

## 경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향\*

정성창

전남대학교 경영학부 교수  
(scjung@jnu.ac.kr)

김영환(교신저자)

전남대학교 경영학부 강의전담교수  
(podo92@jnu.ac.kr)

본 연구는 기업의 정관변경에 의한 경영권 방어수단 존재가 자기주식 취득에 미치는 영향에 대하여 분석한다. 자기주식 취득과 경영권 방어수단 확보는 경영권 방어라는 공동의 목적을 갖고 있음에도 불구하고, 국내의 선행연구에서는 이러한 두 가지의 재무전략에 대하여 각각 별도로 연구되어 왔다. 본 연구에서는 이러한 점에 착안하여 선행연구들과는 달리, 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향을 분석함으로써 이러한 재무전략들 간의 상호관련성에 대하여 분석한다. 이와 관련된 선행연구에서 두 가지의 상반된 가설들이 제시되고 있다. 경영자참호구축가설에 의하면 경영자들은 경영권 방어수단을 확보할수록 자신들의 이해에 따라 자금을 활용하기 위하여 배당지급을 더 축소한다는 것이며, 반면, 최적 참호구축가설에 의하면 방어수단을 확보한 기업일수록 경영자들은 배당을 통한 주주환원을 더 확대할 것으로 기대된다.

이러한 가설을 바탕으로, 본 연구는 2000년부터 2010년까지 유가증권시장과 코스닥 시장에 상장된 비금융업을 대상으로 분석하였다. 분석 표본은 기업-연도별 자료로 유가증권시장 4,906개, 코스닥시장 4,865개, 총 9,771개 데이터를 기본으로 분석하였으며, 분석방법은 패널로짓회귀분석과 패널회귀분석을 실시하였다.

분석결과, 정관변경을 통한 경영권 방어수단(초다수결의제, 황금낙하산)을 도입한 기업일수록 자기주식 취득을 하지 않으며, 취득을 하더라도 취득비율을 줄이고 있는 것으로 나타나고 있다. 즉, 경영자참호구축가설을 지지하는 간접적인 결과를 보여주고 있다. 또한, 자기주식 취득을 종속변수로 할 경우에는 경영권방어수단의 계수가 항상 통계적으로 유의하였음에 반해, 배당을 종속변수로 한 경우에는 유의성이 없는 것으로 나타나고 있어, 자기주식 취득 정책의 유연성과 배당의 안정화 정책이 존재함을 시사하고 있다. 마지막으로, 이러한 분석결과에 의해 참호구축가설이 지지되고 있다면, 포이즌 필과 차등의결권 등과 같은 경영권 방어수단의 추가적인 도입은 경영자의 참호구축을 더욱 강화하는 효과를 줌으로써 주주의 부에 긍정적인 영향을 기대하기가 어려울 가능성이 크다는 것을 함축하고 있다.

주제어: 자기주식 취득, 초다수결의제, 황금낙하산, 경영자참호구축가설, 패널로짓회귀모형

### 1. 서론

본 연구는 기업의 정관변경에 의한 경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향에 대하여 분석하고자 한다. 자기주식 취득은 우리나라 금융시장이 글로벌화되면서 기업들에게 이에 상응하는 경영권

방어수단을 제공해야 한다는 이유로 도입되었다. 도입 이후 상장기업들은 자기주식 취득을 주가안정, 이익소각, 인센티브 제공 등 다양한 목적으로 적극 활용하여 왔으며, 학계에서도 자기주식 취득의 여러 동기와 주주의 부에 미치는 영향 등을 중심으로 폭넓게 연구되어 왔다.<sup>1)</sup>

한편 자기주식 취득과 같은 지분확보를 통한 경영

논문접수일: 2012. 12      게재확정일: 2013. 5

\* 본 연구는 2013년도 전남대학교 경영전문대학원 학술장학재단의 지원을 받아 수행되었음. 본 논문의 개선을 위해 많은 도움을 주신 익명의 심사위원들께 깊은 감사를 드립니다.

1) 자사주 취득에 관한 기존의 다양한 가설을 분석한 국내의 연구는 저평가에 대한 신호가설(설원식과 김수정(2005)), 기회주의가설

권 방어 수단 이외에도, 정관변경을 통한 경영권 보호 수단, 즉, 초다수결의제, 시차임기제, 황금낙하산 제도 등이 도입되어 활용되어 오고 있다. 정관변경을 통한 경영권 방어 수단을 도입한 기업의 특성이나 이러한 수단 확보가 주주의 부에 미치는 영향을 분석한 연구로는 이철수 외 3인(2011), 김영오, 양채열(2011) 등의 선행연구가 주목할 만하다.<sup>2)</sup>

지금까지 살펴본 것처럼 자기주식 취득과 정관변경을 통한 경영권 방어수단 확보는 경영권 방어라는 공동의 목적을 갖고 있음에도 불구하고, 국내의 선행연구에서는 이러한 두 가지의 재무전략에 대하여 각각 별도로 연구되어 왔다. 본 연구에서는 이러한 점에 착안하여 선행연구들과는 달리, 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향을 분석함으로써 이러한 재무전략들 간의 상호관련성에 대하여 분석하고자 한다.

정관변경을 통한 경영권 방어수단이 자사주취득에 미치는 영향이 어떻게 될 것인가에 대한 이론적 논리를 설정하기 위하여 선행연구들을 검토하였다. 검토 결과, 경영권 방어수단과 배당지급에 대한 선행연구에서 서로 상반된 두 가지의 가설을 제시하고 있다. 가장 대표적인 가설로 대리인 이론에 근거한 경영자참호구축가설(managerial entrenchment hypothesis)이다. 이 가설을 제시한 Francis et al.(2011)에 의하면, 경영자들은 배당을 축소하고자 하는 경향이 있으며, 이것은 배당을 지급할 경우 경영자가 처분할 수 있는 여유현금흐름의 크기가 줄어들게 됨에 따라 외부자금을 추가로 조달할 가능성

이 커지게 되며, 이로 인해 금융시장의 감시를 받으며 비효율적인 투자안을 채택하기가 어렵게 된다는 것이다. 따라서 기업이 경영권 공격으로부터 보호 수단을 확보하고 있을 때, 경영자들은 자신들의 이해에 따라 자금을 활용하기 위하여 배당지급을 더 축소한다는 주장이다.

이와 상반되는 가설은 주주이해일치가설 혹은 최적참호구축가설(optimal entrenchment hypothesis)이다. 이러한 가설을 제시한 Jo and Pan(2009)에 의하면, 기업은 기업가치를 끌어올리기 위하여 경영권 방어수단과 배당정책의 최적 결합을 선택한다는 것이다. 일반적으로 기업은 경영권 방어 수단과 많은 현금보유량을 확보하고 있을 경우 적대적 공격에 노출되지 않는다. 그런데 많은 여유 현금을 보유하고 있을 때, 경영자는 이에 따른 대리인 비용을 줄이기 위하여 배당을 더 많이 지급해야 하는 유인을 갖고 있는 반면, 적대적 위협에 노출되지 않기 위하여 현금을 보유해야 하는 상반된 유인도 갖게 된다. 따라서 기업은 사전적(ex-ante)으로 경영권 공격으로부터 경영자들을 방어해주고, 그 대신 배당을 더 지급하도록 하는 것이 효율적이라는 주장이다. 즉, 최적참호구축가설에 의하면, 기업은 지배구조와 배당정책의 최적 결합을 선택함으로써 기업 가치를 극대화하고자 할 때, 기업은 경영자들에게 경영권 방어 수단을 제공해주고 그 대신 배당을 지급하도록 하는 것이 균형적 결과라는 것이다. 이 가설에 의하면 방어수단을 확보한 기업일수록 배당을 통한 주주환원이 더 많아질 것으로 기대된다.

(변진호(2004), 변진호와 표민교(2006)), 배당대체가설(설원식 외 2인(2005), 신민식 외 2인(2006)), 레버리지가설, 여유현금흐름 가설(이익규와 주상용(2005), 매수합병가설(연태훈(2005), 신민식과 김수은(2010)) 등이 제시되어 연구되었다. 이러한 가설들에 대한 자세한 설명은 본 논문의 "II. 선행연구"를 참조하기 바람.

2) 이철수 외 3인은 정관변경을 통한 경영권 방어수단(초다수결의제, 황금낙하산, 시차임기제) 도입 기업의 재무적 특성을, 김영오와 양채열(2011)은 황금낙하산 도입 기업의 특성과 주주부에 대한 분석을 통해 경영권방어 수단의 경영자참호구축 가설을 지지하는 것으로 보고하고 있다.

경영권 방어수단과 배당지급에 대하여 제시된 선행연구들의 논리를 본 연구에서는 경영권 방어수단과 자사주취득의 관련성에 대하여 적용하고자 한다. 자사주취득은 주주에 대한 환원이라는 점에서 배당과 유사하지만, 경영권 방어 수단으로 직접 활용될 수 있다는 점에서는 배당과 조금 다른 특성을 갖고 있다. 자사주 취득의 이러한 특성에도 불구하고 아직까지 국내의 어떤 선행연구에서도 경영권 방어수단과 자사주취득의 관계에 대하여 체계적인 분석을 실시하지 않은 것으로 파악되고 있다. 또한, 이러한 실증적 분석은 서로 상반된 가설에 대한 직접적 검증을 가능하게 하고 있다. 이러한 점들이 본 연구의 필요성이다.

따라서, 본 연구의 목적은 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 자기주식 취득에 어떠한 영향을 주는 지 실증적으로 분석하고 한다. 이러한 분석을 통해서 본 연구는 자기주식 취득의 동기에 대한 선행연구의 결과들을 좀 더 새로운 시각에서 검토해볼 수 있을 것이다. 또한, 실무적으로도 정관변경을 통한 경영권 방어와 자기주식 취득을 통한 경영권 방어수단의 상호 대체적인 성격을 확인함으로써 기업의 재무전략 수립에 주는 시사점을 발견할 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. I 장 서론에 이어

II장에서 자기주식 취득과 경영권 방어수단에 대한 문헌연구를, III장에서는 연구가설, 자료 및 변수 정의를 설명한다. IV장에서는 실증 분석결과를 제시하고 V장은 결론으로 구성한다.

## II. 선행 연구

이 연구는 자기주식 취득에 대한 연구와 경영권 방어수단에 관한 선행연구들과 관련되어 있다. 먼저 자기주식 취득에 대한 선행연구는 주로 취득의 동기를 중심으로 분석되어 왔다. 기업이 공개시장을 통한 자기주식(open market stock repurchases)을 취득하는 동기로, 정보비대칭 하에서 경영자가 시장에 자사의 주식 가격이 저평가 되어 있음을 알리는 신호의 역할을,<sup>3)</sup> 경영자의 기회주의 행동을,<sup>4)</sup> 배당과 자기주식 매입 간의 대체관계를,<sup>5)</sup> 목표 부채 비율 보다 낮은 부채비율을 갖고 있는 기업은 자기주식을 취득함으로써 부채비율을 조정하고,<sup>6)</sup> 여유 현금흐름으로 인한 대리인문제를 줄이기 위해서 자기주식을 취득한다는 가설들이 제시되어 왔다.<sup>7)</sup> 마지막으로 적대적 M&A의 방어수단으로 자기주식을 취득한다는 매수 합병 방어가설이 주장되어 왔다

3) 저평가가설(undervaluation hypothesis) 또는 정보신호가설(information signal hypothesis)로 Dann(1981), Lakonishok and Vermaelen(1990), McNally(1999), 설원식과 김수정(2005), 정성창과 김영환(2007) 등의 연구에서 저평가가설을 지지하는 결과를 보이고 있다.

4) 기회주의가설(managerial opportunism hypothesis)은 경영자가 자신의 사적이익을 위하여 기업이 저평가되어 있지 않음에도 불구하고 자기주식을 취득한다는 이론으로 Fried(2005), 변진호(2004), 변진호와 표민교(2006) 등의 연구가 있다.

5) Grullon and Michaely(2002), 신민식 외 2인(2006) 등의 연구에서 배당의 감소와 동시에 자기주식 매입이 증가한다는 배당대체 가설(dividend substitution hypothesis)을 제시하고 있다.

6) 레버리지가설(leverage hypothesis) 목표레버리지 비율보다 낮은 기업은 부채를 조달하여 자기주식을 취득함으로써 부채비율을 조정한다는 이론으로 Bagwell and Shoven(1988), Hovakimain, Opler, and Titman(2001), 이익규과 이한수(2006) 등의 연구가 있다. 우리나라의 경우 부채조달을 통한 자기주식 취득은 허용하고 있지 않아, 해석에 있어 주의할 필요가 있다고 할 수 있다.

7) 여유현금흐름가설(free cash flow hypothesis)은 Fenn and Liang(2001), Grullon and Michaely(2004), 이익규과 이한수(2006), 신민식과 이정숙(2007) 등의 연구에서 여유현금흐름을 줄이기 위한 수단으로 자기주식 취득이 활용될 수 있음을 보이고 있다.

(Bagwell(1991), 연태훈(2005), Billett and Xue(2007)).

Billet and Xue(2007)의 연구에서는 적대적 M&A의 대상이 될 가능성이 높은 기업일수록 적대적 M&A가 발생하기 이전에 자기주식 취득이 증가함을 보이고 있어, 자기주식 취득이 경영권 방어수단으로 활용되고 있음을 보이고 있다. 연태훈(2005)의 연구에는 자기주식 매입 및 보유의 목적이 경영권 방어에 대한 유인과 관련되어 있음을 주장하고 있지만 이익규, 주상룡(2005)의 경우 일관된 결과를 얻을 수 없어 매수합병 방어가설을 지지하지 못한다고 하였다. 참고로, 신민식, 김수은(2010)은 대주주 지분율이 높을수록, 소유자 지배기업의 대주주 일수록 자기주식 취득을 감소하는 방향으로 의사결정을 하고 있음을 보이고 있다. 대주주 지분이 높을수록 대주주들은 소액주주와 균등한 혜택이 분배되는 지급정책을 기피하고 소액주주의 희생에 유망한 사업기회를 편취하거나 부서간의 이전가격에 유리한 방향으로 개입하는 등 사적이익을 탈취하는 의사결정을 한다는 분석결과를 제시하고 있다.

경영권 방어수단과 관련된 선행연구에서는 주로 대리인이론에 기초하고 있다. 즉, 대리인 이론에서 기업이 경영권 방어수단을 도입하는 이유를 두 가지 상반된 가설로 설명하고 있다. 그것은 경영자참호구축가설(managerial entrenchment hypothesis)과 주주 이해일치가설(shareholder interests hypothesis) 혹은 최적 참호구축가설(optimal entrenchment hypothesis)이다. 경영자참호구축가설에 의하면, 경영권 방어수단이 존재하게 되면, 게으름을 피우면서 단기적인 시각에서 기업경영을 하고자 하는 비효율적인 현 경영진들을 보호하는 결과를 초래한다는 것이다. 즉, 경영권 방어수단은 경영자의 사적이익 추구를 위한 참호를 구축하게 한다는 것이다

(Easterbrook and Fischel(1981), Jarrell and Poulsen(1987)).

