

세무와회계저널
제13권 제3호 2012년 9월 pp.53~82
한국세무학회

자사주 취득기업의 소유구조와 이익조정*

최정호** · 정성창***

<요 약>

본 연구의 목적은 자사주취득에 대한 경영자의 기회주의적 행동가설에 관련하여 기업의 소유구조와 이익조정의 관련성을 검증하는 데 있다. 다시 말하면, 본 연구에서는 대주주지분율이 높은 기업의 경우 대주주가 자사주 취득에 관련하여 자신들의 이익을 위해서 경영자에게 영향력을 행사하여 회계이익을 고의로 왜곡하여 보고하려는 동기가 있는지를 검증하였다. 특히, 본 연구에서는 자사주 취득 공시 시점을 전후하여 기업의 이익조정행위에 차이가 있는지의 여부를 분석하고, 이러한 이익조정과 대주주지분율과의 관련성 및 이에 대한 주식시장의 평가를 실증적으로 분석하는 데 연구의 초점을 두고 있다.

연구결과, 기업은 자사주를 취득하기 전에는 될 수 있으면 낮은 가격으로 주식을 취득하고, 기존 주주의 주식 처분을 유도하기 위해서 이익을 고의적으로 하향 조정하고, 일단 자사주를 취득한 후에는 반대로 주가 상승을 유도하기 위해서 이익을 상향 조정하는 현상은 발견되지 않았다. 그러나 자사주 취득연도를 중심으로 한 연도별 분석에서는 대주주의 지분율이 높은 기업일수록 자사주의 취득연도에 이익을 상향조정하는 것으로 나타나 대주주가 자사주 취득을 기회주의적으로 이용하고 있을 가능성이 제시되었다. 그리고 자사주취득기업이 계상한 재량적 발생이 주식시장에서 갖는 정보효과는 발견되지 않았으며, 그러한 재량적 발생의 정보효과는 대주주지분율에 따라서 달라지지 않았다.

본 연구는 자사주 취득 동기를 기업의 소유구조의 관점에서 조명함으로써 지금까지의 저평가가설을 중심으로 한 자사주취득 동기에 대한 소유구조 측면에서의 새로운 접근법을 제시하였다는 점에 연구의 의의가 있다. 또한, 자사주취득 시점을 전 후하여 기업의 이익조정을 분석함으로써 자사주 취득 동기에 관한 보다 구체적인 증거를 제시한 점이 선행연구와 차이가 있다. 본 연구결과는 자사주 취득과 관련하여 매도주주와 기존 주주와의 부의 이전 현상을 분석함으로써 투자결정과 주식시장의 발전에 기여할 수 있을 것이다.

<주제어> 자기주식취득, 이익조정, 재량적 발생, 가치관련성

* 이 논문은 첫 번째 저자의 2011학년도 홍익대학교 학술연구진흥비에 의하여 지원되었음

** 홍익대학교 경영대학 교수, junghe@hongik.ac.kr, 02-320-1747, 주저자

*** 전남대학교 경영대학 교수, scjung@chonnam.ac.kr, 062-530-1439, 교신저자

I. 서 론

우리나라 기업들의 자사주식(이하 자사주라 칭함) 취득은 1994년 증권거래법의 개정으로 처음 허용되었다. 그 이후 지금까지 자사주 취득은 기업의 주요 재무전략으로 활발하게 사용되고 있다. 자사주 취득 전략은 주주의 부를 극대화하기 위한 신호전달수단으로 사용되었을 뿐만 아니라, 최근에 와서는 적대적 M&A의 방어수단으로 활용되면서 그 중요성이 더욱 부각되고 있다. 우리나라 상장기업들의 자사주 보유총액은 2005년 6월 기준으로 시가총액 대비 5.4%에 이르며¹⁾, 2003년부터 2005년 동안 10개 주요 상장사들의 배당 및 자사주취득 금액이 당기순이익에서 차지하는 크기, 즉, 주주환원율은 약 48%에 달하고 있는 실정이다²⁾.

기업의 자사주 취득에 관해서 그 동안 국내외에서 상당수의 연구들이 꾸준히 진행되어 왔다. 선행연구들의 주된 관심 주제는 기업들의 자사주 취득 동기가 무엇이며, 취득 및 처분이 주주의 부에 장단기적으로 미친 영향은 무엇인가 등에 관한 것들이었다. 선행 연구는 자사주의 취득 동기에 대하여 다양한 가설을 제시하고, 그에 대한 실증분석을 활발하게 하고 있다.³⁾ 이러한 가설은 대부분 경영자가 기업가치의 극대화(maximization of firm value)만을 위해서 행동한다는 전통적인 재무이론에 기초하는 것으로 볼 수 있다. 이에 반하여, 최근에 대리인 이론(Jensen and Meckling, 1976 ; Fama, 1980 ; Watts and Zimmerman, 1986 ; Fried, 2001)의 관점에서 경영자는 자사주 취득을 자신의 이익을 위해서 기회주의적으로 활용한다는 기회주의적 행동가설(managerial opportunism)이 새롭게 제시되고 있다. 이 가설은 경영자와 대주주와 같은 기업내부자가 자사주 취득을 모든 주주들의 이익이 아닌 자신들의 이익을 도모하기 위한 수단으로 활용한다는 것이다.

이처럼 자사주취득에 대한 기회주의적 행동가설이 새롭게 주목을 받기 시작한 것은 몇 가지의 선행 연구들과 밀접한 관계가 있다. 먼저, Fried(2001)는 자사주취득에 대한 정보신호가설이 이론적으로 결함이 있고 실증적 증거와도 일치하지 않는다고 비판하고 있다. 그는 주가가 저평가되었을 경우 뿐만 아니라 고평가되었을 경우에도 경영자들은 자신들의 부를 극대화하기 위해서 자사주를 취득한다고 주장하고 있다. 즉, 경영자는 주가가 저평가되었을 때는 자신들을 포함한 모든 주주의 이익을 위해서, 주가가 고평가되었을 경우에는 보유한 주식을 대량으로 처분하기 전에 주가를 높이기 위해서 자사주를 취득한다는 것이다. 또한, 최근의 자사주 취득 기업들에 대한 장기성과를 분석한 선행연구(Lee et al., 2005 ; Chou and Lin, 2004))에 의하면, 자사주 취

1) 금융감독원 정례 브리핑 자료, 상장법인 자사주 보유 추이, 2005.

2) 2006년 4월 2일, 증권선물거래소 발표자료, 매일경제신문 (2006년 4월 3일) 간접인용. 이러한 현상은 우리나라 뿐 만아니라 미국시장에서도 유사하게 나타나고 있다. 미국의 경우 자사주 매입 규모가 1980년에는 배당의 13.1%정도이었으나 1998년에는 배당의 104.4%로 급증하고 있으며, 2004년에도 2003년 매입규모의 1.5배에 달하는 것으로 보고되고 있다(연태훈, 2005).

3) 이러한 가설들 중에서 가장 대표적인 가설은 저평가 정보신호가설(information signaling hypothesis)이다. 이러한 가설에 관해서는 제2장에서 상세히 논의할 것이다.

득 기업들의 장기성과는 음(-)의 값을 보이고 있어서⁴⁾, 신호전달가설에서 기대하는 것과는 상반된 증거가 제시되고 있다⁵⁾. 특히, 최근 들어, 경영자의 기회주의적 행동가설이 자사주 취득을 보다 설득력이 있게 설명한다는 증거가 제시되고 있다(Chou and Lin, 2004 ; 변진호, 2004 ; 김윤태와 서정욱, 2005).

본 연구의 목적은 자사주취득에 대한 경영자의 기회주의적 행동가설에 관련하여 기업의 소유구조와 이익조정의 관련성을 검증하는 데 있다. 다시 말하면, 본 연구에서는 대주주지분율이 높은 기업의 경우 대주주가 자사주 취득에 관련하여 자신들의 이익을 위해서 경영자에게 영향력을 행사하여 회계이익을 고의로 왜곡하여 보고하려는 동기가 있는지를 검증하였다. 특히, 본 연구에서는 자사주 취득 공시 시점을 전후하여 기업의 이익조정행위에 차이가 있는지의 여부를 분석하고, 이러한 이익조정과 대주주지분율과의 관련성 및 이에 대한 주식시장의 평가를 실증적으로 분석하는 데 연구의 초점을 두고 있다.

연구결과, 기업은 자사주를 취득하기 전에는 될 수 있으면 낮은 가격으로 주식을 취득하고, 기존 주주의 주식 처분을 유도하기 위해서 이익을 고의적으로 하향 조정하고, 일단 자사주를 취득한 후에는 반대로 주가 상승을 유도하기 위해서 이익을 상향 조정하는 현상은 발견되지 않았다. 또한 대주주는 자신들의 이익을 도모하기 위해서 경영자에게 영향력을 행사하여 회계이익을 고의적으로 상향조정한다는 기회주의적 행동가설이 지지되지 않았다. 그러나 자사주 취득연도를 중심으로 한 연도별 분석에서는 대주주의 지분율이 높은 기업일수록 자사주의 취득연도에 이익을 상향조정하는 것으로 나타나 대주주가 자사주 취득을 기회주의적으로 이용하고 있을 가능성이 제시되었다. 그리고 자사주취득기업이 계상한 재량적 발생이 주식시장에서 갖는 정보효과는 발견되지 않았으며, 그러한 재량적 발생의 정보효과는 대주주지분율에 따라서 달라지지 않았다.

본 연구는 자사주 취득 동기를 기업의 소유구조의 관점에서 조명함으로써 다음과 같은 공헌점을 제공할 것이다. 첫째, 본 연구는 학술적으로 자사주 취득의 동기에 대한 새로운 해석을 제시하게 될 것이다. 지금까지 자사주 취득에 대한 선행연구들은 주로 저평가가설을 이용하여 자사주 취득 동기를 설명하고자 하였으나, 최근의 실증분석결과에서 자사주 취득 기업들의 영업성과나 장기성과가 저평가가설과 상반된 결과를 보여주고 있어서 저평가가설의 타성성에 대해서 의문이 제기되고 있다. 본 연구의 결과는 선행연구의 이러한 한계점을 보완하여 자사주취득의 동기를 또 다른 관점인 소유구조 측면에서 새롭게 접근하고 있다. 둘째, 본 연구는 자사주취득 시점을 전 후하여 기업의 이익조정을 분석함으로써 자사주 취득 동기에 관한 보다 구체적인 증

4) 물론 선행 연구(Ikenberry et al, 1995 ; Chan et al, 2004)와 연구대상 지역에 따라서는 장기성과가 정(+)의 성과가 있음을 보여주는 연구들도 있지만, 보다 더 정교한 방법론을 이용한 최근의 연구일수록 음(-)의 값을 보여주고 있음에 유의할 필요가 있다.

5) 설원식과 김수정(2005)의 연구에서도 임직원에게 인센티브로 지급할 자사주 취득 공시는 음(-)의 비정상수익률이 나타나고 있음을 보이고 있다.

