

자기주식 취득방법과 이익조정 및 배당*

고윤성** · 이정환***

<요 약>

본 연구는 자기주식 취득시 선택할 수 있는 두 가지 방법인 직접취득방법과 간접취득방법 중 어떠한 방법이 기업의 이익조정 및 배당의사결정과 관련성을 가지고 있는지를 검증함을 목적으로 한다. 자기주식 취득 목적 중 하나인 정보비대칭을 해결하기 위하여 기업은 자기주식을 취득하며, 이를 받아들이는 투자자들은 자기주식 취득 공시를 기업 가치의 저평가에 대한 신호로 여겨 주가가 상승한다는 연구가 존재한다. 또한 자기주식 취득은 배당과 함께 기업의 이익을 주주에게 환원하는 역할도 하기 때문에 배당의사결정과도 관련성이 깊다.

이러한 자기주식을 취득하는 방법에는 기업이 직접 자기주식을 취득하는 직접취득방법과 금융기관과 신탁계약을 맺어 자기주식을 취득하는 간접취득방법으로 나뉘는데, 두 방법은 공시의 내용, 실제 취득행위의 판단, 처분에 있어서 큰 차이를 보인다. 일반적으로 직접취득방법이 간접취득방법에 비하여 자기주식 취득의 신호효과와 규제의 강도가 강하다. 따라서 자기주식 취득을 어떠한 방법으로 선택하는지는 기업들의 회계적 특성에 따라 다르기 때문에 경영자의 개입이 이루어질 가능성이 존재한다.

또한 일반적으로 자기주식을 취득하는 기업은 주가 안정을 목적으로 하나, 공시 시점에서 저평가 여부를 확실히 판단할 수 있는 정보들이 명확하게 존재하지는 않는다. 따라서 경영자들은 기회주의적 동기로 자기주식을 취득할 유인을 갖게 됨에 따라 자기주식을 취득하는 진의를 파악하기는 어렵다. 이러한 상황 속에서 기존의 선행연구들은 자기주식 취득과 관련한 기업의 결정요인의 분석에만 집중되어 있었기 때문에, 자기주식 취득방법에 대한 연구는 거의 이루어지지 못하였다. 따라서 본 연구는 이익조정과 배당의사결정이 자기주식 취득방법 선택과 어떠한 관련성이 있는지를 검증함으로써 자기주식 취득방법 결정에 경영자의 개입이 존재하는가를 검증하고자 하였다.

분석 결과, 직접취득방법을 선택하는 기업과 간접취득방법을 선택하는 기업들은 자기주식 취득 직전년도에 이익조정과 배당의사결정에 차이가 존재하였다. 첫째, 간접취득방법을 선택한 기업은 직접취득방법을 선택하는 기업들에 비해서 이익조정을 더 하는 것으로 나타났고, 배당도 적게 지급하는 것으로 나타났다. 둘째, 기업가치, 연구개발투자, 수익성, 외국인 지분율, 기업규모 등은 직

* 본 연구는 2014학년도 한국외국어대학교 교내학술연구비의 지원에 의하여 이루어진 것임

** 한국외국어대학교 글로벌경영대학 부교수, max0907@hufs.ac.kr, 주저자

*** 한국외국어대학교 글로벌경영대학 박사과정, jay2u@hufs.ac.kr, 교신저자

접취득방법을 선택한 기업에서 더 크게 나타났고, 대주주지분율과 현금보유수준은 간접매입방법을 선택한 기업에서 더 크게 나타났다. 셋째, 자기주식 취득을 통해서 허위정보를 내보낼 시에는 간접 취득방법을 사용할 가능성이 높았다.

〈주제어〉 자기주식, 직접취득방법, 간접취득방법, 이익조정, 배당

I. 서 론

정보신호가설은 기업 내부에서 소유하고 있는 정보와 기업 외부에 공개된 정보 사이에 양적, 질적 측면에서 차이가 있다는 가정을 한다. 기업의 내부와 외부 간에는 정보비대칭 현상이 발생하게 되고, 그에 따라 기업에 대한 정확한 평가가 이루어지지 못하기 때문에 기업가치가 왜곡될 수 있다는 것이다. 이에 따라서 경영자는 기업의 내부 정보를 효과적으로 기업외부에 전달하여 시장으로 하여금 기업의 가치를 재평가하도록 유도할 경제적 유인이 존재하게 된다. 이러한 경영자의 노력 중 한 가지 모습이 자기주식을 취득하는 것이다. 즉 정보비대칭을 해결하기 위해 사용하고 있는 자기주식 취득 제도는 기업의 가치가 저평가 되어있음을 알리는 효과적인 방법으로 알려져 있다(Dann 1981 ; Vermaelen 1981 ; 정성창과 이용교 1996).

물론 기업의 자기주식 취득 동기는 저평가에 대한 정보신호가설 이외에도 매수합병에 대한 보호수단으로 자기주식 취득을 활용한다는 적대적 매수합병에 대한 방어수단가설(Bagnoli et al. 1989 ; Denis 1990 ; Bagwell 1991 ; Persons 1994 ; 연태훈 2005), 현금흐름을 배분하거나 대리인 비용을 줄이기 위하여 자기주식을 취득한다는 여유현금흐름가설(Fenn and Liang 1988 ; Grullon and Michaely 2004 ; 이익규와 주상룡 2005), 배당의 대체수단으로 자기주식을 취득한다는 배당 대체가설(Grullon and Michaely 2002 ; 김철교 1997 ; 설원식 외 2005) 등 여러 가지가 존재한다. 그러나 Baker et al.(2003)의 연구에 의하면 경영자 중 74.6%가 자기주식 취득의 주된 동기가 기업의 저평가된 주식가격 때문이라고 응답하였다. 즉 상당수의 기업들은 정보신호가설에 따라 기업가치의 재평가를 위하여 자기주식 취득을 실시하는 것이다.

그러나 이와 같은 논리에 따라 경영자가 자기주식 취득을 통하여 정보비대칭을 해소하여 기업의 가치를 재평가 받을 수 있다면, 반대로 정보비대칭이라는 상황을 이용하여 경영자가 기회주의적 행위를 할 가능성 또한 존재한다. Fried(2001)는 자기주식 취득 제도가 본래 목적과는 달리 경영자의 기회주의적 행위로 이용될 수 있음을 지적하였다. 기본적으로 정보비대칭 하에서는 외부이해관계자는 주가가 저평가가 되었는지를 정확히 판단할 수 있는 정확한 정보에 접근하는 것이 어렵기 때문에 경영자가 사적보상을 위하여 기업 가치가 저평가되지 않았음에도 불구하고 허위신호(false signal)를 내보낼 가능성도 존재한다. 실제로 기업 내부와 외부간의 정보 차이로 인하여 저평가 여부에 대한 판단이 확실히 이루어질 수 없는 상황임에도 불구하고, 자기주식의

취득 공시는 여전히 해당 기업의 주가를 부양시키는 효과가 있는 것으로 나타나고 있다. 최근의 신문기사 역시 자기주식 취득과 관련된 시세조정을 언급하면서 자기주식 취득 제도가 경영자의 의도적인 주가조작에 이용될 수 있다고 언급하고 있다¹⁾. 정성창(2004)은 자기주식 취득 이후 유상증자가 시행되는 것을 자기주식 취득을 통하여 유상증자 후 주가가 실질적으로 하락하는 것을 방지하는 목적으로 이용될 가능성이 있음을 지적하였다. 또한 변진호(2004)는 허위신호로써 자기주식 취득을 공시하는 경우 공시 이후 대주주 지분율이 하락함을 검증하였다.

자기주식 취득방법에 대한 연구에서는 직접취득방법이 신탁계약을 통한 간접취득방법에 비해 공시 효과가 더 크다는 것이 검증되었다(정성창과 이용교 1996, 2001). 또한 김영환과 정성창(2008)은 자기주식의 직접취득방법과 간접취득방법의 차이를 분석한 결과 직접취득방법을 선택하는 기업들이 더 충실히 자기주식을 취득하고, 재무적 유연성이 더 높음을 밝혔다. 즉 자기주식 취득방법이 두 가지로 나뉘는 점과 두 가지 방법 중 간접취득방법을 사용하는 기업들이 허위 신호를 시장에 보낼 가능성이 높음을 지적하였다.

경영자가 두 가지 방법 중 어떠한 방법을 선택하는지를 결정하는 동기에는 여러 가지가 존재하지만, 기본적으로 직접취득방법과 간접취득방법은 제도적으로 큰 차이점이 존재한다. 이러한 제도적 차이점으로 인하여 경영자들이 기회주의적 동기로 자기주식 취득방법을 선택할 가능성이 존재한다. 직접취득방법과 간접취득방법의 차이는 다음의 몇 가지로 요약할 수 있다. ① 공시 시점에서의 신호비용, ② 취득 공시 및 완료 보고서에 나타나는 정보의 양, ③ 실제 취득 기간, ④ 처분과 관련된 규정 등에서 차이가 존재하며 일반적으로 자기주식 취득에 대한 규제 강도는 직접취득방법에서 더욱 크게 나타난다. 이러한 자기주식 취득방법에 대해 현재 우리나라 상장기업 중 절반은 직접취득방법을 사용하고, 나머지 절반은 간접취득방법을 사용한다.²⁾ 이와 같이 많은 기업에서 자기주식을 취득하고, 또한 취득방법 역시 균등하게 선택하고 있는 상황 속에서 자기주식 취득 방법에 대하여 심도 있는 논의를 할 필요가 있을 것이다.

따라서 본 연구는 자기주식 취득 여부와 기업특성과의 관련성을 살펴보았던 기존의 선행연구의 범위를 확장하여 자기주식의 직접취득방법 혹은 간접취득방법의 제도적 차이가 있음에 주목하고, 기업의 이익조정과 배당 행위가 자기주식 취득방법을 결정짓는 데에 영향을 미치는가를 검증했다는 데 의의가 있다. 또한 선행연구들이 주로 자기주식 취득의 결정요인 분석 등으로 연

1) 검찰이 최근 상장사의 자기주식 취득행위에 대해 시세조종 혐의를 적용해 잇따라 사법처리하고 있는 가운데 검찰의 시세조종 판단 배경과 기준을 놓고 논란이 일고 있다. 검찰은 실제 시세차익 여부를 떠나 자기주식 취득이 시장가격 형성으로 이어졌다면 시세 조종행위로 위법이라는 입장이다. 이에 대해 상장 기업들은 거래소 규정에 따라 적법한 절차로 주식을 취득한 것은 문제될 게 없다고 항변한다. 특히 검찰의 이 같은 입장에 대해 기업들은 자기주식 취득제도 자체의 근본적인 문제라며 혼란스러워하고 있다. <“자기주식 취득이 죄? 상장사들 떠난다.”, 파이낸셜 뉴스 2013.11.21>

2) 한국거래소 데이터베이스에서 표본을 취합하는 과정에서 코스피의 비금융업 소속 기업들은 55%가 직접취득을, 코스닥의 비금융업 소속 기업들은 45%정도가 직접취득을 시행하는 것을 발견하였다.

구가 이루어졌던 것에 반해 본 연구는 직접취득방법과 간접취득방법 선택과 관련된 기업의 특징을 분석하였다. 이러한 분석을 통하여 다양한 이해관계자들은 기업의 자기주식 취득방법에 따라 경영자의 의도를 파악하는데 유용한 정보를 얻음에 따라 합리적인 투자를 할 수 있을 것이고, 감독당국 역시 경영자가 사적편익을 추구하기 위해 자기주식 취득이 활용되는 것을 방지하기 위한 제도적 개선이 필요함을 인식하는 기회가 될 것으로 기대된다.

본 연구는 총 5장으로 구성되어 있다. 제 I 장 서론에 이어 제 II 장에서는 자기주식 취득 제도에 대한 이론적 고찰과 선행연구를 정리한 후 제 III 장에서는 가설 도출 및 연구방법론을 제시하고자 한다. 제 IV 장에서는 가설 검증을 위한 실증분석 결과를 제시하고, 마지막으로 제 V 장에서는 결론 및 한계점을 정리하고자 한다.

