세무와회계저널
제12권 제2호 2011년 6월 pp.611~640
한국세무학회

자사주 취득동기와 주주지분의 평가

이화진* · 이계원**

<요 약>

본 연구의 목적은 경영자의 자사주 취득동기가 정보신호 동기냐, 기회주의 동기냐에 따라 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분양태가 달라져서 그에 대한 시장의 평가가 자기자본 구성요소에 대한 가치평가로 나타나는지를 살펴본다. 경영자의 자기주식 취득동기에 따라 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분활동이 달라지고 이를 반영한 자기주식회계처리의 결과인 자기자본 구성요소에 대한 시장의 평가가 달리 나타날 개연성이 높다고 보기 때문이다.

배당 수명주기이론(lifecycle theory of dividends)과 Guenther와 Sansing(2002)의 이론적 분석을 원용한 검증모형을 이용하여 2000년부터 2006년까지 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인을 표본으로 한 실증분석 결과는 가설을 지지하는 것으로 나타났다. 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분이 경영자의 자기주식 취득동기가 정보신호 동기이냐, 기회주의적 동기이냐에 따라 자기자본 구성요소에 대한 시장의 평가가 달리 나타나는 지를 검증한 결과, 배당수명주기에 따른 자기주식의 지분평가효과와 배당정책에 따른 조세효과에 따라 나타나는 주주지분의 구성요소에 대한 차별적 평가계수가 경영자의 자기주식 취득동기를 나타내는 처분양태에 따라 달리 나타났다. 자사주 취득 후의 처분에 따라 구분한 자기주식의 취득동기가 사적정보의 전달이라는 효율적 동기로 판단되는 경우의 납입자본에 대해서는 할인평가를 이익잉여금에 대하여서는 할증 평가를 하는 것으로 나타났다. 이러한 자기주식의 상대적 가치평가효과 즉, 자기주식비중이 높은 기업의 납입자본금의 주가배수가 자기주식비중이 높은 기업의 이익잉여금의 주가배수에 비해 시장에서 평가 절하되는 효과가 자기주식 취득동기가 효율적 정보전달인 것으로 여겨지는 경우에 한층 뚜렷하다는 것이다.

본 실증연구의 결과는 자사주 취득동기와 자기주식과 관련된 재무적 의사결정의 경제적 귀결(economic consequences)에 관련된 제반 논의에 의미 있는 시사점을 제공하게 될 것이다.

<주제어> 자기주식, 납입자본금, 이익잉여금, 자본잉여금, 자본조정

* 호남대학교 경영대학 교수, mkhn@honam.ac.kr, 062－940－5581, 주저자
** 조선대학교 경상대학 교수, gwlee@chosun.ac.kr, 062－230－6815, 교신저자

논문접수일 2011년 4월　　1차수정일 2011년 6월　　게재확정일 2011년 6월

Ⅰ. 서 론

기업은 잉여 현금흐름이 발생했을 경우 재투자에 필요한 부분을 제하고 나머지의 현금을 주주들에게 크게 두 가지 형태로 분배해 준다. 하나는 여러 형태의 전통적인 배당(dividends) 제도이고, 또 하나는 발행되어 있는 자기회사의 주식을 매입하는 자사주 매입(shares repurchase) 제도이다. 과거에는 현금배당이 주주에게 기업이익을 환원하는 주된 수단으로 여겨져 왔으나, 최근 들어서는 자사주 매입규모가 급증하는 추세에 있다.[1] 기업이 자사주를 매입하는 동기는 다양하며 기업의 자사주 매입양상은 투자정책, 부채정책, 배당정책, 기업지배구조 등 여러 요인들의 영향을 받는다.[2] 자사주 취득동기와 관련하여 가장 널리 검토되는 가설은 기업가치 저평가에 대한 신호가설(signaling hypothesis)이다.[3] 이는 정보 비대칭 상황에서 경영자가 자사주 취득이라는 재무적 의사결정을 통해서 기업의 내재가치에 관한 정보를 외부투자자들에게 전달하려 한다는 것이다(Dann, 1981 ; Vermaelen, 1984 ; Lakonishok and Vermaelen, 1990 ; Hertzel and Jain, 1991 ; Bartov, 1991). 그러나 Fried(2001)는 자사주 취득 공시의 허위신호(false signal)의 가능성을 제기하였고, 김윤태와 서정욱(2005)은 자사주 취득기업이 재량적 회계선택 행위가 심하고 시장이 그에 대해 기회주의적인 동기의 발현으로 평가하고 있음을 보였다. 김영환・정성창(2008)의 연구는 자사주의 취득 방법 및 실제 취득 비율의 결정 과정에서 발생 가능한 기회주의적 행동 가설을 실증적으로 검증하였다[4].

자사주 취득동기에 따라 경영자의 행동이 달리 나타날 것으로 예측할 수 있다. 기업의 시장가치가 저평가되었다는 사적정보를 전달하고자 하는 정보신호동기(효율적 동기)의 경우 경영자는 자사주 매입공시를 충실히 이행하고 자기주식을 보유한 후에 소각하려 할 것이다. 자사주 매입공시가 경영자의 사적 이해(self interest)를 위한 기회주의적 동기라면 자사주 매입공시를 이행하지 않거나 매입한 자기주식을 재발행하려 할 것이다(Fried, 2001 ; 김영환과 정성창, 2008). 이처럼 자기주식의 처분행동을 통해 자사주 취득의 동기를 판별할 수 있다. 많은 상장 기업들은

---

1) 2002－2006년의 최근 5년간 우리나라 증권시장에서 상장기업이 자사주을 매수한 순 매수액은 약 15조원으로서, 같은 기간 외국인의 국내 순매수 규모 7조 6천8백억과 국내 기관투자자들의 순매수 금액 1조 6천5백에 비하여 훨씬 더 큰 규모를 보이고 있다(한국경제신문 2007년 3월 26일 ; 김영환・정성창, 2008에서 재인용).

2) 기업이 자사주를 매입하는 동기로는 저평가가설, 경영자유인가설, 현금배당대체가설, 유휴현금흐름가설, 인수억제가설, 최적자본구조가설, 절세가설 등이 제시되고 있다(윤성민, 2004).

3) 해당기업의 주식가격이 저평가 되어 있으므로 자사주 취득을 통하여 주식가격을 내재가치에 근접하도록 하기 위한 것으로(Barth and Kasznik, 1999) 자사주 취득 기업들이 증권감독원에 보고한 취득신고서에 명시한 자사주 취득목적이 주가안정이나 경영권 안정・보호가 대부분이다.

4) 기회주의 가설(opportunism hypothesis)은 정보비대칭 상황에서 경영자가 자신이 보유한 주식의 가격상승을 목적으로 저평가되지 않았음에도 시장에서저평가 되었다는 허위신호로 자기주식을 취득할 수 있다는 것이다.

자기주식의 취득과 보유 및 그 처분을 다양한 용도로 활용하고 있으며, 그 제도의 당초 취지가 무엇이었던지 간에 경영자가 기업가치에 대한 정보를 외부 투자자들에게 전달하는 주요한 수단으로 자리매김하고 있다.

자사주와 관련한 국내·외의 연구는 주로 자사주 매입의 공시나 취득 동기를 기업특성과 관련지어 살펴보거나 공시 및 취득시점을 전후한 주가반응을 살펴 본 것이다. 자사주 취득의 경제적 효과에 관한 선행연구의 결과는 확정적이지 않다.[5] 이와 관련하여 이원흠(2007)은 자기주식 매입과 처분이라는 재무적 사건은 그 효과가 장기에 걸쳐서 발생하는 사건으로 자기주식의 매입과 처분에 수반하는 현금흐름의 변화는 기업의 투자에 대한 자금여력을 변화시킬 것이며 이는 기업가치의 변화를 초래하는 장기적 사건이 될 것이므로 일간수익률과 이를 설명하는 기대수익률 모형에 의존하는 방법론(return－based event study analysis)만으로는 재무적 사건의 장기효과 측정에 한계가 있음을 지적하였다[6]. 도한, 그 대안으로 주가(기업가치)를 사용하여 주가(기업가치)의 내재가치를 추정하는 가치평가모형에 의존하는 분석방법론(value－based event study analysis)을 재무적 사건의 장기효과를 측정하는 방법으로 제안하였다.

자사주 취득 및 처분과 관련된 재무적 의사결정은 경영자의 재량적 판단에 따른 전략적 선택의 성격이 짙으므로 그에 대한 정보효과와 시장의 평가가 장기에 걸쳐 다양하게 나타날 개연성이 높다. 대차대조표에 보고되는 자기주식(treasury stock)은 공개시장을 통한 자사주 취득의 역사적 기록으로 자사주 취득이 공시된 시점뿐만 아니라 보유나 처분(매각이나 재발행)과 같은 취득 후의 기간에 관한 정보도 담고 있다. 본 연구는 경영자의 자사주 취득동기가 정보신호 동기냐, 기회주의 동기냐에 따라 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분활동이 달리 나타나고 이에 따라 자기자본 구성요소에 대한 시장의 평가가 달리 나타나는지를 살펴본다는 점에서 공시 및 취득시점을 전후한 주가반응을 살펴본 선행연구와 구별된다. 이는 공개시장을 통한 지분의 취득이 다양한 재무적 목적으로 활용되고 있고 기업의 내재가치에 대한 정보를 외부투자자들에게 전달하는 주요한 수단으로 자리매김하였으므로 주주지분의 가치평가와도 밀접한 관련을 가질 것으로 보기 때문이다(Barth와 Kasznik, 1999).

본 연구는 자기주식의 처분에 나타난 자사주 취득동기에 따라 주주지분 구성요소(납입자본과 이익잉여금)의 상대적 평가가 어떻게 나타나는지를 배당 수명주기이론(lifecycle theory of

---

5) 기업이 자사주 매입을 공시하면 주가가 상승하여 주주나 경영자의 부가 증대된다고 한다(Ikenberry et al., 1995, 윤성민, 2004). 그러나 Chou와 Lin(2004)은 자기주식 취득 기업들의 공시 이후 실적예상치가 개선되지 않고 오히려 악화되고 있다는 증거를 제시하고, 변진호(2004)는 허위신호를 시장에 보낸 경우 장기성과가 음(－)의 값을 보이고 있다고 보고하였다.

6) 주가와 기업가치에 미치는 영향이 장기적으로 존재할 경우 기대수익률 추정모형의 추정계수들이 변화할 것으로 생각하게 하는 원인이 된다. 또한 사건연구에서 사건일을 특정하기 어려우면, 기대수익률 추정모형(예 : CAPM, 다요인모형 등)의 추정기간 선정에 혼선이 일어나 기대수익률 추정모형의 추정계수 안정성 여부에 대해 의문을 갖게 하는 원인이 된다(이원흠, 2007).

dividends)과 Guenther와 Sansing(2002)의 이론적 분석을 원용하여 검증하려한다. 배당 의사결정은 기업이 처해있는 수명주기단계에 따라 이익의 내부유보와 배분 간의 상충관계가 변화한다고 본다. 수익성 높은 투자기회가 넘쳐나는 성장단계에서는 내부금융의 이점이 크게 작용하여 이익유보가 선호되나, 성숙단계에 이르게 되면 기업이 보유한 막대한 잉여현금흐름에 대해 경영자가 재량권을 남용하여 자신의 부를 증진시키는 방향으로 의사 결정하는 데에 따른 대리인 비용이라는 단점이 크게 부각되어 배당이 선호된다는 것이다[7]. Guenther와 Sansing(2002)은 기업이 위치하는 수명주기상의 단계(성장단계냐 성숙단계냐)에 따라 자기자본 구성요소별로 가치 관련성이 달리 나타날 것이라고 하였다. 기업이 성수기에 이르면 투자기회의 소진과 경쟁의 격화로 초과이윤이 감소하여 0에 이르게 된다. 초과이윤이 감소할 확률은 납입자본금(Contributed Capital)을 이용한 투자분이 이익잉여금(Retained Earnings)을 재투자한 부분보다 높은 데, 이는 이익잉여금의 초과이익지속성이 납입자본금의 경우보다 커지게 됨을 의미한다. 이 단계에서는 축적된 이익잉여금을 통한 재투자(내부금융)와 유휴현금의 분배가 기업 가치를 상승시키게 된다.

