

Effect of Treasury Shares on Firm Value: Evidence from Korea^{*}

Woojin Kim, *Professor, Seoul National University*

Jieun Im^{**}, *Assistant Professor, Hansung University*

<Abstract>

This study examines how treasury shares held by Korea's publicly traded firms may affect firm value. Unlike in the U.S., where repurchased shares are immediately subtracted from market capitalization, and thus, constitute a genuine payout mechanism, Korean stock market practice retains the value of repurchased shares in market capitalization, effectively treating treasury shares as a form of an asset. Korean investors do not consider share repurchase as a payout mechanism until the repurchased shares are formally cancelled. We find that share repurchases are followed by positive market reactions, which is consistent with the results of previous research, but the reactions are even larger on the cancellation disclosure date. More importantly, firms with larger treasury shares in stock exhibit a 24% lower Tobin's q compared to those firms with smaller treasury shares. These findings suggest that the market anticipates that treasury shares may be used as a potential anti-takeover measure at a later date, which is reflected in the current market value.

Keywords: Treasury Shares; Firm Value; Share Repurchase and Retirement; Stock reaction; Payout

JEL Classification: G34, G35, G38

* We are grateful for comments from two anonymous referees. This research is financially supported by Hansung University. Also, this work is supported by Institute of Management Research at Seoul National University. This study is based on the policy research report submitted to the Korea IR Service (KIRS) in 2020.

** Corresponding Author. Address: School of Social Science, Hansung University, 116 Sanseongyo-ro 16gil, Seongbuk-gu, Seoul, Korea 02876; E-mail: jieunim@hansung.ac.kr; Tel: +82-2-760-4051.

Received: February 17, 2021; Accepted: April 13, 2022

자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향*

김 우 진 (서울대학교 교수)

임 지 은 (한성대학교 조교수)**

< 요약 >

본 연구는 국내 상장기업들을 대상으로 유량(flow)으로서의 자사주 매입에 대하여, 저량(stock)으로서의 자사주 보유가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석하였다. 실증 분석 결과, 자사주 매입은 주가에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 매입 공시보다는 오히려 소각 공시 이후 주가가 더 증가하는 것을 발견하였다. 이러한 연구 결과는 소각과는 무관하게 자사주 매입 자체가 주주 환원으로 인식되는 미국과는 달리 국내에서는 자사주 매입 사건과 소각사건이 시장에서 구분되어 인식되고 있음을 암시한다. 반면, 자사주를 많이 보유한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치(Tobin's q)가 통계적으로 유의하게 약 24%p 낮은 것으로 나타났다. 이는 자사주 매입 즉시 시총에서 제외되는 미국과 달리 국내에서는 보유중인 자사주가 추후 경영권 방어 등 주주가치에 부정적인 목적으로 사용될 가능성을 시장이 인식하는 것으로 해석할 수 있다.

핵심 단어 : 자사주 보유, 기업가치, 자사주 매입과 소각, 주가반응, 주주환원

JEL 분류기호: G34, G35, G38

* 본 논문에 대해 유익한 조언을 해 주신 두 분의 익명의 심사자께 진심으로 감사의 말씀을 드립니다. 본 연구는 한성대학교 신진교원 학술연구비 지원과제입니다. 또한 한국IR협회에 제출된 정책 연구보고서를 바탕으로 진행되었음을 밝힙니다. 본 연구는 서울대학교 경영연구소 연구비 지원에 의해 이루어졌습니다.

** 연락담당 저자. 주소: 서울시 성북구 삼선교로 16길 116 한성대학교 연구관, 02876;
E-mail: jieunim@hansung.ac.kr; Tel: 02-760-4051

1. 서론

전통적으로 주주 환원 정책이라 함은 현금 배당만을 지칭하였으나 근래에는 자사주 매입 또한 주주 환원 정책의 일환으로 인식되고 있다.¹⁾ 미국에서는 1982년 “Safe Harbor Rule”(SEC Rule 10b-18) 도입 이후 상장 기업의 자사주 매입이 급격히 증가하였으며, 전통적인 현금 배당을 보완하거나 심지어 대체하는 양대 주주 환원 정책으로 자리매김해 왔다. 국내에서도 배당과 자사주 매입을 통칭하여 주주 환원 정책(payout policy)이라고 칭하고 있다.

주주 환원에 있어서 배당과 자사주 매입의 차이점은 배당은 모든 주주들에게 똑같이 적용이 되는 반면, 자사주 매입은 해당 주식을 회사에게 매각한 주주들이 회사로부터 현금을 받아서 주주환원이 이루어 진다는 점이다. 즉, 배당은 모든 주주에게 환원이 이루어지지만 자사주 매입은 특정 주주들에게만 환원이 이루어진다. 미국에서는 자사주 매입시 기존주주들에게 환원되는 부분만큼 배당락과 유사하게 기업가치(시가총액)가 기계적으로 줄어들게 되는데, 자사주 매입이 주식의 저평가에 대한 신호 기제로 작동하거나, 기존 주주들의 비례적 지분율을 증가시켜 대리인 문제를 완화할 것으로 시장에서 인식하는 경우에는 이론적으로도 주가 상승이 가능하다.

한편, Kim and Lim(2017)에서는 국내 기업들은 취득한 자사주의 대부분을 소각하지 않고 보유하거나 재매각하는 경향이 있음을 보고하고 있다. 매입한 자사주를 시장에 재매각하는 것은 이론적으로 신주 발행과 유사하므로 기존주주에게 돌아갔던 환원분이 다시 기업 내로 회수되는 효과가 발생하게 된다. 따라서 국내에서는 자사주 매입이 소각으로 이어지지 않은 경우에는 매입 시점에서 이를 주주 환원이라고 보기 어려운 측면이 있다. 상생협력세제(구 기업소득환류세제)에서도 자사주 매입이 주주환원정책으로 인정받기 위해서는 자사주를 매입한지 한 달 이내에 소각해야 한다. 즉, 국내에서는 자사주 매입이라는 이벤트와 소각이라는 이벤트가 구분되어 인식되는 것을 알 수 있다. 한국지배구조원에서 2019년 9월에 발간한 KCGS 보고서에 따르면 자사주 매입 및 소각의 전체규모는 매년 일정치 않아 예측이 어려우며, 소수의 상위 기업이 전체 매입 및 소각에서 과반수 이상의 비중을 차지하는 것으로 나타났다. 매입보다 소각에서 소수기업의 소각규모 편중이 훨씬 심한 편이며, 기업차원의 소각은 매입에 비해 활발히 이루어지지 않고 있다고 보고하고 있다.

이에 본 연구에서는 현재 국내에 상장된 기업들의 자사주 매입·처분·소각·보유현황을 살펴 보고, 유량(flow)으로서의 자사주 매입뿐만 아니라, 저장(stock)으로서의 자사주 보유량이

1) 종전 상법에서 “회사는 일정한 경우 외에 자기의 계산으로 자기의 주식을 취득하지 못한다.”라고 규정하여 자기주식 취득을 원칙적으로 금지하고 예외적인 경우에 허용하였다. 그러나 2011년 개정된 개정상법(제341조)에서는 “회사는 일정한 방법과 범위 내에서 자기의 명의로 계산으로 자기의 주식을 취득할 수 있다.”고 규정하여 자기주식 취득을 원칙적으로 허용하는 것으로 변경되어 자유로운 자기주식 취득이 가능해졌다.

기업가치에 미치는 영향을 각각 구분하여 분석해 보고자 한다. 현재 보유 중인 자사주를 매입된 자사주의 누적이라고 본다면, 자사주 보유량은 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다고 생각할 수도 있다. 반면, 국내에서는 보유 자사주를 추후 매각함으로써 주주환원 효과를 상쇄시킬 수 있으며, 우호세력에게 매각하는 경우에는 경영권 방어 효과도 도모할 수 있으므로, 자사주 보유량과 기업가치간의 관계는 사전적으로는 명확하지 않으며, 따라서 실증 분석이 필요하다.

실증 분석 결과, 국내 기업의 자사주 매입은 주가에 긍정적인 영향을 미치는 반면 자사주 보유량은 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 우선, 자사주 매입 시점뿐만 아니라 소각 공시시점에도 긍정적인 주가 반응을 확인하였다. 특히, 자사주 매입 공시보다 소각 공시 이후 주가가 더 증가하는 것으로 나타났으며, 코스피의 경우에는 소각 시점의 반응이 매입 시점보다 약 2배 크게 나타났다. 즉, 주주환원으로서의 효과가 자사주 매입시점과 소각시점에 나뉘어서 나타나는 것으로 보이며, 이는 자사주 매입시에는 추후 처분 등의 불확실성을 고려하여 주주 환원의 효과가 주가에 일부만 반영되었다가 소각시 그 불확실성이 해소되면서 더 크게 주가반응이 나타나는 것으로 해석할 수 있다.

다음, 유량(flow)으로서의 자사주 매입에 더하여, 저량(stock)으로서의 자사주 보유가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석을 진행하였다. 분석결과, 자사주를 상대적으로 많이 보유한 기업의 기업가치는 그렇지 않은 기업에 비해 Tobin's q는 약 24%p, 시장-장부가비율(M/B)은 약 43%p 정도 낮은 수준을 보임을 발견하였다. 저량(stock)으로서의 자사주 보유가 많을수록 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 효과는 유량(flow)으로서의 자사주 매입, 처분, 소각 등의 활동을 통제한 다변량 분석에서도 동일하게 나타났다.

이러한 분석결과는 일정 수준 이상의 자사주를 지속적으로 평균보다 많은 양을 보유하는 것이 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있음을 암시한다. 이는 미국의 경우 자사주 매입이 바로 주주환원으로 이어지지만 국내 기업 현실상, 자사주 매입이 바로 주주환원으로 연결되지 않고, 향후 경영권 보호 등을 위해 재매각 될 가능성에 기인하는 것으로 해석된다. 따라서 자사주가 매입 즉시 시가총액에서 제외되지 않는 현재의 국내 관행상, 자사주 매입이 주주환원 정책의 일환으로 시장에서 평가받기 위해서는 단순히 매입에 그치지 않고 최종적으로 소각까지 이루어져야 함을 시사한다. 아울러 미국과 유사하게 매입 즉시 시가총액에서 제외하는 방향으로의 제도 개선을 검토해 볼 필요가 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 서론에 이어 제2장에서는 자사주 매입 동기에 대한 이론적 배경 및 선행연구를 소개하고, 이에 기초하여 실증분석을 위한 가설을 설정한다. 제3장에서는 데이터 및 표본의 구성에 대해 설명한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 보고하고 해석하며, 제5장에서는 위와 같은 실증 분석 결과를 토대로 정책적 시사점을 포함한 결론을 제시한다.

2. 이론적 배경 및 가설 설정

2.1 자사주 매입 동기에 대한 이론적 배경

2.1.1 Miller and Modigliani의 배당 무관련성 이론

Miller and Modigliani(1961)의 배당 무관련성 이론에 따르면 기업이 배당을 주는 것은 주식의 가치(valuation of shares)에 영향을 미치지 않는다. 이에 따라 배당과 동일하게 취급되는 자사주 매입 또한 주식의 가치에 특별한 영향을 미치지 않으며 주주환원 정책의 일환으로 여겨졌다. 주주환원에 있어서 배당과 자사주 매입의 차이점은 배당은 모든 주주들에게 똑같이 적용이 되고, 자사주 매입은 해당 주식을 회사에게 판 주주들에게만 회사로부터 현금을 받아서 주주환원이 이루어진다는 점에 있다. 그러나 자사주 매입 시 공정 가치(fair value)로 이루어지기 때문에 주주환원이 되는 대상이 다른 것일 뿐 일방적으로 한쪽이 유리한 것은 아니다. Jagannathan et al.(2000)에 따르면 일시적인 현금흐름을 처분해야 할 경우에는 자사주를 매입하고, 지속적인 현금흐름이 창출된다면 배당을 올리는 경향이 있다고 보고되고 있다. 실증연구결과 자사주 매입과 배당은 서로 대체관계에 있는 것이 아니라 보완적인 관계에 있음을 암시한다.

