

유상증자 이후 자기주식 취득의 전략적 활용?

정성창\* , 김영환\*\*

2007. 04. 30

---

\* 전남대학교 경영대학 교수, BK21 @비즈 컨버전스 사업단

\*\* 전남대학교 경영학과 BK21 @비즈 컨버전스 사업단 박사후과정생

## <요약>

본 연구의 목적은 기업이 유상증자 이후 자기주식의 취득을 어떻게 전략적으로 활용하고 있는지를 실증적으로 분석하고자 함에 있다. 국내의 선행연구에서는 자기주식취득이 유상증자에 미치는 영향을 분석하였으나, 본 연구는 선행연구와 달리, 유상증자 실시 이후 자기주식을 취득함으로써 어떠한 효과를 기대하였는지에 대하여 분석을 하였다.

일반적으로 유상증자 실시이후 기업들의 주가는 장기적으로 하락하는 현상을 보이고 있으며, 자기주식 취득은 기업가치가 저평가되어 있을 때 실시하는 것으로 분석되고 있다. 그러므로 자기주식 취득은 유상증자 실시 이후 주가가 하락하는 시점에서 이를 회복하기 위한 수단으로 활용될 가능성이 클 것으로 가정하여 볼 수 있다. 또한, 유상증자 후 자기주식취득이라는 혼합정보와 자기주식취득이라는 단일정보가 주주의 부에 미치는 영향은 상이할 것으로 기대된다.

분석결과, 유상증자 후 자기주식취득 공시효과는 자기주식취득 공시효과에 비하여 작음을 발견하였다. 또한, 유상증자 후 자기주식취득은 저평가신호가설을 지지하지 못하고 있어, 유상증자 후 자기주식취득은 유상증자 후 주가의 하락을 회복하기 위한 수단으로 활용될 수 있음을 보여준다고 할 수 있다.

## I. 서론

본 연구는 경영자와 투자자간에 정보비대칭이 존재하는 경우, 경영자는 기업의 가치를 시장에 알리기 위하여 재무적 의사결정들을 결정하고 실행하고 있다. 만약 경영자가 투자자에게 기업가치가 고평가 되었다는 재무적 의사결정을 한 후 기업가치가 저평가 되었다는 재무적 의사결정을 하였다면, 기업가치가 저평가 되었다는 재무적 의사결정만을 실행한 기업과 비교하여 시장의 반응이 차이가 있는지를 살펴보고자 한다. 만약, 투자자들이 기업의 재무적 의사결정들을 독립적 사건으로 간주한다면 연계된 재무적 의사결정에 상이한 반응을 보이지 않을 것이지만, 투자자들이 기업의 재무적 의사결정들이 연관성을 가지고 있다면 판단하고 있다면, 연계된 재무적 의사결정에 상이한 반응을 보일 수 있을 것이다.

본 연구에서는 자본조달방법 중의 하나인 유상증자와 기업의 지불정책(payout policy)의 하나인 자기주식취득과의 연관성에 대하여 살펴보고자 한다. Myers and Majluf(1984)의 자본조달순위이론(pecking order theory)에 의하면 기업의 자본조달에는 내부자금, 부채, 주식발행 순으로 자본을 조달하며, 기업가치에 대한 경영자와 투자자간에 정보비대칭이 존재하는 경우, 주식발행에 의한 자본조달은 기업가치가 고평가 되어 있을 경우에 사용한다고 하였다.

반면에, 자기주식취득의 동기를 설명하는 가설 중에서 저평가신호가설(information signaling hypothesis)이 있는데, 저평가신호가설에 의하면 경영자는 기업의 현재 주가가 내재가치보다 낮게 평가되고 있기 때문에 자기주식취득결정을 통하여 투자자들에게 기업가치가 저평가 되었다는 신호로 자기주식을 취득한다는 것이다(Dann(1981), Comment and Jarrell(1991), Dittmar(2000)).

강준구, 백재승(2002)에 의하면 유상증자의 공시효과는 통계적으로 유의한 정(+)의 효과를 나타내고 있으나, 공시이전 주가가 상승하다가 공시 이후 주가가 하락하는 주가패턴을 보여주고 있어, Myers and Majluf(1984)의 정보비대칭이론이 성립함을 보여주고 있다. 반면, 우리나라에서 자기주식에 대한 선행연구들에 의하면, 자기주식취득의 공시효과는 통계적으로 유의한 정(+)의 효과를 나타내고 있으며, 공시이전 주가가 하락하다가 공시 이후 주가가 상승하는 주가패턴을 보여주고 있으며, 누적비정상수익률에 종속변수로 한 횡단면 회귀분석에서도 저평가가신호가설이 지지되고 있다(정성창, 이용교(2001), 설원식, 김수정(2005)).

유상증자와 자기주식취득의 연속적인 사건에 관한 선행연구로 정성창(2004), 박영규(2008)의 연구가 있다. 이들은, 자기주식취득이 자기주식 취득 이후에 실시되는 유상증자에 미치는 영향을 분석하고 있고 있다. 정성창(2004)은 자기주식 간접취득이

유상증자의 신주발행가격을 부양시키는 역할을 수행하고 있으며 자기주식 간접취득의 불공정거래 가능성을 제시하였고, 박영규(2008)는 자기주식 직접취득만이 유상증자의 신주발행가격을 부양시키지만 시세조정을 위해 불공정하게 사용하고 있다는 증거를 발견하지 못하였다.

본 연구는 선행연구와 달리, 기업들이 유상증자 실시 이후 자기주식을 취득함으로써 어떠한 효과를 기대하였는지에 대하여 분석을 하고자 한다. 자기주식 취득은 유상증자 실시 이후 주가가 하락하는 시점에서 이를 회복하기 위한 수단으로 활용될 가능성이 존재할 수 있다. 또한, 유상증자를 실시한 후 자기주식을 취득한 기업과 자기주식취득만 실시한 기업의 공시효과에 차이가 있는지를 살펴보고자 한다.

## II. 연구방법론

### 1. 가설의 설정

우리나라에서 유상증자를 실시하는 방법은 크게 주주배정, 일반공모, 사모(제3자 배정)로 나누어져 있다. 또한 주주배정은 구주주배정과 주주우선배정으로 구분할 수 있다. 박영규(2008)의 연구에 의하면 1994년부터 2001년 동안 1,479개의 유상증자 공시 중에서 일반공모는 18건, 사모는 330개, 구주주배정과 주주우선배정 방식이 1,131건으로 유상증자의 방법으로 주주배정이 가장 많이 사용되고 있다고 하였다.<sup>1)</sup>

우리나라에서의 유상증자에 대한 공시효과의 선행연구들을 살펴보면, 미국의 선행연구<sup>2)</sup>와 다르게 유상증자 공시효과가 정(+ )의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다(신용균(1995), 윤영결(1996), 김석진, 변현수(1998), 고봉찬, 박래수(2000), 김병기, 공명재(2000), 강준구, 백재승(2002)). 그러나, 유상증자의 장기성과는 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 나타내고 있다(김석진, 변현수(1998), 김병기, 공명재(2000), 길재욱(2001)). 유상증자의 이러한 특성을 정성창(2004)은 경영자들이 기업내부 정보에 근거하여 주가가 과대평가되었다고 판단 할 때 유상증자를 실시하므로, 유상증자 이후에는 주가가 하락한다는 정보비대칭가설이 가장 설득력 있는 가설이라고 제시하고 있으며, 강준구, 백재승(2002)도 유상증자 공시이전 주가가 상승하다가 공시 이후 주가가 하락하는 주가패턴을 보여주고 있는데, 이는 Myers and Majluf(1984)의 정보비대칭이론이 우리나라에서도 성립될 수 있음을 보여준다고 하였다.

