CAR(0,3)의 평균값이 3.1%로 나타나고 있으며, 직접취득의 CAR(0,3)이 간접취득의 경우보다 통계적으로 유의하게 더 큰 것을 보여주고 있다. 이러한 결과는 본 연구의 가설3을 지지하는 것이다. 이것은 선행연구인 설원식·김수정(2005), 정무권(2005)의 연구와는 유사한 결과이지만, 변진호(2004)와는 다른 결과를 보여주고 있다.

사전비정상누적수익률(PCAR)의 경우 두 집단 모두 음(-)의 사전비정상누적수익률을 보여주고 있어

서 기업은 주가가 하락한 상황에서 자기주식을 취득하기로 결정하고 있음을 알 수 있다. 직접취득의 사전비정상수익률은 간접취득보다 유의하게 더 적으며, 기업규모(Lsize)는 취득 방식별로 유의한 차이가 없다.

<표 2>의 Panel B는 코스닥시장에서의 자기주식 직접취득 기업과 간접취득 기업간의 비교 결과를 제시하고 있다. CAR(0, 3)의 크기가 직접취득의 경우 4.4%, 간접취득의 경우 3.3%로서 직접취득의 누적비정상수익률이 간접취득보다 더 크게 나타나고 있지만, 통계적으로 유의하지는 않다. 사전비정상수익률도 모두 음(-)의 값을 보여주고 있으나 두 집단 간에 유의한 차이는 없다. 반면, 기업규모는 간접취득의 경우 더 큰 값을 보여주고 있으며, 통계적으로도 유의하다.

<표 3>은 본 연구에서 사용되는 변수들 간의 상관계수표를 보여주고 있다. 표에서 보는 것처럼, 기업의 여러 재무변수 간에 유의한 상관관계가 존재함을 보여주고 있다. 따라서 이 변수들을 동시에 분석모형에 포함할 경우 발생하게 되는 다중공선성의 문제를 최소화하기 위하여, 상관관계가 높은 변수들은 동일한 모형에서 함께 사용하지 않을 것이다.

#### 4.2 자기주식 취득 방법의 결정 요인 분석:

##### 로짓(Logit Regression)분석

본 연구의 목적은 자기주식 취득 방법의 결정 요인을 식별하고, 취득 방식의 선택 및 실제 취득 비율이 주주의 부에 미치는 영향을 분석하고자 함에 있다. 따라서 먼저, 앞에서 단일변량 분석을 이용하여 두 그룹 간 차이 검증을 실시하였던 재무적 특성들을 로짓 분석을 통해 종합적으로 파악하고자 한다.

종속변수로서 은행의 특정금전신탁을 통한 간접취

〈표 3〉 변수들 간의 상관계수표

Panel A: 유가증권시장의 피어슨상관계수표													
	CAR(0,3)	CASH/T A	CF/TA	DEBT	ROA	FIX_TURN	SALE_GROW	NOI/TA	OWN	PCAR	TFR	REAL_TFR	LSIZE
CAR(0,3)	1												
CASH/TA	-0.05	1											
CF/TA	0.02	0.13***	1										
DEBT	-0.04	-0.18***	-0.06	1									
ROA	-0.1**	0.18***	0.38***	-0.27***	1								
FIX_TURN	-0.05	0.15***	0.02	0.02	0.05	1							
SALE_GROW	-0.04	0.01	0.03	0.01	0.004	0.06	1						
NOI/TA	-0.04	-0.05	-0.13***	-0.02	0.17***	0.09*	-0.05	1					
OWN	0.04	-0.07	-0.04	-0.02	-0.02	-0.11**	-0.02	-0.01	1				
PCAR(-25,-5)	-0.05	-0.11**	-0.05	0.08	-0.09*	0.03	0.02	0.05	0.16***	1			
TFR	0.21***	-0.06	-0.15***	0.16***	-0.21***	0.08	0.01	0.01	-0.08	0.12**	1		
REAL_TFR	0.21***	-0.02	-0.11**	0.14***	-0.18***	0.06	0.02	-0.02	-0.11**	0.11**	0.87***	1	
LSIZE	-0.12**	-0.20***	0.1**	0.22***	0.05	-0.16***	-0.07	0.11**	-0.15***	0.01	-0.03	-0.05	1
Panel B: 코스닥시장의 피어슨상관계수표													
	CAR(0,3)	CASH/TA	CF/TA	DEBT	ROA	FIX_TURN	SALE_GROW	NOI/TA	OWN	PCAR	TFR	REAL_TFR	LSIZE
CAR(0,3)	1												
CASH/TA	-0.01	1											
CF/TA	0.03	0.12***	1										
DEBT	-0.01	-0.16***	-0.07	1									
ROA	-0.02	0.10**	0.37***	-0.27***	1								
FIX_TURN	-0.001	0.10**	-0.13***	0.14***	0.13***	1							
SALE_GROW	-0.03	-0.01	0.06	0.08*	0.29***	0.17***	1						
NOI/TA	-0.003	0.01	0.01	-0.09**	0.32***	-0.04	0.06	1					
OWN	0.07	-0.06	0.12**	-0.03	0.08*	0.04	-0.05	0.01	1				
PCAR(-25,-5)	-0.07	0.03	0.01	-0.01	-0.02	-0.01	-0.04	-0.03	-0.005	1			
TFR	0.23***	-0.06	-0.02	0.09*	-0.08*	0.07	-0.04	-0.05	0.07	0.08*	1		
REAL_TFR	0.16***	-0.02	0.06	0.06	-0.02	0.07	-0.01	-0.07	0.01	0.12***	0.6	1	
LSIZE	-0.08*	-0.09**	-0.08*	0.09*	-0.07	-0.1**	-0.04	0.03	0.09**	0.06	0.09**	-0.16***	1

주) \*는 0.1에서 \*\*는 0.05에서 \*\*\*는 0.01 수준에서 유의함.

