

밸류업(VALUE-UP)논의와 주주환원 정책: 배당 및 자사주 소각의 기업가치 영향 분석*

VALUE-UP Initiatives and Shareholder Return Policies: An Analysis of the Impact of Dividends and Share Cancellations on Firm Value*

김효은(주저자) · 전성일(교신저자)

Hyoeyun Kim(First Author) · Seongll Jeon(Corresponding Author)

전남대학교 회계학과 박사과정 Ph.D. Student, Dept. of Accounting, Chonnam National University(gimh53047@gmail.com)전남대학교 경영학부 교수 Professor, Dept. of Business Administration, Chonnam National University(sijeon@jnu.ac.kr)

본 연구는 밸류업의 핵심 수단인 현금배당과 자사주 소각이 기업의 재무적 특성에 따라 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석함으로써, 정책 실효성을 검증하고자 한다. 기업의 재무적 특성에 따라 정책효과가 상이할 수 있음을 고려하여, 재무적 특성 상위집단 더미변수를 활용한 상호작용효과를 분석하였다. 분석 결과, 현금배당은 재무적 특성이 건실한 기업에서 미래 기업가치에 유의미한 양(+)의 증분 효과를 보이는 것으로 나타났다. 반면 자사주 소각은 본 분석에서 유의성을 보이지 않았으나, 시장의 기대와 단기적 기업성과를 직접적으로 반영하는 종속변수를 활용한 추가분석에서는 재무적 특성의 상위기업에서 유의한 양(+)의 증분 효과가 확인되었다. 또한 자사주 소각과 현금배당을 동시에 수행한 기업은 하나의 정책만을 수행한 기업에 비해 추가적인 양(+)의 영향을 보였으며, 이러한 효과도 재무적 특성이 건실한 집단에서 단일 정책 수행 대비 추가적인 양(+)의 관련성을 보였다. 본 연구는 기존 선행연구를 확장하여 자사주 소각 또는 현금배당의 독립적인 실효성 뿐만 아니라 두 제도를 동시에 수행할 때에 효과적이라는 실무적 공헌점이 있으며, 밸류업의 주주환원 정책이 기업의 재무적 특성에 맞는 유연한 정책 설계가 필요하다는 것을 시사한다.

주제어: 밸류업(Value-up), 주주환원, 자사주 소각, 현금배당

This study explores the potential impact of cash dividends and share cancellations on corporate value, considering firms' financial characteristics, and provides ex-ante insights into the effectiveness of such policies under the anticipated Value-Up Program. Considering that policy effects may differ depending on firms' financial characteristics, This study analyzes interaction effects using dummy variables representing firms in the upper group of financial characteristics. The interaction effect indicates that cash dividends have a significant positive incremental effect on future firm value among financially sound firms. In contrast, although share cancellations are not significant in the baseline analysis, additional analyses employing alternative dependent variables that directly reflect market expectations and short-term firm performance reveal significant positive incremental effects among financially sound firms. Furthermore, the simultaneous implementation of share cancellations and cash dividends generates greater positive effects, particularly among financially sound firms. These findings suggest that shareholder return

최초투고일: 2025. 12. 12 수정일: (1차: 2026. 05. 08) 게재확정일: 2026. 05. 26

* 본 연구는 주저자의 전남대학교 경영대학 회계학 석사학위논문을 수정 및 보완하여 작성되었다.

policies under the Value-Up Program should be tailored to firms' financial characteristics and that combining share cancellations with cash dividends may be more effective than adopting either policy independently.

Keyword: Value-up, Shareholder Return Policy, Share Cancellation, Cash Dividends

.....