II. 이론적 고찰 및 선행연구

1. 자기주식 취득방법

과거 상법에서는 자본충실의 원칙상 자기주식의 취득은 원칙적으로 금지하고 예외적인 경우에만 허용하고 있었으나, 자기주식 취득이 회사의 재산을 주주에게 반환하는 배당과 경제적 실질이 동일함에도 불구하고 자기주식 취득이 특정주주에게만 이익을 환급하는 제도로 악용되거나(주주평등의 원칙 침해) 자본충실을 저해할 우려가 없는 경우까지 일률적으로 금지하는 것은 부당하고, 자본시장법에서는 상장회사에 대하여 자기주식 취득을 원칙적으로 허용하고 있다는 점에서 논란이 있었다. 이에 2011년 개정상법에서는 자기주식의 취득을 원칙적으로 허용하면서 자기주식 취득과 동일한 경제적 효과가 발생하는 이익소각제도를 폐지하였다.³⁾⁴⁾ 따라서 현재는

3) 법무법인 세종, Legal Update, 2011

4) 제341조(자기주식의 취득)

① 회사는 다음의 방법에 따라 자기의 명의로 자기의 주식을 취득할 수 있다. 다만, 그 취득가액의 총액은 직전 결산기의 대차대조표상의 순자산액에서 제462조 제1항 각 호의 금액을 뺀 금액을 초과하지 못한다.

1. 거래소에서 시세(時勢)가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하는 방법

2. 제345조 제1항의 주식의 상환에 관한 종류주식의 경우 외에 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 것으로서 대통령령으로 정하는 방법

② 제1항에 따라 자기주식을 취득하려는 회사는 미리 주주총회의 결의로 다음 각 호의 사항을 결정하여야 한다. 다만, 이사회의 결의로 이익배당을 할 수 있다고 정관으로 정하고 있는 경우에는 이사회의 결의로써 주주총회의 결의를 갈음할 수 있다.

1. 취득할 수 있는 주식의 종류 및 수

2. 취득가액의 총액의 한도

3. 1년을 초과하지 아니하는 범위에서 자기주식을 취득할 수 있는 기간

원칙적으로 자유로운 자기주식 취득이 허용되었다.

자기주식을 취득하는 방법에는 직접취득방법과 간접취득방법이 있다. 두 방법은 신호 비용, 취득 및 처분 기간, 공시 내용 등에 차이점이 있고, 그 차이점의 구체적인 내용은 다음과 같다.

첫째, 공시시점에 나타나는 신호비용에 차이가 존재한다. 간접취득방법의 경우 공시 시점에 매매 대행사를 선정하고 계약금을 지급해야 하는데, 직접취득방법의 경우는 실제 취득이 이루어지기 전까지는 비용이 발생하지 않기 때문에 간접취득방법이 직접취득방법에 비하여 신호비용이 크다.

둘째, 취득 및 처분에 차이점이 존재한다. 직접취득방법의 경우 취득 기간(총 90일) 동안에는 자기주식의 취득은 가능하지만 기취득분 또는 현재 취득하고 있는 자기주식에 대한 처분은 불가능하다. 즉 취득이 완료된 이후 6개월 간 의무적으로 보유해야 하며 재발행 또는 주식 소각으로 이어지는 경우 그에 따른 절차를 밟아야하고 이를 알려야 한다. 하지만 간접취득방법의 경우 신탁 계약 기간이 일반적으로 6개월~1년이고 2년까지 유지하는 기업들도 있다. 신탁 계약 기간 동안에는 취득 및 처분에 있어 공시 의무가 따르지 않고 자유롭게 사고 팔 수 있다. 단, 신탁 계약 기간 동안 취득한 주식은 신탁 기간 내에 1개월의 보유 의무는 존재한다.

셋째, 공시에 제공되는 정보의 양에 차이점이 존재한다. 직접취득방법의 경우 발행주식수 대비 목표 취득수량, 예상 가격 등의 정보가 제공되어 향후 기업의 자기주식 취득 일정에 대한 대략적인 정보가 제공된다. 취득 완료 후 금감원에 제출하는 완료 보고서에도 취득공시 시점에서 제공된 정보와 실제 취득 행위간의 차이를 자료를 제시하고 있다. 기간 내의 총액 뿐 아니라 일별 취득 수량과 취득 가격까지 제시하여 제3자가 해당 기업의 자기주식 취득과 관련한 정보를 충분히 얻을 수 있다. 또한 매 거래 정보가 금감원에 보고가 되기 때문에 호가 범위를 토대로 하여 취득 행위가 평가되고, 거래소 및 금감원은 평가정보를 근거로 완료 시점에서 취득의 충실성을 판단한다. 만약 자기주식 취득 공시를 성실히 이행하지 않은 경우에는 불성실 공시 법인으로

③ 회사는 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 제462조 제1항 각 호의 금액의 합계액에 미치지 못할 우려가 있는 경우에는 제1항에 따른 주식의 취득을 하여서는 아니 된다.

④ 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 제462조 제1항 각 호의 금액의 합계액에 미치지 못함에도 불구하고 회사가 제1항에 따라 주식을 취득한 경우 이사는 회사에 대하여 연대하여 그 미치지 못한 금액을 배상할 책임이 있다. 다만, 이사가 제3항의 우려가 없다고 판단하는 때에 주의를 게을리 하지 아니하였음을 증명한 경우에는 그러하지 아니하다. [전문개정 2011.4.14]

제341조의2(특정목적에 의한 자기주식의 취득)

회사는 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 경우에는 제341조에도 불구하고 자기의 주식을 취득할 수 있다.

1. 회사의 합병 또는 다른 회사의 영업전부의 양수로 인한 경우
2. 회사의 권리를 실행함에 있어 그 목적을 달성하기 위하여 필요한 경우
3. 단주(端株)의 처리를 위하여 필요한 경우
4. 주주가 주식매수청구권을 행사한 경우

로 지정될 수 있다. 간접취득방법의 경우에는 취득 목적, 계약금액과 초기에 설정된 신탁 예상 기간, 신탁회사 등의 정보만이 기재된다. 신탁 계약 해지 공시에서는 총 신탁 유지 기간, 신탁 계약 기간 동안 보유했었던 자기주식의 최대수량 및 신탁계약 해지 시점에 남아있는 자기주식의 양이 기재되어 있고 반환된 계약금 정보를 확인할 수 있다. 그러나 직접취득방법의 완료 보고서와 달리 정확한 취득 시점과 취득 금액, 처분 시점 및 처분 금액을 파악하기 어렵다.

〈표 1〉 직접취득방법과 간접취득방법의 제도적 차이

항 목	직접취득방법	간접취득방법
공시 내용	• 매입목표수량 • 예상금액 • 취득기간 • 취득목적 • 취득방법	• 계약금 • 계약기간 • 계약목적
취득 기간	공시 후 90일	6개월~2년
처분 규정	취득 후 6개월간 처분 금지	계약기간 내에 매수, 매도 가능 (단 매수 후 1개월간 의무보유)
매입의 강제성	강	약
신탁 비용	소	대

2. 선행연구

가. 자기주식 취득과 이익조정

자기주식 취득을 정보신호가설의 관점에서 검증한 연구는 Dann(1981)과 Vermaelen(1981)을 시작으로 꾸준히 이루어져 왔다. 자기주식 취득 공시가 주가를 움직이는 정보효과를 가지고 있는 것이 검증되었으며 일반적으로 주가에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 자기주식 취득은 배당에 비해서 신호효과가 강하기 때문에 주가의 저평가 정도가 낮은 기업은 배당을 실시하고 저평가 정도가 심한 기업은 자기주식 취득을 실시하는 것이 신호 측면에서 더욱 유리하다는 주장도 있다(Ofer and Thaker 1987). 정성창과 이용교(1996)는 자기주식 취득이 주가를 안정시킬 수 있다는 것을 검증하였다.

그러나 Fried(2001)는 자기주식 취득의 신호효과와 관련하여 경영자의 기회주의적 동기를 분석하였다. 분석결과 경영자는 자신의 부를 위하여 자기주식을 취득하는 것으로 나타났다.

Battacharya and Dittmar(2003)는 자기주식 취득을 연구하면서 신호비용과 관련되어 분석을 진행하였다. costless signal(자기주식 취득 공시 후 실제 취득행위가 없음)과 costly signal(자기주

식 취득 공시 후 실제 취득 시행)을 구분하여 자기주식 취득 제도가 신호효과만을 얻기 위한 수단으로 이용될 수 있으며 이 때 시장에 보내는 신호는 허위정보일 가능성이 있다고 지적했다.

국내의 경우에도 자기주식 취득 공시를 통해 허위정보를 낼 수 있는 가능성이 제기되었다(변진호 2004). 정성창(2004)은 초과영업이익률을 기준으로 허위정보 의심 기업을 구분하여 자기주식 취득의 효과를 분석한 결과 허위정보 의심 기업의 주가 상승 폭이 낮았으며 장기성과 역시 음(-)의 값을 보였다. 또한 자기주식 취득으로 주가가 상승한 이후에 유상증자가 실시되는 사례를 통해서 자기주식 취득 행위가 저평가 신호를 전달하는 역할을 하는 것이 아닌, 유상증자의 기준가격 형성을 위한 것일 수 있다는 점도 지적되었다. 그리고 김영환과 정성창(2008)은 직접 취득방법 혹은 간접취득방법을 선택하는 기업의 재무적 특성을 분석한 결과, 직접취득방법을 선택하는 기업이 간접취득방법을 선택하는 기업보다 현금흐름이 양호하고 수익성이 좋으며 부채비율이 낮은 특징이 있음을 분석하였다. 즉, 국내의 선행연구에서도 자기주식 취득을 이용하여 시장에 허위정보를 보낼 가능성이 꾸준히 제기 되고 있으며, 간접취득방법이 직접취득방법보다 허위정보를 생산할 가능성이 높음을 보고하고 있다.

자기주식 취득과 이익조정의 관련성을 검토한 연구들은 다음과 같다. Chou and Lin(2004)과 Chan et al.(2010) 등은 자기주식 취득과 재량적 발생액의 크기를 연구하였다. 분석결과 자기주식 취득 공시를 전후하여 재량적 발생액의 크기가 증가하는 것을 발견하였다. 이러한 결과에 대해 연구자들은 이익조정을 통해 자기주식 취득의 허위신호를 숨기기 위한 노력이라고 해석하였다. 또한 주가 수익률이 낮은 기업이 재량적 발생액의 크기가 큰 경우, 이 사실이 드러나 주가가 하락 하는 것을 방지 하고자 자기주식 취득을 하게 된다고 설명하면서 경영자들이 자본시장을 오도하기 위해 자기주식 취득을 이용할 수 있음을 지적하였다. 두 연구의 결론은 자기주식 취득이 재량적 발생액의 증가를 숨기기 위한 것이 되거나, 자기주식 취득이 허위정보라는 것을 숨기기 위하여 재량적 발생액의 크기가 커진다는 것으로, 자기주식 취득을 통한 신호와 이익조정이 보완적으로 사용될 수 있음을 지적하였다.

국내에서도 이익조정과 자기주식 취득에 관한 연구가 이루어졌다. 김윤태와 서정욱(2005)의 연구는 국내의 경우에도 재량적 발생액과 자기주식 취득이 동일한 신호효과를 가질 수 있음을 지적하였다. 동일한 신호효과를 가지려면 두 가지 조건이 충족되어야 하는데, 자기주식 취득 공시의 경우 주가 상승만을 노린 허위정보여야 하며, 재량적 발생액 역시 주가 상승을 유도할 수 있는 양(+)의 이익조정 행태로 나타나야 한다고 주장하였다. 문현주(2005)는 자기주식 취득을 실시한 기업들의 당해 연도 재량적 발생액의 크기를 분석한 결과 코스피 상장 기업들은 자기주식 취득과 재량적 발생액간의 유의한 관련성을 검증하지 못했으나, 코스닥 상장기업들은 자기주식 취득과 재량적 발생액간에 유의한 양(+)의 관련성을 검증함으로써 코스닥 상장 기업들은 주가 상승을 유도할 수 있는 수단을 고루 이용하는 경향이 있다고 보고하였다.