거를 제시할 수 있을 것이다. 마지막으로, 본 연구에서는 자사주 취득과 관련하여 매도주주와 기존 주주와의 부의 이전 현상을 분석함으로써 주식시장의 건전한 발전에 도움을 주는 결과를 제공하게 될 것이다.

연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 자사주 취득기업의 이익조정에 관한 선행연구를 검토하고, 이에 기초하여 연구가설이 설정된다. 제Ⅲ장은 연구방법론으로서, 연구모형과 변수 측정 및 표본기업의 선정기준이 제시된다. 이어서 제Ⅳ장에서는 연구결과의 분석으로서 단일변량분석과 다변량분석 결과가 제시되고, 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구결과의 요약 및 결론이 제시된다.

Ⅱ. 선행연구와 가설설정

1. 선행연구의 검토

자사주 취득에 대한 국내외 연구동향은 크게 나누어, 자사주 취득의 동기, 자사주 취득이 증권시장에서 기업의 가치에 미치는 영향, 자사주 취득을 경영자의 기회주의적 행동으로 해석하는 연구, 그리고 자사주 취득에 관련된 이익조정에 관한 연구 등으로 구분할 수 있다.

먼저, 자사주 취득의 동기는 저평가에 대한 정보신호가설, 적대적 매수합병에 대한 방어수단가설, 여유현금흐름가설, 그리고 배당대체가설 등이 제시되면서 이에 관한 실증적 분석이 실시되어 왔다. 저평가신호가설(information signaling hypothesis)은 기업의 내부 경영자가 자사주 취득을 통해서 현재의 주가가 내재가치보다 낮게 평가되어 있다는 정보를 외부 투자자들에게 신호를 전달한다는 것으로서, Dann(1981), Vermaelen(1981, 1984), Lakonishok and Vermaelen(1990), Hertz and Jain(1991), Bartov(1991), McNally(1999), 우춘식과 신용균(1996), 이태희 외 2인(2000), 정성창과 이용교(2001)등의 연구가 주목된다. 최근의 연구로서, 설원식과 김수정(2005)은 기업들이 공시한 자사주 취득과 처분의 목적에 따라 주주의 부에 미치는 영향이 다르게 나타남을 보여주고 있다. 매수합병 방어가설은 기업에서 자사주취득을 매수합병에 대한 보호수단으로 사용한다는 것으로서, Bagnoli et al.(1989), Denis(1990), Bagwell(1991), Persons(1994) 및 연태훈(2005) 등의 연구가 있다. 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)은 기업이 잉여 현금흐름을 배분하거나 대리인 비용을 줄이기 위하여 자사주를 취득한다는 것으로서, Fenn and Liang(1988)과 Grullon and Michaely, 2004) 및 이익규와 주상룡(2005) 등의 연구가 대표적이다. 마지막으로 배당대체가설(dividend substitution hypothesis)은 기업이 배당의 대체수단으로 자사주를 취득한다는 것으로서 Grullon and Michaely(2002), 김철교(1997) 및 설원식 외 2인(2005)의 연구가 있다.

자사주 취득이 기업의 장기성과에 미치는 영향에 관한 연구로는 Ikenberry et al.(1995, 2000), Chan et al.(2004), Chou and Lin(2004), Lee et al.(2005), 신민식 외 2인(2002), 정성창과 이용교(2003) 및 설원식 외 2인(2005) 등의 연구가 있다.

위에서 언급한 선행연구들은 대부분 내부 경영자와 외부투자자 사이에 기업가치에 관한 정보가 비대칭이며, 내부 경영자는 주주의 부를 극대화한다는 시각에서 자사주를 취득한다고 설명하고 있다. 이에 반하여, Fried(2001)는 자사주의 취득을 대리인 이론의 관점에서 접근하고 있다. 즉, 그는 대리인인 경영자는 자사주를 주주가 아닌 자신들의 이익을 위해 기회주의적으로 활용한다는 기회주의적 행동가설을 제시함과 동시에 저평가 정보신호가설의 문제점을 지적하였다. 그의 이러한 주장은 상당수의 최근 연구에서 설득력을 얻고 있다. 저평가 정보신호가설이 타당하다면 자사주 취득 기업들의 장기성과는 정(+)의 값을 나타내야 하지만, Lee et al.(2005)과 Chou and Lin(2004)의 연구는 자사주 취득 기업들의 장기성과가 개선되지 않고 있음을 보여주고 있다.

또한, 변진호(2004)는 기업이 자사주의 가격을 상승시키기 위하여 주식의 저평가 여부와는 상관없이 자사주 매입이라는 허위정보를 시장에 보낼 수 있으며, 이러한 경우 1년간의 장기성과가 음(-)의 비정상수익률을 보이는 증거를 제시하고 있다. Chou and Lin(2004)도 자사주 취득공시 이후 해당 기업들에 대한 기업분석가들의 실적예상치가 개선되지 않고 오히려 악화되고 있다고 보고하고 있다. Jung et al.(2006)의 연구에서는 자사주의 취득과 처분을 연계하여 분석한 결과, 경영자는 주가가 하락했을 때 취득하고 상승할 때 취득한 주식을 처분함으로써 경영자들은 기회주의적으로 자사주의 취득과 처분을 혼합하여 활용하고 있다는 실증결과를 보고하고 있다.

본 연구와 직접적으로 관련성이 있는 자사주 취득과 이익조정에 대한 연구는 자사주 취득 공시시점을 중심으로 경영자가 이익조정을 하고 있는지의 여부와 이익조정에 대한 시장의 반응을 조사하는 연구로 구분된다. 먼저 Vafeas et al.(2003)은 Wall Street Journal에 공개매수(self-tender offer)를 공시한 미국 기업을 대상으로 공개 매수 공시 전 후의 7년간의 이익조정행태를 시계열로 분석하였다. 이익조정은 수정 Jones(1991) 모형을 이용하여 재량적 유동발생(discretionary current accruals), 비재량적 유동발생(non-discretionary current accruals), 재량적 비유동발생(discretionary long-term accruals), 비재량적 비유동발생(non-discretionary long-term accruals)로 구분하여 측정되었다. 연구결과, 자사주 취득기업의 취득 전 총발생액과 재량적 유동발생액이 산업과 영업성과를 기준으로 선정한 통제기업에 비해서 적은 것으로 나타났다. 그 반면에, 자사주 취득 후에는 그러한 현상이 미약하게나마 반전하는 것으로 관측되었다. 저자들은 이러한 결과를 경영자가 자사주 취득 시 이익조정을 통하여 다른 주주들의 이익을 침해하고 있는 것으로 해석하였다.

문현주(2005)는 국내 거래소 상장법인과 코스닥 등록법인 중에서 2001년부터 2003년까지 자사주를 취득한 기업의 이익조정행태를 조사하였다. 연구에서는 표본기업의 자사주취득비율과

재량적 발생액이 양(+)의 관계에 있다는 가설을 설정하였다. 연구결과, 총 발생액으로 이익조정 행위를 측정할 경우에만 코스닥기업의 자사주취득비율과 이익조정금액이 양의 상관관계에 있다는 증거가 제시되었다. 그러나 총 발생액은 경영자의 이익조정행위의 대용변수가 될 수 없으며, 통제기업이 연구설계에 포함되지 않아 연구결과의 타당성에 의문이 제기된다.

김윤태와 서정욱(2005)은 자사주 취득기업이 통제기업에 비해서 상대적으로 이익조정행위를 더 많이 하고 있는가와 이익조정의 정보성이 통제기업에 비해서 차이가 있는지를 국내 자료를 이용하여 조사하였다. 연구결과, 자사주 취득기업은 통제기업에 비해서 재량적 발생의 절대금액이 더 커서 이익조정을 상대적으로 더 많이 하고 있는 것으로 나타났다. 그 반면에, 재량적 발생의 시장반응계수(response coefficient)는 통제기업 보다 더 작게 나타났다. 저자들은 이러한 결과에 근거하여 국내에서는 자사주 취득 시 이익조정행위가 심하고, 시장에서는 경영자의 그러한 행위를 통하여 자신들의 사적 정보(private information)를 전달하기 위한 신호로 사용하기보다는 자신들의 이익을 위한 기회주의적인 동기를 달성하기 위한 수단으로 사용한다고 해석하여 이를 부정적으로 평가하고 있다고 주장하였다. 그러나 이러한 국내의 연구에서는 자사주취득시점과 같은 시점의 이익조정행위만 분석하고 있을 뿐 취득 전 후의 시점별 분석과 기업의 소유구조와의 관련성 분석이 이루어지지 않았다.

2. 연구가설

자사주 취득에 관련된 경영자의 기회주의적 행동은 허위정보신호(false information signal)이론으로 설명할 수 있다. 이러한 이론에 의하면, 경영자는 기업가치가 저평가되지 않았거나 주식을 매입할 능력이나 의도가 없이 자사주의 취득공시를 통하여 단기간에 주가를 부양하거나 경영자의 개인적인 부의 증진을 위해서 자사주 취득을 공시한다는 것이다. 본 연구에서는 이러한 경영자의 기회주의적 행동이론의 관점에서 자사주 취득과 관련하여 기업의 이익조정 여부를 검증하기 위한 가설을 설정한다.

기업은 신규공개나 유상증자 시 원활한 공개나 발행가격을 높이기 위해서 이익을 고의적으로 증가시키려는 경제적 동기를 갖는다.⁶⁾ 자사주 취득은 이와는 반대로 기업이 주식을 매입하기 때문에 낮은 가격으로 주식을 매입하기 위해서는 이익을 하향조정할 유인을 갖는다. 자사주의 취득은 주식을 계속 보유하고 있는 기존 주주가 주식을 처분하는 주주로부터 지분을 시장가격으로 구입하는 것이기 때문에 회사는 낮은 가격으로 주식을 취득하고, 주식의 처분을 유도하기 위해서 될 수 있으면 이익을 하향 조정하게 된다(Vafeas et al., 2003). 이러한 이익의 하향조정행위는 자사주 취득 전에 발생하고, 일단 자사주를 취득한 후에는 반대로 주가를 높이기 위해서

6) 신규공개에 관해서는 Teoh et al.(1998a, 1998b), 최관과 김문철(1997), 최정호(2005b)의 연구가 있고 유상증자에 관해서는 Teoh et al.(1998c) 및 최관과 백원선(1999)의 연구가 있다.

이익을 상향 조정할 유인을 갖는다. Chou and Lin(2004) 및 김윤태와 서정옥(2005)은 자사주 취득기업은 자사주 취득연도에 이익조정을 많이 한다는 연구결과를 제시하고 있다. Vafeas et al.(2003)은 공개매수기업(self-tendering firms)은 통제기업보다 매수 전에 이익을 하향조정하고 있으며, 취득 후에는 미약하지만 반대의 현상이 나타난다는 증거를 제시하였다. 본 연구에서도 이를 근거로 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 1 : 자사주 취득기업은 자사주 취득 전에는 이익을 하향조정하고, 자사주 취득 후에는 이익을 상향조정한다.