국내의 연구에서도 경영권 방어수단의 참호구축가설을 지지하는 연구결과가 제시되었다. 이철수 외 3인(2011)에 의하면, 정관변경을 통한 경영권 방어수단을 도입하는 기업은 도입하지 않은 기업에 비하여 상대적으로 대주주 지분이 낮고, 산업평균에 비하여 수익성이 낮은 것으로 분석되었다. 경영자참호구축가설에 의하면, 내부소유자 지분이 낮고, 기업 성과가 좋지 못한 기업이 경영자의 사적이익 추구를 위하여 경영권 방어수단을 도입한다고 주장하고 있으므로, 우리나라에서 경영권 방어수단의 도입은 주주이해일치가설보다는 경영자참호구축가설을 지지하는 결과라고 할 수 있을 것이다.

김영오, 양채열(2011)의 연구에서도 황금낙하산을 도입하는 기업의 특징과 주주부에 미치는 영향을 분석한 결과, 대주주 지분이 증가할수록 황금낙하산 도입이 감소하고 있으며, 경영자 보상변수가 황금낙하산 도입과 유의한 영향을 보이고 있지 않다고 하였다. 즉, 황금낙하산 도입은 경영자에 대한 보상수단이 아닌 적대적 M&A의 방어수단으로 경영자의 참호를 구축하는데 사용되고 있음을 보이고 있다.

반면에, 주주이해일치가설에 의하면 경영권 방어수단의 채택은 현 경영진과 효과적으로 장기계약을 유도하고 주주들에게 최상의 이익을 가져다 줄 수 있는 장기투자자와 기업 특유의 자본투자를 권장하며, 경영권 방어수단은 공개매수 상황에서 기업 경영자에게 추가적인 거부권(veto power)을 부여해주기 때문에 경영자로 하여금 주주들을 위하여 더 나은 협상을 하게 한다는 것이다(Deangelo and Rice(1983), Mahoney and Mahoney(1993), Heron and Lie(2006)).

정관변경을 통한 경영권 방어수단과 배당정책과의

관련성에 대한 선행연구는 Francis et al.(2011)와 Jo and Pan(2009)의 연구가 주목할 만하다. Francis et al.(2011)은 경영권방어관련 주법(anti-takeover statute) 도입이 기업의 지불정책에 미치는 영향을 분석하였다. 경영권방어관련 주법이 있으면 적대적 M&A 위협이 감소하게 되는데, 경영권방어관련 주법 이후에 배당(자기주식포함) 금액이 감소하고, 배당(자기주식포함) 빈도도 감소를 보이고 있다. 또한, 특히 기업지배구조가 좋지 않은 기업일수록, 기업규모가 작은 기업일수록 더 심하게 나타남을 보이고 있다. 즉, 경영권 방어수단은 경영자의 참호를 구축하게 되어, 사적이익을 추구하기 위하여 여유현금을 증가시킴을 보이고 있다고 할 수 있다.

반면에, Jo and Pan(2009)은 기업지배구조지수(G-Index)와 기업의 지불정책과 정(+)<sup>8)</sup>의 상관관계를 보이고 있어, 경영권 방어수단이 도입될수록 배당 및 자기주식 취득이 증가한다는 것이다. 이것은 기업이 사전적으로(ex-ante) 경영자들에게 경영권 보호수단을 도입해 주고, 그 대신 여유현금을 줄이기 위해서 배당을 증가시키는 것이 효율적이라고 주장하는 것이다. 즉, 경영권 방어수단이 배당을 증가시킴으로서 주주의 부를 증가시킨다는 주주이해일치가설을 지지하는 증거라고 할 수 있다.

지금까지 선행연구에서 살펴본 것처럼, 국내의 선행연구에서 경영권 방어수단과 자기주식 취득에 대한 분석결과는 아직까지 찾아볼 수 없다. 따라서, 본 연구에서는 경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향을 실증적으로 분석함으로써 경영권 방어

수단이 경영자의 사적이익을 추구(참호를 구축)하는 수단으로 사용되는지, 아니면, 주주의 이익을 증가시키는 수단(주주 이해일치)으로 사용되는지에 대한 평가를 할 수 있을 것이다.

### III. 실증분석 방법론

#### 3.1 연구가설

현재 우리나라에서 기업경영권 보호는 자기주식 취득 등과 같은 지분확보를 통한 방어수단과 초다수결의제, 시차임기제, 황금낙하산 등과 같은 정관변경을 통한 방어수단이 존재한다.<sup>8)</sup> 기업이 경영권 방어를 위한 수단으로 자기주식을 취득하는 이유는, 일반적으로 자기주식 취득 공시는 기업의 주가를 상승하게 하므로, 피인수기업의 인수비용을 상승시키는 때문이며, 자기주식 취득으로 인하여 기업의 여유현금의 감소하게 되어 대리인 문제가 완화되므로 잠재적 인수 이득의 감소가 이루어진다. 또한, 자기주식을 취득하여 보유함으로써 기존 주주의 의결권이 강화되며, 보유한 자기주식은 우호주주에게 매각할 수도 있기 때문이다.

경영자에게 자기주식 취득은 정관변경을 통한 경영권 방어수단에 비하여 절차상으로 간편하다. 정관변경을 통한 방어수단은 주주총회의 승인을 요구하는 사항이지만 자기주식 취득은 이사회 결의만 필요하다. 반면에, 자기주식 취득을 통한 경영권 방어

8) 초다수결의제(supermajority provision)는 이사 선임 또는 해임, 합병의 경우 정관에서 법상 결의 요건보다 더욱 엄격한 다수결 요건을 규정하는 것이며, 시차임기제(staggered boards)는 이사진의 임기만료 시기가 교차되게 함으로써 적대적 인수자가 이사 모두를 교체할 수 없도록 하여 기업의 경영권 장악을 지연시키는 것이며, 황금낙하산(golden parachute)제도는 M&A로 경영진이 임기 이전 사임하게 될 경우 거액의 퇴직금, 저가에 의한 주식매입권, 일정기간 동안의 보수와 보너스 등을 받을 권리를 정관에 규정함으로써 인수비용을 높이는 방법이다.

위해서는 자기주식 취득 비용을 수반하여야 하며, 잠재적 적대적 M&A 방어를 위하여 지속적으로 자기주식을 보유하여야 한다. 정관변경을 통하여 경영권 방어수단을 확보하는 것은 주주총회를 통과하기만 하면 가능하기 때문에 경영권 방어수단이 도입된 기업은 경영권 방어수단으로 자기주식을 취득할 유인이 감소할 것이다.

Jiraporn(2006)의 연구에서도 경영권 방어수단이 도입될수록 경영자가 사적이익 추구를 위한 여유현금을 보유하기 위하여 자기주식 취득을 감소한다고 보고하고 있다. 이철수 외 3인(2011)도 정관변경을 통한 경영권 방어수단을 도입하는 기업의 특성은 경영권 방어수단의 경영자 참호구축가설을 지지하는 결과를 보여주고 있다. 이러한 점들을 고려할 때 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하고자 한다.

가설 1: 정관변경을 통한 경영권 방어수단은 자기주식 취득 결정에 부(-)의 영향을 미칠 것이다.

본 연구에서는 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 존재하는 경우, 자기주식 취득에 부정적인 영향을 주는지를 분석하고자 한다. 이를 통하여, 우리나라의 경영권 방어수단이 경영자의 참호를 구축하는 수단으로서의 역할을 하고 있는지를 분석하고자 한다.

### 3.2 분석표본 및 변수의 정의

본 연구의 주요 변수인 정관변경을 통한 경영권 방어수단의 존재 여부를 확인하기 위해서, 금융감독

원의 전자공시시스템에서 상장기업의 사업보고서 첨부파일에 나타난 해당 기업의 정관 내용을 모두 각각 확인하였다. 유가증권시장의 경우 상장된 기업의 사업보고서는 회계연도 1998년부터 제공되고 있으며, 코스닥 시장은 회계연도 2000년부터 제공되고 있다. 또한, 외국인 투자자의 일반 법인에 대한 주식투자한도가 완전히 폐지된 시점은 1998년 5월이다. 따라서, 본 연구의 분석기간은 모든 자료수집이 가능한 2000년부터 2010년까지 유가증권 시장 및 코스닥 시장에 상장된 기업을 대상으로 분석하였다. 금융업은 제외하였으며, 본 연구의 분석에 필요한 변수들에 대한 자료가 없는 경우는 제외하였으며, 재무변수의 극단치 상하 1%를 제거하였다.

분석 표본은 기업-연도별 자료로 유가증권시장 4,906개, 코스닥시장 4,865개, 총 9,771개 데이터를 기본으로 분석하였다. 본 연구에 사용된 자료는 한국신용평가정보의 Kis-value와 한국상장회사협의회 TS2000을 이용하여 자료를 수집하여 분석하였다. <표 1>에 본 연구에 사용된 분석 표본을 시장별, 연도별로 정리하였다.

본 연구의 종속변수는 자기주식 매입금액을 주식의 시장가치로 나눈 자기주식 매입비율을 계산하였다(Dittmar(2000), 이익규, 이한수(2006)). 자기주식 매입 금액은 현금흐름표 상의 계정과목을 사용하였다. 자기주식 매입 비율이 0 보다 크면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수를 사용하였다.<sup>9)</sup>

$$\begin{aligned} & \text{자기주식 매입 비율(SR\_ratio)} \\ & = \frac{\text{자기주식 매입금액}}{\text{자기주식 취득매입 이전 연도말 시가총액}} \end{aligned}$$

9) 경영권 방어수단이 현금배당과 지불정책(현금배당+자기주식 취득)에 영향을 주는지를 살펴보고 위하여 종속변수로 배당변수(배당유무, 배당수익률), 지불변수를 추가적으로 사용하였다.

〈표 1〉 분석표본의 연도별 분포

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	계
유가증권	자기주식취득	124	95	94	132	112	71	98	112	155	105	94	1,192
	미취득	217	285	298	295	339	371	379	372	358	396	404	3,714
	초다수결의	11	9	10	10	11	12	14	15	18	21	28	159
	황금낙하산	-	-	-	-	-	1	1	2	3	5	7	19
코스닥	자기주식취득	-	45	91	129	145	85	134	146	215	153	140	1,283
	미취득	-	138	191	262	329	381	380	413	387	527	574	3,582
	초다수결의	-	4	8	4	5	8	12	21	39	59	74	234
	황금낙하산	-	-	-	-	-	-	2	13	32	47	64	158

본 연구의 주요한 설명변수인 경영권 방어수단 존재 여부는 두 가지 더미 변수를 사용하였다. 초다수결의제가 존재하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 초다수결의제 더미 변수(Super\_Dum), 황금낙하산이 존재하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 황금낙하산 더미변수(Golden\_Dum)를 사용하였다. 우리나라 기업들이 정관변경을 통한 경영권 방어수단 중에서 많이 보유하고 있는 수단이 초다수결의제와 황금낙하산이기 때문이다.<sup>10)</sup> 이러한 경영권 방어수단을 보유하고 있는 기업은 경영자의 참호를 구축하게 되어, 자기주식 취득이 감소할 것으로 기대된다.

매수합병가설에 의하면 내부소유자 지분이 낮을수록 적대적 M&A 대상 기업이 될 가능성이 높기 때문에 내부소유자 지분이 낮을수록 자기주식 취득이

증가할 것이다. 내부소유자 지분의 대응변수로 대주주 지분을 사용하였다.<sup>11)</sup> 대주주 지분과 자기주식 취득과는 부(-)의 관계가 기대된다.

최근 국내 주식시장에 외국인의 투자 비중이 증가함에 따라 외국인에 의한 적대적 M&A의 가능성이 제기되고 있다. 이러한 적대적 M&A의 방어수단으로 자기주식 취득이 증가하고 있다고 보고 있다. 외국인 투자자의 대응변수는 연도 말 외국인 지분을 사용하였다. 외국인 지분과 자기주식 취득변수는 정(+ )의 관계가 기대된다.<sup>12)</sup>

자기주식 취득의 저평가가설은 정보비대칭이 큰 기업일수록 자기주식 취득을 실시한다는 것으로, 정보비대칭의 대응변수로 선행연구에서 주로 기업규모를 사용하고 있다.<sup>13)</sup> 기업규모는 총자산의 크기에

10) 이철수 외 3인(2011)에 의하면 시차임기제를 도입한 기업은 20여개 정도인 것으로 조사하고 있어서 표본수가 상대적으로 적어, 본 연구에서도 시차임기제를 고려하지 않았다. 신주의 제3자 배정, 집중투표제, 이사 수의 상한선 설정 및 자격제한 등은 정관변경을 통한 경영권 방어수단의 상대적 중요성 및 현실적 어려움을 반영하여 포함하고 있지 않다. 제 3자에 대한 신주배정은 현행 상법 상 그 목적의 제한 등을 통하여 엄격하게 규제하고 있어 경영권 분쟁 시에 사용할 수 있는 방어책으로는 인정되지 않고 있으며, 집중투표제는 도입하고 있는 기업의 수가 매우 적다. 이사 수의 상한선 설정 및 자격 제한은 기업들의 이사 수 상한선이 3명부터 40명으로 매우 다양하여, 실질적인 경영권 방어수단을 위한 이사수의 제한이 몇 명인지를 설정하는데 어려움이 있다.

11) 설원식과 김수정(2005)은 대주주 지분과 자기주식 취득과는 정(+ )의 관계로, 이는 대주주 지분이 저평가(신호)가설을 설명하는 변수로 보고 있다.

12) 김영환 외 2인(2009)에 의하면 외국인 투자자는 과도한 배당에 영향을 주고 있지 않아, 자기주식 취득에도 영향을 미치지 않을 수 있다.

13) Billet and Xue(2007)에 의하면 기업규모가 작을수록 적대적 M&A의 대상 기업이 될 가능성이 높아지므로 경영권 방어수단으로 자기주식을 취득한다고 보고 있다.

자연대수를 취한 값이다. 기업규모와 자기주식 취득과는 부(-)의 관계가 기대된다.

