

자사주매입이 기업의 위험에
미치는 영향에 관한 연구

정 진 호 (경남대학교)
이 준 석 (경남대학교)
권 정 은 (경남대학교)

자사주매입이 기업의 위험에 미치는 영향에 관한 연구

정진호*·이준석**·권정은***

<요 약>

본 연구는 자사주매입이 기업의 위험에 미치는 영향을 총위험과 체계적 위험으로 나누어 분석하였다. 기존의 연구가 자사주매입만을 고려한 반면 본 연구에서는 배당도 포함하는 통합적 분석을 실시하였다. 이를 위해 2001년부터 2003년까지 상장기업을 대상으로 배당과 자사주매입을 하지 않은 기업과 배당만 실시한 기업, 배당과 자사주매입을 동시에 실시한 기업으로 나누어 그룹별로 위험을 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 배당과 자사주매입을 같이 실시한 기업이 배당만 실시한 기업이나, 배당 및 자사주매입 모두 실시하지 않은 기업 보다 재무적 특성이 가장 우수한 것으로 판명되었다.

둘째, 배당과 자사주매입을 같이 실시한 기업이 총위험과 체계적 위험 모두 가장 낮으며 자사주매입 전과 비교하여 기간이 길수록 총위험의 감소폭이 가장 크게 나타났다.

셋째, 배당수익률과 자사주매입수익률이 높을수록 기업의 위험이 감소하였으며, 다른 재무변수를 통제한 횡단면회귀분석 결과에서도 배당수익률과 자사주매입수익률은 기업의 총위험 뿐만 아니라 체계적 위험 까지도 유의적으로 감소시키는 것으로 나타났다.

이러한 결과는 기업의 지불정책 선택 시 배당과 자사주매입의 적절한 배분은 기업 위험을 줄이는데 효과적으로 기여할 수 있다는 시사점을 제공한다. 따라서 기업가치를 극대화할 수 있는 배당정책은 자사주매입 비율까지 함께 고려하여 결정하는 것이 바람직하며 그 최적규모 선택은 기업가치를 극대화하고 기업위험을 최소화하는 정책수단이 될 수 있음을 의미한다.

* 경남대학교 경영학부 부교수 (jhjeong@kyungnam.ac.kr)

** 경남대학교 경영학부 강사 (600406ljs@naver.com)

*** 경남대학교 경영학부 강사 (twittykwon@hanmail.net)

I. 서론

기업 이익의 일정부분은 주주에게 배당의 형태로 분배된다. 배당의 형태는 다양하나 그 중 대표적인 두 형태는 기업의 실적을 결산한 후 순이익의 일부분을 지급하는 전통적인 방식의 배당(dividends)이 있고 다른 하나는 기업의 경영전략적 필요성에 의해서 수시로 실시하는 자사주매입(share repurchase)이 있다. 배당에 관한 기존의 연구는 전통적 형태의 배당(dividends)에 관한 연구에 국한되어 왔으나 최근에 기업들이 자사주매입을 하는 경우가 늘면서 자사주에 관한 관심도 늘고 있는 실정이다.¹⁾ 현재 자사주 매입에 관한 연구는 자사주매입이 주가에 미치는 영향에 관한 연구가 주를 이루고 있으며 자사주매입이 기업의 위험에 미치는 영향에 관한 국내연구는 극히 제한적으로 이루어지고 있다. 자사주매입이 기업의 위험에 미치는 영향에 관한 선행연구들 중 외국의 연구들은 자사주매입이 기업의 위험을 감소시킨다는 증거들을 제시하는 반면 국내 연구들은 자사주매입이 기업의 위험에 미치는 일관된 증거를 제시하지 못하고 있다.²⁾

기존 연구의 가장 큰 문제점은 배당 혹은 자사주매입 시 변화하는 위험을 각각 개별적으로 분석한 반면, 배당과 자사주매입과의 관련성을 동시에 통합적으로 분석하지 못하였다는 것이다. 기업의 재무 담당자가 이익 환원 정책으로 배당과 자사주 매입을 선택할 때 기업의 위험과 재무적 특성에 따라 배당과 자사주매입을 각각 분리하여 결정하기보다는 동시에 고려하여 결정할 가능성이 높다. 그럼에도 불구하고 단순히 자사주매입만을 대상으로 기업위험의 변화를 분석하는 경우 기업위험의 변화측정에 편의(bias)가 발생할 수 있고 결과해석에도 오류를 범할 수 있다. 또 한가지 문제는 기업의 위험을 체계적 위험으로 국한하여 사용함으로써 분석결과가 위험측정을 어떻게 하느냐에 따라 달라질 수 있다는 것이다. 사실 자사주매입은 기업의 고유한 사항에 따라 수시로 발생하는 경우가 많아 체계적 위험뿐만 아니라 기업의 고유위험을 포함한 총위험에도 영향을 미칠 가능성이 높다. 이러한 점을 고려하여 본 연구에서는 배당과 자사주매입을 통

- 1) 미국의 신용평가기관인 S&P사가 S&P 500지수 편입대상기업들을 대상으로 조사한 자료에 따르면 2004년 중 자사주매입액이 2003년에 비해 1.5배에 달하는 1,974억 달러를 기록하여 배당금지급총액인 1,810억 달러를 상회하는 수준으로 나타났다. 우리나라는 자사주매입 제도가 도입된 1992년에는 30개 기업이 567억의 자사주매입을 결정하였으나 2002년에는 104개 기업 4조565억 원으로 확대 되었다. 이 금액은 2002년 12월 결산 상장법인 배당금총액인 4조7,622억 원과 거의 비슷한 수준이다. 우리나라의 대표 기업인 삼성전자, 포스코, SK 텔레콤의 경우 2000- 2002 회계년도의 3년간 배당총액은 각각 1조7,597억, 6,948억, 2,571억 원에 불과한 반면 동기간 동안 자사주매입총액은 각각 2조271억, 1조1,038억, 2조889억으로 나타났으며, 삼성전자는 2003년 9,127억, 2004년 8,867억, 2005년 1조5,638억 원의 배당금을 지급한데 반해, 자사주매입은 같은 기간 각각 2조281억, 3조 7,920억, 2조1,419억 원으로 자사주매입액이 배당금총액의 약 2.4배 이상 되어 자사주매입이 기업의 중요한 재무전략으로 이용되고 있음을 알 수 있다.
- 2) 신민식(1997)은 자사주매입 공시가 베타계수로 측정되는 체계적 위험에 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 증거를 제시하였으나 백승엽·강석규(2005)의 연구에서는 자사주매입 공시이전 보다 공시후의 베타계수가 유의적으로 감소하는 증거를 제시하였다. 한편 이태화·김철규·임병문(2000)은 자사주매입을 공시한 표본기업의 위험의 변화를 측정할 결과 가치가중지수를 사용했을 경우에는 공시 전과 공시 후에 베타가 유의적으로 증가한데 비해 동일가중지수를 사용했을 때는 변화가 없었다고 하였다.

합적으로 분석하여 기업위험에 미치는 영향을 분석하는데 연구의 목적이 있다. 위험의 측정도 체계적 위험과 총위험 두 변수를 모두 이용하여 기업의 고유위험을 고려하면서 동시에 실증결과의 강건성(robustness)을 확보하고자 노력하였다. 또한 자사주매입을 선택한 기업들의 재무적 특성을 파악하여 다른 표본 기업들의 재무적 특성과 차이가 있는지를 분석하였다. 이를 위해 전체 표본을 배당과 자사주매입 실시 유무에 따라 세 가지 그룹으로 나누고 그룹 별로 체계적 위험 및 총위험의 차이를 비교 분석하였다. 구체적으로 본 연구는 다음과 같은 질문들에 대한 해답을 얻고자 한다.

첫째, 기업의 재무적 특성에 따라 기업의 지불 정책 선택이 달라지는가?

이를 분석하기 위해 현금배당과 자사주매입 유무에 따라 전체 표본 중 (1)배당과 자사주매입 모두 실시하지 않는 기업(DIV=0, REP=0), (2)배당만 지급하고 자사주는 매입하지 않는 기업(DIV=1, REP=0), (3)배당과 자사주매입을 동시에 실시하는 기업(DIV=1, REP=1)으로 표본기업을 세 가지로 분류하여 각 그룹별 재무적 특성을 분석하고자 한다. 배당의 안정성을 고려할 때 기업이 지속적인 이익의 증가 없이는 배당의 증가를 꺼려하므로 영구적인 이익에 근거한 지급정책으로는 배당이 적절하고, 일시적인 이익 증가에 대한 지급 정책으로써 자사주매입을 선택할 것으로 예상된다.³⁾

둘째, 기업의 지불 정책에 따라 그룹 간 위험은 각각 달라지는가?

기업의 지불 정책에 따라 위의 세 가지 그룹으로 분류하여 사건 기간 전 -3년부터 사건 기간 후 +1년까지의 총위험과 체계적 위험에 차이가 있는지 분석해본다. 배당이나 자사주매입은 신호효과에 의해 기업의 위험을 감소시키고, 위험의 감소는 투자자의 요구수익률을 낮춤으로써 기업가치가 상승할 것이다. 그러나 신호이론은 기업의 위험감소가 배당정책과 자사주매입정책 중 어느 정책이 보다 더 기업의 위험을 감소시키는지 설명해주지 못한다. 본 연구에서는 기업의 지불정책에 따라 세 가지 그룹으로 분류하여 위험을 분석해봄으로써 어떤 정책이 기업위험 감소에 보다 효과적인 수단이 되는지 분석해보고자 한다.

셋째, 기업의 지불정책에 따라 사건 기간 전후의 위험의 변화 폭은 다를 것인가?

앞의 2의 질문에서는 단순히 지불정책에 따라 기업의 정적인 측면의 위험의 변화를 살펴 본 것이라면 3의 질문에서는 사건기간 전, 후 기간의 흐름에 따라 세 개의 그룹 별로 위험의 변화도는 어떻게 다른가를 분석해본다. 자사주매입과 배당이 주가의 안정

3) Jagannathan, Stephens & Weisbach (2000)은 배당을 지급하는 기업이 자사주 매입을 실시하는 기업보다 더 안정적인 수익을 내고 있음을 발견하여 배당은 지속적인 의무가 수반되며, 영구적인 이익(permanent earnings)에 근거한 지급정책으로 적절하며, 자사주 매입은 일시적인 현금흐름을 분배하기 위해 비정상적인 또는 잠정적인 이익(extraordinary or transitory earnings)에 근거한 지급정책에 적절하다고 주장하였다.