정보신호이론에 의하면 자사주의 취득에 따른 주식시장의 평가는 경영자소유비율이 높을수록 정보신호에 대한 신뢰성이 증가함으로 긍정적으로 평가되어 주식수익률이 증가한다. Vermaelen(1984)은 자사주 취득 동기에 대해서 인수합병을 방지하고 경영자의 주식매입선택권(stock option)의 가치를 높이기 위한 것이라는 이론을 제시하고 이를 실증적으로 증명하였다. 연구에서는 자사주 취득 공시 전의 내부지분율이 높을수록 자사주 취득공시에 따른 비기대수익률이 증가하는 것으로 나타났다. McNally(1999) 역시 자사주 취득비율이 높을수록, 그리고 내부소유지분율이 높을수록 자사주취득 공시를 전 후한 취득 후 보유수익률(buy-and-hold returns)이 높은 것으로 나타났다.

기업의 소유구조와 이익조정에 관해서는 상반된 두 가지 이론이 존재한다. 먼저 소유와 경영이 분리되면 대리인 비용이 증가하기 때문에 기업의 가치가 감소한다는 Jensen and Meckling(1976)의 대리인이론이 등장한 이후 많은 연구에서 이 이론의 타당성을 보고하고 있다. 이러한 이론에 따르면, 소유지분이 집중될수록 소유주와 경영자간의 이해 불일치에서 발생하는 대리인비용이 감소하기 때문에 기업의 가치가 증가한다는 것이다. 이러한 이론은 이해일치가설(convergence of interest hypothesis)로 불린다. 기업의 소유구조와 이익조정에 관해서는 최성규와 김경민(2001)은 경영자지배기업(manager-controlled firms, MC firms)은 소유자 지배기업(owner-controlled firms, OC firms)보다 재량적 발생을 많이 계상하고 있어 경영자는 자신의 기대효용을 극대화하기 위하여 회계이익을 조정한다는 증거를 제시하여 소유와 경영의 분리에 따른 회계정보의 왜곡가능성을 보고하고 있다.

이와는 정반대의 가설로서, 소액주주의 이익침해가설(expropriation of minority shareholder hypothesis)이 제기되고 있다. 이 가설은 지배주주의 지분율이 증가할수록 지배주주는 자신들이 직접 경영에 직접 참여하거나 또는 경영자를 효과적으로 지배하여 자신들의 효용을 극대화하기 위한 행동을 하기 때문에 외부소액주주의 이익이 침해된다는 이론이다.⁷⁾ 이러한 이론에 따르면 대주주지분율이 증가할수록 기업가치는 하락한다.

7) 지배주주의 이러한 행동을 재무론에서는 흔히 터널링(tunneling)이라고 부른다.

우리나라를 비롯한 동아시아의 기업은 소유와 경영이 분리되지 않은 경우가 많다. 이에 따라서 대주주에게 기업의 모든 권한이 집중되어 있기 때문에 대리인 문제가 소유주와 경영자간인 아닌 지배주주와 외부소액주주간에 더욱 심각하다(La Porta et al., 2000 ; Claessens et al., 2000 ; 안홍복 외 2인, 2002). 특히, 우리나라 기업은 지배주주에 의한 소유경영을 특징으로 한다. 지배주주는 보유지분이 부족할 경우 친족을 중심으로 한 특수관계인의 보유지분을 통하여 경영에 대한 전반적인 통제권을 행사하며, 직·간접적으로 경영에 참가하고 있다(Jung et al. 2001). 본 연구에서는 이러한 사실에 기초하여 기업의 소유지분과 이익조정과의 관련성에 초점을 두고자 한다. 이와 관련하여 박종일(2003)은 대주주의 지분율이 증가할수록 기업의 이익조정이 증가한다는 연구결과를 제시하고 있다.⁸⁾ 따라서 본 연구에서 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2 : 자사주 취득기업이 자사주 취득 전에는 이익을 하향 조정하고, 자사주 취득 후에는 이익을 상향조정하는 정도는 대주주가 지배하는 기업일수록 더 크다.

경영자가 이익조정을 위해서 계상하는 재량적 발생의 정보효과는 두 가지 상반된 측면이 있다. 첫째, 재량적 발생은 미래현금흐름에 관한 경영자의 사적 정보(private information)를 반영하기 때문에 회계이익의 정보성을 높이는 긍정적인 정보신호 역할을 한다. 둘째, 재량적 발생은 경영자가 특정한 목적을 달성하기 위해서 기회주의적으로 이익을 조정하기 위한 수단으로 악용될 수 있기 때문에 역기능의 가능성이 존재한다. 재량적 발생의 정보효과를 조사한 대부분의 연구는 재량적 발생의 긍정적 정보효과를 보고하고 있다(Subramanyam, 1996 ; Guay et al., 1996 ; 최정호, 2005a). 그러나 자사주 취득의 경우 이익조정의 정보효과는 대주주의 자사주 취득 동기에 따라 달라진다. 만일 투자자들이 대주주가 주가가 저평가되었다는 정보신호를 보내기 위해서 경영자에게 영향력을 행사하여 이익을 상향조정하고 자사주를 취득한다고 해석하면 긍정적인 정보효과를 지닐 것이다. 반대로, 대주주가 자신의 이익을 극대화하기 위해서 자사주 취득 후에 경영자로 하여금 이익을 상향조정하도록 하면 허위신호로 해석하여 부정적인 정보효과가 나타날 것이다. 변진호(2004)는 경영성과가 좋지 않은 기업이 저평가를 이유로 자사주를 취득한 허위정보신호를 보낸 기업의 장기적 시장성과가 음(-)이라는 결과를 보고하였다. Chou and Lin(2004)도 자사주 취득 3개월 후 12개월 동안 음의 초과수익률을 얻어 경영자의 허위신호(false signal) 전달의 가능성을 제기하였다. 또한 김운태와 서정욱(2005)은 자사주 취득기업의 재량적 발생에 대한 투자자의 반응을 통제기업과 비교 분석한 결과, 역시 부정적이라는 결론을 제시하고 있다. 이러한 연구결과는 자사주 취득에 대한 경영자의 기회주의적 행동가설이 타당성이 있을 가능성을 시사한다.

8) 본 연구에서 대주주는 자사주 처분에 참여하지 않는다고 가정하였다.

최성규와 김경민(2001)은 경영자지배기업의 재량적 발생이 소유자지배기업에 비하여 큰 반면, 주가에 대한 반응계수는 오히려 더 작다는 사실을 보고하고 있어 경영자의 기회주의적인 이익조정행위에 대해서 투자자는 부정적으로 평가하고 있음을 보고하고 있다. 만일 경영자가 대주주 뿐만 아니라 외부소액주주의 이익을 위해서 자사주를 취득한다는 정보신호가설이 타당하다면 이익조정은 시장에서 긍정적으로 평가될 것이다. 그러나 경영자가 대주주의 이익만을 극대화하기 위해서 자사주 취득을 허위신호로 전달하기 위해서 이익을 조정한다면 이익조정은 시장에서 부정적으로 평가될 것이다. 본 연구에서는 이러한 상반된 이론에 대해서 가설 3을 다음과 같이 귀무가설 형태로 설정하였다.

가설 3 : 자사주 취득기업의 이익조정에 대한 정보효과는 대주주의 소유비율과 관련성이 없다..

III. 연구방법론

1. 연구모형

가. 가설 1과 가설 2의 검증

연구가설 1과 2를 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$\begin{aligned} \text{DAC} = & a_0 + a_1\text{TIME} + a_2\text{OWN} + a_3\text{TIME} \cdot \text{OWN} + a_4\text{CFO} + a_5\text{ABSTAC} \\ & + a_6\text{SIZE} + a_7\text{LEV} + a_8\text{LOSS} + a_9\text{NICHG} + e \end{aligned} \quad (1)$$

모형 (1)에서 변수의 정의는 다음과 같다.

- DAC : 수정 Jones 모형으로 추정한 재량적 발생/기초 총자산
- TIME : 자사주 취득 공시 후 연도이면 1, 공시 전 연도면 0
- OWN : 최대주주지분율이 20%이상이면 1, 그렇지 않으면 0
- CFO : 영업현금흐름/기초 총자산
- ABSTAC : 전 년도 총 발생액 절대 값/기초 총자산
- SIZE : 기업규모(총자산의 자연대수 값)
- LEV : 차입금의존도(부채/총자산)
- LOSS : 당기순손실이면 1, 그렇지 않으면 0
- NICHG : 당기순이익이 증가하였으면 1, 그렇지 않으면 0

모형 (1)에서 만일 자사주 취득 전보다 취득 후에 이익을 더 많이 상향조정하면 TIME의 추정 계수 a_1 의 부호는 양(+)의 값을 갖을 것이다(가설1). TIME · OWN은 대주주소유비율과 이익조정 관련성이 자사주 취득시점에 따라서 달라지는 가(가설 2)를 검증하기 위한 상호작용 변수이다. 만일 가설 2가 타당하다면 a_3 는 a_1 보다 더욱 큰 양(+)의 값을 보일 것이다.

모형 (1)에는 실험변수 외에도 재량적 발생에 영향을 미치고 있는 것으로 선행연구에서 제시된 변수들이 통제변수로 포함되었다. CFO는 선행연구(Dechow et al., 1995 ; Becker et al., 1998 ; DeFond and Subramanyam, 1998 ; 나종길과 최정호, 2000)에서 재량적 발생과 음의 관계가 있는 것으로 나타났다.⁹⁾ ABSTAC는 재량적 발생과 음의 관계가 있다는 증거가 제시되었다(Becker et al. 1998). SIZE는 많은 생략변수(omitted variables)의 대용변수가 될 수 있어 통제변수에 포함되었다. 부채비율도 이익조정과 관련이 있는 것으로 나타나고 있다. DeFond and Jambalvo(1994)와 Sweeney(1994)는 경영자는 부채계약조항을 준수하기 위해서 재량적 발생을 통하여 이익을 상향조정한다고 주장하고 있다. 마지막으로, Burgstahler and Dichev(1997)는 기업은 손실의 발생이나 이익의 감소를 회피하기 위해서 이익을 상향조정하고 있다는 연구결과를 제시하고 있어 당기순손실 및 이익의 증가 여부가 명목변수로 추가되었다.

나. 가설 3의 검증

연구가설 3을 검증하기 위한 모형 2는 다음과 같다.

$$R = b_0CFO + b_1DAC + b_2NDAC + b_3OWN \cdot DAC + e \quad (2)$$

R : 연간 주식수익률
 CFO : 영업현금흐름
 DAC : 수정 Jones 모형으로 추정된 재량적 발생
 NDAC : 수정 Jones 모형으로 추정된 비재량적 발생
 OWN : 최대주주지분율이 20%이상이면 1, 그렇지 않으면 0

모형 (2)는 대주주소유비율에 따른 재량적 발생의 정보효과를 분석하기 위한 모형이다. 이러한 모형은 재량적 발생의 정보효과를 검증한 Subramanyam(1996)의 모형에 기초한다. 독립변수에 포함된 변수는 회계이익을 영업현금흐름(CFO)과 회계발생액으로 구분하였고, 회계발생액은 수정 Jones 모형에 의거하여 재량적 발생(DA)과 비재량적 발생(NDA)으로 구분된다. 모형 (2)에는 본 연구의 실험변수인 최대주주지분비율(OWN)이 DA와 상호작용변수로 포함되었다. 만일 경영자가 대주주 뿐만 아니라 외부소액주주의 이익을 위해서 자사주를 취득한다는 정보신호가 설이 타당하다면 이익조정은 시장에서 긍정적으로 평가되기 때문에 b_3 는 양(+)의 값을 보일 것이다. 그러나 경영자가 대주주의 이익만을 극대화하기 위해서 자사주 취득을 허위신호로 전달하기 위해서 이익을 조정한다면 이익조정은 시장에서 부정적으로 평가되기 때문에 음(-)의 값을 보일 것이다.