자기주식 취득의 여유현금흐름가설은 여유현금이 많은 기업일수록 경영자와 주주간의 대리인 문제로 인한 대리인 비용이 증가하므로, 이러한 대리인 비용을 줄이기 위하여 자기주식을 취득한다는 것이다. 여유현금의 대용변수로 현금흐름비율을 사용하였다. 현금흐름비율은 (영업활동으로 인한 현금흐름)/총자산으로 사용하였다. 현금흐름비율과 자기주식 취득과는 정(+)의 관계가 기대된다. 또한, 이러한 여유현금은 기업의 투자기회가 적을수록, 수익성이 좋을수록 많아질 것이다. 기업의 투자기회의 대용변수로 시장가치 대비 장부가치 변수를 사용하였다. 시장가치 대비 장부가치는(시가총액+장부상 부채가치)/장부상 총자산으로 계산하였다. 자기주식취득과는 부(-)의 관계가 기대된다. 수익성의 대용변수는 총자산수익률(당기순이익/총자산)을 사용하였다. 총자산수익률과 자기주식 취득과는 정(+)의 관계가 기대된다.

레버리지가설에 의하면 기업의 레버리지가 목표 레버리지보다 낮은 경우에, 차입을 통한 자기주식 취득을 실시함으로써 레버리지 비율을 조정한다는 것이다. 레버리지의 대용변수로 부채비율을 사용하였다. 부채비율은 부채/자기자본으로 계산하였다. 부채비율과 자기주식 취득과는 부(-)의 관계를 보일 것으로 기대된다.<sup>14)</sup>

현금배당대체가설에 의하면 기업이 주주에게 부를 지불하기 위한 수단으로 현금배당보다 자기주식을 선호한다는 것인데, 이는 자기주식 취득 이후 주가 상승에 대한 자본이득세가 현금배당의 배당소득세보

다 낮다는 것이다. 또한, 자기주식 취득은 배당에 비하여 재무적 유연성을 가지고 있기 때문이다. 현금배당의 대용변수로 배당성향(현금배당/당기순이익)을 사용하였다. 배당성향과 자기주식 취득과는 부(-)의 관계가 기대된다.<sup>15)</sup>

Jagannathan, et al.(2000)의 재무유연성 가설에 의하면 자기주식은 배당에 비하여 일시적인 지불정책이므로 일시적인 현금흐름과 정(+)의 관계를 보인다고 하였다. 일시적 현금흐름의 대용변수로 영업외이익 변수를 사용하였다. 영업외이익/총자산으로 계산하였다. 영업외이익변수와 자기주식 취득과는 정(+)의 관계가 기대된다. 또한 변동성의 증가는 기업의 지불정책에 부정적인 영향을 미치지만, 이러한 변동성의 증가는 배당보다는 자기주식을 취득한다는 것이다. 변동성의 대용변수로 베타계수를 사용하였다.

대규모 기업집단과 독립기업을 구분하기 위하여 대규모 기업집단 터미를 사용하였다. 대규모 기업집단에 소속된 기업이면 1의 값을, 그렇지 않으면 0의 값을 부여하였다. 분석에 사용된 변수 및 변수설명을 <표 2>에 정리하였다.

### 3.3 방법론

종속변수가 이항변수인 경우 다음과 같은 패널 회귀모형을 가정할 수 있다.

$$y_{it} = \begin{cases} 1, & y_{it}^* > 0 \text{인 경우} \\ 0, & y_{it}^* \leq 0 \text{인 경우} \end{cases}$$

$$y_{it}^* = \alpha + \beta x_{it} + u_i + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

14) Billet and Xue(2007)에 의하면 부채비율이 낮을수록 적대적 M&A 대상 기업이 될 가능성이 높아진다고 보고 있으며, Chakraborty(2008)은 부채비율이 높을수록 경영권 방어수단을 도입할 가능성이 높다고 하였다.

15) Billet and Xue(2007)등의 연구에 의하면 배당성향은 자기주식 취득과 정(+)의 관계를 보이는데, 이는, 여유현금흐름가설에 의한 여유현금을 줄이기 위해서는 배당 및 자기주식 취득을 증가시킨다는 것이다.

〈표 2〉 변수명과 계산방법

구분	변수명	계산방법	기대부호
종속변수	자기주식 매입비율	자기주식매입금액/직전연도말 시가총액	
	자기주식 취득더미	자기주식 취득이면 1, 그렇지 않으면 0	
	배당수익률 배당 더미	현금배당금/직전연도말 시가총액 현금배당이 있으면 1, 그렇지 않으면 0	
	(배당+자기주식)수익률 (배당+자기주식)더미	(자기주식매입금액+현금배당금)/시가총액 (배당+자기주식) 있으면 1, 그렇지 않으면 0	
설명변수	경영권 방어수단 더미	초다수결의제 보유 1, 그렇지 않으면 0 황금낙하산 보유 1, 그렇지 않으면 0	(-)
	대주주 지분	대주주 및 특수관계인의 지분	(-)
	외국인 지분	외국인 지분	(+)
	기업규모	log(총자산)	(-)
	현금흐름	영업활동으로 인한 현금흐름 /총자산	(+)
	시장가치 대장부가치	(시가총액+부채)/총자산	(-)
	산업조정수익성	(당기순이익/총자산)-산업평균총자산수익률	(+)
	산업조정부채비율	(총부채 / 자기자본)-산업평균부채비율	(-)
	배당성향	현금배당/당기순이익	(-)
	영업외이익	영업외이익/총자산	(+)
	위험	베타계수	(?)
	대규모기업 집단 더미	대규모기업 집단이면 1, 그렇지 않으면 0	(?)

\* 설명변수는 직전 연도 말 자료임.

식 (1)에서 오차항  $\epsilon_{i,t}$ 가 로지스틱 분포를 따른다고 가정하면 패널 로짓 모형이 된다.  $u_i$ 는 시간에 따라 변하지 않고 자기주식 취득에 영향을 미치는 관찰되지 않은 기업고유의 특성을 나타낸다.  $u_i$ 가 고정된 계수로 간주되면 고정효과모형(fixed effect model)이 되며, 반면  $u_i$ 가 임의적인(random) 확률변수로 간주되면 확률효과모형(random effect model)이 된다.<sup>16)</sup> 확률효과모형에서는  $u_i \sim N(0, \sigma_u^2)$ 는 정규분포로 가정하고  $\epsilon_{i,t}$ 는 로지스틱 분포를 가정한다. 이렇게 정규분포와 로지스틱 분포를 가정하

고 최우추정법을 이용한다. 만약  $\sigma_u^2 = 0$ 이면 로짓 모형과 패널 로짓 모형의 분석결과에 차이가 없으나,  $\sigma_u^2 \neq 0$ 이면 패널의 개체특성을 고려해야 패널 로짓 분석을 실시하여야 한다는 것이다. 패널의 개체 특성을 나타내는 오차항  $u_i$ 를 고정효과로 간주하는 경우, 각 패널 그룹별 더미변수를 추가하여 합동 로짓 모형을 추정하는 방법을 사용할 수 있다.

본 연구에서는 패널효과를 고려하지 않은 로짓 분석과 패널효과를 고려하여 확률효과 로짓 분석, 고정효과 로짓 분석한 결과를 제시한다. 또한, 자기주

16)  $u_i$ 가 확률효과인지 고정효과인지를 검정하는 통계량으로 Hausman(1978) 검정을 실행할 수 있다.

식 매입비율을 종속변수로 하여 패널효과를 고려하지 않은 횡단면 회귀분석, 패널효과를 고려하여 확률효과 회귀 분석, 고정효과 회귀 분석의 결과를 제시하였다.

## IV. 실증분석 및 결과

### 4.1 기초통계량

〈표 3〉은 2000년부터 2010년 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 자기주식을 취득한 기업과 자기주식을 취득하지 않은 기업에 대한 기본통계량을 제시하고 있다. 유가증권시장에서는 초다수결의제를 보유하지 않은 기업일수록 자기주식을 취득하는 기업이 상대적으로 더 많다. 코스닥시장에서는 초다수결의제를 도입하지 않은 기업일수록, 황금낙하산을 도입하지 않은 기업일수록 자기주식을 취득하는 기업이 더 많음을 보이고 있다.

그리고, 유가증권시장이나 코스닥시장 모두 대주주 지분이 낮을수록, 외국인 지분이 높을수록, 기업규모가 클수록, 여유현금흐름이 많을수록, 투자기회가 많을수록, 수익성이 높을수록, 부채비율이 낮을수록, 배당을 많이 지급할수록 자기주식을 상대적으로 더 취득하는 것으로 나타나고 있다. 마지막으로, 코스닥시장은 대규모기업집단에 속하지 않은 기업일수록 자기주식 취득을 상대적으로 더 많이 하고 있다.

경영권 방어수단이 존재하는 기업들은(유가증권시장에서는 초다수결의제가 존재하는 경우, 코스닥시장에서는 초다수결의제나 황금낙하산이 존재하는 경

우) 자기주식 취득에 상대적으로 더 소극적임을 보이고 있다. 이는, 경영권 방어수단이 경영자의 참호를 구축할 유인이 있음을 보이고 있다고 할 수 있을 것이다. 그리고, 대주주 지분이 낮을수록, 외국인 지분이 높을수록 그렇지 않은 기업에 비하여 자기주식 취득을 상대적으로 더 하는 것으로 나타나고 있어, 자기주식 취득이 경영권 방어수단으로 사용될 수 있음을 보이고 있다.

기업규모가 작을수록 적대적 M&A의 대상 기업이 될 가능성이 높기 때문에 기업규모가 작을수록 자기주식을 취득할 것으로 예상하였으나, 기업규모가 클수록 자기주식 취득을 상대적으로 더 많이 하는 것으로 나타나고 있다. 또한, 저평가가설에 의하면 기업규모가 작을수록 자기주식을 취득한다고 하였으나, 반대의 결과를 보이고 있어, 저평가가설을 지지하지 못하는 결과를 보이고 있다고 할 수 있다.<sup>17)</sup>

투자기회가 적은 기업일수록 자기주식을 취득할 것으로 예상하였으나, 성장성이 큰 기업일수록 자기주식을 상대적으로 더 많이 실시하고 있는 것으로 나타나고 있다. 이는, 기업규모가 큰 기업이 자기주식을 취득하고 있고, 기업규모가 큰 기업일수록 외부자금을 조달하기에 용이하며, 성장성은 높지만 마땅한 투자처가 없어, 자금의 내부유보보다는 자기주식을 통한 여유현금을 줄이고 있다고 해석할 수도 있을 것이다.

일시적 현금흐름의 대용변수인 영업외수익은 자기주식을 취득하지 않은 기업과 자기주식을 취득한 기업과 통계적으로 유의한 차이를 보이고 있지 않아서, 자기주식 취득의 재무유연성 가설은 우리나라에 적용되지 않을 수 있음을 보이고 있다. 또한, 자기주식 취득 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 상대적

17) 우리나라의 자기주식 취득 공시효과를 분석한 결과에서는 저평가가설이 지지되고 있다는 다수의 결과들이 존재한다(설원식과 김수정(2005), 정성창과 김영환(2007) 등).

〈표 3〉 기초통계량: 자기주식 취득 유무에 따른 기업 비교

	유가증권시장			코스닥시장		
	비취득 (n=3,677)	취득 (n=1,180)	차이 검정	비취득 (n=3,572)	취득 (n=1,279)	차이 검정
초다수결의제 더미	0.035	0.024	1.98**	0.053	0.034	2.97***
황금낙하산 더미	0.004	0.002	0.99	0.037	0.020	3.29***
대주주 지분	40.49	37.70	5.53***	41.48	40.14	2.61***
외국인 지분	7.71	10.09	-5.66***	3.41	4.80	-4.86***
기업규모	26.20	26.41	-4.71***	24.71	24.76	-2.06**
여유현금흐름	0.049	0.068	-6.88***	0.038	0.063	-7.44***
시장가치/장부가치	0.89	1.01	-7.24***	1.11	1.19	-4.26***
산업조정총자산수익률	-0.84	1.23	-6.52***	0.75	5.45	-10.50***
산업조정부채비율	2.941	-18.91	4.11***	8.06	-11.65	4.30***
배당성향	18.14	22.30	-5.84***	12.86	17.21	-6.63***
영업외수익	0.048	0.049	-0.75	0.044	0.042	1.51
베타	0.747	0.756	-0.80	0.752	0.776	-1.52
대규모기업집단 더미	0.240	0.239	0.08	0.056	0.044	1.65*

주) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

으로 배당성향이 더 높은 것으로 나타나고 있어, 우리나라에서 현금배당대체가설이 적용되지 않을 수 있음을 보이고 있다고 할 수 있을 것이다.

〈표 4〉와 〈표 5〉는 정관의 경영권 방어수단 유무를 기준으로 추가 분석을 실시한 것이다. 〈표 4〉는 초다수결의제가 존재하는 기업과 존재하지 않는 기업의 특성을 비교하였으며, 〈표 5〉는 황금낙하산이 존재하는 기업과 존재하지 않는 기업의 특성을 비교하였다.

〈표 4〉의 초다수결의제 유무에 대한 분석결과를 살펴보면, 자기주식 취득 더미변수가 유가증권시장이나 코스닥시장 모두에서 통계적으로 유의한 정(+ )의 값을 가지고 있어, 자기주식 취득을 하지 않은 기업일수록 초다수결의제를 보유함을 보이고 있다. 유가증권시장에서는 대주주 지분이 낮고, 산업

조정총자산수익률이 낮고, 위험이 클수록, 대규모 기업 집단에 소속된 기업일수록 초다수결의제를 보유하고 있다. 코스닥시장에서는 대주주 지분이 낮고, 산업조정총자산수익률이 낮고, 배당성향이 낮고, 대규모기업집단에 소속된 기업이 아니며, 성장 기회는 클수록, 이익의 변동성이 클수록, 위험이 클수록 초다수결의제가 존재하고 있다.

