

상환전환우선주 발행기업의 조세회피와 기업가치에 대한 연구

심금옥* · 이현아**

〈요 약〉

본 연구는 2011년도 상법 개정으로 인하여 다양한 종류주식의 발행이 가능해진 이후 자본조달의 수단으로서 최근 활발하게 이용되고 있는 상환전환우선주의 발행이 기업의 조세회피 및 기업가치와 어떠한 관련성이 있는지 실증적으로 검증하였다. 상환전환우선주는 대체 자금조달수단인 부채와 유사하지만 이자비용을 지급하지 않고, 일정한 요건을 충족하면 자본으로 분류되어 재무구조를 개선할 수 있는 자본조달 수단이다. 따라서 세금 절감의 유인이 상대적으로 낮은 기업이 상환전환우선주를 발행할 가능성이 높으므로 상환전환우선주 발행 기업은 조세회피에 적극적이지 않을 것으로 예상된다. 또한, 상환전환우선주는 상환권과 전환권을 모두 포함하고 있으므로 투자자를 유인하기 좋은 자금조달 수단이다. 이러한 상환전환우선주의 발행이 투자자에게 긍정적인 신호로 전달된다면 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상되지만 투자자에게 부정적인 신호로 전달되어 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 가능성도 존재한다.

본 연구는 2011년부터 2018년도까지 비금융업 상장기업을 대상으로 상환전환우선주의 발행기업의 조세회피 수준과 기업가치를 분석하였으며, 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 상환전환우선주를 발행한 기업의 조세회피 수준은 비발행기업에 비해 유의하게 낮은 것으로 나타났다. 즉, 이자비용으로 인한 세금절감 효과가 있는 대체 감세수단인 부채 대신에 상환전환우선주를 선택하여 자금을 조달한 기업은 조세회피에 적극적이지 않음을 보이고 있다. 둘째, 상환전환우선주 발행 기업의 기업가치는 비발행기업에 비해 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 상환전환우선주의 발행이 투자자들에게는 충분히 가치있는 투자안을 위한 자금조달을 시사하여 투자자들에게 긍정적인 신호로 전달됨으로서 기업가치를 증가시키는 것으로 해석된다.

본 연구는 선행연구들과는 달리 상환전환우선주라는 특정 종류주식에 대한 분석을 통해 우선주에 대한 이해의 폭을 넓히고 있다는 측면에서 의의를 가진다. 또한, 상환전환우선주의 발행과 조세회피 및 기업가치와의 관련성에 대한 본 연구의 결과는 투자자 및 관할 감독기관 등 다양한 이해관계자에게 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대하는 바이다.

〈주제어〉 우선주, 종류주식, 상환전환우선주, 조세회피, 기업가치

* 가천대학교 일반대학원 회계세무학과 박사과정, 공인회계사, okgsim@naver.com, 주저자

** 가천대학교 경영대학 경영학과 부교수, halee@gachon.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2021년 3월 11일 게재확정일 2021년 3월 26일

I. 서 론

기업은 자금을 수월하게 조달하면서 경영권에 미치는 영향을 최소화하기 위하여 보통주 외의 다양한 주식의 발행 필요성을 요구해 왔으며, 이러한 기업의 요구에 부응하여 발행할 수 있는 주식 유형을 다양화하고 있는 것이 세계적인 입법추세이다. 이러한 추세에 맞추어 국내에서도 2011년도에 상법이 개정됨에 따라 기업은 이익배당, 잔여재산의 분배, 의결권 행사, 상환 또는 전환 등에 관하여 다른 내용의 주식을 종류주식으로 발행할 수 있게 허용되었다. 또한 각각 다른 종류주식을 서로 결합하여 주식을 다양한 형태로 발행하는 것도 가능하게 되었다(상법 제344조 제1항). 이러한 종류주식 중 상환전환우선주(Redeemable Convertible Preferred Stock)는 상환권과 전환권을 모두 포함하고 있는 우선주로서 투자자의 입장에서 기업의 성과가 좋을 경우에는 전환권을 행사하여 보통주로 전환함으로써 이익을 실현하고, 반대의 경우에는 상환권을 행사하여 투자액을 안정적으로 회수할 수 있다. 또한, 발행회사의 입장에서 상환전환우선주는 금융부채와 비슷한 특성을 가지고 있지만 특정한 요건을 충족하면 회계처리상 자본으로 분류돼 기업의 재무구조개선의 효과가 있으며 사채와는 달리 이자를 지급하지 않아도 되는 이점이 있으므로 상법개정 이후 상환전환우선주의 발행은 지속적으로 증가하고 있다.¹⁾ 최근 상환전환우선주가 유용한 자본조달의 수단으로 활발하게 이용되고 있음에도 불구하고 다른 자본조달수단에 비해 상환전환우선주에 대한 연구는 미흡한 실정이다. 따라서 본 연구는 관련된 회계와 세무 규정을 정리하여 상환전환우선주에 대한 이해도를 높이고 상환전환우선주의 발행이 조세회피 및 기업가치에 미치는 영향을 분석하는 것을 목적으로 하고 있다.

첫째, 기업의 자본조달 의사결정은 세금 유인과 밀접한 관계를 가지고 있다(고종권 2003 ; Carter and Manzon 1995 ; Ely et al. 2002). 상환전환우선주의 경우에는 금융부채와 유사하지만 이자비용을 지급하지 않고, 일정한 요건을 충족하면 자본으로 분류되어 기업의 입장에서는 재무구조를 개선할 수 있는 자본조달 수단이다. 즉, 세금 절감의 유인이 상대적으로 낮고 재무구조개선과 같은 다른 유인이 높은 기업이 상환전환우선주를 발행할 가능성이 높으므로 본 연구에서는 상환전환우선주를 발행한 기업은 조세회피에 적극적이지 않을 것으로 예측하였다. 둘째, 자본조달순서이론에 의하면 경영자와 투자자간의 정보비대칭 하에서 자본조달 방식의 선택은 기업의 가치에 대한 정보를 제공하며, 부채는 자본보다 긍정적인 신호를 제공한다(Myers and Majluf 1984). 상환전환우선주는 우선주이지만 기존의 우선주에 비하여 상환권으로 변제의 성격

1) 상환전환우선주는 최근 벤처투자업계에서 흔히 볼 수 있는 투자 유형이다. 중소기업벤처기업부에 의하면 2019년 상반기 벤처투자액이 1조 9,000억 원이며, 그 중 우선주 투자가 1조 1,500억 원으로 전체 투자의 약 61%를 차지했다. 우선주 비중은 해마다 늘어 2018년도에는 55%에 달했는데, 반년 사이에 6% 증가하였다. 중소기업벤처기업부 관계자는 우선주 투자의 대부분은 상환전환우선주라고 하였으며 특히 정보기술(IT) 분야 벤처투자는 상환전환우선주가 대세라고 보도되었다(주간동아 2019년 10월 4일자 <https://weekly.donga.com/3/all/11/1865260/1>).

이 강화되어 부채의 성격에 근접하고 있다. 또한, 상환전환우선주는 상환권과 전환권을 모두 포함하고 있으므로 투자자의 입장에서 전환권을 행사하여 이익을 실현하거나 상환권을 행사해 투자액을 회수할 수 있는 매력적인 투자수단이다. 이와 같이 투자자에게 좋은 조건의 상환전환우선주를 발행하는 기업은 성장성이 높고 수익성이 높은 투자 기회가 있으면서 자금조달이 필요한 기업일 가능성이 높다. 따라서 상환전환우선주의 발행이 투자자에게 긍정적인 신호로 전달되면 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측된다. 하지만 부채시장에 접근이 어려워 일시적인 자금 경색을 겪고 있는 기업이 외부 투자자를 좋은 조건으로 유인하기 위해서 상환전환우선주를 발행할 가능성도 존재한다. 상환전환우선주의 발행이 투자자에게 부정적인 신호로 작용하는 경우 기업가치에 반대의 영향을 미칠 가능성도 있으므로 상환전환우선주의 발행과 기업가치 간의 관계는 실증적인 검증이 필요한 부분이다.