2.1.2 불완전 시장에서의 자사주 매입동기에 대한 이론 및 연구

Miller and Modigliani(1961)의 전통적인 이론에서 주장하는 배당과 자사주 매입의 주주 가치 무관련성 이론과 달리, 불완전 시장에서는 자사주 매입과 주주가치 제고의 연관성이 존재한다. 즉, 대리인 문제와 정보비대칭과 같은 여러 가지 시장마찰(market friction)을 도입하면 자사주 매입이 주주가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 그러나 주가 부양 외에도 경영권 방어나 임직원의 스톡옵션부여 등과 같은 목적으로 경영자가 자사주를 매입할 유인이 존재한다.

2.2 자사주 매입 동기에 대한 선행 연구

2.2.1 주가 부양 및 주주가치 제고

경영진과 투자자들 간에 정보 비대칭(Information asymmetry)이 존재하는데, 배당 및 자사주 매입은 경영진이 가지고 있는 긍정적인 미래 현금흐름에 대한 정보의 신호(signaling)로 해석될 수 있으므로 주가에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. Vermaelen (1984)에서는 이 신호 모델(signaling model)을 이용하여 자사주 매입시 긍정적으로 반응하는 시장에 대한 설명을 제시하였다. 즉, 외부 투자자들 보다 경영진들은 회사의 미래 수익성에 대해 더 많은 정보를 가지고 있고, 자사주의 매입이 이러한 정보를 전달하는 믿을 만한 신호로 사용될 수 있음을 보여주었다. 또한 Comment and Jarrell(1991)에서는 공개시장에서 자사주를 매입하게 되면 평균적으로 2%의 비정상수익률을 얻고, 공개매수(tender

offer)를 통한 자사주 매입이 진행된다면 평균적으로 11%의 비정상수익률을 얻는다는 실증 분석결과를 보고하였다.

뿐만 아니라 자사주 매입은 회사의 자사주식의 보유비율을 높임으로써 대표적인 대리인 문제(agency problem)인 주주와 경영진 간의 이해충돌(conflict of interest)문제를 완화시키는 역할을 한다. Jensen(1986)의 여유현금흐름(free cashflow) 가설에 의하면 기업 내에 여유 현금흐름이 존재하면 대리인으로서의 경영자는 무분별한 기업규모확장(empire building), 자신의 효용을 증가시키기 위한 낭비적 소비(perquisite consumption) 혹은 과잉투자(overinvestment) 등의 형태로 주주가치의 증가에 반하는 의사결정을 하며 기업가치의 하락을 초래할 가능성이 있다. 따라서 배당을 실시하거나 자사주 매입을 통해 기업에서 현금의 유출이 이루어지면 방만한 경영을 제어하는 차원에서 주주가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 이러한 논의에 따르면 다음과 같은 가설을 설정할 수 있다.

가설 1: 자사주 매입은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

가설 1은 다수의 국내외 연구를 통해 이미 확인된 바 있지만, 본 연구에서는 실증 분석을 통해 우선 이 결과를 재확인하고자 한다.

미국의 경우 자사주를 매입하는 즉시 회계상 자본계정에서 차감됨은 물론, 시가총액에서도 제외된다. 따라서 추후 실제 소각 여부에 상관없이 자사주에 대한 분석은 매입 시점에 종료되며, 더 이상의 추가 분석이 필요하지 않다. 반면, 국내에서는 매입 자사주가 회계적으로는 자본 차감 계정으로 처리되지만, 시가총액에는 계속 포함되어 있으며, 자사주를 일종의 자산으로 인식하는 시각이 업계에 널리 퍼져 있다. 따라서, 자사주 매입의 동기 중 하나로 흔히 거론되는 유통주식수의 감소로 인한 주당 순이익(EPS) 등 주당가치를 나타내는 지표들이 개선되는 것이 한국에서는 소각으로 이어질 때에만 충족되고, 매입 시점에서는 충족되지 않는다. 이처럼, 국내 투자자들은 자사주 매입을 온전한 주주환원으로 인정하지 않으며, 추후 소각이 되어 시가총액에서 제외되어야 진정한 주주환원으로 인식한다. 상생협력세제(구 기업소득환류세제) 등 세법상으로도, 매입한 자사주를 1개월 이내에 소각할 경우에만 배당으로 인정한다. 이러한 국내 현실에 따르면, 다음과 같은 가설이 추가적으로 성립한다.

가설 2: 자사주 소각은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

2.2.2 경영권 방어

Bagwell(1991)에서는 적대적 인수의 위협이 존재할 때 자사주 매입이 인수비용을 증가시키는 역할을 하기 때문에 경영권 방어 수단으로 사용될 수 있다고 보고한다. 기업이 자사주를 매입하게 되면 그 기업의 가치를 가장 낮게 평가하는 투자자로부터 주식을 매입하게 되므로 기업은 적대적 인수자가 지배력을 얻기 위해 지불해야 하는 가격을 높여 잠재적인 인수를 더 비싸게 만든다. Joh and Ko(2007)는 지배주주의 사적 이익이 높은 신흥 시장에서 소유

지배구조가 자사주 매입에 미치는 영향을 살펴보았다. 소유권이 집중된 회사는 종종 현금 배당금을 지불하는 반면, 지배력이 약한 회사는 자사주를 매입하는 것으로 나타났으며 이러한 결과는 지배주주가 지배권을 보호하기 위해 자사주를 매입하는 것을 시사한다. 자사주는 배당권과 의결권이 없으므로 분모를 줄임으로써 기존주주들의 의결권이 증가하는 효과가 있고, 추후에 경영권 위협이 있을 때 우호세력에게 매각할 용도로 자사주를 매입할 가능성도 존재한다.

실제로 보유하고 있던 자사주를 매각해서 우호지분을 확보한 삼성물산과 KCC의 국내 사례가 있다.²⁾ 미국계 헤지펀드 엘리엇 매니지먼트(엘리엇)와 삼성그룹의 지분 확보 경쟁에서 KCC가 삼성물산이 보유한 자사주 899만주(지분율 5.76%)를 전격 인수하며 삼성 측 백기사를 자처하였다. 삼성물산이 자사주 상태로만 가지고 있으면 의결권이 없지만, 이를 우호주주에게 팔 경우 의결권이 되살아나 삼성물산의 자사주 처분 완료 시 우호 지분이 13.99%에서 19.75%로 증가한다. 만약에 매입한 자사주를 제3자에게 처분하지 않고 신주 발행을 통해 우호지분을 확보했다면 법적으로 문제가 될 소지가 있기 때문에 자사주를 활용한 것으로 보인다. 이처럼 한국에서는 경영권 방어 수단이 부족하여 자사주를 활용한 경영권 방어가 불가피하다는 재계 의견이 다수 존재한다.

Jung and Kim(2013)은 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였는데, 경영권 방어수단(초다수결의제, 황금낙하산)을 도입한 기업일수록 자기주식 취득을 하지 않으며, 취득을 하더라도 취득비율을 줄이고 있는 것으로 나타났다. 반면에 경영권 방어수단과 배당 간의 관계는 유의하지 않은 것으로 나타나, 경영권 방어수단은 배당보다 자사주 매입에 더 영향을 주는 것으로 보인다. 또한 Kim and Lim (2017)의 연구에서는 자사주의 처분과 관련한 국내외 사례 및 제도를 살펴보고, 국내 기업들이 자사주를 취득한 이후 이를 어떻게 처분하고 소각하는지를 실증적으로 분석하였다. 분석 결과, 국내 기업들은 취득한 자사주의 대부분을 소각하지 않고 보유하거나 재매각하는 경향이 있음을 발견하였다. 기업지배구조가 양호한 기업들의 경우 취득한 자사주를 소각하는 경향이 더 두드러진 반면, 기업지배구조가 나후되어 있을수록 자사주 처분을 많이 하는 것으로 나타났으며, 특히 매각되는 자사주가 발행주식 총수의 10% 이상인 경우, 즉 경영권 방어와 밀접한 관계가 있는 것으로 추정되는 대규모 매각인 경우에 더욱 명확하게 나타났다. 이러한 연구 결과는 자사주가 기존 지배주주의 경영권 보호를 위해 활용되고 있음을 실증적으로 보여줌으로써 최근 논의 중인 상법 개정안에 대한 정책적 시사점을 제시하였다.

이처럼, 한국에서는 미국과 달리 관행적으로 매입한 자사주를 시가총액에 포함하고 있을 뿐만 아니라, 기업들이 보유하고 있는 자사주가 추후 경영권 방어 등의 목적으로 활용될

2) 한국일보, 2015. 06. 10, “삼성물산, KCC에 자사주 매각… 엘리엇 반대에 초강수 맞대응”, <https://www.hankookilbo.com/News/Read/201506101988571505>.

가능성이 존재하기 때문에 유량(flow)으로서의 매입 및 소각 이외에도 저량(stock) 개념의 자사주 보유의 효과를 분석해 볼 필요가 있으며, 이것이 바로 이 논문의 핵심적인 학술적 기여도에 해당한다. 사전적으로 자사주 보유량이 기업가치에 미치는 영향은 양 방향이 모두 가능하다. 현재 보유중인 자사주는 과거에 누적된 자사주 매입의 결과이고, 자사주 매입시 기업가치가 상승한다면, 누적된 자사주 보유량과 기업가치 사이에는 양의 상관관계가 존재할 수 있다.

가설 3-1: 자사주 보유량은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다.

반면, 전술한 바와 같이 국내에서는 자사주 매입만으로는 주주환원의 효과가 아직은 불확실하고, 소각에 이르러야만 온전한 주주환원으로 인식하는 경향이 있다. 만약 매입된 자사주가 소각되지 않고 계속 누적되어 추후 경영권 방어 등의 목적으로 사용될 것으로 기대된다면, 자사주 보유량과 이 가능성을 반영한 현재의 기업가치 간에는 오히려 음의 상관관계가 발견될 수도 있다.

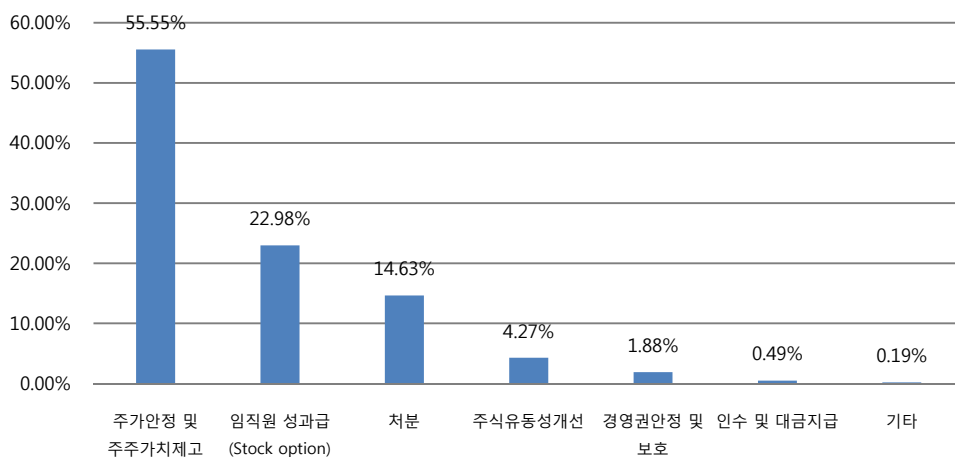
가설 3-2: 자사주 보유량은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것이다.