이러한 분배정책을 통한 경제적 효과는 기업가치 저평가에 대한 신호로 자사주 취득을 실시한 기업에게 정보 불균형의 해소에 따른 대리인 비용의 감소와 상승작용을 일으킬 것으로 예측할 수 있다. 즉, 자사주 취득이 기업내부에 존재하는 잉여현금흐름, 특히 일시적인 현금흐름을 소진하여 투자효율성을 높임으로써 기업의 체계적 위험과 자본비용을 낮추어 시장가격을 높인다는 사건연구의 결과는 자기주식이 이익잉여금에는 양(+)의 주가관련성을 나타낼 가능성을 의미하고, 자기주식의 크기만큼 납입자본금이 감소될 가능성도 대표하므로 납입자본금에는 음(−)의 주가관련성을 나타낼 가능성 크다고 할 수 있을 것이다. 한편, 자사주 취득동기가 기회주의적이었다면 주주지분의 가치평가에 미치는 자기주식의 영향이 제한적일 것이다[8].

2000년부터 2006년까지 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인을 대상으로 분석한 결과는 자기주식의 처분에 따라 구분한 자기주식의 취득동기가 사적정보의 전달이라는 효율적 동기로 판단되는 기업표본의 경우, 납입자본에 대해서는 할인평가를 이익잉여금에 대하여서는 할증 평가를 하는 것으로 나타났다. 또한, 자기주식의 처분에 따라 구분한 자기주식의 취득동기가 기회주의 동기로 판단되는 기업표본의 경우는 그 효과가 상대적으로 미미하였다.

이러한 결과는 배당소득세 자본화에 따른 주주지분 구성요소의 차별적 평가효과를 통제하고

---

7) DeAngelo et al.(2006)는 배당을 지급할 확률이 주주지분에서 차지하는 이익잉여금(RE/TE)비율이 낮은 기업은 성장기에 처해 있어 자본을 투입해야할 단계로 배당을 지급할 여력이 없으나, 이익잉여금/납입자본금배합이 높은 기업은 성숙기에 도달해 매우 큰 규모의 이익이 축적되어 있어 투자에 필요한 자본의 자체 조달이 가능하나 수익성 높은 투자기회가 줄어들므로 유휴 현금보유분을 분배할 단계라는 가설을 검증하여 배당확률과 RE/TE 간에 강한 양(+)의 관계를 발견하였다.

8) 자기주식 취득거래는 단기적으로 내재가치를 상승시키는 재무활동이고, 또한 장기적으로도 내재가치 유지에 긍정적 효과가 있는 활동으로 판단된다. 자기주식 처분거래는 단기적으로 내재가치를 하락시키는 재무활동이고, 또한 장기적으로도 내재가치 유지에 긍정적 효과가 없는 활동으로 판단된다(김영환과 정성창, 2008).

도 유의미하게 나타났다[9].

본 논문은 다음과 같이 구성된다. Ⅱ장에서 우리나라의 자사주 취득제도와 과세제도 및 취득동기를 살펴보고, Ⅲ장에서는 Guenther와 Sansing (2002)의 이론적 분석과 배당의 수명주기이론을 다룬 선행연구를 검토한 후에 가설을 도출한다. Ⅳ장에서는 연구모형을 설정하고 표본선정 및 변수측정에 대하여 기술한다. Ⅴ장에서는 실증분석의 결과를 논의하고 Ⅵ장에서는 결론을 맺는다.

Ⅱ. 자사주 취득제도와 자기주식회계

1. 자사주 취득제도

미국의 경우 1980년대만 해도 연간 200억 달러정도이던 자사주 매입규모가 연간 2,000억 달러 이상으로 크게 증가했다. 한국의 경우도 자사주 매입 건수 및 금액은 날로 증가하여 2002년에는 5조 4,843억원의 자사주 순매입(매수－매도)실적을 보이고 있다. 이 금액은 2002년 12월 결산 상장법인 배당금 총액인 5조 8,846억원과 거의 맞먹는 금액이다. 특히 한국의 대표기업인 삼성전자, POSCO, SK텔레콤의 경우 2000～2002 회계연도의 3년간 배당금 총액은 각각 1조 7,597억원, 6,948억원, 2,571억원에 불과한 반면, 동기간 동안 자사주 매입총액은 각각 2조 271억원, 1조 1,038억원, 2조 889억원으로 나타나, 기업들이 현금배당보다는 오히려 자사주 매입에 치중했던 것을 알 수 있다[10](설원식 등, 2003). 반면 자기주식 처분 금액은 2조7505억원으로 지난해 같은 기간 3조3094억원과 비교해 17%가 감소했다. 자기주식 처분 회사수는 67개사로 지난해 61개사보다 10%가량 늘었다[11]

(구)증권거래법[12]에 따르면 상장법인이나 협회등록법인이 자기주식을 취득하는 방법에는 당해 법인이 직접취득하는 경우와 자기주식신탁계약 등을 통하여 간접취득하는 두 가지 방법이

9) Sinn(1991)은 기업이 잉여이익을 주주에게 돌려줄 때 발생하는 배당소득세 부담을 우회하기 위하여 자기주식을 취득하며 그 결과 기업의 자본비용이 감소한다고 한다.

10) 증권거래소의 조사발표에 따르면, 상장법인의 자기주식 보유 현황은 2001년말에는 시가총액의 3.21%였으나, 2002년 말에는 5.28%, 2003년 5월 6일에는 6.23%로 꾸준히 증가하고 있다. 기업 수 측면에서도 2003년 5월에는 상장기업 중 314개 기업이 자기주식을 보유하고 있는 것으로 나타났다.

11) 2010년의 들어서도 상장사들의 자기주식취득 규모가 큰 폭으로 증가했다. 한국거래소에 따르면 유가증권 상장사의 자기주식 취득금액은 1조9916억원으로 2009년 같은 기간과 비교해 319%가 늘어난 것으로 집계됐다고 한다. 자기주식취득 회사는 70개사로 지난해 50개사보다 20개사가 증가했다.

12) “자본시장과 금융투자업에 관한 법률”이 2007. 8. 3에 공포된 후 2009. 2. 4부터 시행됨에 따라 ‘증권거래법’이 폐지되었다. 동법 제3장의 2 주권상장법인에 대한 특례 중, 제165조의2와 제165조의3과 시행령 등에서 자기주식의 취득과 소각에 관한 규정을 두고 있다. 본 연구대상기간은 (구)증권거래법이 시행되는 시기였으므로 (구)증권거래법에 따라 기술하였다.

있다. 직접취득제도는 1994년에 처음 허용된 이래 주로 주가안정화의 목적으로 발행주식 총수의 일정한도 내로 제한되어 활용되다가, 1997년에 증권거래법에 규정된 대량주식소유제한제도가 폐지되면서 기업들이 적대적 M&A에 대항하여 경영권을 방어하고 구조조정을 진행시킬 수 있도록 1998년부터는 자사주취득한도가 폐지되었다. 자기주식신탁계약 등을 통하여 간접취득하는 방식은 1992년에 정부의 증권시장안정대책의 하나로 허용되어 '자사주펀드'라는 명칭으로 실무에서 운용되어 오다가 1998년에 '금전의 신탁계약 등에 의한 자기주식의 취득'이라는 표현으로 법제화되었다((구)증권거래법 189조의 2, ②). 실무적으로는 은행의 특정금전신탁을 이용하는 방법과 투신사의 자사주펀드를 이용하는 방법이 있는데 2000년부터는 대부분 은행의 특정금전신탁을 이용하는 방법이 사용되고 있다. 직접취득의 경우 3개월 이내에 반드시 취득하도록 의무화되어 있으나 간접취득의 경우에는 신탁계약기관이 보통 2년 이내에 자유롭게 취득할 수 있도록 하고 있다고 한다. 또한, 간접취득 기업들은 반드시 취득해야 한다는 의무가 없을 뿐만 아니라, 언제든지 처분도 자유롭게 할 수 있다.

주식거래에서 발생하는 시세차익에 의한 자본이득은 종합소득과는 별도로 양도소득세 과세대상으로 보아 1991년부터 과세하기 시작하였다. 과세초기에는 자본시장 위축 등 을 고려하여 비상장주식만 과세하여 오다가 2000년부터는 상장주식의 양도차익까지도 과세대상에 포함하기에 이르렀다[13]. 미국의 배당소득세율과 자본이득세율은 1970년대는 최고세율이 각각 70%와 35%로 큰 격차가 있었으나 최근에는 39.6%와 28%로 격차가 크게 줄었다. 한국의 경우는 자본이득에 대한 과세가 시작된 1991년 이래 최고세율 20%를 유지해 오고 있다[14]. 이 시기 gross-up을 고려한 배당소득세율은 41.5%-28.6%로 대체로 배당소득세율이 높으나 자본이득세율과의 격차가 크지 않고, 1998-2000년에는 배당소득세율이 16.6%로 오히려 자본이득세율이 높았다(황규영과 서정우, 2004).

2. 자기주식회계

자기주식(treasury stock)은 자사주를 취득하여 보유하고 있는 경우로 그 본질에 대해서는 자산성을 인정하는 견해와 수권자본 중에서 미발행주식과 동일하다고 보는 견해로 대별된다. 자산성을 인정하는 견해에 따르면 자기주식이 매각절차를 통해 자금을 조달할 수 있다는 점에서 유가증권과 같은 다른 자산과 다르지 않으며, 자기주식의 취득과 자기주식의 처분(재발행이나 소각)은 연속된 2거래로 이루어져 있다고 본다. 자기주식의 취득시점에서는 자기주식의 취득원가

13) 2000년부터 과세되는 상장주식양도차익의 경우 대주주의 대량거래 시로 과세대상을 한정하였다가 2000년부터는 대주주에 관한 한 모든 자본거래로 과세대상이 확장되었다. 2000년의 경우 대주주의 대량거래라 함은 5%이상 소유한 주주의 1%이상 양도시를 지칭하는 것이었으며, 2000년 이후 대주주 기준은 3%이상 소유하거나 시가총액 기준으로 100억원 이상을 소유한 주주를 지칭하고 있다.

14) 2000년 이후는 1년 미만 보유주식의 거래 시는 최고세율이 40%이다.

로 자기주식계정에 借記하고 재발행한 경우에는 자기주식계정에 貸記한다. 자본금의 감소는 자기주식을 소각한 경우에만 기록하게 된다. 이를 원가법(cost method)이라고 한다. 자기주식의 본질을 미발행주식과 동일하다고 보는 견해에 따르면 자기주식은 소각을 전제로 취득한 것이므로, 자기주식의 취득시점에서 액면가로 자기주식계정에 借記하고 동시에 자기주식과 동일한 종류의 자본금계정에 貸記한다. 이러한 회계처리를 액면가액법(par value method)이라고 한다.

기업회계기준은 원칙적으로 원가법을 따르나 자기주식의 처분 시에 발생하는 취득원가와 처분가액의 차이에 대한 회계처리를 달리한다. 보유 중인 자기주식은 자본의 차감항목(자본조정)으로 표시하고 자기주식의 처분 시에 발생하는 차액을 자기주식처분이익(손실) 및 감자차익(손)으로 분류하여 각각 자본잉여금과 자본조정으로 표시한다[15]. 재발행이나 소각 시에 발생하는 '자기주식처분손실'과 '감자차손'을 '자기주식처분이익' 및 '감자차익'과 상계한 후에 잔액을 결손금처리순서에 따라 처리토록 하였다. 이는 자기주식의 소각에 따르는 차액을 배당성격으로 보아 이익잉여금 계정에서 처리하도록 한 원가법과 궤를 달리하는 것이다.