1. 서론

금융당국은 대주주 중심의 오랜 경영 관행 등으로 국내 증시의 만성적인 저평가(코리아 디스카운트)를 해소하기 위하여 2024년 2월 주주가치 제고를 위한 기업 밸류업 프로그램을 발표하였다. 밸류업 프로그램은 일본의 정책과 유사하지만 배당이나 자사주 소각과 같은 주주환원 지표가 핵심 성과로 포함되어 있으며, 이를 성실히 이행하는 경우에 세제 혜택 및 인센티브가 부여된다는 점에서 차별성을 지닌다. 아울러 금융당국은 밸류업 지수 결과를 스튜어드십 코드에 연계함으로써 사회적 압력을 통해 기업의 참여를 유도하고 있다. 국내 평균 주주환원율은 2010년~2020년 동안 29%에 그쳐, 미국(89%)이나 선진국 평균(68%)에 비해 낮은 수준에 머물러 있었다. 그러나 최근 들어 국내 500대 상장기업을 대상으로 2022년 10월 기준 소각 규모는 5조 1,191억 원으로 전년 대비 1조 원 이상 증가하였고, 이 중 51.3%는 주주가치 제고 목적의 소각이다.¹⁾

한편 금융당국의 밸류업 프로그램 도입에 따른 주주친화적 정책 기조는 점차 확대되어가는 추세를 보인다. 2026년 지금 배당금부터 배당소득 분리과세

제도가 시행됨에 따라, 배당 확대에 대한 제도적 유인이 강화되고 있다. 더불어 2025년 7월에는 자사주 취득 후 1년 이내 소각을 의무화하는 상법 개정안이 발의되어, 자사주를 경영권 방어 수단으로 활용하던 기존 관행을 억제하고 기업가치 제고를 도모하려는 정책적 의지가 구체화되고 있다.²⁾ 아울러 금융당국은 2025년부터 '기업가치 제고 계획'을 공시하고, 주주환원 금액증가분의 5%를 법인세에서 공제해주는 과세특례 제도를 신설하였다.³⁾ 궁극적으로 자사주 소각과 배당은 밸류업 프로그램의 주요 핵심요소로서 향후 기업 전반적으로 지속될 것으로 예상된다.

지금까지 살펴본 바와 같이 금융당국의 정책도입 취지에 비추어볼 때 주주환원을 이행한 기업은 그에 상응하는 기업가치의 향상이 수반되어야 한다는 점에서 정책 입안의 실효성을 논의할 필요가 있다. Jensen(1986)은 투자 기회가 부족한 상황에서 잉여 현금의 보유가 경영자의 자의적 자금 운용을 유발하여 대리인 비용을 증가시킬 수 있다고 보았다. 이에 배당의 확대나 적절한 수준의 부채는 잉여현금을 외부로 유출시켜 경영자의 사적 이익 추구를 제한하고 대리인 비용을 감소시키는 통제 장치로 작용하여 궁극적으로 기업가치 제고에 기여할 수 있을

1) 동아일보 2023.02.08. "자사주 소각 배당금 확대... 국내시장에 뒤늦게 '주주환원 바람'", 주주환원율은 당기순이익에서 배당금 총액, 자사주 매입금 등 주주환원 금액이 차지하는 비율이다.

2) 한국경제 2025.07.08. "與, 자사주 의무소각법안 첫 발의"

3) 기획재정부 '2024 세법개정안' 조특법 §100의33, 조특령 §100의33 신설.

것이다(Wang, 2010). 배당 및 소각과 같은 주주환원 정책은 신호가설에 기반하여, 시장에 대한 경영자의 내부정보 전달의 수단으로 활용될 수 있다. 기업의 배당정책은 정보 비대칭 하에서 시장에 신호를 전달하는 수단으로 해석된다(Bhattacharya, 1979). 또한 배당은 손익계산서 상의 알려지지 않은 정보를 유추할 수 있는 단서를 제공하며(Miller and Rock, 1985), 배당의 증가는 기업의 미래 수익성 또는 재무건전성에 대한 긍정적 신호로 간주되어 투자자의 신뢰 제고 및 주가 상승으로 이어질 수 있을 것이다. 반면 기업의 현금보유는 자금조달 비용을 절감시키며, 유동성을 확보함으로써 투자자들의 선호를 얻어 기업가치에 긍정적 영향을 줄 수 있다. 차상권(2024)은 배당으로 인한 현금유출이 기업의 유보자금을 감소시켜 향후 수익성 있는 투자기회를 제약함으로써 기업가치에 부정적으로 작용할 수 있다고 보고하였다. 한편 미국의 경우, 자사주 매입이 곧바로 주주환원으로 인식되는 제도적 환경이 구축되어 있으며, 선행연구들은 자사주 매입을 소각과 유사한 개념으로 접근하고 있다(Vermaelen, 1981; Grullon and Michaely, 2002). 미국은 매입된 자사주가 시가총액에서 즉시 제외되고, 시장에서 주가 상승 요인으로 받아들여지기 때문이다. 한국채택국제회계기준(K-IFRS)에 따르면 자사주 매입은 자본 차감 항목으로 처리되며, 비용에 영향을 주지 않는다는 점에서 미국과 동일하다. 그러나 한국의 경우 매입한 자사주를 포함하는 발행주식수로 시가총액을 계산하므로 유의미한 주당 가치 개선은 실제 소각 시점에서만 발생한다.⁴⁾ 이러한 제도적 차이로 인해 한국에서