9) Dechow et al.(1995)은 극단적으로 높거나 낮은 수준의 영업현금흐름을 지닌 기업의 재량적 발생을 Jones 모형에 의해서 추정할 경우 편의(bias)가 발생한다고 주장하고 있다.

2. 변수의 측정

가. 종속변수

(1) 이익조정(재량적 발생, DAC)

발생주의에 의해서 결정되는 회계이익에는 발생항목이 포함된다. 발생항목 중에는 재량적 발생은 경영자의 재량에 의해서 결정된다. 이러한 재량적 발생은 경영자의 기업의 내부정보에 대한 경영자의 사적정보(private information)를 반영하기 때문에 정보가치로서 긍정적인 효과도 있지만 경영자의 기회주의적인 이익조정 수단으로 활용되는 부정적인 측면도 지닌다. 본 연구에서도 많은 선행연구에서와 같이 경영자의 이익조정을 재량적 발생으로 측정하였다. 본 연구에서는 DeFond and Jambalvo(1994)연구에서와 같이 Jones(1991) 모형을 이용한 횡단면 분석에 의해서 재량적 발생을 추정하였다. Jones 모형에 의해서 재량적 발생을 추정하는 방법에는 횡단면 분석과 시계열 분석이 있다. 횡단면 분석은 많은 관찰치의 확보가 가능하며, 생존편의(survivorship bias)의 위험이 적은 장점이 있기 때문에 여러 연구에서 이용되고 있다¹⁰⁾. Subramanyam(1996)은 횡단면분석에 의한 Jones 모형의 추정회귀계수가 시계열 분석에 의한 추정회귀계수보다 더 안정적이라는 연구결과를 제시하고 있다. 또한 Bartov et al.(2000)은 재량적 발생과 비적정감사의견(audit qualification)과의 관계를 연구하면서 7가지 모형의 성과를 비교한 결과 Jones 모형 및 수정 Jones 모형을 이용할 경우, 횡단면 분석이 시계열 분석보다 더 좋은 성과를 가져온다는 사실을 발견하였다. 본 연구에서도 이러한 사실에 기초하여 횡단면 분석을 통하여 재량적 발생을 추정하였다.

재량적 발생의 추정모형은 구체적으로 다음과 같다. 모형 (3)에서는 비재량적발생은 매출액의 증감 및 유형 자산 수준으로 결정된다는 가정을 하고 있다.

$$TAC_{j,t}/A_{j,t-1} = b_0(1/A_{j,t-1}) + b_1(\Delta REV_{j,t}/A_{j,t-1}) + b_2(PPE_{j,t}/A_{j,t-1}) + e_{j,t} \quad (3)$$

모형 (2)에서 변수는 정의는 다음과 같다.

- $TAC_{j,t}$: 총발생
- $\Delta REV_{j,t}$: 매출액의 변동
- $PPE_{j,t}$: 상각대상고정자산
- $e_{j,t}$: 잔차항
- j : 기존 기업, t : 기간

모형 (3)은 연구기간 중에 자사주를 취득하지 않은 모든 통제기업(j)을 대상으로 하여 산업별 및 연도별로 추정하였다. 총발생은 회계이익에서 영업현금흐름을 차감하여 계산하며, 각 변수를

10) Jones 모형을 횡단면으로 추정하여 재량적 발생을 산출한 연구는 Subramanyam(1996), Becker et al.(1998)을 비롯한 많은 연구가 있으며, 국내 연구로는 나종길과 최정호(2000), 나종길과 최관(2003) 등의 연구가 있다.

총자산으로 나누는 이유는 잔차의 이분산성을 통제하기 위함이다.

모형 (3)에서 추정한 회귀계수를 모형 (4)에 적용하여 다음과 같이 자사주 취득기업의 재량적 발생액(DAC)을 산출하였다. 이러한 방법으로 추정된 자사주취득기업(i)의 재량적 발생은 동일 기간에 통제기업(j)이 계상한 재량적 발생과의 차이를 의미한다. 모형 (4)에서 신용매출은 경영자의 재량에 의해서 결정될 수 있기 때문에 Dechow et al.(1995)에서와 같이 매출액에서 이를 차감한 수정 Jones 모형을 의미한다.

$$DAC_{i,t} = TAC_{i,t}/A_{i,t} - [\hat{a}(1/A_{i,t-1}) + \hat{b}_1(\Delta REV_{i,t}/A_{i,t-1} - \Delta REC_{i,t}/A_{i,t-1}) + \hat{b}_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1})] \quad (4)$$

모형 (4)에서 변수의 정의는 다음과 같다.

$DAC_{i,t}$: 자사주 취득기업 i의 t 기간의 재량적 발생

$\Delta REC_{i,t}$: 매출채권의 변동

다른 변수는 모형 (3)과 동일

(2) 주식수익률(R)

주식수익률은 많은 선행연구와 같이 회계연도 시작 3개월 후부터 다음 회계연도 종료 후 3개월까지의 월간수익률로 계산한다. 그 이유는 재무제표가 회계연도 종료 후 3개월까지는 주식시장에 공시되어 투자자들에게 그 내용이 알려지기 때문이다. 주식수익률은 취득 후 보유수익률과 시장수익률을 차감한 취득 후 보유초과수익률의 두 가지 방법으로 계산한다. 시장수익률은 동일 가중평균수익률을 이용하였다.

$$(1) \text{취득 후 보유수익률(buy-and-hold raw returns, BHR)} = \Pi_{t=1}^{12}(1+r_{it}) - 1$$

$$(2) \text{취득 후 시장조정 보유비정상수익률(buy-and-hold market adjusted abnormal returns, BHCAR)} = \Pi_{t=1}^{12}(1+r_{it}) - \Pi_{t=1}^{12}(1+R_{mt})$$

나. 독립변수

(1) 소유구조(OWN)

본 연구에서 소유구조는 최대주주지분율로 측정한다. 최대주주지분율이 높을수록 소유가 집중되어 있어 대주주가 계열기업 전체를 지배하거나(Jung et al., 2001) 경영자를 효과적으로 통제할 수 있기 때문에 자신들의 이익을 극대화하기 위해서 외부소액주주의 이익을 침해할 가능성이 있다. 지배주주의 영향력을 측정하기 위해서 선행연구에서 최대주주의 지분율이 사용되고 있다(박종일, 2003). 본 연구에서도 소유구조가 집중되어 있는 국내기업의 지배구조를 고려하여 변진호(2004)와 최성규와 김경민(2001)의 연구와 같이 최대주주가 보유한 보통주 지분율로 측정한다. 최성규와 김경민의 연구에서는 우리나라의 경우 대주주 1인의 지분율 20%—30%가 경영

권 확보를 위한 적정 지분율이라는 임웅기(1986)에 근거하여 대주주 1인 지분율이 15%를 경영 자지배기업의 상한으로 보고, 35%를 소유자지배기업의 하한으로 구분하였다. 본 연구에서도 선행연구에 근거하여 최대주주지분율이 20%를 초과하는 경우 대주주가 지배하는 기업(OC firms)으로서 1, 그렇지 않은 경우(MC firms) 0로 하였다.¹¹⁾ 이 비율은 자사주 취득 공시 전 연도 말 사업보고서의 자료를 이용하여 수집하였다.

3. 표본선정

본 연구에서는 2000년부터 2004년 말까지 증권선물거래소에서 자사주를 직접 매입한 기업들을 조사대상으로 한다. 구체적인 표본선정기준은 다음과 같다.

- ① 결산일이 12월 말인 기업으로서 자사주취득 목적이 주가관리로 명시된 기업
- ② 금융업종은 제외
- ③ 합병 또는 관리기업 제외
- ④ 한국신용정보주식회사 KIS Value의 회계자료와 주식수익률의 이용이 가능한 기업

첫 번째 조건은 표본기업의 재무적 발생액을 연도별·산업별로 추정하는 과정에서의 편의를 위함이다. 두 번째 조건은 금융관련 산업은 다른 산업에 비해 규제가 심하며, 동일한 계정과목이라고 하더라도 일반 제조기업과는 다른 의미로 사용되기 때문에 포함되었다. 세 번째 조건은 합병 또는 관리대상기업은 정상적인 상태의 일반기업과는 달리 재무제표와 주식수익률에 이상 현상이 발생할 가능성이 높기 때문에 포함되었다. 네 번째 조건은 다변량회귀분석을 위한 자료의 이용가능성 때문에 추가되었다.

조사기간 중에 자사주를 여러 번 취득한 경우에는 최초 취득연도만을 포함하였고, 조사연도는 실제취득 시작일을 기준하였다. 자사주취득에 관련된 이익조정 분석기간은 자사주취득의 의사결정이 장기간에 걸쳐 계획되지 않는 것으로 판단하고 Vafeas et al.(2003)의 연구와 유사하게 자사주 취득을 전 후한 5년간으로 설정하였다. 따라서 표본기업에 대한 분석기간은 1998년부터 2006이 된다.

<표 1>은 표본기업의 산업별 현황을 표시하고 있다. 표본기업은 모두 125개 기업이며, 석유화학·고무플라스틱이 34개 기업으로 가장 많고, 컴퓨터·전기전자·의료정밀 산업이 15개 기업으로 다음을 차지하고 있다.

11) 이와 같은 구분이 임의적이기 때문에 30%를 기준으로 하여 소유구조를 재추정하여 분석한 결과 차이가 없었다.

〈표 1〉 표본기업의 연도별·산업별 현황

산 업 별	
산 업	기업 수
어업·음식료품	6
섬유의복·가죽신발	6
목재종이·가구·기타	3
석유화학·고무플라스틱	34
비금속광물	2
1차금속·조립금속	11
기타기계장비	7
컴퓨터·전기전자·의료정밀	15
자동차·운송장비	7
종합건설	7
도소매·상품중개	12
기 타	15
계	125

IV. 연구결과의 분석

1. 표본기업의 주요재무비율

연구결과를 분석하기 앞서 표본기업의 재무성과를 살펴보았다. <표 2>에는 자사주 취득연도를 기준으로 하여 취득 2년 전부터 취득 후 2년까지의 표본기업의 순이익과 순이익의 구성요소인 영업현금흐름 및 총발생액의 수준이 제시되고 있다. 또한 이 표에는 여러 가지 재무비율인 매출액, 차입금의존도 및 취득 후 보유수익률이 나타나 있다. 먼저 순이익(NI)의 평균과 중위 값은 취득을 전 후한 모든 연도에서 통계적으로 유의한 양의 값을 보이고 있으며, 중위 값의 경우 자사주 취득 2년 전보다 1년 전에 크게 증가하여 계속 같은 수준을 유지하고 있다. 영업현금흐름(CFO)의 평균과 중위 값 역시 모두 통계적으로 유의한 양의 수준을 보이고 있으며, 조사기간에 거의 동일한 수준을 유지하고 있다. 총발생액(TAC)은 조사기간 중에 모두 음의 값을 보이고 있고, 자사주 취득 2년 전에 가장 작은 값을 보이고 있으며, 취득연도를 중심으로 점차 증가하고 있으나 연도 별로 큰 차이를 보이고 있지 않다.