최효순 외(2010)도 자기주식 취득과 이익조정을 모두 시장에 신호를 보내는 수단이라고 가정하였다. 분석 결과 자기주식 취득을 공시한 기업들에서 직전년도 보고 이익의 재량적 발생액이

크게 나타남을 지적하였다. 이는 시장에 보내는 신호를 만들기 위하여 기업들이 재량적 발생액과 자기주식 취득을 보완적으로 사용할 수 있음을 증명하였지만, 직전년도의 재량적 발생액의 증가와 자기주식 취득의 시행을 경영자의 의도적인 개입이라 결론 내리지는 않았다.

최정호와 정성창(2012)은 자기주식 취득 기업들의 이익조정 행태를 분석한 결과 직전년도의 재량적 발생액 증가는 없는 것으로 나타났으나, 대주주 지분율이 높은 기업들이 자기주식 취득을 시행한 해에 재량적 발생액의 크기가 크게 나타났다고 주장하였다. 이에 대해 대주주들이 자신의 이익을 관철하기 위하여 경영자에게 압력을 행사하여 대주주의 기회주의적 행위가 자기주식 취득을 통해 나타난다고 주장하였다.

나. 자기주식 취득과 배당

자기주식 취득과 배당은 모두 주주의 부를 증가시킨다는 점에서 유사한 점이 많다. Lintner (1956)는 기업이 내·외부의 정보비대칭을 감소시키고 미래 경영 성과에 대한 신호를 보내기 위하여 배당을 지급한다고 주장하였다. 반대로 DeAngelo et al.(1996)의 연구처럼 배당의 정보효과는 존재하지 않는다는 결과도 있다. 배당과 관련된 연구들은 배당의 정보효과에 대해서 상반된 의견을 주장하고 있다. 이러한 상반된 주장들은 계속 이어져, Nissim and Ziv(2000)의 연구에서는 배당의 정보효과를 지지한 반면, Grullon et al.(2005)의 연구는 배당이 가지는 미래 경영 성과에 대한 정보효과는 없다고 주장하여 배당의 신호효과에 대한 일관된 결론이 존재하지 않는다. 그렇지만 정보신호효과와 관련된 자기주식 취득 및 배당 관련 선행연구들은 일반적으로 자기주식 취득과 현재의 기업 가치, 배당과 미래의 이익 사이의 관계를 중심으로 진행되어 왔다.

배당과 자기주식 취득을 함께 분석한 연구들은 배당을 금전적 부를 증가시키는 것으로, 자기주식 취득을 자본적 이득을 얻게 하는 것으로 보고하고 있다. 미래 이익에 대한 신호효과로써의 배당이 아닌, 주주들에게 당기에 발생한 이익을 환원하여 금전적 이득을 얻게 하는 용도로써 배당의 목적을 규정하고 이 둘 사이의 관계를 대체관계로 인식하였다.

완전자본시장하에서는 자기주식 취득과 배당금의 지급은 대체관계가 존재하므로 음(-)의 상관관계를 가지게 된다(Miller and Modigliani 1961 ; Grullon and Michaely 2002 ; Kim et al. 2013). 당기에 발생한 이익을 주주들에게 현물 방법으로 환원하는 것과 자기주식 취득을 통해 주가 상승을 유도하여 자본 이득을 주는 것 모두가 주주에게 이익을 환원하는 것이기 때문이다. 하지만 현실에서는 완전자본시장이 성립하지 않기 때문에 둘 사이에 완전한 대체관계는 성립하지 않는다. 또한 경영자들이 주주들에게 영구적 이익을 분배하느냐 일시적 이익을 분배하느냐에 따라 배당과 자기주식 취득을 선택하는 경향이 있으므로 둘 사이에 완전한 대체관계는 성립하지 않게 된다(Jagannathan et al. 2000). 설원식 외(2004) 역시 국내 기업들은 자기주식 취득 후에 주식 소각으로 이어지는 경우가 많지 않음을 지적하면서, 주식 소각으로 이어지지 않는 자기주식 취득은 배당과 대체관계를 가지기 어렵고 장기적으로도 주주의 부에 긍정적인 영향을 미치

지 않는다고 주장하였다. 따라서 배당과 자기주식 취득 사이에 대체관계는 성립하지 않는다고 주장하였다.

신민식 외(2006)는 배당과 자기주식 취득 사이에 부분적 대체관계가 존재하며 시장 투자자들은 배당과 자기주식 취득을 대체관계로 인식하고 있다고 설명하였다. 김성환과 이종운(2006)도 중간배당과 자기주식 취득을 비교분석하여 두 방법 사이에 대체관계가 있으며 기업이 처한 재무적 여건에 따라서 자기주식 취득과 중간 배당을 선택적으로 사용한다고 하였다.

또한 성열건(2010)은 배당소득과 자본이득 간 차별적으로 과세가 이루어지기 때문에 배당을 지급하는 경우도 있고 자기주식 취득을 실시하는 경우도 있다고 주장하였다. 일반적으로 자본이득에 대한 세율보다 배당 소득에 대한 세율이 높기 때문에 기업은 주주의 세무적 특성이 주주의 부에 미치는 영향을 고려하여 배당정책을 세우게 되므로, 전통적인 대체관계가 아닌, 주주의 세무 특성에 따라서 배당정책을 판단해야 한다고 주장하였다.

Ⅲ. 연구가설 및 연구모형

1. 연구 가설

정보신호가설에서는 경영자가 기업 외부에 있는 투자자(주주, 채권자 등)들보다 정보의 우위에 있다고 가정한다. 따라서 기업의 가치가 저평가 되어있는 경우 경영자는 아직 알려지지 않은 정보를 외부에 보내어 기업 가치에 대한 재평가를 유도할 경제적 유인이 존재한다. 경영자는 저평가를 이유로 자기주식 취득을 실시하고, 자본시장에서는 자기주식 취득 공시로 인한 기업 가치의 상승이 이루어지는 현실에서 경영자는 이를 이용하여 기회주의적 의사결정을 할 가능성이 존재한다. 즉 경영자는 실제 기업의 저평가 사실과는 별개로 주가 상승을 위하여 자기주식 취득 공시를 할 수 있다. 이러한 기회주의적 동기에서 실시하는 자기주식 취득은 경영자의 의도적인 개입 및 자본 시장의 오해를 일으킨다는 점에서 이익조정과 유사하다.

최효순 외(2010)는 자기주식의 취득을 공시하는 국내 기업들의 직전년도 재량적 발생액의 크기가 비공시 기업들의 그것보다 큼을 주장하였다. 만약 기업들이 보고이익을 변화시켰고, 발생액을 사용하여 양(+)의 이익조정을 한 경우, 앞으로 있을 발생액의 반전을 예상할 수 있다. 발생액의 반전이 생겨나는 경우 수익성의 악화, 자금조달 비용의 상승 및 신용등급의 하락 등으로 주가는 하락할 것이다. 이러한 상황 속에서 주가 하락을 막을 수 있는 수단으로 자기주식 취득을 시행한다면 기업들은 자기주식 취득 공시로 인한 주가상승을 통하여 앞으로 있을 주가 하락을 사전에 막을 수 있을 것이다. 따라서 경영자는 자기주식을 경영자의 사적편익을 위하여 활용할 가능성이 존재한다.

자기주식의 직접취득방법은 완료 시점에 평가를 하게 되는데, 이때 고려되는 것이 호가 범위를 기준을 한 실제 취득 행위이다. 직접취득방법을 선택하였을 때 기업들은 직전 체결가를 기준으로 하여 10틱의 가격 범위 안에서 호가를 제출하게 된다. 매 호가 제출 시에 고려되는 직전 체결가는 일별, 시간 별로 달라지므로 자연스럽게 매번 호가를 제출할 때마다 시장 가격이 반영된다. 주문 정보가 모두 전산화 되어 남아있기 때문에 적정 호가를 제출하지 않아 거래가 체결되지 않거나 의도적으로 공시 이후에 자기주식 취득을 실시하지 않은 기업들은 약식 체제를 받거나 불성실 공시 법인으로 지정된다. 간접취득방법의 경우 자기주식 취득과 관련한 거래 규정이 존재하지 않으며, 간접취득의 공시에서는 사후적으로 취득 행위를 평가할 만한 정보를 제공하지 않는다. 단지 매매 대행사의 정보와 신탁계약금, 그리고 신탁 기간 정도가 명시되어 있기 때문에 사후적으로 취득 행위를 평가함에 어려움이 있다. 그러므로 저평가가 되어 있지 않은 상황에서 시장에 허위정보를 보내기 위해서는 신호효과를 얻을 수 있고, 실제 자기주식 취득에 소모되는 비용을 환급받을 수 있으며, 사후적으로도 평가가 모호한 간접취득방법을 선택하는 것이 훨씬 더 유리하다. 김영환과 정성창(2008) 역시 직접 취득방법을 선택하는 기업들의 재무 유연성이 높음을 주장하였는데, 이러한 제도적 상황 및 선행연구에 기반을 두어 다음과 같은 [가설 1]을 설정하였다.

[가설 1] 이익의 상향조정을 실시한 기업들은 자기주식 취득을 실시할 경우 간접취득방법을 선택할 것이다.

자기주식 취득 관련 연구 분야 중 다른 한 가지는 자기주식 취득과 배당 사이의 관계에 대한 것이다. 배당은 직접적으로 금전적 이득을 얻는 방법이고 자기주식 취득을 통한 주가의 상승은 자본적 이득을 얻는 방법이다. 두 가지 모두 기업의 이익을 주주에게 돌려주는 방법이지만 자기주식 취득과 배당이 대체적인 관계에 있는지 보완적인 관계에 있는지는 일관된 결론이 도출되지 않고 있다. 완전자본시장을 가정하면 자기주식 취득과 배당은 완전한 대체관계에 있어야 한다(Miller and Modigliani 1961). 하지만 배당은 그 자체적으로 미래 이익에 대한 신호를 제공하고 자기주식 취득은 현재 기업 가치에 대한 신호를 제공한다는 점에서 차이가 있고, 세금 측면에서도 배당소득과 자본이득에 대한 차별적 과세가 이루어지기 때문에 자기주식 취득과 배당 사이에 완전한 대체관계는 성립하지 않는다.⁵⁾

배당과 자기주식 취득간의 관계에 관한 국내의 연구도 일관성 있는 결론을 내지 못하고 있다. 설원식 외(2004)는 제조업 소속의 상장기업들을 대상으로 자기주식 취득과 배당 간의 대체관계를 분석한 결과 자기주식 취득 규모가 큰 기업들이 배당수익률이 높은 것으로 나타나 대체관계

5) 경제 상황에 따라서 자기주식 취득과 배당의 성향이 변화하기 때문에 자기주식 취득과 배당이 완전히 대체적일 수 없으며(Jagannathan et al. 2000 ; Baker et al. 2002), 세금 측면에서는 자기주식 취득이 유리하고 대리인 비용 측면에서는 배당이 더욱 유리하다(Bernstein 1996 ; Barclay and Smith 1988).

에 있지 않다고 주장하였다. 그 이유로 국내 기업들이 이익을 배당과 자기주식 취득에 골고루 분배하기 때문이라고 설명하였다. 하지만 신민식 외(2006)는 시장에서는 자기주식 취득과 배당을 대체관계로 인식하지만 확실한 대체관계에 있는지는 결론을 내리지 못했다⁶⁾. 성열건(2010), 최정호와 정성창(2012)은 배당정책이 대주주의 이익을 대변하는 쪽으로 이루어질 수 있으며 배당과 자기주식 취득을 결정하는 데에 주주들의 세무 특성이 영향을 미칠 것이라고 주장한다. 즉 국내의 기업들은 배당과 자기주식 취득이 대체관계인지 보완관계에 있는지 모호한 상황이다.