본 연구는 2011년부터 2018년도까지 국내의 유가증권 시장에 상장된 12월말 비금융기업 기업-연도 12,173개 자료를 이용하여 상환전환우선주를 발행한 기업의 조세회피 수준과 기업가치를 실증 분석하였으며, 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 상환전환우선주 발행기업은 비발행기업보다 조세회피 수준이 낮은 것으로 나타났다. 즉, 기업이 부채를 통해 자금을 조달하면 이자비용으로 인한 세금절감 효과가 있음에도 불구하고 이러한 감세수단인 부채가 아닌 상환전환우선주를 선택하여 자금을 조달한 기업은 조세회피에 적극적이지 않음을 보이고 있다. 둘째, 상환전환우선주 발행기업은 비발행기업보다 기업가치가 높은 것으로 나타났다. 이는 상환전환우선주가 부채와 성격이 유사하면서 투자자들에게는 충분히 가치있는 투자안을 위한 자금조달을 시사하므로 상환전환우선주의 발행이 투자자들에게 긍정적인 신호로 전달되어 기업가치를 증가시키는 것으로 해석된다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 측면에서 학계와 실무에 의미하는 결과를 제공할 것으로 기대하는 바이다. 첫째, 많은 선행연구들이 넓은 범위인 우선주를 대상으로 연구하였으나 2011년도 상법 개정으로 인하여 동질적이지 않은 다양한 성격의 종류주식이 발행되고 있으므로 특정 종류주식에 대한 연구의 필요성이 높아지고 있다. 본 연구는 종류주식 중 높은 발행 비중을 차지하고 있는 상환전환우선주에 대한 최초의 연구로서 상환전환우선주에 대한 학문적 이해의 폭을 확대하고 있다. 둘째, Scholes and Wolfson(1992)에 의하면 효율적인 세무계획이란 단순히 조세비용만을 최소화하는 것이 아니라 다양한 비조세비용을 감안하는 것을 의미한다. 따라서 효율적인 세무계획의 관점에서 본 연구의 결과는 상환전환우선주의 발행이 조세비용의 감소보다는 기업가치의 증가라는 비조세비용의 측면에서 효과적인 자본조달 수단이 될 수 있음을 보여주고 있다. 마지막으로 본 연구는 상환전환우선주의 발행기업의 조세회피 수준 및 기업가치 간의 관련성을 검증함으로써 자본시장에서 상환전환우선주에 많은 관심을 가지고 있는 투자자, 재무정보 이용자, 정책입안자 등 다양한 이해관계자들에게 유용한 정보를 제공할 것으로 기대하는 바이다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 상환전환우선주 관련 회계 및 세무 규정을 정리한다. 또한, 본 연구의 배경이 되는 선행연구를 검토하고 이를 토대로 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 가설을 검증하기 위한 연구방법 및 연구모형을 제시하고, 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 논의한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구의 결론과 한계점을 제시한다.

Ⅱ. 상환우선주 관련 규정과 선행연구 및 가설

1. 상환전환우선주 관련 규정

가. 회계기준

한국채택국제회계기준(K-IFRS)에 의한 상환전환우선주의 회계처리는 우선 발행자 입장의 회계처리와 투자자 입장의 회계처리로 구분해서 고려하여야 한다.²⁾ 발행자 입장의 회계처리는 우선 기업회계기준서 제1032호에 따라 발행한 금융상품이 금융부채인지 지분상품인지를 분류한 후에 장부에 인식할 가치를 산정한다. 금융부채와 지분상품의 분류는 상환청구권이 투자자에게 있고 전환가격재조정조항이 없다면, 발행자에게 계약상 의무가 있으나 전환권은 자본위험을 부담하므로, 상환금액과 상환권은 금융부채로 인식하고, 전환권은 자본으로 인식한다. 또한, 상환청구권이 투자자에게 있고 전환가격재조정조항이 있다면, 발행자에게 계약상 의무가 있으면서 전환권은 자본위험을 부담하지 않는다. 이 경우 상환금액과 상환권은 금융부채로 인식하고, 전환권은 파생부채로 분류한다. 만일, 상환청구권이 발행자에게 있고 전환가격재조정조항이 없다면, 발행자에게 계약상 의무가 없고 전환권은 자본위험을 부담하므로, 전체를 자본으로 분류한다. 마지막으로 상환청구권이 발행자에게 있고 전환가격재조정조항이 있다면 발행자에게 계약상 의무가 없으나 전환권은 자본위험을 부담하지 않는다. 이 경우에는 전체를 금융부채로 분류한다(K-IFRS 제1032호 11, 16).

투자자 입장의 회계처리는 기업회계기준서 제1109호에 따라 회계처리 한다. 해당 기준서에서는 금융자산의 계약상 현금흐름의 성격과 동 금융자산을 통하여 얻고자 하는 사업모형에 따라 측정방식이 달라지는데, 이러한 계약상 현금흐름과 사업모형을 적용하기 위해서는 금융자산이 채무상품인지 지분상품인지에 따라 적용범위가 달라진다. 따라서 투자자 입장의 회계처리를 위해서는 우선 발행자 입장의 회계처리에서 살펴 본 기업회계기준서 제1032호에 따라 금융자산이 채무상품인지 지분상품인지를 분류한 후에 기업회계기준서 제1109호를 적용하여 회계처리 한다. 우선, 투자자에게 상환권이 있고, 전환가격재조정 약정이 없는 경우 발행자 관점에서는 금융

2) 국내의 주권상장법인은 한국채택국제회계기준을 적용하여 회계처리 하도록 규정되어 있다(외부감사법 시행령 제6조 ①항 1호).

부채와 전환권은 자본으로 분류하며, 투자자 관점에서는 채무상품으로 분류한다. 이러한 경우, 투자자는 내재된 확정수량의 전환청구권으로 인하여 계약상 현금흐름이 원금과 이자로만 구성되지 못할 가능성이 높으며, 상환전환우선주는 당기손익-공정가치 측정 금융자산으로 분류한다. 또한, 투자자에게 상환권이 있고, 전환권 재조정약정이 있는 경우에는 발행자 관점에서는 금융부채와 전환권은 내재파생상품부채로 분류하며, 투자자 관점에서는 채무상품으로 분류한다. 채무상품이므로 계약상 현금흐름이 원금과 이자로만 구성되어 있는지에 관한 테스트가 요구되며, 이러한 테스트를 통과하지 못하는 경우 당기손익-공정가치 측정 금융자산으로 분류한다. 발행자에게 상환권이 있고, 전환권 재조정약정이 있는 경우 발행자 관점에서는 전체를 금융부채로 분류하며, 투자자 관점에서는 채무상품으로 분류한다. 이 역시 채무상품이므로 계약상 현금흐름이 원금과 이자로만 구성되어 있는지에 대한 테스트가 요구되며, 이러한 테스트를 통과하지 못하는 경우 당기손익-금융가치 측정 금융자산으로 분류된다. 마지막으로 발행자에게 상환권이 있고, 전환권 재조정약정이 없는 경우에는 발행자에게 계약상 의무가 없고 자본위험을 부담하므로 발행자 관점에서는 전체를 자본으로 분류하며, 그에 따라 투자자 관점에서는 지분상품으로 분류한다. 지분상품이므로 계약상 현금흐름이 원금과 이자로만 구성되어 있는지에 대한 테스트 대상이 아니며, 당기손익-공정가치 측정 금융자산으로 분류하며, 최초 인식 시점에 기타포괄손익-공정가치 측정 금융자산으로의 분류를 선택할 수 있다.

나. 법인세법

상환전환우선주에 대해서 한국채택국제회계기준(K-IFRS)은 금융상품의 실질에 따라 금융부채 또는 자본으로 분류하는 데 반하여 일반기업회계기준(K-GAAP)과 법인세법은 금융상품의 법률적 형식에 따라 자본으로 분류하고 있다. 이와 같이 한국채택국제회계기준에서는 금융상품의 성격에 따라 금융부채와 자본으로 분류하지만, 비상장기업들이 적용하고 있는 일반기업회계기준에서는 자본으로 분류하고 있으므로 한국채택국제회계기준의 분류를 세법에서 인정할 경우에 과세불공평이 발생할 수 있다. 따라서 세법에서는 상환전환우선주를 자본으로 일괄 분류하고 있다.

그에 따라 한국채택국제회계기준에서는 상환전환우선주가 부채로 분류되는 경우에는 배당금이 이자비용으로 처리가 되지만, 세법에서는 상환전환우선주가 자본으로 분류되어 배당금으로 처리된다. 이와 같이 상환전환우선주에 대한 배당금이 지급되어 회계상 이자비용으로 계상되더라도 세법에서는 이를 인정하지 않으므로 이자비용은 세무조정 시 손금불산입된다. 따라서 한국채택국제회계기준을 적용하는 기업과 일반기업회계기준을 적용하는 기업의 세무부담에 있어서는 동일해지며 회계 상 부채비용에 있어서는 다르게 표시될 수 있다.