1) Cronqvist and Nilsson(2005)은 가족지배기업(family controlled firms)일수록 주주배정(right offering)을 다른 유상증자방식을 더 선호한다고 하였는데, 이는 주주배정이 다른 유상증자방식에 비하여 통제권의 약화가 가장 적기 때문이라고 하였다. 우리나라의 경우도 이러한 이유로 주주배정이 다른 유상증자 방식에 비하여 많은 비중을 차지하고 있다고 할 수 있다(Jae-Seung Baek, Jun-Koo Kang and Inmoo Lee(2006))

2) Myers and Majluf(1984), Eckbo and Masulis(1992),

우리나라에서의 자기주식취득에 대한 공시효과의 선행연구들을 살펴보면 주주의 부에 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다(정성창, 이용교(2001), 설원식, 김수정(2005), 신민식, 이정숙(2007)). 자기주식취득 공시가 주주의 부에 정(+)의 영향을 미치는 이유를 설명하는 가설 중에서 정성창, 이용교(2001), 설원식, 김수정(2005) 등은 저평가신호가설이 지지된다는 실증적 연구 결과를 제시하고 있다.<sup>3)</sup>

Howell and Payne(2004)은 연속적인 기업의 재무적 의사결정이 주주의 부에 미치는 영향을 주식교환에 의한 합병 공시를 한 기업이 1년 이내에 자기주식 취득 공시를 한 기업과 그렇지 않은 기업을 대상으로 분석하여, 기업가치가 고평가되었다는 주식교환합병 공시 후 자기주식취득이라는 저평가 신호라는 혼합된 신호를 보낸 기업이 그렇지 않은 기업의 공시효과 보다 작음을 보이고 있다.<sup>4)</sup>

귀무가설 1 : 유상증자 후 자기주식을 취득하는 기업의 공시효과와 자기주식을 취득하는 기업의 공시효과에는 차이가 없을 것이다.

귀무가설 1은 유상증자에 대한 우리나라 선행연구에 의하면, 유상증자 공시일 주변일에서는 누적비정상수익률이 정(+)의 공시효과를 보이지만, 장기적으로는 주주의 부에 부(-)의 영향을 미친다고 하였다. 즉, 유상증자 공시 후 기업의 주가가 하락하게 된다는 것이다. 따라서, 경영자는 유상증자 후 떨어진 기업의 주가를 상승시키기 위해서 주주의 부에 긍정적인 영향을 미치는 수단을 사용할 수 있을 것이다. 그러한 수단으로 자기주식취득을 사용할 수 도 있을 것이다. 유상증자 후 기업의 주가 수준이 하락하기 때문에 자기주식취득을 하는 것과, 시장에서 기업의 가치를 제대로 평가받지 못해서 기업의 내재가치에 비하여 시장가치가 낮은 저평가 된 기업이 자기주식을 취득하는 것과 시장에서의 반응은 차이가 있을 것이다.

주권상장법인의 유상증자 방식은 신주배정방법에 따라 주주배정, 주주우선공모, 일반공모, 제3자배정 방식이 있는데, 주주배정에 의한 유상증자는 유상증자에 있어 가장 일반적인 방법으로 「정관에서 따로 정하지 않는 이상 원칙적으로 주주는 그가 가진 주식의 수에 따라 신주의 배정을 받을 권리가 있다(상법 제418조)」는 주주의 신주인수권에 근거하여 기존의 주주에게 신주를 일정비율로 배정하여 청약을 받고

3) 저평가신호가설은 자기주식취득을 설명하는 가설 중의 하나로, 경영자가 기업가치에 비하여 시장의 평가가 저평가 되어 있다고 판단할 때 시장에 기업의 가치가 저평가 되었다는 신호로 자기주식을 취득하기 때문에 시장에서 긍정적인 반응을 보인다는 것이다.

4) Hasen(1987)에 의하면 정보비대칭하에서 경영자가 기업가치가 고평가 되어 있다고 생각할 때 현금지급에 의한 합병보다는 주식교환에 의한 합병이 이루어진다고 하였으며, Maloney, McCormick, Mitchell(1993)에 의하면 주식교환합병 공시는 기업가치가 고평가 되어 있다는 신호로 받아들여져서 시장에서 부정적인 반응을 보임을 보여주고 있다.

그에 따른 실권주는 이사회 결의에 의하여 처리하는 방식이다. 주주우선공모에 의한 유상증자는 기존주주에 대한 신주인수권을 배제하고 제3자적 지위에서 구주주와 우리사주조합에게 우선청약권을 부여하여 청약을 받고 그 청약미달분은 일반투자자를 대상으로 모집하는 방식이다. 이 방법은 증권시장의 여건에 따라 다량의 실권주가 발생할 경우 발행회사가 실권주를 처리하는데 어려움이 따르기 때문에 이러한 불편을 해소하며, 원활한 납입을 도모하기 위한 방법이다.<sup>5)</sup>

귀무가설 2 : 주주배정 후 자기주식을 취득하는 기업과 주주우선공모 후 자기주식을 취득하는 기업의 공시효과에는 차이가 없을 것이다.

강준구, 백재승(2002)에 의하면 주주배정의 유상증자가 주주우선공모 유상증자에 비하여 누적비정상수익률(CAR(-5,5))이 유의하게 크다고 하였으며, 재벌기업일수록 주주우선공모가 주주배정보다 더 높은 비정상수익률을 보인다고 하였다. Cronqvist and Nilsson(2005)도 유상증자 기업의 정보비대칭의 정도가 높을수록 주주배정보다는 주주우선공모를 실시한다고 하였다. 따라서, 주주배정 유상증자 후에 자기주식을 취득하는 것과 주주우선 유상증자 후에 자기주식을 취득하는 것에 따라 주주의 부에 미치는 영향이 상이할 것으로 기대되어 진다.