성에 기여한다는 점을 고려한다면 기업의 위험을 어느 정도 감소시킬 것으로 예상된다. 그러나 배당만 지급한 기업의 경우 배당의 규모가 어느 정도 예측이 가능하다는 점을 고려한다면 회계년도 중 예상치 못하였던 자사주매입 발표는 배당보다 기업위험을 더 크게 감소시킬 것으로 예상된다. 따라서 자사주매입과 배당을 함께 실시한 기업은 배당만 실시한 기업보다 위험의 감소폭이 더 클 것으로 예상할 수 있다.

넷째, 배당수익률과 자사주매입수익률의 크기에 따라 기업의 위험은 차이가 있을 것인가?

많은 실증 분석결과에서 배당수익률과 목표 자사주매입수익률이 높을수록 주가 반응이 크게 나타남을 보고하고 있다.(Vermaelen, 1981 등) 기업의 위험이 배당수익률과 자사주매입수익률에 따라 어떻게 변화하는지에 대한 이론적 연구는 아직 없으며 이는 실증적으로 규명되어야 할 사항이다. 이를 위해 배당 및 자사주매입 기업들의 수익률의 크기에 따라 네 개 그룹으로 나눈 후 그룹 별로 위험을 분석하였다. 배당수익률과 목표 자사주매입비율이 높은 그룹일수록 기업의 내재 가치가 높다고 가정하면 이는 기업할인율의 감소를 의미하고 결과적으로 기업위험도가 감소될 것으로 예상할 수 있다. 이를 위해 기업의 위험에 영향을 미칠 수 있는 통제변수들을 선정하여 횡단면회귀분석을 통해 검증한다.

본 연구의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. II장에서는 자사주매입 동기와 대체가설 및 위험에 미치는 영향에 관한 선행연구들을 정리하고, III장에서는 자료 및 연구방법론을 소개하며, IV장에서는 실증분석결과를 나타내고, V장에서는 연구의 결론과 향후 시사점을 제시하였다.

II. 선행연구

2.1. 자사주매입 동기에 관한 연구

자사주매입 동기에 관한 선행연구들을 살펴보면 아래와 같은 몇 가지 가설들이 제시되고 있다.

- (1) 저평가신호 가설 : 정보우위인 기업의 경영자가 자사주매입 공시를 하면 현재의 주가가 내재가치 보다 저평가되어 있다는 신호를 시장에 보내는 것이므로 자사주매입은 주가를 상승시킨다는 가설이다.(Vermaelen, 1981. Dann, 1981)
- (2) 여유현금흐름 가설 : 자사주취득을 통하여 여유현금흐름의 크기를 줄이면 대리인 비용을 감소시키는 효과가 있으므로 주가가 상승한다는 가설이다.(Fenn & Liang,

1998)

- (3) 레버리지 가설 : 부채비율이 증가하면 법인세 절감 효과가 있으므로 기업이 부채비율을 증가시키기 위해 자사주매입을 이용한다는 가설이다.(Masulis, 1980)
- (4) 배당소득세 가설 : 기업이 현금배당 대신에 자사주매입을 실시하게 되면 투자자는 배당소득 대신에 자본이득의 형태로 부를 얻게 되므로 개인소득세를 절감하는 효과가 있다는 가설이다.(Ofer & Thakor, 1987)
- (5) 인수합병방어 가설 : 자사주를 매입하면 주가가 상승하고 주식 수가 감소하여 기업 인수가 그만큼 어렵게 되기 때문에 적대적 인수합병을 방어할 수 있다는 가설이다.(Vermaelen, 1981. Dennis, 1990)
- (6) 복합동기 가설 : 자사주매입결정은 기업의 지불정책, 투자, 자본구조, 경영통제권 등의 다양한 동기에 의해 영향을 받을 수 있다는 가설이다(Stephens & Weisbach, 1998).

이외에도 자사주매입 동기를 설명하기 위해 부의이전가설(wealth transfer hypothesis) 또는 채권자이용가설(bondholder expropriation hypothesis)도 가끔 언급된다. 자사주매입은 회사자산을 감소시키기 때문에 채권자들에게 클레임의 가치를 감소시킨다. 이는 채권자의 부를 감소시키면서 주주이익을 옹호한다는 가설이다.

자사주매입 동기에 관한 국내연구는 자사주매입 공시에 대한 시장반응을 설명할 수 있는 최적의 동기를 찾는데 중점을 두고 있으며 자사주매입 목적의 대부분을 차지하고 있는 정보신호가설은 국내시장에서도 부분적으로 지지되고 있다(정성찬·이용교, 1996, 2001. 백승엽·강석규, 2005. 등). 그러나 김철교(1997)의 연구에서는 국내주식시장에서는 정보신호가설이 성립한다고 단정할 만한 증거를 발견하지 못한다고 하였으며, 이익규·주상용(2004)의 연구에서도 저평가가설은 자사주매입 결정에 영향을 미치지 않는다는 연구결과를 제시하였다. 변진호(2004)의 연구에서는 저평가를 이유로 내세운 자사주매입 허위정보신호기업의 일년간의 장기성과는 음(-)의 초과 수익률을 보이는 것으로 나타났으며, 신민식·김석진·이선윤(2001)은 경영권 보호 목적의 자사주매입은 주주 부에 음(-)의 성과를 나타내고 있음을 보여주었다.

2.2. 자사주매입과 배당의 대체가설에 관한 연구

Miller & Modigliani(1961)의 배당 무관론설에 의하면 완전자본 시장 하에서 배당과 자사주매입이 완전 대체재임을 나타내고 있다. 또한 Easterbrook(1984)과 Jensen(1986)은 잉여현금흐름이 배당이나 자사주매입의 지급형태에 관계없이 동일한 결과를 나타낸다고 주장하여 두 지급정책간의 대체관계가 있음을 시사하고 있다.

최근 미국의 경우 지불정책 수단으로 자사주매입이 큰 폭으로 증가하고 있는데 1999년과 2000년 제조업체의 경우 자사주매입액이 배당금을 추월하였을 정도이다.⁴⁾

이런 변화의 이유로 자사주매입이 배당보다 기업의 상황에 보다 유연하게 대처할 수 있으며 주가의 안정화에도 기여할 수 있는 유용한 정책수단이 될 수 있다는 가능성을 제시하고 있는데 자사주매입과 배당에 관한 최근의 연구는 이러한 가능성을 지지하는 증거들을 보여주고 있다.

Ofer & Thaker(1987)는 저율의 자본소득세가 발생하는 자사주매입이 고율의 배당소득세가 발생하는 현금배당보다 유리함을 보고하였다. 또한 시장에 보내는 신호 수단으로써 배당보다 자사주매입은 기업경영자의 위험을 증가 시키는데 기업경영자가 배당보다 자사주매입의 방법을 선택하면 보다 강력한 신호전달 수단이 될 수 있다고 하였다.

Berstein(1996)은 자사주에 관련된 규제완화, 주가하락 시 주가방어를 위한 기업의 노력, 세금측면에서 현금배당에 비해 자사주매입의 상대적인 유리함, 임직원이 기존에 부여받은 스톡옵션을 행사할 때 이를 지급하기 위한 자사주매입 증가 등의 이유로 향후 배당은 점차감소하고 그 중요성이 약해지는 반면, 자사주매입은 크게 증가할 것이라 예측하였다.

Grullon & Michaely(2002)는 신생기업들은 최초로 현금지급 시 배당보다 자사주매입을 선호하고 있으며, 대기업 혹은 창립역사가 긴 기업들도 배당 대신 자사주매입으로의 점진적인 대체현상을 보고하고 있다.

국내에는 아직 까지 배당과 자사주매입을 동시에 고려한 연구가 거의 없는 가운데 최도성·김성민(2004)은 최근 기업들이 이익환원정책으로 현금배당과 더불어 자사주매입을 적극적으로 실시하고 있음을 보고하였다. 또한 자사주매입 비율이 높은 그룹이 낮은 그룹에 비해 배당수익률이 유의적으로 더 크게 발생하여 국내에서는 자사주매입의 배당 대체 가능성을 기각하며 자사주매입이 배당과 상호보완적인 지급정책으로 해석될 수 있다고 하였다.

설원식·김수정·장호윤(2004)의 연구에서도 2000년부터 2001년까지 제조업을 대상으로 자사주매입과 배당의 대체관계를 실증 분석한 결과 배당과 자사주매입은 서로 보완적인 관계를 갖는다고 하였다. 이와 같은 결과에 대해 외국과는 달리 자사주매입분을 소각시키지 않는 대부분의 한국기업에서 배당과 자사주매입은 대체관계가 성립되지 못하며 영업이익 증가 시 이를 배당과 자사주매입을 모두 증가시키는 분배 방식을 많이 사용하기 때문이라고 해석하였다.

4) 시장가치 대비 우선주를 포함한 자사주매입 비율은 1972년 0.19%에서 2000년 1.3%로 증가한 반면 배당금 지급비율은 같은 기간 동안 2.19%에서 1.2%로 감소하였다. 1980년에는 영업이익 중 자사주매입비율이 4.8%였지만 2000년에는 41.8%로 증가하였고 동 기간 동안 자사주매입금액은 연평균 26.1% 씩 증가하였지만 배당금은 연평균 6.8% 씩만 증가하였다. (Grullon and Michaely, 2002)

2.3. 자사주매입이 위험에 미치는 영향에 관한 연구

자사주매입은 주식거래량과 변동성에 영향을 줄 수 있는 기업의 특정사건으로 볼 수 있는데 자사주매입을 전후하여 기업위험의 수준이 변할 수 있으며, 이로 인해 수익률에 변화가 발생할 수 있다. 또한 자사주매입으로 취득한 주식은 소각내지 금고주 형태로 보관되기 때문에 자사주매입이 완료된 이후에는 유통주식 수 감소에 따라 거래량이 감소될 수도 있다. 이러한 거래량의 변화는 기업의 위험에 영향을 미치고 결과적으로 주가의 수익률에도 영향을 미칠 가능성이 있다. 이에 관한 선행 연구는 대부분 체계적 위험의 변화에 국한하여 분석하였는데 이중 외국의 선행연구는 다음과 같다.

Bartov(1991)는 자사주매입 공시가 전달하는 정보의 속성에 관한 실증적 연구에서 자사주매입 이전에 비해 자사주매입 이후 기업의 체계적 위험이 유의적으로 감소하였으며 자사주매입 공시 수익률과 체계적 위험의 변화 간에는 유의적인 부의 관계가 있다는 증거를 제시하였다. Denis & Kadlec(1994)은 1984년부터 1989년까지 미국의 NYSE, AMEX NASDAQ 자료를 이용하여 자사주매입이 유동성과 체계적 위험에 미치는 영향을 분석한 결과 자사주매입 공시 후에 거래량이 감소하며 체계적 위험도 유의적으로 감소함을 발견하였다. 또한 Jin Wang & Johnson(2005)은 1981년부터 2000년까지 1,161개 기업을 대상으로 자사주매입이 기업의 체계적 위험에 미치는 영향을 분석한 결과 체계적 위험은 자사주매입 공시 수량이 아닌 실제 취득한 자사주매입 수량과 부(-)의 관계가 있음을 보고하였다.