만약 설원식 외(2004)의 주장과 마찬가지로 기업들이 이익잉여금의 증분을 배당과 자기주식 취득에 골고루 분배하는 특징을 가지고 있다면, 배당을 많이 지급하는 기업들은 자기주식 취득 시에 직접취득방법을 선택할 가능성이 높다. 자기주식 취득 행위가 고배당과 함께 주주에게 부를 더욱 효과적으로 분배해야 하기 때문이다. 만약 고배당 기업들이 간접취득방법을 사용하게 된다면 공시효과는 직접취득방법을 선택할 때보다 낮는데, 이것은 부를 비효율적으로 분배하는 것이 된다. 부를 분배하는 데 있어서 더 큰 주가상승을 도모할 수 있는 직접취득방법을 통해서 자기주식을 취득해야 동일한 행위를 통해서 상대적으로 더욱 큰 효과를 볼 수 있는 것이다. 만약, 고배당을 지급하는 기업이 자기주식 취득의 간접취득방법을 선택한다면 자기주식 취득을 통해서 주주에게 상대적으로 더 적은 부를 분배하는 효과를 가지게 될 것이다.

이는 자기주식 취득과 배당이 대체관계에 있는가 보완관계에 있는가를 규정하는 것은 아니다. 배당과 자기주식 취득 행위는 주주에게 부를 환원하는 역할을 수행하며 주주의 부 증진뿐만 아니라 기업가치 증진을 위한 행위라고 할 수 있다. 배당의 신호효과를 연구한 선행연구처럼 시장 참여자들이 배당을 미래 경영 성과에 대한 신호 또는 계속 이익에 대한 분배로 여기고, 자기주식 취득을 현재 기업 가치에 대한 신호 또는 일시적 이익에 대한 분배로 판단한다면 기업들은 현재보다 미래가 더 나아질 것이라는 믿음을 심어주어야 한다. 그렇다면 자기주식 취득 보다는 배당을 꾸준히 지급해야할 경제적 유인이 있는 것이다⁷⁾. 자기주식 취득의 간접 방법은 신탁계약이 만료되는 시점에서 계약금을 환수할 수 있기 때문에 직접취득방법과 달리 자기주식 취득에 소요된 자금이 시장에 분배되지 않고 다시 기업에 환급되는 결과를 가져온다.⁸⁾ 그러므로 기회주의적인 동기로 자기주식 취득을 실시하게 된다면 간접취득방법을 선택할 가능성이 높다. 위

6) 신민식 외(2006)에서는 “연구에서 사용한 표본의 수가 매우 적고 분석기간도 충분하지 않기 때문에” 결과에 대한 해석을 조심스럽게 제시하고 있다. 현금배당만을 고려하였으며 세금효과와 경기변동에 대한 분석이 없는 점과 표본 기간에서 발생한 경영이슈들을 포함하지 못했기 때문이라고 한계를 밝히고 있다.

7) 실제로 본 연구의 표본 기간 동안 당기순손실을 기록하였지만 배당을 지급하여 배당성향을 산출하였을 때 음(-)의 값을 갖는 기업들이 존재하였다. 이는 본 연구에서 배당에 관련된 변수를 측정할 때 당기순이익이 아닌 총자산과 총자본으로 표준화하는 이유 중 하나이다.

8) 실제 자기주식 취득의 간접 방법의 경우 신탁계약 해지 공시에서 계약 시점에 지급한 계약금 전액 환수하는 경우가 대부분이다. 그 이유로 간접 취득을 시행하는 기업들은 자기주식 신탁계약이 종료되기 전에 신탁계약으로 취득한 자기주식을 처분하기 때문이다.

에서 언급한 것과 같이 직전년도에 배당을 많이 지급한 기업들은 저배당 기업에 비해서 수익률이 우수하고 배당과 자기주식 취득을 골고루 사용하여 주주에게 기업의 이익을 분배할 것임에 따라 다음과 같이 [가설 2]를 설정하였다.

[가설 2] 직전년도에 고배당을 실시한 기업들은 자기주식 취득방법 중 직접취득방법을 선택할 것이다.

2. 연구모형

가. 재량적 발생액의 측정

이익조정은 대표적인 측정치인 수정 Jones 모형(Dechow et al. 1995)과 수정 Jones 모형에 ROA를 통제한 성과대응 재량적 발생액 모형(Kothari 모형, Kothari et al, 2005) 그리고 실제이익조정모형(Roychowdhury 2006)의 세 가지를 사용하였다. 수정 Jones 모형과 Kothari 모형은 발생액을 이용한 이익조정을 측정하는 모형이다. 경영자는 재량적인 지출을 줄이고 재량적 수익을 늘리는 등 공격적인 회계선택을 통하여 발생액을 증가시키는 방법으로 보고이익을 변경하게 될 경우 이 수정 Jones모형과 Kothari 모형을 통하여 구할 수 있는 재량적 발생액의 크기가 증가하게 된다.

하지만 발생액을 통한 이익조정은 규제의 대상이 되기 쉽고 이 경우 경영자는 소송을 당할 가능성이 높아지게 된다. 또한 과거에 발생액을 통한 이익조정을 행한 경험이 있는 기업들은 발생액 반전 현상을 경험하게 되기 때문에 발생액을 통한 양(+)의 이익조정은 꾸준히 이루어지기 힘든 경향이 있다. 이러한 이유 때문에 경영자는 실제영업활동을 통한 이익조정을 할 경제적 유인을 갖게 된다. 실제이익조정은 비정상영업현금흐름(abnormal CFO)과 비정상생산원가(abnormal production cost), 비정상재량적지출(abnormal discretionary expenditure)로 측정한다. 비정상영업현금흐름은 매출시기의 조정 또는 매출채권 등의 증가로 만들어진 매출액 증가를 측정하기 위한 변수이고 비정상생산원가는 생산원가를 낮게 보고하는지를 평가하는 변수이다. 비정상재량적지출은 기업의 재량적 지출액을 감소시켜 판관비를 낮게 보고하는지를 측정한다. 재량적 발생액과 실제이익조정은 다음과 같이 측정하였다.

$$TAC = NDAC + DAC \quad (1)$$

TAC = 총발생액
NDAC = 비재량적 발생액
DAC = 재량적 발생액

$$\frac{Accruals_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = a_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_1 \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

Accruals=발생액
 Sales =매출액
 AR =매출채권
 PPE =감가상각대상 유형자산
 TA =총자산

수정 Jones 모형에서 재량적 발생액을 측정하는 모형에서 재량적 발생액은 식 (2)의 잔차 부분에 해당하며 이를 다시 나타내면 식 (3)과 같이 나타낼 수 있다.

$$DAJ_{i,t} = \frac{Accruals_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \left(a_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + a_1 \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + a_2 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} \right) \quad (3)$$

DAJ=수정 Jones 모형의 재량적 발생액

수정 Jones모형과 더불어 재량적 발생액을 측정하는 모형은 Kothari et al.(2005)의 성과대응 재량적 발생액 모형이다. 식 (1)의 총 발생액, 비재량적 발생액, 재량적 발생액을 Kothari 등의 방법론에 따라서 다음의 식 (4)와 같이 나타낼 수 있다.

$$\frac{Accruals_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = b_0 + b_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + b_2 \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + b_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + b_4 ROA_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

ROA=총자산이익률

수정 Jones 모형을 통한 비재량적 발생액 추정과 동일하게 식 (4)의 잔차 부분이 성과대응 재량적 발생액에 해당하며 이를 다시 나타내면 식 (5)와 같이 나타낼 수 있다.

$$DAK_{i,t} = \frac{Accruals_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - \left(b_0 + b_1 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + b_2 \frac{\Delta Sales_{i,t} - \Delta AR_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + b_3 \frac{PPE_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + b_4 ROA \right) \quad (5)$$

DAK=성과대응 재량적 발생액

위의 재량적 발생액은 산업별-연도별 횡단면 분석을 통하여 추정하였다.

하지만 발생액을 이용한 이익조정은 적발의 가능성이 존재하고, 반전 현상 때문에 조정된 이익이 오래 지속되기 어렵다. 또한 회계변경의 경우 경영자의 이익조정의도로 판단되는 경우가 많기 때문에 실제이익조정 방법을 통하여 재량적 발생액과 회계변경이 아닌 이익조정행위를 판단해볼 수 있다. 실제이익조정의 측정은 Roychowdhury(2006)의 방법론에 따라 비정상영업현금 흐름, 비정상생산원가, 비정상재량적지출을 추정하고 이를 합산하여 실제이익조정을 산출하게 된다. 우선 기업의 영업현금흐름은 기초총자산 대비 매출액 비중과 매출액 변화율을 이용하여 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = c_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + c_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + c_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

CFO=영업활동으로 인한 현금흐름

생산원가(PRD)는 기초총자산 대비 당기 매출액 비중, 당기 기초총자산 대비 당기와 전기의 매출액 변화율, 당기 기초총자산 대비 전기와 전전기의 매출액 변화율을 통하여 식 (7)과 같이 나타낼 수 있다.

$$\frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = d_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + d_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + d_2 \frac{\Delta SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + d_3 \frac{\Delta SALES_{i,t-1}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (7)$$

PRD=매출원가+재고자산의 증감

기업의 재량적지출은 손익계산서 상의 복리후생비, 판매비, 연구비, 경상연구개발비, 경상개발비 등을 재량적 지출항목으로 선정하고 여기에 일반관리비에서 세금과 공과, 감가상각비, 임차료, 보험료 등 비재량적 지출항목을 차감하여 산출하며 비정상재량적지출은 다음의 식 (8)과 같이 나타난다.

$$\frac{DISX_{i,t}}{TA_{i,t-1}} = e_0 \frac{1}{TA_{i,t-1}} + e_1 \frac{SALES_{i,t}}{TA_{i,t-1}} + \epsilon_{i,t} \quad (8)$$

DISX=복리후생비+(일반관리비-세금과공과-감가상각비-임차료-보험료)+판매비+연구비
+경상연구개발비 + 경상개발비

식 (6), (7), (8)에서 구해진 각각의 계수값을 통하여 영업현금흐름, 생산원가, 재량적 지출액의 기댓값을 추정하고 실제값과 기댓값 사이의 차이를 통해 비정상영업현금흐름, 비정상생산원가, 비정상재량적지출을 구할 수 있다. 실제이익조정의 대리변수는 세 가지의 실제영업활동을 통해서 추정된 이익조정치의 합으로써 비정상영업현금흐름(abnormal CFO)과 비정상재량적지출액(abnormal DISX)은 이익을 상향조정 할수록 음(-)의 값을 가지고 비정상생산원가는 양(+)의 값을 가지게 된다. 방향성을 통일하기 위하여 abnormal CFO와 abnormal DISX에 -1을 곱하여 세 추정치의 합을 구하게 되면 식 (12)에서처럼 실제이익조정을 산출할 수 있다.

$$abnormal\ CFO_{i,t} = \frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - E\left(\frac{CFO_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) \quad (9)$$

$$abnormal\ PRD = \frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - E\left(\frac{PRD_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) \quad (10)$$

$$abnormal\ DISX_{i,t} = \frac{DISX_{i,t}}{TA_{i,t-1}} - E\left(\frac{DISX_{i,t}}{TA_{i,t-1}}\right) \quad (11)$$

$$REM_{i,t} = (-1 \times abnormal\ CFO_{i,t}) + abnormal\ PRD_{i,t} + (-1 \times abnormal\ DISX_{i,t}) \quad (12)$$

REM=실제이익조정

식 (3), (5), (12)를 통하여 추정한 기업 i 에 대한 자기주식 취득 공시 전기의 이익조정 수치를 당해 연도의 자기주식 취득방법 결정 모형에 투입한다.

나. 배당의 측정

일반적으로 기업의 배당 수준에 대해서 이야기할 때에는 배당성향을 사용하게 되는데, 이는 실증 분석에서 모형을 구성하는 독립변수로써 적절하지 못하다⁹⁾. 그래서 본 연구에서는 배당금 총액을 기업의 자산으로 표준화하여 기업의 규모 대비 배당 수준을 [가설 2]를 검증하기 위한 관심변수로 설정하였다.