본 연구의 대상기간의 자기주식의 회계처리는 기본적으로 주주지분이 잔여지분(residual equity)이며 자사주의 취득과 그 처분은 지분거래라는 사고에 기초해 있다. 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분은 그 제도의 당초 취지가 무엇이었던지 간에 다양한 용도로 활용되고 있으며, 기업의 내재가치에 대한 정보를 외부투자자들에게 전달하는 주요한 수단으로 자리매김하였으므로 기업의 주주지분의 가치평가와 밀접한 관련을 가질 것으로 보인다. 자기주식의 회계처리와 관련된 주요 이슈는 주식시장을 통한 지분의 매입이 주주지분의 분배수단(잔여지분의 처분)이라는 제한적 역할을 넘어서 다양한 재무적 목적으로 활용되고 있는 기업현실을 어떻게 반영할 것인가 하는 점이 될 것이다. Sabri (2003)는 자기주식제도는 현금배당을 대체하는 역할을 넘어 다양한 도구로 사용되고 있음으로 보유중인 자기주식을 'treasury shares for market stabilization'으로 명명하여 독립된 계정으로 다룰 것을 주장하고 있다.

Ⅲ. 선행연구 검토 및 가설설정

1. 자사주 취득의 동기

자사주 매입에 관해서는 다양한 선행연구가 발표되었지만, 자사주의 취득과 관련한 국내・외

15) 자본은 자본금, 자본잉여금, 자본조정, 기타포괄손익누계액 및 이익잉여금(또는 결손금)으로 구분한다. 자본잉여금은 증자나 감자 등 주주와의 거래에서 발생하여 자본을 증가시키는 잉여금이다. 자기주식처분이익, 감자차익이 포함된다. 자본조정은 당해 항목의 성격으로 보아 자본거래에 해당하나 최종 납입된 자본으로 볼 수 없거나 자본의 가감 성격으로 자본금이나 자본잉여금으로 분류할 수 없는 항목이다. 자기주식, 감자차손 및 자기주식처분손실이 포함된다. 자본조정 중 자기주식은 별도 항목으로 구분하여 표시한다.

의 연구는 주로 자사주 취득시점의 주가반응을 살펴 본 것이거나 취득동기에 관한 것이다. 취득동기에 관해서는 선행연구에서는 다양한 가설이 제시되었다. 기업의 주가가 본질가치보다 낮게 평가된 주가를 수정하기 위해 자사주 매입을 시행한다는 저평가가설, 자사주매입이 기업내부의 여유현금흐름을 소진시켜 대리인비용을 감소시킴으로써 기업가치가 증가하며 이와 같은 대리인 문제를 완화하기 위해 자사주를 매입한다는 여유현금흐름가설, 자사주 매입으로 부채비율을 높이기 때문에 부채비율이 증가할수록 법인세절감효과가 증가하기 때문에 자사주매입이 주가에 양의 영향을 준다는 레버리지가설, 적대적 기업인수를 방어하기 위해 자사주 매입을 실시하며 기업이 자사주를 매입하면 주식수가 감소하여 주가가 상승하게 되고 기업인수가 그만큼 어렵게 된다는 적대적 M&A방어가설, 기업의 잉여현금흐름 행태나 경기순환이 이익분배에 영향을 줄 수 있는데 현금배당은 매기 일정하게 유지해야 하나 자사주매입은 일시적인 잉여현금흐름이 발생한 경우 분배하는 수단으로 일시적으로 활용할 수 있기 때문에 배당과 자사주매입은 역의 관계에 있다는 현금배당대체가설 등을 제시하였다.

실제 기업의 자사주 매입의 동기는 복합적인 것으로서, 일반적으로 자사주 취득목적은 합병에 필요한 주식 수의 확보, 기업매수대상탈퇴, 기업운영규모축소, 종업원 주식보상계획의 충족, 주당이익의 증대 등이 있는 것으로 알려져 있다. 한국의 경우 자기주식을 취득하는 기업들은 대부분 취득목적을 주가안정 과 경영권 방어, 임직원 인센티브로 스탁옵션(stock option)부여목적, 이익소각 등 다양한 목적을 공시하는 것이 대부분이다.

자사주 취득동기와 관련하여 가장 널리 검토되는 가설은 기업가치 저평가에 대한 신호가설(signaling hypothesis)이다. 정보신호 동기는 정보 비대칭 상황에서 정보우위에 있는 내부경영자가 자사주취득이라는 재무적 의사결정을 통해서 기업의 내재가치에 관한 정보를 외부투자자들에게 전달하려한다는 것이다(Dann, 1981 ; Vermaelen, 1984 ; Lakonishok and Vermaelen, 1990 ; Hertzel and Jain, 1991 ; Bartov, 1991). Dann et al.(1991)은 자사주취득으로 인한 주가상승은 해당기업의 당기 및 차기 비기대이익의 증가와 그 기업의 위험수준의 감소와 깊은 상관관계가 있음을 보여 정보신호가설과 일치하는 결과를 보였다. 기업가치저평가에 대한 정보신호가설은 주가 안정화라는 측면에서 볼 때 경영자가 해당기업의 주식가격이 저평가 되어 있으므로 자사주취득을 통하여 주식가격을 내재가치에 근접하도록 하기 위한 것이라고 해석할 수 있다. Masulis(1980)는 공개매수를 공시한 기업을 표본으로 자사주 취득이 주가에 미치는 영향을 연구한 결과, 자사주취득이 주가에 정(+)의 영향을 미친다고 검증하였다. Vermaelen(1981)은 공개시장매입의 가격효과와 공개매수의 가격효과를 비교하였으며, Netter－Mitchell(1989)은 미국의 블랙먼데이 직후 공개시장매입을 공시한 기업의 성과를 시장성과와 비교하였다. Bartov(1991)는 공개시장에서의 자사주취득 이후 기업의 수익과 위험의 변화를 검증하였는데 역시 공시연도에 정(+)의 수익을 검증하였다. 이러한 연구결과는 과소평가주식에 대한 정보신호가설을 입증하는 자료로 제시되고 있다.

국내에서는 정성창과 이용교(2001)가 자사주취득과 자사주펀드제도의 유효성을 주가반응을 중심으로 분석하였다. 분석결과, 보통주 또는 우선주를 통한 자사주취득 기업들의 누적비정상수익률은 분석기준일 이후 상당 기간 동안 대폭 상승하여 주가안정화가 달성되었다고 해석하고 있다. Lee(1996)는 공개매수기업은 평균적으로 매수공시 후 8분기의 이익공시 기간 동안 정(+)의 초과수익률을 나타내고 있음을 밝혔다. 신민식 등(2002)은 자사주 취득이 허용된 1994년 5월부터 1995년 4월까지 자사주취득을 공시한 전체 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 한국 증권시장에서도 자사주 취득공시가 해당 기업의 주가에 정(+)의 영향을 미치며, 이는 자사주취득 공시가 과소평가주식에 대한 정보를 시장참가자에게 전달하는 신호로 작용하며 그 결과 주가안정에도 기여한다고 주장하였다.

그런데, Bratton(2004)은 시각을 달리하여 자사주 취득동기와 관련하여 널리 검토되는 여러 가설들을 비판적으로 검토하고 그 허실을 지적하고 있다. 또한, 변진호(2004)와 Chou and Lin (2004) 및 Fride(2001)의 연구에서는 자사주취득 공시의 허위정보신호의 가능성을 제시하고 이를 실증하고자 하였고 경영자의 재량적 회계선택과 이에 대한 유인을 사적·우위적 정보전달 동기와 기회주의적 행동의 증거를 제시하고자 시도하였고, 김윤태와 서정욱(2005)은 자사주 취득기업이 재량적 회계선택 행위가 심하고 시장이 그에 대해 기회주의적인 동기의 발현으로 평가하고 있음을 보였다. 김영환과 정성창(2008)은 자사주 취득방법 및 취득비율의 결정과정에서 발생 가능한 기회주의적 행동가설을 실증적으로 분석하여 투자자들은 기업이 간접취득을 공시할 때 실제 취득을 기회주의적으로 할 것이라는 정보를 시장에 효율적으로 반영하고 있음을 보고하였다.

기업들이 자사주를 매입하는 주요 동기가 자본이득과 배당에 대한 상대적인 세금부담의 차이라는 관점(rate parity)에서 배당정책이 주가에 미치는 영향을 다룬 연구들이 있다. Auerbach (1979), Bradford(1981)는 투자자들이 미래에 지불하여야 할 배당소득세를 주식가격에 반영할 것이라고 추론하였고, Poterba와 Summers(1984)가 이에 대한 실증연구를 수행하였으나 배당소득세가 주식가격에 미치는 영향을 명확하게 검증하지는 못하였다. 한편, Allen, et al.(2000), Ofer와 Thakor (1987)는 기업의 자사주 매입동기로 절세가설(taxation advantage hypothesis)을 제시하였다. 시세차익으로 인한 자본이득에 비하여 현금배당이 차별적으로 더 많이 과세되어 배당의 세후가치는 자본이득의 세후가치에 비하여 작을 것이므로 자사주매입은 주주에게 절세를 통한 이득을 안겨주어 주식가치 상승을 가져온다는 것이다.

자사주 취득의 동기와 그에 따른 경제적 효과에 관한 선행연구의 결과는 확정적이지 않으나 자사주 취득이 다양한 재무적 목적으로 활용되고 있고 기업의 내재가치에 대한 정보를 외부투자자들에게 전달하는 주요한 수단으로 자리매김하였다는 것은 대체로 일치한다. 그렇다면 자사주 취득동기와 예상되는 경제적 효과에 따라 경영자의 행동이 달리 나타날 것으로 예측할 수 있다. 서대석(1998)은 기존의 국내연구가 자사주 취득동기에 구분 없이 주가반응을 분석한데 반해,

취득목적을 가격안정과 경영권안정으로 구분하여 실증·분석하였다. 연구결과를 보면 경영권 안정목적으로 자사주를 취득하는 경우 가격안정 목적과는 달리 주가가 지속적으로 높은 증가세를 보여 취득동기에 따라 투자자들의 반응이 다르게 나타나는 것으로 분석하였다. 설원식 등(2003)은 자사주 매입이 많은 기업이 배당수익률이 높고, 배당수익률이 높고 자사주 매입도 적극적으로 행하는 기업이 장기성과가 높은 것으로 나타났다고 하였다. 또한, 배당은 적게 하면서 자사주 매입에 치중하는 기업은 장기성과가 높지 않아 이익소각으로 이어지지 않은 자사주 매입은 장기성과에 영향을 주지 않는다는 것을 밝혔다.

2. 기업의 수명주기와 배당정책

배당의 재무수명주기이론(the financial life－cycle theory of dividends)은 배당 의사결정이 기업이 처해있는 수명주기단계에 의해 크게 영향을 받는다는 주장으로, 이익의 내부유보와 배분간의 상충관계가 기업의 수명에 따라 변화한다고 본다. 수익성 높은 투자기회가 넘쳐나는 성장단계에서는 외부금융에 따르는 비용(flotation costs), 배당에 따른 조세불이익(tax penalties on payouts), 정보불균형으로 인한 손실 등을 회피할 수 있는 내부금융의 이점이 크게 작용하여 이익유보가 선호되나, 성숙단계에 이르게 되면 기업이 보유한 막대한 잉여현금흐름에 대해 경영자가 재량권을 남용하여 자신의 부를 증진시키는 방향으로 의사 결정하는 데에 따른 대리인 비용을 줄이기 위해 이익을 배당하고 외부금융에 의해 투자자금을 조달하는 것이 외부 전문가의 엄격한 감정단계를 거치므로 경영자의 방만한 낭비적 투자(over－investment problem)를 방지하여 기업의 위험을 감소시키고 자본비용을 낮추어서 기업가치 증가로 연결될 수 있다.