자사주매입이 기업의 위험에 미치는 영향에 관한 국내 연구는 다음과 같다.

신민식(1997)은 1994년 5월부터 1995년 4월까지 1년 동안 자사주매입을 공시한 기업의 체계적 위험에 미치는 영향을 분석한 결과 외국의 연구와는 달리 자사주매입 공시가 베타계수로 측정되는 체계적 위험에 유의적인 정(+)의 영향을 미치는 것으로 보고하였다. 반면 자사주매입 공시가 거래량으로 측정되는 기업의 유동성에 미치는 영향은 유의적으로 나타나지 않았다. 이태희·김철규·임병문(2000)의 연구에서도 1994년 1년 동안 자사주매입을 공시한 표본기업의 위험의 변화를 측정할 결과 가치가중지수를 사용했을 경우에는 공시 전과 공시 후에 베타가 유의적으로 증가한데 비해 동일가중지수를 사용했을 때는 변화가 없었다고 하였다.

그러나 백승엽·강석규(2005)는 1998년부터 2000년까지 자사주매입을 공시한 기업의 공시 전후의 체계적 위험의 변화를 분석한 결과 공시 이전 보다 공시 후의 베타계수가 유의적으로 감소한다는 증거를 제시하였다.

이상의 연구 결과를 요약하면 외국의 선행연구들은 대부분 자사주매입이 기업의 체계적 위험을 감소시킨다는 증거를 제시하고 있는데 반해 국내연구들은 연구자와 연구기간

에 따라 자사주매입이 체계적 위험에 미치는 영향에 대해 일치된 결과를 보여주지 못하고 있다.

III. 자료 및 방법론

3.1. 표본기업의 설정

본 연구의 표본은 국내 증권거래소 상장기업 중 2001년부터 2003년 기간 동안 12월 결산기업을 대상으로 다음과 같은 기준에 의해 선정하였다.

- (1) 비 금융업종
- (2) 관리대상 종목이 아닌 기업
- (3) 자기자본이 완전 잠식되지 않은 기업
- (4) 한국증권연구원(KSRI)자료에서 위험변수가 이용 가능한 기업
- (5) 상장회사협의회 TS-2000을 이용하여 재무자료의 이용이 가능한 기업

표본기업에 대한 배당금 및 재무변수 자료는 상장회사협의회 TS-2000을 이용하였고, 개별기업의 총위험 및 체계적 위험 변수는 한국증권연구원(KSRI) 주가수익률 자료를 사용하였다. 자사주매입 자료는 증권거래소 전자공시시스템(<http://kind.kse.or.kr>) 및 금융감독원 전자공시시스템(<http://dart.fss.or.kr>)을 이용하였으며, 증권거래소를 통한 직접 취득과 은행을 통한 특정 금전신탁의 당해연도 신규 설정분이 모두 포함되었다.

표본대상 기업에서 금융업종은 규제산업으로 비 금융업종과 매우 다르기 때문에 제조업으로 한정하였으며, 관리대상 기업이나 자본잠식기업의 경우 결산자료를 제출하지 않거나, 재무구조가 부실하여 분석대상변수의 측정에 어려움이 있어 제외하였다. 이상과 같은 표본의 선정기준에 따라 최종적으로 선정된 표본은 <표 1>과 <그림1>과 같다.

<표 1> 표본기업 분포현황

기간	div=0 rep=0	div=1 rep=0	div=1 rep=1	계
2001	123 (0.31)	240 (0.61)	33 (0.08)	396
2002	142 (0.35)	212 (0.52)	53 (0.13)	407
2003	124 (0.29)	231 (0.54)	75 (0.17)	430
합계	389	683	161	1,233

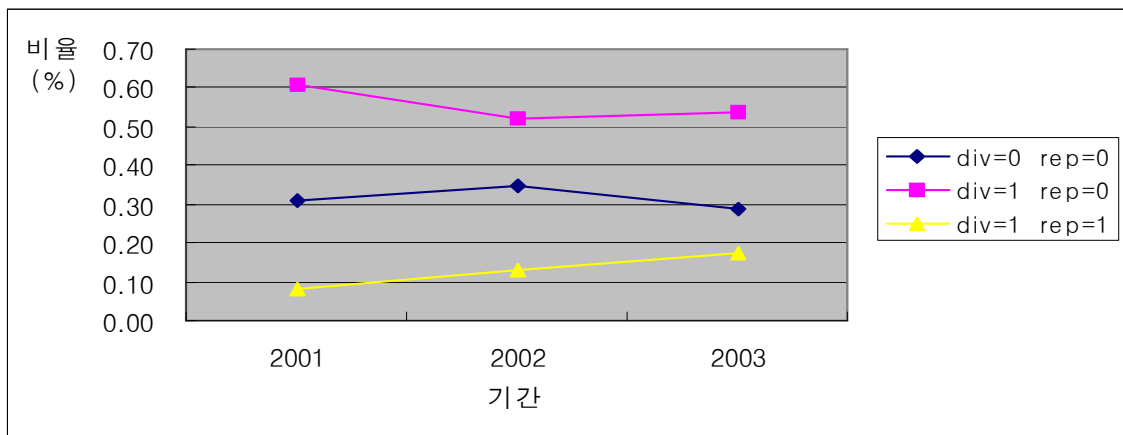
주1) div=0 rep=0 : 배당미지급 및 자사주미매입기업

div=1 rep=0 : 배당지급 및 자사주미매입기업

div=1 rep=1 : 배당지급 및 자사주매입기업

주2) ()은 구성비율

<그림 1> 표본기업 비율현황



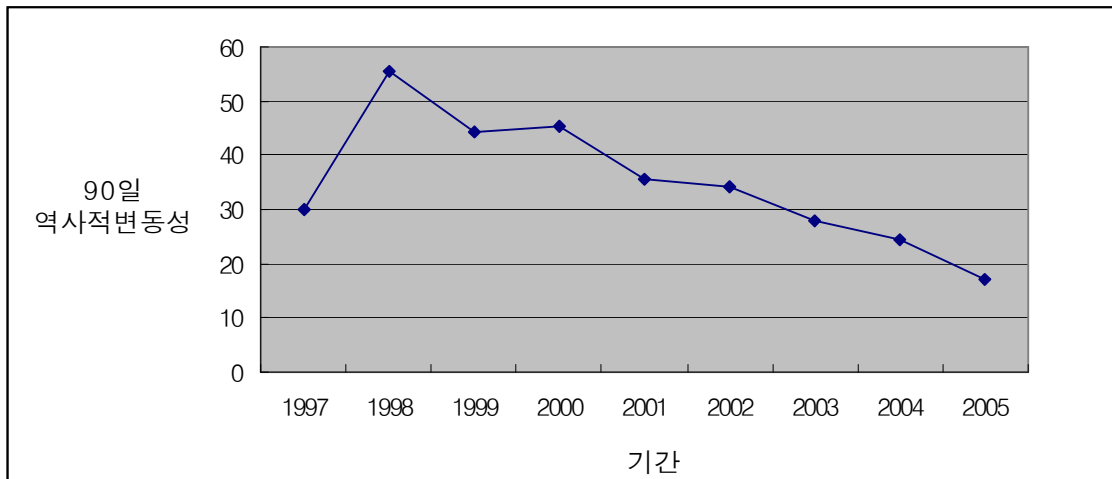
<표 1>과 <그림 1>은 2001년부터 2003년 기간 동안 배당지급과 자사주매입 유무에 따라 표본을 세 가지로 분류하여 나타내고 있다. 전체표본 가운데 배당만 지급하고 자사주는 매입하지 않는 기업의 수가 가장 많은 것으로 나타났으며, 배당지급과 자사주매입을 실시하지 않는 기업도 약 30% 내외로 나타나고 있다. 또한 2002년 이후 배당과 자사주매입을 전혀 하지 않는 기업 수는 줄어드는 반면 배당지급 기업과 배당지급 및 자사주매입을 동시에 실시하는 기업이 점차 증가하는 추세를 보여주고 있어, 기업이 주주 부를 극대화하기 위한 성과배분 측면에서 배당정책을 적극적으로 실시하고 있음을 보여주고 있다. <표 2>와 <그림 2>는 1997년부터 2005년까지 거래소기업의 추가변동성 추이를 보여주고 있는데, 추가변동성은 점차 감소하는 경향을 나타내고 있다.

<표 2> 거래소기업 주가변동성 추이⁵⁾

구 분	90일 역사적변동성
1997년	30.1
1998년	55.3
1999년	44.3
2000년	45.5
2001년	35.7
2002년	34.2
2003년	27.8
2004년	24.3
2005년	17.2

주) 90일 역사적 변동성 : KOSPI200지수의 90일 동안 로그 수익률 표준편차 연율화 수치

<그림 2> 거래소기업 주가변동성 추이



3.2. 연구방법론

3.2.1. 위험의 측정

본 연구는 주가수익률 변화를 총위험과 체계적 위험으로 구분하여 측정하였다. 기업의 위험자료는 한국증권연구원(KSRI)의 일별 주가 수익률을 기초로 산출되는 기업의 연간 총위험(표준편차)과 체계적 위험 자료를 이용하였다. 자사주매입에 관한 선행연구에서는 단기적인 시장반응에 국한된 연구인 반면, 본 연구에서는 배당지급과 자사주매

5) 증권선물거래소, KOSPI200 선물시장 개설 10주년 성과분석(2006.5.3) 참조

입이 장기적으로 기업의 위험에 어떠한 영향을 미치는 지를 분석하기 위해 연간 변화를 분석한 차이점이 있다. 위험은 배당지급과 자사주매입을 실시한 년도를 기준으로 사건 기간 전후의 추이분석과 기간별 변화률을 측정하였으며, 분석기간은 연도별로 +1/-1년, +1/-2년, +1/-3년의 변화률을 비교하였다. 분석기간을 보다 장기적으로 설정하는 경우 배당과 자사주매입 외에 기업가치의 변화를 초래하는 다른 요인이 혼합하여 발생할 것으로 판단되어 사건기간 이후 +1년으로 한정하였다.