2. 선행연구

가. 우선주 발행과 조세에 관한 선행연구

DeAngelo and Masulis(1980)는 부채를 대체하는 법인세 감세수단의 존재와 최적 우선주 발행의 관계를 분석하였다. 분석 결과, 회계의 감가상각비와 충당금 및 투자세액공제 등의 부채를 대체하는 감세수단이 많은 기업은 부채의 이자비용이 추가되지 않더라도 법인세를 절감하기 위한 수단이 충분하므로 상대적으로 부채를 발행하려는 유인이 적고 우선주를 발행하여 자금을 조달하려는 유인이 커지는 것으로 나타났다. Collins and Shackelford(1992)는 한계소득세율을 대폭 인하한 1986년 미국의 조세개혁법(Tax Reform Act of 1986)이 미국의 다국적기업에 미치는 영향을 분석하였다. 그들은 조세개혁법이 보다 엄격한 이자배분 규칙과 외국납부세액공제의 제한으로 인하여 미국의 다국적기업에게 부채가 가지는 세금유인을 감소시키는 결과를 가져왔으며 의회는 대체 금융수단인 우선주에 혜택을 제공함으로써 다국적기업들에게 외국납부세액 금액을 법인세에서 더 많이 공제받기 위하여 부채보다는 우선주를 발행하려는 유인을 제공하였음을 제시하였다. Carter and Manzon(1995)은 의무상환우선주의 발행과 관련된 세금 효과를 실증 분석하였다. 의무상환우선주는 부채와 현금흐름이 유사하고 투자자가 금융상품에 대해 주장할 수 있는 권리도 유사하여 부채의 대안이 될 수 있으나 세금에 있어서는 중요한 차이점이 있으며 그에 따라 부채에서 발생할 수 있는 이자비용의 공제를 최대한 활용할 수 없는 한계세율이 낮은 기업이 부채보다 의무상환우선주를 더 선호하는 것으로 나타났다. Callahan et al.(2001)은 기업이 전환 불가능한 무의결권 우선주를 발행하는 유인을 분석하였다. 그들은 1986년 미국의 조세개혁법(Tax Reform Act of 1986)이 해외 세액공제 활용을 극대화하기 위한 기업의 우선주 발행에 영향을 미쳤으며, 1989년 은행업에의 기본자본 규제(Basle Banking Accord)는 은행의 우선주 발행에 영향을 준다고 주장하였다. 또한, 기업의 특정 여건이 우선주 발행에 영향을 미쳐서 우선주 발행의 선택은 세금, 규제 및 기업별 상황에 영향을 받는다고 제시하였다. Ely et al.(2002)은 예상 한계세율이 기업의 자금조달 방식에 있어서 장기 부채 대신에 우선주 발행을 선택하도록 영향을 주는지 분석하였다. 기업의 인수합병을 용이하게 하기에 자주 사용되는 전환우선주를 포함해서 모든 유형의 우선주를 발행한 회사들에게서 세금 효과가 나타난 것으로 보고되었으며, 기업은 세금 혜택을 최대한 사용하기 위하여 예상 한계세율이 증가하면 우선주보다 장기 부채를 발행할 가능성이 증가한다는 실증 결과가 제시되었다.

국내에서는 정진호와 권용현(2019)이 우선주를 발행한 기업들 중에서 발생될 수 있는 특별한 대리인 문제에 대하여 분석을 수행하였으며, 국내 유가증권 시장에 상장된 2002년부터 2017년까지의 비금융기업을 대상으로 분석하였다. 그들은 우선주가 존재함으로 인해 발생하는 소유지배의 괴리가 가져올 수 있는 주주가치의 하락에 중점을 두었으며, 이러한 것은 세금 회피의 수준을 측정하여 확인이 가능한 것으로 보았다. 분석 결과, 2008년 글로벌 금융위기 이전에는 우

선주의 존재에 의하여 세금 회피 성향에 변화가 있었으나, 금융위기 이후에는 이러한 효과가 발생하지 않는 것으로 나타났으며 이는 대리인 문제에 따른 이해관계의 상충이 금융위기 이후 줄어든 것으로 해석되었다. 고종권(2003)은 1989년의 우선주 발행 기업을 대상으로 세금 요인이 기업의 자금조달 수단으로 장기 부채보다 우선주 발행을 선택하는 의사결정에 영향을 미치는지 분석하였다. 세금 요인으로 추정 한계세율을 이용하여 우선주 발행에 영향을 미치는지를 분석한 결과, 추정 한계세율은 예상했던 바와 같이 우선주 발행과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 즉, 부채를 이용하는 경우 이자비용으로 인한 감세효과가 있고 한계세율이 높을수록 이러한 감세효과가 크므로 한계세율이 높은 기업은 부채를 발행하려는 유인이 높은 반면 한계세율이 낮은 기업은 우선주를 발행하는 것으로 제시되었다.

나. 우선주 발행과 기업가치에 관한 선행연구

Ross(1977)는 경영자가 기업의 모든 내부정보를 보유하고 있으나 투자자는 취득 못하는 정보의 비대칭 하에서 경영자에 의한 재무구조 선택은 기업의 정보를 알리는 신호로 사용된다고 보고하였다. 부채에는 파산 위험이 있으므로 재무구조가 좋지 않은 기업은 쉽게 부채를 발행하지 못할 것이므로, 부채를 통한 자금조달은 기업에 대한 긍정적 신호를 전달하는 역할을 하여 주가에 긍정적인 영향을 미친다는 것이다. 따라서 기업이 우선주를 발행하면 부채 발행에 비하여 기업의 부채 비율을 낮추는 역할을 하므로 기업가치에 부정적인 영향을 가져온다고 주장하였다. 또한, 우선주 발행 기업의 부채 비율이 높은 경우에는 부채 비율이 낮은 기업이 우선주를 발행하는 경우에 비하여 외부의 투자자에게 미래의 유망한 사업에 대한 투자보다는 부채로 인한 파산위험을 해소시키려는 의도로 해석될 수 있어 기업의 미래가치에 더 부정적인 영향을 미칠 가능성이 크다고 결론지었다. Myers and Majluf(1984)는 정보 비대칭 하에서 경영자는 잠재적 투자자보다 기업의 가치에 대해 더 많이 알고 있으므로 경영자의 선택을 보고 투자자들이 기업가치를 해석한다고 가정하였다. 자본조달 순서이론(Pecking Order Theory)에 의하면 경영자가 선호하는 자금조달 방식은 내부자금, 부채, 주식의 순이며, 이러한 자본조달 방식의 선택은 기업가치에 대한 정보를 전달하게 되는데 부채는 기업가치에 긍정적인 정보를, 주식 발행은 기업가치에 부정적인 정보효과를 가져온다고 주장하였다. 즉, 자본조달 방식의 선택이 기업의 기업가치에 대한 정보 역할을 하며 타인자본의 이용이 자기자본의 이용보다 기업가치에 더 긍정적인 신호를 제공한다는 정보가설을 제시하였다. Jensen(1986)은 투자에 필요한 자금조달을 하고도 남는 여유자금(free cash flow)을 가진 기업의 경영자는 효익이 적거나 기업가치의 감소를 초래할 수 있는 합병 등과 같은 대리인 비용을 수반하는 의사 결정을 선택하여 낭비를 발생시킴으로서 우선주 발행이 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 주장하였다. 즉, 대리인인 경영자는 주주의 이익과 상충되는 이해관계에 있다는 가정 하에 이와 같은 대리인 문제를 줄이거나 없애기 위해 대리인 비용이 지급된다고 주장하였는데, 대리인 비용이 높은 기업은 우선주 발행으로 경영

권 훼손 없이 증가되는 자본금에 대하여 경영자가 사적 편익을 증가시킬 가능성이 높아지게 된다고 보고하였다.

국내에서는 정진호 외(2008)가 1990년부터 2006년까지 우선주를 발행한 82개 기업을 대상으로 우선주 발행이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였는데, 그 결과 우선주 발행이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있으며 특히 신형우선주의 공시효과가 구형우선주보다 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 신형우선주가 구형우선주에 비해 배당권이 강화되어 회사채와 유사한 특성을 지니게 된 영향으로서 부채의 발행이 자기자본의 발행보다 기업가치에 더 긍정적인 신호를 전달한다는 Myers and Majluf(1984)의 자본조달 순서이론이 국내에도 적용되는 것으로 해석되었다. 또한, 기업규모에서는 기업규모가 큰 기업이, 산업에서는 제조업이, 업력에서는 업력이 긴 기업이 신형우선주의 공시 효과가 더욱 큰 것으로 나타났다.