DeAngelo et al.(2006)는 주주지분에서 차지하는 이익잉여금(RE/TE)비율이 낮은 기업은 성장기에 처해 있어 자본을 투입해야할 단계로 배당을 지급할 여력이 없으나, 이익잉여금/납입자본금배합이 높은 기업은 성숙기에 도달해 매우 큰 규모의 이익이 축적되어 있어 투자에 필요한 자본의 자체 조달이 가능하나 수익성 높은 투자기회가 줄어들므로 유휴 현금보유분을 분배할 단계라는 가설을 검증하여 배당확률과 RE/TE 간에 강한 양(＋)의 관계를 발견하였다. Chay와 Suh(2009)도 26개국의 표본을 대상으로 1994－2005년 사이의 기간에 기업의 배당정책을 검토한 결과 현금흐름의 불확실성 등과 함께 이익잉여금/납입자본금배합이 배당의사결정에 영향을 미치는 주요 변수임을 확인하였다. 이러한 결과들은 배당 의사결정이 기업이 처해있는 수명주기단계에 의해 크게 영향을 받는다는 배당의 재무수명주기이론을 지지하는 증거를 보여주는 것이다.

기업의 배당정책에서 자사주 취득제도의 활용도가 급증하는 추세에 있다. Fenn et al.(1998)은 자사주매입과 잉여현금흐름이 양(＋)의 관계에 있고 1996년부터 1997년까지 기간 중 기업의 주가가 높음에도 불구하고 많은 기업들이 자사주매입을 실시한 것은 잉여현금흐름 가설이 적용된 예라고 주장하였다. 서정원과 설원식(2008)은 수익성이 낮고 기대수익의 변동성이 큰 특성을 지

닌 기업들은 안정적이고 의무적인 현금배당 대신 불규칙적이고 단속적인 자사주매입을 주된 배당정책으로 사용하고 있음을 보고하였다.

Guenther와 Sansing(2002)은 기업이 위치하는 수명주기상의 단계(성장단계냐 성숙단계냐)에 따라 자기자본 구성요소별로 가치 관련성이 달리 나타나는지를 아래의 식을 이용하여 분석하였다.

$$P = CCl/(r+l) + RE(1-t_d)d/(r+d) + NI(1-t_d)/(r+l) + NI * RE/BV * [(l-d)(1-t_d)]/[(d+r)(l+r)] \quad \text{(Guenther와 Sansing의 식 26)}$$

위 식에 따르면, 납입자본금의 초과수익률 감소확률(l)과 이익잉여금의 초과수익률 감소확률(d), 그리고 배당소득세율(t_d)의 크기에 따라 자기자본 구성요소의 가치 관련성 추정계수인 주가배수가 결정되는 것으로 나타나 있다. 납입자본금(CC)과 이익잉여금(RE)의 주가배수는 경제적 요인과 조세요인(tax wedge)의 효과를 모두 반영하여 결정된다는 것이다.[16] 기업이 성수기에 이르면 투자기회의 소진과 경쟁의 격화로 초과이윤이 감소하여 0에 이르게 된다. 초과이윤이 감소할 확률은 납입자본금(CC)을 이용한 투자분이 이익잉여금(RE)을 재투자한 부분보다 높은데($l > d$), 이는 이익잉여금의 초과이익지속성(abnormal earnings persistence)이 납입자본금의 경우보다 커지게 됨을 의미한다.

3. 자기주식과 자기자본 구성요소의 평가

많은 상장 기업들은 자사주 취득이 미치는 경제적 효과를 고려하여 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분을 다양한 용도로 활용하고 있다. 실제 기업의 자사주 매입의 동기는 복합적인 것이나 경영자의 자사주 취득동기가 정보신호 동기냐, 기회주의 동기냐에 따라 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분활동이 달리 나타날 것으로 예상할 수 있다. 기업의 시장가치가 저평가되었다는 사적정보를 전달하고자 하는 정보신호동기(효율적 동기)의 경우 경영자는 자사주 매입공시를 충실히 이행하고 자기주식을 보유한 후에 소각하려 할 것이다. 자사주 매입공시가 경영자의 사적 이해(self interest)를 위한 기회주의적 동기라면 자사주 매입공시를 이행하지 않거나 매입한 자기주식을 재발행하려 할 것이다(Fried, 2001 ; 김영환과 정성창, 2008)[17].

자사주의 취득동기에 따라 기업 가치에 대한 시장의 평가가 차별적으로 나타날 것으로 예상할 수 있다. 선행연구에 따르면, 취득동기가 정보신호동기인 경우에는 과소평가주식에 대한 정보를 시장참가자에게 전달하는 신호로 작용하여 해당 기업의 주가에 정(+)의 영향을 미치며 기

16) 경제적 요인으로는 초과이익지속성, 성장성, 회계처리의 보수성(conservatism), 정보불균형, 그리고 청산가능성(adaptability) 등이 제시되었다(Hanlon et al., 2003 ; Dhaliwal et al., 2003).

17) Fried(2001)에 따르면, 기업가치가 저평가되었다는 신호를 시장에 신뢰성 있게 보내기 위해서는 자사주를 취득하고 주식(경영자나 회사소유)을 매각하지 않는 경영자의 행동이 뒤따라야 한다.

회주의적 동기인 경우에는 허위정보신호로 보아 시장이 반응하지 않거나 할인하여 평가할 것이다.

배당 수명주기이론(lifecycle theory of dividends)과 Guenther와 Sansing(2002)의 이론적 분석에 따르면, 기업이 성수기에 이르면 투자기회의 소진과 경쟁의 격화로 초과이윤이 감소하게 되는데 이때, 초과이윤이 감소할 확률은 납입자본금(Contributed Capital)을 이용한 투자분이 이익잉여금(Retained Earnings)을 재투자한 부분보다 높아 이익잉여금의 초과이익지속성이 납입자본금의 경우보다 커지게 된다. 또한, 이 단계에서는 축적된 이익잉여금을 통한 유휴현금의 분배가 기업 가치를 상승시키게 되고 이러한 분배정책을 통한 경제적 효과는 기업가치 저평가에 대한 신호로 자사주 취득을 실시한 기업에게 정보 불균형의 해소에 따른 대리인 비용의 감소와 상승작용을 일으킬 것으로 예측할 수 있다. 즉, 자사주 취득이 기업내부에 존재하는 잉여현금흐름, 특히 일시적인 현금흐름을 소진하여 투자효율성을 높임으로써 기업의 체계적 위험과 자본비용을 낮추어 시장가격을 높인다면 자기주식이 이익잉여금에는 양(+)의 주가관련성을 나타낼 가능성을 의미하고, 자기주식의 크기만큼 납입자본금이 감소될 가능성도 대표하므로 납입자본금에는 음(−)의 주가관련성을 나타낼 가능성 크다고 할 수 있을 것이다. 한편, 자사주 취득동기가 기회주의적이었다면 주주지분의 가치평가에 미치는 자기주식의 영향이 제한적일 것이다[18].

공개시장을 통한 자사주 취득의 역사적 기록이랄 수 있는 자기주식(Treasure Stock)의 크기는 내부유보와 분배간의 상충관계에 대한 기업의 선택을 나타내는 좋은 대표치로서의 역할을 할 수 있을 것이다[19]. 이 경우 기업의 자기주식 비중에 따라 납입자본금(CC)과 이익잉여금(RE)의 주가배수가 달라질 것이다. 자기주식과 관련된 재무적 의사결정은 경영자의 재량적 판단에 따른 재무적 선택의 성격이 짙고 경영자의 자기주식 취득동기가 정보신호 동기이냐, 기회주의적 동기이냐에 따라 자기주식의 정보효과와 주주지분에 대한 시장의 평가가 달리 나타날 개연성이 높다. 자기주식(Treasure Stock)의 처분 즉, 이익소각과 재발행은 경영자의 자사주 취득동기가 무엇이었는지를 보여주는 바로미터의 역할을 할 수 있을 것이다.

이상의 논의에 근거하여 자기주식에 대한 시장의 평가가 다양한 재무적 수단으로 활용되고 있는 기업현실을 어떻게 반영하고 있는지를 살펴보고자 다음과 같은 가설을 설정한다,

研究假說 : 납입자본금 주가배수와 이익잉여금 주가배수에 대한 자기주식비중의 효과가 자기주식의 처분에 따라 달리 나타날 것이다.

---

18) 자기주식 취득거래는 단기적으로 내재가치를 상승시키는 재무활동이고, 또한 장기적으로도 내재가치 유지에 긍정적 효과가 있는 활동으로 판단된다. 자기주식 처분거래는 단기적으로 내재가치를 하락시키는 재무활동이고, 또한 장기적으로도 내재가치 유지에 긍정적 효과가 없는 활동으로 판단된다(김영환과 정성창, 2008).

19) 2000년부터 2006년 동안에 한국에서 실시한 직접취득과 간접취득 기업들을 분석하였다 분석결과, 첫째, 직접취득 기업들은 간접취득 기업들에 비하여 재무적 유연성이 더 높았다 상대적으로 현금흐름이 더 양호하고 부채비율은 낮으며 수익성은 좋으나 성장성은 더 낮았다(김영환과 정성창, 2008).

Ⅳ. 연구 설계

1. 실증모형과 변수의 측정

자사주 공시시점을 전후한 주가반응을 살펴보는 기존의 사건연구방법은 사건일을 특정하기 어려우면 기대수익률 추정모형(예 : CAPM, 다요인모형 등)의 추정기간 선정에 혼선이 일어나 기대수익률 추정모형의 추정계수 안정성 여부에 대해 의문을 갖게 되고, 주가와 기업 가치에 미치는 영향이 장기적으로 존재할 경우 기대수익률 추정모형의 추정계수들이 기간별로 변화할 것이 예상된다(이원흠, 2007).

자기주식의 매입과 처분에 수반하는 현금흐름의 변화는 기업의 투자에 대한 자금여력을 변화시킬 것이며 이는 기업가치의 변화를 초래하는 장기적 사건이 될 것이다. 본 연구는 자기주식의 보유와 그 처분에서 나타나는 경영자의 자사주 매입동기에 따른 주주지분 구성요소의 차별적 평가를 검증하는 것이 목적이므로 자사주 공시시점을 전후한 주가반응을 살펴보는 사건연구보다는 기업의 시장가치를 사용하여 기업가치의 내재가치를 추정하는 가치평가모형에 의존하는 분석방법을 사용한다.

가. 자기자본 구성요소의 평가에 대한 자기주식효과

아래의 식 (4－1)은 가치 관련성을 검증하기 위한 실증연구에서 널리 사용되는 연구모형으로, Ohlson(1995)의 이론적 모형에 기초한 것이다.

$$P_t = b_0 + b_1 BV_{it} + b_2 NI_{it} + e_t \qquad (4-1)$$

P_t는 t년도 말 현재 1주당 주가[20)]
BV_{it}는 t년말 1주당 순자산
NI_{it}는 t년도 1주당 순이익

본 연구는 자기자본 구성요소(납입자본금과 이익잉여금)의 차별적 가치평가에 미치는 자기주식의 효과에 자기주식의 처분이 미치는 영향에 관한 것이므로 식 (4－1)을 다소 수정하여야 한다. 먼저 식 (4－1)의 순자산을 납입자본금과 이익잉여금으로 분리하여 별도의 독립변수로 취급하고, 추가적으로 납입자본금 및 이익잉여금과 자기주식 변수를 상호 작용시킨 변수를 포함시킨다. 자기주식 변수는 주당 자기주식 장부가액을 주당 순자산 가액으로 나눈 금액으로 정의한다[21)].

---

20) t+1년 3월말 현재 1주당 주가를 종속변수로 한 모형도 검증하였다. 연구결과에 질적인 차이는 없었다.

21) 자기주식변수로는 ⅰ) 주당 자기주식 장부가액, ⅱ) 0보다 크고 작음에 따라 각각 1 또는 0을 부여하는 더미변수로도 정의하여 모형을 검증하였다.

$$PRICE_{it} = b_0 + b_1CC_{it} + b_2CC_{it} * TS_{it} + b_3RE_{it} + b_4RE_{it} * TS_{it} + b_5NI_{it} + e_{it} \quad (4-2)$$

여기서, CC_{it} : t기말 기업 i의 납입자본(순자산－이익잉여금).
RE_t : t기말 이익잉여금의 장부가치
TS_{it} : t기말 기업 i의 1주당 자기주식을 1주당 순자산으로 나눈 금액,
나머지 변수는 식 (4－1)에서 정의한 것과 같다.