2.3 공시된 자사주 매입 목적

국내 상장된 기업을 대상으로 1992년 11월 5일부터 2019년 11월 6일까지 이루어진 자사주 매입공시 데이터를 활용하여 실제로 기업들이 공시한 내용에 포함된 자사주 매입 목적을 분석해 보았다. 분석결과 자사주를 매입하는 가장 큰 목적은 주가안정 및 주주가치

〈그림 1〉 공시기준 자사주 매입 목적

이 그림은 국내 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 1992년 11월 5일부터 2019년 11월 6일까지 이루어진 자사주 매입공시 데이터를 활용하여 실제로 공시내용에 포함된 자사주 매입 목적을 분석한 결과를 나타낸다.



제고로 55.55%를 차지하였고, 스톡옵션 같은 임직원의 성과급 지급 목적으로 자사주를 매입하는 경우가 22.98% 존재하였다. 그 다음으로 처분 목적으로 매입하는 경우는 14.63% 정도 존재하며 주식유동성을 개선하려는 목적에서 자사주를 매입하는 경우도 4.27%를 차지하는 것으로 나타났다. 뿐만 아니라 경영권 안정 및 보호를 위해 매입하는 경우도 약 2% 정도 있는 것으로 파악이 되며, 이는 자사주 매입시점에서 지배주주의 비례적 지분을 높이는 것뿐만 아니라 추후 우호적인 세력에게 매각할 용도로 자사주를 매입했을 가능성이 있다. 인수 및 대금지급도 0.49%정도 존재하는데 이는 신주발행 비용을 절감할 목적으로 자사주 매입을 활용한 것으로 해석해 볼 수 있다.

3. 연구 표본의 구성

3.1 분석대상 표본 및 자료수집

본 연구는 한국거래소 유가증권 시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 모든 제조기업을 분석대상으로 하였으며 금융산업은 자본구조의 의미가 제조기업들과 차이가 있으므로 제외하였다. 표본기간은 자사주 자료가 존재하는 기간인 2004년부터 2018년까지이고, 연구대상 기업 수는 총 1,860개이다. 한국상장회사협의회(Korea Listed Company Association: KLCA)에서 제공하는 데이터베이스인 TS2000에서 자기주식 취득 및 처분현황 자료를 추출하여 자사주 매입, 처분, 소각자료를 구축하였다. 연구모형에 포함된 기업특성 변수를 구축하기 위한 기업의 재무회계 자료는 에프앤가이드에서 추출하였다.

또한 에프앤가이드에서 제공하는 자사주 매입 및 소각 공시날짜 및 주가자료를 이용하여 사건연구(event study)를 진행하였다. 분석기간은 데이터베이스에서 유효한 최초시작기간부터 산정하여, 자사주 매입은 1992년 11월 5일부터 2019년 11월 6일까지 이루어진 공시 기준으로 진행하였고, 자사주 소각은 1999년 12월 27일부터 2019년 11월 6일까지의 공시 기준으로 진행하였다. 보통주, 우선주, 상장폐지, 관리종목을 모두 포함하였으며, 벤치마크가 되는 시장지수를 유가증권시장지수(KOSPI)와 코스닥지수(KOSDAQ)로 구분지어 각각 분석을 진행하였다. 사건 기준일은 해당 공시일이고, 사건 구간은 공시전 10일 전부터 공시후 10일 후까지로 산정하였으며 추정기간은 사건구간 이전 250일로 하였다.

3.2 변수 구성 및 정의

3.2.1 자사주 변수: 자사주와 관련된 각 활동 변수

TS keep는 자사주 보유 비중을 나타내는 변수로서 기업이 자사주를 보유하고 있는 정도를 나타낸다. 중앙값(median)을 초과하는 수준의 자사주를 보유하고 있으면 1의 값을, 그렇지 않을 경우에는 0의 값을 부여하는 더미변수(TS)를 이용하여 자사주 보유 비중이 높을 때와 낮을 때로 나누어서 분석을 실시하였다. 이 밖에 자사주를 매입한 경우는 Buy 더미, 처분한

경우는 Sell 더미, 소각한 경우는 Retire 더미를 부여하여 분석을 진행하였으며, 자사주매입 비율 변수인 Buy ratio는 매입한 자기주식수를 평균자기주식수로 나누어 구하였다.

3.2.2 기업가치 변수

본 연구에서는 토빈의 큐(Tobin's q)와 시장-장부가 비율(Market to Book ratio)을 이용하여 기업가치를 측정하였다. 이 두 변수의 차이는 부채의 포함 여부로, 토빈의 큐(Tobin's q)는 부채가 포함되어 있는 개념이며 부채는 시장가치를 구하기가 어렵기 때문에 장부가치를 이용하였다. TQ1과 TQ2의 차이는 우선주에 대해서 시장가격과 장부가격의 적용여부 차이이며, 시장-장부가 비율(Market to book ratio)은 자기자본(equity)만 가지고 시장가격(market value)을 장부가격(book value)으로 나누어 산출한 값으로, 기업가치 분석시 보편적으로 사용하는 변수이다. 일반적으로 산출하는 시장가치에는 자사주가 포함되어 있어 회계수치와 일관성이 결여되는 부분이 존재하므로 자기주식을 제외하고 기업가치를 재산출하여 TQ_ts와 MB_ts를 구축하였다.

3.2.3 기업특성변수

본 연구에서는 기존연구들을 참고하여 기업특성변수로 기업규모, 부채비율, 현금, 수익성, 매출액증가율, 연구개발비율, 광고선전비율, 영업현금흐름 비율을 사용한다. 보다 구체적으로는 기업규모는 총자산에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 부채비율, 현금, 수익성 변수는 총부채, 현금성 자산, 당기순이익을 각각 총자산으로 나눈 값을 사용한다. 매출액증가율은 최근 3년 매출액 성장율의 평균값을 사용하고 연구개발비율, 광고선전비율, 영업현금흐름 비율 변수는 연구개발비, 광고선전비, 영업현금흐름을 각각 매출액으로 나누어 계산하였다. 각 변수의 정의는 <부록>에 정리되어 있다.

3.2.4 초과수익률

사건구간 이전 250일의 추정기간 동안의 자료를 이용하여 정상적 기대수익률을 추정하는데, 개별기업별 시장모형의 회귀계수 \hat{a} 와 \hat{b} 를 추정하여 산출한다.

$$R_{i,t} = a_i + b_i R_{m,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

위 식에서 $R_{i,t}$ 은 t시점 개별기업 i의 일별주가수익률을 나타내고, $R_{m,t}$ 은 t시점 시장지수(KOSPI, KOSDAQ) 수익률을 나타내며, $\epsilon_{i,t}$ 은 오차항이다. 대표적인 초과수익률의 산정 모형으로는 평균조정수익률모형, 시장조정모형, 시장모형 등이 있는데, 동 분석에서는 일반적으로 많이 이용되는 시장모형을 사용하여 일별초과수익률을 산출하였다. 개별기업 i의 t시점에서의 비정상적 수익률(초과수익률), $AR_{j,t}$ 은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - (\hat{a} + \hat{b}R_{m,t}) \quad (2)$$

위 식에서 $AR_{j,t}$ 은 t시점에서 개별기업 i의 초과수익률을 의미하고, \hat{a} 은 개별기업 i의 상수항 추정치며, \hat{b} 는 개별기업 i의 회귀계수 추정치를 나타낸다.

4. 실증 분석 결과

4.1 기초통계량

<표 1>에서는 본 연구의 분석에 사용된 자사주활동변수, 기업가치 변수 그리고 통제변수의 기초통계량을 제시하고 있다. 상장회사는 발행 주식총수 대비 자기주식을 평균적으로 약 4.6% 보유하고 있는 것으로 나타났으며, 전체 표본 중 자사주 매입, 처분 소각을 하는 기업에 대한 비중은 각각 37.4%, 24.7%, 그리고 2.4%로 나타났다.

<표 1> 기초통계량

이 표는 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 자사주 보유, 매입, 처분, 소각 등의 자사주활동과 기업가치 및 기업 특성변수의 기초통계량을 제시한다. 변수에 대한 설명은 <부록>에 정의하였다.

	N	MEAN	SD	MIN	MEDIAN	MAX
TS keep	16834	0.046	0.062	0.000	0.024	1.000
TS	16834	0.500	0.500	0	0	1
Buy	16858	0.374	0.484	0	0	1
Sell	16858	0.247	0.431	0	0	1
Retire	16858	0.024	0.155	0	0	1
Buy ratio	16720	0.378	0.733	0.000	0.000	3.177
TQ1	14285	1.321	0.863	0.433	1.057	5.787
TQ2	14285	1.319	0.861	0.433	1.056	5.777
MB	14285	1.594	1.631	0.093	1.093	10.457
TQ1_ts	14285	1.284	0.841	0.406	1.030	5.613
TQ2_ts	14285	1.282	0.839	0.406	1.030	5.597
MB_ts	14285	1.530	1.582	0.083	1.038	10.062
Size	16858	25.757	1.474	20.011	25.494	33.020
Lev	16858	0.405	0.213	0.031	0.398	0.973
Cash	16852	0.075	0.080	0.000	0.049	0.400
Roa	16857	-0.019	0.194	-1.200	0.025	0.222
Sgrowth	14263	0.093	0.429	-0.748	0.039	2.561
Rnds	16845	0.019	0.038	0.000	0.002	0.218
Ads	16845	0.009	0.021	0.000	0.001	0.125
Ocfs	16830	0.024	0.268	-1.548	0.050	0.688

4.2 자사주 활동과 기업가치

4.2.1 자사주 매입과 기업가치

대리인 문제와 정보비대칭과 같은 다양한 시장마찰을 도입하면 자사주 매입이 주주가치에

긍정적인 영향을 미칠 수 있으며, 이는 기업들이 공시자료에 기입한 자사주 매입목적 중 약 55%를 차지하는 ‘주가안정 및 주주가치제고’와도 일치하는 부분이다. 이를 실증적으로 보이고자 <표 2>에서는 자사주 매입과 기업가치의 관계를 분석한 결과를 보여준다. 본 분석에서 종속변수는 기업가치를 측정하는 대표적인 변수인 토빈의 큐(Tobin’s q)와 시장-장부가 비율(Market to Book ratio)이고, 독립변수는 자사주 매입 여부를 나타내는 더미 변수 Buy와 자사주 매입비율을 나타내는 Buy ratio 변수이다. 분석결과 자사주 매입변수의 계수값이 모두 양의 값을 보이고 있어 자사주 매입과 기업가치의 양의 상관관계를 확인할 수 있다. 이는 미국 주식시장을 대상으로 진행한 연구인 Lee et al.(2021)에서 보고하는 자사주 매입과 산업의 Tobin’s q간의 양의 상관관계와도 일맥상통하는 결과이다.