다. 실증분석모형

다음의 식 (13)을 이용하여 [가설 1]을 검증하고, 식 (14)를 이용하여 [가설 2]를 검증하였다. 직접 및 간접 방법 선택을 나타내는 변수로 Direct를 설정하여 직접 취득방법을 선택하였으면 1, 간접 취득방법을 선택하였으면 0으로 입력하여 종속변수로 설정하여 로지스틱 회귀분석을 실시한다.

$$Direct_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EM_{i,t-1} + \alpha_2 TQ_{i,t-1} + \alpha_3 RND_{i,t-1} + \alpha_4 CASH_{i,t-1} + \alpha_5 OWN_{i,t-1} + \alpha_6 FSH_{i,t-1} + \alpha_7 ROA_{i,t-1} + \alpha_8 LEV_{i,t-1} + \alpha_9 SIZE_{i,t-1} + \Sigma ID + \Sigma YD + \epsilon \quad (13)$$

EM =이익조정 측정치[DAJ, DAK, REM]

TQ =Tobin's Q[(보통주 및 우선주의 시가총액)+(부채의 장부가액)/총자산]

RND =연구개발지출 총액[(자산화+비용화)/총자산]

CASH=보유 현금수준[(현금 및 현금등가물+단기보유유가증권)/총자산]

OWN =대주주 지분율

FSH=외국인 지분율

ROA =총자산 수익률[당기순이익/총자산]

LEV=차입금비율[차입금총액/총자산]

SIZE =총자산의 자연로그값

ID=산업 더미

YD =연도 더미

9) 설원식 외(2004)에서 밝힌 것처럼 일반적인 배당성향(배당금총액/당기순이익)을 사용하게 되면 당기순이익이 0이거나 당기순손실을 기록한 기업의 경우 분모에 0이 들어가거나 음수가 나오게 되어 모형에 투입하는 변수로 사용하기에는 적절하지 못하다. 그러므로 배당성향보다는 기업의 배당금 총액이 기업의 총자산 및 총자본에서 차지하는 비율을 통하여 자기주식 취득의 직·간접 방법 선택에 어떠한 영향을 미치는지 분석하는 것이 타당하다.

$$Direct_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DiV_{i,t-1} + \beta_2 TQ_{i,t-1} + \beta_3 RND_{i,t-1} + \beta_4 CASH_{i,t-1} + \beta_5 OWN_{i,t-1} + \beta_6 FSH_{i,t-1} + \beta_7 ROA_{i,t-1} + \beta_8 LEV_{i,t-1} + \beta_9 SIZE_{i,t-1} + \Sigma ID + \Sigma YD + \epsilon \quad (14)$$

DiV=배당 비율[(현금배당+주식배당)/총자산]

통제변수의 구성은 다음과 같다. TQ는 Tobin's Q로 기업의 가치 또는 저평가 정도를 측정할 수 있는 변수이다(Tobin 1969). 기업의 시장가치인 시가총액(보통주+우선주)과 부채의 장부가치의 합을 기업의 총자산으로 표준화 시켜서 모형에 투입하였다. 자기주식 취득의 결정요인을 분석하거나 신호효과를 연구한 다수의 연구들에서 기업가치의 저평가 정도가 큰 기업들이 자기주식 취득을 하는 것을 주장하였다. RND는 기업이 연구개발 투자를 위해서 사용한 금액을 나타낸 것으로 연구개발비지출액(자산화금액+비용처리)을 총자산으로 표준화하였다. 기업은 기술개발투자로 인한 가까운 미래의 수익성 증가를 시장에 알리기 위하여 자기주식 취득을 시행한다는 연구와 연구개발투자로 인한 기업의 자금감소로 자기주식 취득을 하지 않을 것이라는 연구결과가 동시에 존재한다.

CASH는 기업이 보유하고 있는 현금수준을 나타내는 것으로 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)이 이익에 기반을 둔 현금흐름을 측정하는 것이라면 CASH변수는 현재 기업이 운용할 수 있는 유동성이 얼마나 되느냐에 관한 것이다. 보유하고 있는 현금 및 현금 등가물과 단기 투자 유가증권의 합을 총자산으로 표준화 한 것으로 신호 비용과 관련된 변수라고 할 수 있다. 김영환과 정성창(2008)은 실증 회귀 분석에서 CASH변수 대신 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)을 사용하였는데, 영업활동으로 인한 현금흐름을 사용한 이유가 분석결과에서 CASH변수의 일관성을 발견하기 힘들며 기업의 현금보유수준이 자기주식 취득방법의 결정에 어떠한 영향을 미치는지 알 수 없기 때문이라 언급하였다. 하지만 본 연구에서는 간접취득방법과 직접취득방법의 차이 중에 공시 시점에서 신호비용의 차이가 발견되는 점을 이유로 CASH변수를 통제변수로 설정하였다.

OWN은 자기주식 취득과 매수합병가설 사이의 연관관계를 검증하는 것으로 대주주지분율이 높으면 일반적으로 매수합병에 대한 위험이 적다. 이러한 기업들은 자기주식 취득 시에 간접취득방법을 선택할 가능성이 있으나, 설원식과 김수정(2005)의 연구에서는 OWN이 높을수록 주가 안정에 대한 강한 의지를 보인다고 설명하고 있어 대주주지분율이 자기주식취득방법에 미치는 영향을 명확히 예측하기 어렵다. FSH는 기업의 모니터링 효과를 분석하기 위한 변수이다. FSH는 국외소득이 일반소득으로 분류가 되기 때문에 현금배당과 자기주식 취득 간 무차별한 특징을 보인다. 이만우와 노준화(2005), 성열건(2010) 등에서처럼 외국인투자자가 현금배당과 자기주식 취득 둘 사이에 뚜렷한 선호 없이 무차별한 특징을 보이게 된다면 외국인 지분율이 높을수록 기업의 모니터링이 잘 이루어진다는 선행연구의 결과만이 모형에 반영이 될 것이다. 만약 외국인 지분율이 높은 기업에서 모니터링 활동이 더욱 우수하다면 자기주식 취득과 관련되어 허위정보를 생산하려는 시도가 있을 때에 이를 감소시키는 효과가 있을 것이다.

ROA는 이익을 대변하는 변수로 선행연구에서 자기주식 취득 결정요인으로 일관된 효과가 보고되지 않고 있다. 하지만 기업의 수익성은 자기주식 취득을 시행하는 데 있어 주요 통제변수로 설정되는 바, 본 연구에서도 직간접 취득과 관련하여 기업의 수익성이 어떠한 영향을 미치는지 살펴볼 것이다. LEV는 기업의 총부채를 총자본으로 표준화한 것으로, 김영환과 정성창(2008)에서는 부채비율이 낮은 기업들이 자기주식 취득을 시행하고자 하는 의도가 강하지만, 국내의 경우 자기주식 취득을 위한 부채를 조달할 수 없기 때문에 부채비율은 재무적 유연성을 검증하는 변수라고 하였다. 재무적 유연성이 높은 기업들은 직접취득방법을 선택한다고 하였는데, 본 연구에서 역시 부채비율은 음(-)의 상관관계를 보일 것이라 예상된다. SIZE는 기업의 규모와 관련 된 것으로 SIZE가 작은 기업들은 큰 기업에 비해서 정보의 비대칭성이 더 크며 자기주식 취득의 공시효과가 더 큰 것으로 나타났다(우춘식과 신용균 1996). 본 연구에서 역시 기업규모 변수(SIZE)는 양의 상관관계를 나타낼 것으로 예상된다.

3. 표본의 구성

본 연구의 표본은 자기주식 취득의 한도규정이 사라진 2000년부터 2012년까지 유가증권시장의 비금융상장기업들을 대상으로 한다. 상장공시시스템(kind.krx.co.kr)의 데이터베이스에 보고된 유가증권소속 기업들의 자기주식 취득 신청과 관련된 총 공시수는 5,293건 이었다. 여기서 금융업 소속 기업들의 공시 및 동일년도 내에서 중복 공시가 이루어진 경우와 기간 내에 상장폐지된 기업들의 자기주식 취득 공시는 4,030건으로 확인되었다. 유가증권 시장 소속 비금융기업들의 연도별 최초공시 수는 1,263 건으로, 여기에 추가로 자료가 부족하거나 자본잠식, 표본기간 내에 관리종목 지정 등이 있었던 기업들의 자기주식 취득 공시 238건이 차감되어 분석에 사용된 총 공시 수는 1,025건이다.

표본의 선정 과정에서 기존의 주가 수준을 모형에 포함시켰던 선행연구들과 마찬가지로 스톡 옵션, 우리사주조합보유를 목적으로 하는 자기주식 취득을 제외하였다. 같은 해에 자기주식 취득을 두 번 이상 실시했거나 직/간접 방법을 혼합하여 실시한 경우에는 그 해의 첫 공시만을 연구의 표본으로 선정하였고¹⁰⁾ 산업집단은 표준산업분류에 의거하여 15개 집단으로 재분류하였

10) 자기주식을 동일년도에 중복 취득하는 경우 첫 번째 취득만을 대상으로 표본을 선정한 이유는 다음과 같다.

- ① 자기주식 취득을 연구한 많은 선행연구들은 공통적으로 ‘아직 알려지지 않은 정보’를 시장에 전달하기 위한 자기주식 취득 행위를 연구하는 데 있어 같은 해에 중복되는 자기주식 취득 행위는 아직 알려지지 않은 정보를 전달하기에는 부족한 점이 있다고 주장하고 있다.
- ② 정보비대칭을 해결하기 위한 자기주식 취득 행위를 분석함에 있어서 12월 결산 법인들로 표본을 한정하면 ‘12월 결산 법인들의 당해연도 최초 공시’는 직전 연도의 결산을 통하여 회계정보 생산이 완료된 이후에 새롭게 만들어진 기업의 각종 정보들을 반영하는 행위라고 판단할 수 있다.
- ③ 본 연구 역시 분기보고서 및 반기보고서 등 3, 6, 9월에 생산되는 회계정보가 있기는 하지만 가장

다. 표본과 산업 집단에 대한 내용은 <표 2>와 같다.

<표 2> 직접 취득과 간접 취득 기업들의 연도별 표본 구성

(단위 ; 건수)

패널 A. 표본의 수 및 연도별 분포			
총 공시건수		5,293	
중복공시 및 금융업종 등 제외		4,030	
비금융기업 최초 공시건수		1,263	
자본잠식, 자료부족		238	
실제 사용표본		1,025	직접취득 569(55.5%)
			간접취득 456(44.5%)
년도	총 공시수	직접취득 공시	간접취득 공시
2000	107	67(62.6%)	40(37.4%)
2001	117	37(31.6%)	80(68.4%)
2002	69	46(66.7%)	23(33.3%)
2003	102	63(61.8%)	39(38.2%)
2004	78	63(80.8%)	15(19.2%)
2005	40	32(80.0%)	8(20.0%)
2006	71	42(59.2%)	29(40.8%)
2007	76	43(56.6%)	33(43.4%)
2008	116	55(47.4%)	61(52.6%)
2009	51	28(54.9%)	23(45.1%)
2010	73	36(49.3%)	37(50.7%)
2011	74	33(44.6%)	41(55.4%)
2012	51	24(47.1%)	27(52.9%)
총계	1,025	569	456

정보의 효과가 강한 연차보고서의 내용을 토대로 분석이 이루어졌으므로 12월 결산 법인의 당해 연도 최초공시만을 표본으로 사용하였다.