득 기업을 1, 자기주식 직접취득 기업을 0으로 부여하고, 설명변수로서 재무적 유연성 및 현금흐름 지표인 영업활동현금흐름/총자산(CF/TA), 레버리지 지표인 부채비율(DEBT), 수익성 지표인 총자산수익률(ROA) 및 총자산비영업이익률(NOI/TA), 활동성 지표인 고정자산회전율(FIX\_TURN), 대주주 지분율(OWN)을 사용하였다. 변수들 간의 높은 상관관계로 발생할 수 있는 다중공선성의 문제를 해결하기 위하여 변수들을 번갈아 가며 로짓 분석을 실시하였다.

〈표 4〉의 Panel A 결과를 살펴보면, 유가증권시장의 경우 취득 방법에 대한 결정요인으로 영업활동 현금흐름/총자산(CF/TA), 총자산수익률(ROA), 부채비율(DEBT), 매출액성장률(SALE\_GROW), 대주주 지분율(OWN) 변수들이 유의하였다. 즉, 유가증권시장에서는 현금흐름 비율과 수익률이 높을수록, 또한, 부채비율과 매출액 성장률 그리고 대주주 지분율이 낮을수록 직접취득 방식을 선택하고 있었다. 즉, 상대적으로 기업의 재무적 유연성을 나타내는 현금흐름과 수익성이 양호하고 레버리지비율과 성장률이 낮을수록, 또한 대주주 지분율이 낮아 지분 확보가 필요한 기업일수록 직접취득을 선택하는 것으로 이해할 수 있었다. 이러한 결과는 앞에서 분석하였던 단일 변량 분석과 거의 동일한 것이어서, 두 집단 간에 통계적으로 유의한 재무적 특성의 차이가 존재한다는 가설 1을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

코스닥시장을 대상으로 분석한 Panel B는 유가증권시장과 조금 다른 결과를 보이고 있다. 코스닥시장에서는 취득방식의 결정요인으로 현금흐름 변수와 대주주 지분율변수가 통계적으로 유의하다. 즉, 현금흐름의 비율이 높을수록, 그리고 대주주 지분율이 낮을수록 직접취득 방식을 선택한다. 이러한 결과는 유가증권시장과 유사한 결과이다. 단, 유가증권시장

에서 유의하게 나타났던 변수들 중에서 부채비율, 수익성, 성장률 변수들의 유의성이 코스닥 시장에서는 발견되지 않았다.

따라서 로짓분석을 통해 분석한 결과, 유가증권시장에서는 재무적 유연성을 나타내는 현금흐름의 비율이 높고 부채비율이 낮으며 수익성이 높을수록, 또한 대주주 지분율이 낮을수록 직접취득 방식을 선택하고 있다. 이러한 결과는 가설 1을 전반적으로 지지하는 것으로, 주가안정을 목적으로 자기주식을 직접 취득하는 기업들과 간접취득을 하는 기업들 간의 재무적 특성에 차이가 있음을 보여주고 있다. 또한, 코스닥시장의 경우는 유가증권시장에서처럼 여러 변수들의 통계적 유의성이 발견되지는 않았지만, 기업의 현금흐름이 양호할수록, 그리고, 대주주 지분율이 낮을수록 직접취득 방식을 선택하는 것을 보여주고 있다. 즉, 이러한 재무적 특성이 유가증권시장과 코스닥시장에 따라 다소 차이가 있음을 알 수 있다.

#### 4.3 취득 방법과 기회주의적 행동이 주주의 부에

미치는 영향: 횡단면 회귀분석

자기주식의 취득 방법의 선택과 실제 취득비율의 결정이 주주의 부에 미치는 영향을 분석하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시하였다. 단일변량분석결과에서는 직접 취득의 공시효과가 간접취득보다 더 큰 것으로 나타나고 있으며, 또한, 간접취득의 경우 실제 취득비율이 공시한 목표취득비율과는 현저하게 더 낮아서 기업들이 간접취득의 경우에는 취득 비율을 기회주의적으로 결정하는 것을 확인하였다. 이러한 결과는 다중회귀분석을 통해 좀 더 깊이 있게 분석할 필요가 있다.