대응기간별 변동성이 배당지급과 자사주매입 이전과 이후에 변화가 있었는지를 검증하기 위한 귀무가설은 다음과 같다.

$$H_0 : \frac{\sigma_+^2}{\sigma_-^2} = 1 \quad (1)$$

σ_+^2 : 배당지급과 자사주매입 이후의 변동성

σ_-^2 : 배당지급과 자사주매입 이전의 변동성

위험의 변화율은 아래 식 (2)와 같다.

$$D = \frac{[(\sigma_+^2) - (\sigma_-^2)]}{(\sigma_-^2)} \times 100 \quad (2)$$

귀무가설 (1)과 그룹간 재무적 특성에 유의한 차이가 있는지 여부를 검증하기 위해 비모수검증법(non-parametric test)의 하나인 Kruskal-Wallis 검증법을 이용하였다. Kruskal-Wallis test는 순위 검증 시 일반적으로 이용되는 두 표본 Mann-Whitney U Test를 일반화 한 것이다. 즉 Kruskal-Wallis test는 3개 이상의 모평균이나 중앙값을 비교하기 위해 사용되며 귀무가설은 그룹 간 분석변수의 모평균이 차이가 없다는 것이다.

Kruskal-Wallis 검증법에서 사용되는 χ^2 -통계량은 다음 식(3)과 같다.

$$\chi^2 = \frac{12}{N(N+1)} \sum_{j=1}^k \frac{R_j^2}{n_j} - 3(N+1) \quad (3)$$

여기서 k : 표본의 수

n_j : j 번째 표본의 측정치수

$$N: \sum_{j=1}^k n_j$$

R_j : j 번째 표본의 순위의 합

IV. 실증분석 결과

4.1. 표본기업의 특성

<표 2>는 2001년부터 2003년 기간 동안 배당지급과 자사주매입 실시유무에 따라 구분한 표본기업들에 대한 재무적 특성들의 평균값을 나타낸 것이다. 배당지급 기업과 배당지급 및 자사주매입을 동시에 실시하는 기업은 배당과 자사주매입 모두 하지 않은 기업에 비해 자산규모는 크나 부채비율이 낮아 상대적으로 안정성이 높은 기업들로 나타났다. 또한 총자본영업이익률이 높고 총자본영업외이익률은 낮으며, 잉여현금흐름이 양호하여 유동성과 영업으로 인한 수익성이 높은 재무적 특성을 보여주고 있다. 특히 배당지급과 자사주매입을 동시에 실시하는 기업을 살펴보면 자산규모는 가장 크고, 부채비율은 가장 낮으며, 총자본영업이익률에 있어서도 가장 높은 수치를 나타내고 있어, 재무적으로 우수한 기업이 주주에 대한 이익환원을 적극적으로 수행한다는 것을 알 수 있다. 그러나 총자본영업외이익률이 가장 낮은 것으로 나타나 Jagannathan, Stephens & Weisbach, (2000)이 주장하는 것처럼 일시적인 이익 증가에 대한 지급 정책으로써 자사주매입을 선택한다는 증거는 발견할 수 없었다.⁶⁾

한편 배당과 자사주매입을 적극적으로 실시하는 기업의 잉여현금흐름이 가장 높은 것으로 나타났는데 이는 기업의 여유현금흐름을 배당이나 자사주매입으로 지출함으로써 경영자를 통제 할 수 있다는 Easterbrook(1984)와 Jensen(1986)등의 주장과 일치한다.

6) 이러한 결과는 외국의 경우와 달리 국내 기업의 경우 배당과 자사주매입은 완전한 대체제가 아니며 영업이익이 높을수록 배당과 자사주매입도 많이 실시하는 상호보완적인 관계라는 국내의 연구결과(최도성·김성민, 2004. 설원식·김수정·장호윤, 2004)와 일치한다.

<표 3> 표본기업 그룹별 특성

주요 지표	all	div=0 rep=0	div=1 rep=0	div=1 rep=1	Kruskal-Wallis χ^2
자산규모	10,362	7,321	11,118	14,489	16.7402***
부채비율	51.23	66.23	44.79	42.34	295.1431***
총자본영업이익률	5.38	1.16	7.18	7.92	183.5889***
총자본영업외이익률	4.60	5.49	4.20	4.13	1.0908
잉여현금흐름	0.07	0.03	0.08	0.10	251.2501***
배당수익률	3.25	0	4.83	4.41	824.8531***
자사주매입수익률	0.77	0	0	5.92	1223.9991***
표본수	1,233	389	683	161	

주1) all : 전체기업

div=0 rep=0 : 배당미지급 및 자사주매입기업

div=1 rep=0 : 배당지급 및 자사주매입기업

div=1 rep=1 : 배당지급 및 자사주매입기업

주2) 자산규모(억원)=총자산

부채비율(%)=(총부채/총자산)×100

총자본영업이익률(%)=(영업이익/총자본)×100

총자본영업외이익률(%)=(영업외이익/총자본)×100

잉여현금흐름(억원)=(당기순이익+감가상각비)/총자산

배당수익률(%)=[배당총액(현금배당+주식배당)/시가총액(발행주식수×보통주 증가)]×100

자사주매입수익률(%)=[자사주매입총액/시가총액(발행주식수×보통주 증가)]×100

주3 차이값 검증은 비모수검증법(non-parametric test)의 하나인 Kruskal-Wallis test를 이용하였고, 수치는 χ^2 값을 나타냄

주4) ***은 1%, **은 5%, *은 10% 수준에서 유의

4.2. 배당지급 및 자사주매입 실시 전후기간(-3,+ 1) 위험분석

<표 4>는 2001년부터 2003년 기간 동안 배당지급과 자사주매입 실시유무에 따라 구분한 표본기업들에 대한 배당지급과 자사주매입년도를 전후로 한 위험수준의 추이를 나타낸 것이다. Panel (A)는 총위험(표준편차)의 평균값을, Panel (B)는 체계적 위험의 평균값을 나타내고 있다.

<표 4>, <그림 3>에서 총위험은 당해연도를 기준으로 이전 1년부터 이후 1년까지 모든 표본기업에서 감소하고 있는 것으로 나타나 이는 국내기업의 주주 보상차원의 이익배분에 대한 시장의 반응으로 해석할 수 있다. 이러한 결과는 <표 2>, <그림 2>에서 국내기업의 전반적인 주가변동성 하락과도 일치하는 결과이다. 반면 <표 4>, <그림 4>에서 체계적 위험은 사건년도에 배당지급과 자사주매입을 전혀 하지 않은 기업 > 배당

만 실시한 기업 > 배당지급과 자사주매입을 모두 실시한 기업의 순서로 나타났고, 이후 1년에도 이와 유사한 양상을 보여주고 있다. 배당지급과 자사주매입을 동시에 실시하는 기업이 배당만 지급하는 기업에 비해 총위험 및 체계적 위험이 낮은 것은 배당과 자사주매입의 적절한 배분이 기업의 위험을 줄이는데 기여할 수 있다는 점을 시사하는 증거로 해석된다.

<표 4> 배당지급 및 자사주매입 실시 전후기간(-3,+1) 기업위험 변화

기간 (년도)	div=0 rep=0	div=1 rep=0	div=1 rep=1	Kruskal-Wallis χ^2
Panel (A) : 총위험(표준편차) (%)				
-3	5.7704	4.4478	4.4696	235.4988***
-2	5.5263	4.1871	4.0584	325.7134***
-1	5.8269	4.3327	4.1289	298.2999***
0	4.7230	3.1494	2.9358	417.9587***
+1	4.5633	3.0533	2.8811	380.7487***
표본수	389	683	161	
Panel (B) : 체계적 위험				
-3	0.8215	0.6967	0.7022	33.0990***
-2	0.7806	0.7233	0.7256	7.2644**
-1	0.7537	0.7039	0.7033	8.0652**
0	0.8537	0.6272	0.5983	90.6097***
+1	0.7468	0.6529	0.5907	21.6445***
표본수	389	683	161	

주 1) div=0 rep=0 : 배당미실시 및 자사주매입기업

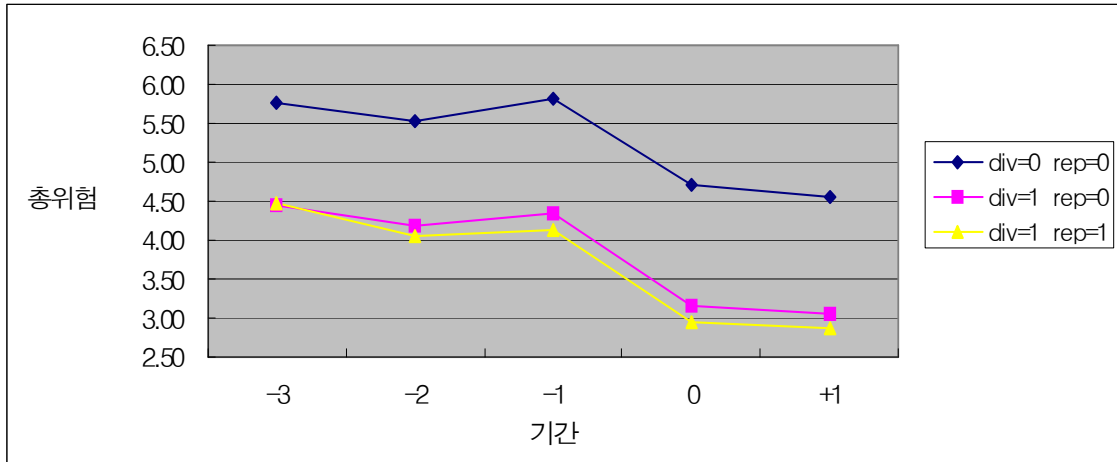
div=1 rep=0 : 배당실시 및 자사주매입기업

div=1 rep=1 : 배당실시 및 자사주매입기업

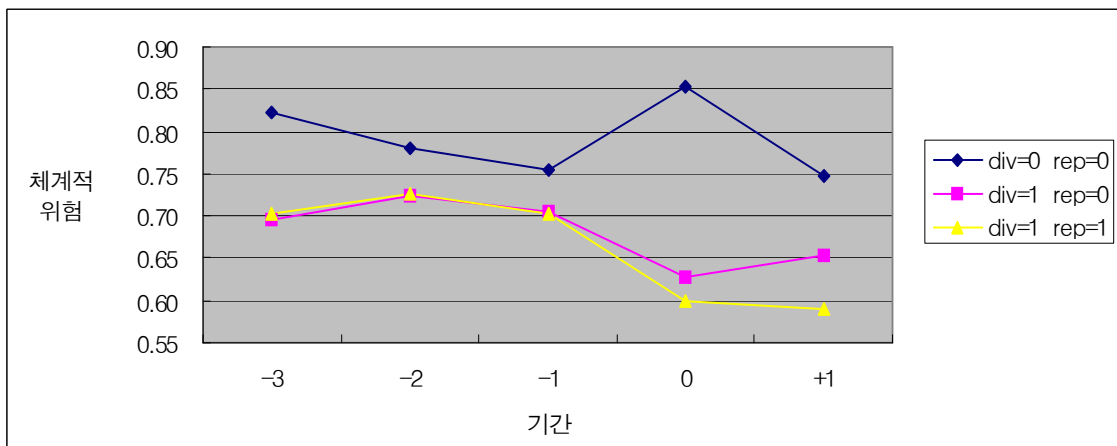
주 2) 차이값 검증은 비모수검증법(non-parametric test)의 하나인 Kruskal-Wallis test를 이용하였고, 수치는 χ^2 값을 나타냄