## 2. 표본

본 연구의 범위는 유상증자를 실시 한 후 1년 이내에 자기주식을 취득하는 기업을 대상으로 분석하고자 한다. 우리나라에서 주권상장법인의 유상증자 방식은 신주배정방법에 따라 주주배정, 주주우선공모, 일반공모, 제3자배정 방식이 있는데, 가장 많이 사용되는 신주배정방법인 주주배정과 주주우선공모에 한정하여 분석하고자 한다. 이는 박영규(2008)의 연구에서도 주주배정과 주주우선공모에 한정하여 분석하고 있다.<sup>6)</sup>

우리나라에서 자기주식 취득은 투신사나 은행을 통한 간접취득방식과 공개시장을 통한 자기주식 직접취득을 할 수 있다.<sup>7)</sup> 본 연구에서는 자기주식 취득방식 중에서 자기주식 직접취득에 한정하며, 자기주식 직접취득의 다양한 목적 중에서 주가안정

5) 상장공시 업무 해설, 한국증권선물거래소, 2006.04

6) 주주배정방식의 유상증자는 기존주주의 청약을 유도하기 위하여 시가보다 낮은 가격으로 할인발행하는 것이 일반적이기 때문에 본 연구에서는 분석표본을 할인발행을 한 유상증자만으로 한정하였다.

7) 우리나라 자기주식 취득제도는 1992년 증시부양정책의 수단으로 자사주펀드 제도가 도입되었으며, 1994년 5월부터 공개시장을 통한 자기주식 직접취득을 허용하였으며, 1999년에 은행의 특정금전신탁을 통한 간접취득 방식이 도입되었다.

으로 한정하여 분석하고자 한다. 이는, 자기주식 직접취득을 하는 동기를 설명하는 이론 중의 하나인 저평가신호가설이 지지되고 있으나, 자기주식 간접취득의 경우는 주주의 부에 정(+ )의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있으나, 저평가신호가설로 설명되지 못하고 있다(정성창, 이용교(1996), 정성창(2004), 김수정, 이윤구, 설원식(2005), 설원식, 김수정(2005), 정무권(2005)). 또한, 자기주식 직접취득을 하는 기업은 자기주식취득 목적을 공시하도록 되어 있는데, 설원식, 김수정(2005)의 연구에 의하면 주가안정의 목적의 자기주식 직접취득의 경우에는 주주의 부의 정(+ )의 영향을 미치며, 임직원인센티브 목적의 자기주식 직접취득은 주주의 부에 유의한 영향을 미치지 않는다고 하였다.

따라서, 본 연구의 표본은 1993년부터 2006년 말까지 주주배정방식과 주주우선공모방식으로 유상증자를 실시한 기업과, 주가안정 목적으로 자기주식직접취득을 실시한 기업을 대상으로 분석하고자 한다. 금융업은 제외하였으며, 본 연구의 분석에 필요한 변수들에 대한 자료가 없는 경우, 그리고 공시 건수 들 중에서 단기 비정상누적수익률을 계산하기 위하여 공시일 기준으로 -240일부터 +90일 사이에 주가자료가 없는 기업들을 제외하였다. 주식수익률 등 주식가격 관련 자료와 재무제표 관련 자료는 (주)한국신용평가의 Kisvalue와 한국상장회사협의회의 TS2000에서 구하였다. 유가증권시장 및 금융감독원의 전자공시시스템을 이용하여 자기주식취득 및 유상증자공시에 관한 자료를 수집하였으며, 유상증자 기업의 액면가와 발행가에 대한 자료는 한국상장회사협의회의 TS2000에서 구하였다. 구하였다. 분석에 사용된 표본의 연도별 분포는 <표 1>에 정리하였다.

<표 1> 유상증자 및 자기주식 직접취득의 연도별 분석 표본

	유상증자만 실시		유상증자후 자기주식취득		자기주식 직접취득만
	주주배정	주주우선공 모	주주배정	주주우선공 모	
1993	12	15	0	0	0
1994	7	17	0	0	17
1995	10	21	2	1	24
1996	8	13	0	5	32
1997	6	18	3	6	56
1998	7	9	1	4	44
1999	10	29	1	2	25
2000	0	0	2	10	48
2001	3	1	0	0	22
2002	2	2	0	0	29
2003	6	3	0	0	27
2004	6	2	1	0	35
2005	14	1	1	0	11
2006	9	1	1	0	24
합계	100	132	12	28	394

### 3. 변수의 정의

본 연구의 목적은 유상증자 후 자기주식 취득이 주주의 부에 미치는 영향을 분석하는 것이다. 따라서, 자본자산 가격결정모형과 효율적 시장가설에 기초하고 있는 사건연구(event study)를 통하여 비정상수익률들을 측정하였고, 다른 변수들은 자기주식취득의 선행연구에서 주주의 부에 미치는 변수들로 알려진 변수들을 활용하였으며, 유상증자후 자기주식취득 기업과 자기주식취득만 실시한 기업의 더미변수를 사용하였다.

누적평균비정상수익률(cumulative average abnormal returns)은 평균비정상수익률(Average Abnormal Return)을 누적시킨 값이며, 비정상수익률의 계산은 시장모형을 이용하여 계산하였다. 시장모형의 상수항과 베타계수는 사건일(t=0) 이전 240(t=-240)일부터 사건일 이전 61(t=-61)일까지의 일별 주가수익률과 일별 종합 주가지수 수익률 자료를 이용하였다.

사전 누적비정상수익률(PCAR)은 자사주 취득 기업의 공시일 이전에 주식가격이 시장에서 얼마나 저평가되고 있는지를 측정하는 대용변수로 사용된다(Comment and Jarrell(1991)). 사전누적비정상수익률의 값이 작을수록 저평가정도가 심하다는 것으로, 사전누적비정상수익률과 주가반응은 부(-)의 관계를 가질 것으로 기대된다.

대주주지분율(OWN)은 보유 지분이 많은 대주주가 존재할수록 시장에 주가안정

에 대한 강한 신호를 보낼 수 있기 때문에 대주주지분율과 주가반응은 양(+)<sup>1</sup>의 관계를 가질 것으로 기대된다(설원식, 김수정(2005)). 또한, 자기주식 목표매입비율(TFR)은 경영자가 판단하기에 주가의 저평가 정도가 클수록 목표매입비율을 크게 결정하기 때문에 목표매입비율과 주가반응은 정(+)<sup>2</sup>의 관계를 가지며, 목표매입비율이 클수록 주가는 더 상승할 것이라고 기대한다(Comment and Jarrell (1991), 정성창, 이용교(2001), 변진호(2004), 설원식, 김수정(2005)).

부채비율(DEBT)은 기업의 부채비율이 낮을수록 자금에 대한 유연성이 높기 때문에 자기주식의 실제 취득에 대한 가능성이 더 높아서 부채비율이 낮을수록 주주의 부에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대되기 때문에, 부채비율과 주가반응은 부(-)<sup>3</sup>의 관계를 가질 것으로 기대된다.

기업규모(SIZE)는 기업의 정보비대칭에 대한 대용변수로서 사용하였다(이익규, 주상용(2005)). 자기주식취득은 기업의 정보비대칭을 완화시켜주는 수단으로 사용될 수 있으므로, 기업규모와 주가반응과는 음(-)<sup>4</sup>의 관계를 가질 것으로 기대된다.