먼저 〈표 5〉는 유가증권시장 기업들을 대상으로

〈표 4〉 Logit 분석을 통한 취득 방법의 결정 요인 분석<sup>14)</sup>

	Panel A: 유가증권시장 로짓분석(N=389) (Event : 자기주식신탁)				Panel B: 코스닥시장 로짓분석(N=488) (Event : 자기주식신탁)			
	model1	model2	model3	model4	model5	model6	model7	model8
intercept	-1.235*** (7.93)	-1.319*** (11.92)	-1.196*** (9.24)	-0.180 (0.52)	0.247 (0.63)	0.227 (0.54)	0.226 (0.55)	0.794 (14.04)
CF/TA	-4.479*** (8.12)		-5.129*** (12.55)	-5.295*** (13.74)	-2.729*** (7.25)		-2.876*** (9.56)	
DEBT	0.003** (4.89)	0.002** (4.0)	0.003** (6.52)	0.002** (5.76)	-0.00007 (0.002)	-0.0004 (0.07)	0.0001 (0.006)	-0.0003 (0.06)
ROA	-0.026 (1.06)	-0.058** (5.52)			-0.00569 (0.13)	-0.0231 (2.52)		-0.019 (1.88)
FIX_TURN	-0.109 (1.88)	-0.106 (1.88)	-0.115 (1.99)	-0.143* (2.80)	-0.0296* (3.23)	-0.0191 (1.48)	-0.031* (3.69)	-0.017 (1.16)
SALE_GROW	0.004** (4.37)	0.004** (3.97)	0.004** (4.67)	0.003** (4.01)	-0.0006 (0.13)	-0.0005 (0.07)	-0.0008 (0.22)	-0.0008 (0.21)
NOI/TA	3.647 (1.31)	5.498* (3.39)	2.843 (0.83)		2.783 (0.96)	3.547 (1.68)	2.501 (0.83)	3.488 (1.60)
OWN	0.025*** (11.27)	0.025*** (11.41)	0.025*** (11.24)		0.017*** (7.73)	0.015** (6.25)	0.017*** (7.67)	
likelihood ratio	47.613***	39.171***	46.490***	34.119***	19.695***	12.267*	19.564***	5.853

( )안은 Chi-square의 값을 나타내며 \*는 0.1에서 \*\*는 0.05에서 \*\*\*는 0.01 수준에서 유의함.

누적비정상수익률 CAR(0,3)을 종속변수로 한 다중 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 표의 좌측은 목표 매입비율(TFR) 변수를 설명변수로 포함한 결과이며, 표의 우측은 실제매입비율(REAL\_TFR) 변수를 설명변수로 이용한 결과이다. 그리고 취득방법 더미변수(Method Dummy)는 간접취득일 경우 1, 그리고 직접취득일 경우 0의 값을 부여한 것이다. 나머지 변수들의 정의는 앞에서 설명한 것과 동

일하다.

분석결과, 표의 좌측에서 목표매입비율(TFR) 변수를 포함할 경우, 대주주지분율(OWN), 목표매입비율(TFR), 기업규모(LSIZE), 총자산수익률(ROA), 취득방법 더미변수(Method Dummy)들이 유의한 결과를 보이고 있다. 즉, 대주주지분율과 목표매입비율이 높을수록 주주의 부에 정(+)의 영향을 주고 있으며, 또한, 기업규모와 총자산수익률이 클수록

14) 로짓분석에서 현금보유수준 변수인 CASH/TA 변수는 기본통계량의 취득방법별 평균차이분석에서 통계적 유의성을 갖고 있지 않아서 변수로 포함하지 않았다. 이 변수를 로짓분석에 포함하여 분석할 경우에도 모형에 포함된 변수들의 조합에 따라 일관된 유의성을 발견할 수 없었으며, 위의 〈표 4〉에서 제시한 분석결과와 유사한 결과를 보이고 있다. 또한, 시장더미(유가증권시장(1), 코스닥시장(0))를 포함하는 경우 시장더미가 음(-)의 값으로 유의성을 갖고 있으나, 이것은 코스닥시장 기업이 유가증권시장 기업에 비하여 신탁계약을 더 많이 하기 때문에 나타나는 결과이다.

기업 가치에 음(-)의 영향을 주고 있다. 반면, 표의 우측에서 실제매입비율(REAL\_TFR) 변수를 포함할 경우, 실제매입비율(REAL\_TFR), 총자산 수익률변수 만이 통계적으로 유의한 것으로 나타나고 있다.

본 연구의 주요 가설과 관련된 변수는 취득비율과 취득방법 더미변수이다.<sup>15)</sup> 먼저, 표의 좌측과 우측에서 목표매입비율과 실제취득비율 변수는 항상 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보임으로써, 취득비율이 많을수록 주주의 부에 더 큰 영향을 미친다는 신호가설을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 그런데 취득 방법 더미변수는 목표매입비율(TFR)을 포함할 경우에 음(-)의 유의한 값을 보이고 있으나, 목표매입비율 변수 대신에 실제취득비율변수(REAL\_TFR)를 포함할 경우에는 4개의 모형 중에서 한 개의 모형에서만 10% 유의수준에서 유의할 뿐 나머지 3개의 모형에서는 통계적 유의성을 발견할 수 없다.

이러한 분석결과는 취득방법과 취득비율이 주주의 부에 미치는 영향과 관련하여 기회주의적 가설의 측면에서 매우 중요한 의미를 갖고 있다. 취득 공시 당시에 발표한 목표매입비율을 설명변수로 활용할 경우에는 목표매입비율이 정(+)의 유의한 관계를, 그리고 취득 방법 더미 변수가 음(-)의 유의한 관계를 보이고 있다. 이것은 간접취득의 경우 목표매입비율이 실제 취득으로 실행되어지지 않을 가능성, 즉, 거짓신호의 가능성을 내포하고 있기 때문에, 투자자들은 취득방식 변수를 추가적으로 유의하게 받아들여

서 취득 방법이 주주의 부에 유의한 영향을 주는 것으로 해석된다. 이 결과만을 고려할 경우 본 연구의 가설2가 지지되는 결과라고 볼 수 있다.<sup>16)</sup> 그런데, 중요한 사실은 실제 취득비율을 설명변수로 포함할 경우에는 취득 방법 더미변수가 유의성을 잃어버리게 된다. 이것은 시장에서 실제취득비율을 신뢰할만한 신호전달 수단으로 간주하고 있기 때문에 취득방법 더미변수는 추가적인 유의성을 갖고 있지 않는 것이다. 요컨대, 취득 공시에서 목표매입비율이 공시된다고 하더라도 투자자들은 간접취득에 한하여 기업들의 기회주의적 행동가능성을 감안하여 취득 방법 및 취득 비율에 대한 정보를 가격에 효율적으로 반영하고 있다고 해석할 수 있다.