〈표 5〉의 황금낙하산 유무에 대한 기업 특성의 분석결과, 자기주식 취득 더미는 〈표 4〉의 결과와 상이하게 코스닥시장에서만 통계적으로 유의한 정(+ )의 값을 보이고 있다. 코스닥시장에 상장된 기업들은 자기주식 취득을 하지 않을수록 황금낙하산을 보유하고 있음을 보이고 있다. 유가증권시장에서는 대주주 지분이 낮을수록, 외국인 지분이 낮을수록, 기업규모가 작을수록, 여유현금흐름이 적을수

〈표 4〉 기초통계량: 초다수결의제 유무에 따른 기업 비교

	유가증권시장			코스닥시장		
	무기업 (n=4,668)	유기업 (n=159)	차이 검정	무기업 (n=4,480)	유기업 (n=230)	차이 검정
자기주식취득 더미	0.24	0.18	2.00**	0.26	0.18	3.01***
대주주 지분	40.02	33.74	5.12***	41.76	28.75	11.66***
외국인 지분	8.33	6.87	1.38	3.82	2.91	2.14**
기업규모	26.24	26.38	-1.26	24.72	24.73	-0.23
여유현금흐름	0.054	0.044	1.49	0.046	0.021	3.38***
시장가치/장부가치	0.921	0.960	-1.21	1.12	1.25	-3.00***
산업조정총자산수익률	-0.289	-1.763	1.75*	2.28	-3.66	4.80***
산업조정부채비율	-2.48	1.81	-0.43	2.08	18.12	-1.89*
배당성향	19.16	19.02	0.07	14.39	6.59	7.66***
영업외수익	0.048	0.055	-1.63	0.043	0.053	-3.17***
베타	0.747	0.834	-3.24***	0.748	0.957	-6.58***
대규모기업집단 더미	0.236	0.339	-2.70***	0.05	0.004	9.40***

주) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

〈표 5〉 기초통계량: 황금낙하산 유무에 따른 기업 비교

	유가증권시장			코스닥시장		
	무기업 (n=4808)	유기업 (n=19)	차이 검정	무기업 (n=4,553)	유기업 (n=157)	차이 검정
자기주식취득 더미	0.24	0.15	0.99	0.26	0.16	3.38***
대주주 지분	39.86	27.78	3.58***	41.70	24.32	17.30***
외국인 지분	8.31	1.31	12.83***	3.83	2.22	3.59***
기업규모	26.25	25.64	2.61**	24.72	24.75	-0.43
여유현금흐름	0.054	-0.032	4.76***	0.046	0.005	4.87***
시장가치/장부가치	0.922	0.996	-0.56	1.132	1.243	-2.21**
산업조정총자산수익률	-0.29	-10.73	3.54***	2.15	-2.77	3.28***
산업조정부채비율	-2.39	9.45	-0.74	2.59	10.50	-1.01
배당성향	19.19	8.61	2.01*	14.34	4.11	12.47***
영업외수익	0.048	0.044	0.32	0.043	0.056	-3.06***
베타	0.749	0.857	-1.23	0.750	1.026	-9.38***
대규모기업집단 더미	0.239	0.315	-0.69	0.054	0.0	16.49***

주) \*, \*\*, \*\*\*은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

록, 배당성향이 작을수록 황금낙하산을 보유하고 있는 것으로 나타났다. 코스닥시장에서는 대주주 지분이 낮고, 산업조정총자산수익률이 낮고, 배당성향이 낮고, 대규모기업집단에 소속된 기업이 아니며, 성장기회는 클수록, 이익의 변동성이 클수록, 위험이 클수록 황금낙하산이 존재함을 보이고 있다.

〈표 4〉, 〈표 5〉의 분석결과를 종합하면, 유가증권시장에 상장된 기업들은 경영권 방어수단 유무에 있어 기업특성의 차이가 없으나, 코스닥시장에 상장된 기업들은 기업특성에 있어 큰 차이가 있는 것으로 나타났다. 유가증권시장에서는 대규모기업집단에 소속한 기업일수록 초다수결의제를 보유하고 있었으며, 코스닥시장에서는 대규모기업집단에 소속하지 않은 기업일수록 정관변경을 통한 경영권 방어수단을 보유하고 있음을 나타내고 있다. 반면에, 유가증권시장에 상장된 기업이나, 코스닥시장에 상장된 기업이나 대주주 지분이 낮을수록 모두 경영권 방어수단을 보유하고 있다.

또한 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 존재하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 기업의 성장기회는 높지만, 기업의 재무적 특성이 양호하지 않음을 보이고 있다. 반면에, 〈표 3〉에서 자기주식 취득을 실시하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 재무적 특성이 상대적으로 양호한 기업이 실시하고 있다. 이는, 경영권 방어수단으로써 자기주식 취득을 하기 어려운 기업일수록 정관변경을 통한 경영권 방어수단을 상대적으로 보유하게 되고, 자기주식취득을 하지 않게 된다고 할 수 있을 것이다.

〈표 6〉은 본 연구에서 사용된 변수들의 피어슨 상관분석 결과를 제시하고 있다. 종속변수인 자기주식

취득 더미와 자기주식 매입비율이 0.62의 상관관계를 보이고 있으며, 기업규모와 대규모기업집단 더미는 0.58의 상관관계를 보이고 있다.<sup>18)</sup> 자기주식 취득변수와 대주주 지분과는 부(-)의 관계, 외국인 지분과 정(+)의 관계를 보이고 있어, 자기주식 취득이 경영권 방어수단으로써 사용될 수 있음을 보이고 있다고 할 수 있을 것이다. 반면에, 정관변경을 통한 경영권 방어수단은 대주주 지분과 외국인 지분에 부(-)의 관계를 보이고 있다.

#### 4.2 로짓 분석 및 회귀분석 결과

〈표 7〉과 〈표 8〉은 자기주식 취득을 실시하였으면 1, 그렇지 않았으면 0의 값을 부여한 더미변수를 종속변수로 하여 로짓 분석을 실시하였다. 〈표 7〉은 초다수결의제 더미변수를 설명변수로, 〈표 8〉은 황금낙하산 더미변수를 설명변수로 분석하였다. 모형 1, 모형 2, 모형 3은 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로, 모형 4, 모형 5, 모형 6은 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. 모형 1과 모형 4는 패널효과를 고려하지 않은 로짓분석의 결과이며, 모형 2와 모형 5는 패널효과를 확률효과로 가정하고 분석한 결과이며, 모형 3과 모형 6은 패널효과를 고정효과로 가정하고 분석한 결과를 제시하고 있다.

〈표 7〉의 분석결과에서, 초다수결의제 더미 변수는 모형 6을 제외한 모형에서 자기주식 취득에 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 보이고 있어, 유가증권시장에 상장된 기업이나, 코스닥시장에 상장된 기업의 자기주식 취득 결정에 부정적 영향을 주고 있다.

18) 패널효과를 고려하지 않은 분석은 독립변수간의 상관관계가 높은 경우 다중공선성의 문제가 발생할 수 있는데, 다중회귀분석의 분산팽창계수(VIF)값의 최대값이 3을 넘지 않아, 다중공선성의 문제가 심각하지 않음을 확인하였다.

〈표 6〉 변수별 상관관계표

	Y1	Y2	X1	X2	X3	X4	X5	X6	X7	X8	X9	X10	X11	X12	X13
자기주식 취득더미	1														
자기주식 매입비율	0.62**	1													
초다수결의더미	-0.03**	-0.03*	1												
황금낙하산더미	-0.03**	-0.03**	0.24**	1											
대주주 지분	-0.05**	-0.05**	-0.12**	-0.13**	1										
외국인 지분	0.07**	0.01**	-0.03**	-0.05**	-0.08**	1									
기업 규모	0.03**	0.003	-0.01	-0.07**	-0.02*	0.45**	1								
여유현금흐름	0.1**	0.08**	-0.04**	-0.07**	0.1**	0.16**	0.11**	1							
시장가치/장부가치	0.09**	-0.01	0.04**	0.05**	-0.17**	0.17**	-0.08**	0.05**	1						
조정총자산수익률	0.12**	0.11**	-0.06**	-0.05**	0.14**	0.06**	0.01	0.28**	-0.004	1					
조정부채비율	-0.06**	-0.06**	0.02	0.01	-0.06**	-0.02	0.06**	-0.09**	0.11**	-0.27**	1				
배당성향	0.09**	0.09**	-0.05**	-0.08**	0.14**	0.07**	0.09**	0.16**	-0.1**	0.24**	-0.17**	1			
영업외수익	-0.01	-0.005	0.04**	0.03**	-0.06**	0.01	0.09**	-0.05**	0.01	0.05**	0.04**	-0.12**	1		
베타	0.02	-0.01	0.08**	0.08**	-0.21**	0.05**	0.19**	-0.05**	0.22**	-0.08**	0.07**	-0.09**	0.09**	1	
대규모기업집단	-0.01	-0.005	-0.004	-0.04**	0.03**	0.26**	0.59**	0.08**	0.06**	-0.01	0.04**	0.04**	0.06**	0.13**	1

주) \*, \*\*, 각각 유의수준5%, 1%에서 유의함을 나타냄.

반면에, <표 8>의 분석결과에서 황금낙하산 더미 변수는 유가증권시장에서는 통계적으로 유의한 영향을 주지 않으나, 코스닥시장에서는 자기주식 취득에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다.<sup>19)</sup> 유가증권시장에 상장된 기업보다는 코스닥시장에 상장된 기업일수록, 정관변경을 통한 경영권 방어수단의 존재가 자기주식 취득에 부(-)의 영향을 주고 있음을 보이고 있다. 이러한 결과는 경영권 방어수단과 자기주식 취득이 상호 대체적인 기능을 갖고 있다고 볼 수 있으며, 또한, 경영자의 참호구축가설을 지지하는 결과라고 볼 수 있다. 즉, 경영권 방어수단의 존재는 내부소유자의 참호를 구축하여, 주주의 부를 증가시키는 자기주식 취득을 하지 않고, 여유현금을 내부 유보하여 사적 이익을 추구할 가능성이 있음을 보이고 있다고 할 수 있을 것이다.

경영권 방어수단 더미변수를 제외한 나머지 변수들은 <표 7>의 결과와 <표 8>의 결과에 있어, 변수의 통계적 유의성이 크게 다르지 않는 결과를 보이고 있다. 따라서, <표 7>과 <표 8>의 결과를 따로 설명하지 않고, 분석결과를 요약해서 설명하고자 한다. 대주주 지분은 모형 6을 제외한 모든 모형에서 자기주식 취득 여부에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있는 것으로 나타나고 있다. 이것은 대주주 지분이 낮을수록 경영권 방어수단으로써 자기주식을 취득한다는 매수합병가설을 지지하고 있는 결과라 할 수 있을 것이다.<sup>20)</sup> 반면에 외국인 지분은

유가증권 시장에서는 자기주식 취득에 통계적 유의성을 보이고 있지 않고 있어, 외국인 투자자가 기업의 자기주식취득에 유의한 영향을 주지 않음을 보이고 있다고 할 수 있으나, 코스닥 시장에서는 외국인 지분이 유의한 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 또한, 기업규모가 작을수록 적대적 M&A의 대상 기업이 될 가능성이 높기 때문에 기업규모와 자기주식 취득과는 부(-)의 관계를 보일 것으로 기대하였으나, 유가증권 시장에 상장된 기업은 기업규모와 정(+)의 관계를 보이고 있음에 반하여 코스닥 시장에 상장된 기업은 기업규모와 서로 상반된 결과를 제시하고 있다.<sup>21)</sup> 또한, 대규모 기업 집단에 소속한 기업일수록 자기주식 취득을 하지 않은 것으로 분석되었다.

따라서, 우리나라에서 경영권 방어수단의 목적으로 자기주식을 취득한다는 것은 외국인 투자자의 적대적 M&A 위협에 대한 경영권 방어수단이기 보다는 기업규모가 큰 기업의 지분이 낮은 대주주가 자신의 지배권 강화를 위하여 자기주식 취득을 할 수 있음을 보이고 있다고 할 수 있을 것이다.<sup>22)</sup>

여유현금흐름가설에 의하면 여유현금이 많을수록, 수익성이 높을수록, 성장성이 낮을수록 여유현금을 줄이기 위한 수단으로 자기주식을 취득한다고 하였다. 분석결과, 여유현금흐름은 모형 6을 제외하고 나머지 모형에서 자기주식 취득에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 주고 있고, 산업조정 총자산수익률은 모든 모형에서 유의한 정(+)의 값을 보이고

19) 유가증권시장의 경우 분석 표본 중에서 황금낙하산이 존재하는 기업의 표본수가 19개 밖에 되지 않음으로 분석결과를 해석하는데 있어 주의를 기울일 필요가 있다.

20) 신민식과 김수은(2010)은 대주주 지분과 자기주식 취득과의 부(-)의 관계를 대주주의 이익침해가설로 설명하고 있다.

21) 기업규모가 정보비대칭의 대용변수로 사용되므로 저평가가설을 지지하지 않은 결과를 제시하고 있다. 다수의 자기주식 취득 공시효과를 분석한 연구에서는 저평가가설이 지지되는 결과를 제시하고 있다(설원식과 김수정(2005), 김영환과 정성창(2008)).

22) 김효진과 윤순석(2010)에 의하면, 소유지배퍼리도가 큰 대규모 기업집단 소속 기업일수록 배당보다는 자기주식 취득을 많이 하며, 이는 자기주식 취득이 지배주주의 기회주의적 행위의 수단으로 활용될 수 있음을 보이고 있다.

〈표 7〉 초다수 결의제와 자기주식취득: 로짓분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-7.118*** (1.035)	-6.795*** (1.679)		-4.289*** (1.222)	-1.129 (1.679)	
초다수결의 더미	-0.421* (0.221)	-0.649* (0.334)	-0.841* (0.482)	-0.336* (0.18)	-0.532** (0.225)	-0.425 (0.299)
베타	-0.276** (0.126)	-0.196 (0.151)	-0.174 (0.165)	-0.029 (0.107)	0.091 (0.088)	0.157 (0.096)
여유현금흐름	1.649*** (0.481)	1.802*** (0.569)	1.369** (0.605)	1.476*** (0.353)	1.176*** (0.417)	0.451 (0.465)
배당성향	0.008*** (0.002)	0.007*** (0.002)	0.005** (0.002)	0.007*** (0.002)	0.009*** (0.002)	0.008*** (0.002)
산업조정 부채비율	-0.001** (0.0003)	-0.001* (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.044** (0.0002)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
외국인 지분	0.003 (0.003)	0.000 (0.005)	-0.002 (0.006)	0.01** (0.004)	0.012** (0.006)	0.004 (0.008)
시장가치/장부가치	0.607*** (0.092)	0.609*** (0.118)	0.546*** (0.144)	0.196*** (0.064)	0.273*** (0.077)	0.376*** (0.093)
대주주 지분	-0.011*** (0.002)	-0.016*** (0.004)	-0.018*** (0.005)	-0.011*** (0.002)	-0.009*** (0.003)	0.001 (0.005)
산업조정 총자산수익률	0.009* (0.005)	0.020*** (0.006)	0.024*** (0.007)	0.021*** (0.003)	0.021*** (0.003)	0.014*** (0.004)
기업규모	0.209*** (0.039)	0.208*** (0.065)	0.030 (0.134)	0.119** (0.049)	-0.011 (0.069)	-0.350*** (0.112)
영업외수익	1.156 (0.857)	-0.267 (1.083)	-1.771 (1.205)	-0.761 (0.876)	-3.018*** (1.062)	-3.889*** (1.228)
대규모기업 집단 더미	-0.552*** (0.112)	-0.492** (0.199)		-0.407** (0.169)	-0.339 (0.270)	
표본수	4,857	4,784	3,377	4,851	4,830	3,307
Log likelihood	-5,288.4	-2,378.1	-1,346.1	-5,579.5	-2,571.8	-1,296.6
LR통계량	274.4***		73.1***	301.9***		93.1***
Wald통계량		122.5***			140.6***	
$\log(\sigma_u^2)$		0.379***			0.127	
Hausman 검정			25.9***			63.0***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄. 유가증권시장은  $\log(\sigma_u^2)$  값이 유의한 값을 보이고 있어, 패널 로짓분석의 타당함을 보이고 있으며, Hausman 검정은 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직하다고 판단할 수 있음. 코스닥시장은  $\log(\sigma_u^2)$  값이 유의한 값을 보이고 있지 않아, 패널 로짓분석의 타당함을 보이고 있지 못하고 있음.