현금흐름비율(CF/A)은 여유현금흐름이 존재하는 경우에 경영자와 주주와의 대리인문제를 발생하게 되는데, 이러한 대리인문제를 완화시켜 주는 수단으로 자기주식을 취득할 수 있다. 따라서, 여유현금흐름의 크기가 클수록 대리인비용을 더욱 감소시키기 때문에 누적비정상수익률의 크기에 양(+)<sup>5</sup>의 영향을 줄 것으로 기대된다(Fenn and Liang(1998), Grullon and Michaely(2004), 이익규, 주상룡(2005)).

유상증자 후 자기주식 취득 더미(Dummy)변수는 분석기간 동안 유상증자 후 1년 이내에 주가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업은 1의 값을, 분석기간 동안 주가안정 목적의 자기주식 직접취득만 한 기업은 0의 값을 부여하였으며, 더미변수와 주주의 부는 부(-)<sup>6</sup>의 관계를 가질 것으로 기대된다.

유상증자방식의 차이에 따른 주주의 부에 미치는 영향을 분석하기 위하여 유상증자더미(SEO\_dummy)변수를 사용하고자 한다. 분석기간 주주배정 유상증자를 실시한 후 1년 이내에 주가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업은 1의 값을, 주주우선공모 유상증자 실시 후 1년 이내에 주가안정 목적의 자기주식 직접취득을 한 기업은 0의 값을 부여하였다.

자기주식취득 취득 공시일 전후로 주주의 부에 영향을 미치는 특성변수들을 통제 한 이후에도, 유상증자여부, 유상증자방법이 누적비정상수익률의 크기에 추가적으로 영향을 미치는지를 분석하기 위하여 횡단면 회귀분석을 실시하고자 한다. 횡단면 회귀분석에 사용된 변수들과 변수들의 정의를 <표 2>에 정리하였다.

<표 2> 횡단면 회귀분석을 위한 변수 및 변수의 정의

변수	변수의 정의	기대부호
CAR(-1,1)	자기주식취득 공시일 전후 1일간의 누적비정상수익률	
PCAR(-25,-5)	공시일 이전 -25일부터 -5일까지의 누적비정상수익률	(-)
OWN	공시일 직전연도 대주주지분율	(+)
TFR	자기주식취득예정주식수/총발행주식수	(+)
DEBT	공시일 직전연도 총부채/직전연도 자기자본	(-)
CF/A	공시일 직전연도 영업활동현금흐름/직전연도 총자산	(+)
SIZE	공시일 직전연도 총자산의 자연대수	(-)
Dummy	유상증자 후 1년 이내에 추가안정 목적의 자기주식 직접취득 실시 : 1 분석기간 동안 추가안정 목적의 자기주식 직접취득만 실시 : 0	(-)
SEO_dummy	주주배정 유상증자 후 1년 이내에 자기주식 직접취득 실시 : 1 주주우선공모 유상증자 후 1년 이내에 자기주식 직접취득 실시 : 0	

### III. 실증분석결과

#### 1. 기초통계량

유상증자 후 추가안정 목적의 자기주식 직접취득이 주주의 부에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 분석에서 사용할 변수들의 기초통계량을 살펴보고자 한다. 기초통계량은 <표 3>에 제시되어 있다.

<표 3>의 panel A에는 분석기간 동안 유상증자 후 1년 이내에 추가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업과, 분석기간 동안 추가안정 목적의 자기주식 직접취득만을 실시한 기업을 대상으로 비교 분석하였다. 누적비정상수익률(CAR(-1,1))의 경우 분석기간 동안 유상증자 후 1년 이내에 추가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업이 추가안정 목적의 자기주식 직접취득만 실시한 기업보다 작으며, 통계적으로 유의한 차이가 있음을 보여주고 있다. 즉, 기업가치가 저평가 되어 있다는 단일 정보를 제공하는 것이 기업가치가 고평가, 저평가라는 혼합된 정보를 제공하는 것 보다 주주의 부에 미치는 영향이 더 크다고 할 수 있을 것이다.

목표매입비율(TFR)은 유상증자 후 1년 이내에 추가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업이 추가안정 목적의 자기주식 직접취득만 실시한 기업보다 통계적으로 더 큰 목표매입비율을 보이고 있으며, 대주주지분율(OWN), 사전누적비정상수익률(PCAR), 부채비율(DEBT), 현금흐름비율(CF/A)은 통계적으로 유의하게 작은 것으로 나타나고 있다. 이는, 유상증자 후 추가안정 목적의 자기주식 직접취득의 경우에는 기업가치가 저평가 되어 있기 때문에 자기주식을 취득하기 보다는 유상증자 후 떨어진 추가수준을 회복하기 위한 수단으로 자기주식을 취득한다고 볼 수 있을

것이다.

<표 3>의 panel B는 유상증자후 1년 이내에 주가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업을 대상으로 유상증자 방법 차이에 따라 주주의 부에 미치는 영향을 비교 분석하였다. 주주배정 유상증자 후 자기주식을 취득한 기업이 주주우선공모 후 자기주식 취득을 실시한 기업에 비하여 누적비정상수익률(CAR(-1,1))이 더 크지만, 통계적으로 유의한 차이는 보이고 있지 않다. 대주주지분율이 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있으며, 기업규모도 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있다. 이는, Cronqvist and Nilsson(2005)의 기업규모가 작은 기업일수록 기업규모가 큰 기업보다 정보비대칭의 정도가 크기 때문에 주주배정보다는 주주우선공모를 선호한다는 것을 보여주고 있다고 할 수 있다.

<표 3> 기초통계량 : 유상증자 후 주가안정 목적의 자기주식 직접취득 비교

Panel A : 유상증자 후 자기주식 직접취득 대비 자기주식 직접취득									
	유상증자 후 자기주식 직접취득(N=40)				자기주식 직접취득만(N=394)				T-test
	평균	표준 편차	최대값	최소값	평균	표준 편차	최대값	최소값	
CAR(-1,1)	-0.0016	0.1119	0.1828	-0.2819	0.0327	0.0785	0.4554	-0.3454	-1.89*
PCAR(-25,-5)	-0.1429	0.2562	0.2439	-0.923	-0.0646	0.1574	0.3052	-0.7453	-1.90*
OWN	23.45	14.44	70.0	4.0	30.52	16.06	79.61	0.2	-2.92**
TFR	4.3908	2.4997	10.43	0.9	3.4207	2.6144	21.38	0.14	2.33**
DEBT	202.52	160.98	785.33	18.02	142.2	136.05	1485.86	7.17	2.29**
SIZE	25.08	4.0	29.84	12.68	26.08	1.39	31.56	23.97	-1.56
CF/A	0.0392	0.1066	0.3939	-0.109	0.0706	0.0946	0.6125	-0.1898	-1.80*
Panel B : 유상증자방법 차이에 따른 자기주식 직접취득									
	주주배정 후 자기주식 직접취득(N=11)				주주우선공모 후 자기주식 직접취득(N=29)				T-test
	평균	표준 편차	최대값	최소값	평균	표준 편차	최대값	최소값	
CAR(-1,1)	0.0198	0.0525	0.0788	-0.0952	-0.0098	0.1296	0.1828	-0.2819	1.01
PCAR(-25,-5)	-0.0375	0.131	0.163	-0.2977	-0.1866	0.286	0.2439	-0.923	2.23**
OWN	16.18	9.39	36.6	5.5	26.62	15.29	70	4	-2.58**
TFR	3.6691	2.4326	9.1	0.9	4.7743	2.4857	10.43	1	-1.27**
DEBT	271.7	221.54	785.33	68.83	181.93	124.92	498.39	26.06	1.27
SIZE	27.34	1.48	29.42	24.57	24.18	4.4	29.84	12.68	3.35***
CF/A	0.0384	0.0442	0.1397	-0.0246	0.0414	0.1248	0.3939	-0.109	-0.11