Guenther와 Sansing(2002)은 기업이 자기주식의 취득을 통해 배당을 실시하면 시간이 흐름에 따라 기업의 시장가치가 증가하고 장부가액 중 이익잉여금이 차지하는 비중도 증가하므로 이익잉여금의 평가계수는 납입자본금의 평가계수보다 커지게 된다고 주장하였다. 투자자들이 기업가치 평가에서 자기주식의 성격을 어떻게 규정하는가에 따라 주주지분의 구성요소별로 자기주식의 취득의 평가에 미치는 효과가 달리 나타날 것이다. 가설에서 예측한 바 자기주식의 취득을 통한 기업이익분배로 인한 납입자본금의 비중감소 가능성과 경영자의 기업가치(이익잉여금)의 증가가능성에 대한 신호효과를 독립변수인 CC, RE와 TS간의 상호작용변수가 드러내는 역할을 한다면 납입자본금과 자기주식의 상호작용변수(CC*TS)의 주가배수인 b_2의 부호는 음(－), 이익잉여금과 자기주식의 상호작용변수(RE*TS)의 주가배수인 b_4의 부호는 양(＋)이 될 것으로 예측한다.

한편, 기업들이 자기주식을 취득하는 동기가 맥락에 따라 다양하므로 모형에서 그러한 효과를 통제할 필요가 있다. 식 (4－2)에 자기주식변수(TS)를 통제변수로 포함시킨 아래의 실증모형을 추가적으로 설정한다. 아래 식 (4－3)에서 b_6TS_t는 CC_t가 자기주식을 차감한 이후의 금액을 나타내기 때문에 자기주식계정이 갖는 납입자본의 감소라는 회계적 의미를 제거한 후의 자기주식이 대표하는 다양한 자사주 취득동기가 갖는 경제적 효과를 나타낸다고 볼 수 있을 것이다.

$$PRICE_t = b_0 + b_1CC_t + b_2CC_t * TS_t + b_3RE_t + b_4RE_t * TS_t + b_5NI_t + b_6TS_t + e_t \quad (4-3)$$

기업들이 소유주지분의 분배수단으로 현금배당을 실시하거나 배당과 자사주취득을 병행하는 것이 일반적이므로 모형에서 배당소득세 자본화의 효과를 고려할 필요가 있다. Harris와 Kemsley (1999)는 Ohlson(1995)의 모형에 배당소득세효과 가정[22]을 도입하여 배당소득세를 고려한 평가모형을 도출하였고, Hanlon et al.(2003 ; 이하에서는 HMS)은 기업가치에 미치는 납입자본금과 이익잉여금의 상대적인 가치를 보다 분명히 파악하고자 HK의 모형식을 재구성 한 아래의 실증모형으로 배당소득세 자본화 가설을 검증하였다[23].

---

22) 모든 이익잉여금과 미래이익은 배당으로 분배될 때 배당소득세를 부담하게 된다는 가정으로, HK는 이 가정에 기초하여 Ohlson(1995)의 모형으로부터 검증모형식을 도출하였다(자세한 도출과정은 HK : 278－280에 나와 있다).

23) HMS는 기업가치에 미치는 납입자본금과 이익잉여금의 상대적인 가치를 직접적으로 파악하기 위해 다음의 실증모형을 이용하였다(HMS의 등식 5).

$$P_t = \beta_0 + \beta_1 CC_{it} + \beta_2 RE_{it} + \beta_3 NI_{it} + \epsilon_{it} \quad \text{(HMS의 등식 5)}$$

$$PRICE_{it} = b_0 + b_1 CC_{it} + b_2 RE_{it} + b_3 NI_{it} + b_4 NI_{it} * REBV_{it} + e_{it} \quad (4-4)$$

자기주식(Treasure Stock)이 갖는 조세요인(tax wedge)의 두 가지 효과 즉, 배당소득세율과 자본이득세율간의 차이와 납입자본금의 초과수익률 감소확률(l)과 이익잉여금의 초과수익률 감소확률(d)의 차이에 미치는 조세요인의 영향이 배당소득세가 지분의 가치평가에 미치는 영향을 통제하고도 주주지분의 구성요소에 서로 달리 나타나는지를 검증하기 위해 식 (4−4)에 TS변수를 교차시킨 아래의 실증모형을 설정한다.

$$PRICE_{it} = b_0 + b_1 CC_{it} + b_2 CC_{it} * TS_{it} + b_3 RE_{it} + b_4 RE_{it} * TS_t + b_5 NI_{it} + b_6 NI_{it} * REBV_{it} + e_{it} \quad (4-5)$$

나. 자기자본 구성요소의 평가에 대한 자사주 취득동기효과

가설에서 예측한바 자사주의 취득동기가 사적정보의 전달이라는 효율적 동기인지 아니면 재량적 결정의 기회를 기회주의적인 동기의 발현으로 오용한 것인지를 자기주식의 보유와 처분활동을 통하여 판별할 수 있다. 기업의 시장가치가 저평가되었다는 사적정보를 전달하고자 하는 정보신호동기(효율적 동기)의 경우 경영자는 자사주 매입공시를 충실히 이행하고 자기주식을 보유한 후에 소각하려 할 것이다. 자사주 매입공시가 경영자의 사적 이해(self interest)를 위한 기회주의적 동기라면 자사주 매입공시를 이행하지 않거나 매입한 자기주식을 재발행하려 할 것이다(Fried, 2001 ; 김영환과 정성창, 2008).

자사주 취득 후의 처분에 따라 자기주식을 보유하고 있는 경우와 (이익)소각과 재발행한 경우로 3분할 수 있다. 먼저, ⅰ) 자본금$_t$ − 자본금$_{t-1} < 0$, ⅱ) 자기주식$_t$ − 자기주식$_{t-1} < 0$, ⅲ) 감자차손(익)$_t$ − 감자차손(익)$_{t-1} > 0$을 모두 만족하는 경우는 자기주식을 소각한 경우로, 그리고 ⅰ) 자기주식$_t$ − 자기주식$_{t-1} < 0$, ⅱ) 자기주식 처분손익$_t$ − 자기주식 처분손익$_{t-1} > 0$을 모두 만족하는 경우는 재발행한 경우로 분류한다. 기업의 자기주식 처분에 대한 역사적 기록인 감자차손(익)과 자사주 처분손익이 보유 중인 자기주식에 대한 경영자의 의도를 나타내는 대용치(Proxy)의 역할을 한다고 가정하고 식 (4−2)와 식 (4−3), 식 (4−5)에 자본잉여금계정 변수(CS)와 자본조정계정 변수(CA)를 납입자본금 및 이익잉여금과 자기주식의 상호작용 항에 각각 포함시킨 아래의 실증모형을 설정한다[24].

$$PRICE_t = b_0 + b_1 CC_t + b_2 CC_t * TS_t * CS_t + b_3 CC_t * TS_t * CA_t + b_4 RE_t + b_5 RE_t * TS_t * CS_t + b_6 RE_t * TS_t * CA_t + b_7 NI_t + e_t \quad (4-6)$$

24) 자기주식의 취득이 납입자본금과 이익잉여금의 상대적 평가계수에 미치는 효과가 자기주식의 처분양태에 따라 달리 나타날 수도 있을 것이기 때문이다.

$$PRICE_t = b_0 + b_1CC_t + b_2CC_t * TS_t * CS_t + b_3CC_t * TS_t * CA_t + b_4RE_t + b_5RE_t * TS_t * CS_t + b_6RE_t * TS_t * CA_t + b_7NI_t + b_8TS_t + e_t \quad (4-7)$$

$$PRICE_t = b_0 + b_1CC_t + b_2CC_t * TS_t * CS_t + b_3CC_t * TS_t * CA_t + b_4RE_t + b_5RE_t * TS_t * CS_t + b_6RE_t * TS_t * CA_t + b_7NI_t + b_8NI_t * REBV_t + b_9TS_t + e_t \quad (4-8)$$

식 (4−6)에서 자기주식을 소각한 경우를 나타내는 납입자본금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(CC*TS*CS)의 주가배수인 b_2 부호와 이익잉여금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(RE*TS*CS)의 주가배수인 b_5의 부호가 음(−)과 양(+)이 될 것으로 기대한다. 또한, 자기주식을 재발행한 경우를 나타내는 납입자본금과 자기주식 및 자본조정계정 변수(CA)의 상호작용변수(CC*TS*CA)의 주가배수인 b_3의 부호와 이익잉여금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(RE*TS*CA)의 주가배수인 b_6의 부호가 가설에서 예측한 대로 취득동기를 반영하여 그 경제적 유의성이 감소될 것으로 예상한다. 식 (4−7)은 자기주식변수(TS)와 효과를 통제한경우를, 식 (4−8)은 배당소득세 자본화의 효과를 고려한 경우를 각각 관찰한다.

2. 표본의 선정

자사주의 직접취득제도는 1994년에 처음 허용된 후, 1998년부터 자사주취득한도가 폐지되었다. 자본이득에 대한 과세는 1991년부터 비상장주식을 대상으로 제한적으로 시행되어오다가 1999년에 이르러 상장주식의 자본이득에 대한 과세가 대주주의 대량 거래에 대해 제한적으로 시행되었고, 세율도 20%로 gross−up율을 조정한 배당소득세율 16.8%보다 높았다. 2000년부터는 상장주식의 경우 대주주의 모든 거래를 과세대상에 포함시켰고 gross−up율을 조정한 배당소득세율은 28.6%로 상향되었다. 그런데, Guenther와 Sansing(2002)이 예측한 납입자본금의 추정계수와 이익잉여금의 추정계수 간의 상대적 크기에 관한 자기주식의 효과는 자본이득세의 크기가 경제적 의미를 가지는 표본에서 한정적으로 나타날 것이다.

본 연구에서의 분석은 횡단면적 분석으로 2000년부터 2006년을 대상으로 금융업에 속하지 않는 12월 결산 상장법인 중 다음의 요건을 충족하는 기업으로 표본을 구성한다.

1) 분석 해당연도에 증권거래소에 상장되어 있는 기업으로 분석에 필요한 재무자료, 비재무자료를 입수할 수 있는 기업
2) 주요 변수가 0 이상의 값을 가지며, 연구기간에 관리대상 종목으로 지정되지 않은 기업
3) 실증분석에 사용되는 회계변수의 크기가 평균치±3 * 표준편차의 범위 내에 속할 것

금융업은 영업환경이 다른 업종과 매우 다르고 재무제표의 구성항목도 달라 일반 제조업종과 비교하는 데 어려움이 있을 것으로 보이기 때문에 분석대상에서 제외한다. 요건 1)은 본 연구의

목적이 자기주식이 미치는 영향에 관한 것이므로 당연히 필요한 제약조건이다. 요건 2)는 자기주식, 이익잉여금, 납입자본, 순이익이 음의 값을 가지면 종속변수와 독립변수간의 관계를 왜곡시킬 가능성이 있기 때문이고, 영업실적이 극히 저조한 상태에 있어 극단적인 재무제표 수치가 나타날 가능성이 있는 관리대상기업을 표본에서 제외하고자 설정하였다. 요건 3)은 극단적인 측정치의 영향을 최소화하기 위하여 추가된 요건이다. 본 연구에 표본으로 사용된 총 표본수는 2,740개 기업－년이다[25].

Ⅴ. 실증 분석 결과

1. 기술통계

<표 1>에 주요변수에 대한 기술통계가 제시되어 있다. 표본기업의 경우 평균 주가(PRICE)는 24,493원인 반면 평균 주당총자산(TA)은 63,679원, 평균 주당장부가치(BV)는 36,414원으로 주가보다 주당 장부가치가 높게 나타났다. 주당 납입자본CC)은 18,378원으로 주당 이익잉여금(RE) 18,036원과 비슷하게 나타났다. 주당순이익(NI)의 평균과 중위수는 각각 주당 4,026원과 주당 1,458원이다. 기말현재 주당 자기주식(TS)의 평균(중위수)은 988(169)원이다.