3. 가설

기업은 자금이 필요한 경우 주식을 발행하거나 또는 부채를 발행하여 자금을 조달한다. 기업이 주식을 발행하여 자금조달을 하는 경우에는 원리금 상환의무로부터 자유롭다는 장점이 있으나 주주들 간의 소유 지분율의 변동 또는 지배권의 변동 등으로 기업의 소유지배구조에 영향을 끼칠 수 있다. 따라서 기업은 자금조달이 수월하면서도 경영지배권에 미치는 영향은 최소화하기 위하여 표준적인 주식인 보통주와는 내용이 다른 주식을 발행할 필요성을 요구해왔다. 이러한 기업의 요구를 반영하여 2011년도에는 다양한 형태의 종류주식이 발행 가능하도록 상법이 개정되었다. 개정 이전에는 이익배당이나 잔여재산 분배에 관하여만 우선적 내용이 있는 주식을 허용하였으나 개정된 상법은 이익의 배당 또는 잔여재산의 분배 외에도 주주총회에서의 의결권 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 주식을 발행할 수 있도록 하였다(상법 제344조 제1항). 상법 개정 전에도 상환권과 전환권을 부여하여 주식을 발행하는 것이 가능하였으나 상법 개정으로 인한 변화는 상법 개정 이전에는 상환권과 전환권을 주식에 부가되는 특수한 조건으로 여겨 상환주식과 전환주식을 수종의 주식과는 별개의 특수주식으로 규정하고 있었으나 개정된 상법은 상환권과 전환권을 부여한 주식을 종류주식의 일종으로 규정하고 있다.

이수정(2016)은 상법 개정 이후 종류주식의 도입 현황을 분석하기 위하여 2015년 10월까지 유가증권 시장에 상장된 1,741개 기업의 정관을 검토한 결과, 우선주 대신 종류주식 조항을 도입하여 규정하고 있는 기업은 441개사로 약 25%의 비중을 차지하고 있음을 보고하였다. 또한 종류주식을 도입한 기업의 대부분은 “주식의 종류”조항에 상법에서 규정한 종류주식 대부분이 발행가능하다고 정관에 명시하고 있으나 구체적인 개별 조항을 들여다보면, 대부분 무의결권 이익배당 우선주식이거나 우선주식에 상환 또는 전환권을 추가한 것으로 보고하고 있다. 최근 기업들의 자본조달 수단으로서 상환전환우선주의 활용 비중이 지속적으로 높아지고 있는 현 시점

에서 상환전환우선주에 대한 다양한 연구의 필요성이 증대하고 있으므로 본 연구는 상환전환우선주를 발행한 기업의 조세회피 수준과 기업가치를 분석하고자 하였다.

선행연구들에 의하면 기업의 자본조달 의사결정은 세금 유인과 밀접한 관계를 가지고 있다. 기업이 부채를 통해 자금을 조달하는 경우에는 이자비용으로 인하여 법인세 절세효과를 얻을 수 있으므로 기업가치를 극대화할 수 있다(Modigliani and Miller 1963). 그럼에도 불구하고 우선주 발행을 선택한 기업은 부채로 인한 이자비용 공제를 최대한 활용할 수 없는 한계세율이 낮은 기업일 가능성이 높다(고종권 2003 ; Carter and Manzon 1995 ; Ely et al. 2002). 특히, 상환전환우선주의 발행기업의 경우에는 대체로 성장성이 높지만 과세소득은 높지 않은 성장기의 기업일 가능성이 높다.³⁾ 이러한 기업은 한계세율이 높지 않으므로 조세회피를 통한 세금절감 유인이 상대적으로 낮을 것으로 예측된다. 또한 상환전환우선주 발행 기업은 성장성은 높으나 기업내부에 투자를 위한 충분한 투자자금이 부족하여 투자자에게 상환권과 전환권과 같은 유리한 조건의 자금조달을 결정한 기업이므로 기업의 한계세율이 높더라도 무리한 조세회피를 함으로써 향후 조세문제가 발생하거나 기업의 평판이 악화됨으로 인하여 추가 자금조달에 문제가 되는 행위를 하지 않으려 할 가능성이 높기 때문에 조세회피에 적극적이지 않을 것으로 예측된다. 따라서 본 연구는 상환전환우선주 발행기업의 조세회피 수준에 대한 가설 1을 다음과 같이 설정하였다.

가설 1 : 상환전환우선주 발행 기업의 조세회피 수준은 낮을 것이다.

자본조달순서이론에 의하면 경영자와 투자자간의 정보비대칭 하에서 자본조달 방식의 선택은 기업의 가치에 대한 정보 제공의 역할을 하며, 타인자본의 이용이 자기자본의 이용보다 기업 가치에 더 긍정적인 신호를 제공한다(Myers and Majluf 1984). 정진호 외(2008)는 신형우선주의 발행이 구형우선주보다 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 보고하였으며, 이는 배당권이 강화된 신형우선주가 회사채와 유사한 특성을 가지고 있으므로 기업가치에 긍정적인 신호를 전달하는 자본조달 순서이론을 지지하는 결과라고 해석하였다. 특히, 상환전환우선주는 기존의 우선주에 비하여 상환권으로 변제의 성격이 강화되어 부채의 성격에 더욱 근접하고 있으므로 상환전환우선주의 발행은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 있다. 또한, 상환전환우선주는 상환권과 전환권을 모두 포함하고 있으므로 투자자의 입장에서는 기업의 성과가 좋을 경우 보통주식으로의 전환권을 행사하여 이익을 실현할 수 있고 기업 성과가 좋지 않을 경우에는 상환권을 행사해 투자액을 안정적으로 회수할 수 있다. 이와 같이 투자자에게 유리한 상환전환

3) 상환전환우선주의 투자자들은 상환가능성과 전환가능성을 모두 고려하여 투자한다. 즉, 기업의 성장가능성이 높아서 전환가치가 높으면서 동시에 현재 수익성이 낮거나 변동성이 커서 상환가능성도 고려하여 투자하기 때문에 상환전환우선주의 발행기업의 경우에는 성장성이 높지만 과세소득은 높지 않은 성장기의 기업일 가능성이 높다.

우선주를 발행하는 기업은 대체로 성장성이 높고 수익성이 높은 투자 기회가 있으나 자금이 부족한 기업일 가능성이 높다. 자본시장에서 성장성이 높은 기업은 장부가격에 반영되지 않는 무형의 가치 때문에 장부가격보다 높이 평가되는 것이 일반적이다. 따라서 상환전환우선주의 발행이 성장 기업에 대한 시장의 높은 평가와 함께 투자자에게 긍정적인 신호로 전달되면 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측된다. 하지만 부채시장에 접근이 어려워 일시적인 자금 경색을 겪고 있는 기업이 외부 투자자를 좋은 조건으로 유인하기 위해서 상환전환우선주를 발행할 가능성도 있으므로 상환전환우선주의 발행이 투자자에게 부정적인 신호로 작용한다면 기업가치에 반대의 영향을 미칠 수도 있다. 따라서 본 연구는 다음과 같이 가설 2를 설정하고 상환전환우선주의 발행이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 검증하고자 한다.

가설 2 : 상환전환우선주 발행기업의 기업가치는 높을 것이다.

III. 연구 방법

1. 표본 선정

본 연구의 표본은 2011년부터 2018년도까지 한국거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 다음과 같은 조건을 만족시키는 기업을 선정하였다. 분석대상 기업의 동질성을 확보하기 위하여 금융업을 제외한 12월 결산 상장법인을 선정하였으며, 연구모형에 필요한 자료를 확보하기 위하여 NICE평가정보(주)의 KIS-VALUE와 TS2000의 데이터베이스에서 재무자료를 추출할 수 있는 기업만을 포함하였다. 상환전환우선주의 발행과 관련된 자료는 금융감독원의 전자공시시스템의 사업보고서에서 수기로 추출하였다. 이와 같은 과정을 통하여 최종적으로 이용된 기업-연도 수는 12,173개이며, 이 중 상환전환우선주를 발행하여 보유하고 기업-연도 수는 145개이다. 또한, 상환전환우선주를 발행하여 보유하고 있는 기업-연도 수 145개 중에 상환전환우선주를 신규 또는 추가로 발행한 기업-연도 수는 51개이다. 본 연구에서는 상환전환우선주를 발행하여 보유하고 있는 기업을 ‘발행기업’으로 표시하고, 해당연도에 상환전환우선주를 신규 또는 추가로 발행한 회사를 상환전환우선주 ‘증자기업’이라고 구분하여 표시한다. 다음의 <표 1>은 연도별 표본 수를 제시하고 있다.