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

## 2. 공시가 주주의 부에 미치는 효과

유상증자여부와 유상증자방식이 주가안정 목적의 자기주식 직접취득에 미치는 영향을 분석하기 위하여 평균비정상수익률(AAR)과 누적평균비정상수익률(CAAR)을 이용하여 자기주식 취득 공시효과를 분석하였다. <표 4>는 유상증자 후 1년 이내에 자기주식 직접취득을 실시한 기업의 공시효과와, 분석기간 동안 주가안정 목적의 자기주식 직접취득만 실시한 기업의 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률을 보여주고 있다. 유상증자 후 자기주식을 취득한 기업의 공시일( $t=0$ ) 평균비정상수익률은 정(+)의 값을 보여주고 있으나, 통계적으로 유의하지 않지만, 자기주식만 취득한 기업의 공시일( $t=0$ ) 평균비정상수익률은 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보여주고 있다. 따라서, 자기주식취득이라는 단일 정보를 제공한 것이 유상증자와 자기주식취득이라는 혼합된 정보를 제공하는 것보다 공시효과가 더 큰 것으로 나타나고 있다.

<그림 1>은 유상증자여부에 따른 누적평균비정상수익률을 공시일 이전  $-60(t=-60)$ 일부터 공시일 이후  $60(t=+60)$ 일까지를 나타낸 것이다. 유상증자 후 자기주식을 취득한 기업이 자기주식만 취득한 기업에 비하여 자기주식 취득 공시일 이전에 누적평균비정상수익률이 더 낮은 것으로 나타나고 있으며, 공시일 이후에도 상대적으로 상승과 하락을 반복하는 경향이 있는 것으로 나타나고 있다. 즉, 유상증자 후 자기주식을 취득하는 경우와 자기주식만 취득하는 경우에 시장에서의 반응이 동일하지 않음을 보여주고 있다고 할 수 있다.<sup>8)</sup>

<표 5>는 유상증자 후 1년 이내에 주가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업 중에서, 유상증자방식에 따라 공시효과에 차이가 있는지를 평균비정상수익률과 누적평균비정상수익률로 나타내고 있다. 주주배정 유상증자 후 자기주식 취득 공시를 한 기업의 공시일( $t=0$ ) 평균비정상수익률은 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보여주고 있으나, 주주우선공모 유상증자 후 자기주식 취득을 공시한 기업의 공시일( $t=0$ ) 평균비정상수익률은 정(+)의 값을 보여주고 있으나 통계적으로 유의하지 않은 결과를 보여주고 있다.

<그림 2>은 유상증자방식에 따른 누적평균비정상수익률을 공시일 이전  $-60(t=-60)$ 일부터 공시일 이후  $60(t=+60)$ 일까지를 나타낸 것이다. 주주배정 유상증자 후 자기주식을 취득한 기업이 주주우선공모 유상증자 후 자기주식을 취득한 기업에 비하여 자기주식 취득 공시일 이전에 누적평균비정상수익률이 더 높은 것으로 나타나고 있

8) <Appendix>에 유상증자 후 자기주식 취득기업과, 유상증자 만 실시한 기업의 유상증자 공시일 전후의 누적평균비정상수익률을 <그림 3>에 첨부하였다. 유상증자 후 자기주식 취득기업의 유상증자 공시일 이후에 상대적으로 추가하락이 더 크게 나타나고 있다.

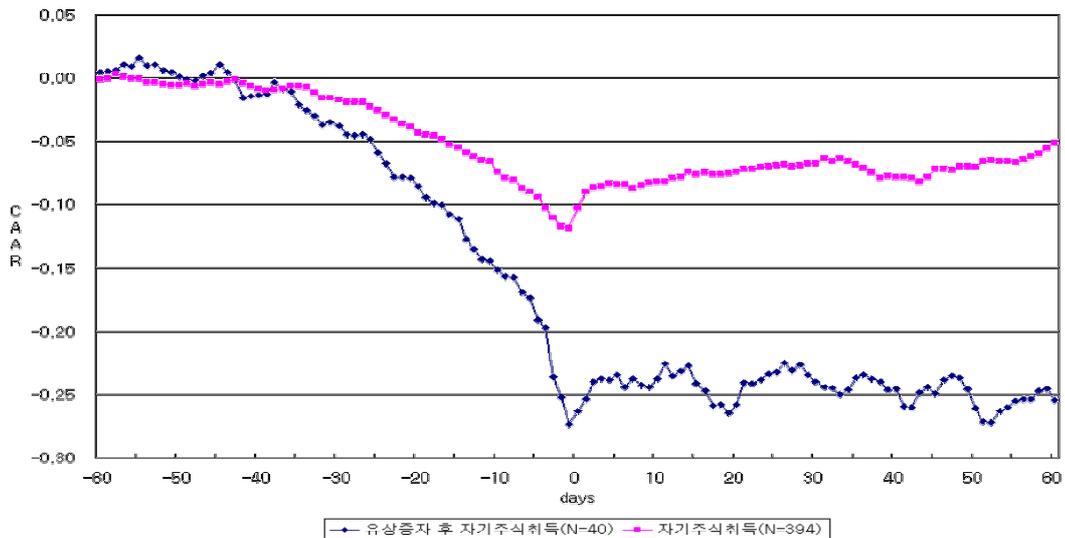
으나, 공시일 이후에는 주주우선공모 유상증자 후 자기주식 취득에 비하여 상대적으로 더 많이 하락하는 경향을 보이고 있다. 따라서, 유상증자 방식의 차이가 자기주식 취득 공시에 영향을 미치고 있다고 할 수 있을 것이다.