주 3) ***은 1%, **은 5%, *은 10% 수준에서 유의

<그림 3> 배당지급 및 자사주매입 실시 전후기간(-3,+1) 총위험 변화 추이



<그림 4> 배당지급 및 자사주매입 실시 전후기간(-3,+1) 체계적 위험 변화 추이



4.3. 배당지급 및 자사주매입 실시기업의 위험수준의 변화율 분석

<표 5>는 배당지급과 자사주매입 실시유무에 따라 구분한 표본기업들에 대한 배당지급과 자사주 매입년도를 전후로 한 위험수준의 변화율을 분석한 결과이다. Panel (A)는 총위험 변화율의 평균값을, Panel (B)는 체계적 위험 변화율의 평균값을 나타내고 있다. <표 5>, <그림 5>에서 배당지급과 자사주매입을 동시에 실시한 기업의 경우 총위험이 분석기간이 증가함에 따라 뚜렷하게 감소하는 것을 확인 할 수 있다. 그룹별 총위험의 변화율은 +1/-3, +1/-2 기간 동안 배당지급과 자사주매입을 모두 실시한 기업 > 배당만 실시한 기업 > 배당지급과 자사주매입을 전혀 하지 않은 기업의 순서로 총위험의 감소률이 크게 나타나 장기적인 측면에서 배당지급과 자사주 매입의 위험 완화효과가 더욱 크게 나타난다고 해석할 수 있다. 따라서 과거 기업의 위험이 지속적으로 높았던

기업들이 자사주매입이라는 지급수단을 선택하여 기업의 총위험을 효과적으로 감소시킬 수 있게 되었다고 판단된다.

<표 5>, <그림 6>에서 체계적 위험은 총위험과 달리 분석기간에 따라 위험의 변화율이 각기 다른 결과를 보여주고 있다. 장기적인 측면인 +1/-3 기간 동안은 배당만 실시한 기업의 위험완화효과가 가장 크게 나타난 반면 비교적 단기간인 +1/-1 기간 동안에는 배당과 더불어 자사주매입을 같이 실시한 기업의 위험감소율이 가장 크게 나타났다. 따라서 체계적 위험은 시장전체의 위험과 관련이 있는 반면 배당이나 자사주매입과 같은 기업고유의 사건은 체계적 위험보다 총위험을 구성하고 있는 고유위험에 영향을 보다 강하게 미친다고 볼 수 있다. 이러한 결과는 자사주매입이 기업위험에 미치는 영향은 총위험과 체계적 위험 간에 다르게 나타날 수 있고 기업의 위험을 총위험과 체계적 위험으로 구분하여 분석할 필요성을 시사하는 증거로 해석된다.

<표 5> 배당지급 및 자사주매입 실시기업 위험 변화율 분석

기간	div=0 rep=0	div=1 rep=0	div=1 rep=1	Kruskal-Wallis χ^2
Panel (A) : 총위험(표준편차) (%)				
+ 1년/-3년	-17.7753	-27.0361	-30.7324	41.6690***
+ 1년/-2년	-16.6373	-25.6075	-27.0900	52.0006***
+ 1년/-1년	-19.5208	-26.8520	-26.2722	36.3215***
표본수	389	683	161	
Panel (B) : 체계적 위험				
+ 1년/-3년	18.2411	-25.2384	-4.5723	3.5929
+ 1년/-2년	-5.9714	-21.0920	-4.3935	7.9036**
+ 1년/-1년	37.4453	13.1938	-6.6575	8.6060**
표본수	389	683	161	

주 1) div=0 rep=0 : 배당미실시 및 자사주매입기업

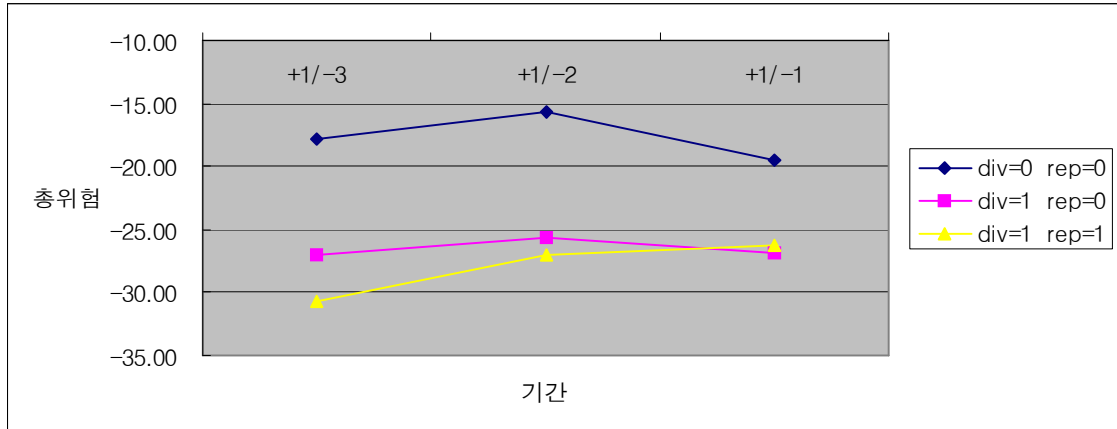
div=1 rep=0 : 배당실시 및 자사주매입기업

div=1 rep=1 : 배당실시 및 자사주매입기업

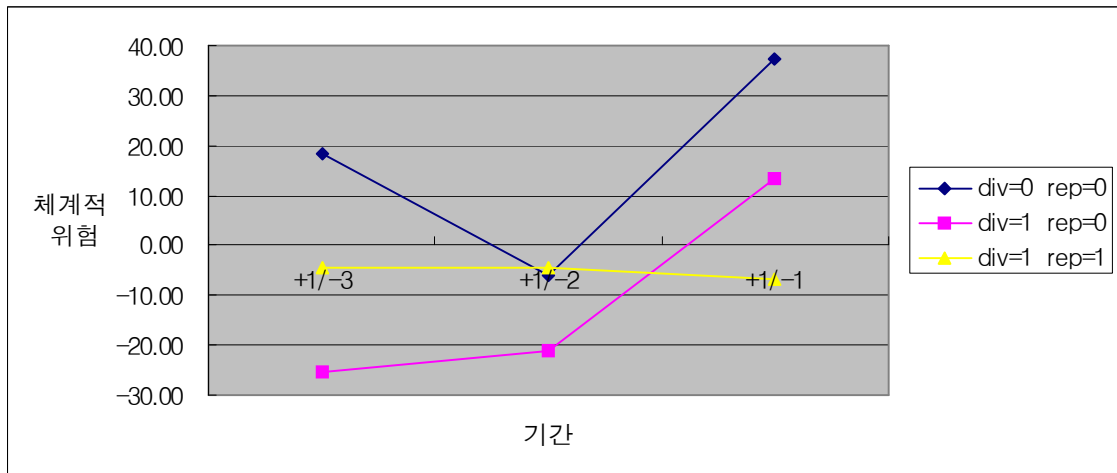
주 2) 차이값 검증은 비모수검증법(non-parametric test)의 하나인 Kruskal-Wallis test를 이용하였고, 수치는 χ^2 값을 나타냄

주 3) ***은 1%, **은 5%, *은 10% 수준에서 유의

<그림 5> 배당지급 및 자사주매입 실시기업 총위험 변화율 분석



<그림 6> 배당지급 및 자사주매입 실시기업 체계적 위험 변화율 분석



4.4. 배당수익률 및 자사주매입수익률의 크기에 따른 그룹 간 위험분석

<표 6>은 배당지급과 자사주매입을 실시한 표본기업들을 대상으로 사건연도의 배당 수익률과 자사주매입수익률의 크기에 따른 위험의 차이를 나타내고 있다. <표 6>, <그림 7>, <그림 8>은 배당수익률과 자사주매입수익률이 높을수록 기업의 총위험과 체계적 위험이 모두 감소하는 결과를 보여주고 있다. 배당수익률과 목표 자사주매입 비율이 높은 그룹 일수록 내재가치가 높다고 가정하면 배당수익률과 자사주매입수익률이 높을수록 기업할인율이 감소되어 결과적으로 기업위험도가 감소된다고 해석 할 수 있다. 그러나 <그림 7>은 자사주매입수익률이 가장 높은 그룹 4가 그보다 자사주매입수익률이 작은 그룹 3보다 총위험이 약간 증가하는 것을 보여주고 있다. 이러한 결과는 자사주매입 비율이 시장가치의 5.5%를 초과할 경우는 기업위험이 다시 증가하는 변곡점으로 작용되어 최적자본구조처럼 기업가치를 극대화 하는 최적자사주매입 비율이 존재할 수 있

다는 것을 시사하고 있는데 여기에 대해서는 좀 더 심도있는 논의와 추가적인 분석이 필요할 것으로 생각되어진다.