〈표 1〉 연도별 표본 수

연도	상환전환우선주 발행기업 수	상환전환우선주 증자기업 수	표본기업 수
2011	9	4	1,352
2012	8	2	1,374
2013	12	4	1,408
2014	23	5	1,459
2015	19	7	1,531
2016	20	6	1,591
2017	23	11	1,672
2018	31	12	1,786
소계	145	51	12,173

2. 연구모형

본 연구의 가설 1을 검증하기 위하여 다음과 같은 다중회귀분석 모형 1-1과 1-2를 설정하였다.⁴⁾ 종속변수는 Desai and Dharmapala(2006)의 조세회피 추정치(TS)이며, 주된 설명변수는 상환전환우선주 발행기업 더미변수($RCPS$)와 상환전환우선주 증자기업 더미변수(RCY)이다. 상환전환우선주 발행기업 더미변수($RCPS$)는 표본 전체의 기업들 중 상환전환우선주를 발행하고 있는 기업을 1, 발행하지 않은 기업은 0으로 표시한 더미변수이다. 이와 구분하여 상환전환우선주 증자기업 더미변수(RCY)는 상환전환우선주를 발행하고 있는 기업 중 상환전환우선주를 신규 또는 추가로 발행한 경우에 해당하면 1, 그 외의 경우에는 0인 더미변수이다. 예를 들면, 상환전환우선주를 전기($t-1$ 기)에 발행하여 당기(t 기)에 상환전환우선주를 보유하고 있다면 $RCPS_t$ 는 1, RCY_t 는 0의 값을 갖게 된다.

통제변수로는 조세회피에 영향을 미칠 수 있는 요인으로 제시된 대표적인 변수들을 고려하였다. 구체적으로 기업규모($SIZE$), 부채비율(LEV), 수익성(ROA), 영업현금흐름(OCF), 매출액 성장성(GRW), 장부가치 대비 시장가치 비율(MTB), 최대주주 지분율(OWN), 외국인 지분율($FORN$)을 모형에 포함하였다. 또한, 연도별 효과와 산업별 효과를 통제하기 위하여 연도더미(YR)와 산업더미(IND)를 추가하였다. 만약, 상환전환우선주 발행 또는 증자기업의 조세회피 수준이 낮다면 $RCPS$ 또는 RCY 의 회귀계수인 β_1 은 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

4) 상환전환우선주를 신규 또는 추가로 발행한 당해 연도의 효과를 구분하여 분석하기 위하여 상환전환우선주 증자여부 더미변수(RCY)를 독립변수로 하는 모형 1-2를 추가로 설정하였다.

$$TS_t = \beta_0 + \beta_1 RCPS_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 OCF_t + \beta_6 GRW_t + \beta_7 MTB_t + \beta_8 OWN_t + \beta_9 FORN_t + \beta_{10} \sum YR_t + \beta_{11} \sum IND_t + \varepsilon_t \quad [\text{모형 1-1}]$$

$$TS_t = \beta_0 + \beta_1 RCY_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 OCF_t + \beta_6 GRW_t + \beta_7 MTB_t + \beta_8 OWN_t + \beta_9 FORN_t + \beta_{10} \sum YR_t + \beta_{11} \sum IND_t + \varepsilon_t \quad [\text{모형 1-2}]$$

TS : 조세회피 추정치(Desai and Dharmapala, 2006)

RCPS : 상환전환우선주를 발행한 기업의 경우에는 1, 아닌 경우에는 0

RCY : 상환전환우선주를 신규 또는 추가로 발행한 기업의 경우 1, 아니면 0

SIZE : 총자산의 로그값

LEV : 기초 비유동부채/기초 총자산

ROA : 당기순이익/기초 총자산

OCF : 영업현금흐름/총자산

GRW : 매출액의 변화액/전년도 매출액

MTB : 총자본의 시장가치/총자본의 장부가치

OWN : 지배주주 지분율

FORN : 외국인 지분율

본 연구의 가설 2를 검증하기 위하여 기업가치(*TQ*)를 종속변수로 하고, 상환전환우선주 발행 기업 더미변수(*RCPS*)와 상환전환우선주 증자기업 더미변수(*RCY*)를 각각 독립변수로 하는 다음 모형 2-1과 2-2를 설정하였다. Tobin's Q로 측정된 기업가치(*TQ*)는 주식시장에서의 기업의 시장가치, 즉 보통주 시가총액과 우선주 시가총액의 합에 부채총액을 합하여 기업의 시장가치를 산출하고 이를 기업의 자산총액 장부가치로 나눈 값이다. 만약, 상환전환우선주 발행 또는 증자기업의 기업가치가 높다면 *RCPS* 또는 *RCY*의 회귀계수인 β_1 은 유의한 양(+)의 값을 가지며, 상환전환우선주 발행 또는 증자기업의 기업가치가 낮다면 β_1 은 유의한 음(-)의 값을 가질 것으로 예상된다.

$$TQ_t = \beta_0 + \beta_1 RCPS_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 OCF_t + \beta_6 GRW_t + \beta_7 MTB_t + \beta_8 OWN_t + \beta_9 FORN_t + \beta_{10} \sum YR_t + \beta_{11} \sum IND_t + \varepsilon_t \quad [\text{모형 2-1}]$$

$$TQ_t = \beta_0 + \beta_1 RCY_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 OCF_t + \beta_6 GRW_t + \beta_7 MTB_t + \beta_8 OWN_t + \beta_9 FORN_t + \beta_{10} \sum YR_t + \beta_{11} \sum IND_t + \varepsilon_t \quad [\text{모형 2-2}]$$

TQ : (주식의 시장가치+총부채)/총자산 장부가치

모형 1-1과 1-2의 종속변수인 조세회피 추정치(*TS*)는 기업의 회계이익과 세무이익의 차이(*BTD*)에서 이익조정의 추정치인 총 발생액(*TA*)으로 설명되지 않는 부분이며, Desai and Dharmapala (2006)의 연구 방법을 따라서 다음의 모형 3의 잔차(ε)로 측정되었다.

$$BTD_t = \beta_1 TA_t + \varepsilon_t$$

[모형 3]

BTD : (회계이익-세무이익)/ 기초 총자산

TA : (당기순이익-영업현금흐름)/ 기초 총자산

IV. 분석결과

1. 기술통계 및 상관관계 분석

<표 2>는 실증 분석에 사용되는 변수들에 대한 기술통계량이다.⁶⁾ 조세회피 수준(TS)의 평균(중위수)은 0.002(0.009)으로서 영에 가까운 값을 지니고 있다. 기업가치(TQ)의 평균(중위수)는 1.615(1.145)으로서 표본 기업들의 시장가치가 장부가치보다 전반적으로 높은 것으로 나타났다.

<표 2> 기술통계량

Variables	N	Mean	Median	SD	MIN	MAX
TS	12,173	0.002	0.009	0.083	-0.327	0.195
TQ	12,173	1.615	1.145	1.487	0.426	10.255
$RCPS$	12,173	0.012	0.000	0.108	0.000	1.000
RCY	12,173	0.004	0.000	0.065	0.000	1.000
$SIZE$	12,173	25.831	25.596	1.284	23.560	30.303
LEV	12,173	0.378	0.371	0.202	0.028	0.875
ROA	12,173	0.015	0.027	0.109	-0.438	0.302
OCF	12,173	0.044	0.043	0.095	-0.271	0.330
GRW	12,173	0.068	0.028	0.349	-0.699	2.020
MTB	12,173	1.697	1.160	1.642	0.256	10.100
OWN	12,173	27.588	24.870	14.290	4.020	69.190
$FORN$	12,173	6.230	1.920	10.300	0.000	54.350

1) 변수의 정의

TS : 조세회피 추정치(Desai and Dharmapala, 2006)

TQ : (주식의 시장가치+총부채)/총자산 장부가치

- 5) 회계이익은 포괄손익계산서상 법인세비용차감전순이익을 사용하였으며, 세무이익은 공시되는 자료가 아니기 때문에 재무상태표의 법인세 관련 항목들을 가감하여 계산하였다. 즉, 세무이익은 포괄손익계산서상 법인세비용에서 재무상태표상 이연법인세부채 변동액을 가산하고 이연법인세자산 변동액을 차감한 후, 이를 세법상 연도별 최고세율로 나누어서 도출하였다.
- 6) 극단치로 인한 왜곡을 방지하기 위하여 더미변수를 제외한 모든 연속변수에 대하여 상하 1% 수준에서 winsorization하였다.