〈표 2〉 직접 취득과 간접 취득 기업들의 연도별 표본 구성 (계속)

패널 B. 산업구분		
순 번	한국표준산업분류(중분류)	공시 수
1	어업 / 석탄, 원유 및 천연가스 광업	8(0.78%)
2	식료품 제조업 / 음료 제조업 / 담배 제조업	57(5.56%)
3	섬유제품 제조업	41(4.0%)
4	목재 및 나무제품 제조업	31(3.02%)
5	코크스, 연탄 및 석유정제품 제조업 / 화학물질 및 화학제품 제조업	138(13.46%)
6	의료용 물질 및 의약품 제조업	87(8.49%)
7	비금속 광물제품 제조업 / 1차 금속 제조업 / 금속가공제품 제조업	120(11.71%)
8	전자부품, 컴퓨터, 영상, 음향 및 통신장비제조업 / 의료, 정밀장비 제조업	71(6.93%)
9	전기장비 제조업 / 기타 기계 및 장비 제조업	94(9.17%)
10	자동차 및 트레일러 제조업 / 기타 운송장비 제조업	72(7.02%)
11	전기, 가스, 증기 및 공기조절 공급업 / 종합 건설업	65(6.34%)
12	도매 및 상품중개업 / 소매업	89(8.68%)
13	육상운송 및 파이프라인 운송업 / 수상 운송업 / 창고 및 운송관련	14(1.37%)
14	출판업 / 통신업 / 컴퓨터 프로그래밍, 시스템 통합 및 관리업	37(3.61%)
15	정보서비스업 등	101(9.85%)
총 계		1,025(100%)

IV. 실증분석결과

1. 표본의 기초통계량, 차이 및 상관관계 분석

자기주식 취득의 직접취득방법을 선택한 기업들과 간접취득방법을 선택한 기업들의 기초 통계량과 단변량 분석은 <표 3>에 제시하였다. 일반적으로 직접 취득을 실시하는 기업들의 이익조정이 간접취득기업들보다 낮은 것으로 나타났다. 세 가지 이익조정측정치(DAJ, DAK, REM)에서 모두 간접취득방법 선택 집단이 더 큰 값을 나타내었으며 세 수치 모두 t-test와 z-test 결과 집단 간 차이가 통계적 유의성을 갖는 것으로 나타났다. 기업의 배당수준은 간접취득방법 선택 기업들보다 직접취득방법 선택 기업에서 높게 나타났다. 평균 분석에서는 5%수준, 중위수 분석에서는 1% 수준의 통계적 유의성을 나타내었다. 평균 분석에서는 부채비율 제외한 모든 통제변수에서 집단 간 차이가 통계적 유의성을 갖는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 기술통계량 및 단변량 분석

패널 A : 기초통계량							
변 수	평균값	표준편차	중위수	최소값	최대값	1 분위수	3 분위수
DAJ	0.002	0.095	0.000	-0.344	0.334	-0.043	0.054
DAK	-0.013	0.093	-0.011	-0.329	0.261	-0.056	0.040
REM	-0.196	0.566	-0.053	-1.922	0.742	-0.264	0.102
DiV	0.013	0.012	0.010	0.000	0.074	0.005	0.016
TQ	1.057	0.646	0.863	0.370	5.282	0.701	1.181
RND	0.010	0.019	0.002	0.000	0.106	0.000	0.012
CASH	0.082	0.102	0.036	0.000	0.430	0.006	0.118
OWN	0.374	0.164	0.364	0.036	0.800	0.251	0.480
FSH	0.132	0.163	0.050	0.000	0.646	0.005	0.217
ROA	0.060	0.054	0.051	-0.077	0.297	0.024	0.088
LEV	0.887	0.644	0.736	0.086	3.686	0.403	1.215
SIZE	26.716	1.526	26.391	24.046	31.000	25.606	27.572

패널 B : 차이 분석								
변 수	간 접		직 접		차 이		t-test	z-test
	평 균	중위수	평 균	중위수	평 균	중위수		
DAJ	0.012	0.009	-0.007	-0.008	0.019	0.017	3.22***	3.681***
DAK	-0.001	0.000	-0.022	-0.017	0.021	0.017	3.56***	3.844***
REM	-0.025	-0.010	-0.334	-0.092	0.309	0.082	9.06***	5.831***
DiV	0.012	0.009	0.013	0.011	0.001	-0.002	-2.2**	-3.016***
TQ	0.960	0.833	1.135	0.902	-0.175	-0.069	-4.37***	-3.731***
RND	0.009	0.002	0.012	0.003	-0.003	-0.001	-2.77***	-4.338***
CASH	0.097	0.051	0.070	0.030	0.027	0.021	4.32***	4.503***
OWN	0.408	0.408	0.346	0.335	0.062	0.073	0.062***	6.048***
FSH	0.115	0.045	0.145	0.057	-0.03	-0.012	-2.98***	-1.504
ROA	0.055	0.049	0.064	0.054	-0.009	-0.005	-2.69***	-2.216**
LEV	0.851	0.678	0.916	0.774	-0.065	-0.096	-1.62	-2.586
SIZE	26.551	26.411	26.849	26.370	-0.298	0.041	-3.12***	-1.391

EM =이익조정 측정치[DAJ, DAK, REM]

DiV =배당 비율[(현금배당+주식배당)/자본]

TQ =Tobin's Q(시가총액+부채의장부가액)/총자산

$RND = \text{연구개발지출총액}[(\text{자산화} + \text{비용화})/\text{총자산}]$
 $CASH = \text{현금보유수준}[(\text{현금 및 현금등가물} + \text{단기보유증권})/\text{자산}]$
 $OWN = \text{대주주 지분율}$
 $FSH = \text{외국인 지분율}$
 $ROA = \text{총자산 수익률}[\text{당기순이익}/\text{총자산}]$
 $LEV = \text{차입금비율}[\text{차입금총액}/\text{총자산}]$
 $SIZE = \text{총자산의 자연로그값}$

기업 가치를 나타내는 TQ(Tobin's Q)와 연구개발비지출(RND), 외국인투자자지분율(FSH), 총자산이익률(ROA), 기업규모(SIZE)는 직접취득방법을 선택한 기업들이 더 크게 나타났다. 중위수 분석에서는 외국인투자자 지분율에서 집단 간 차이의 통계적 유의성이 발견되지 않았고 부채비율 역시 차이를 발견할 수 없었다.

단변량 분석 결과를 종합하면 직접 취득을 선택하는 기업들은 간접 취득을 선택하는 기업들보다 이익의 상향조정 정도가 약하고 더 많은 배당금을 지급하고 있으며 기업 가치가 높게 평가되고 연구개발 투자를 더 많이 하고 있다. 수익성과 외국인 지분율이 역시 높게 나타나며 규모도 더 큰 것으로 나타났다. CASH의 경우 김영환과 정성창(2008)에서와 다른 결과를 보이지만 표본 기간의 차이가 원인이라 판단된다. 단변량 분석에서 나타난 이러한 결과는 앞서 가설들을 지지하는 결과임과 동시에 자기주식 취득과 관련하여 허위정보를 생산할 가능성이 간접취득방법을 선택하는 기업들에서 높을 것이라는 기존의 선행연구들을 뒷받침하는 결과라고 할 수 있다.

<표 4>는 변수들 간의 상관관계이다. 이익조정 측정치들은 모두 자기주식 취득방법 더미와 음(-)의 상관관계를 나타내었다. 이는 이익을 상향하는 행위와 자기주식 취득의 간접매입방법이 서로 연관관계를 갖는다는 것을 나타낸다. 배당수준은 직접 취득방법과 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 드러나 직전년도에 배당을 많이 하는 기업들이 자기주식 취득의 직접취득방법과 관련이 있는 것으로 나타났다. RND, FSH, ROA, SIZE의 변수는 자기주식 취득방법과 양(+)의 상관관계를 갖고 있다. 외국인 지분율도 직접취득방법을 선택하고 있어 차이 분석에서 밝힌 모니터링효과, 수익성, 기업규모 등과 동일한 결과라고 할 수 있다.

〈표 4〉 피어슨 상관관계

	Direct	DAJ	DAK	REM	DIV	TQ	RND	CASH	OWN	FSH	ROA	LEV
Direct	1											
DAJ	-0.09978 (0.0013)	1										
DAK	-0.11013 (0.0004)	0.90634 (<0.0001)	1									
REM	-0.27165 (<0.0001)	0.19371 (<0.0001)	0.23392 (<0.0001)	1								
DIV	0.06855 (0.0280)	0.03153 (0.3126)	-0.10395 (0.0008)	-0.06403 (0.0401)	1							
TQ	0.135 (<0.0001)	-0.03425 (0.2716)	-0.13759 (<0.0001)	-0.12529 (<0.0001)	0.31608 (<0.0001)	1						
RND	0.08617 (0.0057)	-0.01696 (0.5869)	-0.03188 (0.3072)	-0.03288 (0.2922)	0.00501 (0.8726)	0.19342 (<0.0001)	1					
CASH	-0.13372 (<0.0001)	-0.03382 (0.2787)	-0.10787 (0.0005)	-0.12149 (<0.0001)	0.28903 (<0.0001)	0.19667 (<0.0001)	-0.00181 (0.9538)	1				
OWN	-0.18809 (<0.0001)	0.09355 (0.0026)	0.1031 (0.0009)	0.11943 (0.0001)	-0.01141 (0.7149)	-0.19019 (<0.0001)	-0.13947 (<0.0001)	-0.02534 (0.417)	1			
FSH	0.09286 (0.0029)	-0.09372 (0.0027)	-0.20601 (<0.0001)	-0.06196 (0.0474)	0.31865 (<0.0001)	0.43363 (<0.0001)	0.14113 (<0.0001)	0.15219 (<0.0001)	-0.27155 (<0.0001)	1		
ROA	0.08358 (0.0072)	0.14718 (<0.0001)	-0.13613 (<0.0001)	-0.11414 (0.0002)	0.43538 (<0.0001)	0.42171 (<0.0001)	0.07871 (0.0116)	0.24068 (<0.0001)	-0.0493 (0.1134)	0.34539 (<0.0001)	1	
LEV	0.05044 (0.1053)	-0.07367 (0.0179)	0.02172 (0.4858)	-0.04415 (0.1564)	-0.2991 (<0.0001)	-0.04738 (0.1282)	-0.07575 (0.0151)	-0.28605 (<0.0001)	-0.03713 (0.2333)	-0.1613 (<0.0001)	-0.34632 (<0.0001)	1
SIZE	0.09698 (0.0019)	-0.10299 (0.0009)	-0.12042 (0.0001)	-0.07065 (0.0235)	0.07555 (0.0154)	0.21154 (<0.0001)	0.13061 (<0.0001)	-0.14793 (<0.0001)	-0.16817 (<0.0001)	0.52152 (<0.0001)	0.0434 (0.1644)	0.25185 (<0.0001)

* 변수 설명은 <표 3> 참조

2. 가설 검증

가. 이익조정이 자기주식 취득의 방법 결정에 미치는 영향

차이 분석을 통해서 살펴본 바와 같이 회귀분석 결과에서도 관심변수로 DAJ를 투입한 모형(1)과 DAK를 투입한 모형(2), 그리고 REM을 투입한 모형(3)에서 모두 음(-)의 회귀계수 값을 나타냈다. 결과는 <표 5>에 나타내었다. 로지스틱 회귀분석 모형의 계수값(B)과 승산비(Exp(B))를 통해서 살펴보면 모형(1)~(3)에서 통계적으로 유의한 음의 상관관계를 보이며, 모형(1)에서 관심변수인 DAJ의 승산비는 0.102, 모형(2)의 DAK는 0.103, 모형(3)의 REM는 0.148을 보이고 있다. 이는 자기주식 취득 직전연도에 회계이익을 상향조정한 기업들이 당해 연도에 자기주식 취득을 실시하는 경우 간접취득방법을 선택할 가능성이 높다는 것이 나타난 것이다. [가설 1]을 지지하는 결과이며 최효순 외(2010)와 같이 경영자가 이익조정과 자기주식 취득을 보완적으로 사용하여 시장에 저평가 신호를 보내게 되는 경우 간접취득방법을 선택하는 것으로 해석할 수 있다.

CASH의 경우 Direct에 음(-)의 영향을 미치는 것을 확인할 수 있다. 이는 자기주식 취득을 결정함에 있어 신호비용과 관련된 부분인데, 간접취득방법으로 자기주식 취득을 공시하게 되는 경우 매매 대행사에게 계약금을 지불해야함을 서두에 밝힌 바 있다. 제도의 차이로 인한 두 방법 간의 신호비용 차이는 분석 결과에서도 그대로 반영되어 기업이 보유하고 있는 당장 사용 가능한 현금수준이 자기주식 취득을 시행할 때 간접취득방법을 선호하게 만드는 것이라 할 수 있다.