저평가가설을 검증하기 위한 다른 변수들로서 사전비정상수익률(PACR)과 기업규모(LSIZE)변수를 포함하였다. 기업규모 변수의 경우 모든 모형에서 일관성을 갖고 있지는 않지만 일반적으로 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보여주고 있다. 기업규모가 작은 기업일수록 정보비대칭의 정도가 심하여 저평가 정도가 심하기 때문에 자기주식 취득 공시 후 주가반응이 크다고 해석되어서, 저평가가설을 지지하는 증거하고 할 수 있다. 저평가가설의 검증을 위한 사전누적비정상수익률(PCAR)의 계수는 음(-)의 값을 보여주고 있어서, 사전누적비정상수익률의 크기가 작을수록 저평가정도가 크다고 할 때, 저평가의 정도가 클수록 시장반응이 더 큼을 보여주고 있지만, 통계적 유의성을 발견할 수 없다. 이러한 결과는 유의성에서 다소 차이는 있지만 변진

15) 시장(유가증권시장, 코스닥)더미 변수를 포함하여 회귀분석한 결과 시장더미변수는 통계적으로 유의하지 않았으며, 시장더미변수의 포함여부가 다른 변수들의 유의성에 큰 영향을 주지 않았다.

16) 참고로, 변진호(2004)는 간접취득이 직접취득에 비하여 공시효과가 통계적으로 유의하게 더 큰 것으로 제시하고 있으며, 김수정·이윤구·설원식(2005)에서는 일관된 통계적 유의성을 발견하지 못하였지만 직접취득의 공시효과가 간접취득에 비해 더 크게 나왔으며, 정무권(2005)에 의하면 통계적으로 유의하게 직접취득이 간접취득에 비해 더 큰 공시효과를 보이는 것으로 보고하고 있다. 본 연구의 결과는 종합적으로 정무권(2005)의 연구와 동일한 결과를 보이는 것으로 해석할 수 있다.

호(2004), 김수정·이윤구·설원식(2005)의 연구와 동일한 결과이다.

매수합병가설의 검증을 위하여 대주주지분율(OWN)변수를 사용하였다. 이 변수의 계수는 일부 모형에서 통계적으로 유의한 정(+)<sup>17)</sup>의 값을 보여주고 있다. 매수합병가설이 타당하다면 대주주지분율의 계수는 음(-)의 값을 가져야 하지만, 본 연구의 결과는 일부 모형에서 통계적으로 유의한 정(+)<sup>17)</sup>의 값을 가지고 있어, 매수합병가설을 지지하지 못하고 있다. 이것은 대주주지분율이 클수록 시장에 주가 안정에 대한 강한 의지를 제공하는 신호효과로 작용되기 때문에 정(+)<sup>17)</sup>의 값을 가진다고 해석할 수 있다(설원식·김수정(2005)).

레버리지가설을 검증하기 위한 변수로서 부채비율(Debt)을 포함하였다. 레버리지가설이 타당하다면, 부채비율이 작을수록 자기주식을 취득하려는 유인이 클 것으로 기대되어 음(-)의 부호가 기대된다. 모든 모형에서 음(-)의 계수를 갖고 있지만, 통계적인 유의성을 발견할 수 없었다. 그런데, 우리나라의 경우 자기주식의 취득한도는 배당가능한 금액의 범위 내에서 허용되며 자금의 조달도 부채의 발행을 통한 취득은 금지되어 있기 때문에, 자기주식 취득이 부채비율의 변화와는 직접 관련되어 있다고 보기가 어렵다. 따라서 음(-)의 계수를 갖는 것은 기업의 부채비율이 낮을수록 기업의 재무적 유연성이 높아 시장에서 더욱 긍정적으로 반응하는 것으로 해석하는 것이 합리적인 것이다.

기타 변수들로서, 기업의 자기주식 취득 방법을 결정하는 요인들 중에서 유의한 변수들을 통계변수로 포함하였다. <표 5>에서 보는 것처럼, 현금흐름 변수는 주주의 부와 정(+)<sup>17)</sup>의 관계를 갖고 있으나

유의성이 없으며, 총자산수익률 변수는 유의한 음(-)의 관계를, 그리고 매출액성장률 변수는 음(-)의 관계를 갖으나 유의하지 않다.