RCPS : 상환전환우선주 발행기업이면 1(발행한 연도 이후 쪽 1), 아니면(발행한 적이 없으면) 0
RCY : 상환전환우선주 발행(증자) 연도 (증자 연도 : 1, 미증자 연도 : 0)
SIZE : 총자산의 로그값
LEV : 기초 비유동부채/기초 총자산
ROA : 당기순이익/기초 총자산
OCF : 영업현금흐름/총자산
GRW : 매출액의 변화액/전년도 매출액
MTB : 총자본의 시장가치/총자본의 장부가치
OWN : 지배주주 지분율
FORN : 외국인 지분율

또한, 상환전환우선주 발행기업 더미변수(*RCPS*)의 평균은 0.012로서 상환전환우선주를 발행한 기업의 비율이 약 1.2%이며, 상환전환우선주 증자기업 더미변수(*RCY*)의 평균은 0.004로서 상환전환우선주를 신규로 발행하거나 증자한 기업의 비율은 약 0.4%인 것으로 나타났다. 통제변수인 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 수익성(*ROA*)의 평균(중위수)은 각각 25.831(25.596), 0.378(0.371), 0.015(0.027)이며, 영업현금흐름(*OCF*), 매출액 성장성(*GRW*), 장부가치 대비 시장가치 비율(*MTB*)은 각각 0.044(0.043), 0.068(0.028), 1.697(1.160)인 것으로 나타났다. 또한, 최대주주 지분율(*OWN*)의 평균(중위수)은 27.588(24.870)이고, 외국인 지분율(*FORN*)의 평균(중위수)은 6.230(1.920)으로 나타났다.

<표 3>은 주요 변수들 간의 상관관계를 분석한 결과이다. 조세회피 수준(*TS*)은 상환전환우선주 발행기업 더미변수(*RCPS*)와 상환전환우선주 증자기업 더미변수(*RCY*)과 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 기업가치(*TQ*)는 상환전환우선주 발행기업 더미변수(*RCPS*)와 상환전환우선주 증자기업 더미변수(*RCY*)는 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 또한, 조세회피 수준(*TS*)은 기업규모(*SIZE*), 수익성(*ROA*), 영업현금흐름(*OCF*), 매출액 성장성(*GRW*), 최대주주 지분율(*OWN*) 및 외국인 지분율(*FORN*)과 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 반면, 부채비율(*LEV*), 장부가치 대비 시장가치 비율(*MTB*)과는 유의한 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 마지막으로 기업가치(*TQ*)는 매출액 성장성(*GRW*), 장부가치 대비 시장가치 비율(*MTB*) 및 외국인 지분율(*FORN*)과 유의한 양(+)의 상관관계가 있으나 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 최대주주 지분율(*OWN*)과는 유의한 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 상관관계

	<i>TS</i>	<i>TQ</i>	<i>RCPS</i>	<i>RCY</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>OCF</i>	<i>GRW</i>	<i>MTB</i>	<i>OWN</i>	<i>FORN</i>
<i>TS</i>	1.0000	-0.0113 0.2124	-0.0311 0.0006	-0.0358 <.0001	0.1761 <.0001	-0.2245 <.0001	0.7775 <.0001	0.8427 <.0001	0.1303 <.0001	-0.1246 <.0001	0.1541 <.0001	0.1937 <.0001
<i>TQ</i>		1.0000	0.0377 <.0001	0.0392 <.0001	-0.1688 <.0001	-0.1151 <.0001	0.0133 0.1423	0.0039 0.6689	0.2285 <.0001	0.8331 <.0001	-0.0725 <.0001	0.0498 <.0001
<i>RCPS</i>			1.0000	0.5908 <.0001	0.0053 0.5600	0.0361 <.0001	-0.0181 0.0462	-0.0137 0.1320	0.0081 0.3702	0.0091 0.3169	-0.0088 0.3307	-0.0170 0.0615
<i>RCY</i>				1.0000	-0.0014 0.8764	0.0225 0.0131	-0.0273 0.0026	-0.0230 0.0111	0.0138 0.1283	0.0154 0.0889	-0.0018 0.8442	-0.0068 0.4559
<i>SIZE</i>					1.0000	0.1874 <.0001	0.1923 <.0001	0.1283 <.0001	-0.0209 0.0213	-0.2026 <.0001	0.1025 <.0001	0.4398 <.0001
<i>LEV</i>						1.0000	-0.2834 <.0001	-0.1575 <.0001	-0.0048 0.5940	0.0350 0.0001	-0.0581 <.0001	-0.1285 <.0001
<i>ROA</i>							1.0000	0.5515 <.0001	0.1962 <.0001	-0.1427 <.0001	0.1720 <.0001	0.1847 <.0001
<i>OCF</i>								1.0000	0.0936 <.0001	-0.0596 <.0001	0.1179 <.0001	0.1832 <.0001
<i>GRW</i>									1.0000	0.1332 <.0001	0.0021 0.8151	0.0096 0.2911
<i>MTB</i>										1.0000	-0.0994 <.0001	0.0443 <.0001
<i>OWN</i>											1.0000	0.0561 <.0001
<i>FORN</i>												1.0000

1) 변수의 정의는 <표 2> 참조

2) 각 셀의 첫째 줄은 피어슨 상관계수, 둘째 줄은 p-value를 나타냄

2. 회귀분석

<표 4>는 상환전환우선주 발행기업의 조세회피 수준에 대한 가설 1을 검증한 결과이다. 조세회피 수준(TS)을 종속변수로 하는 모형 1-1을 분석한 결과, 상환전환우선주 발행기업 더미변수($RCPS$)의 계수는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 따라서 상환전환우선주 발행기업은 비발행기업에 비해 조세회피 수준이 낮은 것으로 나타났다. 또한, 모형 1-2를 분석한 결과, 상환전환우선주 증자기업 더미변수(RCY)의 계수 역시 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있으므로 상환전환우선주를 신규로 발행하거나 증자한 기업의 경우에도 조세회피 수준이 상대적으로 낮은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상환전환우선주를 발행하거나 증자한 기업의 경우, 유사한 대체 자금조달 수단인 부채를 사용하면 조세를 감면할 수 있음에도 불구하고 이러한 감면 효과를 포기하고 상환전환우선주를 선택하여 자금을 조달한 기업이므로 예측했던 바와 같이 상대적으로 조세회피 행위에 적극적이지 않은 것으로 해석된다.

<표 4> 상환전환우선주 발행기업의 조세회피 수준에 대한 회귀분석 결과

$TS_i = \beta_0 + \beta_1 RCPS_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 OCF_i + \beta_6 GRW_i + \beta_7 MTB_i$ $+ \beta_8 OWN_i + \beta_9 FORN_i + \beta_{10} \sum YR_i + \beta_{11} \sum IND_i + \varepsilon_i$ [모형 1-1]						
$TS_i = \beta_0 + \beta_1 RCY_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 OCF_i + \beta_6 GRW_i + \beta_7 MTB_i$ $+ \beta_8 OWN_i + \beta_9 FORN_i + \beta_{10} \sum YR_i + \beta_{11} \sum IND_i + \varepsilon_i$ [모형 1-2]						
Variables	$RCPS$			RCY		
	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value
Intercept	-0.057	-6.13	<.0001	-0.057	-6.08	<.0001
$RCPS$	-0.011	-4.26***	<.0001			
RCY				-0.012	-2.67***	0.008
$SIZE$	0.001	3.82***	0.000	0.001	3.77***	0.000
LEV	-0.004	-2.34**	0.020	-0.004	-2.46**	0.014
ROA	0.336	96.42***	<.0001	0.336	96.32***	<.0001
OCF	0.517	138.25***	<.0001	0.517	138.16***	<.0001
GRW	-0.002	-2.12**	0.034	-0.002	-2.09**	0.037
MTB	-0.001	-5.52***	<.0001	-0.001	-5.45***	<.0001
OWN	0.000	1.25	0.210	0.000	1.25	0.210
$FORN$	0.000	-0.52	0.600	0.000	-0.45	0.653
YR	Included			Included		
IND	Included			Included		
R^2 -Adj	0.8531			0.8530		
N	12,173			12,173		

1) 변수의 정의는 <표 2> 참조

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

<표 5>는 상환전환우선주 발행기업의 기업가치에 대한 가설 2를 분석한 결과이다. 기업가치(TQ)을 종속변수로 하는 모형 2-1을 분석한 결과, 상환전환우선주 발행기업 더미변수($RCPS$)의 계수는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 즉, 상환전환우선주 발행기업이 비발행 기업에 비해 기업가치가 높은 것으로 나타났다. 또한, 모형 2-2를 분석한 결과, 상환전환우선주 증자기업 더미변수(RCY)의 계수 역시 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있으므로 상환전환우선주를 신규로 발행하거나 증자한 기업의 경우에도 기업가치가 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상환전환우선주의 발행이 시장에서 자금경색에 대한 부정적인 신호보다는 성장기회가 높은 기업들이 투자자들에게 유리한 조건으로 자금을 조달하는 긍정적인 신호로 작용하여 궁극적으로 기업가치를 높이는 것으로 해석된다.