모형(1)을 제외하면 ROA 변수는 통계적 유의성을 확인할 수 없었다. 이는 모형(2)와 모형(3)의 경우 이익조정을 측정하는 과정에서 성과를 통제하거나 실제이익조정이 영업활동과 판관비 등 이익에 영향을 주는 변수들을 통해 측정된 것 때문이라 추측된다. OWN은 자기주식 취득의 직접 및 간접방법 결정에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. OWN이 높은 기업에서 간접취득방법을 사용하고 있는데, 김영환과 정성창(2008)에서 분석된 것과 같이 대주주 소유 지분율이 높을수록 소유의 집중도가 크기 때문에 매수합병에 대한 우려가 적고 그 때문에 자기주식 취득시 취득의 충실도가 낮은 간접 취득방법을 사용하는 것이라 할 수 있다.

〈표 5〉 이익의 상향조정이 자기주식 취득방법 선택에 미치는 영향 분석

$Direct_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 EM_{i,t-1} + \alpha_2 TQ_{i,t-1} + \alpha_3 RND_{i,t-1} + \alpha_4 CASH_{i,t-1} + \alpha_5 OWN_{i,t-1} + \alpha_6 FSH_{i,t-1} + \alpha_7 ROA_{i,t-1} + \alpha_8 LEV_{i,t-1} + \alpha_9 SIZE_{i,t-1} + YD + ID + \epsilon$														
변 수	예상 부호	모형(1)				모형(2)				모형(3)				
		B	SE	wald χ^2	Exp(B)	B	SE	wald χ^2	Exp(B)	B	SE	wald χ^2	Exp(B)	
Intercept		-0.3561 (0.8395)	1.7582	0.041	0.022	-0.383 (0.8274)	1.7564	0.0476	0.031	-1.4453 (0.4376)	1.8621	0.6025	0.027	
DAJ (-)		-2.2815*** (0.0046)	0.8053	8.0261	0.102									
DAK														
REM							0.8408 (0.0069)	7.2955	0.103		0.2245	72.5612	0.148	
TQ (+)		0.4612*** (0.0048)	0.1634	7.9702	1.586	0.4697*** (0.0038)	0.1624	8.3657	1.599	0.4456** (0.0102)	0.1736	6.5915	1.561	
RND ?		3.7788 (0.4093)	4.5792	0.681	43.762	3.7657 (0.4105)	4.5757	0.6773	43.192	4.0237 (0.4092)	4.8753	0.6812	55.909	
CASH (-)		-4.0047*** (<0.0001)	0.814	24.2046	0.018	-4.0201*** (<0.0001)	0.8143	24.3734	0.018	-4.5043*** (<0.0001)	0.8605	27.4008	0.011	
OWN (-)		-2.6944*** (<0.0001)	0.4768	31.9362	0.068	-2.715*** (<0.0001)	0.4765	32.4707	0.066	-2.4913*** (<0.0001)	0.5028	24.5464	0.083	
FSH ?		-0.6041 (0.3382)	0.6308	0.9171	0.547	-0.6427 (0.3079)	0.6303	1.0396	0.526	-0.6817 (0.3109)	0.6728	1.0267	0.506	
ROA (+)		3.7215** (0.0308)	1.7235	4.6625	41.327	2.5165 (0.1355)	1.6857	2.2286	12.385	0.0725 (0.9679)	1.8037	0.0016	1.075	
LEV (-)		0.1718 (0.2167)	0.1391	1.5262	1.187	0.1687 (0.2241)	0.1388	1.478	1.184	0.105 (0.4806)	0.1489	0.4976	1.111	
SIZE (+)		0.0503 (0.4358)	0.0646	0.6074	1.052	0.053 (0.4111)	0.0645	0.6757	1.054	0.0486 (0.4784)	0.0686	0.5024	1.05	
$\Sigma ID / \Sigma YD$			포 합				포 합				포 합			
N			1025				1025				1025			
-2 Log L			1203.04 (<0.0001)				1203.81 (<0.0001)				1111.46 (<0.0001)			

* 변수 설명은 <표 3> 참조

나. 기업의 배당 수준이 자기주식 취득의 방법 결정에 미치는 영향

기업의 배당 수준이 자기주식 취득의 직접 및 간접방법 선택에 미치는 영향은 다음의 <표 6>의 패널 A, B로 나타내었다. <표 6>의 패널 A는 전체집단을 대상으로 로지스틱 회귀분석을 실시한 결과이고, 패널 B는 실제 배당금을 지급한 기업들만을 대상으로 로지스틱 회귀분석을 실시한 결과이다. 배당금총액(현금배당+주식배당)을 기업의 자산으로 표준화한 DiV를 관심변수로 설정한 모형(1)에서 모형(4)까지의 모든 분석에서 기업의 배당수준은 Direct에 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 드러나 배당 수준이 높을수록 직접취득방법을 사용하는 것으로 나타났다.

전체 기업들을 대상으로 한 분석에서 나타나는 계수값보다 실제 배당을 지급한 기업들을 대상으로 분석한 배당 분석 모형(3), (4)에서 계수값이 더 크게 나타났고 승산비(Exp(B)) 역시 높게 나타남을 확인할 수 있다. 이는 기업의 배당이 증가할수록 직접취득방법을 선택할 확률이 크게 나타난 것이라 할 수 있다. 즉 직전년도에 배당금을 많이 지급하는 기업들이 당해 연도에 자기주식 취득을 실시할 경우 직접취득방법으로 자기주식을 취득한다는 것이다. 이러한 결과는 단변량 분석과 마찬가지로 [가설 2]가 지지되는 결과라 할 수 있는데, 이는 설원식 외(2004)에서 나타난 것과 같이 기업들은 이익잉여금의 증가분을 자기주식 취득과 배당에 골고루 분배하기 때문인 것으로 여겨진다.

[가설 1]을 검증하는 모형에서처럼 기업 내에 현금 보유량이 많은 기업들은 자기주식 취득을 시행할 때에 간접취득방법을 선택하는 것으로 나타났다. 이는 신호비용으로 변수의 영향을 설명 하였던 [가설 1]의 모형에서와 마찬가지로 신호 비용이 간접취득방법에서 크게 나타나기 때문으로 해석할 수 있다. 대주주 지분을 역시 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, TQ(Tobin's Q)와 LEV변수는 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 나타나 배당을 많이 지급하면서 기업가치가 높고 부채비율이 높은 기업들이 직접취득방법을 사용하는 것으로 나타났다.

다. 고배당집단과 저배당집단의 구분을 통한 더미분석

배당과 관련되어 실제 배당을 지급하였으며 전년도의 당기순이익이 양(+)의 값을 보이는 기업들을 대상으로 배당수준의 평균값과 중위수 값을 기준으로 집단을 구분하여 더미변수를 설정하였다. 평균 또는 중위수보다 크게 배당수준을 가지는 기업들은 각각 DD1과 DD2를 1로, 평균 또는 중위수보다 낮은 배당수준을 가지는 기업들은 DD1과 DD2를 0으로 설정하여 모형에 투입한 결과는 <표 7>에 제시하였다.

<표 7> 실제 배당지급 및 전기 당기순이익이 양인 기업의 배당 여부 분석

$$Direct_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DD_{i,t-1} + \alpha_2 TQ_{i,t-1} + \alpha_3 RND_{i,t-1} + \alpha_4 CASH_{i,t-1} + \alpha_5 OWN_{i,t-1} + \alpha_6 FSH_{i,t-1} + \alpha_7 ROA_{i,t-1} + \alpha_8 LEV_{i,t-1} + \alpha_9 SIZE_{i,t-1} + YD + ID + \epsilon$$

변 수	예상 부호	배당 여부 이용							
		모형(5) ; 평균기준 [[Div≥평균]이면 1, 아니면 0]				모형(6) ; 당기순이익>0 [[Div≥중간값]이면 1, 아니면 0]			
		B	SE	wald x ²	Exp(B)	B	SE	wald x ²	Exp(B)
Intercept		-0.0622 (0.9754)	2.0162	0.001	0.647	-0.2601 (0.8978)	2.0257	0.0165	1.654
DD1	(+)	0.3276** (0.082)	0.1883	3.0257	1.388				
DD2	(+)					0.3637** (0.045)	0.1814	4.0175	1.439
TQ	(+)	0.5446*** (0.0081)	0.2056	7.017	1.724	0.5568*** (0.0065)	0.2047	7.4006	1.745
RND	?	-0.6661 (0.8964)	5.1142	0.017	0.514	-0.8941 (0.8615)	5.1239	0.0305	0.409
CASH	(-)	-4.1912*** (<.0001)	0.8913	22.11	0.015	-4.1843*** (<.0001)	0.8901	22.0995	0.015
OWN	(-)	-2.8016*** (<.0001)	0.5344	27.485	0.061	-2.7902*** (<.0001)	0.5357	27.1312	0.061
FSH	(?)	-0.3551 (0.6177)	0.7113	0.2492	0.701	-0.4065 (0.5694)	0.7144	0.3237	0.666
ROA	(+)	2.6594 (0.225)	2.1917	1.4724	14.288	2.4986 (0.2541)	2.1911	1.3004	12.165
LEV	(-)	0.4009** (0.025)	0.1789	5.0244	1.493	0.3913** (0.0274)	0.1774	4.8656	1.479
SIZE	(+)	0.0186 (0.8024)	0.0743	0.0626	1.019	0.0233 (0.7541)	0.0745	0.0981	1.024
ΣID / ΣYD		포 합				포 합			
N		841				841			
-2 Log L		979.768 (<.0001)				978.768 (<.0001)			

* 변수 설명은 <표 3> 참조

고배당 집단은 자기주식 취득 더미변수인 Direct에 양(+)의 상관관계를 갖는 것으로 드러나 배당수준이 큰 기업일수록 자기주식 취득시에 직접취득방법을 선택하는 것으로 나타났다. 평균을 기준으로 상하 집단 구분을 한 경우(모형(5))와 중위수를 기준으로 상하 집단 구분을 한 경우(모형(6)) 모두에서 계수값이 모형(4)보다 낮고 상위 집단이 자기주식을 취득할 때 직접취득방법을 사용할 확률인 승산비(Exp(B)) 역시 모형(5)는 1.388배, 모형(6)에서는 1.439배로 모형(4)에 비하여 낮게 나타났다. 이는 배당수준이 증가하더라도 더미변수로 표현되어 기업의 배당과 관련된 특징이 모형에 고스란히 반영되지 않았기 때문이라 할 수 있을 것이다. TQ(Tobin's Q)와 CASH, OWN 변수의 통계적 유의성이 확인되었으며, 모형(1)~(4)와 마찬가지로 부채비율에 있어서도 통계적으로 유의한 양(+)의 상관관계를 갖는 것을 확인할 수 있었다. 즉, 기업들은 배당을 많이 지급할수록(총자산대비 배당이 큰 비중을 차지할수록) 자기주식 취득시에 직접취득방법을 선택하는 것을 알 수 있다.

V. 결론 및 한계점

본 연구는 기업들이 자기주식 취득시 경영자가 선택할 수 있는 직접취득방법 혹은 간접취득방법이 경영자의 이익조정 및 배당의사결정과 관련성이 있는가를 검증함을 목적으로 수행하였다. 자기주식 취득은 시장에 저평가에 대한 신호를 전달하고 시장은 이에 대한 반응으로 기업의 가치를 재평가하게 되는데, 만약 경영자가 이러한 과정을 역이용하여 허위정보를 생산하는 경우(경영자의 기회주의적 행위)에 시장은 이를 단번에 알아차리기 힘든 경우가 많다. 또한 자기주식 취득의 경우 공시 시점과 취득 시점이 시간적으로 차이가 존재하고 직·간접취득방법간 제도적 차이로 인하여 간접취득방법을 선택하는 경우 경영자의 기회주의적 행위가 더 크게 나타날 가능성이 있다. 또한 기업의 이익환원정책인 자기주식 취득과 배당 사이의 관계가 확실하게 결론지어지지 못한 국내의 현실에서 기업의 배당 수준이 자기주식 취득 시행시 직접 또는 간접취득방법 선택에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 분석도 함께 진행되었다.