<표 4> 자기주식취득 기업의 비정상수익률(평균, 누적평균)추이 : 유상증자여부

날짜	유상증자 후 자기주식 직접취득 (N=40)			자기주식 직접취득 (N=394)		
	AAR(%)	T-value	CAAR(%)	AAR(%)	T-value	CAAR(%)
-20	-0.695	-0.94	-0.695	-0.452	-1.7	-0.452
-10	-0.732	-1	-7.309	-0.634	-2.39**	-3.198
-5	-1.759	-2.39**	-11.212	-0.249	-0.94	-4.921
-4	-0.626	-0.85	-11.838	-0.705	-2.66***	-5.626
-3	-3.872	-5.26***	-15.71	-0.684	-2.58**	-6.31
-2	-1.607	-2.18**	-17.317	-0.594	-2.24**	-6.904
-1	-2.131	-2.9***	-19.448	-0.084	-0.32	-6.988
0	1.001	1.36	-18.447	2.014	7.59***	-4.974
1	0.97	1.32	-17.477	1.338	5.04***	-3.636
2	1.423	1.93*	-16.054	0.29	1.09	-3.346
3	0.218	0.3	-15.835	0.229	0.86	-3.117
4	-0.083	-0.11	-15.918	0.2	0.76	-2.917
5	0.37	0.5	-15.549	0.007	0.03	-2.91
10	0.651	0.89	-15.881	0.081	0.31	-2.792
20	0.7	0.95	-17.907	0.162	0.61	-2.23

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

<그림 1> 자기주식 취득기업의 누적평균비정상수익률 : 유상증자여부

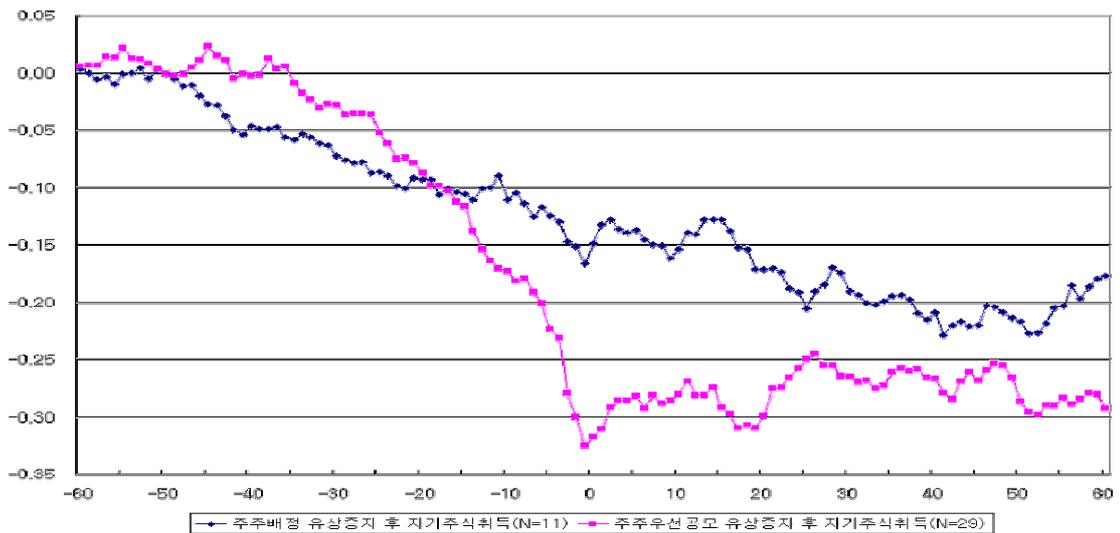


<표 5> 유상증자 후 자기주식취득 기업의 비정상수익률(평균, 누적평균)추이 : 유상증자방법

날짜	주주배정 후 자기주식 직접취득 (N=11)			주주우선공모 후 자기주식 직접취득 (N=29)		
	AAR(%)	T-value	CAAR(%)	AAR(%)	T-value	CAAR(%)
-20	-0.088	-0.1	-0.088	-0.822	-0.97	-0.822
-10	-2.068	-2.45**	-1.846	-0.241	-0.28	-9.422
-5	-0.837	-0.99	-3.347	-2.225	-2.63**	-14.423
-4	-0.463	-0.55	-3.81	-0.797	-0.94	-15.22
-3	-1.733	-2.05**	-5.544	-4.849	-5.73***	-20.069
-2	-0.451	-0.53	-5.995	-2.104	-2.49**	-22.173
-1	-1.498	-1.77*	-7.493	-2.435	-2.88***	-24.608
0	1.789	2.12**	-5.704	0.75	0.89	-23.857
1	1.692	2.0**	-4.012	0.708	0.84	-23.149
2	0.406	0.48	-3.606	1.782	2.11**	-21.367
3	-0.8	-0.95	-4.406	0.691	0.82	-20.676
4	-0.383	-0.45	-4.789	-0.05	-0.06	-20.726
5	0.256	0.3	-4.533	0.409	0.48	-20.317
10	0.871	1.03	-6.17	0.553	0.65	-20.169
20	0.004	0	-7.97	1.033	1.22	-22.032

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

<그림 2> 자기주식 취득기업의 누적평균비정상수익률 : 유상증자방식



### 3. 횡단면 회귀분석

<표 6>는 유상증자 후 1년 이내에 주가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업(N=40), 분석기간 동안 자기주식 직접취득만 실시한 기업(N=394), 전체표본(N=434)에 대한 회귀분석 결과를 통하여 유상증자여부와, 유상증자방식이 자기주식 취득 공시에 미치는 영향을 분석하였다. 즉, 유상증자와 자기주식취득의 혼합 정보와 자기주식취득이라는 단일 정보가 주주의 부에 미치는 영향을 살펴보았다.

주가안정 목적의 자기주식 직접취득에 대한 회귀분석인 모형1, 모형2에서, 선행연구들과 다르지 않게 대주주지분율(OWN), 목표매입비율(TFR)이 종속변수에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있어, 저평가신호가설이 지지되는 분석결과를 제시하고 있다(정성장, 이용교(2001), 설원식, 김수정(2005)). 또한, 부채비율(DEBT)은 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있어 기업의 부채비율이 낮을수록 시장에서 더욱 긍정적으로 반응하는 것으로 나타나고 있다.<sup>9)</sup>

반면에, 유상증자 후 1년 이내에 주가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 표본을 대상으로 분석한 모형3, 모형4에서는 모형1, 모형2와 다른 결과를 제시하고 있다. 모형1, 모형2에서는 저평가신호가설이 지지되는 결과를 제시하고 있으나, 모형3, 모형4에서는 대주주지분율, 목표매입비율이 통계적으로 유의하지 않아, 저평가신호가설이 지지되지 않는 결과를 제시하고 있다. 이는, 주가안정 목적의 자기주식 취득의 경우 기업가치가 저평가 되어 있기 때문에 자기주식을 취득하지만, 유상증자 후 자기주식을 취득하는 경우에는 기업가치가 저평가 되어서 자기주식을 취득하기 보다는 유상증자 후 주가가 하락하였기 때문에, 주가부양 수단으로 자기주식취득을 실시하였기 때문일 수 있다.

모형3, 모형4에서 유상증자방식 더미(SEO\_dummy)변수는 주주배정 유상증자 후 자기주식을 취득한 경우에는 1의 값을, 주주우선공모 유상증자 후 자기주식을 취득한 경우에는 0의 값을 부여하였는데, 종속변수에 통계적으로 유의하지 않은 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다. 주주배정 유상증자가 주주우선공모 유상증자에 비하여 주주의 부에 좀더 긍정적인 영향을 준다고 할 수 있을 것이다.