<표 5> 상환전환우선주 발행기업의 기업가치에 대한 회귀분석 결과

$TQ_i = \beta_0 + \beta_1 RCPS_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 OCF_i + \beta_6 GRW_i + \beta_7 MTB_i + \beta_8 OWN_i + \beta_9 FORN_i + \beta_{10} \sum YR_i + \beta_{11} \sum IND_i + \varepsilon_i$						
[모형 2-1]						
$TQ_i = \beta_0 + \beta_1 RCY_i + \beta_2 SIZE_i + \beta_3 LEV_i + \beta_4 ROA_i + \beta_5 OCF_i + \beta_6 GRW_i + \beta_7 MTB_i + \beta_8 OWN_i + \beta_9 FORN_i + \beta_{10} \sum YR_i + \beta_{11} \sum IND_i + \varepsilon_i$						
[모형 2-2]						
Variables	RCPS			RCY		
	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value
Intercept	-0.098	-0.44	0.660	-0.111	-0.50	0.617
RCPS	0.392	6.13***	<.0001			
RCY				0.628	5.90***	<.0001
SIZE	0.032	4.39***	<.0001	0.032	4.46***	<.0001
LEV	-0.959	-23.66***	<.0001	-0.954	-23.55***	<.0001
ROA	1.318	15.85***	<.0001	1.326	15.95***	<.0001
OCF	-0.259	-2.91***	0.004	-0.255	-2.86***	0.004
GRW	0.405	19.76***	<.0001	0.404	19.68***	<.0001
MTB	0.745	153.72***	<.0001	0.744	153.64***	<.0001
OWN	-0.001	-1.64	0.101	-0.001	-1.66*	0.097
FORN	-0.004	-4.53***	<.0001	-0.004	-4.64***	<.0001
YR	Included			Included		
IND	Included			Included		
R ² -Adj	0.7423			0.7422		
N	12,173			12,173		

1) 변수의 정의는 <표 2> 참조

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

3. 추가분석

본 연구에서 전체 표본은 기업-연도 수 12,173개이며, 상환전환우선주를 발행하여 보유하고 기업-연도 수는 145개, 상환전환우선주를 신규 또는 추가로 발행한 기업-연도 수는 51개로서 상환전환우선주 발행기업 또는 증자기업의 비중이 상당히 낮은 편이다. 따라서 추가 분석에서는 표본 구성의 문제점으로 인한 통계적 왜곡을 최소화하기 위하여 Zmijewski(1984)의 쌍대표본추출법을 활용하여 상환전환우선주 발행기업 또는 증자기업과 동일연도 및 동일산업에 속하면서 자산규모가 유사한 기업을 2배수로 선정하여 대응집단을 구성한 후 동일한 분석을 수행하였다.

<표 6>은 위와 같은 방법으로 구성된 표본을 이용하여 상환전환우선주 발행기업의 조세회피 수준에 대한 가설 1을 추가 분석한 결과이다. 조세회피 수준(TS)을 종속변수로 하는 모형 1-1을 분석한 결과, 상환전환우선주 발행기업 더미변수(RCPS)의 계수는 여전히 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다. 또한, 모형 1-2를 분석한 결과, 상환전환우선주 증자기업 더미변수(RCY)의 계수는 10% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다.

<표 6> 상환전환우선주 발행기업의 조세회피 수준에 대한 추가분석 결과

Variables	RCPS			RCY		
	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value
Intercept	-0.063	-1.27	0.205	-0.120	-1.60	0.112
RCPS	-0.013	-3.41***	0.001			
RCY				-0.010	-1.84*	0.067
SIZE	0.001	0.64	0.523	0.004	1.30	0.196
LEV	0.012	1.06	0.290	-0.015	-1.02	0.311
ROA	0.356	18.04***	<.0001	0.371	14.70***	<.0001
OCF	0.466	21.85***	<.0001	0.454	16.25***	<.0001
GRW	-0.022	-4.26***	<.0001	-0.003	-0.54	0.590
MTB	0.000	-0.32	0.746	-0.002	-1.01	0.312
OWN	0.000	0.94	0.347	0.000	-0.34	0.732
FORN	0.000	-0.35	0.725	0.000	-0.46	0.648
YR	Included			Included		
IND	Included			Included		
R ² -Adj	0.8501			0.9134		
N	401			163		

1) 변수의 정의는 <표 2> 참조

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

따라서 추가 분석에서도 전체 표본을 사용한 분석 결과와 동일하게 상환전환우선주 발행기업은 비발행기업에 비해 조세회피 수준이 낮으며, 상환전환우선주를 신규로 발행하거나 증자한 기업의 경우에 조세회피 수준이 상대적으로 낮은 것으로 나타났다.

<표 7>은 위와 같은 방법으로 구성된 표본을 이용하여 상환전환우선주 발행기업의 기업가치에 대한 가설 2를 추가 분석한 결과이다. 기업가치(TQ)를 종속변수로 하는 모형 2-1을 분석한 결과, 상환전환우선주 발행기업 더미변수($RCPS$)의 계수는 여전히 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 또한, 모형 2-2를 분석한 결과, 상환전환우선주 증자기업 더미변수(RCY)의 계수 역시 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 따라서 추가 분석에서도 전체 표본을 사용한 분석 결과와 동일하게 상환전환우선주 발행기업이 비발행기업에 비해 기업가치가 높으며, 상환전환우선주를 신규로 발행하거나 증자한 기업의 경우에 기업가치가 상대적으로 높음을 보이고 있다.

<표 7> 상환전환우선주 발행기업의 기업가치에 대한 추가분석 결과

Variables	<i>RCPS</i>			<i>RCY</i>		
	Coef.	t-stat	p-value	Coef.	t-stat	p-value
Intercept	-0.164	-0.11	0.909	2.388	0.86	0.391
<i>RCPS</i>	0.491	4.36***	<.0001			
<i>RCY</i>				0.645	3.38***	0.001
<i>SIZE</i>	0.026	0.45	0.652	-0.080	-0.71	0.477
<i>LEV</i>	-1.328	-4.24***	<.0001	-0.508	-0.95	0.346
<i>ROA</i>	0.562	1.00	0.320	1.716	1.84*	0.068
<i>OCF</i>	0.116	0.19	0.850	-0.034	-0.03	0.974
<i>GRW</i>	0.453	3.09***	0.002	0.513	2.55**	0.012
<i>MTB</i>	0.885	25.66***	<.0001	0.823	13.17***	<.0001
<i>OWN</i>	0.003	0.66	0.510	0.003	0.39	0.697
<i>FORN</i>	-0.005	-0.68	0.494	-0.006	-0.56	0.575
<i>YR</i>	Included			Included		
<i>IND</i>	Included			Included		
R ² -Adj	0.6986			0.6346		
N	401			163		

1) 변수의 정의는 <표 2> 참조

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

V. 결 론

본 연구는 상환전환우선주를 발행한 기업의 조세회피 수준과 기업가치를 분석하였다. 기업들은 자금조달이 수월하면서도 경영지배권에 미치는 영향은 최소화하기 위하여 표준적인 주식인 보통주와는 내용이 다른 주식을 발행할 필요성을 요구해왔으며, 이러한 요구를 반영하여 2011년도에는 다양한 형태의 종류주식이 발행 가능하도록 상법이 개정되었다. 개정된 상법에 의하여 기업들은 이익의 배당 또는 잔여재산의 분배 외에도 주주총회에서의 의결권 행사, 상환 및 전환 등에 관하여 내용이 다른 주식을 발행할 수 있게 되었으며, 최근에는 종류주식 중 상환전환우선주가 자본조달의 수단으로서 활발하게 이용되고 있다.

상환전환우선주는 상환권과 전환권을 모두 포함하고 있는 우선주로서 금융부채와 유사하지만 이자비용을 지급하지 않고 일정한 요건을 충족하면 자본으로 분류되어 재무구조를 개선할 수 있는 자본조달 수단이다. 반면 금융부채의 경우에는 이자비용의 계상으로 인하여 세금 절감의 효과를 누릴 수 있는 자본조달 수단이다. 선행연구들(고종권 2003 ; Carter and Manzon 1995 ; Ely et al. 2002)에 의하면 기업의 자본조달 의사결정은 세금 유인과 밀접한 관계를 가지고 있으므로 상환전환우선주를 발행한 기업은 세금 절감의 유인은 상대적으로 낮고 재무구조 개선과 같은 다른 유인이 높은 기업일 가능성이 높다. 따라서 본 연구는 상환전환우선주를 발행한 기업은 조세회피에 적극적이지 않을 것이라는 예측 하에 상환전환우선주 발행 기업의 조세회피 수준을 분석하였다.