<표 2> 자사주 매입과 기업가치

이 표는 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 자사주매입과 기업가치의 관계를 기업특성변수를 통제한 다중 회귀 횡단면 분석을 통해 결과를 보여준다. Buy는 자사주를 매입했으면 1 부여된 더미변수이며, Buy ratio는 자사주비율을 나타내는 연속변수이다. 다른 변수에 대한 설명은 <부록>에 정의하였다. 열 (1)과 (2), 열 (3)와 (4), 그리고 열 (5)와 열 (6)는 각각 종속변수의 기업가치 변수 정의에 따라 분석결과를 나누어 제시하였다. 연도고정효과를 반영하였으며, 기업수준에서 군집 표준오차방법을 사용하였다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 통계적 유의수준을 나타낸다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	TQ1_ts(t+ 1)		TQ2_ts(t+ 1)		MB_ts(t+ 1)	
Buy	0.0515** (2.080)		0.0508** (2.060)		0.0875*** (1.972)	
Buy ratio		0.0311** (1.986)		0.0318** (2.031)		0.0485* (1.663)
Size	-0.0641*** (-5.700)	-0.0769*** (-5.898)	-0.0660*** (-5.970)	-0.0790*** (-6.146)	-0.1351*** (-6.744)	-0.1332*** (-6.553)
Lev	0.2771*** (3.702)	0.2959*** (3.523)	0.2846*** (3.828)	0.3032*** (3.632)	1.1257*** (7.942)	1.1187*** (7.884)
Cash	1.0559*** (5.596)	1.1968*** (5.733)	1.0594*** (5.626)	1.2001*** (5.753)	1.4334*** (4.236)	1.4459*** (4.268)
Roa	-0.1899** (-2.191)	-0.2316** (-2.387)	-0.1856** (-2.154)	-0.2279*** (-2.360)	-0.5144*** (-2.870)	-0.5074*** (-2.819)
Sgrowth	0.1793*** (8.744)	0.1923*** (8.287)	0.1792*** (8.763)	0.1921*** (8.293)	0.3550*** (7.993)	0.3547*** (7.965)
Rnds	3.8579*** (7.084)	4.3127*** (7.158)	3.8587*** (7.100)	4.3152*** (7.167)	6.5181*** (6.695)	6.5712*** (6.725)
Ads	6.0650*** (5.953)	6.9256*** (5.921)	5.9932*** (6.033)	6.8467*** (5.987)	9.9177*** (5.622)	9.9685*** (5.613)
Ocfs	-0.0685 (-1.072)	-0.0265 (-0.376)	-0.0679 (-1.066)	-0.0259 (-0.370)	-0.0527 (-0.470)	-0.0529 (-0.471)
Observations	12,042	12,025	12,042	12,025	12,042	12,025
R-squared	0.138	0.136	0.139	0.136	0.125	0.125
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES

4.2.2 자사주 매입 및 소각 시 주가반응

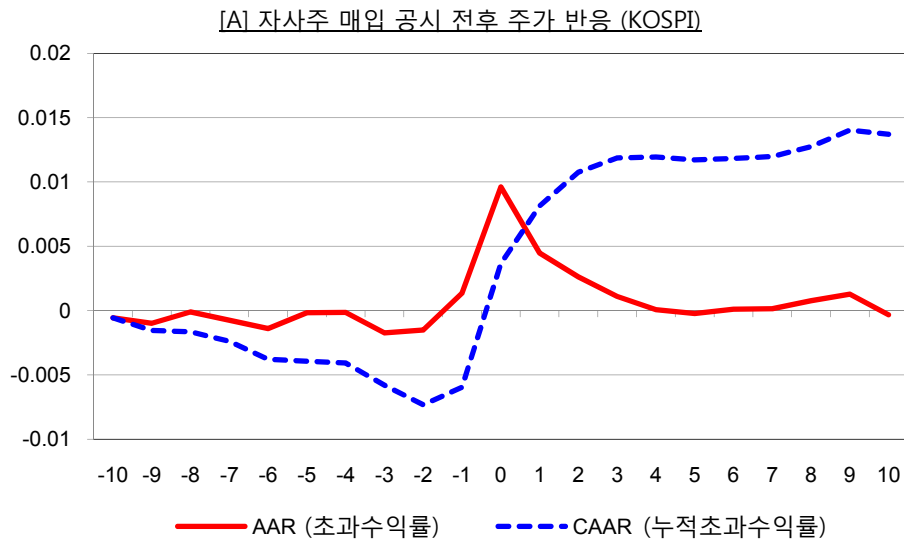
다음으로 자사주 매입 및 소각 공시가 주가에 유의미한 영향을 미치는지 사건연구(event study) 방법론을 이용하여 분석하고자 한다. Kim et al.(2020)에서 지적했듯이 미국의 경우 자사주를 매입하는 즉시 시가총액에서 제외되지만, 한국에서는 관행적으로 자사주 매입 후에도 시가총액에서 제외되지 않고 포함되어 있다가 소각이 되어야 비로소 제외가 된다. 따라서 한국에서는 자사주 매입 이후 소각 공시의 주가반응도 분석해 볼 필요가 있다.

4.2.2.1 자사주 매입 공시 전후 주가

<그림 2>는 자사주 매입 공시 전후 시장모형조정 비정상 수익률로 나타낸 주가 반응을 제시한다. [A]는 코스피시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이고, [B]는 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. AAR(실선)은 일별 초과수익률을 나타내며, CAAR(점선)은 일별 초과수익률을 시계열에 따라 누적하여 보여주는 누적초과수익률을 나타낸다. 코스피 기업들을 대상으로 분석한 결과인 [A]를 먼저 살펴보면 자사주 매입 공시 이후 주가가 증가하는 것으로 나타났다. 일별 초과수익률(AAR)을 보면 t=0에 주가반응에서 점프가 나타나며, 약 1%의 긍정적인 시장반응이 존재한다. 동일한 분석을 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 진행한 결과, 코스피시장에 상장된 기업과 유사한 결과를 얻었다.

<그림 2> 자사주 매입 공시 전후 주가 반응

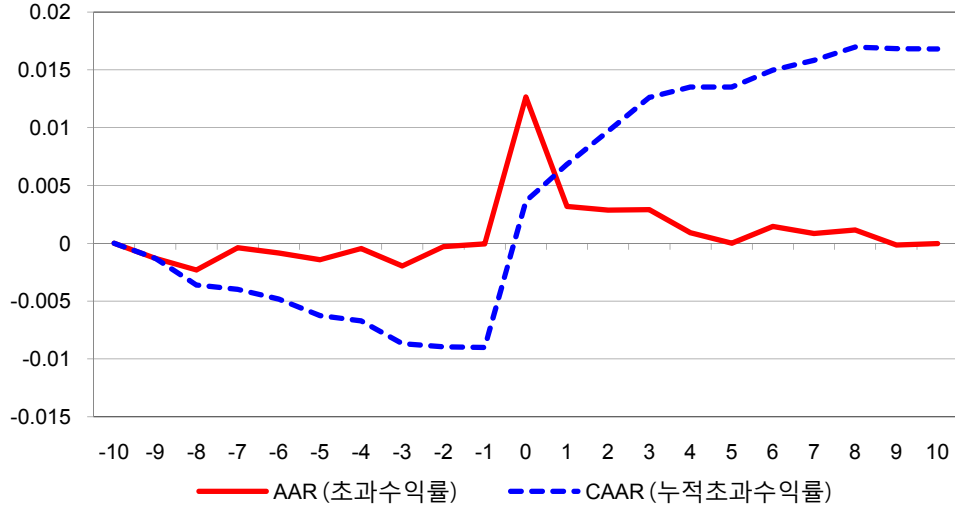
이 그림은 자사주 매입 공시 전후 시장모형조정 비정상 수익률로 나타낸 주가 반응을 제시한다. [A]는 코스피시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이고, [B]는 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. AAR(실선)은 일별 초과수익률을 나타내며, CAAR(점선)은 일별 초과수익률을 시계열에 따라 누적하여 보여주는 누적초과수익률을 나타낸다.



Effect of Treasury Shares on Firm Value

<그림 2> 자사주 매입 공시 전후 주가 반응(계속)

[B] 자사주 매입 공시 전후 주가 반응(KOSDAQ)



<표 3> 자사주 매입 공시 전후 주가 반응

이 표는 자사주 매입 공시 전후 10일간의 시장모형조정 비정상 수익률로 나타낸 주가 반응과 이에 대한 통계적 유의성을 검증한 결과를 제시한다. 패널 A는 코스피시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이고, 패널 B는 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. AAR은 평균 일별 초과수익률을 나타내며, CAAR은 일별 초과수익률을 시계열에 따라 누적하여 보여주는 누적초과수익률의 평균값을 나타낸다.

패널 A: KOSPI

Days	AR(Abnormal Return)		CAR(Cumulative Abnormal Return)		Obs.
	AAR(Average AR)	T-Value	CAAR(Cumulative AAR)	T-Value	
-10	-0.000560	-0.96	-0.000560	-0.96	2857
-9	-0.000979	-1.62	-0.001539	-1.74	2857
-8	-0.000098	-0.16	-0.001637	-1.51	2857
-7	-0.000748	-1.22	-0.002385	-1.88	2857
-6	-0.001392	-2.25	-0.003777	-2.58	2857
-5	-0.000159	-0.24	-0.003936	-2.36	2857
-4	-0.000133	-0.20	-0.004069	-2.22	2857
-3	-0.001734	-2.69	-0.005803	-2.88	2857
-2	-0.001508	-2.24	-0.007311	-3.41	2857
-1	0.001351	1.91	-0.005960	-2.55	2857
0	0.009611	11.32	0.003651	1.47	2857
1	0.004482	5.21	0.008133	3.13	2857
2	0.002624	3.92	0.010757	3.97	2857
3	0.001107	1.76	0.011864	4.24	2857
4	0.000072	0.11	0.011937	4.08	2857
5	-0.000220	-0.35	0.011717	3.86	2857
6	0.000114	0.19	0.011831	3.72	2857

〈표 3〉 자사주 매입 공시 전후 주가 반응(계속)

Days	AR(Abnormal Return)		CAR(Cumulative Abnormal Return)		Obs.
	AAR(Average AR)	T-Value	CAAR(Cumulative AAR)	T-Value	
7	0.000149	0.23	0.011980	3.80	2857
8	0.000766	1.27	0.012747	4.17	2857
9	0.001283	2.20	0.014030	4.46	2857
10	-0.000327	-0.54	0.013703	4.25	2857

패널 B: KOSDAQ					
Days	AR(Abnormal Return)		CAR(Cumulative Abnormal Return)		Obs.
	AAR(Average AR)	T-Value	CAAR(Cumulative AAR)	T-Value	
-10	-0.000002	0.00	-0.000002	0.00	3227
-9	-0.001294	-2.05	-0.001297	-1.36	3227
-8	-0.002310	-3.64	-0.003606	-3.10	3227
-7	-0.000383	-0.59	-0.003989	-2.91	3227
-6	-0.000841	-1.32	-0.004831	-3.11	3227
-5	-0.001416	-2.15	-0.006247	-3.56	3227
-4	-0.000457	-0.71	-0.006704	-3.47	3227
-3	-0.001965	-2.80	-0.008668	-4.04	3227
-2	-0.000287	-0.39	-0.008955	-3.78	3227
-1	-0.000054	-0.07	-0.009010	-3.38	3227
0	0.012647	15.19	0.003638	1.30	3227
1	0.003188	3.88	0.006826	2.32	3227
2	0.002872	4.24	0.009698	3.14	3227
3	0.002917	4.40	0.012614	3.93	3227
4	0.000899	1.41	0.013514	4.06	3227
5	0.000003	0.00	0.013517	3.93	3227
6	0.001463	2.21	0.014979	4.20	3227
7	0.000846	1.29	0.015825	4.29	3227
8	0.001147	1.79	0.016972	4.45	3227
9	-0.000145	-0.22	0.016827	4.29	3227
10	-0.000019	-0.03	0.016808	4.17	3227

그래프로는 시장반응을 시각적으로 볼 수 있으나, 수치의 통계적 유의성을 파악하지 못하는 한계가 존재한다. 따라서 자사주 매입 공시 전후의 주가반응에 대한 통계적 유의성을 검증한 결과를 〈표 3〉에 제시하였다. 음영처리 된 부분들이 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의한 부분을 의미하며, 일별 초과수익률(AR)은 t=0 시점 근처의 수치만 통계적으로 유의하게 나타났다. 누적 초과수익률(CAR)을 보면 t=0전에는 다소 음의 수익률을 보여주다가 t=0에서 초과수익률이 1% 가까이 상승하면서 그 이후의 누적이 1% 내외에서 매입공시 이후 열흘까지 약 1%의 누적수익률을 보여준다. 즉, 매입 시점에도 긍정적인 시장반응이 존재하며 주주환원이라고 생각되어지는 부분이 어느 정도 존재하는 것으로 사료된다.