<표 6> 배당 및 자사주매입수익률의 크기에 따른 그룹 간 위험분석

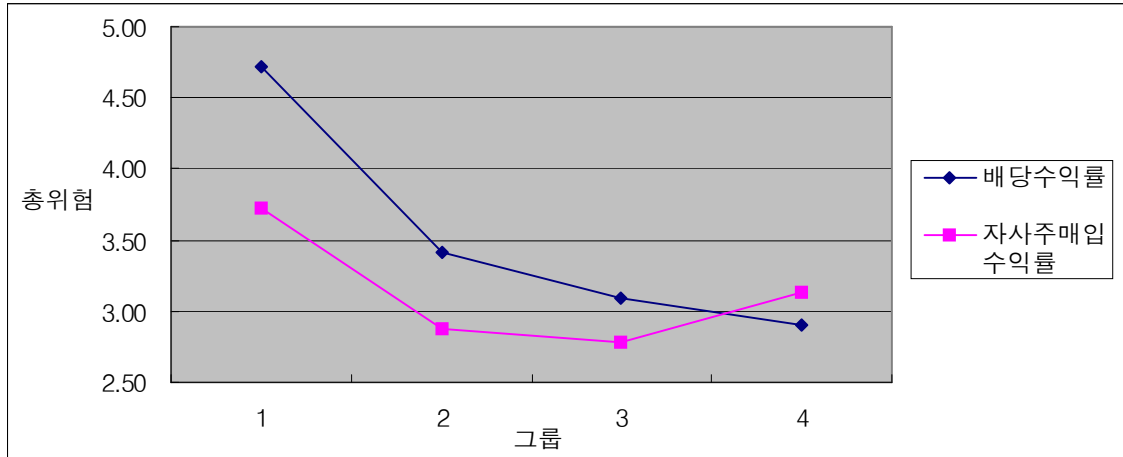
구분	배당수익률	구분	자사주 매입수익률
Panel (A) : 총위험(표준편차) (%)			
group 1 (0%) 표본수	4.7230 389	group 1 (0%) 표본수	3.7204 1,072
group 2 (0~2.82%) 표본수	3.4186 228	group 2 (0~1.98%) 표본수	2.8703 37
group 3 (2.82~5.45%) 표본수	3.0853 308	group 3 (1.98~5.47%) 표본수	2.7817 63
group 4 (5.45~%) 표본수	2.9026 308	group 4 (5.47~%) 표본수	3.1346 61
Kruskal-Wallis χ^2	442.0498***	Kruskal-Wallis χ^2	61.6674***
Panel (B) : 체계적 위험			
group 1 (0%) 표본수	0.8537 389	group 1 (0%) 표본수	0.7094 1,072
group 2 (0~2.82%) 표본수	0.6932 228	group 2 (0~1.98%) 표본수	0.6214 37
group 3 (2.82~5.45%) 표본수	0.6077 308	group 3 (1.98~5.47%) 표본수	0.6035 63
group 4 (5.45~%) 표본수	0.5828 308	group 4 (5.47~%) 표본수	0.5789 61
Kruskal-Wallis χ^2	101.9610***	Kruskal-Wallis χ^2	10.9634**

주 1) 배당수익률 및 자사주매입수익률을 분석한 결과 수익률이 0에 대한 그룹의 분포가 많이 나타나 group2~4는 이를 제외한 그룹의 분포값을 조정하여 계산한 값임

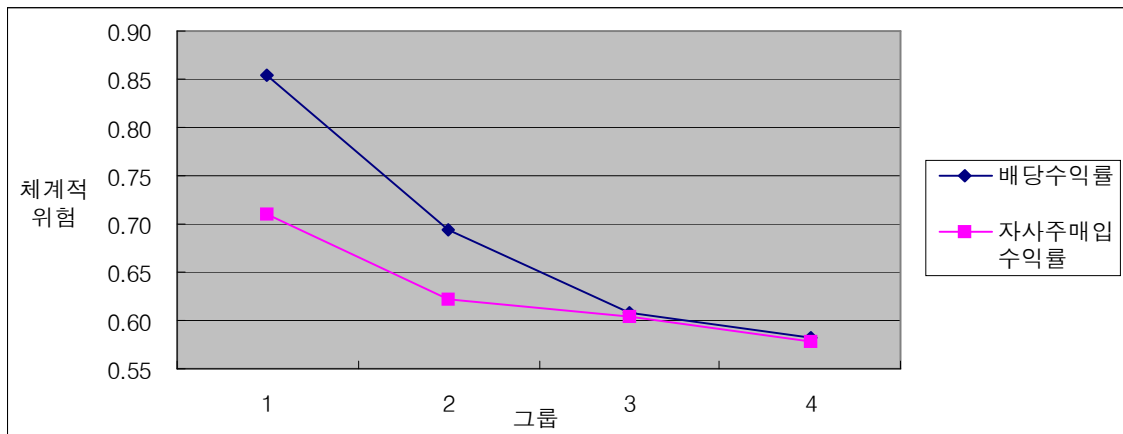
주 2) 차이값 검증은 비모수검증법(non-parametric test)의 하나인 Kruskal-Wallis test를 이용하였고, 수치는 χ^2 값을 나타냄

주 3) ***은 1%, **은 5%, *은 10% 수준에서 유의

<그림 7> 배당 및 자사주매입수익률의 크기에 따른 그룹 간 총위험분석



<그림 8> 배당 및 자사주매입수익률의 크기에 따른 그룹 간 체계적 위험분석



4.5. 배당지급과 자사주매입이 기업의 위험에 미치는 영향분석

다음 회귀식 (4)에서는 배당지급과 자사주매입이 다른 재무변수들을 통제 한 후에도 위험에 미치는 영향을 알아보기 위해 다음과 같은 횡단면 회귀분석을 실시한다. 이를 위해 종속변수는 총위험과 체계적 위험으로 하고, 독립변수는 배당수익률 및 자사주매입수익률이며, 통제변수로는 기업규모, 부채비율, 잉여현금흐름, 총자본영업이익률, 총자본영업외이익률 및 대주주 지분율을 사용하였다.⁷⁾

$$\text{총위험(체계적 위험)} = \beta_0 + \beta_1(\text{배당수익률}) + \beta_2(\text{자사주매입수익률}) + \beta_3(\text{기업규}$$

7) 기업위험의 결정요인에 대한 이론적 모형은 60개가 넘는 독립변수와 계량 경제 모형을 이용하여 기업의 체계적 위험을 추정 한 BARRA모형이 있다. BARRA모형에 사용된 변수는 기업규모, 자산가치, 재무레버리지, 배당수익률 등의 대표적 재무 변수로 구성되어 있다.

모)

$$\begin{aligned}
 & + \beta_4(\text{부채비율}) + \beta_5(\text{잉여현금흐름}) + \beta_6(\text{총자본영업이익률}) \\
 & + \beta_7(\text{총자본영업외이익률}) + \beta_8(\text{대주주 지분율}) + \varepsilon_i
 \end{aligned} \tag{4}$$

분석에 사용된 변수의 정의 및 측정은 다음과 같다.

4.5.1. 위험

기업의 위험자료는 한국증권연구원(KSRI)의 일별 주가수익률을 기초로 산출되는 기업의 연간 총위험(표준편차)과 체계적 위험 자료를 이용하였다. 총위험(표준편차)은 다음 식 (5)와 같이 나타낼 수 있다.

$$\sigma_i = \left(\frac{\sum_{t=1}^T r_{i,t}^2 - \left(\frac{1}{T} \left(\sum_{t=1}^T r_{i,t} \right)^2 \right)}{T-1} \right)^{\frac{1}{2}}$$

- $r_{i,t}$: i 증권 (t+1) 증권의 t 일 수익률)
- T : i 증권 연간 거래일수

계산조건 : T 가 증권거래일의 1/2이상일 것

(5)

체계적 위험은 다음 식(6)과 같이 나타낼 수 있다. KSRI에서 산출되는 체계적 위험은 Scholes와 Williams의 공식을 발전시킨 방식으로 계산되었다.⁸⁾

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^T r_{i,t} \times r_{M3,t} - \left(\frac{1}{T} \left(\sum_{t=1}^T r_{i,t} \right) \left(\sum_{t=1}^T r_{M3,t} \right) \right)}{\sum_{t=1}^T r_{M,t} \times r_{M3,t} - \left(\frac{1}{T} \left(\sum_{t=1}^T r_{M,t} \right) \left(\sum_{t=1}^T r_{M3,t} \right) \right)}$$

- $r_{i,t} = \ln(1 + i \text{ 증권의 } t \text{ 일 수익률})$
- $r_{M,t} = \ln(1 + t \text{ 일 가치증시장 수익률})$
- $r_{M3,t} = r_{M3,t-1} + r_{M3,t} + r_{M3,t+1}$ (3일 이동평균 시장수익률)
- T : i 증권의 연간 거래일수

계산조건 : T 가 증권거래일의 1/2이상일 것

(6)

8) Myron Scholes and Joseph Williams, "Estimating Betas from Nonsynchronous Data," *Journal of Financial Economics*, vol 5, 1977, pp.309-327 참고

4.5.2. 배당수익률

배당수익률은 총배당금을 시가총액으로 나눈 값으로 측정하였다. 기업위험과 배당에 관한 많은 실증 분석들은 위험이 높은 기업들은 재무위험과 배당은 부(-)의 관계에 있다고 보고하고 있다. (공재식, 1996. 박경서·이은정·이인무, 2003) 배당과 위험의 상관관계가 부(-)의 관계임을 고려할 때 배당수익률이 높을수록 기업의 위험은 감소될 것으로 예상된다.

$$\text{배당수익률} = \text{배당총액}(=\text{현금배당} + \text{주식배당}) / \text{시가총액}(=\text{발행주식수} \times \text{보통주 종가})$$

4.5.3. 자사주매입수익률

자사주매입수익률은 총자사주매입액을 시가총액으로 나눈 값으로 측정하였다. 자사주매입동기에 관한 주요이론인 저평가 신호가설에 의하면 자사주매입은 기업가치를 상승시킨다고 본다. 기업가치 상승은 기업위험 할인율을 낮추어 줌으로 자사주매입수익률은 배당수익률과 마찬가지로 기업위험을 감소시킬 것으로 예상된다.

$$\text{자사주매입수익률} = \text{자사주매입총액} / \text{시가총액}(=\text{발행주식수} \times \text{보통주 종가})$$

4.5.4. 기업규모

기업규모는 총자산규모에 자연로그를 취한 값을 사용하였다. 내부경영자와 외부 주주 사이에 정보비대칭성이 클수록 기업위험이 증가하는데 정보비대칭의 정도는 기업규모에 따라 다를 수 있다(Comment and Jarrel, 1991). 기업규모가 큰 기업은 외부로부터 정보보고에 대한 의무가 강화되어 정보비대칭성이 상대적으로 작게 나타난다. 또한 기업의 신용도가 높아지고 파산가능성이 줄어들 뿐만 아니라 규모의 경제로 인한 원가절감 효과가 있어 기업위험이 감소될 것으로 예상된다.

$$\text{기업규모} = \text{Log}(\text{총자산})$$

4.5.5. 부채비율

부채비율은 총자산에서 총부채가 차지하는 비중을 이용하였다. 부채비율이 증가하면 법인세 절감 효과와 재무레버리지 효과로 기업가치가 상승하여 위험할인율이 낮아질 수도 있지만 적정규모 이상으로 부채비율이 증가하면 채권자의 요구수익률이 높아지고 파산비용의 증가로 기업위험이 증가할 것으로 예상되어진다.

$$\text{부채비율} = \text{총부채}/\text{총자산}$$

4.5.6. 잉여현금흐름

잉여현금흐름은 총자산에서 당기순이익과 감가상각비가 차지하는 비중을 이용하였다. 잉여현금흐름의 증가는 대리인 문제를 증가시켜 기업가치를 하락시킬 수도 있지만 투자에 필요한 재원을 타인자본에 의존하지 않고 안정적인 자기자본으로 조달할 수 있으며, 안정적인 재무비율을 유지하게 함으로써 기업위험을 감소시킬 것으로 예상된다.