〈표 1〉 주요변수에 대한 기술통계

(금액단위 : 원)

변 수	평 균	표 준 편 차	1%	50%	99%
$PRICE_t$	24,493	73,827	363	8,070	300,000
TA	63,679	119,648	1,495	35,820	591,743
BV_t	36,414	87,256	863	18,077	363,276
CC_t	18,378	38,590	414	10,285	205,968
RE_t	18,036	55,376	0	5,982	276,952
NI_t	4,026	14,021	16	1,458	50,400
TS_t	988	4,190	0	169	11,980
PC_t	170	1,388	0	0	4,900
PL_t	71	1,327		0	60
DP_t	22	141	0	0	530
DL_t	16	94	0	0	520

25) 표본에 포함된 연도별 기업의 수는 아래 표와 같다.

2000년	2001년	2002년	2003년	2004년	2005년	2006년	합 계
340	338	387	402	406	430	437	2.740

표본 : 2000－2006 회계연도에 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인.
변수정의 :

$PRICE_t$는 t기말현재 보통주 1주당 주식가격
TA_t는 t기말 현재 1주당 총자산
BV_t는 t기말 현재 1주당 순자산
CC_t는 t기말 현재 1주당 납입자본
RE_t는 t기말 현재 1주당 이익잉여금
NI_t는 t기의 1주당 순이익
TS_t는 t기말 현재 1주당 자기주식금액
PC_t는 t기말 현재 1주당 감자차익.
PL_t는 t기말 현재 1주당 감자차손
DP_t는 t기말 현재 1주당 자기주식처분이익
DL_t는 t기말 현재 1주당 자기주식처분손실.

주요 변수간 Pearson(Spearman) 상관관계는 <표 2>에 보고한 바와 같다. 대각선을 기준으로 왼편 아래쪽은 Pearson상관계수를, 오른편 위쪽은 Spearman상관계수를 나타낸 것이다.

〈표 2〉 주요변수 간 상관관계

변 수	$PRICE_t$ (p값[a])	TA_t (p값[a])	CC_t (p값[a])	RE_t (p값[a])	NI_t (p값[a])	TS_t (p값[a])	PC_t (p값[a])	PL_t (p값[a])	DP_t (p값[a])	DL_t (p값[a])
$PRICE_t$		0.633 (0.000)	0.563 (0.000)	0.673 (0.000)	0.676 (0.000)	0.204 (0.000)	－0.097 (0.000)	0.042 (0.029)	0.044 (0.022)	－0.027 (0.152)
TA_t	0.721 (0.000)		0.878 (0.000)	0.764 (0.000)	0.722 (0.000)	0.308 (0.000)	－0.115 (0.000)	0.004 (0.845)	－0.055 (0.004)	0.031 (0.101)
CC_t	0.596 (0.000)	0.892 (0.000)		0.601 (0.000)	0.604 (0.000)	0.279 (0.000)	－0.131 (0000)	－0.050 (0.009)	－0.114 (0.000)	0.045 (0.018)
RE_t	0.756 (0.000)	0.901 (0.000)	0.715 (0.000)		0.756 (0.000)	0.313 (0.000)	－0.074 (0.000)	0.042 (0.028)	－0.021 (0.272)	－0.042 (0.017)
NI_t	0.512 (0.000)	0.651 (0.000)	0.494 (0.000)	0.566 (0.000)		0.231 (0.000)	－0.068 (0.000)	0.051 (0.008)	－0.018 (0.359)	－0.007 (0.731)
TS_t	0.342 (0.000)	0.542 (0.000)	0.535 (0.000)	0.578 (0.000)	0.213 (0.000)		－0.130 (0.000)	－0.003 (0.876)	0.032 (0.092)	0.133 (0.000)
PC_t	－0.021 (0.268)	0.135 (0.000)	0.110 (0.000)	0.033 (0.083)	0.479 (0.000)	－0.020 (0.302)		－0.027 (0.158)	0.060 (0.002)	0.028 (0.141)
PL_t	0.020 (0.302)	0.006 (0.758)	－0.019 (0.321)	0.015 (0.426)	0.006 (0.736)	－0.008 (0.670)	－0.007 (0.732)		－0.001 (0.939)	－0.004 (0.824)
DP_t	0.046 (0.015)	0.028 (0.138)	－0.019 (0.330)	0.042 (0.027)	0.018 (0.336)	0.015 (0.445)	－0.013 (0.507)	－0.003 (0.863)		－0.112 (0.000)
DL_t	－0.010 (0.607)	0.135 (0.000)	0.135 (0.000)	0.046 (0.015)	0.250 (0.000)	0.023 (0.233)	0.241 (0.000)	0.004 (0.846)	－0.026 (0.171)	

표본 : <표 1> 참조, * 양측검정.
변수정의 : <표 1> 참조

주가와 총자산, 순자산 및 회계이익의 상관계수는 각각 0.721(0.633), 0.743(0.683) 및 0.512(0.676)로 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 주가와 납입자본금 및 이익잉여금의 경우에는 상관계수가 0.596(0.563)와 0.756(0.673)으로 유의하게 나타났다[26]. 자기주식변수는 거의 모든 주요변수와 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 주가, 총자산, 순자산, 납입자본금, 이익잉여금, 순이익과 같은 주요변수들 간의 상관관계는 선행연구결과와 크게 다르지 않은 모습을 보이고 있다.

2. 자기자본 구성요소의 평가에 대한 자기주식효과

자기자본 구성요소의 평가계수에 나타난 자기주식효과에 대한 회귀분석의 결과는 <표 3>에 제시되어 있다. 납입자본금과 이익잉여금의 평가계수에 미치는 자기주식취득효과에 관한 회귀분석 결과를 논의하기에 앞서, 비교목적으로 순자산을 납입자본과 이익잉여금으로 분리하여 별도의 독립변수로 취급한 모형의 회귀분석 결과를 먼저 살펴보기로 한다.

〈표 3〉 주주지분의 평가계수에 대한 자기주식효과

$$PRICE_t = b_0 + b_1\ CC_t + b_2\ CC_t * TS_t + b_3\ RE_t + b_3\ RE_t * TS_t + b_4\ NI_t + e_t \quad \text{식 (4−2)}$$

$$PRICE_t = b_0 + b_1\ CC_t + b_2\ CC_t * TS_t + b_3\ RE_t + b_4\ RE_t * TS_t + b_5\ NI_t + b_6\ TS_t + e_t \quad \text{식 (4−3)}$$

변 수	식 (4−2) (p값)	식 (4−3) (p값)
CC_t	0.559 (0.000)	0.603 (0.000)
CC_t*TS_t	−19.029 (0.000)	−19.596 (0.000)
RE_t	0.886 (0.000)	0.916 (0.000)
RE_t*TS_t	5.780 (0.000)	4.586 (0.000)
NI_t	0.184 (0.017)	0.132 (0.000)
TS_t		139.670 (0.000)
수정 R^2	0.661 (0.000)	0.668 (0.000)
N	2,740	2,740

표본 : <표 1> 참조, * 양측검정
변수정의 : TS_t는 t기말 기업 i의 자기자본과 대비한 자기주식비율.
나머지는 <표 1> 참조

<표 3>의 둘째 칼럼은 장부가치 BV를 납입자본금과 이익잉여금으로 구분하고 자기주식변수와 상호작용한 항을 추가하여 분석한 결과를 나타낸 것이다. 식 (4−2)에서 주요 설명변수는

26) Pearson상관계수를 먼저 나타내고 Spearman상관계수를 괄호 안에 표시하였다.

CC*TS와 RE*TS인데 먼저, CC와 RE의 주가배수는 0.559와 0.886로서 각각 1% 이하의 수준에서 유의하고 NI의 회귀계수의 부호는 양(+)으로 5% 수준에서 유의하게 나타났다. CC*TS와 RE*TS의 주가배수는 −19.029와 5.780으로서 각각 1%이하의 수준에서 유의하다. 이는 투자자들이 세후현금흐름의 분배가 자사주취득을 통해 이루어지는 기업의 납입자본은 상대적으로 할인하여 이익잉여금은 상대적으로 할증하여 주가에 반영하고 있음을 알 수 있다.

자기주식이 갖는 여러 효과(정보전달 효과이외의 다양한 자사주 매입동기)를 통제하기 위해 식 (4−2)에 자기주식변수(TS)를 통제변수로 포함시킨 식 (4−3)에 대한 분석결과가 <표 3>의 셋째 칼럼에 나타나 있다. 주요 설명변수인 CC*TS와 RE*TS의 주가배수가 음(−)과 양(+)으로 나타났고 각각 1%이하의 수준에서 유의하다. CC와 RE의 주가배수도 양(+)의 부호로 모두 1% 이하의 수준에서 유의하다. 한편, NI의 회귀계수의 부호는 양(+)으로 1% 수준에서 유의하게 나타났다. 통제변수인 자기주식(TS)의 주가배수는 이례적으로 큰 양(+)의 값을 가지며 1% 수준에서 유의하다.

<표 3>의 결과는 전체적으로 투자자들이 기업가치 평가에서 자기주식의 성격을 어떻게 규정하는 가에 따라 주주지분의 구성요소별로 자기주식의 취득의 평가에 미치는 효과가 달리 나타났다. 납입자본금과 자기주식의 상호작용변수(CC*TS)의 주가배수인 b_2의 부호는 음(−)으로 이익잉여금과 자기주식의 상호작용변수(RE*TS)의 주가배수인 b_4의 부호는 양(+)으로 나타난 것은 자기주식의 취득을 통한 기업이익분배로 인한 납입자본금의 비중감소 가능성과 경영자의 기업가치(이익잉여금)의 증가가능성에 대한 신호효과를 독립변수인 CC, RE와 TS간의 상호작용변수가 드러내는 역할을 한 것이라고 해석할 수 있다. 기업들이 자기주식을 취득하는 동기가 맥락에 따라 다양하므로 자기주식변수(TS)를 통제변수로 포함시킨 실증모형의 결과도 비슷하다.

3. 자기자본 구성요소의 평가에 나타난 자사주 취득동기의 효과

<표 4>에는 자사주 취득의 동기에 따라 투자자들이 이를 기업가치 평가에 어떻게 반영하는가 하는 것을 자사주 취득 후의 처분에 따라 기업표본을 분리하여 살펴본 결과가 나타나 있다. 먼저, 단축모형의 결과를 보면 자기주식을 소각한 기업표본을 나타내는 납입자본금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(CC*TS*CS)의 주가배수의 부호와 이익잉여금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(RE*TS*CS)의 주가배수의 부호가 각각 음(−)과 양(+)으로 나타났고 통계적으로 유의하다. 그러나 자기주식을 재발행한 기업표본에서는 납입자본금과 자기주식 및 자본조정계정 변수(CA)의 상호작용변수(CC*TS*CA)의 주가배수의 부호는 음(−)으로 유의하게 나타났으나 이익잉여금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(RE*TS*CA)의 주가배수의 부호는 유의하지 않다. 이러한 결과는 자기주식변수(TS)를 통제변수로 포함한 모형에서도 관찰되었다. 이는 투자자들이 기업가치 평가에서 자기주식의 성격을 어떻게 규정하는가,

즉 자기주식의 취득동기가 사적정보의 전달이라는 효율적 동기로 판단하는지, 재량적 결정의 기회를 기회주의적인 동기의 발현으로 오용하고 있다고 평가하는지에 따라 납입자본금 주가배수와 이익잉여금 주가배수에 대한 자기주식비중의 효과가 자기주식의 처분에 따라 달리 나타날 것이라고 한 가설을 지지하는 것이라고 해석할 수 있다.