4.2.2.2 자사주 소각 공시 전후 주가

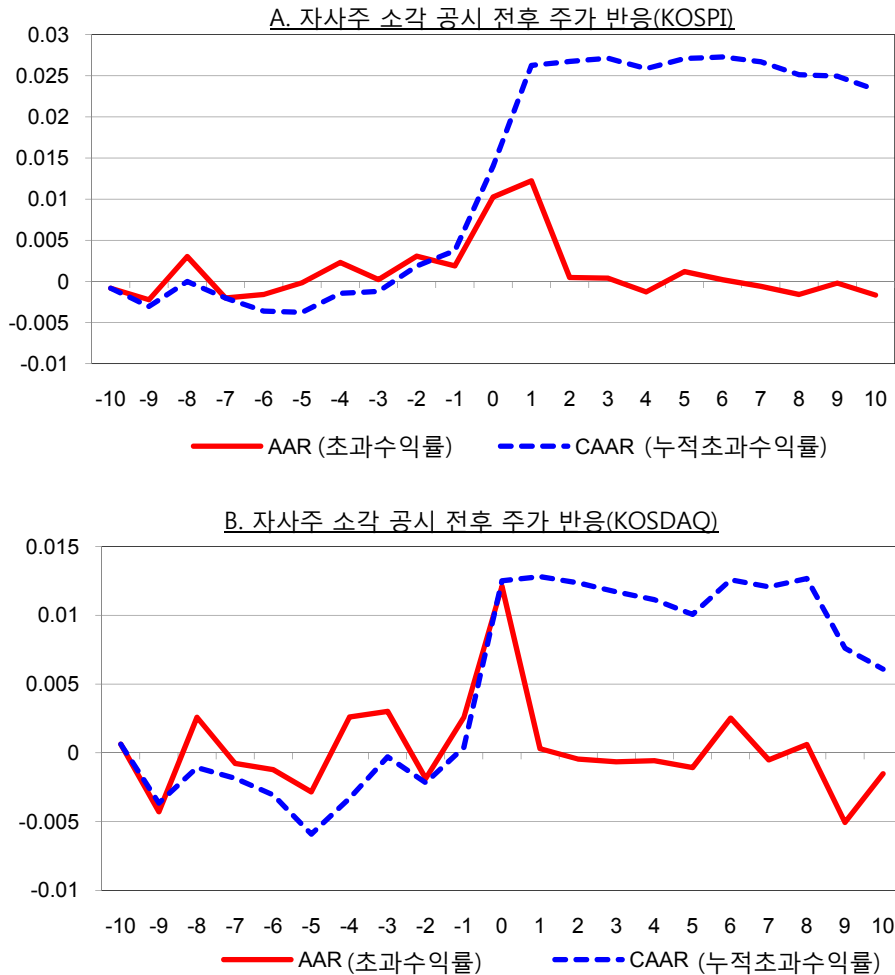
〈그림 3〉은 자사주 소각 공시 전후 시장모형조정 비정상 수익률로 나타난 주가 반응을 제시

Effect of Treasury Shares on Firm Value

한다. 분석결과, 코스피시장에 상장된 기업들의 경우 매입공시보다 자사주 소각 공시 이후에 주가반응이 더 큰 것으로 나타났다. 일별 초과수익률(AAR)을 보면 매입공시와 유사하게 t=0 시점의 주가반응에서 점프가 나타나는데, 약 1% 이상의 긍정적인 시장반응이 존재한다. 누적 초과수익률(CAAR)을 보면 평균 약 2.5%이상으로 나타나, 매입 공시와 비교해서 두 배 정도 더 큰 누적초과수익률을 보인다. 그래프상 코스닥기업의 자사주 소각 공시 전후 주가반응은 유가증권상장기업의 수치와 비교하였을 때 다소 하회하나 비슷한 움직임을 보인다.

〈그림 3〉 자사주 소각 공시 전후 주가 반응

이 그림은 자사주 소각 공시 전후 시장모형조정 비정상 수익률로 나타낸 주가 반응을 제시한다. [A]는 코스피시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이고, [B]는 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. AAR(실선)은 일별 초과수익률을 나타내며, CAAR(점선)은 일별 초과수익률을 시계열에 따라 누적하여 보여주는 누적초과수익률을 나타낸다.



앞 절의 분석과 동일하게 자사주 소각 공시 전후의 주가반응에 대한 통계적 유의성 검증 결과를 <표 4>에 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의한 부분을 음영 처리하여 보고한다. 매입 공시와 유사하게 소각 공시의 일별 초과수익률(AR)은 t=0 시점 근처의 수치만 통계적으로 유의하게 나타났다. 누적 초과수익률(CAR)을 보면 t=0에서 초과수익률이 1.4% 넘게 상승하면서 그 이후의 누적액이 약 2%에서 3% 가까이 나타나며 평균 약 2.5%의 누적 수익률을 보여준다. 패널 B 코스닥시장 상장기업의 자사주 소각 공시 전후의 주가반응에 대한 통계적 유의성 검증결과, 코스피기업과 달리 통계적 유의성이 나타나지 않았다. 이는 유가증권시장에 비해 코스닥시장에서는 자사주 소각이 많이 일어나지 않기 때문에 통계적 유의성이 잘 나오지 않는 것으로 사료된다.³⁾

해당 결과는 주주환원으로서의 자사주 매입의 효과는 최소한 국내에서는 매입시점과 소각 시점에 나뉘어서 나타나는 것으로 해석할 수 있다. 자사주 매입시에는 추후 처분 등의 불확실성이 있으니 주가에 일부만 반영되었다가 소각시 그 불확실성이 해소되면서 더 크게 주가반응이 나타나는 것으로 사료된다.

<표 4> 자사주 소각 공시 전후 주가 반응(KOSPI)

이 표는 자사주 소각 공시 전후 10일간의 시장모형조정 비정상 수익률로 나타낸 주가 반응과 이에 대한 통계적 유의성을 검증한 결과를 제시한다. 패널 A는 코스피시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이고, 패널 B는 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. AAR은 평균 일별 초과수익률을 나타내며, CAAR은 일별 초과수익률을 시계열에 따라 누적하여 보여주는 누적초과수익률의 평균값을 나타낸다.

패널 A: KOSPI

Days	AR(Abnormal Return)		CAR(Cumulative Abnormal Return)		Obs.
	AAR(Average AR)	T-Value	CAAR(Cumulative AAR)	T-Value	
-10	-0.000811	-0.66	-0.000811	-0.66	266
-9	-0.002219	-1.53	-0.003030	-1.68	266
-8	0.003022	1.92	-0.000008	0.00	266
-7	-0.002004	-1.51	-0.002012	-0.80	266
-6	-0.001584	-1.22	-0.003596	-1.27	266
-5	-0.000155	-0.11	-0.003752	-1.11	266
-4	0.002316	1.43	-0.001435	-0.40	266
-3	0.000226	0.17	-0.001209	-0.33	266
-2	0.003080	2.17	0.001871	0.47	266
-1	0.001886	1.49	0.003757	0.92	266
0	0.010271	4.64	0.014028	3.12	266

3) 매입공시와 소각공시의 초과수익률에서 KOSPI와 KOSDAQ 두 집단의 결과간 차이를 분석해 본 결과, 두 공시 모두 누적초과수익률(CAAR)에서는 통계적으로 유의미한 차이를 보이지 않았고, 평균초과수익률(AAR)에서 약간의 차이를 보였다. 매입공시 시점에서는 코스피에 비해 코스닥의 초과수익률이 0.3% 높은 것으로 나타났으며, 소각공시 시점에서는 코스피가 코스닥에 비해 1.19% 높게 나타났다. 이는 KOSPI의 경우 추후 경영권 분쟁 등의 이슈가 발생할 때 매입한 자사주가 주주환원의 수단이 아닌 경영진의 이익을 위해 사용될 여지가 존재하기 때문에 자사주 매입시보다 해당 불확실성이 해소되는 소각시에 더 큰 초과수익률을 보이는 것으로 해석해 볼 수 있다.

Effect of Treasury Shares on Firm Value

〈표 4〉 자사주 소각 공시 전후 주가 반응(KOSPI)(계속)

Days	AR(Abnormal Return)		CAR(Cumulative Abnormal Return)		Obs.
	AAR(Average AR)	T-Value	CAAR(Cumulative AAR)	T-Value	
1	0.012234	5.08	0.026262	5.33	266
2	0.000482	0.28	0.026744	4.92	266
3	0.000404	0.26	0.027148	4.68	266
4	-0.001265	-0.96	0.025883	4.49	266
5	0.001209	0.93	0.027091	4.63	266
6	0.000207	0.12	0.027298	4.47	266
7	-0.000584	-0.45	0.026714	4.26	266
8	-0.001571	-1.06	0.025144	4.12	266
9	-0.000191	-0.13	0.024953	3.93	266
10	-0.001649	-1.09	0.023304	3.54	266

패널 B: KOSDAQ

Days	AR(Abnormal Return)		CAR(Cumulative Abnormal Return)		Obs.
	AAR(Average AR)	T-Value	CAAR(Cumulative AAR)	T-Value	
-10	0.000633	0.24	0.000633	0.24	118
-9	-0.004287	-1.62	-0.003654	-0.94	118
-8	0.002578	0.94	-0.001076	-0.21	118
-7	-0.000771	-0.32	-0.001846	-0.35	118
-6	-0.001219	-0.45	-0.003066	-0.54	118
-5	-0.002844	-1.20	-0.005909	-0.87	118
-4	0.002604	0.85	-0.003305	-0.48	118
-3	0.003009	1.25	-0.000296	-0.04	118
-2	-0.001880	-0.67	-0.002175	-0.25	118
-1	0.002570	1.12	0.000394	0.05	118
0	0.012112	2.31	0.012506	1.21	118
1	0.000304	0.07	0.012810	1.12	118
2	-0.000452	-0.14	0.012359	1.07	118
3	-0.000657	-0.24	0.011702	1.02	118
4	-0.000572	-0.22	0.011130	0.96	118
5	-0.001071	-0.43	0.010059	0.88	118
6	0.002519	0.89	0.012578	1.01	118
7	-0.000510	-0.21	0.012068	0.93	118
8	0.000605	0.18	0.012673	1.03	118
9	-0.005063	-2.20	0.007610	0.61	118
10	-0.001523	-0.57	0.006087	0.47	118

4.3 자사주 보유에 대한 분석

미국에서는 매입된 자사주는 매입 즉시 시가총액에서 제외되므로 그 이후 실제 소각 여부에 관계없이 매입에 대한 분석으로 주주환원 분석이 종료된다. 반면, 한국에서는 매입 자사주를 자산의 일종으로 취급하여 시가 총액에서 바로 제외하지 않고, 추후 경영권 방어 수단 혹은 지주회사 설립시 지배력 강화를 위하여 활용되는 등 주주환원과 관계없는 목적으로 사용될 가능성이 존재한다(Kim and Lim, 2017; Kim and Wang, 2015). 이는 국내에

서는 유량(flow)으로서의 자사주 매입 이외에도 저량(stock)으로서의 보유중인 자사주 총량이 기업가치에 어떠한 함의를 가지는지 분석이 필요함을 시사한다.

<표 5>에는 2004년부터 2018년까지 1,860개의 상장회사의 발행 주식총수 대비 자기주식 보유비중에 대한 기초 통계가 제시되어 있다. 전체 표본을 대상으로 분석해 본 결과 자사주 보유 비중의 평균값이 약 4.5%, 중앙값이 약 2.4%로 나타났다. 자사주를 전혀 보유하고 있지 않은 회사도 전체표본에서 약 5% 정도 존재하지만 대부분은 적은 양이라도 보유하고 있고, 대량으로 보유하고 있는 경우는 발행주식 총수대비 10%이상 보유하는 것으로 나타났다. <표 5>에서 90 Percentiles 값이 12%가 넘는 것으로 나타나, 발행주식 총수대비 10%이상 자사주를 들고 있는 회사가 전체기업의 10%가 넘는 것으로 보인다.