분석결과 자기주식을 취득하기 직전년도에 이익의 질이 낮은(이익을 상향조정한) 기업들은 당해 연도 자기주식 취득을 실시하는 경우 간접취득방법을 선택하는 것으로 나타났다. 이는 국내의 최효순 외(2010)와 Chou and Lin(2004), Chan et al.(2010) 등의 해외연구에서 나타난 결과처럼 기업들이 발생액 반전현상을 겪거나 이익조정 행위가 드러나기 이전에 자기주식 취득을 통해서 기업 가치를 유지하거나 더 높이려는 유인이 작용한 것으로 판단된다.

기업의 배당 수준과 자기주식 취득의 방법 결정에 대한 분석에서는 국내 기업들이 배당과 자기주식 취득을 고루 사용하여 이익잉여금을 분배한다는 설원식 외(2004)의 결과와 유사한 결론을 얻을 수 있었다. 이는 기업이 미래 경영 성과에 대한 신호를 보내기 위해서 배당을 이용하고

있으며, 이는 현재보다 미래에 더 좋아질 것이라는 암시를 주기 위험이라고 할 수 있다. 그로 인해서 현재 배당을 높게 지급하는 기업들은 자기주식 취득에 있어서도 더 우월한 효과를 갖는 직접취득방법을 선택하여 주주의 부를 극대화시키는 의사결정을 하는 것으로 나타났다.

본 연구는 기존의 선행연구들이 대부분 자기주식 취득 동기에 초점을 두고 연구를 진행하는 것과는 달리 자기주식 취득시 취득방법의 선택에 따라 경영자의 의도적 개입이 존재하는가를 검증함에 초점을 맞추어 연구가 이루어졌다는 점에 차별성이 있다. 기업의 운영은 경영자의 판단이 기초가 되는 것으로, 언제나 효율적으로 운영되는 것은 아니다. 기업의 가치가 저평가 되어 있다는 것을 의심하는 연구결과들도 경영자가 의도적으로 개입하여 자본시장과 투자자들이 오해할 상황을 만든다는 것에 주목하기 때문이다. 본 연구 역시 자기주식 취득을 실시하면서 경영자들이 선택할 수 있는 두 가지 방법인 직접취득방법과 간접취득방법이 어떠한 차이를 갖는지, 이익조정과 배당 등에는 어떠한 영향을 받는지를 실증 분석하였고 분석결과 가설을 지지하는 결론을 얻을 수 있었다.

본 연구의 한계점은 자기주식 취득과 관련된 경영자의 판단에 초점을 맞추어 거시경제 및 기업의 외부환경에 대한 고려를 하지 못했다는 점이다. 또한 해외의 연구를 통해서 경영자가 자기주식 취득을 어떠한 동기에서 시행하는가에 대한 근거를 들었지만, 실제 국내 기업의 경영자들이 자기주식 취득 제도를 어떻게 이해하고 있는가에 대한 근거를 제시하지 못했다. 이는 앞으로 자기주식 취득과 관련된 연구들이 자기주식 취득 결정 요인에 대한 연구에서 발전하여 경영자들이 가진 자기주식 취득제도에 대한 인식과 자기주식 취득결정과 직접 및 간접취득방법 결정을 통합적으로 연구하게 되면서 본 연구가 부족한 부분들이 연구의 틀에 담아질 수 있을 것이라 생각한다.

참고문헌

- 김성환 · 이종운. 2006. “자사주 매입의 배당대체효과에 관한 연구”. 대한회계학회 2006년 추계 학술대회 발표논문집 : 122-140.
- 김영철 · 강정연 · 고종권. 2012. “감리지적기업과 회계이익과 세무이익의 차이 및 실제이익조정”, 세무학연구, 제29권 제4호 : 191-224.
- 김영환 · 정성창. 2008. “자사주 매입방법의 결정요인과 기회주의 가설의 검증”. 경영학연구, 제37권 제5호 : 1205-1232.
- 김윤택 · 서정욱. 2005. “자기주식 취득과 회계이익의 정보효과 : 재량적 회계선택을 중심으로”. 회계학연구, 제30권 제1호 : 1-25.
- 김철교. 1997. “자기주식관리가 한국주식시장에 미치는 영향에 관한 연구”. 재무연구, 제13호 : 169-195.
- 문현주. 2005. “자기주식 취득기업의 이익조정패턴. 한국회계학회동계학술발표논문집” : 183-200.
- 법무법인 세종. 2011. 『Legal Update』. 서울.
- 변진호. 2004. “저평가 자기주식 취득 공시의 허위정보 신호효과”. 증권학회지, 제33권 제1호 : 207-248.
- 설원식 · 김수정. 2005. “자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향”. 재무관리연구, 제22권 제1호 : 37-69.
- 설원식 · 김수정 · 장호윤. 2004. “자기주식 취득이 기업의 배당 및 장기성과에 미치는 영향”. 산업경제연구, 제17권 제4호 : 1291-1315.
- 성열건. 2010. “주주단계세금이 자사주매입과 현금배당 선택에 미치는 영향”. 한국회계학회 학술발표논문집 : 1-37.
- 신민식. 2006. “자기주식 취득이 주가, 체계적 위험 및 유동성에 미치는 영향”. 경영연구, 제12권 제1호 : 235-255.
- 연태훈. 2005. “기업경영권에 대한 연구 : 실증분석과 제도정비방안을 중심으로”. 한국개발연구원.
- 우춘식 · 신용균. 1996. “주식재매입의 효과에 관한 실증적 연구”. 증권금융연구, 제2권 : 97-114.
- 이만우 · 노준화. 2006. “외국인 투자자가 기업에 미친 영향 - 배당, 투자, 기부금 및 자기주식 취득을 중심으로 -”. 세무와회계저널, 제7권 1호 : 7-25.
- 이익규 · 주상룡. 2005. “자사주매입동기에 관한 연구”. 재무관리논총, 제11권 제1호 : 243-273.
- 정성창 · 이용교. 1996. “자기주식 취득과 자기주식펀드 제도의 유효성 분석”. 재무연구, 제11권 : 241-271.
- 정성창 · 이용교. 2001. “자기주식 취득 전략과 기업의 가치”. 재무연구, 제14권 제1호 : 59-88.
- 정성창 · 이용교. 2003. “자기주식 취득 기업들의 장기성과에 관한 연구”. 재무연구 제16권 : 129

- 162.

- 정성창. 2004. “자기주식 취득과 유상증자 : 불공정가능성의 제기”. 증권학회지. 제33권 3호 : 123-156.
- 최정호 · 정성창. 2012. “자사주 취득기업의 소유구조와 이익조정”. 세무와회계저널. 제13권 제3호 : 53-82.
- 최효순 · 손 욱 · 이수로. 2010. “자사주 매입과 재량적 발생의 저평가 신호에 관한 연구”. 한국경제연구. 제29권 제1호 : 103-131.
- Bagnoli, M., R. Gordon and B. 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.
- Baker, H. K., G. E. Powell, and E. T. Veit. 2003. Why Companies Use Open-Market Repurchases : A Managerial Perspective. *the Quarterly Review of Economics and Finance*. 43 : 483-504.
- Barclay, M., and C. Smith. 1988. Corporate Payout Policy : Cash Dividends versus Open-Market Repurchases. *Journal of Financial Economics*. 22 : 61-82.
- Battacharya, U., and A. Dittmar. 2003. Costless Versus Costly Signaling : Theory and Evidence from Share Repurchases. Seminar Paper at Alabama, Humboldt, Frankfurt, Illinois, Indiana, INSEAD
- Bernstein, P. L. 1996. Dividends : The Puzzle. *Journal of Applied Corporate Finance*. 9 : 16-22.
- 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.
- Dann, L. Y. 1981. Common Stock Repurchase : An Analysis of Returns to Bond-Holders and Stock Holders. *Journal of Financial Economics*. 9 : 113-138.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1996. Reversal of Fortune Dividend Signaling and The Disappearance of Sustained Earnings Growth. *Journal of Financial Economics*. 40 : 341-371.
- Dechow, P., R. Sloan, and A. Sweeney. 1995. Detecting Earnings Management, *The Accounting Review*. 70 : 193-225.
- Denis, D. J. 1990. Defensive Changes in Corporate Payout Policy : Share repurchases and Special Dividends. *Journal of Finance*. 45 : 1433-1456.
- 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*. 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.
- Grullon, G., R. Michaely, S. Benartzi, and R. H. Thaler. 2005. Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *Journal of Business*. 78 : 1659—1682.
- Healy, P. M., and J. M. Wahlen. 1999. A Review of the Earnings Management Literature and Its Implications for Standard Setting. *Accounting Horizons*. 13 : 365—383.
- 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.
- Kim, Hyo., Jo, Hoje Jo, Soon Yoon. 2013. Controlling shareholders' opportunistic use of share repurchases. *Review of Quantitative Finance and Accounting*. 41 : 203—224.
- Kothari, S. P., A. J. Leoneb, C. E. Wasleyb. 2005. Performance Matched Discretionary Accrual Measures. *Journal of Accounting and Economics*. 39 : 163—197.
- Lintner, J. 1956. The Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*. 46 : 97—113.
- Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *Journal of Business*. 34 : 411—433.
- Nissim, D., and A. Ziv. 2001. Dividend Changes and Future Profitability. *Journal of Finance*. 56 : 2111—2133.
- Ofer, A., and A. V. Thakor. 1987. A Theory of Stock Price Responses to Alternative Corporate Cash Disbursement Methods : Stock Repurchases and Dividends. *Journal of Finance*. 42 : 365—394.
- Persons, J. C.. 1994. Signaling and Takeover Deterrence with Stock Repurchases : Dutch Auction versus Fixed Price Tender Offers. *Journal of Finance*. 49 : 1373—1402.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings Management through Real Activities Manipulation. *Journal of Accounting and Economics*. 42 : 335—370.
- Tobin, J. 1969. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*. 1 : 15—29.
- Vermaelen, T. 1981. Common Stock Repurchases and Market Signalling : An Empirical Study. *Journal of Financial Economics*. 9 : 139—183.

The Relation between Acquisition of Treasury Stock and Earnings Management, Dividends

YunSung Koh* · JungHan Lee**

〈Abstract〉

This study examines how the way of open market share repurchase affects the earnings management and the dividend. It is well known for corporate to announce open market share repurchase for solving information asymmetry situation then investors react due to the signal. This process settles information asymmetry of the firm, so its stock price rises. Besides open market share repurchase influences share holder's capital gain. It can act a role of payout policy like dividend.

In Korea, there are two way of open market share repurchase. The one is called direct way(to buy company's own stock at the market) and the other is indirect way(to make a contract with investment institutions as trust that is composed of its own stock). The two methods have some differences in disclosure, assessment about actual repurchasing behavior, and disposal. The direct way generally gets higher signaling effect and strict regulation. So it is possible for companies that have different accounting features to make different decisions about open market repurchases. Furthermore, managers can affect this process.

Prevalent share repurchase can help companies stabilize their stock price, but at that time of its disclosure, there is also little information that investors can use to find out undervaluation. So managers are able to have opportunistic idea. As many studies examined open market share repurchase were concentrated in the decision factors, there is few researches on its methods. So we examine how the earnings management and dividend payout policy can affects companies' choice of share repurchase for explaining whether manager's intervention has an effect on the decision making process in choosing the way of repurchasing its share.

There were some differences between the companies which choose different methods. The higher level of earnings management was found in the group of trust holding companies, also the less dividend. Direct purchasing companies features like R&D expense, market value, ROA, the rate of foreign share holder, and the size tower above trust holding companies. When sending a false signal to the market, managers likely choose the indirect way of share repurchase. Both of share open market share repurchase and the dividend can contribute well to share holders' wealth.

〈Key words〉 share repurchase, earnings management, dividend, opportunistic behavior

* Associate Professor, HUFs Business School, Hankuk University of Foreign Studies, primary author

** Ph.D. Student, HUFs Business School, Hankuk University of Foreign Studies, corresponding author