$$\text{잉여현금흐름} = (\text{당기순이익} + \text{감가상각비})/\text{총자산}$$

4.5.7. 총자본영업이익률

수익성 지표인 총자본영업이익률은 총자본에서 영업이익이 차지하는 비중을 사용하였다. 영업이익률이 높은 기업은 주주에게 높은 배당수익을 줄 수 있고, 내부유보를 많이 할 수 있기 때문에 시장의 반응도 긍정적이다. 따라서 수익성 지표인 총자본영업이익률의 증가는 기업위험을 감소시킬 것으로 예상된다.

$$\text{총자본영업이익률} = \text{영업이익}/\text{총자본}$$

4.5.8. 총자본영업외이익률

총자본영업외이익률은 총자본에서 영업외이익이 차지하는 비중을 사용하였다. 총자본영업이익률과 마찬가지로 일시적인 수익에 대한 영업외이익의 증가는 단기적인 기업가치의 상승을 가져와 기업위험이 감소하는 결과를 나타낼 것으로 예상된다. 그러나 영업외수익이 전체 이익 중에 차지하는 비중이 지나치게 높으면 이는 기업의 안정된 수익구조에 부정적인 요소로 작용하여 오히려 기업의 위험이 증가되는 요인으로도 작용할 수 있다.

$$\text{총자본영업외이익률} = \text{영업외이익}/\text{총자본}$$

4.5.9. 대주주 지분율

대주주 지분율은 대주주 1인과 친족 및 특수 관계인이 소유한 주식 총수를 발행주식 총수로 나눈 것을 사용하였다. 대주주 지분율 자료는 한국 상장회사협의회에서 발간한 「TS 2000」을 이용하였다. 많은 실증연구에서 대주주 지분율과 기업가치와의 관계는

단순한 직선의 관계가 아닌 한 번의 구조적 전환점을 가진 비선형관계임을 보고하고 있다(Stulz, 1988. 김주현, 1992). 즉, 일정 영역까지는 대주주 지분과 기업가치가 같이 증가하는 양(+)의 상관관계가 있지만 일정 영역을 넘어서면 대주주 지분이 증가하더라도 경영자 안주 등으로 기업가치는 감소하는 음(-)의 상관관계를 가진다는 주장이다. 기업의 위험에 대해서도 일정부분까지는 경영권안정 및 대리인 비용감소 등으로 기업위험이 감소하지만 최적비율 이상에서는 대리인 비용의 증가로 인해 기업위험이 증가할 것이 예상된다. <표 7>은 위에서 설명한 독립변수의 정의를 요약한 것이다.

<표 7> 독립변수의 정의 요약

변수	변수의 정의	예상부호
배당수익률	배당총액/시가총액(=발행주식수×보통주종가)	(-)
자사주매입수익률	자사주매입총액/시가총액(=발행주식수×보통주종가)	(-)
기업규모	log(총자산)	(-)
부채비율	총부채/총자산	(+)
잉여현금흐름	(당기순이익+ 감가상각비)/총자산	(-)
총자본영업이익률	영업이익/총자본	(-)
총자본 영업외이익률	영업외이익/총자본	(-) 혹은(+)
대주주 지분율	대주주 1인 및 특수관계인 주식수/ 발행주식수	(-) 혹은(+)

<표 8>은 배당정책변수들에 대한 총위험 및 체계적 위험의 회귀분석 결과를 보여주고 있다. 배당수익률이 총위험 및 체계적 위험에 미치는 영향에 관하여 살펴보면 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 부호를 나타내고 있어 배당수익률이 높을수록 총위험 및 체계적 위험은 감소하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 위험이 높은 기업은 재무위험의 증가로 인해 배당에 부(-)의 영향을 미친다는 기존의 국내연구 결과 (공채식, 1996. 박경서·이은정·이인무, 2003 등)와 어느 정도 일치하는 결과이다.⁹⁾

자사주매입수익률이 총위험 및 체계적 위험에 미치는 영향은 모두 음(-)의 부호를 나타내고 있고, 통계적으로도 유의하다. 이러한 결과는 Bartov(1991), Jin Wang & Johnson(2005), 백승엽·강석규(2005)의 연구에서 자사주매입 공시가 기업의 체계적 위험에 유의적인 음(-)의 영향을 미친다는 연구결과와 일치하지만 신민식(1997), 이태희·

9) 인과 관계에 있어 위험이 높아서 배당이 감소되었는지 혹은 배당의 감소로 인해 위험이 증가되었는지를 아직 심도있게 분석한 연구가 없어 이 분야에 대한 연구가 필요하나 본 연구에서는 이를 추후 과제로 남겨놓기로 하였다.

김철규·임병문(2000)의 연구에서 자사주매입 공시 후 체계적 위험이 유의적으로 증가하였다는 결과와는 상반된 것이다. 배당과 자사주매입 변수의 결과를 보면 기업의 위험에 영향을 주리라고 예상되는 다른 재무변수들을 통제한 후에도 배당이 높을수록, 자사주매입액이 높을수록, 기업의 위험이 감소한다는 결과가 여전히 적용된다는 사실이 나타나 배당과 자사주매입이 기업의 위험에 별도의 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

한편 다른 통제변수들의 계수값을 살펴보면 다음과 같다. 기업규모가 총위험에 미치는 영향을 살펴보면 회귀계수가 음(-)의 유의적인 값을 나타내고 있으나 체계적 위험에 미치는 영향은 양(+)의 유의적인 결과를 나타내고 있다.¹⁰⁾ 부채비율이 총위험 및 체계적 위험에 미치는 영향에 관해 살펴보면 회귀계수가 모두 양(+)의 부호를 나타내고 통계적으로도 유의하였으며, 예상부호와 동일한 결과였다.¹¹⁾ 잉여현금흐름이 총위험에 미치는 영향을 살펴보면 회귀계수가 유의적인 양(+)의 값을 나타낸 반면 체계적 위험에는 유의적인 음(-)의 값을 나타내어 총위험과 체계적 위험 간에 상반된 결과가 나타났다. 한편, 총자본영업이익률이 총위험과 체계적 위험에 미치는 영향을 살펴본 결과 모두 음(-)의 유의적인 결과값을 나타내어 영업이익이 증가할수록 기업의 위험은 감소하는 것으로 나타났다. 총자본영업외이익률이 총위험에 미치는 영향은 비유의적인 음(-)의 값을 보였으나 체계적 위험에는 유의적인 양(+)의 값을 보였다. 마지막으로 지배구조를 대표하는 변수로 대주주 지분율은 총위험 및 체계적 위험에 모두 유의적인 음(-)의 부호를 나타내고 있다.¹²⁾

10) 기업규모와 주가변동성 간에 관련성을 연구한 구맹희·이윤선(1999)은 기업규모가 클수록 주가변동성이 커진다는 실증결과를 제시하였고, 그 원인으로 기관 및 외국인 투자자의 투자가 대형주에 집중되는 것을 들고 있다.

11) R. Hamada (1969)는 자본구조를 제외한 다른 모든 조건이 동일할 경우 기업의 체계적 위험은 부채비율의 증가함수임을 증명한 바 있다.

12) Bathala, Moon & Rao(1994)는 기업의 위험이 커질수록 내부주주가 자신의 재산을 자신이 경영하는 회사에 투자하기를 꺼리게 되어 지분율을 낮춘다고 주장하였는데 본 연구의 결과도 일치한다고 할 수 있다.

<표 8> 배당정책이 총위험 및 체계적 위험에 미치는 영향에 관한 회귀분석결과

구분	예상부호	종속변수	
		총위험	체계적 위험
절편		5.1059 (19.78***)	-0.0415 (-0.47)
배당수익률	(-)	-0.1313 (-14.16***)	-0.0198 (-6.20***)
자사주 매입수익률	(-)	-0.0162 (-1.67*)	-0.0074 (-2.22**)
기업규모	(-)	-0.3713 (-7.89***)	0.1636 (10.08***)
부채비율	(+)	0.0237 (15.71***)	0.0011 (2.09**)
잉여현금흐름	(-)	0.0041 (2.13**)	-0.0016 (-2.64***)
총자본 영업이익률	(-)	-0.0231 (-5.12***)	-0.0036 (-2.31**)
총자본 영업외이익률	(-) 혹은(+)	-0.0069 (-1.38)	0.0056 (3.24***)
대주주 지분율	(-) 혹은(+)	-0.0043 (-2.75***)	-0.0041 (-7.54***)
$\overline{R^2}$		0.4000	0.2064
F 값		103.08***	40.83***
관찰표본수		1,225	1,225

주) ()은 t-값이며, ***은 1%, **은 5%, *은 10% 수준에서 유의

V. 결론

본 연구는 2001년부터 2003년까지 증권거래소에 상장된 기업을 대상으로 배당과 자사주매입이 기업의 위험에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과는 다음과 같다.

첫째, 배당지급 기업과 배당지급 및 자사주매입을 동시에 실시하는 기업은 배당과 자사주매입 모두 하지 않은 기업에 비해 자산규모는 크나 부채비율이 낮아 상대적으로 안정성이 높은 기업들로 나타났다. 또한 총자본영업이익률이 높고 총자본영업외이익률은 낮으며, 잉여현금흐름이 양호하여 유동성과 영업으로 인한 수익성이 높은 재무적 특성을 보여주고 있다. 특히 배당지급과 자사주매입을 동시에 실시하는 기업을 살펴보면 자

산규모는 가장 크고, 부채비율은 가장 낮으며, 총자본영업이익률에 있어서도 가장 높은 수치를 나타내고 있어, 재무적으로 우수한 기업이 주주에 대한 이익환원을 적극적으로 수행한다는 것을 알 수 있다. 그러나 총자본영업외이익률이 가장 낮은 것으로 나타나 Jagannathan, Stephens & Weisbach(2000)이 주장하는 것처럼 일시적인 이익 증가에 대한 지급 정책으로써 자사주 매입을 선택한다는 증거는 발견할 수 없었다. 한편 배당과 자사주매입을 적극적으로 실시하는 기업의 잉여현금흐름이 가장 높은 것으로 나타났는데 이는 기업의 여유현금흐름을 배당이나 자사주매입으로 지출함으로써 경영자를 통제할 수 있다는 Easterbrook(1984)와 Jensen(1986)등의 주장과 일치한다.

둘째, 배당지급 및 자사주매입 실시 전 -3년과 실시 후 +1년 동안에 기업위험의 변화 추이를 분석한 결과, 배당과 자사주매입을 동시에 실시한 기업이 배당만 실시하거나 전혀 실시하지 않은 기업 보다 전 기간에 걸쳐 총위험 및 체계적 위험이 가장 낮은 수준으로 나타났다. 이러한 결과는 배당과 자사주매입의 적절한 배분이 기업위험을 줄이는데 효과적으로 활용될 수 있다는 점을 시사하는 증거로 해석된다.