<표 6>은 코스닥시장을 대상으로 동일한 분석을 실시한 결과이다. <표 6>에서도 표의 좌측은 목표매입비율을 설명변수로 포함한 결과이며, 우측은 실제매입비율을 이용한 결과이다. 목표매입비율을 사용할 경우, 유가증권시장과 동일하게 목표매입비율 변수는 정(+)<sup>17)</sup>의 유의한 관계를 보이고 있으며, 취득 방법 더미 변수는 음(-)의 유의한 계수를 보이고 있다. 즉, 목표매입비율이 증가할수록 주주의 부에는 정(+)<sup>17)</sup>의 유의한 영향을 미치고 있으며, 또한, 직접취득의 경우 간접취득에 비하여 주주의 부에 통계적으로 유의하게 더 큰 영향을 주고 있다는 것이다. 그런데, <표 6>의 우측에서 실제매입비율을 사용할 경우에는 실제매입비율만 통계적으로 유의한 정(+)<sup>17)</sup>의 관계를 보이고 있으며, 취득방법 더미변수는 유의성을 발견할 수 없다. 즉, 코스닥시장에서도 투자자들은 간접취득을 실시하는 기업의 취득 공시를 기회주의적인 행동으로 받아들이고 있다는 것을 알 수 있다.

저평가가설을 검증하기 위한 사전비정상수익률(PCAR)변수가 유가증권시장과는 달리 모든 모형에서 음(-)의 유의한 계수를 보이고 있어서 저평가 가설이 지지된다고 볼 수 있다. 반면, 기업규모(LSIZE)변수는 유가증권시장과 달리 유의하지 않다. 또한, 매수합병가설을 검증하기 위한 대주주지분율(OWN)변수도 유가증권시장과 달리 유의하지 않았다. 나머지 변수들에 대한 계수들은 유가증권시장의 결과와 유사하다.

17) 이러한 결과는 공재식(2005)의 연구가 코스닥시장에서 목표매입비율이 통계적으로 유의하지 않는 것과는 다른 결과이다.

〈표 5〉 누적비정상수익률(CAR)에 대한 횡단면 회귀분석: 유가증권시장<sup>18)</sup>

	유가증권시장 직접취득과 신탁계약(N=389): 목표매입비율(TFR)변수를 사용한 경우				유가증권시장 직접취득과 신탁계약 (N=389): 실제매입비율(REAL_TFR)변수를 사용한 경우			
Intercept	0.10905 (1.45)	-0.0039 (-0.27)	0.01682 (1.57)	0.12349* (1.69)	0.11604 (1.57)	0.00762 (0.56)	0.02538** (2.58)	0.13173* (1.80)
PCAR	-0.03813 (-1.55)	-0.0421 (-1.71)	-0.03409 (-1.4)		-0.03698 (-1.52)	-0.04047* (-1.67)	-0.03313 (-1.38)	
OWN	0.00046* (1.82)	0.00052** (2.06)		0.00034 (1.38)	0.000408 (1.62)	0.000466* (1.88)		0.00033 (1.34)
TFR or REAL_TFR	0.00531*** (4.82)	0.00512*** (4.63)	0.00484*** (4.39)	0.00487*** (4.61)	0.00571*** (4.45)	0.00556*** (4.33)	0.00527*** (4.12)	0.00522*** (4.18)
DEBT	-0.000008 (-0.22)	-0.00004 (-1.14)	-0.00005 (-1.31)		-0.000021 (-0.56)	-0.000056 (-1.51)	-0.000059 (-1.58)	
LSIZE	-0.00463* (-1.67)			-0.00481* (-1.82)	-0.00446 (-1.63)			-0.00486* (-1.83)
CF/TA	0.03151 (0.66)	0.06258 (1.24)	0.0613 (1.21)		0.04003 (0.86)	0.07476 (1.51)	0.07325 (1.47)	
ROA		-0.00172** (-2.25)	-0.00175** (-2.29)			-0.00179** (-2.38)	-0.00179** (-2.38)	
SALE_GROW		-0.000016 (-0.46)	-0.000017 (-0.5)	-0.00002 (-0.65)		-0.00002 (-0.66)	-0.000023 (-0.74)	-0.000024 (-0.77)
Method Dummy	-0.02054** (-2.48)	-0.02204*** (-2.65)	-0.01898** (-2.31)	-0.01992** (-2.54)	-0.01093 (-1.37)	-0.01209 (-1.51)	-0.00976 (-1.23)	-0.01297* (-1.66)
F-Value	4.97 (p≤0.0001)	4.68 (p≤0.0001)	4.7 (p≤0.0001)	6.27 (p≤0.0001)	4.35 (p=0.0001)	4.26 (p≤0.0001)	4.33 (p=0.0001)	5.49 (p≤0.0001)
R-square (adj.R)	0.0865 (0.0691)	0.0927 (0.0729)	0.0822 (0.0647)	0.0756 (0.0636)	0.074 (0.057)	0.0822 (0.0629)	0.0712 (0.0535)	0.0669 (0.0547)

주) ( )의 값은 t-값을 표시하고 있으며 \* 0.1에서 \*\*는 0.05에서 \*\*\*는 0.01 수준에서 유의함.

18) 회귀분석에 사용된 변수들의 이상치의 영향을 제거하기 위하여 상하 1%를 winsorize하여 회귀분석한 결과, 위와 유사한 결과를 보이고 있다.