〈표 8〉 황금낙하산과 자기주식취득: 로짓분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-7.17*** (1.036)	-6.837*** (1.680)		-4.248*** (1.223)	-1.161 (1.680)	
황금낙하산 더미	0.006 (0.646)	0.196 (0.809)	1.562 (1.230)	-0.492** (0.229)	-0.815*** (0.273)	-0.939*** (0.357)
베타	-0.28** (0.126)	-0.204 (0.150)	-0.193 (0.165)	-0.028 (0.107)	0.098 (0.088)	0.166* (0.096)
여유현금흐름	1.645*** (0.481)	1.818*** (0.569)	1.394** (0.604)	1.455*** (0.353)	1.164*** (0.417)	0.463 (0.465)
배당성향	0.008*** (0.002)	0.007*** (0.002)	0.004** (0.002)	0.007*** (0.002)	0.009*** (0.002)	0.008*** (0.002)
산업조정 부채비율	-0.044** (0.0003)	-0.001* (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.044** (0.002)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
외국인 지분	0.003 (0.003)	0.000 (0.005)	-0.001 (0.006)	0.01** (0.004)	0.011* (0.006)	0.003 (0.008)
시장가치/ 장부가치	0.607*** (0.092)	0.608*** (0.118)	0.547*** (0.144)	0.193*** (0.064)	0.269*** (0.077)	0.369*** (0.093)
대주주 지분	-0.011*** (0.002)	-0.015*** (0.004)	-0.017*** (0.005)	-0.011*** (0.002)	-0.009*** (0.003)	0.001 (0.005)
산업조정 총자산수익률	0.009* (0.005)	0.020*** (0.006)	0.024*** (0.007)	0.021*** (0.003)	0.021*** (0.003)	0.014*** (0.004)
기업규모	0.21*** (0.039)	0.208*** (0.065)	0.017 (0.134)	0.118** (0.049)	-0.009 (0.069)	-0.330*** (0.112)
영업외수익	1.126 (0.856)	-0.310 (1.082)	-1.769 (1.205)	-0.787 (0.877)	-3.035*** (1.064)	-3.936*** (1.230)
대규모기업 집단 더미	-0.563*** (0.112)	-0.512*** (0.199)		-0.403** (0.169)	-0.340 (0.271)	
표본수	4,857	4,784	3,377	4,851	4,830	3,307
Log likelihood	-5,288.4	-2,380.1	-1,346.9	-5,579.5	-2,569.9	-1,293.8
LR통계량	270.5***		71.6***	303.3***		98.5***
Wald통계량		119.1***			143.4***	
$\log(\sigma_u^2)$		0.379***			0.135	
Hausman검정			27.0***			62.9***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.  $\log(\sigma_u^2)$  값이 유의한 값을 보이고 있어, 패널 로짓분석의 타당함을 보이고 있으며, Hausman 검정은 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직하다고 판단할 수 있음.

있어서, 여유현금흐름가설을 지지하는 결과를 보여 주고 있다. 다만, 시장가치 대비 장부가치는 기대했던 부호와 반대로 통계적으로 유의한 정(+ )의 값을 보이고 있다. 이는 수익성이 높고, 성장성이 높은 기업이 마땅한 투자기회가 존재하지 않아, 여유현금을 내부유보하기 보다는 자기주식을 취득할 수 있음을 보이고 있다고 할 수 있을 것이다. 산업조정 부채비율은 모형 1, 모형 2, 모형 4에서 자기주식 취득에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 보이고 있어, 부채비율이 낮은 기업일수록 자기주식을 취득함을 보이고 있어, 레버리지가설을 어느 정도 지지하는 분석결과를 제시하고 있다.

재무유연성가설에 의하면 영업외수익이 클수록 자기주식을 취득한다고 하였으나, 본 연구의 분석결과는 기대했던 예상과 다르게 코스닥시장의 패널효과를 고려한 패널분석 모형에서 통계적으로 유의한 부(-)의 값을 보이고 있다. 배당대체가설에 의하면 배당과 자기주식과는 부(-)의 영향을 기대하였으나, 모든 모형에서 통계적으로 유의한 정(+ )의 관계를 보이고 있어, 배당대체가설이 성립되지 않음을 보이고 있다고 할 수 있다.

〈표 9〉와 〈표 10〉은 종속변수를 자기주식 매입비율로 하여 회귀분석을 실시한 결과이다. 〈표 9〉는 초다수결의제 더미변수를 설명변수로, 〈표 10〉은 황금낙하산 더미변수를 설명변수로 분석하였다. 모형 1, 모형 2, 모형 3은 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로, 모형 4, 모형 5, 모형 6은 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. 모형 1과 모형 4는 패널효과를 고려하지 않은 회귀분석의 결과이며, 모형 2와 모형 5는 패널효과를 확률효과로 가정하고 분석한 결과이며, 모형 3과 모형 6은 패널효과를 고정효과로 가정하고 분석한 결과를 제시하고 있다.

〈표 9〉의 분석결과, 초다수결의제 더미 변수가 유가증권시장에서는 자기주식 매입비율에 유의한 영향을 주지 않지만, 코스닥시장에서는 유의한 부(-)의 영향을 주고 있다. 〈표 7〉의 결과에서는 초다수결의제가 모든 시장에서 자기주식 취득 결정에 부정적인 영향을 주고 있었다. 〈표 7〉과 〈표 9〉의 분석결과를 종합하면, 초다수결의제가 존재하면 유가증권시장에서는 자기주식 취득 여부에는 부정적 영향을 주나, 자기주식 매입 비율에는 유의한 영향을 주지 않는다. 반면에, 코스닥시장에서는 초다수결의제가 존재하는 기업은 자기주식 취득을 실시하지 않으며, 자기주식 매입 비율에 부정적인 영향을 주고 있다.

〈표 10〉의 분석결과는 〈표 8〉의 결과와 같이, 황금낙하산 더미 변수가 유가증권시장에서는 자기주식 매입 비율에 유의한 영향을 주지 않으며, 코스닥시장에서는 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있는 것으로 분석되었다. 즉, 유가증권시장에 상장된 기업이 황금낙하산을 보유하고 있더라도, 자기주식 취득 결정 및 자기주식 매입비율에 유의한 영향을 주고 있지 않으나, 코스닥시장에 상장된 기업이 황금낙하산을 보유하고 있으면 자기주식 취득을 하지 않거나, 자기주식 취득 매입을 감소시키고 있음을 보이고 있다.

분석결과를 종합하면, 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 유가증권시장에서는 자기주식 취득결정에는 어느 정도 부정적 영향을 주지만, 자기주식 매입 비율에는 영향을 주지 않고 있다. 반면에, 코스닥시장에서는 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 존재할수록 자기주식 취득 결정을 상대적으로 하지 않으며, 자기주식 취득을 하더라도 자기주식 매입 비율이 감소함을 보이고 있어 참호구축가설을 지지하는 결과를 제시하고 있다.

또한, 대주주 지분이 낮을수록, 여유현금흐름이

〈표 9〉 초다수 결의제와 자기주식취득: 회귀분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-1.221 (0.762)	0.093 (0.929)	7.531*** (2.289)	0.395 (0.926)	2.785*** (0.916)	12.049*** (1.859)
초다수결의 더미	-0.029 (0.146)	-0.145 (0.179)	-0.351 (0.304)	-0.223* (0.122)	-0.341*** (0.124)	-0.569*** (0.194)
베타	-0.085 (0.092)	-0.108 (0.093)	-0.100 (0.106)	-0.044 (0.081)	-0.031 (0.058)	0.043 (0.064)
여유현금흐름	0.914*** (0.352)	1.119*** (0.354)	0.697* (0.387)	0.961*** (0.264)	0.859*** (0.267)	0.446 (0.316)
배당성향	0.008*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.004** (0.002)
산업조정 부채비율	-0.0002 (0.0002)	-0.001** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	0.0000 (0.0002)
외국인 지분	0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.003)	0.000 (0.003)	-0.003 (0.006)
시장가치/장부가치	0.022 (0.073)	-0.090 (0.076)	-0.176* (0.096)	-0.033 (0.051)	-0.064 (0.049)	-0.081 (0.063)
대주주 지분	-0.006*** (0.002)	-0.009*** (0.002)	-0.010*** (0.003)	-0.01*** (0.002)	-0.008*** (0.002)	-0.001 (0.003)
산업조정 총자산수익률	0.0001 (0.004)	0.006* (0.004)	0.006 (0.004)	0.014*** (0.002)	0.014*** (0.002)	0.015*** (0.002)
기업규모	0.062** (0.029)	0.035 (0.036)	-0.241*** (0.088)	0.011 (0.037)	-0.071* (0.037)	-0.454*** (0.075)
영업외수익	0.977 (0.637)	0.240 (0.669)	-0.158 (0.776)	-0.06 (0.636)	-0.897 (0.636)	-2.277*** (0.759)
대규모기업 집단 더미	-0.152* (0.081)	-0.041 (0.105)		-0.067 (0.121)	0.012 (0.127)	
R-sq	0.0474	0.0678	0.0156	0.0506	0.0627	0.0306
확률효과 검정		168.54***			76.00***	
Wald검정		90.64***			142.52***	
고정효과 검정			1.93***			1.47***
Hausman검정			31.99***			79.78***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄. 확률효과검정은 Breusch-Pagan검정결과 확률효과가 존재하는 것으로 나타났으며, 고정효과검정은 F-검정결과 고정효과가 존재하고, Hausman 검정결과는 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직함을 보여주고 있다.

〈표 10〉 황금낙하산과 자기주식취득: 회귀분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-1.235 (0.763)	0.088 (0.929)	7.660*** (2.290)	0.417 (0.926)	2.780 (0.916)	11.791*** (1.865)
황금낙하산 더미	0.104 (0.412)	-0.038 (0.445)	0.339 (0.573)	-0.3** (0.148)	-0.480*** (0.149)	-0.670*** (0.206)
베타	-0.085 (0.092)	-0.109 (0.093)	-0.103 (0.106)	-0.043 (0.081)	-0.029 (0.058)	0.047 (0.064)
여유현금흐름	0.917*** (0.353)	1.121*** (0.355)	0.700* (0.387)	0.949*** (0.264)	0.841*** (0.267)	0.446 (0.316)
배당성향	0.008*** (0.001)	0.007*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.005*** (0.001)	0.004** (0.002)
산업조정 부채비율	-0.0002 (0.0002)	-0.001** (0.000)	-0.001*** (0.000)	-0.0002 (0.0002)	-0.0002 (0.0002)	0.0000 (0.0002)
외국인 지분	0.002 (0.003)	-0.001 (0.003)	-0.001 (0.004)	-0.001 (0.003)	-0.0002 (0.003)	-0.003 (0.006)
시장가치/장부가치	0.022 (0.073)	-0.091 (0.076)	-0.176* (0.096)	-0.035 (0.051)	-0.066 (0.049)	-0.085 (0.063)
대주주 지분	-0.006*** (0.002)	-0.009*** (0.002)	-0.010*** (0.003)	-0.01*** (0.002)	-0.009*** (0.002)	-0.001 (0.003)
산업조정 총자산수익률	0.0002 (0.004)	0.007* (0.004)	0.006 (0.004)	0.014*** (0.002)	0.015*** (0.002)	0.015*** (0.002)
기업규모	0.062** (0.029)	0.035 (0.036)	-0.247*** (0.088)	0.011 (0.037)	-0.070* (0.037)	-0.444*** (0.075)
영업외수익	0.977 (0.637)	0.229 (0.669)	-0.156 (0.776)	-0.068 (0.636)	-0.899 (0.636)	-2.343*** (0.758)
대규모기업 집단 더미	-0.153* (0.081)	-0.044 (0.105)		-0.065 (0.121)	0.013 (0.127)	
R-sq	0.0474	0.0682	0.0153	0.0508	0.0614	0.0311
확률효과 검정		168.17***			76.9***	
Wald검정		89.99***			145.36***	
고정효과 검정			1.93***			1.47***
Hausman검정			31.66***			78.63***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄. 확률효과검정은 Breusch-Pagan검정결과 확률효과가 존재하는 것으로 나타났으며, 고정효과검정은 F-검정결과 고정효과가 존재하고, Hausman 검정결과 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직함을 보여주고 있다.

많을수록, 배당성향이 높을수록 자기주식 매입 비율이 증가함을 보이고 있다. 유가증권시장은 산업조정 부채비율이 낮을수록, 코스닥시장은 산업조정 총자산이익률이 높을수록 자기주식 매입 비율이 증가하고 있음을 보이고 있다.

#### 4.3 추가 분석: 배당변수를 이용한 분석 결과

본 연구는 추가적으로 배당변수를 종속변수로 하여 동일한 분석을 다시 실시하였다. <표 11>과 <표 12>는 현금배당을 실시하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 부여한 더미변수를 종속변수로 하여 로짓 분석을 실시하였다. <표 11>은 초다수결의제 더미변수를 설명변수로, <표 12>는 황금낙하산 더미변수를 설명변수로 분석하였다. 모형 1, 모형 2, 모형 3은 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로, 모형 4, 모형 5, 모형 6은 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. 모형 1과 모형 4는 패널효과를 고려하지 않은 로짓분석의 결과이며, 모형 2와 모형 5는 패널효과를 확률효과로 가정하고 분석한 결과이며, 모형 3과 모형 6은 패널효과를 고정효과로 가정하고 분석한 결과를 제시하고 있다.

<표 11>의 분석결과에서 초다수결의제는 모든 모형에서 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않다. <표 12>의 분석결과에서 황금낙하산은 유가증권시장에서 패널효과를 고려하지 않은 모형 1에서만 배당실시 여부에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있다. 따라서, 정관변경을 통한 경영권 방어수단은 기업의 배당 정책에는 유의한 영향을 주지 않고 있다고 판단된다.