〈표 2〉 표본기업의 주요 재무비율

시계열	-2	-1	0	1	2
순이익(NI)					
평균	0.039	0.060	0.050	0.039	0.059
중위값	0.025	0.043	0.043	0.044	0.044
표준편차	0.068	0.064	0.053	0.067	0.154
t 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
Wilcoxon 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
영업현금흐름(CFO)					
평균	0.090	0.081	0.079	0.074	0.084
중위값	0.077	0.068	0.064	0.071	0.071
표준편차	0.097	0.010	0.090	0.079	0.138
t 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
Wilcoxon 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
총발생액(TAC)					
평균	-0.051	-0.022	-0.030	-0.035	-0.042
중위값	-0.052	-0.012	-0.026	-0.034	-0.033
표준편차	0.081	0.087	0.079	0.078	0.119
t 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
Wilcoxon 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
매출액					
평균	1.023	1.077	1.116	1.069	0.991
중위값	0.868	0.914	0.921	0.900	0.843
표준편차	0.888	1.007	1.191	0.994	1.163
t 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
Wilcoxon 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
차입금의존도					
평균	0.523	0.462	0.466	0.446	0.448
중위값	0.504	0.460	0.465	0.443	0.447
표준편차	0.202	0.154	0.166	0.173	0.185
t 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
Wilcoxon 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01
취득 후 보유수익률(BHR)					
평균	0.357	0.189	-0.073	0.620	-0.153
중위값	0.008	-0.061	-0.183	0.441	-0.220
표준편차	0.924	0.907	0.529	0.970	0.387
t 검증의 p값	<0.01	0.02	0.12	<0.01	<0.01
Wilcoxon 검증의 p값	<0.01	0.93	<0.01	<0.01	<0.01
취득 후 보유 초과수익률(BHCAR)					
평균	-0.237	-0.148	-0.233	-0.091	-0.203
중위값	-0.472	-0.297	-0.286	-0.313	-0.204
표준편차	0.921	0.793	0.384	0.816	0.261
t 검증의 p값	<0.01	0.04	<0.01	0.21	<0.01
Wilcoxon 검증의 p값	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01	<0.01

- 1) 시계열의 0은 자사주 취득연도를 의미하고, 음의 값은 취득이전 연도를, 그리고 양의 값은 취득 이후 연도를 나타냄
- 2) 모든 변수는 차입금의존도를 제외하고 기초총자산으로 나누어 계산함
- 3) t 검정과 Wilcoxon 검정의 p값은 각각 변수의 평균과 중위값이 0이라는 가정에 대한 양측 검정시 p값을 의미함
- 4) 총발생액은 순이익에서 현금흐름을 차감하여 계산함
- 5) 취득 후 보유수익률(BHR) : $\prod_{t=1}^{12} (1+r_{it}) - 1$,
 취득 후 보유 초과수익률(BHCAR) : $\prod_{t=1}^{12} (1+r_{it}) - \prod_{t=1}^{12} (1+Rm_t)$

주요 재무비율인 매출액과 차입금의존도는 모두 양의 값을 보이고 있으며 연도별로 큰 차이를 보이고 있지 않으나 매출액의 평균 값은 0년도에 가장 높은 값인 1.116으로 나타나 있다. 주식의 취득 후 보유수익률(BHR)의 중위 값을 보면, 자사주 취득 1년 전에 통계적으로 유의하지는 않지만 음의 값을 보이고 있으며, 취득 연도에는 통계적으로 유의한 음의 값을 나타내고 있다. 이러한 현상은 주식시장에서 주가가 하락하여 주가관리를 위해서 자사주를 취득하는 목적에 일맥상통한다고 볼 수 있다. 그러나 자사주 취득 1년 후에는 다시 주가가 대폭 상승하여 높은 수준을 유지하고 있다. 이와 같이 주식의 취득후 보유수익률(BHR)이 자기주식을 취득한 시점을 중심으로 모두 음의 값을 보인 것은 순이익(NI)이나 영업현금흐름(CFO)의 평균 또는 중위값이 모두 통계적으로 유의한 양의 값을 나타내고 있는 것을 감안하면 경영성과보다는 주식시장의 전반적인 하락 장세에 기인한 것으로 보인다.

한편, 취득 후 보유초과수익률(BHCAR)은 조사기간 중에 시장 전체와 비교하여 평균 및 중위 값 모두 음의 값을 보여 전반적으로 주가가 저조한 것으로 관측되었다.

2. 변수의 기술적 통계

<표 3>에는 연구모형에 포함된 변수의 기술적 통계가 나타나 있다. 취득 후 보유수익률(BHR)의 평균은 0.187로서 양의 값을 보이고 있으나 중위 값은 음의 값을 갖고 있고 표준편차가 커서 업체별로 큰 차이를 보이고 있다. 취득 후 보유초과수익률(BHCAR)의 평균과 중위 값은 모두 음의 값을 보이고 있어 시장 전체와 비교하여 표본기업의 주가가 저조한 성과를 보이고 있다. 재량적 발생(DAC)도 평균 및 중위 값 모두 음의 값을 갖는 것으로 나타났으나 영업현금흐름의 비율은 양의 값을 갖고 있다. 최대주주지분율의 평균은 31%로서 중위 값과 큰 차이를 보이고 있지 않다. 그리고 통제변수로 포함된 당기순손실(LOSS)의 평균비율은 0.102로서 약 10%의 기업·연도에 적자를 나타내고 있으며, NICHG의 평균은 0.618로서 당기순이익이 증가한 경우가 60%를 상회하고 있다.

〈표 3〉 변수의 기술통계

변수명	평 균	표준편차	중위값	최저값	최고값
BHR	0.187	0.827	-0.035	-1.000	5.227
BHCAR	-0.182	0.685	-0.293	-1.952	4.884
DAC	-0.001	0.139	-0.001	-1.338	0.883
CFO	0.082	0.102	0.071	-0.182	1.284
OWN	31.115	15.681	29.600	0.000	85.100
NDAC	0.083	0.206	0.076	-0.851	2.413
ABSTAC	0.110	0.596	0.051	0.000	13.829
SIZE	19.517	1.491	19.064	17.067	24.844
LEV	0.470	0.178	0.464	0.078	1.524
LOSS	0.102	0.303	0.000	0.000	1.000
NICHG	0.618	0.486	1.000	0.000	1.000

1) 변수의 정의는 다음과 같음

BHR(취득 후 보유수익률) : $\Pi_{t=1}^{12}(1+r_{it})-1$,

BHCAR(취득 후 보유 초과수익률) : $\Pi_{t=1}^{12}(1+r_{it})-\Pi_{t=1}^{12}(1+R_{mt})$

DAC : 수정 Jones 모형으로 추정 한 재량적 발생

CFO : 영업현금흐름/전년도 총자산

OWN : 최대주주지분율

NDAC : 비재량적발생(TAC-DAC)

ABSTAC : 전기 총발생액의 절대값/전년도 총자산

SIZE : 총자산(천원)의 자연대수값

LEV : 부채/총자산

LOSS : 당기순손실이면 1, 그렇지 않으면 0

NICHG : 당기순이익이 전년도보다 증가했으면 1, 그렇지 않으면 0

2) 연구모형은 각 변수의 극단치를 제거하기 위해서 각 변수의 최상위 및 최하위 1%값으로 조정하고 (winzorize) 추정하였음.

3. 단일변량분석

기업의 소유구조와 이익조정과의 관련성을 조사하기 위한 다변량분석을 실시하기에 앞서 주식취득 연도를 중심으로 조사한 재량적 발생의 시계열 분포가 <표 4>에 제시되어 있다. 있다. 재량적 발생은 자사주 취득 1년 전에만 통계적으로 유의한 양의 값을 갖고 있고 나머지 연도에 서는 모두 통계적으로 유의하지 않다. 이러한 현상은 기업이 자사주 취득 1년전에 이익을 상향 조정하는 해석이 가능하나 자사주 취득에 관련하여 전반적으로 이익의 상향 조정이 이루어진다

고 볼 수 없다. 이러한 결과는 Vafeas et al.(2003)이 미국의 공개매수제의 기업(self tender offer firms)의 자료를 근거로 하여 보고한 기업이 자사주취득 전에는 이익을 하향조정하고 자사주 취득 후에는 반대로 이익을 상향조정한다는 증거와는 일치하지 않는다. 또한 이는 국내자료를 토대로 김윤태와 서정욱(2005)이 자사주 취득연도에 기업이 계상한 재량적 발생이 통제기업보다 크다고 주장한 연구결과와도 일치하지 않는다. 이러한 차이는 표본기간 및 연구방법론의 차이에 기인할 가능성이 있다.¹²⁾

〈표 4〉 재량적 발생(DAC)의 시계열분포

시계열	-2	-1	0	1	2	전체연도
평균	-0.005	0.028	-0.008	0.005	-0.025	-0.001
중위값	-0.013	0.008	0.003	0.002	-0.014	-0.001
표준편차	0.112	0.147	0.124	0.108	0.186	0.139
t 검증의 p값	0.65	0.04	0.48	0.65	0.15	0.84
Wilcoxon 검증의 p값	0.70	0.09	0.77	0.64	0.21	0.76
표본수	122	120	120	119	121	602

- 1) 시계열의 0은 자사주 취득연도를 의미하고, 음의 값은 취득이전 연도를, 그리고 양의 값은 취득이후 연도를 나타냄
- 2) t 검증과 Wilcoxon 검증의 p값은 각각 변수의 평균과 중위값이 0이라는 가정에 대한 양측 검증시 유의수준을 의미함
- 3) 재량적 발생은 수정 Jones 모형(Dechow et al. 1995)을 산업별·연도별로 추정하여 계산함

<표 5>에는 본 연구에서 관심사항인 기업의 소유구조와 재량적 발생이 연도별로 제시되어 있다. 이 표를 보면, 전체 분석기간과 대부분의 연도에 있어서 최대주주지분율이 20% 이상인 기업(OWN 1)의 재량적 발생과 그렇지 않은 기업(OWN 0)의 재량적 발생의 평균과 중위 값이 통계적으로 유의한 차이를 보이지 않고 있어 대주주지분율에 따른 이익조정의 차별화가 관측되지 않고 있다. 다만, 자사주 취득연도(0년도)에는 OWN 1 그룹의 재량적 발생의 평균 0.007이 OWN 0 그룹의 재량적 발생 평균 -0.049보다 크고 10% 수준에서 유의하여 대주주지분율에 따라서 이익의 조정이 차이를 보이고 있다.