〈표 6〉 누적비정상수익률(CAR)에 대한 횡단면 회귀분석: 코스닥시장<sup>19)</sup>

	코스닥시장 직접취득과 신탁계약(N=488): 목표매입비율(TFR)변수를 사용한 경우				코스닥시장 직접취득과 신탁계약(N=488): 실제매입비율(REAL_TFR)변수를 사용한 경우			
Intercept	0.03262 (0.24)	-0.01279 (-0.93)	0.00053 (0.05)	-0.0147 (-1.18)	0.12692 (0.93)	0.0038 (0.28)	0.0195** (2.1)	0.00269 (0.22)
PCAR	-0.04743* (-1.92)	-0.04849* (-1.97)	-0.04896* (-1.98)		-0.04722* (-1.87)	-0.04923* (-1.95)	-0.04971* (-1.96)	
OWN	0.00034 (1.43)	0.00035 (1.43)		0.00035 (1.43)	0.000402 (1.61)	0.000406 (1.62)		0.0004 (1.61)
TFR or REAL_TFR	0.00679*** (5.57)	0.00681*** (5.65)	0.0069*** (5.72)	0.00658*** (5.50)	0.00589*** (3.57)	0.00597*** (3.63)	0.00604*** (3.66)	0.00556*** (3.41)
DEBT	-0.000036 (-0.62)	-0.00005 (-0.82)	-0.00005 (-0.81)		-0.000013 (-0.22)	-0.000035 (-0.57)	-0.000035 (-0.56)	
LSIZE	-0.00198 (-0.36)				-0.00519 (-0.93)			
CF/TA	0.00917 (0.25)	0.01874 (0.48)	0.02475 (0.63)	0.0099 (0.27)	0.00596 (0.16)	0.01706 (0.43)	0.024 (0.6)	0.00538 (0.14)
ROA		-0.00037 (-0.65)	-0.00032 (-0.57)			-0.00047 (-0.8)	-0.00042 (-0.71)	
SALE_GROW		-0.000016 (-0.21)	-0.000023 (-0.3)	-0.000031 (-0.42)		-0.000019 (-0.24)	-0.000027 (-0.35)	-0.000036 (-0.49)
Method Dummy	-0.01661 (-1.11)	-0.02113** (-2.46)	-0.0198** (-2.32)	-0.02135** (-2.48)	0.00465 (0.31)	-0.00681 (-0.78)	-0.00507 (-0.59)	-0.00767 (-0.88)
F-Value	5.68 (p≤0.0001)	5.03 (p≤0.0001)	5.44 (p≤0.0001)	7.09 (p≤0.0001)	3.02 (p=0.0041)	2.65 (p=0.0076)	2.64 (p=0.011)	3.32 (p=0.0058)
R-square (adj.R)	0.0765 (0.063)	0.0774 (0.062)	0.0735 (0.06)	0.0685 (0.0588)	0.0422 (0.0282)	0.0423 (0.0263)	0.0371 (0.023)	0.0333 (0.0233)

주) ( )의 값은 t-값을 표시하고 있으며 \* 0.1에서 \*\*는 0.05에서 \*\*\*는 0.01 수준에서 유의함.

19) 회귀분석에 사용된 변수들의 이상치의 영향을 제거하기 위하여 상하 1%를 winsorize하여 회귀분석한 결과, 위와 유사한 결과를 보이고 있다.

## V. 결 언

본 연구의 목적은 직접취득과 간접취득의 제도적인 차이점으로 인하여 기업의 취득 방법 선택에 영향을 주는 결정요인들을 식별하고, 기업의 취득 방법 및 취득 비율의 결정에서 발생 가능한 기회주의적 행동 가설을 검증하고자 함에 있다. 지금까지의 선행연구에서는 주로 취득 방법이 주주의 부에 미치는 효과만을 비교하였음에 반하여, 본 연구는 두 방식의 제도적 특징을 구체화하여 이 두 방식의 선택 결정 요인들을 식별하며, 취득 방법 및 취득 비율의 결정 과정에서 발생 가능한 기회주의적 행동 가설을 실증적으로 분석한다는 점에서, 선행연구와 차별화된다. 이러한 점들을 고려하여, 본 연구는 2000년부터 2006년 사이에 자기주식 취득을 공시한 기업들 중에서 주가안정 목적으로 공시한 총 877건 (유가증권시장 389건과 코스닥시장 488건)의 표본에 한하여 분석을 실시하였다.

분석결과, 다음과 같은 사실들을 발견하였다. 첫째, 기업들은 재무적 유연성이 높을수록 직접취득을 선택한다. 즉, 유가증권시장을 대상으로 한 경우, 기업의 재무적 유연성이 클수록, 즉, 기업의 현금흐름 비율과 총자산수익률이 높고, 부채비율과 성장률이 낮을수록 직접취득을 선택하고 있다. 이러한 결과는 유가증권시장에 대하여 가설1이 지지되고 있음을 보이고 있다. 코스닥시장의 경우에는 다소 차이는 있지만 유사하게 기업의 현금흐름비율이 클수록 직접취득을 선택하고 있다. 다시 말해서, 주가안정을 목적으로 하고자 할 경우, 상대적으로 현금흐름이 양호하고 부채비율이 낮으며 수익성이 좋은 기업들은 기업 내부적으로 현금흐름에 여유가 있기 때문에 엄격한 요건이 요구되는 직접취득 방식을 선택하는 것

이다.

둘째, 취득 공시 당시 발표하는 목표매입비율은 간접취득의 크기가 직접취득에 비하여 더 크지만, 직접취득의 경우 목표매입비율의 96%이상을 실제로 취득하고 있으나 간접취득의 경우 목표매입비율의 73%(유가증권시장), 57%(코스닥시장) 정도만을 실제로 취득하고 있다. 이러한 결과로부터 간접취득의 목표 대비 실제취득비율은 직접취득의 목표 대비 실제취득비율보다 통계적으로 유의하게 더 낮아서 가설2를 지지하고 있다. 즉, 경영자들은 간접취득을 통해 자기주식을 매우 기회주의적으로 취득하고 있으며, 이러한 현상은 코스닥시장의 경우가 유가증권시장에 비하여 더욱 심하다는 것을 알 수 있다.