경영권 방어수단 더미변수를 제외한 나머지 변수들은 <표 11>의 결과와 <표 12>의 결과에 있어, 변수의 통계적 유의성이 크게 다르지 않는 결과를 제

시하고 있다. 대주주 지분은 배당에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 주고 있다. 대주주 지분은 <표 7>과 <표 8>에서 자기주식 취득에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있다. 따라서, 대주주 지분이 낮을수록 자기주식을 취득하고, 대주주 지분이 높을수록 배당을 실시하고 있음을 보이고 있다. 즉, 기업의 소유구조가 기업의 지불정책에 영향을 주고 있다고 할 수 있을 것이다.

외국인 지분은 유가증권시장에서는 배당 실시 여부에 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을 주고 있으나, 코스닥시장에서는 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않다. 영업외 수익은 배당과 통계적으로 유의한 부(-)의 관계를 보이고 있어, 배당은 자기주식 취득에 비하여 안정적 지불정책이라는 재무유연설 가설을 지지하는 결과를 제시하고 있다고 할 수 있다.

또한, <표 13>과 <표 14>는 종속변수를 배당수익률(현금배당/시가총액)로 하여 회귀분석을 실시한 결과이다. 분석결과를 보면, 초다수결의제나 황금낙하산 모두 배당수익률에는 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않다. 분석결과를 종합하면, 경영권 방어수단은 배당 실시 여부 및 배당금의 규모에는 영향을 주지 않음을 보이고 있다고 할 수 있을 것이다.

<표 13>과 <표 14>에 따르면, 외국인 지분은 유가증권시장의 모형 2와 모형 3에서, 코스닥시장의 모형 6에서 배당수익률에 통계적으로 유의한 부(-)의 관계를 보이고 있다. 외국인 지분은 배당 실시 여부에는 통계적으로 유의한 정(+)의 영향을, 배당수익률에는 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 주고 있다. 즉, 외국인 지분의 증가는 기업의 배당을 유도하지만, 과도한 배당을 요구하지는 않음을 보인다고 할 수 있을 것이다.

<표 15>와 <표 16>은 자기주식 취득 또는 현금배당을 실시하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 부여한

〈표 11〉 초다수결의제와 배당: 로짓분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-2.663** (1.156)	-1.843 (2.895)		-11.001*** (1.255)	-7.574*** (2.695)	
초다수결의 더미	-0.28 (0.198)	-0.530 (0.476)	-0.277 (0.575)	-0.154 (0.178)	-0.372 (0.359)	0.088 (0.484)
베타	-0.393*** (0.135)	-0.124 (0.200)	0.198 (0.212)	-0.666*** (0.108)	-0.346*** (0.114)	-0.203* (0.121)
여유현금흐름	6.42*** (0.542)	5.999*** (0.771)	4.200*** (0.784)	5.336*** (0.378)	4.369*** (0.571)	1.846*** (0.603)
산업조정 부채비율	-0.003*** (0.0004)	-0.002*** (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.002*** (0.0004)	-0.000 (0.000)	0.001* (0.000)
외국인 지분	0.058*** (0.005)	0.072*** (0.009)	0.046*** (0.011)	-0.002 (0.004)	0.005 (0.009)	0.001 (0.011)
시장가치/장부가치	-0.436*** (0.113)	0.115 (0.190)	0.542** (0.216)	-0.404*** (0.072)	0.024 (0.113)	0.280** (0.129)
대주주 지분	0.023*** (0.003)	0.034*** (0.006)	0.020*** (0.007)	0.035*** (0.002)	0.064*** (0.005)	0.045*** (0.008)
산업조정 총자산수익률	0.07*** (0.006)	0.077*** (0.009)	0.061*** (0.010)	0.051*** (0.004)	0.053*** (0.005)	0.040*** (0.006)
기업규모	0.134*** (0.044)	0.073 (0.112)	-0.379** (0.183)	0.425*** (0.05)	0.190* (0.109)	-0.595*** (0.159)
영업외수익	-4.543*** (0.885)	-3.540** (1.447)	-1.508 (1.581)	-4.753*** (0.896)	-3.453** (1.372)	-0.922 (1.442)
대규모기업 집단 더미	-0.143 (0.124)	-0.259 (0.376)		-0.563*** (0.159)	-0.647 (0.525)	
Log likelihood	-5,614.7	-1,681.0	-753.2	-6,695.4	-2,103.1	-817.4
LR통계량	1323.8***		169.1***	1488.1***		178.2***
Wald통계량		287.9***			347.4***	
$\log(\sigma_u^2)$		1.903*** 0.107			1.859*** 0.095	
Hausman 검정			746.6***			781.4***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.  $\log(\sigma_u^2)$  값이 유의한 값을 보이고 있어, 패널 로짓분석의 타당함을 보이고 있으며, Hausman 검정은 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직하다고 판단할 수 있음.

〈표 12〉 황금낙하산과 배당: 로짓분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-2.552** (1.158)	-1.754 (2.897)		-10.974*** (1.255)	-7.580*** (2.694)	
황금낙하산 더미	-1.279** (0.623)	-1.560 (1.545)	-8.612 (8.169)	-0.175 (0.217)	-0.391 (0.389)	0.250 (0.478)
베타	-0.392*** (0.135)	-0.134 (0.200)	0.191 (0.212)	-0.665*** (0.108)	-0.344*** (0.114)	-0.205* (0.121)
여유현금흐름	6.393*** (0.542)	5.998*** (0.770)	4.206*** (0.783)	5.328*** (0.378)	4.365*** (0.570)	1.836*** (0.604)
산업조정 부채비율	-0.003*** (0.0004)	-0.002*** (0.001)	-0.001* (0.001)	-0.001*** (0.0004)	-0.000 (0.000)	0.001* (0.000)
외국인 지분	0.058*** (0.005)	0.073*** (0.009)	0.046*** (0.011)	-0.002 (0.004)	0.005 (0.009)	0.001 (0.011)
시장가치/장부가치	-0.443*** (0.113)	0.116 (0.191)	0.543** (0.216)	-0.406*** (0.072)	0.020 (0.113)	0.282** (0.129)
대주주 지분	0.024*** (0.003)	0.034*** (0.006)	0.021*** (0.007)	0.035*** (0.002)	0.064*** (0.005)	0.045*** (0.008)
산업조정 총자산수익률	0.07*** (0.006)	0.077*** (0.009)	0.061*** (0.010)	0.051*** (0.004)	0.053*** (0.005)	0.040*** (0.006)
기업규모	0.13*** (0.044)	0.068 (0.112)	-0.383** (0.183)	0.424*** (0.05)	0.190* (0.109)	-0.601*** (0.160)
영업외수익	-4.594*** (0.885)	-3.548** (1.446)	-1.517 (1.580)	-4.761*** (0.896)	-3.477** (1.371)	-0.923 (1.440)
대규모기업 집단 더미	-0.134 (0.124)	-0.266 (0.376)		-0.56*** (0.159)	-0.642 (0.525)	
Log likelihood	-5,614.7	-1,681.1	-753.3	-6,695.4	-2,103.1	-817.3
LR통계량	1,326.6***		168.9***	1,488.1***		178.4***
Wald통계량		287.2***			348.1***	
$\log(\sigma_u^2)$		1.903***			1.859***	
Hausman 검정			315.9***			774.2***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.  $\log(\sigma_u^2)$  값이 유의한 값을 보이고 있어, 패널 로짓분석의 타당함을 보이고 있으며, Hausman 검정은 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직하다고 판단할 수 있음.

〈표 13〉 초다수 결의제와 배당: 회귀분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	3.228*** (0.976)	11.475*** (1.416)	39.050*** (2.519)	-2.755*** (1.048)	2.957** (1.212)	16.105*** (1.784)
초다수결의 더미	0.166 (0.186)	-0.113 (0.257)	-0.108 (0.335)	0.075 (0.138)	-0.099 (0.148)	0.032 (0.186)
베타	-0.574*** (0.117)	-0.779*** (0.112)	-0.628*** (0.117)	-0.679*** (0.091)	-0.588*** (0.060)	-0.469*** (0.061)
여유현금흐름	3.428*** (0.45)	3.287*** (0.418)	1.969*** (0.426)	2.715*** (0.297)	1.423*** (0.284)	0.139 (0.304)
산업조정 부채비율	-0.001*** (0.0003)	-0.0004 (0.0003)	-0.0001 (0.0002)	-0.0005** (0.0002)	0.0002 (0.0002)	0.0006*** (0.0002)
외국인 지분	0.007** (0.003)	-0.007* (0.004)	-0.027*** (0.005)	-0.005 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.013** (0.006)
시장가치/장부가치	-1.26*** (0.093)	-1.572*** (0.095)	-1.446*** (0.105)	-0.654*** (0.057)	-0.621*** (0.055)	-0.544*** (0.061)
대주주 지분	0.02*** (0.002)	0.013*** (0.003)	0.014*** (0.004)	0.023*** (0.002)	0.023*** (0.002)	0.013*** (0.003)
산업조정 총자산수익률	0.042*** (0.005)	0.031*** (0.004)	0.019*** (0.005)	0.02*** (0.002)	0.016*** (0.002)	0.010*** (0.002)
기업규모	-0.016 (0.037)	-0.292*** (0.055)	-1.335*** (0.097)	0.176*** (0.042)	-0.054 (0.049)	-0.571*** (0.072)
영업외수익	-4.945*** (0.808)	-4.068*** (0.807)	-2.494*** (0.846)	-1.348* (0.717)	-0.426 (0.683)	0.570 (0.727)
대규모기업 집단 더미	0.077 (0.103)	0.884*** (0.175)		0.015 (0.137)	0.279 (0.207)	
R-sq	0.2187	0.2207	0.1550	0.2097	0.0673	0.0866
확률효과 검정		1808.27***			1532.1***	
Wald검정		744.6***			672.9***	
고정효과 검정			5.39***			3.83***
Hausman검정			316.5***			353.1***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄. 확률효과검정은 Breusch-Pagan검정결과 확률효과가 존재하는 것으로 나타났으며, 고정효과검정은 F-검정결과 고정효과가 존재하고, Hausman 검정결과는 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직함을 보여주고 있다.

〈표 14〉 황금낙하산과 배당: 회귀분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	3.274*** (0.977)	11.488*** (1.415)	39.045*** (2.520)	-2.766*** (1.048)	2.966** (1.213)	16.221*** (1.790)
황금낙하산 더미	-0.252 (0.528)	-0.620 (0.563)	-0.175 (0.631)	0.124 (0.168)	-0.068 (0.168)	0.139 (0.198)
베타	-0.572*** (0.117)	-0.780*** (0.112)	-0.629*** (0.117)	-0.679*** (0.091)	-0.588*** (0.060)	-0.470*** (0.061)
여유현금흐름	3.423*** (0.45)	3.283*** (0.418)	1.972*** (0.426)	2.72*** (0.297)	1.423*** (0.284)	0.141 (0.304)
산업조정 부채비율	-0.0008*** (0.0003)	-0.0004 (0.0003)	-0.0001 (0.0003)	-0.0005** (0.0002)	0.0002 (0.0002)	0.001*** (0.0002)
외국인 지분	0.006* (0.003)	-0.007* (0.004)	-0.027*** (0.005)	-0.005 (0.004)	-0.004 (0.004)	-0.013** (0.006)
시장가치/장부가치	-1.26*** (0.093)	-1.570*** (0.095)	-1.446*** (0.105)	-0.654*** (0.057)	-0.621*** (0.055)	-0.543*** (0.061)
대주주 지분	0.02*** (0.002)	0.013*** (0.003)	0.014*** (0.004)	0.023*** (0.002)	0.023*** (0.002)	0.013*** (0.003)
산업조정 총자산수익률	0.042*** (0.005)	0.031*** (0.004)	0.019*** (0.005)	0.02*** (0.002)	0.016*** (0.002)	0.010*** (0.002)
기업규모	-0.017 (0.037)	-0.292*** (0.055)	-1.335*** (0.097)	0.176*** (0.042)	-0.055 (0.049)	-0.576*** (0.072)
영업외수익	-4.941*** (0.808)	-4.064*** (0.807)	-2.493*** (0.846)	-1.347* (0.717)	-0.439 (0.682)	0.564 (0.726)
대규모기업 집단 더미	0.084 (0.103)	0.882*** (0.174)		0.014 (0.137)	0.281 (0.207)	
R-sq	0.2186	0.2214	0.1550	0.2097	0.3069	0.0867
확률효과 검정		1808.8***			1532.2***	
Wald검정		745.8***			672.5***	
고정효과 검정			5.39***			3.83***
Hausman검정			321.7***			354.2***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄. 확률효과검정은 Breusch-Pagan검정결과 확률효과가 존재하는 것으로 나타났으며, 고정효과검정은 F-검정결과 고정효과가 존재하고, Hausman 검정결과는 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직함을 보여주고 있다.

더미변수를 종속변수로 하여 로짓 분석을 실시하였다. <표 15>는 초다수결의제 더미변수를 설명변수로, <표 16>은 황금낙하산 더미변수를 설명변수로 분석하였다. 모형 1, 모형 2, 모형 3은 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로, 모형 4, 모형 5, 모형 6은 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과이다. 모형 1과 모형 4는 패널효과를 고려하지 않은 로짓분석의 결과이며, 모형 2와 모형 5는 패널효과를 확률효과로 가정하고 분석한 결과이며, 모형 3과 모형 6은 패널효과를 고정효과로 가정하고 분석한 결과를 제시하고 있다.

<표 15>의 분석결과, 초다수결의제는 유가증권시장에서 모형 1과 모형 2에서 유의수준 10%에서 기업의 지불정책에 유의한 부(-)의 영향을 주고 있으며, 코스닥시장에서는 모형 4에서 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있다. 즉, 초다수결의제는 미약하나마 모든 시장에서 기업의 지불 정책에 유의한 부(-)의 영향을 주고 있다고 할 수 있다.

<표 16>의 분석결과, 황금낙하산은 유가증권시장에서 통계적으로 유의한 영향을 주고 있지 않으나, 코스닥시장에서는 기업의 지불정책에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치고 있다. 황금낙하산은 유가증권시장에서는 유의한 영향을 미치고 있지 않으나, 코스닥시장에서 유의한 부(-)의 영향을 주고 있다.

<표 15>와 <표 16>의 분석결과를 종합하면, 정관변경을 통한 경영권 방어수단은 기업의 지불정책에 부정적인 영향을 주고 있어, 경영권 방어수단의 참호구축가설을 지지하는 결과라고 볼 수 있다. 또한, 유가증권시장에서는 초다수결의제가 황금낙하산보다 경영자의 참호를 구축할 유인이 상대적으로 더 큼을 보이고 있다. 반면에 코스닥시장에서는 황금낙하산이 초다수결의제보다 경영자의 참호를 구축하는 수단으로 효과적으로 활용되고 있음을 보이고 있다.