한편, 자본조달순서이론에 의하면 경영자와 투자자간의 정보비대칭 하에서 자본조달 방식의 선택은 기업의 가치에 대한 정보를 제공하며, 부채는 자본보다 긍정적인 신호를 제공한다(Myers and Majluf 1984). 상환전환우선주는 기존의 우선주에 비하여 상환권으로 인하여 변제의 성격이 강화되어 부채의 성격에 근접하고 있다. 또한, 상환전환우선주는 투자자의 입장에서 전환권을 행사하여 이익을 실현하거나 상환권을 행사하여 투자액을 안정적으로 회수할 수 있다. 이와 같이 투자자에게 좋은 조건의 상환전환우선주를 발행하는 기업은 성장성이 높고 수익성이 높은 투자 기회가 있으면서 자금조달이 필요한 기업일 가능성이 높다. 따라서 상환전환우선주의 발행이 투자자에게 긍정적인 신호로 전달되면 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예측된다. 하지만 부채시장에 접근이 어려워 자금 경색을 겪고 있는 기업이 투자자를 좋은 조건으로 유인하기 위해서 상환전환우선주를 발행할 가능성도 있으므로 상환전환우선주의 발행이 투자자에게 부정적인 신호로 전달될 수 있다. 따라서 본 연구는 상환전환우선주의 발행이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 실증 분석하였다.

본 연구는 2011년부터 2018년도까지 국내의 유가증권 시장에 상장된 12월말 비금융기업 기업-연도 12,173개 자료를 이용하여 상환전환우선주를 발행한 기업의 조세회피 수준과 기업가치를 분석하였으며, 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 상환전환우선주 발행기업은 비발행기업보

다 조세회피 수준이 낮은 것으로 나타나 예측했던 바와 같이 상환전환우선주를 선택하여 자금을 조달한 기업은 조세회피에 적극적이지 않음을 보이고 있다. 둘째, 상환전환우선주 발행기업은 비발행기업보다 기업가치가 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 상환전환우선주의 발행이 투자자들에게 긍정적인 신호로 전달되어 기업가치를 높이고 있음을 입증하고 있다.

본 연구는 2011년도 세법개정 이후 다양한 종류주식의 발행이 증가되고 있는 현 시점에 기존의 우선주에 대한 연구 범위를 확장하고 있다는 점에서 공헌점을 찾을 수 있다. 본 연구는 유가증권 상장기업을 대상으로만 분석하였다는 점에서 한계점이 있으나 상환전환우선주에 대한 이해의 폭을 넓히고 경영자, 투자자, 재무정보 이용자, 정책입안자 등 다양한 이해관계자들에게 유용한 정보를 제공할 것으로 기대하는 바이다. 또한, 상환전환우선주는 벤처기업들이 활발하게 이용하는 자금조달의 수단이므로 향후 외부감사대상회사 등으로 분석대상을 넓힌 후속연구가 진행될 필요가 있다.

참고문헌

- 고종권. 2003. “우선주와 장기부채간의 자금조달에 영향을 미치는 규제, 세금 및 기업특성요인”. 증권학회지 제32권 제2호 : 1-30.
- 이수정. 2016. “상법 상 종류주식의 도입 및 발행현황과 문제점”. ERRI 경제개혁연구소.
- 정진호 · 서준교 · 권정은. 2008. “신형우선주 발행과 기업가치”. 산업경제연구 제21권 제4호 : 1595-1618.
- 정진호 · 권용현. 2019. “기업의 대리인비용과 세금회피에 관한 연구 : 한국의 우선주 발행기업들을 중심으로”. 경영교육연구 제34권 제1호 : 217-239.
- Callahan, C., W. Shaw, and W. Terando, 2001. “Tax and Regulatory Motivations for Issuing Non-voting, Non-convertible Preferred Stock”, *Journal of Accounting Research*, 39(3) : 463-480.
- Carter, M. and G. Manzon, 1995. “Evidence on the Role of Taxes on Financing Choice : Consideration of Mandatorily Redeemable Preferred Stock”, *Journal of Financial Research*, 18 : 103-114.
- Collins, J. and D. Shackelford, 1992. “Foreign Tax Credit Limitation and Preferred Stock Issuance”, *Journal of Accounting Research*, 30 : 103-124.
- DeAngelo, H. and R. Masulis, 1980. “Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation”, *Journal of Financial Economics*, 8(1) : 3-29.
- Desai, M. and D. Dharmapala, 2006. “Corporate tax avoidance and high powered incentives”, *Journal of Financial Economics*, 79(1) : 145-179.
- Ely, D., A. Houston, and C. Houston, 2002. “Taxes and the Choice of Issuing Preferred Stock vs. Debt”, *The Journal of the American Taxation Association*, 24(1) : 29-45.
- Jensen, M., 1986. “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers”, *American Economic Review*, 76(2) : 323-329.
- Modigliani, F., & Miller, M. H. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital : a correction. *The American Economic Review*, 53(3) : 433-443.
- Myers Stewart C. and Majluf Nicholas S., 1984. “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13(2) : 187-221.
- Ross, S, A., 1977. “The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach”, *The bell Journal of Economics*, 8(1) : 23-40.
- Scholes, M., Wilson, P., and Wolfson, M., 1992. “Firms’ Responses to Anticipated Reductions in Tax Rates : The Tax Reform Act of 1986”, *Journal of Accounting Research* 30 (Supplement) : 161-192.

Zmijewski, M. E., 1984. “Methodological issues related to the estimation of financial distress prediction models”, *Journal of Accounting Research*, 22(Supplement) : 59–82.

법제처 국가법령정보센터 <http://www.moleg.go.kr>

주간동아 2019년 4월 10일자 <https://weekly.donga.com/3/all/11/1865260/1><https://weekly.donga.com/3/all/11/1865260/1>

한국회계기준원 <http://www.kasb.or.kr>

한국상장회사협의회 <http://www.klca.or.kr>

한국벤처캐피탈협회 <http://www.kvca.or.kr>

A Study on Tax Avoidance and Firm Value of Firms Issuing Redeemable Convertible Preferred Stock

Sim, Geum-Ok* · Lee, Hyun-Ah**

〈Abstract〉

This study empirically verified how the issuance of Redeemable Convertible Preference Shares (referred to as “RCPS” hereafter), which has been actively used as a means of raising capital, is related to the tax avoidance and firm value after the issuance of various class stocks became possible due to the revision of the Commercial Act in 2011. RCPS is similar to liabilities, an alternative financing instrument, but it is a means of raising capital that does not pay interest expenses and can improve financial structure by being classified as equity if certain requirements are met. Therefore, it is highly likely that companies that have relatively low incentives to reduce tax will issue RCPS, so it is expected that RCPS issuing companies will not be active in tax avoidance. In addition, since RCPS includes both redemption rights and conversion rights, it is a good financing tool to attract investors. If such RCPS issuance is delivered as a positive signal to investors, it is expected to have a positive effect on corporate value, but there is also a possibility that it will negatively affect corporate value as it is transmitted as a negative signal to investors.

This study analyzed the level of tax avoidance and firm value of RCPS issuers targeting non-financial listed companies from 2011 to 2018, and the analysis results are as follows. First, the level of tax avoidance of companies that issued RCPS was significantly lower than that of non-issuing companies. In other words, it is shown that companies that raised funds by choosing RCPS instead of debt, which is an alternative tax reduction method that has the effect of reducing taxes due to interest expenses, are not active in tax avoidance. Second, the firm value of RCPS issuing companies was significantly higher than that of non-issuers. It is interpreted that the issuance of RCPS implies financing for investment proposals that are sufficiently valuable to investors, and transmits as a positive signal to investors, thereby increasing firm value.

Unlike previous studies, this study is significant in that it broadens the scope of understanding of preferred stocks through analysis of a specific class stock called RCPS. In addition, the results of this study on the relationship between the issuance of RCPS and tax avoidance and firm value are expected to provide useful information to various stakeholders, including investors and competent supervisory authorities.

〈Key words〉 Preferred Stock, Class Stock, Redeemable Convertible Preferred Stock, Tax Avoidance, Firm Value

* Ph. D Student, Dept. of Accounting & Taxation, Gachon University, CPA, okgsim@naver.com, First Author

** Associate Professor, Business School, Gachon University, hallee@gachon.ac.kr, Corresponding Author