는 자사주 매입이 소각으로 이어져야만 주주환원으로 받아들여지는 경향이 강하며, 실제로 국내에서 자사주 매입 후 소각을 완료한 사례는 전체 기업-연도의 약 2.3%에 불과하다(김우진&임지은, 2017).⁵⁾ 자사주 소각을 명확히 구분하여 분석한 연구는 제한적이며, 한국 자본시장의 특수성을 반영한 연구는 부족한 실정이다. 따라서 본 연구는 기존 선행연구를 확대하여 기업의 재무적 특성에 따른 주주환원 정책이 기업가치에 미치는 영향을 검증하고, 배당과 자사주소각의 상호작용 효과까지 규명함으로써 관련 정책의 실효성을 예측하고자 한다.

첫째, 금융당국은 기업의 재무적 여건을 고려한 자율 맞춤형 주주환원을 권장한다. 이에 본 연구는 재무적 특성이 상대적으로 건실한 기업의 주주환원이 기업가치 제고로 이어지는지 검증하였다. 그 결과, 재무적 특성의 상위 집단에서 배당과 기업가치 간에 추가적인 양(+)의 관련성을 나타냈다. 둘째, 배당과 자사주 소각은 현행 정책 하에서 모두 주주환원 수단으로 권장되고 있다. 이에 단일한 주주환원 수단이 아닌 배당과 자사주 소각을 동시에 활용한 경우의 기업가치 효과를 분석하였다. 그 결과, 배당과 자사주 소각의 동시 수행을 나타내는 상호작용 변수와 기업가치 간에 유의한 양(+)의 관련성을 확인하였다. 셋째, 재무적 특성을 상·하위 집단으로 구분하여 배당과 자사주 소각을 동시에 수행한 기업의 기업가치를 분석한 결과, 상위 집단에서 상호작용 변수와 기업가치는 유의한 양(+)의 관련성을 나타내었으며, 성향점수매칭(PSM)을 활용한 강건성 검증에서도 일관되는 결과를 확인하였다.

4) 시가총액을 가중치로 하는 각종 주가지수의 산출에 왜곡을 가져올 수 있다는 점이 보다 더 중요한 이슈인 것이다. 자사주를 상대적으로 더 많이 보유한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 주가 지수 산출시 더 높은 가중치를 부여받아 부당하게 지수 영향력이 증대되기 때문이다(김우진 외 2020).

5) 2004년부터 2015년까지 유가증권 상장기업-연도 총 7,428개의 표본 중 174개의 관측치만이 소각을 한 것으로 나타난다 (김우진&임지은, 2017).

본 연구는 2024년 밸류업 프로그램 도입 이후 충분한 표본을 확보하는 데 한계가 있으며, 이에 따라 정책 도입의 사후적 효과를 분석하기보다는 주주환원 정책의 잠재적 성과에 대한 논의에 초점을 둔다는 한계가 존재한다. 그럼에도 불구하고 본 연구는 배당 또는 자사주 소각의 개별 시행에 대한 효과에 주목한 기존연구와 달리, 두 가지 주주환원 수단을 동시에 병행하는 전략의 실효성을 검증하였다는 점에서 차별성을 지닌다. 또한 최근 금융당국이 강조하는 개별기업의 맞춤형 주주환원 정책의 필요성을 반영하여, 영업현금흐름 및 자산규모 등 다양한 재무제표 측정치를 기준으로 개별기업의 재무적 특성들을 구분하고 주주환원과 기업가치 간의 관계를 분석함으로써, 기업 특성에 적합한 주주환원 전략 수립에 시사점을 제공한다.