세 번째, 단일변량분석에서는 직접취득이 간접취득에 비하여 주주의 부에 더 큰 영향을 주는 것으로 나타났으며, 다변량분석에서도 목표매입비율로 통제된 경우에는 직접취득이 주주의 부에 유의하게 더 큰 영향을 주는 것으로 나타났다. 이러한 결과는, 투자자들이 목표매입비율 변수를 거짓신호의 가능성으로 인해 정보전달 신호로서 신뢰하지 못하기 때문에 취득방법 변수를 추가적인 변수로 유의하게 주가에 반영하는 것으로 해석된다. 반면, 다중회귀분석에서 실제매입비율 변수로 통제된 이후에는 취득방법 변수가 유의성을 상실하고 있다. 이 경우에는 실제매입비율 변수가 투자자들에게 신뢰할만한 정보전달 수단이 되기 때문에, 취득방법 변수의 의미가 없어진 것이다. 요컨대, 투자자들은, 기업이 간접취득을 공시할 때 실제 취득을 기회주의적으로 할 것이라는 정보를 시장에 효율적으로 반영하고 있음을 알 수 있다.

**참고문헌**

공재식(2005), "우리나라 기업의 자사주매입과 저평가가설-KSE기업과 KOSDAQ기업에 대한 실증비교-", **한국경영교육논총**, 40, 375-397.

김광록·윤성민(2005), "기업의 자기주식 취득제도와 취득동기에 관한 법·경제학적 고찰," **기업법 연구**, 19, 133-161.

김성민(2003), "자사주매입의 정보효과: 매입한도 확대를 중심으로," **재무관리논총**, 9, 69-93.

김수정·이윤구·설원식(2005), "이익소각 공시가 주주의 부에 미치는 영향 : 일반목적의 자사주 매입 공시와의 비교를 중심으로," **대한경영학회**, 18, 107-133.

김철교(1997), "자사주관리가 한국주식시장에 미치는 영향에 관한 연구," **재무연구**, 13, 169-195.

변진호(2004), "저평가 자사주 매입 공시의 허위정보 신호효과와 장기성과," **증권학회지**, 33, 207-248.

변진호·표민교(2006), "자사주 매입 기회주의 가설과 대주주의 보유주식 매도 거래," **경영학연구**, 35, 695-716.

설원식·김수정(2005), "자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향-취득 및 처분목적에 중심으로-", **재무관리연구**, 22, 37-69.

설원식·김수정·장호운(2004), "자사주 매입이 기업의 배당 및 장기성과에 미치는 영향," **산업경제연구**, 17, 1291-1315.

신민식·이윤구(2007), "자사주매입에 대한 잉여현금흐름 가설 검증," **재무관리연구**, 24, 59-83.

연태훈(2005), "기업경영권 방어와 자사주 보유에 대한 분석," **기업경영권에 대한 연구**, **한국개발연구원**, 287-336.

우춘식·신용균(1996), "주식재매입의 효과에 관한 실증적 연구," **증권금융연구**, 2, 97-114.

윤성민·김정희·이미정(2004), "자사주매입의 동기," **사회경제평론**, 23, 85-120.

이용교·정성창(1999), "자기주식 처분과 정보신호가설," **회계정보연구**, 12, 235-254.

이익규·주상룡(2005), "자사주매입동기에 관한 연구," **재무관리논총**, 11, 243-273.

이태희·김철규·임병문(2000), "자사주매입 공시 후 주가수익률의 추세분석," **재무관리연구**, 18, 193-213.

정무권(2005), "자사주매입 선언에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화," **재무연구**, 18, 67-99.

정성창(2004), "자사주취득과 유상증자: 불공정가능성의 제기," **증권학회지**, 33, 123-156.

정성창·이용교(1996), "자사주매입과 자사주펀드 제도의 유효성 분석," **재무연구**, 11, 241-271.

정성창·이용교(2001), "자기주식 매입 전략과 기업의 가치," **재무연구**, 14, 59-88.

Bagnoli, M., R. Gordon and B. L. Lipman(1989), "Stock Repurchase as a Takeover Defense," *Review of Financial Studies*, 2, 423-443.

Bagwell, L. S.(1991), "Share Repurchase and Takeover Deterrence," *Rand Journal of Economics*, 22, 72-88.

Bagwell, L. S. and J. B. Shoven(1989), "Cash Distribution to Shareholders," *Journal of Economic Perspectives*, 3, 129-140.

Chou, D. and J. Lin(2004), "False Signals from Open-Market Stock Repurchases Announcement: Evidence from Earnings Management and Analysts' Forecast Revisions," *SSRN Working Paper*.

Comment, R. and G. A. Jarrell(1991), "The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases," *Journal of Finance*, 46, 1243-1271.