모형5, 모형6은 전체표본을 대상으로 유상증자여부가 주주의 부에 미치는 영향을 분석하였다. 유상증자여부 더미(Dummy)변수는 유상증자 후 주가안정 목적의 자기주식 직접취득을 실시한 기업은 1의 값을, 주가안정 목적의 자기주식 직접취득만 실시한 기업은 0의 값을 부여하였는데, 주주의 부에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다. 즉, 유상증자와 자기주식취득이라는 혼합

---

9) 부채비율(DEBT)은 레버리지가설(목표자본구조를 달성하기 위해 부채로 자금을 조달하여 자기주식을 취득한다는 가설)을 검증하기 위한 변수이지만, 우리나라에서는 자기주식 취득한도는 배당가능한 이익범위 내에서 허용되며, 부채로 자기주식을 취득하는 것을 금지하고 있기 때문에 자기주식취득이 직접적으로 부채비율의 변화에 영향을 미친다고 보기 어렵다.

정보와 자기주식취득이라는 단일 정보가 주주의 부에 미치는 영향이 다를 수 있다고 할 수 있다.

<표 6> 누적비정상수익률(CAR)에 대한 횡단면 회귀분석

	자기주식 직접취득만(N=394) CAR(-1,1)		유상증자 후 자기주식 취득(N=40) CAR(-1,1)		자기주식 전체(N=434) CAR(-1,1)	
	모형1	모형2	모형3	모형4	모형5	모형6
Intercept	0.0008 (0.01)	-0.0048 (-0.4)	0.3105** (2.01)	0.0771 (1.0)	0.0896 (1.54)	0.0021 (0.18)
PCAR	0.0098 (0.4)	0.0098 (0.4)	0.0169 (0.22)	0.0384 (0.49)	0.0203 (0.89)	0.02 (0.87)
Own	0.00085*** (3.56)	0.00086*** (3.58)	-0.0015 (-1.05)	-0.0015 (-1.05)	0.00067*** (2.75)	0.0007** (2.87)
TFR	0.0057*** (3.86)	0.0057*** (3.91)	0.00002 (0.0)	-0.0022 (-0.25)	0.005*** (3.34)	0.0051*** (3.44)
DEBT	-0.0001** (-2.28)	-0.0001** (-2.36)	-0.0001 (-0.53)	-0.0001 (-0.42)	-0.0001* (-1.84)	-0.0001** (-2.1)
CF/A	0.0335 (0.78)	0.0331 (0.78)	-0.1723 (-0.9)	-0.1895 (-0.96)	0.029 (0.69)	0.0239 (0.57)
SIZE	-0.0002 (-0.08)		-0.0088* (-1.72)		-0.0034 (-1.53)	
SEO_dummy (주주배정:1)			0.045 (0.88)	0.01 (0.21)		
Dummy (유상증자후 자기주식:1)					-0.0319** (-2.31)	-0.0283** (-2.07)
F-value (p-value)	6.55 (p<0.0001)	7.88 (p<0.0001)	0.79 (p=0.6018)	0.4 (p=0.8732)	5.54 (p<0.0001)	6.05 (p<0.0001)
R-squre (Adj-Rsqure)	0.0922 (0.0782)	0.0922 (0.0805)	0.1512 (-0.0404)	0.0698 (-0.1046)	0.0834 (0.0684)	0.0784 (0.0654)

( )의 값은 t통계량 값이며, \*는 0.1에서 \*\*는 0.05에서 \*\*\*는 0.01 수준에서 유의함.

#### IV. 결론

본 연구의 목적은 기업가치가 고평가 되어 있다는 유상증자 의사결정과 기업가치가 저평가 되어 있다는 자기주식취득 의사결정을 연계한 의사결정과 기업가치가 저평가 되어 있다는 자기주식취득 의사결정만을 한 경우와 주주의 부에 차이가 있는가를 살펴보고자 하였다. 또한, 자기주식취득 목적이 기업의 내재가치가 시장가치보다 저평가 되어 있기 때문에 자기주식을 취득하는 것이 아니라, 유상증자 후 주가의 하락을 회복시키기 위한 주가부양수단으로 사용될 수 있는가를 살펴보고자 하였다. 분석결과 다음과 같은 사실들을 발견하였다.

첫째, 기초통계량 분석을 통하여 유상증자 후 자기주식취득 기업의 목표매입비율

이 자기주식취득만 실시한 기업의 목표매입비율에 비하여 통계적으로 유의하게 크지만, 누적비정상수익률은 통계적으로 유의하게 작은 값을 나타냈다. 일반적으로 목표매입비율은 누적비정상수익률과 정(+)의 관계를 가지고 있기 때문에, 목표매입비율이 상대적 높은 유상증자 후 자기주식 취득 기업이 더 큰 누적비정상수익률을 나타내야 하는데 그러한 결과를 보여주지 못하고 있다. 이는, 유상증자 후 자기주식 취득은 저평가신호가 아닐 수 있음을 보여주고 있다.

둘째, 유상증자 후 자기주식 취득 기업의 공시효과는 주주의 부에 정(+)의 영향을 주지만, 통계적으로 유의하지 않은 결과를 제시하고 있어, 자기주식취득만 실시한 기업의 공시효과와 다름을 보여주고 있다.

셋째, 누적비정상수익률(CAR(-1,1))을 종속변수로 하여 횡단면 회귀분석을 실시한 결과, 유상증자 후 자기주식을 취득한 경우에는 저평가신호가설을 지지하지 못하는 것으로 나타났으며, 유상증자 여부 더미변수가 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나, 자기주식취득만 실시한 경우가 유상증자 후 자기주식을 취득하는 경우보다 주주의 부에 더 큰 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

선행연구에서는 자기주식취득 이후 유상증자 실시 기업을 분석하였으나, 본 연구에서는 유상증자 실시 이후 자기주식취득을 실시한 기업을 대상으로 분석하여 혼합 정보와 단일정보가 주주의 부에 미치는 영향이 다르다는 것을 보였다. 또한, 유상증자 후 자기주식취득은 저평가신호가설로 설명되지 못하므로, 유상증자 후 추가하락의 부양수단으로 자기주식취득이 활용될 수 있음을 보였다는 것이 본 연구의 의의가 있다고 할 수 있을 것이다.