12) 김윤태와 서정욱(2005)의 연구에서는 조사기간이 1994년부터 2002년까지이며, 재량적 발생의 절대값을 사용하여 이익조정의 방향을 고려하지 않았다.

〈표 5〉 소유구조와 재량적 발생(DAC)의 시계열분포

	DAC	-2	-1	0	1	2	전체연도
OWN 1	평균	-0.006	0.030	0.007	-0.005	-0.026	0.000
	중위 값	-0.013	0.014	0.006	-0.001	-0.024	-0.003
	표본 수	92	86	88	85	80	431
OWN 0	평균	-0.000	0.022	-0.049	0.028	-0.021	-0.004
	중위 값	-0.016	0.001	-0.004	0.013	0.010	0.002
	표본 수	30	34	32	34	41	171
t 값 (p 값)		-0.30 (0.77)	0.23 (0.81)	1.76 (0.09)	-1.31 (0.20)	-0.12 (0.90)	0.31 (0.76)
Z 값 (p 값)		-0.30 (0.77)	0.77 (0.44)	1.40 (0.16)	-0.90 (0.37)	-1.07 (0.29)	-0.12 (0.90)

- 1) 시계열의 0은 자사주 취득연도를 의미하고, 음의 값은 취득이전 연도를, 그리고 양의 값은 취득 이후 연도를 나타냄
- 2) t 값과 Z 값의 p값은 각각 두 그룹간의 재량적 발생의 평균 및 중위 값에 대한 t 검정과 Mann-Whitney 검정에 대한 유의 수준을 의미함(양측 검정)
- 3) 재량적 발생은 수정 Jones 모형(Dechow et al. 1995)을 산업별·연도별로 추정하여 계산함
- 4) OWN 1은 최대주주지분율이 20%이상인 기업을 의미하고, OWN 0는 최대주주지분율이 20%미만인 기업을 의미함

4. 다변량분석

가. 가설 1과 가설 2의 검증결과

<표 6>에는 모형 (1)에 포함된 모든 변수간의 Pearson 상관계수가 나타나 있다. 먼저, BHR과 BHCAR는 CFO와 DAC는 양의 상관관계에 있으나 통계적으로 유의하지 않다. 이와 같이 주식 수익률과 DAC의 상관관계가 나타나지 않은 것에 대해서 재량적 발생을 통한 이익조정이 경영자의 사적 정보를 전달하기 위한 수단이라기보다는 경영성과를 왜곡하기 위한 이익조정 수단으로 활용되어 잡음 효과가 있다는 해석이 가능하다. 그러나 SIZE, LEV 및 NICH와는 1% 수준에서 유의한 상관관계를 보여, 기업규모가 클수록, 차입금의존도가 높을수록 그리고 이익이 증가한 경우에 주식의 취득 후 보유수익률이 높은 것을 알 수 있다. DAC와 CFO의 상관계수는 -0.447(1% 수준에서 유의)로서 두 변수가 음의 상관관계를 보이고 있다는 많은 선행연구(나종길과 최정호, 2000 ; 최정호, 2005a)와 일치한다. 본 연구에서 관심변수인 OWN과 DAC와는 양의 상관관계를 갖고 있으나 통계적으로 유의하지 않아 재량적 발생은 소유구조와 관련성이 없는 것으로 나타났다. 그러나 OWN은 SIZE 및 LEV와 음의 상관관계를 보여 기업규모가 크고 차입

금의존도가 높을수록 대주주지분율은 감소하는 것으로 관측되었다. 기타 통제변수인 ABSTAC는 SIZE 및 LEV와 양의 상관관계에 있으며, SIZE도 LEV와 NICH와 양의 상관관계를 보여 기업규모가 클수록 차입금의존도가 증가하고 있으며, 이익의 증가빈도가 높은 것을 알 수 있다.

〈표 6〉 변수간의 상관관계분석

	BHCAR	CFO	DAC	OWN	NDAC	ABSTAC	SIZE	LEV	LOSS	NICHG
BHR	0.829 ^a	0.051	0.051	-0.094 ^b	-0.005	0.036	0.126 ^a	0.139 ^a	-0.042	0.154 ^a
BHCAR		0.064	0.036	-0.109 ^a	0.010	0.005	0.151 ^a	0.135 ^a	-0.067 ^c	0.207 ^a
CFO			-0.447 ^a	-0.049	0.797 ^a	0.100 ^a	0.156 ^a	-0.138 ^a	-0.212 ^a	0.259 ^a
DAC				0.022	-0.897 ^a	-0.067 ^a	0.001	-0.019	-0.130 ^a	-0.000
OWN					-0.041	-0.071 ^c	-0.254 ^a	-0.134 ^a	0.012	-0.096 ^b
NDAC						0.095 ^b	0.079 ^b	-0.061	-0.014	0.132 ^a
ABSTAC							0.162 ^a	0.094 ^a	-0.023	0.067
SIZE								0.313 ^a	-0.025	0.085 ^b
LEV									0.217 ^a	0.042
LOSS										-0.321 ^a

1) 변수에 대한 정의는 <표 4>를 참조하기 바람

2) a, b 및 c는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함을 의미함

<표 7>에는 전체 조사대상 기간 자료에 의해서 가설 1과 가설 2를 검증하기 위한 모형 (1)의 추정결과가 제시되어 있다. 이는 극단치의 영향을 제거하기 위해서 각 연속변수의 값을 상위 99%와 하위 1%의 수준으로 조정한(winsorize) 후에 실시된 결과이다. 모형 (1-1)은 가설 1을 검증하기 위해서 자사주취득 전과 후를 구분하기 위한 TIME 변수가 실험변수로 포함된 모형의 추정결과이다. 만일 기업이 자사주 취득 이전보다 이후에 이익을 상향조정한다면 a_1 은 통계적으로 유의한 양의 값을 보일 것이다. 모형 (1-2)는 가설 2를 검증하기 위해서 기업의 소유구조를 의미하는 OWN이 실험변수로 포함된 모형의 추정결과이다. 만일 최대주주지분율이 높은 소유주지배기업이 자사주취득에 관련하여 이익을 상향조정한다면 a_2 는 통계적으로 유의한 양의 값을 나타낼 것이다. 모형 (1-3)은 TIME과 OWN 변수 각각의 증분효과를 검증하기 위하여 두 변수가 동시에 포함된 완전모형(full model)의 추정결과를 의미한다. TIME · OWN은 소유구조에 따른 이익조정 행태가 자사주 취득 시점을 전후하여 변화가 있는지를 조사하기 위해서 포함된 상호작용변수이다.

<표 7>에 제시되어 있는 분석결과를 살펴보면, 3가지 모형의 F 값은 모두 0.18로서 1%수준에서 유의하다. 먼저 가설 1을 검증하기 위한 모형 (1-1)의 추정에서 TIME의 회귀계수는 -0.018로서 10% 수준에서 통계적으로 유의하여 가설과는 미약하나마 반대방향으로 나타났다. 따라서

대주주가 될 수 있으면 낮은 가격으로 주식을 취득하고, 주식의 처분을 유도하기 위해서 자사주를 취득하기 전에 이익을 하향 조정하고, 일단 자사주를 취득한 후에는 반대로 주가를 높여 자신들의 부를 극대화하기 위해서 이익을 상향 조정할 유인을 갖는다는 가설 1은 지지되지 않는다.

〈표 7〉 자사주 취득기업의 소유구조와 이익조정에 대한 회귀분석 결과

$$DAC_t = \alpha_0 + \alpha_1 TIME_t + \alpha_2 OWN_t + \alpha_3 TIME \cdot OWN_t + \alpha_4 CFO_t + \alpha_5 ABSTAC_{t-1} + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 LOSS_t + \alpha_9 NICHG_t + \varepsilon_t$$

변수명	모형 (1-1)		모형 (1-2)		모형 (1-3)	
	회귀계수	t 값	회귀계수	t 값	회귀계수	t 값
TIME	-0.018	-1.91*			-0.012	-0.34
OWN			0.027	1.56	0.031	1.10
TIME · OWN					-0.007	-0.19
CFO	-0.634	-10.96***	-0.636	-10.98***	-0.637	-11.00***
ABSTAC	-0.023	-0.54	-0.010	-0.24	-0.021	-0.50
SIZE	0.010	2.91***	0.009	2.69***	0.010	2.87***
LEV	-0.071	-2.33**	-0.066	-2.18***	-0.073	-2.39**
LOSS	-0.075	-4.46***	-0.077	-4.58***	-0.075	-4.41***
NICHG	0.014	1.35	0.017	1.59	0.015	1.44
F 값(p 값)	20.04(<0.01)		20.19(<0.01)		16.14(<0.01)	
수정결정계수	0.18		0.18		0.18	

- 1) 표본기업 수 : 623
- 2) OWN은 최대주주지분율이 20%이상인 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0를 의미하며 나머지 변수의 정의는 <표 4>를 참조할 것
- 3) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함을 의미함.
- 4) CFO, ABSTAC 및 LEV 변수는 극단치를 제거하기 위해서 각각 하위 1%와 상위 99% 값으로 조정한 (winsorize) 후 모형을 추정하였음.

가설 2를 검증하기 위한 모형 (1-3)의 추정에서는 TIME · OWN의 회귀계수가 -0.007로서 통계적으로 유의하지 않다. 따라서 대주주의 이익조정 행태가 자사주 취득시점을 전후하여 달라지는가를 조사하기 위한 가설 2도 타당성이 없음이 보고되었다.¹³⁾

13) 분석 결과, 가설 1과 가설 2가 지지되지 않고 있는 것은 자기주식취득과 관련하여 경영자 및 대주주의 기회주의적 행동가설이 타당성이 없음을 의미한다. 이와 같은 결과에 대해서 경영자는 당장의 투자확대계획이 없는 상황에서 영업활동 등으로 창출된 잉여현금을 주가가 저평가되었다고 판단되거나, 혹은

한편, 통제변수로 포함된 CFO의 경우 모든 모형의 추정에서 통계적으로 유의한 음의 값을 갖고 있어 선행연구와 일치한다. SIZE의 추정계수는 통계적으로 유의한 양의 값을 갖고 있어 대기업일수록 투자자들과 재무분석가의 관심이 높을 뿐만 아니라 감시가 강화되어 있기 때문에 이익의 상향조정이 어렵다는 이론과는 일치하지 않는다. 그러나 LEV는 통계적으로 유의한 음의 값을 갖고 있어 차입금의존도와 이익조정의 음의 관계를 밝히고 있는 많은 선행연구 결과와 일치한다. 그리고 LOSS 통계적으로 유의한 음의 값을 갖고 있어 기업이 손실을 줄이기 위해서 이익을 상향조정한다는 기존 연구(Burgstahler and Dichev, 1997) 결과와는 반대로 나타났다.