<표 17>과 <표 18>은 종속변수를 (자기주식취득+현금배당)/시가총액으로 회귀분석을 실시한 결과이다. <표 17>의 분석결과를 보면, 초다수결의제는 코스닥시장에서 모형 5와 모형 6에서 각각 유의수준 5%, 10%에서 유의한 부(-)의 영향을 주고 있다. <표 18>의 분석결과에서 황금낙하산은 코스닥시장에서 모형 5에서 유의수준 5%에서 유의한 부(-)의 영향을 주고 있다. 코스닥시장에 상장된 기업들이 경영권 방어수단을 보유하게 되면 주주에게 지불되는 금액을 상대적으로 감소시키고 있음을 보이고 있다.

지금까지의 분석결과를 종합하면, 유가증권시장에서는 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 존재하면 기업의 지불 정책에 부정적 영향을 주며, 특히, 배당 정책보다는 자기주식 취득결정에 부정적 영향을 준다. 하지만, 주주에게 지불되는 금액이 통계적으로 유의하게 줄어들지 않음을 보이고 있다. 반면에, 코스닥시장에서는 경영권 방어수단이 존재하면 기업의 지불 정책에 부정적 영향을 주며, 특히 배당 금액보다는 자기주식 취득 금액을 줄이게 되어, 주주에게 지불하는 금액을 상대적으로 줄이고 있다고 할 수 있다. 따라서, 정관변경을 통한 경영권 방어수단은 기업의 지불정책에 부정적인 영향을 주고 있으므로, 참호구축가설을 부분적으로 지지하는 결과를 제시하고 있다.

## V. 결론

본 연구는 정관변경에 의한 경영권 방어 수단 확보가 기업의 자기주식 취득에 어떠한 영향을 주고 있는지에 대하여 실증적으로 분석하였다. 경영권 방

〈표 15〉 초다수결의제와 자기주식 취득 및 배당: 로짓분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-3.046** (1.19)	-2.799 (2.707)		-8.329*** (1.23)	-3.474 (2.258)	
초다수결의 더미	-0.317* (0.197)	-0.806* (0.430)	-0.722 (0.523)	-0.179 (0.161)	-0.510* (0.279)	-0.259 (0.351)
베타	-0.534*** (0.138)	-0.319* (0.192)	0.002 (0.202)	-0.487*** (0.105)	-0.139 (0.102)	-0.019 (0.107)
여유현금흐름	5.764*** (0.543)	5.277*** (0.740)	3.690*** (0.758)	4.353*** (0.357)	3.439*** (0.495)	1.400*** (0.516)
산업조정 부채비율	-0.003*** (0.0004)	-0.001*** (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.002*** (0.0004)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
외국인 지분	0.059*** (0.006)	0.069*** (0.009)	0.042*** (0.010)	0.002 (0.004)	0.015** (0.008)	0.016* (0.009)
시장가치/장부가치	-0.123 (0.119)	0.575*** (0.186)	0.978*** (0.212)	-0.186*** (0.067)	0.264*** (0.097)	0.497*** (0.106)
대주주 지분	0.019*** (0.003)	0.019*** (0.005)	0.003 (0.006)	0.023*** (0.002)	0.038*** (0.004)	0.025*** (0.006)
산업조정 총자산수익률	0.055*** (0.006)	0.056*** (0.008)	0.039*** (0.008)	0.043*** (0.003)	0.040*** (0.004)	0.024*** (0.004)
기업규모	0.147*** (0.046)	0.135 (0.105)	-0.141 (0.176)	0.334*** (0.049)	0.089 (0.092)	-0.526*** (0.128)
영업외수익	-3.071*** (0.895)	-2.981** (1.334)	-1.247 (1.411)	-3.335*** (0.831)	-3.384*** (1.165)	-1.633 (1.195)
대규모기업 집단 더미	-0.155 (0.127)	-0.325 (0.346)		-0.493*** (0.157)	-0.397 (0.423)	
Log likelihood	-5,209.2	-1,702.2	-798.1	-6,536.7	-2,354.1	-996.2
LR통계량	1,075.1***		131.8***	1,110.7***		137.1***
Wald통계량		247.1***			295.2***	
$\log(\sigma_u^2)$		1.669***			1.403***	
Hausman 검정			238.7***			97.6***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.  $\log(\sigma_u^2)$  값이 유의한 값을 보이고 있어, 패널 로짓분석의 타당함을 보이고 있으며, Hausman 검정은 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직하다고 판단할 수 있음.

〈표 16〉 황금낙하산과 자기주식 및 배당: 로짓분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	-2.983** (1.191)	-2.775 (2.704)		-8.276*** (1.23)	-3.584 (2.257)	
황금낙하산 더미	-0.807 (0.552)	-0.391 (1.012)	0.822 (1.250)	-0.366* (0.196)	-0.947*** (0.320)	-0.865** (0.418)
베타	-0.534*** (0.138)	-0.331* (0.192)	-0.016 (0.202)	-0.485*** (0.105)	-0.130 (0.102)	-0.011 (0.107)
여유현금흐름	5.734*** (0.543)	5.274*** (0.739)	3.692*** (0.757)	4.334*** (0.357)	3.441*** (0.496)	1.444*** (0.517)
산업조정 부채비율	-0.003*** (0.0004)	-0.001*** (0.000)	-0.001 (0.000)	-0.002*** (0.0004)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
외국인 지분	0.059*** (0.006)	0.070*** (0.009)	0.043*** (0.010)	0.002 (0.004)	0.015* (0.008)	0.015 (0.009)
시장가치/장부가치	-0.126 (0.119)	0.575*** (0.186)	0.980*** (0.212)	-0.189*** (0.067)	0.258*** (0.097)	0.489*** (0.106)
대주주 지분	0.019*** (0.003)	0.020*** (0.005)	0.003 (0.006)	0.022*** (0.002)	0.037*** (0.004)	0.025*** (0.006)
산업조정 총자산수익률	0.055*** (0.006)	0.056*** (0.008)	0.039*** (0.008)	0.043*** (0.003)	0.040*** (0.004)	0.025*** (0.004)
기업규모	0.144*** (0.046)	0.132 (0.105)	-0.155 (0.176)	0.333*** (0.049)	0.094 (0.092)	-0.506*** (0.128)
영업외수익	-3.107*** (0.895)	-3.011** (1.332)	-1.260 (1.409)	-3.347*** (0.832)	-3.370*** (1.167)	-1.611 (1.196)
대규모기업 집단 더미	-0.153 (0.127)	-0.341 (0.346)		-0.493*** (0.157)	-0.408 (0.424)	
Log likelihood	-5,209.2	-1,703.9	-798.8	-6,536.7	-2,351.2	-994.2
LR통계량	1,074.8***		130.3***	1,113.1***		141.1***
Wald통계량		244.1***			300.1***	
$\log(\sigma_u^2)$		1.666***			1.409***	
Hausman 검정			227.8***			84.1***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄.  $\log(\sigma_u^2)$  값이 유의한 값을 보이고 있어, 패널 로짓분석의 타당함을 보이고 있으며, Hausman 검정은 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직하다고 판단할 수 있음.

〈표 17〉 초다수 결의제와 자기주식과 배당: 회귀분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	2.505* (1.283)	10.624*** (1.780)	46.169*** (3.521)	-2.171 (1.427)	5.569*** (1.597)	27.784*** (2.606)
초다수결의 더미	0.172 (0.245)	-0.252 (0.332)	-0.429 (0.468)	-0.133 (0.188)	-0.475** (0.203)	-0.504* (0.272)
베타	-0.713*** (0.154)	-0.941*** (0.153)	-0.757*** (0.163)	-0.757*** (0.124)	-0.621*** (0.086)	-0.389*** (0.090)
여유현금흐름	4.476*** (0.591)	4.503*** (0.573)	2.573*** (0.595)	3.779*** (0.404)	2.554*** (0.403)	0.494 (0.444)
산업조정 부채비율	-0.0012*** (0.0003)	-0.001*** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.0007*** (0.0003)	-0.0001 (0.0002)	0.001** (0.0003)
외국인 지분	0.01** (0.004)	-0.004 (0.005)	-0.028*** (0.007)	-0.006 (0.005)	-0.002 (0.006)	-0.013 (0.008)
시장가치/장부가치	-1.24*** (0.122)	-1.690*** (0.128)	-1.605*** (0.147)	-0.689*** (0.078)	-0.720*** (0.077)	-0.606*** (0.089)
대주주 지분	0.016*** (0.003)	0.005*** (0.004)	0.003 (0.005)	0.014*** (0.003)	0.018*** (0.003)	0.013*** (0.005)
산업조정 총자산수익률	0.043*** (0.006)	0.041*** (0.006)	0.025*** (0.006)	0.035*** (0.003)	0.033*** (0.003)	0.024*** (0.003)
기업규모	0.031 (0.049)	-0.214*** (0.069)	-1.557*** (0.135)	0.181*** (0.057)	-0.119* (0.065)	-1.014*** (0.105)
영업외수익	-4.414*** (1.062)	-4.649*** (1.098)	-2.961** (1.182)	-1.628* (0.977)	-2.337** (0.969)	-1.728 (1.062)
대규모기업 집단 더미	-0.038 (0.136)	0.748*** (0.212)		-0.02 (0.186)	0.274 (0.250)	
R-sq	0.1711	0.2076	0.1146	0.1644	0.2786	0.0752
확률효과 검정		948.1***			721.1***	
Wald검정		542.9***			566.1***	
고정효과 검정			3.89***			2.76***
Hausman검정			232.8***			317.6***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄. 확률효과검정은 Breusch-Pagan검정결과 확률효과가 존재하는 것으로 나타났으며, 고정효과검정은 F-검정결과 고정효과가 존재하고, Hausman 검정결과는 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직함을 보여주고 있다.

〈표 18〉 황금낙하산과 자기주식취득과 배당: 회귀분석결과

	유가증권시장			코스닥시장		
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4	모형 5	모형 6
상수	2.546** (1.284)	10.639*** (1.780)	46.289*** (3.522)	-2.161 (1.428)	5.546*** (1.597)	27.737*** (2.615)
황금낙하산 더미	-0.181 (0.694)	-0.590 (0.756)	0.195 (0.883)	-0.162 (0.229)	-0.574** (0.234)	-0.414 (0.289)
베타	-0.711*** (0.154)	-0.943*** (0.153)	-0.760*** (0.163)	-0.757*** (0.124)	-0.619*** (0.086)	-0.388*** (0.090)
여유현금흐름	4.473*** (0.592)	4.499*** (0.573)	2.579*** (0.595)	3.772*** (0.404)	2.543*** (0.403)	0.496 (0.444)
산업조정 부채비율	-0.0012*** (0.0003)	-0.001*** (0.000)	-0.001** (0.000)	-0.0007*** (0.0003)	-0.0001 (0.0002)	0.001** (0.0003)
외국인 지분	0.01** (0.004)	-0.004 (0.005)	-0.028*** (0.007)	-0.006 (0.005)	-0.002 (0.006)	-0.013 (0.008)
시장가치/장부가치	-1.24*** (0.122)	-1.689*** (0.128)	-1.606*** (0.147)	-0.69*** (0.078)	-0.723*** (0.077)	-0.609*** (0.089)
대주주 지분	0.016*** (0.003)	0.005 (0.004)	0.003 (0.005)	0.014*** (0.003)	0.018*** (0.003)	0.013*** (0.005)
산업조정 총자산수익률	0.043*** (0.006)	0.040*** (0.006)	0.025*** (0.006)	0.035*** (0.003)	0.033*** (0.003)	0.024*** (0.003)
기업규모	0.031 (0.049)	-0.215*** (0.069)	-1.562*** (0.135)	0.181*** (0.057)	-0.118* (0.065)	-1.013*** (0.105)
영업외수익	-4.408*** (1.062)	-4.655*** (1.098)	-2.955** (1.182)	-1.633* (0.977)	-2.355** (0.968)	-1.805* (1.061)
대규모기업 집단 더미	-0.032 (0.136)	0.744*** (0.212)		-0.019 (0.186)	0.276 (0.250)	
R-sq	0.171	0.2086	0.1144	0.1644	0.2782	0.0749
확률효과 검정		947.2***			720.8***	
Wald검정		543.1***			566.6***	
고정효과 검정			3.89***			2.76***
Hausman검정			232.4***			314.8***

주) ( )는 표준오차를 나타내고 있으며, \*, \*\*, \*\*\*, 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄. 확률효과검정은 Breusch-Pagan검정결과 확률효과가 존재하는 것으로 나타났으며, 고정효과검정은 F-검정결과 고정효과가 존재하고, Hausman 검정결과는 확률효과보다는 고정효과모형으로 추정하는 것이 바람직함을 보여주고 있다.

어수단과 배당과의 관계를 분석한 선행연구의 논리적 가설에 기초하여 상호 상반된 참호구축가설과 주주이해일치가설을 제시하고 검증을 실시하였다.

분석 기간은 2000년부터 2010년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 하였으며, 분석 표본은 기업-연도별 자료로 유가증권시장 4,906개, 코스닥시장 4,865개, 총 9,771개 데이터를 사용하였다. 자기주식 취득을 실시한 기업과 그렇지 않은 기업의 기업특성을 분석하기 위하여, 로짓(패널로짓)분석을 실시하였으며, 기업의 특성이 자기주식 취득 비율에 미치는 영향을 분석하기 위하여 회귀(패널회귀)분석을 실시하였다.

로짓(패널로짓)분석과 회귀(패널회귀)분석 결과, 초다수결의제, 황금낙하산의 정관변경을 통한 경영권 방어수단이 존재하는 기업일수록, 자기주식 취득을 하지 않고 있으며, 자기주식 매입 비율도 감소함을 보이고 있다. 반면에, 배당 실시 여부 및 배당 수익률에는 유의한 영향을 주지 않음을 보이고 있다. 즉, 경영권 방어수단은 기업의 지불정책에서 상대적으로 배당보다는 자기주식 취득에 부정적인 영향을 주고 있으며, 경영권 방어수단의 도입은 내부소유자의 참호를 구축한다는 경영자참호구축가설을 지지하는 간접적 결과를 보여주고 있다. 다시 말해서, 경영권 방어수단이 존재하면 내부소유자는 자기주식 취득이나 배당을 하지 않거나 감소시킴으로써, 내부에 유보된 여유현금을 자신의 사적 이익 추구를 위하여 사용할 수 있음을 보이고 있다고 할 수 있다.