〈표 4〉 자본잉여금과 자본조정모형의 자기주식효과 1

$$PRICE_t = b_0 + b_1CC_t + b_2CC_t * TS_t * CS_t + b_3CC_t * TS_t * CA_t + b_4RE_t + b_5RE_t * TS_t * CS_t + b_6RE_t * TS_t * CA_t + b_7NI_t + e_t \quad \text{식 (4−6)}$$

$$PRICE_t = b_0 + b_1CC_t + b_2CC_t * TS_t * CS_t + b_3CC_t * TS_t * CA_t + b_4RE_t + b_5RE_t * TS_t * CS_t + b_6RE_t * TS_t * CA_t + b_7NI_t + b_8TS_t + e_t \quad \text{식 (4−7)}$$

변 수	분리모형				식 (4−6) (p값)	식 (4−7) (p값)
CC_t	0.172 (0.000)	0.220 (0.000)	0.178 (0.000)	0.253 (0.000)	0.192 (0.000)	0.238 (0.000)
$CC_t*TS_t*CS_t$	−1.424 (0.000)	−1.326 (0.000)			−1.392 (0.000)	−1.305 (0.000)
$CC_t*TS_t*CA_t$			−0.125 (0.000)	−0.110 (0.000)	−0.092 (0.000)	−0.081 (0.002)
RE_t	0.732 (0.000)	0.833 (0.000)	0.862 (0.000)	0.959 (0.000)	0.717 (0.000)	0.821 (0.000)
$RE_t*TS_t*CS_t$	0.140 (0.000)	0.124 (0.000)			0.138 (0.000)	0.123 (0.000)
$RE_t*TS_t*CA_t$			0.017 (0.405)	0.043 (0.030)	0.019 (0.308)	0.040 (0.037)
NI_t	1.790 (0.000)	1.587 (0.000)	0.729 (0.000)	1.545 (0.000)	1.821 (0.000)	1.603 (0.000)
TS_t		−2.045 (0.000)		−2.510 (0.000)		−2.039 (0.000)
수정 R^2	0.633 (0.000)	0.640 (0.000)	0.605 (0.000)	0.616 (0.000)	0.640 (0.000)	0.641 (0.000)
N	2,740	2,740	2,740	2,740	2,740	2,740

표본 : <표 1> 참조, * 양측검정.

변수정의 : CS_t는 t기말 1주당 자본잉여금(감자차익이나 자기주식처분이익)이 0보다 크고 작음에 따라 각각 1 또는 0을 부여하는 더미변수

CA_t는 t기말 1주당 자본조정(감자차손이나 자기주식처분손실)이 0보다 크고 작음에 따라 각각 1 또는 0을 부여하는 더미변수

식 (4−6)에서 보면 자기주식의 이익소각을 나타내는 상호작용변수(CC*TS*CS)의 주가배수인 b_2의 부호와 자기주식의 재발행을 나타내는 상호작용변수(RE*TS*CS)의 주가배수의 부호인 b_3가 각각 음(−)과 양(+)으로 나타났고 통계적으로 유의하다. 그러나 b_2의 계수크기와 b_3의 계수크기는 유의미하게 다르다. 더구나 납입자본금과 자기주식 및 자본조정계정 변수(CA)의 상호작용변수(CC*TS*CA)의 주가배수인 b_5의 부호는 음(−)으로 유의하게 나타났으나 이익잉여금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(RE*TS*CA)의 주가배수인 b_6의 부호는 유의하지 않다. 이러한 결과는 자기주식변수(TS)를 통제변수로 포함한 모형에서도 관찰되었다.

<표 4>의 결과는 전체적으로 납입자본금 주가배수와 이익잉여금 주가배수에 대한 자기주식 비중의 효과가 자기주식의 처분에 따라 달리 나타날 것 나타날 것이라는 가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

〈표 5〉 주주지분의 평가계수에 대한 자기주식효과(배당소득세 효과 통제)

$$PRICE_t = b_0 + b_1 CC_t + b_2 RE_t + b_3 NI_t + b_4 NI_t * REBV_t + e_t \quad \text{식 (4−4)}$$

$$PRICE_t = b_0 + b_1 CC_t + b_2 CC_t * TS_t + b_3 RE_t + b_4 RE_t * TS_t + b_5\ NI_t + b_6 NI_t * REBV_t + e_t \quad \text{식 (4−5)}$$

$$PRICE_t = b_0 + b_1 CC_t + b_2 CC_t * TS_t + b_3 RE_t + b_4\ RE_t * TS_t + b_5 NI_t + b_6 NI_t * REBV_t + TS_t + e_t \quad \text{식 (4−5')}$$

변 수	식 (4−4) (p값)	식 (4−5) (p값)	식 (4−5') (p값)
BV_t			
CC_t	0.533 (0.000)	0.778 (0.000)	0.811 (0.000)
CC_t*TS_t		−16.235 (0.000)	−16.857 (0.000)
RE_t	0.467 (0.000)	0.601 (0.000)	0.638 (0.000)
RE_t*TS_t		4.345 (0.000)	3.304 (0.000)
NI_t	−3.253 (0.000)	−2.594 (0.000)	−2.540 (0.000)
NI_t*REBV_t	8.104 (0.000)	5.883 (0.000)	5.666 (0.000)
TS_t			127.966 (0.000)
수정 R^2	0.635 (0.000)	0.677 (0.000)	0.683 (0.000)
N	2,740	2,740	2,740

표본 : <표 1> 참조, * 양측검정.

변수정의 : BV_t는 t기말 1주당 순자산

$REBV_t$는 t기말 이익잉여금비율(RE_t/BV_t ; 즉, 자기자본에서 차지하는 이익잉여금 비중)

기업들이 주주지분의 분배수단으로 현금배당을 실시하거나 배당과 자사주취득을 병행하는 것이 일반적이므로[27] 자기주식의 취득을 통해 배당을 실시하면 시간이 흐름에 따라 이익잉여금의 평가계수는 납입자본금의 평가계수보다 커지게 된다는 Guenther와 Sansing(2002)의 주장이 배당소득세 자본화의 효과를 통제한 후에도 자기자본 구성요소의 평가계수에 대한 자기주식효과가 나타나는지를 분석한 결과가 <표 5>에 나타나 있다. <표 5>의 두 번째 칼럼에 나타난 식 (4－4)의 경우에는 CC_t에 대한 회귀계수는 0.533, RE의 주가배수는 0.467로 각각 1% 미만의 수준에서 유의하다. 이는 배당소득세 자본화에 관한 선행연구의 결과와 유사하다.

<표 5>의 세번째 칼럼에 나타난 식 (4－5)의 결과를 살펴보면 주요 설명변수는 CC_t*TS_t와 RE_t*TS_t인데, CC_t*TS_t에 대한 회귀계수는 －16.235로 1% 미만의 수준에서 유의하고, RE_t*TS_t의 주가배수는 4.345로 통계적 유의수준은 0.000이다. 자기자본 구성요소의 평가계수의 상대적 크기도 CC_t에 대한 회귀계수는 0.778, RE_t의 주가배수는 0.601로 각각 1% 미만의 수준에서 유의하다. 이는 현금배당으로 인한 배당소득세자본화효과를 통제한 후에도 주주지분의 평가계수에 대한 자기주식취득효과가 나타난 것으로 해석된다.

한편, <표 5>의 마지막 칼럼에 나타난 회귀분석 결과는 자기주식(TS_t)변수를 통제변수로 모형에 포함시켜 자기주식취득이 갖는 비세금효과(정보전달 효과 등)를 통제한 경우로 (4－5)의 결과와 비슷하다. 주당자기주식 비중이 높은 기업의 납입자본에 대해서는 시장참가자들이 이익잉여금에 비하여 상대적으로 할인하여 평가한다는 것이다.

<표 6>은 현금배당으로 인한 배당소득세 자본화효과를 통제한 후에 자사주 취득의 동기에 따라 투자자들이 이를 기업가치 평가에 어떻게 반영하는가 하는 것을 자사주 취득 후의 처분에 따라 기업표본을 분리하여 살펴본 결과가 나타나 있다.

먼저, 단축모형의 결과를 보면 자기주식을 소각한 기업표본을 나타내는 납입자본금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(CC*TS*CS)의 주가배수의 부호와 이익잉여금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(RE*TS*CS)의 주가배수의 부호가 각각 음(－)과 양(＋)으로 나타났고 통계적으로 유의하다. 그러나 자기주식을 재발행한 기업표본에서는 납입자본금과 자기주식 및 자본조정계정 변수(CA)의 상호작용변수(CC*TS*CA)의 주가배수의 부호는 음(－)으로 유의하게 나타났으나 이익잉여금과 자기주식 및 자본잉여금계정의 상호작용변수(RE*TS*CA)의 주가배수의 부호는 유의하지 않거나 통계적 유의성이 떨어진다. 이러한 결과는 자기주식변수(TS)를 통제변수로 포함한 모형에서도 관찰되었다. 이는 투자자들이 기업가치 평가에서 자기주식의 성격을 어떻게 규정하는가, 즉 자기주식의 취득동기가 사적정보의 전달이라는 효

27) 조세가 기업의 자본비용에 미치는 영향에 관한 전통적 견해(old view)는 이익분배(uses of profits)가 주로 배당을 통해 이루어진다고 하나, 새로운 견해(new view)에 따르면 이익의 유보와 자기주식취득도 이익의 주요 분배수단이다. 실제로 미국의 경우 1997/98년을 기점으로 자사주 매입규모가 현금배당을 초과하였고, 우리나라의 경우도 자사주 매입규모가 현금배당금액에 거의 육박하고 있다(Liang Sharpe, 1999 ; 윤성민, 2004).

율적 동기로 판단하는지, 재량적 결정의 기회를 기회주의적인 동기의 발현으로 오용하고 있다고 평가하는지에 따라 납입자본금 주가배수와 이익잉여금 주가배수에 대한 자기주식비중의 효과가 자기주식의 처분에 따라 달리 나타날 것이라고 한 가설을 지지하는 것이라고 해석할 수 있다.

〈표 6〉 자본잉여금과 자본조정모형의 자기주식효과 2

$$PRICE_t = b_0 + b_1CC_t + b_2CC_t * TS_t * CS_t + b_3CC_t * TS_t * CA_t + b_4RE_t + b_5RE_t * TS_t * CS_t + b_6RE_t * TS_t * CA_t + b_7NI_t + b_8NI_t * REBV_t + e_t \quad \text{식 (4−8')}$$

$$PRICE_t = b_0 + b_1CC_t + b_2CC_t * TS_t * CS_t + b_3CC_t * TS_t * CA_t + b_4RE_t + b_5RE_t * TS_t * CS_t + b_6RE_t * TS_t * CA_t + b_7NI_t + b_8NI_t * REBV_t + b_9TS_t + e_t \quad \text{식 (4−8)}$$

변 수	분리모형				식 (4−8′) (p값[a])	식 (4−8) (p값[a])
CC_t	0.501 (0.000)	0.556 (0.000)	0.556 (0.000)	0.632 (0.000)	0.524 (0.000)	0.575 (0.000)
$CC_t*TS_t*CS_t$	−1.191 (0.000)	−1.085 (0.000)			−1.154 (0.000)	−1.061 (0.000)
$CC_t*TS_t*CA_t$			−0.123 (0.000)	−0.108 (0.000)	−0.098 (0.001)	−0.086 (0.001)
RE_t	0.392 (0.000)	0.494 (0.000)	0.446 (0.000)	0.543 (0.000)	0.375 (0.000)	0.478 (0.000)
$RE_t*TS_t*CS_t$	0.120 (0.000)	0.104 (0.000)			0.118 (0.000)	0.103 (0.000)
$RE_t*TS_t*CA_t$			0.011 (0.571)	0.038 (0.048)	0.015 (0.431)	0.036 (0.054)
NI_t	−1.728 (0.000)	−1.992 (0.000)	−3.168 (0.000)	−3.356 (0.000)	−1.714 (0.000)	−1.978 (0.000)
NI_t*REBV_t	6.922 (0.000)	7.024 (0.000)	8.108 (0.000)	8.115 (0.000)	6.963 (0.000)	7.040 (0.000)
TS_t		−2.137 (0.000)		−2.516 (0.000)		−2.112 (0.000)
수정 R^2	0.656 (0.000)	0.664 (0.000)	0.638 (0.000)	0.649 (0.000)	0.660 (0.000)	0.665 (0.000)
N	2,740	2,740	2,740	2,740	2,740	2,740

변수정의 : CS_t는 t기말 1주당 자본잉여금(감자차익이나 자기주식처분이익)이 0보다 크고 작음에 따라 각각 1 또는 0을 부여하는 더미변수

CA_t는 t기말 1주당 자본조정(감자차손이나 자기주식처분손실)이 0보다 크고 작음에 따라 각각 1 또는 0을 부여하는 더미변수.