II. 선행연구 및 가설설정

2.1 주주환원정책(배당 및 소각)과 기업가치에 관한 선행연구

본 절에서는 대표적인 주주환원정책인 배당 및 자사주 소각과 기업가치의 관계에 대한 기존 선행연구를 살펴보고자 한다. 먼저, 배당과 기업가치의 관계에 관한 선행연구를 검토한다. 배당을 지급하면 주가도 그만큼 하락하는 대체 속성에 기반하여 배당 여부나 규모와 무관하게 기업가치는 변하지 않는다는 배당 무관론(Dividend Irrelevance Theory)이 존재하며(Miller and Modigliani, 1961), 일반기업회계기준의 이익을 활용하여 배당이 지급된 경우, 이익과 내재가치 역시 하락하는 상호 보완적

관계와 배당의 유무나 크기가 기업가치에 명확한 방향성을 갖는 요인이 아니라는 연구도 존재한다(Penman and Sougiannis, 1997). 반면 Jensen(1986)은 잉여현금 보유가 경영자의 대리인 비용을 증가시키며, 배당의 확대나 적절한 부채는 기업가치를 제고시킨다고 주장한다. Battacharya(1979), Miller and Rock(1985)은 배당이 손익계산서에 없는 정보를 유추하는 단서이며, 미래 수익성에 대한 신호작용으로 기업가치를 상승시킨다고 설명한다. Easterbrook(1984)은 배당을 지급하면 경영자의 대리인 비용이 감소하고 외부에서 자금을 조달받은 경우에 시장감시를 받아 경영자의 사적편익을 위한 투자를 억제해 기업가치를 증가시킨다고 보고하였다.

국내 선행연구에서 정진호&정종범(2006)은 배당계수와 기업가치는 유의한 음(-)의 관계이며, 배당을 비용으로 인식하는 경향에서 기인한 것으로 해석하였다. 송동섭(2016)은 잉여현금흐름이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 잉여현금흐름이 높은 기업이라도 배당성향이 높은 경우에 기업가치가 낮아진다고 주장하였다. 차상권(2024)은 기업가치와 배당은 음(-)의 관련성, 현금보유는 양(+)의 관련성을 증명하였으나, 배당기업의 경우에 높은 현금보유는 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 판단하였다. 배당을 통해 이미 사적정보가 시장에 전달되었기 때문에, 추가적인 현금보유는 기업가치의 긍정적 효과를 상쇄함으로 해석하였다. 박경서 외(2003)는 외환위기 이후 대리인 문제가 확산되면서 배당을 통한 잉여현금의 유출이 경영자의 사적 자금 운용을 억제하는 수단으로 판단하여, 잉여현금흐름이 높은 기업일수록 배당의 확대는 주가를 높인다고 주장하였다. 이용대 외(2024)는 배당이 특히 대기업 집단의 기업가치를 높인다는 검증 결과를 제시하였고, 김수정 외(2012)는 배당과 기

업가치 간에 U자형 비선형 관계를 제시하였다. 즉 무배당과 고배당 기업의 가치는 높고 저배당과 중간 수준의 배당 기업 가치는 상대적으로 낮음을 보고한다. 최희정&류두원(2019)은 2009년 금융위기 시기에 배당 축소와 함께 기업가치 제고 효과도 약화되었고, 이후에 그 효과가 다시 강화되었으며 이는 기업이 투자자 선호에 따라 배당을 조정하는 케이터링 이론을 지지하였다. 이처럼 배당과 기업가치의 관계는 상반된 결과를 제시하며 배당의 역할이 신호전달, 대리인 비용, 시장 환경에 따라 달라질 수 있음을 시사한다.