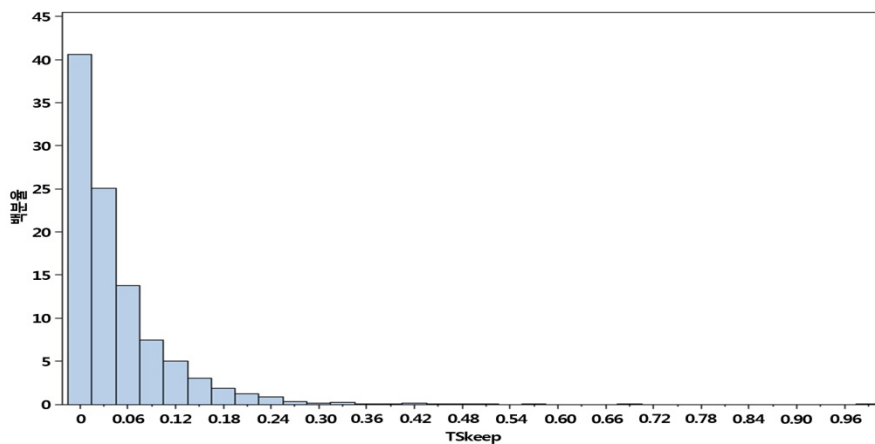
<표 5> 자사주 보유 비중 기초통계표

이 표는 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 상장주식수 대비 자기주식 보유비중(TS keep)에 대한 자세한 기초 통계가 제시되어 있다.

TS_keep(=보유자기주식수/상장주식수)			
Percentiles		Details	
1%	0	Obs	16,834
5%	0	Variance	0.003851
10%	0.0000341	Skewness	2.886279
25%	0.0028228	Kurtosis	17.72063
50%	0.0238361	Mean	0.045617
75%	0.0619925	Std. Dev.	0.062053
90%	0.1227629		
95%	0.167889		
99%	0.2681157		

<그림 4> 자사주 보유비중 히스토그램

이 그림은 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 상장주식수 대비 자기주식 보유비중(TS keep)에 대한 히스토그램을 제시한다.



<그림 4>는 자사주 보유비중의 히스토그램을 제시한다. 자사주 보유비중의 히스토그램을 보면 자사주를 보유하지 않거나 소량 보유하고 있는 회사(TS keep이 0 근처에 있는 회사)가 많으며 정규분포는 아닌 것으로 나타났다.

4.4 자사주 보유에 따른 기업가치 및 기업 특성 차이: 단변량 분석

자사주 보유비중 변수는 이후 실증분석에서 중요하게 다뤄지는 변수로서, 연구대상 기업들을 자사주 보유 비중의 중앙값을 기준으로 보유량이 많은 그룹과 적은 그룹에 대해 그룹간 기업가치를 비교 분석하여 <표 6>에 보고하였다. 분석결과, 자사주 보유가 많은 그룹은 자사주 보유가 적은 그룹에 비해 상대적으로 기업가치(TQ, MB)가 낮은 것으로 나오며 자사주차감 기업가치변수 기준으로 Tobin's q는 약 24%p, 시장-장부가비율(MB)는 약 43%p 낮은 수준을 보여준다. 평균값과 중앙값 모두 그룹간 차이가 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다.

<표 6> 자사주 보유에 따른 기업가치 및 기업 특성차이(단변량 분석)

이 표는 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 자사주 보유정도에 따른 기업가치 및 기업 특성차이를 분석한 결과를 보여준다. 자사주 보유 비중 정도를 중앙값을 기준으로 [1]보유량이 많은 그룹과 [2]보유량이 적은 그룹에 대해 그룹간 기업가치 및 기타 통제변수들을 비교하고 차이에 대한 통계적 유의성 검증 결과를 나타낸다. 패널 A는 그룹간 평균차이를 보이고, 패널 B는 그룹간 중앙값 차이를 제시한다. 변수에 대한 설명은 <부록>에 정의하였다.

패널 A: 그룹간 평균 차이

변수	[1] 자사주보유 많은 그룹		[2] 자사주보유 적은 그룹		Diff [1]-[2]	
	Mean	N	Mean	N	Mean	P-value
TQ1(t+ 1)	1.2282	7581	1.4243	6686	-0.1961	0.0000
TQ2(t+ 1)	1.2262	7581	1.4227	6686	-0.1965	0.0000
MB(t+ 1)	1.4251	7581	1.7813	6686	-0.3562	0.0000
TQ1(t+ 1)_ts	1.1689	7581	1.4121	6686	-0.2432	0.0000
TQ2(t+ 1)_ts	1.1670	7581	1.4104	6686	-0.2434	0.0000
MB(t+ 1)_ts	1.3261	7581	1.7581	6686	-0.4320	0.0000
SIZE	25.8247	8413	25.6921	8421	0.1326	0.0000
LEV	0.3815	8413	0.4280	8421	-0.0465	0.0000
CASH	0.0763	8409	0.0738	8419	0.0025	0.0448
ROA	0.0098	8413	-0.0474	8421	0.0572	0.0000
SALES_growth	0.0836	7262	0.1024	7001	-0.0188	0.0086
RND/S	0.0190	8406	0.0185	8416	0.0005	0.4168
ADS/S	0.0096	8406	0.0088	8416	0.0008	0.0076
OCF/S	0.0597	8401	-0.0130	8406	0.0727	0.0000

〈표 6〉 자사주 보유에 따른 기업가치 및 기업 특성차이(단변량 분석)(계속)

패널 B: 그룹간 중앙값 차이

변수	[1] 자사주보유 많은 그룹		[2] 자사주보유 적은 그룹		Diff [1]-[2]	
	Median	N	Median	N	Median	P-value
TQ1(t+ 1)	0.9980	7581	1.1248	6686	-0.1268	0.0000
TQ2(t+ 1)	0.9967	7581	1.1221	6686	-0.1254	0.0000
MB(t+ 1)	0.9866	7581	1.2253	6686	-0.2387	0.0000
TQ1(t+ 1)_ts	0.9540	7581	1.1179	6686	-0.1639	0.0000
TQ2(t+ 1)_ts	0.9526	7581	1.1167	6686	-0.1641	0.0000
MB(t+ 1)_ts	0.9074	7581	1.2123	6686	-0.3049	0.0000
SIZE	25.5565	8413	25.4159	8421	0.1406	0.0000
LEV	0.3707	8413	0.4224	8421	-0.0517	0.0000
CASH	0.0512	8409	0.0469	8419	0.0043	0.0001
ROA	0.0305	8413	0.0181	8421	0.0124	0.0000
SALES_growth	0.0396	7262	0.0375	7001	0.0021	0.8735
RND/S	0.0022	8406	0.0018	8416	0.0004	0.4017
ADS/S	0.0009	8406	0.0009	8416	0.0000	0.5496
OCF/S	0.0571	8401	0.0411	8406	0.0160	0.0000

4.5 자사주 보유 및 활동에 따른 기업가치: 다중 회귀 횡단면 분석

앞 절의 단변량 분석의 경우 기업규모, 현금보유, 부채 등과 같은 기업특성의 차이에 의해 기업가치의 차이가 나오는 것일 수도 있기 때문에 기업가치에 영향을 미칠 수 있는 기업 특성들을 통제된 뒤 분석을 진행하였다.

〈표 7〉의 패널A, B, C분석은 종속변수의 기업가치 변수 정의에 따라 분석결과를 나누어 제시하였다. 먼저 패널A의 종속변수는 기업가치 변수로 우선주에 대해서 시장가격을 사용한 Tobin's q1를 이용하여 분석한 결과를 보고한다. 분석결과를 살펴보면 자사주를 많이 보유하는 그룹이 적게 보유하는 그룹에 비해 기업가치가 낮은 것을 확인할 수 있다. (1)열의 자사주 보유 더미(TS)의 계수값이 -0.1974로 1% 신뢰수준에서 통계적으로 유의미하게 나타나는데, 이는 자사주를 많이 보유하고 있는 기업들의 기업가치가 자사주를 적게 보유하고 있는 기업에 비해 낮다는 것을 의미한다.

해당 결과는 (2)-(4)열에서 자사주 매입(Buy), 처분(Sell), 소각(Retire)과 같은 자사주 활동을 통제된 후에도 유지된다. (2)-(4)열의 자사주 보유 더미(TS)는 자사주 보유가 많은 그룹 중 자사주 활동이 없을 때 기업가치에 미치는 영향을 나타내는데 모두 음의 값으로 부정적인 영향을 주는 것으로 해석할 수 있다. 자사주 보유 더미(TS)와 교차하지 않은 매입(Buy), 처분(Sell), 소각(Retire) 더미는 자사주를 적게 보유하고 있는 그룹의 자사주 활동 시 기업가치를 나타낸다. 분석결과, 매입(Buy), 처분(Sell), 소각(Retire)의 계수 값이 모두 양의 값을 보여주고 통계적으로도 유의하다. 따라서 자사주를 적게 보유하고 있는 그룹에서는

〈표 7〉 자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향

이 표는 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 자사주 보유 정도가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 보고한다. 덧붙여, 해당 차이가 자사주 매입, 처분, 소각과 같은 자사주 활동에 따라 어떻게 달리 나타나는지 기업특성변수를 통제한 다중 회귀 횡단면 분석을 통해 결과를 보여준다. TS는 자사주 보유 더미로, 자사주 보유비율이 중앙값을 기준으로 높으면 1, 그렇지 않으면 0이 부여된 변수이며 다른 변수에 대한 설명은 <부록>에 정의하였다. 패널A, B, C 분석은 종속변수의 기업가치 변수 정의에 따라 분석결과를 나누어 제시하였다. 연도고정효과를 반영 하였으며, 기업수준에서 군집 표준오차방법을 사용하였다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 통계적 유의 수준을 나타낸다.

패널 A: Tobin's q1 (자사주 제외, 보통주 시총 + 우선주 시총 기준)

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
	TQ1_ts(t+ 1)	TQ1_ts(t+ 1)	TQ1_ts(t+ 1)	TQ1_ts(t+ 1)
TS	-0.1974*** (-7.530)	-0.2014*** (-7.125)	-0.2192*** (-7.667)	-0.1952*** (-7.418)
Buy		0.0739** (2.220)		
TS x Buy		-0.0061 (-0.146)		
Sell			0.0904*** (2.623)	
TS x Sell			0.0756 (1.567)	
Retire				0.1833** (2.255)
TS x Retire				-0.0587 (-0.490)
Size	-0.0615*** (-5.407)	-0.0625*** (-5.570)	-0.0658*** (-5.883)	-0.0616*** (-5.441)
Lev	0.2382*** (3.174)	0.2427*** (3.240)	0.2441*** (3.263)	0.2346*** (3.118)
Cash	1.0705*** (5.676)	1.0516*** (5.619)	1.0365*** (5.578)	1.0657*** (5.657)
Roa	-0.1326 (-1.544)	-0.1375 (-1.612)	-0.1424* (-1.669)	-0.1219 (-1.442)
Sgrowth	0.1699*** (8.340)	0.1668*** (8.236)	0.1657*** (8.118)	0.1704*** (8.316)
Rnds	3.9795*** (7.345)	3.9187*** (7.234)	3.8611*** (7.265)	3.9958*** (7.386)
Ads	6.1478*** (6.061)	6.0818*** (6.047)	6.1221*** (6.041)	6.1379*** (6.053)
Ocfs	-0.0361 (-0.570)	-0.0375 (-0.593)	-0.0371 (-0.585)	-0.0337 (-0.531)
Observations	12,042	12,042	12,042	12,042
R-squared	0.150	0.152	0.155	0.151
Year FE	YES	YES	YES	YES

〈표 7〉 자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향(계속)

패널 B: Tobin's q2 (자사주 제외, 보통주 시총 + 우선주 장부가액 기준)