대주주의 이익조정행태를 자사주 취득 시점을 전후하여 보다 구체적으로 살펴보기 위해서 소유구조와 이익조정에 대한 연도별 회귀분석 결과가 <표 8>에 제시되어 있다. 본 연구에서 관심 변수인 OWN은 -2년도와 1년도에 통계적으로 유의한 음의 값을 갖고 있어 기업은 자사주 취득 2년 전과 취득 1년 후에 대주주지배기업이 이익을 하향조정하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내기업의 경우 최대주주지분율이 높은 기업일수록 이익의 상향조정 유인이 강하다는 박종일(2003)의 연구결과와는 상반된다.¹⁴⁾

그러나 이러한 경향과는 달리 자사주를 취득한 연도(0)에는 OWN의 추정계수가 0.11로서 1% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 이는 자사주취득 연도의 소유구조와 이익조정의 관련성이 다른 연도 상반되는 현상이며, 박종일(2003)의 연구와 동일하다. 이러한 현상은 대주주의 지분율이 높은 소유주지배기업이 경영자를 통제하거나 지배하여 자사주의 취득연도에 이익을 상향조정하는 것을 의미한다. 그러나 자사주를 취득한 후에는 대주주가 자신들이 보유하고 있는 주식의 가격을 높이기 위한 그러한 이익조정 행위가 지속되지 않는 것으로 관측되었다. 이러한 결과는 기업의 이익조정행위를 자사주취득시점에만 분석한 김윤태와 서정욱(2005)의 연구에서 자사주 취득기업이 통제기업에 비해서 상대적으로 이익조정행위를 많이 하고 있다는 연구결과와 유사하다.¹⁵⁾

적대적 M&A가 우려되는 경우에 자기주식을 취득해 두었다가, 자금조달이 필요한 시기에 처분함으로써 필요한 현금을 확보하거나 주가가 상승한 시기에 처분함으로써 자기주식처분이익을 실현하는 것이라고 해석이 가능하다. 이러한 해석을 제시하신 익명의 심사자에게 감사한다.

- 14) 그러나 박종일의 연구에서 재량적 발생의 절대값을 사용하여 분석한 결과, 대주주지분율과 음의 상관관계를 보여 경영자지배기업이 소유자지배기업보다 이익조정이 많다는 최성규와 김경민(2001)의 연구결과와 동일한 것으로 나타났다. 이는 이익조정의 크기만을 고려한 결과는 이익조정의 크기와 방향을 동시에 고려한 결과가 서로 상반되는 연구결과이며, 연구설계에 있어서 변수측정에 유의할 필요성이 있음을 시사한다.
- 15) 그러나 김윤태와 서정욱의 연구에서는 이익조정을 재량적발생의 절대값을 사용하여 측정하였기 때문에 경영자가 꼭 이익을 상향조정한다고는 볼 수 없어 본 연구결과와 정확히 일치한다고 할 수 없다. 또 다른 차이점은 김윤태와 서정욱의 연구에서는 기업의 소유구조를 고려하지 않았기 때문에 소유구조에 따른 이익조정행위를 알 수 없다. 본 연구에서 취득연도에 기업의 소유구조를 고려하지 않은 단일변량분석에서 취득연도(0)의 재량적 발생은 통계적으로 유의하지 않다(<표 4> 참조).

본 연구결과를 요약하면, 소유와 경영의 분리가 심화된 대주주지분율이 낮은 경영자지배기업은 자사주를 취득하지 않는 기간에 기업의 이익 상향 조정행위가 증가하는 것으로 나타났다. 그 반면에, 자사주취득기간에는 대주주지분율이 높은 소유주지배기업의 이익의 상향 조정행위가 증가하여 대주주가 자사주 취득을 자신들의 이익을 도모하기 위한 기회주의적인 수단으로 있을 가능성이 관측되었다. 이러한 결과는 자사주 취득은 연중 고르게 실시되고 있는 반면, 이익조정은 회계연도가 지난 결산기에 이루어지고 있음을 감안할 때, 대주주가 자사주를 취득한 연도의 주가상승을 위해서 이익을 상향조정하고 있음을 시사한다. 그러나 이러한 기회주의적인 행동은 취득 다음연도에는 나타나지 않았다.

〈표 8〉 자사주 취득기업의 소유구조와 이익조정에 대한 연도별 회귀분석 결과

$$DAC_t = \alpha_0 + \alpha_1 OWN + \alpha_2 CFO_t + \alpha_3 ABSTAC_{t-1} + \alpha_4 SIZE_t + \alpha_5 LEV_t + \alpha_6 LOSS_t + \alpha_7 NICHG_t + \varepsilon_t$$

변수명	-2	-1	0	1	2
OWN	-0.092 (-2.63) ^{***}	0.019 (0.42)	0.110 (2.54) ^{***}	-0.077 (-2.00) ^{**}	-0.009 (-0.18)
CFO	-0.752 (-8.27) ^{***}	-0.878 (-6.12) ^{***}	-0.630 (-4.63) ^{***}	-0.460 (-3.45) ^{***}	-0.855 (-8.04) ^{***}
ABSTAC	-0.001 (-0.14)	0.204 (0.95)	0.285 (1.63) [*]	0.026 (0.14)	-0.284 (-1.10)
SIZE	-0.012 ^{**} (-2.10) ^{**}	0.022 (2.51) ^{**}	0.005 (0.66)	0.013 (1.91) ^{**}	0.016 (1.73) [*]
LEV	0.003 (0.08)	-0.087 (-1.02)	-0.081 (-1.15)	-0.068 (-1.10)	-0.168 (-2.04) ^{**}
LOSS	-0.112 (-4.13) ^{***}	-0.047 (-0.61)	-0.028 (-0.70)	-0.057 (-1.73) [*]	-0.163 (-3.84) ^{***}
NICHG	0.008 (0.42)	0.055 (1.79) [*]	0.019 (0.78)	0.035 (1.64) [*]	0.016 (0.55)
F 값 (p 값)	15.12 (<0.01)	6.22 (<0.01)	4.04 (<0.01)	3.59 (<0.01)	13.45 (<0.01)
수정결정계수	0.454	0.235	0.152	0.134	0.423
표본수	120	120	120	118	120

1) OWN은 최대주주지분율이 20%이상인 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0를 의미하며 나머지 변수의 정의는 <표 3>을 참조할 것

2) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의함을 의미함.

나. 가설 3의 검증결과

대주주지분율과 이익조정에 대한 주식시장의 평가를 살펴보기 위한 모형 (2)의 추정결과는 <표 9>에 제시되어 있다. 패널 A는 취득 후 보유수익률(BHR)을 종속변수로 하는 모형의 추정결과를 나타내고, 패널 B는 취득 후 보유초과수익률(BHCAR)을 종속변수로 하는 모형의 추정결과를 나타낸다. 두 모형의 추정결과 패널 B의 F값은 통계적으로 유의하지 않아 모형의 설명력이 없다. 재량적 발생의 회귀계수는 모두 통계적인 유의성이 없어 자사주취득기업의 재량적 발생이 주식시장에서 갖는 정보효과는 발견되지 않았다. 또한 재량적 발생의 정보효과가 대주주지분율에 따라서 달라지는지를 조사하기 위한 상호작용변수(OWN · DAC)의 추정계수도 통계적인 유의성이 없어 가설 3이 기각되지 않았다. 이러한 결과는 자사주취득기업의 이익조정에 대해서 주식시장에서 특별한 반응이 없음을 의미하며, 일반기업을 대상으로 재량적 발생의 긍정적 정보효과를 보고한 선행연구(Subramanyam 1996 ; 최정호 2005a)의 연구결과와 일치하지 않는다. 이는 대주주지분율이 낮은 경영자지배기업의 재량적 발생의 이익반응계수가 적다는 최성규 · 김정민(2001)의 연구결과와 차이가 있다.

<표 9> 자사주 재취득 기업의 소유구조와 이익조정의 정보성(n=558)

변 수 명	A : 취득 후 보유수익률(BHR)		B : 취득 후 보유초과수익률(BHCAR)	
	회귀계수	t 값	회귀계수	t 값
CFO	0.394	0.74	0.778	1.76*
DAC	-0.554	-0.64	0.526	0.73
OWN · DAC	0.016	0.70	-0.001	-0.07
NDAC	-1.024	-1.45	0.083	0.14
F 값(p 값)	2.06(0.09)		1.40(0.23)	
수정결정계수	0.01		0.00	

- 1) OWN은 최대주주지분율이 20%이상인 경우에는 1, 그렇지 않은 경우에는 0를 의미하며 나머지 변수의 정의는 <표 3>을 참조할 것
- 2) *는 10% 수준에서 유의함을 의미함.

V. 결 론

본 연구에서는 대주주가 자사주취득을 자신들의 이익을 도모하기 위한 기회주의적인 수단으로 활용하고 있는가를 조사하기 위해서 자사주 취득기업의 소유구조와 이익조정 관련성을 분석하였다. 연구에서는 기업의 이익조정이 자사주 취득을 전후하여 차이가 있는지에 관한 가설과 자사주 취득시점을 전 후한 이익조정이 대주주지분율에 따라서 달라지는가에 대한 가설, 그리고 주식시장에서 이익조정의 정보효과와 대주주지분비율의 관련성에 대한 가설을 설정하고 이를 검증하였다.

연구결과, 기업이 자사주를 취득하기 전에는 주식의 저가취득과 기존주주로부터의 주식처분의 유도를 목적으로 이익을 하향조정하고, 일단 자사주를 취득한 후에는 주가 상승을 위해서 이익을 상향조정한다는 가설은 지지되지 않았다. 또한 자사주 취득기업의 대주주지분율과 자사주 취득 시점을 전 후한 이익조정의 관련성을 분석한 결과, 가설은 지지되지 않았다. 그러나 자사주 취득연도를 중심으로 한 연도별 분석에서는 소유주지배기업이 자사주의 취득연도에 이익을 상향조정하는 것으로 나타나 기업이 자사주 취득을 기회주의적으로 활용하고 있을 가능성이 제시되었다.

한편, 대주주지분비율과 이익조정에 대한 주식시장에서 정보효과를 검증한 결과, 자사주취득기업의 재량적 발생이 주식시장에서 갖는 정보효과는 발견되지 않았으며, 재량적 발생의 정보효과가 대주주지분율에 따라서 달라지지 않아 자사주취득기업의 이익조정에 대해서 주식시장에서 특별한 반응이 없는 것으로 관측되었다.