셋째, 그룹별 위험수준의 변화율을 분석한 결과 배당과 자사주매입을 동시에 실시한 기업의 총위험은 분석기간이 길수록(+1/-3, +1/-2) 위험감소율이 가장 크게 나타났으나, 체계적 위험의 경우 분석기간에 따른 일정한 추세를 발견할 수 없었다.

넷째, 배당수익률과 자사주매입수익률의 크기에 따라 위험을 분석한 결과 배당수익률과 자사주매입수익률이 높을수록 기업의 위험이 더 크게 감소하였다.

다섯째, 배당지급과 자사주매입이 기업의 위험에 미치는 영향을 다른 재무변수를 통제하여 분석한 결과도 배당수익률과 자사주매입수익률이 높을수록 기업의 총위험과 체계적 위험이 감소하는 것으로 나타났으며, 결과값도 통계적으로 유의하였다.

이러한 결과는 기업의 지불정책 선택 시 배당과 자사주매입의 적절한 배분은 기업위험을 줄이는데 효과적으로 기여할 수 있다는 시사점을 제공한다. 따라서 기업가치를 극대화할 수 있는 배당정책은 자사주매입 비율까지 함께 고려하여 결정하는 것이 바람직하며 그 최적규모 선택은 기업가치를 극대화하고 기업위험을 최소화하는 정책수단이 될 수 있음을 의미한다

본 연구의 한계점은 기업가치를 극대화할 수 있는 배당과 자사주매입의 최적구성에 관한 분석이 이루어 지지 못했다는 것이다. 이러한 한계점은 향후의 연구과제로 남겨둔다.

<참 고 문 헌>

- 공재식, “기업배당정책 결정요인에 대한 시계열횡단면 분석,” 한국경상학회, 14(2), 1996, pp.5-24
- 구맹희·이윤선, “변동성과 레버리지 그리고 기업규모에 관한 실증 분석”, 재무관리연구, 제15권 제2호 12월호, 1998, pp.1-22
- 김주현, “기업의 소유구조와 기업가치의 연관성에 관한 연구,” 재무연구, 1992, pp.173-196
- 김철교, “자사주관리가 한국주식시장에 미치는 영향에 관한 실증분석,” 재무연구, 제13호, 1997, pp.169-195
- 박경서·이은정·이인무, “국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구,” 재무연구, 16(2), 1997, pp.195-226
- 백승엽·강석규, “자사주매입이 주가와 체계적 위험에 미치는 영향,” 산업경제연구, 제18권 제2호, 2005, pp.631-652.
- 변진호, “저평가 자사주매입 공시의 허위정보 신호효과와 장기성과,” 증권학회지, 33, 2004, pp.207-248.
- 설원식·장호윤·김수정, “자사주매입이 기업의 배당 및 장기성과에 미치는 영향”, 산업경제연구, 제17권 제4호, 2004, pp.1291-1315
- 신민식·김석진·이선운, “자사주매입 기업의 장기성과”, 재무관리논총, 8, 2001, pp. 117-156.
- 신민식, “자사주매입이 주가, 체계적 위험 및 유동성에 미치는 영향,” *Journal of Business research*, 12(1), 1997, pp.235-255.
- 이익규·주상용, “자사주매입 동기에 관한 연구”, 재무관리논총, 제11권 제1호, 2004, pp.243-273
- 이태희·김철규·임병문, “자사주매입 공시 후 주가수익률의 추세 분석,” 재무관리연구, 제18권 제2호, 2000, pp.193-213.
- 정성창·이용교, “자사주매입과 자사주펀드 제도의 유효성 분석,” 재무연구, 제11호, 199, pp.241-271
- 정성창·이용교, “자사주취득 기업들의 장기성과에 관한 연구,” 재무학회 추계학술대회 발표논문. 2001
- 최도성·김성민, “배당과 자사주매입의 대체가설에 관한 연구,” 증권학회 제4차 학술발표회 논문, 2004, pp.423-450
- Bartov, E., "Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes," *Journal of Accounting and Economics*, 14, 1991, pp.275-294
- Bathala, M. T., K. P. Moon, and R. P. Rao, "Managerial Ownership, Debt Policy and Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective," *Financial*

- Management*, 23, 1994, pp.38-50.
- Comment R. and Jarrel, "The Relative Signalling Power of Dutch-auction and Fixed-price Self Tender Offer and Open-market Share repurchase."
Journal of Finance, 46(4), 1991, pp.1243-1271
- Dann, L., "The effects of common stock repurchase on security holder's return",
Journal of Financial Economics, 9, 1981, pp.101-138
- David, J. D. and G. B. Kadlec, "Corporate Events, Trading Activity, and the Estimation of Systematic Risk : Evidence from Equity Offerings and Stock Repurchases," *Journal of Finance*, 49, 1994, pp.1789-1811
- Dennis, D., 'Defensive changes in corporate payout policy : Share repurchases and special dividends," *Journal of Finance*, 45, 1990, pp.1433-1456
- Esterbrok, F. H., "Two agency-cost explanations of dividends," *American Economic Review*, 74(4), 1984, pp.650-659
- Fenn, George W. and Nelie Liang, "Good news and bad news about share repurchases," *Working Paper*, FEDS, 1998
- Grullon, Gustavo and Roni Michaley, "Dividend, Share repurchases, and the Substitution Hypothesis", *Journal of Finance*, 57(4), 2002, pp.1649-1684
- Hewe, Keith M., Jai He and G. Wenchi Kao, "One-time Cash Flow Announcements and Free Cash Flow Theory : Share Repurchases and Special Dividends",
Journal of Finance, 47(5), 1992, pp.1963-1975
- Jagannathan, Murali, Clifford P. Stephens, and Michael S. Weiabach, "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases," *Journal of Financial Economics*, 57, 2000, pp.355-384
- Jensen, M., "Agency Cost of Free Cash Flow Corporate Finance, and Takeovers",
American Economic Review, 76(2), 1986, pp.323-329
- Jin Wang & Lewis D. Johnson, "The signaling mechanism of share repurchase programs", Working paper, Queen's University, 2005
- Masulis, R. W., "Stock repurchases by tender offer : An Analysis of the causes of common stock price change," *Journal of Finance*, 35, 1980, pp.305-319
- Miller, Merton, and Franco Modigliani, "Dividend policy, growth, and the valuation of shares," *Journal of Business*, 34, 1961, pp.411-433
- Myron Scholes and Jeseoph Williams, "Estimating Betas from Nonsynchronous Data,"
Journal of Financial Economics, vol 5, 1977, pp.309-327
- Ofer, A. R., and A. V. Thakor, "A theory of stock price responses to alternative corporate cash disbursement methods: stock repurchases and dividends,"
Journal of Finance, 42(2), 1987, pp.365-394
- R. Hamada, "Portfolio Analysis, Market Equilibrium and Corporation Finance,"

- Journal of Finance*, 3. 1969, pp.13-31
- Shleife, A. and R. W. Vishny, "Large Shareholder and Corporate Control", *Journal of Political Economy*, 94(3), 1986, pp.461-488
- Stephens, Clifford P. and Michael S. Weisbach, "Actual share reacquisitions in open-market repurchase program," *Journal of Finance*, 53, 1998, pp.313-333
- Stulz, R. M., "Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control," *Journal of Financial Economics*, 20, 1988, pp.25-54
- Vermaelen, Theo, "Common stock repurchases and market signaling," *Journal of Financial Economics*, 9, 1981, pp.139-183

<부록 - 총위험과 체계적위험 상관관계 표>

<부록-표 1> 총위험 상관관계표

	총위험	배당 수익률	자사주 매입수익률	기업규모	부채비율	잉여 현금흐름	총자본 영업이익률	총자본 영업외이익률	대주주 지분율
총위험	1								
배당수익률	-0.4750 (<.0001)	1							
자사주 매입수익률	-0.1094 (0.0001)	0.1099 (0.0001)	1						
기업규모	-0.1440 (<.0001)	0.0460 (0.1063)	0.0282 (0.3220)	1					
부채비율	0.4459 (<.0001)	-0.2331 (<.0001)	-0.0671 (0.0184)	0.1899 (<.0001)	1				
잉여현금흐름	-0.1086 (0.0001)	0.0932 (0.0011)	0.0452 (0.1124)	-0.0079 (0.7825)	-0.2063 (<.0001)	1			
총자본 영업이익률	-0.3047 (<.0001)	0.2620 (<.0001)	0.0522 (0.0672)	0.1514 (<.0001)	-0.1969 (<.0001)	0.3225 (<.0001)	1		
총자본 영업외이익률	0.0567 (0.0465)	-0.0647 (0.0232)	-0.0313 (0.2718)	-0.0470 (0.0989)	0.0488 (0.0867)	0.0478 (0.0936)	-0.2557 (<.0001)	1	
대주주 지분율	-0.1842 (<.0001)	0.1802 (<.0001)	0.0162 (0.5270)	-0.0491 (0.0855)	-0.1677 (<.0001)	0.0958 (0.0008)	0.0900 (0.0016)	-0.0284 (0.3210)	1

주) ()은 p-값임

<부록-표 2> 체계적 위험 상관관계표

	체계적 위험	배당 수익률	자사주 매입수익률	기업규모	부채비율	잉여 현금흐름	총자본 영업이익률	총자본 영업외이익률	대주주 지분율
체계적 위험	1								
배당수익률	-0.2448 (<.0001)	1							
자사주 매입수익률	-0.0848 (0.0029)	0.1099 (0.0001)	1						
기업규모	0.2667 (<.0001)	0.0460 (0.1063)	0.0282 (0.322)	1					
부채비율	0.2185 (<.0001)	-0.2331 (<.0001)	-0.0671 (0.0184)	0.1899 (<.0001)	1				
잉여현금흐름	-0.1419 (<.0001)	0.0932 (0.0011)	0.0452 (0.1124)	-0.0079 (0.7825)	-0.2063 (<.0001)	1			
총자본 영업이익률	-0.1480 (<.0001)	0.2620 (<.0001)	0.0522 (0.0672)	0.1514 (<.0001)	-0.1969 (<.0001)	0.3255 (<.0001)	1		
총자본 영업외이익률	0.1079 (0.0001)	-0.0647 (0.02332)	-0.0313 (0.2718)	-0.0470 (0.0989)	0.0488 (0.0867)	0.0478 (0.0936)	-0.2557 (<.0001)	1	
대주주 지분율	-0.2672 (<.0001)	0.1802 (<.0001)	0.0162 (0.5720)	-0.0491 (0.0855)	-0.1677 (<.0001)	0.0958 (0.0008)	0.0900 (0.0016)	-0.0284 (0.3210)	1

주) ()은 p-값임