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
	TQ2_ts(t+ 1)	TQ2_ts(t+ 1)	TQ2_ts(t+ 1)	TQ2_ts(t+ 1)
TS	-0.1973*** (-7.579)	-0.2011*** (-7.133)	-0.2188*** (-7.726)	-0.1951*** (-7.465)
Buy		0.0734** (2.217)		
TS x Buy		-0.0064 (-0.156)		
Sell			0.0916*** (2.665)	
TS x Sell			0.0742 (1.545)	
Retire				0.1842** (2.270)
TS x Retire				-0.0616 (-0.514)
Size	-0.0634*** (-5.677)	-0.0645*** (-5.843)	-0.0678*** (-6.166)	-0.0636*** (-5.711)
Lev	0.2458*** (3.298)	0.2502*** (3.364)	0.2517*** (3.389)	0.2421*** (3.242)
Cash	1.0738*** (5.705)	1.0551*** (5.649)	1.0398*** (5.607)	1.0690*** (5.686)
Roa	-0.1284 (-1.504)	-0.1332 (-1.571)	-0.1382 (-1.630)	-0.1176 (-1.401)
Sgrowth	0.1698*** (8.356)	0.1667*** (8.253)	0.1655*** (8.133)	0.1703*** (8.332)
Rnds	3.9797*** (7.362)	3.9194*** (7.251)	3.8611*** (7.279)	3.9960*** (7.403)
Ads	6.0753*** (6.143)	6.0100*** (6.129)	6.0496*** (6.126)	6.0654*** (6.136)
Ocfs	-0.0355 (-0.563)	-0.0368 (-0.586)	-0.0365 (-0.579)	-0.0331 (-0.523)
Observations	12,042	12,042	12,042	12,042
R-squared	0.151	0.153	0.156	0.152
Year FE	YES	YES	YES	YES

Effect of Treasury Shares on Firm Value

〈표 7〉 자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향(계속)

패널 C: MB ratio (자사주 제외, 보통주 시가총액/보통주 장부가치)

Variables	(1)	(2)	(3)	(4)
	MB_ts(t+ 1)	MB_ts(t+ 1)	MB_ts(t+ 1)	MB_ts(t+ 1)
TS	-0.3254*** (-7.016)	-0.3601*** (-7.105)	-0.3688*** (-7.293)	-0.3194*** (-6.859)
Buy		0.0731 (1.162)		
TS x Buy		0.0786 (1.032)		
Sell			0.1562** (2.471)	
TS x Sell			0.1533* (1.778)	
Retire				0.3991** (2.164)
TS x Retire				-0.2100 (-0.883)
Size	-0.1307*** (-6.464)	-0.1323*** (-6.607)	-0.1388*** (-6.946)	-0.1308*** (-6.489)
Lev	1.0615*** (7.469)	1.0665*** (7.524)	1.0719*** (7.570)	1.0529*** (7.405)
Cash	1.4581*** (4.295)	1.4221*** (4.221)	1.3954*** (4.180)	1.4495*** (4.278)
Roa	-0.4197** (-2.369)	-0.4296** (-2.437)	-0.4375** (-2.474)	-0.3968** (-2.277)
Sgrowth	0.3396*** (7.694)	0.3349*** (7.618)	0.3320*** (7.543)	0.3409*** (7.697)
Rnds	6.7210*** (6.918)	6.6263*** (6.836)	6.5037*** (6.805)	6.7560*** (6.964)
Ads	10.0566*** (5.683)	9.9352*** (5.666)	10.0098*** (5.653)	10.0356*** (5.672)
Ocfs	0.0008 (0.007)	-0.0023 (-0.020)	-0.0005 (-0.005)	0.0063 (0.057)
Observations	12,042	12,042	12,042	12,042
R-squared	0.135	0.136	0.139	0.135
Year FE	YES	YES	YES	YES

매입, 처분, 소각 등의 활동이 일어날 경우 기업가치가 상승하는 것으로 해석해 볼 수 있다. 자세히 살펴보면, (2)열 자사주 매입(Buy)의 계수값이 0.0739, (3)열 자사주 처분(Sell)의 계수값이 0.0904, 그리고 (4)열 자사주 소각(Retire)의 계수값이 0.1833으로 소각시의 계수값이 가장 큰 것을 보아 자사주활동 중 매입이나 처분보다 특히 자사주 소각시에 기업가치가 가장 크게 증가하는 것으로 나타났다. 반면에 자사주 활동 더미와 보유더미간 교차항 분석에서는 통계적으로 유의미한 결과를 얻지 못하였다. 즉, 자사주 보유 비중이 많은 그룹일 경우 매입, 처분, 소각 등의 활동이 기업가치에 추가적인 영향을 미치지 못하는 것으로 해석해 볼 수 있으며, 자사주 활동 여부에 상관없이 자사주 보유가 많으면 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

패널 B에서는 기존 분석에서 종속변수인 기업가치 구축시 우선주를 시장가가 아닌 장부가액으로 변경하여 분석을 진행한 결과, 기존 분석과 동일한 결과를 얻었다. 패널 C에서는 동 분석에서 종속변수인 기업가치 구축시 Tobin's q가 아닌 시장-장부가 비율(Market to book ratio)로 변경하여 분석을 진행한 결과, 기존 분석과 유사한 결과를 얻었다. 앞선 분석에서 사용한 Tobin's q 변수의 분자와 분모에서 부채를 제외했기 때문에 변수자체의 변동폭이 커져 동분석의 각 계수값이 앞선 분석의 Tobin's q 변수보다 더 큰 값을 보여준다. 앞선 분석과 다른 점은 (3)열의 자사주보유비중과 자사주 처분의 교차항인 TS x Sell 변수를 보면 앞선 Tobin's q의 결과와 달리 양의 값을 보여준다. 그러나 TS 변수와 TS x Sell의 계수값을 더하면 $-0.2155(=-0.3688+0.1533)$ 로 여전히 음의 값을 나타내므로 자사주를 처분하는 경우에 자사주 보유량이 낮은 기업에 비해 보유량이 높은 기업들의 기업가치가 더 낮다는 것을 의미한다.

4.6 추가 분석

본 절에서는 앞서 분석한 내용의 강건성 검증(robustness test) 차원에서 추가적인 분석을 진행하였다. 먼저 앞선 분석에서 자사주와 기업가치 간의 관계를 분석할 때, 자사주 보유 비중(TS keep)이 중앙값을 초과하면 1이 부여된 더미변수인 TS를 이용하여 분석을 진행하였다. <표 8>에서는 자사주 보유를 더미 변수가 아닌 자사주 보유비중(TS keep) 즉, 연속 변수를 사용하여 기업가치를 측정하는 세가지 변수에 대해 패널 A, B, 그리고 C로 각각 분석을 진행한 결과, 기존의 결과가 유지되는 것을 확인하였다.

다음으로 자사주 보유와 기업가치간에 발생할 수 있는 내생성 문제를 해결하기 위해 <표 9>에서는 자사주 보유의 변화량이 기업가치의 변화량에 미치는 영향을 추가적으로 분석해 보았다. 분석 결과 자사주 보유량이 감소(증가)할수록 기업가치는 증가(감소)하는 것으로 나타났다. 저량(stock)으로서의 보유량의 변동은 단순히 자사주 매입에만 영향을 받는 것이 아니라 매입한 자사주를 소각하고 처분하는 등 다양한 자사주 활동이 복합적으로 반영된 변수이다. 이 결과는 소각에 따른 자사주 보유량 감소가 기업가치 증가를 야기한다고도 볼 수 있으며, 따라서 해당 결과가 상기한 자사주 매입과 기업가치 간의 양의 상관관계와 배치되는 결과로 해석하기에는 어려움이 있다.

〈표 8〉 강건성 검증: 자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향 (자사주보유비중)

이 표는 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 자사주 보유비중이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 보고한다. 덧붙여, 해당 차이가 자사주 매입, 처분, 소각과 같은 자사주 활동에 따라 어떻게 달리 나타나는지 기업특성변수를 통제한 다중 회귀 횡단면 분석을 통해 결과를 보여준다. TS keep은 자사주 보유 비중 변수로서 기업이 보유한 자기주식수를 상장주식수로 나누어 구축한 연속변수이다. 다른 변수에 대한 설명은 <부록>에 정의하였다. 패널A, B, C분석은 종속변수의 기업가치 변수 정의에 따라 분석결과를 나누어 제시하였다. 연도고정효과를 반영하였으며, 기업수준에서 군집 표준오차방법을 사용하였다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 통계적 유의 수준을 나타낸다.

	TQ1_Is(t+1)			TQ2_Is(t+1)			MB_Is(t+1)					
	패널 A: Tobin's q1(보통주 시총 + 우선주 시총 기준)			패널 B: Tobin's q2(보통주 시총 + 우선주 정부가 기준)			패널 C: MB(보통주 시가총액 / 보통주 정부가치)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
TS keep	-1.6712** (-9.360)	-1.6929** (-7.795)	-1.7714** (-8.724)	-1.6719** (-9.306)	-1.6697** (-9.404)	-1.6891** (-7.795)	-1.7665** (-8.754)	-1.6693** (-9.335)	-2.7302** (-8.860)	-2.9803** (-7.979)	-2.8722** (-8.069)	-2.7062** (-8.735)
Buy		0.0669** (2.268)				0.0665** (2.263)				0.0821 (1.498)		
TS keep x Buy		-0.0239 (-0.101)				-0.0293 (-0.124)				0.5408 (1.257)		
Sell			0.1179** (3.625)				0.1188** (3.668)				0.2233** (3.725)	
TS keep x Sell			0.2819 (1.077)				0.2695 (1.033)				0.3635 (0.787)	
Retire				0.1686** (2.346)				0.1703** (2.372)				0.3750** (2.356)
TS keep x Retire				0.0730 (0.130)				0.0294 (0.053)				-0.9587 (-0.855)
Control vars	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042
R-squared	0.152	0.154	0.157	0.153	0.153	0.155	0.158	0.154	0.136	0.137	0.140	0.137

〈표 9〉 강건성 검증: 자사주 보유량의 변화가 기업가치의 변화에 미치는 영향

이 표는 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 자사주 보유량의 변화가 기업가치의 변화에 미치는 영향을 분석한 결과를 보고한다. 덧붙여, 해당 차이가 자사주 매입, 처분, 소각과 같은 자사주 활동에 따라 어떻게 달리 나타나는지 기업특성 변수를 통제 한 다중 회귀 횡단면 분석을 통해 결과를 보여준다. ΔTS keep은 전기대비 자사주의 보유비중의 변화를 측정 한 변수이며, 다른 변수에 대한 설명은 <부록>에 정의하였다. 종속변수는 기업가치 변수 정의에 따라 분석결과를 나누어 제시하였고 모두 변화량을 나타내는 변수이다. 연도고정효과를 반영하였으며, 기업수준에서 군집 표준오차방법을 사용하였다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 통계적 유의수준을 나타낸다.