본 연구는 자사주 취득 동기를 기업의 소유구조의 관점에서 조명함으로써 지금까지의 저평가 가설을 중심으로 한 자사주취득 동기에 대한 소유구조 측면에서의 새로운 접근법을 제시하였다는 점에 연구의 의의가 있다. 또한, 자사주취득 시점을 전 후하여 기업의 이익조정을 분석함으로써 자사주 취득 동기에 관한 보다 구체적인 증거를 제시한 점이 선행연구와 차이가 있다. 본 연구결과는 자사주 취득과 관련하여 매도주주와 기존 주주와의 부의 이전 현상을 분석함으로써 투자결정과 주식시장의 발전에 기여할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 김윤태 · 서정옥. 2005. “자사주 취득과 회계이익의 정보효과 : 재량적 회계선택을 중심으로,” 회계학연구 제30권 특별호 제1호 : 1 - 25.
- 김철교. 1997. “자사주관리가 한국주식시장에 미치는 영향에 관한 연구”. 재무연구 제13호 : 169-195.
- 나종길 · 최정호. 2000. “부실기업의 이익조정과 주식시장의 반응”. 회계학연구 제4호 : 55-85.
- 문현주. 2005. “자사주취득기업의 이익조정패턴”. 한국회계학회동계학술발표논문집 : pp.183-200.
- 박종일. 2003. “기업지배구조와 이익조정 : 최대주주 지분율을 중심으로”. 회계학연구 제28권 제2호 : 135-172.
- 변진호. 2004. 저평가 자사주 매입 공시의 허위정보 신호효과”. 증권학회지 제33집 제1호 : 207-248.
- 설원식 · 김수정. 2005. “자사주 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향”. 재무관리연구 제22권 제1호 : 37-69.
- 설원식 · 김수정 · 장호윤. 2004. “자사주매입이 기업의 배당 및 장기성장에 미치는 영향”. 산업경제연구 제17권 제4호 : 1291-1315.
- 신민식. “자사주매입이 주가, 체계적 위험 및 유동성에 미치는 영향”. 경영연구 제12권 제1호 : 235-255.
- 신민식 · 김석진 · 이선운. 2002. “자사주매입기업의 장기성과”. 재무관리논총 제8권 제1호 : 117-156.
- 안홍복 · 최강득 · 송준협. 2002. “소유구조와 이익의 정보성 분석”. 회계학연구 : 1-30.
- 이익규 · 주상룡. 2005. “자사주매입동기에 관한 연구”. 재무관리논총5, pp. 243-273.
- 이태희 · 김철규 · 임병문. 2000. “자사주매입 공시 후 주가수익률의 추세분석”. 재무관리연구 제18권 : 193-213.
- 연태훈. 2005. “기업경영권 방어와 자사주 보유에 대한 분석”. 기업경영권에 대한 연구. 한국개발연구원 연구보고서 : 287-336.
- 정성창 · 이용교. 1996. “자사주매입과 자사주펀드 제도의 유효성 분석”. 재무연구. : pp. 241-271.
- 이용교 · 정성창. 1999. “자사주 처분과 정보신호가설”. 회계정보연구 제12권 : 235-254.
- 임웅기. 1986. 기업소유구조와 자본시장의 발전. 한국신용평가주식회사.
- 정성창 · 이용교. 2001. “자사주 매입 전략과 기업의 가치”. 재무연구 제14권 1호 : pp. 59-88.
- 정성창 · Lee, Yong-Gyo. 2003. “자사주취득 기업들의 장기성과에 관한 연구”. 재무연구 제16권 : 129-162.
- 정성창. 2004. “자사주취득과 유상증자 : 불공정가능성의 제기”. 증권학회지 제33권 3호 : pp.123-156.
- 최 관 · 김문철. 1997. “신규상장기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”. 회계학연구 제22권 제2호 : 1-28.
- 최 관 · 백원선. 1999. “유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”. 회계학연구 제4호 : 1-28.
- 최성규 · 김경민. 2001. “소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절”. 회계학연구 제1호 : 153-175.
- 최정호. 2005a. “회계제도개선과 감사품질이 재량적 발생의 크기와 정보성에 미치는 영향”. 회계학연구

- 구 제4호 : 107-149.
- 최정호. 2005b. “신규상장기업의 이익조정과 정보효과”. 회계와 감사연구 제2호 : 387-416.
- Bagnoli, Mark, Roger Gordon and Barton L. Lipman. 1989. Stock Repurchase as a Takeover Defense. *Review of Financial Studies* 2 : 423-443.
- Bagwell, L. 1991. Share Repurchase and Takeover Deterrence. *Rand Journal of Economics* 22 : 72-88.
- Bartov, E. 1991. Open-Market Stock Repurchases as Signals for Earnings and Risk Changes. *Journal of Accounting and Economics* 14 : 275-294.
- Becker, C., M. DeFond, J. Kiambalvo, and K. Subramanyam. 1998. The Effect of Audit Quality on Earnings Management. *Contemporary Accounting Research* 15 : 1-24.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. Earnings Management to Avoid Earnings Decrease and Losses. *Journal of Accounting and Economics* 24 : 99-126.
- Chan, K., D. Ikenberry and I. Lee. 2004. Economic Sources of Gain in Stock Repurchases. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 39 : 461-479.
- Chou, D. and J. Lin. 2004. False Signals from Open-Market Stock Repurchase Announcement : Evidence from Earnings Management and Analysts' Forecast Revisions. *SSRN Working paper*.
- Claessenes, S., S. Djanjov, S., and L. Lang. 2000. The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations. *Journal of Financial Economics* 58 : 81-112.
- Comment, R. and G. Jarrell. 1991. The Relative Signaling Power of Dutch Auction and Fixed-price Self-tender Offers and Open Market Share Repurchases. *Journal of Finance* 46 : 1243-1271.
- Dann, L. 1981. Common Stock Repurchase : An Analysis of Returns to Bond-holders and Stock holders. *Journal of Financial Economics* : 113-138
- Denis, David J. 1990. Defensive Changes in Corporate Payout Policy : Share repurchases and Special Dividends. *Journal of Finance* 45 : 1433-1456.
- Dechow, P. R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review* 70 : 193-225.
- DeFond, M., and J. Jiambalvo. 1994. Debt Covenant Violations and Manipulation of Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 17 : 145-176.
- DeFond, M. and K. Subramanyam. 1998. Auditor Changes and Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 25 : 35-68.
- Fama, E. 1980. Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88, No. 2 : 288-307.
- Fenn, G. W. and N. Liang 1998. Good News and Bad News about Share Repurchases. *Working Paper EFDS*.
- Fried, M. 2001. Open Market Repurchases : Signaling or Managerial Opportunism. *Theoretical Inquiries in Law* Vol. 2 : 865-894.

- Grullon, G. and R. Michaely. 2002. Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance* 57 : 1649-1684.
- Grullon, G. and R. Michaely. 2004. The Information Content of Share Repurchase Programs. *Journal of Finance* 59 : 651-680.
- Guay, S. Kothari, and R. Watts. 1996. A Market-Based Evaluation of Discretionary Accrual Models. *Journal of Accounting Research* Vol. 34(Supplement) : 83-116.
- Hertzel, Michael and Prem C. Jain. 1991. Earnings and Risk Changes around Stock Repurchase Tender Offer. *Journal of Accounting and Economics* 14 : 253-274.
- Ikenberry, D., J. Lakonishok and T. Vermaelen. 1995. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics* 39 : 181-208.
- _____, _____, and _____. 2000. Stock Repurchases in Canada : Performance and Strategic Trading. *Journal of Finance* 50 : 2373-2397.
- Jensen, M. and W. Meckling. 1976. Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305-360.
- Jung, Sung-Chang, Yong-Gyo Lee, and John Thorton. 2006. Mixed Signals : Stock Repurchases Followed by Stock Offerings in Korea. *Working Paper*.
- Jung, K. and S. Kwon., and W. Paek. 2001. Ownership Structure and Earnings Informativeness. : Evidence from Korea. *Korean Management Review* Vol. 31. No.6 : 1707-1728.
- Jones, J. 1991. Earnings Management during Import Relief Investigations. *Journal of Accounting Research* 29(Autumn) : 193-228.
- Lakonishok, Josef and Theo Vermaelen. 1990. Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers. *Journal of Finance* 45 : 455-477.
- La Porta, R. F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny. 2000. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics* 58 : 3-27.
- Lee, Yong-Gyo, Sung-Chang Jung and John H. Thorton. 2005. Long-term Stock Performance after Open-market Repurchases in Korea. *Global Finance Journal* 16 : 191-209.
- McNally, W. 1999. Open Market Stock Repurchase Signaling. *Financial Management*, Vol, 28, No. 2 : 55-67.
- Persons, John C. 1994. Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases : Dutch Auction versus Fixed Price Tender Offers. *Journal of Finance* 49 : 1373-1402.
- Masulis, R. 1980. Stock Repurchase by Tender Offer : An Analysis of the Cause of Common Stock Price Change. *Journal of Finance* 35 : 305-321.
- Subramanyam, K. 1996. The Pricing of Discretionary Accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22 : 249-281.
- Sweeney, A 1994. Debt-covenant Violations and Managers' Accounting Responses. *Journal of Accounting and Economics* : 281-309.

- Teoh, S., T. Wong and G. Rao. 1998a. Are Accruals During an Initial Public Offering Opportunistic? *Review of Accounting Studies* 3 : 175–208.
- Teoh, S., I. Welch and T. Wong. 1998b. Earnings Management and the Long-Term Market Performance of Initial Public Offerings. *The Journal of Finance* LIII., No. 6 : 1935–1974.
- Teoh, S., I. Welch and T. Wong. 1998c. Earnings Management and the Underperformance of Seasoned Equity Offerings. *Journal of Financial Economics* : 63–99.
- Vafeas, N., A. Vlittis, P. Katranis and K. Ockree. 2003. Earnings Management Around Share Repurchase : A Note. *Abacus* Vol. 39, No.2 : 262–272.
- Vermaelen, T. 1981. Common Stock Repurchases and Market Signalling : An Empirical Study. *Journal of Financial Economics* 9 : 139–183.
- _____. 1984. Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19 : 163–181.
- Watts, R. and J. Zimmerman. 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice–Hall, New Jersey.

Ownership of Stock Repurchasing Firms and Earnings Management

Choi, Jung Ho* · Jung, Sung Chang**

— <Abstract> —

The purpose of this research is to examine the relationship between ownership structure and earnings management based upon the managers' opportunism associated with stock repurchases. Namely, in this study, we empirically investigated into whether managers whose company stocks are largely owned by major shareholders have incentives to manipulate earnings surrounding when the firms repurchase their own stocks in the open market. Especially, we made an attempt to examine whether firm managers manipulate earnings in different manners around stock repurchases and those earnings management behavior is related to major shareholders' ownership, and how investors evaluate this phenomenon in the stock markets.

This study report the following evidence. Managers did not opportunistically manipulate earnings to boost or lower the stock price around stock repurchases. We also could not find the evidence to support the research hypothesis that earnings manipulation surrounding stock repurchases is influenced by major shareholder ownership. However, we found that firms whose shares are largely owned by major shareholders manipulate earnings upward in the stock repurchase year and may opportunistically utilize the stock repurchase chance to misrepresent firm performance. We also report that discretionary accruals reported by the stock repurchase firms did not have information value in the stock market, and this results is not influenced by the extant of major shareholders ownership.

This study is different from the extant literature in that we examine manager's motivation of stock repurchases from the view point of ownership structure, unlike the past studies which mainly focused on the undervaluation hypothesis. This study also made an attempt to investigate into earnings management around stock repurchases and to report more detailed evidence on the stock repurchase motivation. The results of this may contribute to the investors' rational decision makings and the development of stock market.

<Key words> stock repurchase, earnings management, discretionary accruals, value relevance

* Professor of Hongik University, junghc@hongik.ac.kr

** Professor of Chonnam University, sejung@chonnam.ac.kr