Dann, L. Y.(1981), "Common Stock Repurchase: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders," *Journal of Financial Eco-*

- nomics*, 9, 113-138.
- Denis, D. J.(1990), "Defensive Changes in Corporate Payout Policy: Share repurchases and Special Dividends," *Journal of Finance*, 45, 1433-1456.
- Dittmar, A.(2000), "Why do firms repurchases stock?" *Journal of Business*, 73, 331-355.
- Fenn, G. W., and N. Liang(1998), "Good News and Bad News about Share Repurchases," *SSRN Working Paper*.
- Fried, J. M.(2001), "Open Market Repurchases: Signaling or Managerial Opportunism?," *Theoretical Inquiries in Law*, 2, 865-894.
- \_\_\_\_\_, "Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases," *California Law Review*, 93, 1323-1386.
- Grullon, G., and R. Michaely(2002), "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis," *Journal of Finance*, 57, 1649-1684.
- \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ (2004), "The Information Content of Share Repurchase Programs," *The Journal of Finance*, 59, 651-680.
- Hovakimian, A., T. Opler and S. Titman(2001), "The Debt-Equity Choice," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-24.
- Kahle, K.(2002), "When a buyback isn't a buyback: open market repurchases and employee options," *Journal of Financial Economics*, 63, 235-261.
- Lakonishok, J. and T. Vermaelen(1990), "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers," *Journal of Finance*, 45, 455-477.
- Lee, B. S. and J. W. Suh(2008), "Determinants of Share Repurchases: International Evidence," *SSRN Working Paper*.
- McNally, W. J.(1999), "Open Market Stock Repurchase Signaling," *Financial Management*, 28, 55-67.
- Nohel, T. and V. Tarhan(1998), "Share Repurchase and Firm Performance: New Evidence on the Agency Costs of Free Cash Flow," *Journal of Financial Economics*, 49, 187-222.
- Persons, J. C., "Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases: Dutch Auction versus Fixed Price Tender Offers," *Journal of Finance*, 49, 1373-1402.
- Von Eije, H. and W. Megginson(2008), "Dividends and Share Repurchases in the European Union," *Journal of Financial Economics*, 89, 347-374.

## The Determinants of Stock Repurchase Methods and the Test of Opportunistic Behavior Hypothesis

Young-Whan Kim\* · Sung-Chang Jung\*\*

### Abstract

For conducting stock repurchases, firms are supposed to choose one of the repurchasing methods between direct open market stock repurchase and indirect stock repurchase through trust contracts with financial institutions. The regulation governing direct stock repurchases requires firms to complete the repurchases within three months from the date of announcement, but the rule on indirect repurchases allows financial institutions (or firms) to repurchase as well as reissue stocks anytime within two years. In particular, the firms choosing indirect repurchases have no obligation to complete repurchases within the contract period. They may reissue the repurchased stocks also. These differences in regulation on repurchasing methods have significant implications on the value of firms.

From those differences, we can hypothesize that those firms which are more financially flexible are more likely to choose direct open market stock repurchases than indirect stock repurchases. Without financial flexibility, firms cannot commit themselves to complete the repurchases within three months. We can also make the hypothesis that the fraction of shares repurchased in the indirect stock repurchases is lower than that in the direct stock repurchases. That is, the firms which choose the indirect stock repurchases are more likely to repurchase the shares opportunistically.

Previous studies on this topic have simply analyzed the shareholder wealth effects of two different methods. Extending the previous analyses, this study examines the determinants of decision making on repurchasing methods, and also tests the hypothesis of opportunistic

---

\* 1st Author, Postdoctoral, BK21 @Biz Convergence Team, College of Business Administration, Chonnam National University, podo92@hanmail.net

\*\* Corresponding Author, Professor of Finance, BK21 @Biz Convergence Team, College of Business Administration, Chonnam National University, scjung@chonnam.ac.kr

behavior which may occur in the process of firms' decision making on the targeted fraction of shares to be repurchased and actual fraction of shares repurchased.

This study investigates 877 stock repurchase disclosures from January 2000 to December 2006 in the Korean security market. The total sample consists of 404 direct stock repurchases (open market stock repurchases) and 323 indirect stock repurchases through trust contracts. We find the following results. First, the firms which choose the direct stock repurchases have significantly higher financial flexibility than the firms which use the indirect stock repurchases. Those firms using open market repurchases have higher cash flow and profitability ratios, and lower debt and growth ratios than those firms choosing indirect stock repurchases.

Second, those firms choosing indirect repurchases repurchase the shares more opportunistically than those firms using direct repurchases. The actual fraction of the number of shares repurchased over the number of shares announced in the direct repurchases is more than 96%. However, it is 72.98% (in the stock market) and 67.34% (in the KOSDAQ market) in the indirect stock repurchases.

Finally, that the firms choosing the indirect stock repurchases may repurchase the shares more opportunistically is reflected in the stock prices of these firms. To evaluate how the information about opportunistic behaviors are revealed in the stock prices, we regress the announcement period Average Cumulative Abnormal Returns (CARs) on proxies for theories of stock repurchases and control variables. When the targeted fraction of shares to be repurchased is included in the regression models, the dummy variable of repurchasing method is significant. However, when the actual fraction of the number of shares repurchased is included in the regression, the method dummy is not significant.

The results suggest that when firms announce the targeted fraction of shares to be repurchased in the cases of indirect repurchases, investors can interpret that the targeted fractions may convey a false signal and the repurchasing method has a significant effect on stock prices. In contrast, investors regard the actual fractions of shares repurchased as reliable signals. Therefore, when the actual fraction of shares repurchased is included in regression model, the dummy variable of repurchasing method is not significant.

Key words: Open Market Stock Repurchase, Trust Contracts, Targeted Fraction of Shares to be Repurchased, Actual Stock Repurchases, Opportunistic Behavior Hypothesis