식 (4－8)에서 보면 b_2의 부호와 b_3가 각각 음(－)과 양(＋)으로 나타났고 통계적으로 유의하다. 그러나 b_2의 계수크기와 b_3의 계수크기는 유의미하게 다르다. 더구나 b_5의 부호는 음(－)으로 유의하게 나타났으나 b_6의 부호는 유의하지 않다. 이러한 결과는 자본소득세 자본화효과(NI_t*$REBV_t$)를 통제변수로 포함한 모형에서도 관찰된 것으로 본 연구의 가설이 배당소득세 자본화의 효과를 통제한 후에도 유효함을 보인 것으로 연구결과의 강건성을 담보하는 것이라고 해석할 수 있을 것이다.

Ⅵ. 결 어

본 연구는 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분이 기업의 내재가치에 대한 정보를 외부투자자들에게 전달하는 주요한 수단으로 자리매김하였으므로 기업의 주주지분의 가치평가와 밀접한 관련을 가질 것으로 보고 경영자의 자기주식 취득동기가 정보신호 동기이냐, 기회주의적 동기이냐에 따라 자기주식의 회계처리에 대한 정보효과와 주주지분에 대한 시장의 평가가 달리 나타나는지를 살펴보았다. 기업이 현금배당이 아니라 자사주 매입을 통해 주주에게 기업이익을 분배한다면 이익잉여금의 주가배수는 납입자본금의 주가배수보다 큰 값을 가질 것이며 주주지분의 가치평가에도 양(＋)의 영향을 미칠 것이라는 Guenther와 Sansing (2002)의 이론적 분석과 배당수명주기이론(lifecycle theory of dividends)을 원용하여 2000년부터 2006년까지 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인을 표본으로 한 실증분석 결과는 가설을 지지하는 것으로 나타났다.

자기주식의 취득과 보유 및 그 처분이 경영자의 자기주식 취득동기가 정보신호 동기이냐, 기회주의적 동기이냐에 따라 자기자본 구성요소에 대한 시장의 평가가 달리 나타나는 지를 검증한 결과, 자사주 취득 후의 처분에 따라 구분한 자기주식의 취득동기가 사적정보의 전달이라는 효율적 동기로 판단되는 경우의 납입자본에 대해서는 할인평가를 이익잉여금에 대하여서는 할증 평가를 하는 것으로 나타났다. 배당수명주기에 따른 자기주식의 지분평가효과와 배당정책에 따른 조세효과에 따라 주주지분의 구성요소에 대한 차별적 평가계수가 경영자의 자기주식 취득동기를 나타내는 처분양태에 따라 달리 나타났다. 즉, 자기주식비중이 높은 기업의 납입자본금의 주가배수가 자기주식비중이 높은 기업의 이익잉여금의 주가배수에 비해 시장에서 평가 절하되는 효과가 자기주식 취득동기가 효율적 정보전달인 것으로 여겨지는 경우에 한층 뚜렷하다는 것이다.

이러한 결과는 투자자들이 기업가치 평가에서 자기주식의 성격을 어떻게 규정하는가, 즉 자기주식의 취득동기가 사적정보의 전달이라는 효율적 동기로 판단하는지, 재량적 결정의 기회를 기회주의적인 동기의 발현으로 오용하고 있다고 평가하는 지에 따라 납입자본금 주가배수와 이익잉여금 주가배수에 대한 자기주식비중의 효과가 자기주식의 처분에 따라 달리 나타날 것으로

예측한 본 연구의 가설을 지지하는 증거로 볼 수 있을 것이다.

경영자의 자기주식 취득동기에 따른 자기주식의 취득과 보유 및 그 처분이 자기자본 구성요소에 대한 시장의 평가에 영향을 미칠 것인가와 이익의 분배형태(현금배당과 자사주 취득)에 따른 조세효과와 주주지분에 대한 가치평가 간의 관련성을 검토한 본 실증연구의 결과는 자사주 취득동기와 자기주식과 관련된 재무적 의사결정의 경제적 귀결(economic consequences)에 관련된 제반 논의에 의미있는 시사점을 제공하게 될 것이다.

참고문헌

김수정・이윤구・설원식. 2005. “이익소각공시가 주주의 부에 미치는 영향 : 일반목적의 자사주 매입 공시와의 비교를 중심으로”. 대한경영학회 18 : 107－133.

김영환・정성창. 2008. “자사주 매입방식의 결정요인과 기회주의 가설의 검증”. 경영학연구 제7권 제5호 : 1205～1232.

김윤태・서정욱. 2005. “자기주식 취득과 회계이익의 정보효과 : 재량적 회계선택 중심으로”. 회계학연구 제30권 특별호 제1호 : 1－25.

변진호. 2004. “저평가 자사주 매입공시의 허위정보신호효과와 장기성과”. 증권학회지 제3권 제1호 : 207－248.

윤성민. 2004. “자사주 매입동기”. 증권학회 2004년 제1차 정기 학술발표회 발표논문.

이원흠. 2007. “내재가치 변화로 측정한 자기주식 거래의 장기효과에 관한 연구”. 5개학회 공동학술대회 발표논문.

설원식・장윤호・김수정. 2003. “기업의 배당 및 자사주매입전략과 장기성과”. 증권학회 2003 제4차 정기 학술발표회 발표논문.

신민식・김석진・이선윤. 2002. “자사주매입 기업의 장기성과”. 재무관리논총 제8권 제1호 : 117－156.

정성창・이용교. 2001. “자기주식매입전략과 기업의 가치”. 재무연구 제14권 제1호 : 241－271.

황규영・서정우. 2004, 주주단계의 세금이 주식가치평가에 미치는 영향, 회계학연구(제29권 제1호) : 57－87.

Allen, F., Bernardo, A. E., and Welch, I. 2000. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *Journal of Finance.* 55(6) : 2499－2536.

Auerbach, A. J., 1979. Share Valuation and Corporate Equity Policy. *Journal of Public Economics Ⅱ (June). :* 291－305.

Baker, H. K., Powell, G. E., and Veit, E. T. 2002. Revisiting the Dividend Puzzle : Do All of Piece now Fit?, *Review of Financial Economics.* 11 : 241－261.

Barclay, M., C. Smith. 1988. Corporate Payout Policy : Cash Dividends versus Open－Market Repurchases. *Journal of Financial Economics.* 22(1) : 61－82

Barth, M. E., Kasznik, R. 1999. Share repurchases and intangible assets. *Journal of Accounting and Economics.* 28 : 211－241.

Bartov, E. 1991. Open－market stock repurchase as signals for earnings and risk changes. *Journal of Financial Economics* 14 : 275－294.

Bradford, D. E. 1981. The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions. *Journal of Public Economics* 15(April) : 1－22.

Bratton, William W. 2004. The New Dividend Puzzle. *Working Paper*, Georgetown University

Chay, J. B. and J. Suh. 2009. Payout policy and cash－flow uncertainty. *Journal of Financial*

Economics. *93*(April) : 88 − 107.

Chou, D. W., J. R. Philip Lin. 2004. False Signals from Open − Market Stock Repurchase Announcements : Evidence from Earnings Management and Analysts' Forecast Revisions. *Working paper.* Yuan Ze and National Chiao − Tung University.

Dann, Larry Y.. 1981. Common Stock Repurchase : An Analysis of Returns to Bond − holders and Stockholders. *Journal of Financial Economics.* 9 : 113 − 138.

Dann, Larry Y., Ronald W. Masulis and David Mayers. 1991. Repurchase Tender Offers and Earnings Information. *Journal of Accounting and Economics.* 14 : 217 − 251.

DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R. 2006. Dividend policy and the earned/contributed capital mix : a test of the life − cycle theory. *Journal of Financial Economics.* 81 : 227 − 254.

Dhaliwal, Dan, M. Erickson, M Frank, M. Banyi. 2003a. Are Shareholder Dividend taxes on corporate Retained Earnings Impounded in Equity Prices?. *Journal of Accounting and Economics.* 35 : 179 − 200.

Fenn, G.W. and N. Liang. 1998. Good News and Bad News about Share Repurchase. *Working paper.* FEDS.

Fried, J. M. 2001. Open market repurchases : signaling or managerial opportunism?. Theoretical inquiries in Law : 865 − 894.

Grullon, G. and Michaely, R. 2002. Dividends, Share Repurchase, and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance.* 57(4) : 1649 − 1684.

Guenther, D., and R. Sansing. 2002. Fundamentals of Shareholder Tax Capitalization. *Working Paper.* University of Colorado − Boulder and Tuck School of Business at Dartmouth.

Hanlon, M., J. Myers, T. Shevlin. 2003. Dividend taxes and firm valuation : a reexamination. *Journal of Accounting and Economics.* 35 : 119 − 153.

Harris, T. S., D. A. Kemsley. 1999. Dividend taxation in firm valuation : New evidence. *Journal of Accounting Research.* 37(Autumn) : 275 − 292.

Hertzel, M. and P. Jain. 1991. Earnings and risk changes around stock repurchase tender offers. *Journal of Financial Economics.* 14 : 253 − 274.

Ikenberry D., J. Lakonishok, and T. Vermaelen. Market Underreaction to Open Market Share Repurchases. *Journal of Financial Economics* 39 : 181 − 185.

Lee, T. H. 1996. The Role of Earnings Announcement on Preceding Repurchase Tender Offers, Vol.25 : 194 − 223.[printed in Korean]

Lakonishok, J., Thoer. Vermaelen. 1990. Anomalous Price Behavior Around Repurchase Tender Offers. *Journal of Finance* 45(2) (June) : 455 − 478.

Masulis, R. W., 1980, Stock repurchases by tender offer : An Analysis of the causes of common stock price change. *Journal of Finance.* 35 : 305 − 319.

Ohlson, J. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting*

Research 11 (Spring) : 661 − 687.

Ofer, A. R., abd A. V. Thakor. 1987. A Theory of Stock Price Responses to Alternative Cash isbursement Methods : Stock Repurchases and Dividends, *Journal of Finance* 42(2) : 365 − 394.

POTERBA, J., AND L. Summers. 1984. New Evidence That Taxes Affect the Valuation of Dividends. *Journal of Finance* 39(December) : 1397 − 1415.

Sabri, N. R. 2003. Using Treasury “Repurchase” Shares to Stabilize Stock Markets, *International Journal of Business*, Vol. 8, No. 4.

Sinn, Hans Werner. 1991. "The Vanishing Harberger Triangle, *Journal of Public Economics* 45 : 271 − 300.

Vermaelen, Theo. 1981. Common Stock Repurchases and Market Signalling : An Empirical Study, *Journal of Financial Economics* 9 : 139 − 183.

Vermaelen, T. 1984. Repurchase Tender Offers, Signaling, and Managerial Incentives, *Jornal of Financial and Quantitative Analysis* 19 : 163 − 181.

The Motivation of Share Repurchasing and Shareholder Equity Valuation

Lee, Hwajin* · Lee, Kaewon**

〈Abstract〉

This paper empirically investigates whether there is stock price reflection of managers' share repurchase incentives. Managers' open market share repurchasing choices would influence market response to components of shareholders' equity.

The sample of this study consists of 2,740 observations(firm－years), which are selected from KSE firms with a December fiscal year－end over the period of 2000－2006.

The repurchase－induced components of shareholder' equity(contributed capital ; CC vs. retained earnings ; RE) appears to be discounted differently by managers' open market share repurchasing incentives. This discount is larger when the repurchasing activities seem to be motivated by manager' opportunistic behavior than signaling inside superior information.

〈Key words〉 stock repurchase, contributed capital, retained earnings, capital surplus, capital adjustments

* Assistant Professor, College of Business, Honam University

** Professor, Department of Business Administration, Chosun University, Corresponding Author