추가적으로, 유가증권시장에서는 초다수결의제가 자기주식의 취득 여부에 부정적인 영향을 주고 있으나, 자기주식 매입 비율, 배당 실시 여부 및 배당 수익률에는 유의한 영향을 주지 못하는 결과를 보여주고 있다. 한편, 코스닥시장에서는 초다수결의제가 자기주식 매입 비율에 부정적인 영향을 주고 있었으

며, 특히 황금낙하산은 자기주식 취득 여부 및 자기주식 매입비율에 부정적인 영향을 주고 있는 것으로 분석되었다. 즉, 코스닥시장에 상장된 기업은 유가증권시장에 상장된 기업에 비하여 상대적으로 기업 규모가 작아, 정관변경을 통한 경영권 방어수단 중에서 황금낙하산이 직접적인 경영권 방어수단이 되고 있어서 초다수결의제보다 황금낙하산의 영향이 더 크게 나타나고 있다고 할 수 있다.

또한, 본 연구의 분석결과에서 자기주식 취득을 종속변수로 할 경우에는 경영권방어수단의 계수가 항상 통계적으로 유의하였음에 반해, 배당을 종속변수로 한 경우에는 계수의 유의성이 없다는 점은 유의할 만하다. 일반적으로 자기주식취득은 기업의 대내외적인 여건에 따라 매우 가변적임에 반해서 배당은 배당안정화 정책을 유지하고자 하는 특성을 갖고 있기 때문인 것으로 해석된다. 이처럼 경영권방어수단의 확보가 자기주식취득의 경우와 배당정책의 경우에 서로 다르게 반영됨을 보여주고 있다는 점에서 기존 선행연구인 Jo and Pan(2009), Francis et al.(2011)의 연구들과는 차별화된 점이라고 할 수 있다. 마지막으로, 이러한 분석결과에 의해 참호구축가설이 지지되고 있다면, 현재 정부에서 논의 중인 포이즌 필과 차등의결권 등과 같은 경영권 방어수단의 추가적인 도입은 경영자의 참호구축을 더욱 강화하는 효과를 줌으로써 주주의 부에 긍정적인 영향을 기대하기가 어려울 가능성이 크다는 것을 함축하고 있다.

본 연구의 분석에서 대주주 지분은 자기주식 취득에 통계적으로 유의한 부(-)의 영향을 미치는 것으로 분석되었으며, 외국인 지분은 자기주식 취득에 통계적으로 유의한 영향을 주지 않는 것으로 분석되었다. 따라서, 자기주식 취득이 적대적 M&A의 방어수단으로 활용될 수 있음을 보이고 있으나, 외국

인 투자자의 증가로 인한 외국인 투자자의 적대적 M&A 위협이 증가하여 자기주식을 취득하고 있기 보다는 기업규모가 큰 기업의 지분이 낮은 대주주가 자신의 지배권 강화를 위한 수단으로 자기주식을 취득할 수 있음을 보이고 있다고 할 수 있을 것이다. 또한, 여유현금흐름과 수익성이 높을수록 자기주식 취득을 하고 있었으며, 부채비율과 자기주식 취득과는 부(-)의 관계를 보이고 있었으며, 배당성향과는 정(+)의 관계가 있는 것으로 분석되었다.

본 연구는 경영권 방어수단이 자기주식 취득에 미치는 영향을 분석하고 있으나, 정관변경을 통한 다양한 경영권 방어수단 중 초다수결의제, 황금낙하산을 보유하고 있는 기업으로 한정하였다. 이 연구는 초다수결의제나 황금낙하산을 정관에 기재하고 있는 기업의 수가 국내에 아직까지는 많지 않아서 분석 표본에서 차지하는 비중이 작다는 한계점을 갖고 있다.

## 참고문헌

- 김영오, 양채열(2011), "황금낙하산 도입 기업의 특성과 주주부에 미치는 영향," **산업경제연구**, 24, 3067-3096
- 김영환, 정성창(2008), "자사주 매입방식의 결정요인과 회주의 가설의 검증," **경영학연구**, 37, 1205-1232
- 김영환, 정성창, 전선애(2009), "외국인 투자자가 국내 유가증권시장 상장기업의 배당 행태에 미치는 영향에 대한 연구: 다양한 계량경제모형의 적용," **재무관리연구**, 26, 1-29
- 김효진, 윤순석(2010), "소유지배과리도가 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향," **경영연구**, 39, 1477-1503
- 변진호(2004), "저평가 자사주 매입 공시의 허위정보 신호 효과와 장기성과," **증권학회지**, 33, 207-248
- 변진호, 표민교(2006), "자사주 매입 기회주의 가설과 대주주의 보유주식 매도 거래," **경영학연구**, 35, 695-716
- 설원식, 김수정(2005), "자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향: 취득 및 처분목적에 중심으로," **재무관리연구**, 22, 37-69
- 신민식, 김수은(2010), "기업의 소유구조와 자사주매입간의 관계," **대한경영학회지**, 23, 649-673
- 신민식, 송준협, 이정화(2006), "배당과 자사주매입간의 대체관계," **경영연구**, 21, 285-304
- 신민식, 이정숙(2007), "자사주매입에 관한 잉여현금흐름 가설 검증," **재무관리연구**, 24, 59-83
- 연태훈(2005), **기업경영권 방어와 자사주 보유에 대한 분석**, 한국개발연구원 연구보고서
- 이익규, 이한수(2006), "자사주매입의 복합동기에 관한 연구," **회계연구**, 11, 187-208
- 이익규, 주상룡(2005), "자사주매입동기에 관한 연구," **재무관리논총**, 11, 243-273
- 이철수, 김영환, 정성창, 송동엽(2011), "경영권 방어수단을 도입한 기업의 재무적 특성 연구," **대한경영학회지**, 24, 1711-1735
- 정성창, 김영환(2007), "이익소각 목적의 자기주식 취득과 기업의 가치," **한국증권학회**, 36, 33-75
- Bagwell, L. S.(1991), "Share Repurchase and Take-over Deterrence," *RAND Journal of Economics*, 22, 72-88
- Bagwell, L. S, and J. B. Shoven(1988), Share repurchases and acquisitions: An analysis of which firms participate. In Alan J. Auerbach (ed.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*. Chicago: University of Chicago Press
- Billett, M. T. and H. Xue(2007), The Takeover Deterrent Effect of Open-Market Share Repurchases, *Journal of Finance*, 62, 1827-

- 1850
- Chakraborty, A.(2008), "Golden Parachute and Shark Repellents and Shareholders' Interests: Some New Evidence," *Global Finance Journal*, 18, 373-384
- Dann, L. Y.(1981), "Common Stock Repurchase: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders," *Journal of Financial Economics*, 9, 113-138
- DeAngelo, H. and E. M. Rice(1983), "Antitakeover Charter Amendments and Stockholder Wealth," *Journal of Financial Economics*, 11, 329-360
- Dittmar, A. K.(2000), "Why Do Firms Repurchase Stock?," *Journal of Business*, 73, 331-355
- Easterbrook, F. and D. Fischel(1981), "The Proper Role a Targets's Board in Responding to a Tender Offer," *Harvard Law Review*, 94, 1161-1204
- Easterbrook, F.H.(1984), "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, 74, 650-659
- Fenn, G. W. and N. Liang(2001), "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives," *Journal of Financial Economics*, 60, 45-72
- Fried, J. M.(2005), "Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases", *California Law Review*, 93, 1323-1386
- Francis, B. B., I. Hasan, K. John, and L. Song (2011), "Corporate Governance and Dividend Payout Policy: A Test Using Antitakeover Legislation," *Financial Management*, 40, 83-112
- Grullon, G., and R. Michaely(2002), "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis," *The Journal of Finance*, 57, 1649-1684
- Grullon, G., and R. Michaely(2004), "The Information Content of Share Repurchase Programs," *The Journal of Finance*, 59, 651-680
- Hausman, J. A.(1978), "Specification Tests in Econometrics," *Econometrica*, 46, 1251-1271
- Heron, R. and E. Lie(2006), "Does Backdating Explain the Stock Price Pattern Around Executive Stock Option Grants?," *Journal of Financial Economics*, 83, 271-295
- Hovakimian, A., T. Opler, and S. Titman(2001), "The Debt-Equity Choice," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 36, 1-24
- Jagannathan, M., C. P. Stephens, and M. S. Weisbach(2000), "Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384
- Jarrell, G. A. and A. B. Poulsen(1987), "Shark Repellents and Stock Prices: The Effects of Antitakeover Amendments Since 1980," *Journal of Financial Economics*, 19, 127-168
- Jiraporn, P.(2006), "Share Repurchases, Shareholder Rights, and Corporate Governance Provisions," *North American Journal of Economics and Finance*, 17, 35 - 47
- Jo, H. and C. Pan(2009), "Why are firms with entrenched managers more likely to pay dividends?," *Review of Accounting and Finance*, 8, 87-116
- Lakonishok, J. and T. Vermaelen(1990), "Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers," *Journal of Finance*, 45, 455-477
- Mahoney, J. M. and J. T. Mahoney(1993), "An Empirical Investigation of the Effect of Cor-

porate Charter Antitakeover Amendments on Stockholder Wealth," *Strategic Management Journal*, 14, 17-31

McNally, W. J.(1999), "Open Market Stock Repurchase Signaling," *Financial Management*, 28, 55-67

## Anti-takeover provisions and stock repurchases in Korea\*

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

### Abstract

This study is to investigate the effect of adopting defensive tactics by amending the corporate charter on the stock repurchase of the firms. The stock repurchases in Korea have been introduced to provide the corporations with the defensive measures against hostile takeover as Korean financial markets have been globalized. In addition to the defensive measures, the stock repurchase as a payout policy have been announced to be used for the purposes of stock price stabilization, share retirement, and incentive stock options. Separating from the stock repurchase as defensive measure, Korean firm have introduced supermajority voting and golden parachute by amending their corporate charters.

Though the stock repurchases and the defensive measures of corporate charters have been played the same roles for many years in Korea, all the previous studies in Korea have investigated those financial strategies separately. In the literature of stock repurchases, the previous studies have analyzed the effect of stock repurchase on firm value and long-run performance, tested several hypothesis such as undervaluation hypothesis or information signalling hypothesis(Dann(1981), Lakonishok and Vermaelen(1990), McNally(1999)), dividend substitution hypothesis(Grullon and Michaely(2002)), leverage hypothesis(Bagwell and Shoven(1988), Hovakimain, Opler, and Titman(2001)), free cash flow hypothesis(Fenn and Liang(2001), Grullon and Michaely(2004)), takeover hypothesis(Bagwell(1991), Billett and Xue(2007)), etc. In the other research area related with antitakeover provisions in Korea, some recent studies (Kim and Yang(2011), Lee et al.(2011)) have investigated the effect of takeover protection adopted in the corporate charter on the shareholder wealth. Differently from previous

---

\* The author is grateful for the 2013 financial assistance provided by The Research Foundation, Graduate School of Business, Chonnam National University, Republic of Korea.

\*\* Professor, College of Business Administration, Chonnam National University

\*\*\* Corresponding Author, Lecturer, College of Business Administration, Chonnam National University

studies having investigated stock repurchases and takeover protections separately, this study analyzes the association between those two financial strategies in the same context by investigating the effects of supermajority voting and golden parachute on the stock repurchases.

For the relation between defensive measures and dividend payout policy, two contrasting hypotheses have been suggested in the previous literatures. Francis et al.(2011) suggested managerial entrenchment hypothesis that when managers are insulated from takeovers and become more entrenched, they may choose to reduce dividend payouts. Paying dividends is a return of corporate earnings to investors. Managers use leftover cash to increase their compensation and that of employees and reserve the excess cash for use under their discretion. On the other hand, Jo and Pan (2009) support the optimal entrenchment hypothesis that firms with entrenched managers, as measured by strong managerial power resulting from takeover protections, are more likely to pay dividends. They argue that ex ante, it is efficient for firms with weak growth opportunities to protect managers against takeovers to induce them to pay or continue to pay dividends rather than pile up cash to fend off unwanted takeovers. Since stock repurchase may be a part of payout policy, this study applies those two contrasting hypothesis to investigate the impact of takeover protections by the amendment of corporate charter on the stock repurchases.

Our sample includes the firms which have announced the stock repurchase, or have adopted the supermajority voting and golden parachute in their corporate charters for the period of year 2000 through 2010 in Korean Securities Market and KOSDAQ. We exclude financial firms. Total data consists of 4906 firm-year samples in Korean Securities Market and 4865 firm-year samples in KOSDAQ.

This study uses panel logit analysis and panel regression analysis. When the dependant variable is a dummy variable, we use the following panel regression analysis:

$$y = \begin{cases} 1, & \text{when } y^* > 0 \\ 0, & \text{when } y^* \leq 0 \text{인 경우} \end{cases}$$

$$y_{it}^* = \alpha + \beta x_{it} + u_i + \epsilon_{i,t}$$

When error term  $\epsilon_{i,t}$  is assumed to follow the logistic distribution, the equation becomes panel logit analysis.  $u_i$  is the unobserved time-invariant individual effect on stock repurchases. Unlike the random effect model where the unobserved  $u_i$  is independent of  $x_{it}$  for all t, the fixed

effect model allows  $u_i$  to be correlated with the regressor matrix  $x_{it}$ .

The empirical results show the followings: In the first section of empirical analysis, the result of logit analysis shows that as the firms have introduced takeover protection such as the supermajority voting and golden parachute, they are more likely to reduce the probability that they repurchase their own shares in the market. The result of panel regression analysis also shows that the ratio of the total market value of the stocks repurchased to the total market value of the firms is negatively related with the dummy variable of the takeover protection in the corporate charter. It implies that as the managers are protected from takeover by adopting the defensive tactics in the corporate charter, they are more likely to reduce the number of shares they repurchase in the market. These results support the managerial entrenchment hypothesis.

In the second part of empirical analysis, we used dividend payment as dependant variable. The results in the logit analysis show that the coefficients of supermajority voting are significantly and negatively related with the dividend payment, but the coefficients of golden parachute are not significantly related with the dividend payment. In the regression analysis, takeover protections are not related with dividend payout ratios measured by the total cash dividend over total market value of the firms. Thus, the takeover protection affects the firms' decision to pay dividend or not, but does not affect the size of cash dividends.

In the last part of empirical analysis, we used the sum of dividend payment and stock repurchases as dependant variable. In the logit analysis, the both of supermajority voting and golden parachute are significantly related with the decision to pay dividend or repurchases their own stocks. In the regression analysis, model 2 and 5 show that the takeover protections are negatively and significantly related with the size of dividend payment and stock repurchases. These results also are empirical evidences supporting the managerial entrenchment hypothesis.

In summary, as the managers are protected from hostile takeover by adopting the supermajority voting and golden parachute in the corporate charter, they may reduce the size of the stock repurchases and cash dividends. These results imply that the takeover protection such as supermajority voting and golden parachute have negative impact on firms' payout policy, and support the managerial entrenchment hypothesis.

Key words: Stock repurchases, Supermajority, Golden parachute, Managerial entrenchment hypothesis, Panel logit regression analysis