	Tobin's q1(보통주 시총 + 우선주 시총 기준)				Tobin's q2(보통주 시총 + 우선주 장부가 기준)				MB(보통주 시총액 / 보통주 장부가)			
	$\Delta TQ1_ts$				$\Delta TQ2_ts$				ΔMB_ts			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
ΔTS keep	-1.1551** (-4.998)	-1.0720** (-3.352)	-1.2937** (-5.052)	-1.1871** (-4.925)	-1.1544** (-5.005)	-1.0695** (-3.355)	-1.2887** (-5.043)	-1.1873** (-4.936)	-0.9803* (-1.887)	-0.6404 (-0.984)	-1.1774* (-1.833)	-1.0219* (-1.891)
Buy		-0.0085 (-0.785)				-0.0081 (-0.752)				-0.0315 (-1.369)		
ΔTS x Buy		-0.1823 (-0.404)				-0.1866 (-0.415)				-0.7475 (-1.761)		
Sell			-0.0216* (-1.853)				-0.0215* (-1.846)				-0.0306 (-1.203)	
ΔTS x Sell			0.3634 (0.893)				0.3521 (0.867)				0.5168 (0.529)	
Retire				0.0773** (2.069)				0.0798** (2.151)				0.2519** (2.350)
ΔTS x Retire				0.8015* (1.662)				0.8259* (1.720)				1.0169 (1.031)
Control vars	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042	12,042
R-squared	0.091	0.091	0.091	0.091	0.091	0.091	0.091	0.091	0.066	0.066	0.066	0.067

〈표 10〉 강건성 검증: 자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향(KOSPI와 KOSDAQ 부표본 분석)

이 표는 2004년부터 2018년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 패널 A와 B로 구분하여 자사주 보유정도가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과를 보고한다. 덧붙여, 해당 차이가 자사주 매입, 처분, 소각과 같은 자사주 활동에 따라 어떻게 달리 나타나는지 기업특성 변수를 통제 한 다중 회귀 횡단면 분석을 통해 결과를 보여준다. TS는 자사주 보유 더미로, 자사주 보유비율이 중앙값을 기준으로 높으면 1, 그렇지 않으면 0이 부여된 변수이며 다른 변수에 대한 설명은 <부록>에 정의하였다. 종속변수는 기업가치 변수 정의에 따라 분석결과를 나누어 제시하였다. 연도고정효과를 반영하였으며, 기업수준에서 군집 표준오차방법을 사용하였다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 통계적 유의수준을 나타낸다.

패널 A: KOSPI

	TQ1_ts(t+1)			TQ2_ts(t+1)			MB_ts(t+1)					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
TS	-0.1515*** (-3.909)	-0.1830*** (-4.952)	-0.1820*** (-4.259)	-0.1526*** (-3.890)	-0.1510*** (-3.959)	-0.1821*** (-4.963)	-0.1810*** (-4.330)	-0.1519*** (-3.936)	-0.2995*** (-4.348)	-0.3641*** (-5.303)	-0.3547*** (-4.550)	-0.2987*** (-4.236)
Buy		0.0208 (0.444)				0.0197 (0.427)				0.0432 (0.486)		
TS x Buy		0.0879 (1.312)				0.0869 (1.315)				0.1802 (1.521)		
Sell			0.0593 (1.179)				0.0620 (1.247)				0.1176 (1.175)	
TS x Sell			0.0954 (1.401)				0.0926 (1.374)				0.1695 (1.344)	
Retire				0.0946 (1.060)				0.0992 (1.112)				0.4900** (1.974)
TS x Retire				0.0594 (0.411)				0.0519 (0.357)				-0.1955 (-0.605)
Control vars	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Year FE	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	5,023	5,023	5,023	5,023	5,023	5,023	5,023	5,023	5,023	5,023	5,023	5,023
R-squared	0.143	0.146	0.149	0.144	0.143	0.146	0.149	0.144	0.130	0.133	0.135	0.132

마지막으로 <표 7>에 제시한 본 논문의 주요결과를 KOSPI와 KOSDAQ 두 집단으로 나누어 부표본 분석을 진행한 결과를 <표 10>에 패널A와 패널B로 각각 보고하였다. 분석 결과 KOSPI와 KOSDAQ 모두 자사주를 많이 보유하는 그룹이 적게 보유하는 그룹에 비해 기업가치가 낮은 것으로 나타났으며, 해당 결과는 자사주 매입(Buy), 처분(Sell), 소각(Retire)과 같은 자사주 활동을 통제된 후에도 유지되어 상기한 주요결과와 같음을 보여준다. 한가지 차이점은 KOSDAQ의 경우에는 자사주 보유량이 적은 기업이 자사주 활동(매입, 처분, 소각)을 할 때에 기업가치에 긍정적인 영향을 나타내고 있어 전체 샘플을 이용한 분석과 비슷한 양상을 보인다. 그러나 KOSPI기업에서는 자사주 보유량을 적게 보유한 기업이 자사주활동을 하더라도 기업가치에 긍정적인 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다. 이는 KOSDAQ기업에 비해 KOSPI기업에서는 자사주 보유량의 많고 적음이 아닌 보유 그 자체로서 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 해석이 가능하다. 이는 앞선 초과수익률에서 KOSPI와 KOSDAQ간 차이검정 결과에서도 알 수 있듯이 KOSPI의 경우 KOSDAQ에 비교하여 매입한 자사주가 주주환원이 아닌 다른 용도로 사용될 가능성이 더 크게 반영되어 자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향이 더 부정적으로 나타나는 것으로 사료된다.

5. 결론

국내 상장기업들이 공시한 자사주 매입 목적을 분석해 본 결과, 자사주를 매입하는 가장 큰 목적은 주가안정 및 주주가치제고(55.55%)로 나타났으며, 본 연구에서 자사주 매입과 기업가치의 관계를 분석한 결과, 자사주 매입시 기업가치에 긍정적인 영향이 있음을 확인하였다. 그러나, 국내에서는 매입한 자사주가 바로 시가총액에서 제외되지 않고, 추후 경영권 방어 등의 목적으로 시장에서 재매각될 가능성이 존재하기 때문에, 매입 시점에 추가하여 소각 시점의 주가 반응도 분석하였다. 분석결과, 자사주 매입 및 소각 공시에 대한 긍정적인 주가 반응을 확인했으며 매입공시보다 소각공시에 오히려 더 큰 주가반응을 보이는 것을 확인하였다. 해당 결과는 기업가치분석과 일맥상통한 결과로서 주주환원으로서의 효과가 자사주 매입시점과 소각시점에 나뉘어서 나타나는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 자사주 매입 시에는 추후 처분 등의 불확실성이 있으니 주가에 일부만 반영되었다가 소각시 그 불확실성이 해소되면서 더 크게 주가반응이 나타나는 것으로 사료된다.

한국에서는 자사주가 경영권 방어의 수단 혹은 지주회사 설립시 지배력 강화를 위하여 활용되는 등 당초 기업들이 공시한 자사주 매입의 목적과 달리 사용될 여지가 존재하기 때문에 자사주 매입, 처분, 소각과 같은 자사주활동 뿐만 아니라 어떠한 자사주 활동도 하지 않고 지속적으로 보유하는 것 또한 분석해 볼 필요가 있다. 따라서 본 연구에서는 자사주 활동이 있거나 자사주를 보유하고 있는 기업만을 추출하여 자사주의 매입, 처분, 소각, 보유 현황을 살펴본 결과 37.44%의 기업이 자사주 매입을 진행했고 처분을 한 기업은 24.73%였으며, 전체에서 2.44%의 기업만이 자사주를 소각한 것으로 나타났다.

기업들이 자체 공시한 자사주 매입의 가장 큰 목적은 주가안정 및 주주가치제고(55.55%)임에도 불구하고 실제 소각은 2%내외에서만 일어나고 대부분을 보유하는 것으로 나타나 실제와 공시된 매입 목적이 일치하지 않는 것을 알 수 있다. 이는 장기적으로 자사주를 소각하는 것이 기업가치에 긍정적임에도 다양한 용도로 활용하기 위해 자사주를 보유하고 있는 기업들이 있음을 시사한다.

이에 본 연구에서는 자사주를 보유하는 것이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석해 보았다. 그 결과 자사주를 상대적으로 많이 보유한 기업의 기업가치가 자사주를 적게 보유한 기업에 비해 Tobin's q는 약 24%p, 시장-장부가비율(M/B)은 약 43%p 정도 낮은 수준으로 나타나 국내기업의 자사주 보유는 기업가치에 부정적인 영향을 미치고 있음을 시사한다. 이러한 결과는 매입, 처분, 소각 등의 활동 및 기타 변수를 통제한 다변량 분석에서도 유지되었다. 즉, 유량(flow)으로서의 자사주 활동 여부에 상관없이 저량(stock)으로서의 자사주 보유가 많으면 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이러한 본 연구의 분석 결과는 매입된 자사주를 시가총액에 계속 포함하는 국내 관행에 제도 개선이 필요함을 시사한다. 매입 자사주가 시가총액에 계속 포함됨에 따라 자사주 매입만으로는 주주환원 여부가 불확실하고, 추후 경영권 방어 등의 목적으로 재매각 될 가능성을 고려하면 보유 중인 자사주는 기업가치에 오히려 부정적인 영향을 미칠 수 있기 때문이다. 이는 국내에서 많이 논의되고 있는 자사주 매입 즉시 소각의 필요성에 대한 논의가 보다 근본적으로는 자사주의 시가총액 포함 관행에 기인하고 있음을 아울러 시사한다.

References

- Bagwell, L. S., 1991, Share Repurchase and Takeover Deterrence, *The Rand Journal of Economics*, Vol. 21 (1), pp. 72–88.
- 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*, Vol. 46, pp. 1243–1271.
- Jagannathan, M., C. P. Stephens, and M. S. Weisbach, 2000, Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases, *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, pp. 355–384.
- Jensen, M. C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, pp. 323–329.
- Joh, S. W. and Y. K. Ko, The effects of ownership structure on corporate payout policy: Incentive alignment or entrenchment, Working paper, Seoul National University, 2007, <http://www.cirje.e.u-tokyo.ac.jp/research/conf/3country2006/joh.pdf>.
- Jung, S. C., and Y. H. Kim, 2013, Anti–takeover Provisions and Stock Repurchases in Korea, *Korean Management Review*, Vol. 42 (3), pp. 767–803.
- Kim, W., and J. Lim, 2017, An Empirical Study on Resale and Retirement of Treasury Shares: Evidence from Korea, *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 46 (1), pp. 35–60.
- Kim, W., J. Im, and Y. Choi, 2020, Effect of Including Treasury Shares in Market Capitalization, EPS, and PER: Evidence from Korea, *Korean Journal of Financial Studies*, Vol. 49 (2), pp. 249–284.
- Kim, W., and S. Wang, Free lunches for insiders under investor inertia and limited arbitrage, Working Paper, Seoul National University, 2015, http://www.korfin.org/korfin_file/forum/16fall3-2.pdf.
- Lee, D. W., H. H. Shin, and R. M. Stulz, 2021, Why Does Equity Capital Flow out of High Tobin’s Industries? *The Review of Financial Studies*, Vol. 34 (4), pp. 1867–1906.
- Miller, M. H., and F. Modigliani, 1961, Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business*, Vol. 34, pp. 411–433.
- Vermaelen, T., 1984, Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives, *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, Vol. 19, pp. 163–181.
- Yoon, S., 2019, The Actual Status of Repurchase and Cancellation of Treasury Shares, *Korea Corporate Governance Service Report*, Vol. 9 (9), pp. 11–16.

〈부록〉 변수 정의

변수명	정의
자사주 활동 변수	
TS keep	자사주보유비중=자사주보유주식수/상장주식수
TS	자사주보유비중(TS keep)이 중앙값을 초과하면 1 부여
Buy	자사주를 매입했으면 1 부여
Sell	자사주를 처분했으면 1 부여
Retire	자사주를 소각했으면 1 부여
Buy ratio	자사주매입비율=매입한 자기주식수/평균자기주식수
기업가치 변수	
TQ1	(보통주 시가총액+ 우선주 시가총액+ 총부채)/자산
TQ2	(보통주 시가총액+ 우선주자본금+ 총부채)/자산
MB	보통주 시가총액/보통주장부가치
TQ1_ts	[(보통주상장주식수-보통주자기주식수)×보통주종가+ (우선주상장주식수-우선주자기주식수)×우선주종가+ 총부채]/자산
TQ2_ts	[(보통주상장주식수-보통주자기주식수×보통주종가+ 우선주자본금+ 총부채)]/자산
MB_ts	[(보통주상장주식수-보통주자기주식수)×보통주종가]/보통주장부가치
통제변수	
Size	log(총자산)
Lev	총부채/총자산
Cash	현금성자산/총자산
Roa	당기순이익/총자산
Sgrowth	매출액증가율 = 최근 3년 매출액 성장률의 평균
Rnds	연구개발비/매출액
Ads	광고선전비/매출액
Ocfs	영업현금흐름/매출액