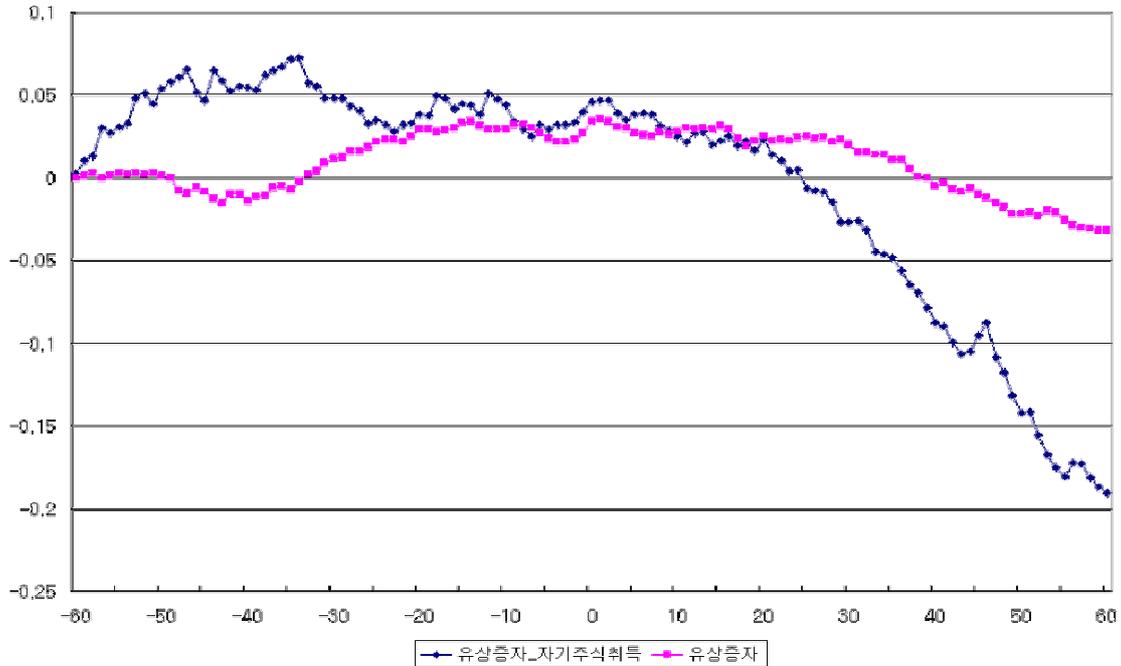
<참고문헌>

- 고봉찬, 박래수, “증권발행기업의 장단기성과에 관한 연구,” 증권학회지 제27집, 2000, 439-476.
- 강준구, 백재승, “기업집단(재벌)의 효율성과 주주 부의 극대화: 신주발행을 중심으로,” 재무연구 제15권 1호, 2002, 1-47.
- 김병기, 공명재, “유상증자 후의 장기 주가수익률 및 영업성과,” 재무관리연구 제17권 1호, 2000, 13-44.
- 김석진, 변현수, “유상증자의 장기 성과,” 재무연구 제16호, 1998, 23-49.
- 김수정, 이윤구, 설원식, “이익소각 공시가 주주의 부에 미치는 영향 : 일반목적의 자사주 매입 공시와의 비교를 중심으로,” 대한경영학회 제18권 1호, 2005.2, 107-133.
- 길재욱, “유상증자의 정보효과에 관한 연구,” 경제연구 제22권 1호, 2001, 261-283.
- 박영규, “자기주식매입의 유상증자에 대한 신호효과,” 재무관리연구 제25권 1호, 2008, 51-84.
- 신용균, “유상증자의 공시효과,” 재무관리연구 제12권 1호, 1995, 75-92.
- 윤영걸, “우리나라 경영자의 유상증자에 관한 의사결정:역선택인가 자기선택인가?,” 재무연구 제 12호, 1996, 75-105.
- 변진호, “저평가 자사주 매입 공시의 허위정보 신호효과와 장기성과,” 증권학회지 제 33권 1호, 2004, 207-248.
- 설원식, 김수정, “자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향-취득 및 처분 목적을 중심으로-,” 재무관리연구 제22권 1호, 2005. 6, 37-69.
- 신민식, 이정숙, “자사주매입에 대한 잉여현금흐름가설 검증,” 재무관리연구 제24권 1호, 2007, 59-83.
- 이익규, 주상룡, “자사주매입동기에 관한 연구,” 재무관리논총, 한국재무관리학회, 2005, 243-273.
- 정무권, “자사주매입 선언에 따른 주주 및 채권자의 부의 변화,” 재무연구 제18권 2호, 2005, 67-99.
- 정성창, “자사주취득과 유상증자: 불공정가능성의 제기,” 증권학회지 제33권 3호, 2004, 123-156.
- 정성창, 이용교, “자기주식 매입 전략과 기업의 가치,” 재무연구 제14권, 2001. 5, 59-88.
- Baek, Jae-Seung, Jun-Koo Kang, and Inmoo Lee, "Business Groups and Tunneling: Evidence from Private Securities Offerings by Korean Chaebols, *The Journal of Finance* (2006) 2415-2449.

- Comment, Robert and Gregg A. Jarrell, "The Relative Signalling Power of Dutch-Auction and Fixed-Price Self-Tender Offers and Open-Market Share Repurchases," *Journal of Finance* 46 (1991) 1243-1271.
- Cronqvist, Henrik and Mattias Nilsson, "The Choice Between Rights Offerings and Private Equity Placements," *Journal of Financial Economics* 78 (2005) 375-407.
- Dann, Larry Y., "Common Stock Repurchase : An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders," *Journal of Financial Economics* 9 (1981) 113-138.
- Dittmar, A., "Why do firms repurchases stock?" *Journal of Business* 73 (2000) 331-355.
- Eckbo, B. and R. Masulis, "Adverse Selection and the Rights Offer Paradox," *Journal of Financial Economics* 32 (1992) 293-332.
- Fenn, G. W., and N. Liang, "Good News and Bad News about Share Repurchases," *SSRN Working Paper*, 1998.
- Grullon, G., and Michaely, R., "The Information Content of Share Repurchase Programs," *The Journal of Finance* 59 (2004) 651-680.
- Hasen, R. G., "A Theory for the Choice of Exchange Medium in Mergers and Acquisitions," *Journal of Business* 60, 75-95
- Howell, Jann C., and Janet D. Payne, Mixed Message: Open-Market Repurchases Following Stock Acquisitions, *The Financial Review* 39 (2004) 367-387.
- Maloney, M. T., R. E. McCoormick, and M.L. Mitchell, "Managerial Decision Making and Capital Structure," *Journal of Business* 66, 189-217.
- Myers, Stuart, and Nicholas Majluf, 1984, Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics* 13, 187-221.

<APPENDIX>

<그림 3> 유상증자기업의 누적평균비정상수익률 :  
유상증자 후 자기주식 취득여부



<그림 3>은 유상증자 후 1년 이내에 자기주식을 취득한 기업(N=40)과, 유상증자 후 자기주식취득을 실시하지 않은 기업(N=232)의 유상증자 공시일 전후의 누적평균 비정상수익률을 나타낸 것이다. 유상증자 후 자기주식을 취득한 기업의 유상증자 공시일 이후의 주가가 더 많이 하락하였음을 보여주고 있다. 따라서, 유상증자 후 1년 이내에 자기주식을 취득하는 기업은 유상증자 후 상대적으로 많이 떨어진 주가를 부양하기 위한 수단으로 자기주식취득을 취득할 수 있음을 보여준다고 할 수 있을 것이다.