다음으로는 자사주 소각과 기업가치에 관한 선행연구를 검토한다. 자사주 소각에 대한 연구는 국내외 기준에 차이가 있다. 일반적으로 미국은 기업이 자사주를 매입하면 유통주식수에서 제외되고 즉시 시가총액에 반영되어 주주환원으로 간주한다.⁶⁾ 반면 한국의 자사주 매입은 소각이 이루어지기 전까지는 시가총액과 주당지표에 자사주를 포함하며, 실제로 소각이 이루어져야만 주주환원으로 인식한다(김우진 외, 2020). 이는 매입 후 처분 가능성을 열어두는 투자자들의 해석 차이에 기인한다. 해외 문헌에서는 자사주 소각에 초점을 둔 연구가 미비하며, 자사주 소각이 주주환원으로 인식되는 시점에 대한 국내외 차이는 면밀한 검토 대상임을 시사한다.

국내 선행연구에서 설원식&김수정(2005)은 이익 소각을 위한 자사주 취득공시가 더 큰 초과수익률을 내며, 자본시장에서 소각은 긍정적 신호로 인식된다고 보고한다. 정성창&김영환(2007), 김우진&임지은(2022)은 매입공시 이후 소각 공시가 이루어

어진 시점에서 주가 상승효과가 더 뚜렷하게 나타난다고 보고하였다. 이는 자사주 매입 시에 처분과 경영권 방어를 고려하여 주가에 일부만 반영되고, 소각 시에 불확실성 해소로 더 크게 주가 상승이 나타나는 것으로 해석한다. 박진혁 외(2025)는 자사주 보유가 정보비대칭을 증가시키며, 자사주 소각은 주주들의 불확실성을 해소하여 주주환원 효과를 명확히 하여 정보비대칭을 감소시킨다고 설명한다. 자사주 소각의 기존연구를 살펴보면 국외에서는 자사주 매입 자체에 초점을 두고 있으며, 매입 이후 소각 여부에는 큰 비중을 두지 않는다. 반면 국내에서는 자사주 매입과 소각을 명확히 구분하고 소각이 이행되어야만 주주환원의 실질적 효과가 작용하는 것으로 평가되며, 자사주 소각 중심의 연구가 충분하지 않은 실정이다. 이에 본 연구는 자사주 매입이 즉시 주주환원으로 해석되는 미국과 달리, 국내에서는 자사주가 실제로 소각되어야만 주주환원 효과가 발생한다는 제도적 차이를 반영하여, 자사주 소각이 이루어진 시점을 기준으로 기업가치에 미치는 영향을 분석한다.

2.2 가설 설정

금융당국은 밸류업 프로그램의 주요수단으로 배당 확대와 자사주 소각을 통한 기업가치 제고를 추진하고 있다. 정책적 흐름과 맞물려 학계에서는 주주환원 정책이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증연구가 진행되어 왔으나 상반된 결과가 혼재되어 있다. 이는 주주환원 정책이 영업활동과 직접적인 관련이

6) Dann(1981), Vermaelen (1981), Dittmar(2000), Grullon and Michaely (2002)등의 선행연구는 자사주 매입이 주주환원으로 받아들여지기 때문에 기업의 주가가 저평가되었다고 판단할 때 시장에 신호를 주어 기업가치에 긍정적 영향을 준다고 설명한다. Eldridge(2004)는 기업이 자사주 매입 이후에 일시적 보유인 원가법(cost method)과 영구적 자본 분배인 소각법(retirement method)의 회계 처리 방식에 주목하였고, 대부분 기업에서는 주로 과거부터 사용한 관행에 따라 회계 처리를 하며 자사주 매입의 동기는 기업의 회계 처리 방식의 선택에 영향을 주지 않는다는 점을 실증적으로 검증하였다.

없는 현금유출을 수반하며, 기업의 재무적 특성에 따라 그 효과가 상충적으로 나타날 수 있기 때문이다. 대리인 이론에 따르면 주주환원은 경영자의 자의적 자금 운용을 억제하여 대리인 비용을 줄여 (Jensen, 1986) 기업가치를 제고하는 수단이 될 수 있다(Wang, 2010). 또한 신호가설 이론은 기업의 미래 수익성에 대한 긍정적인 정보를 시장에 전달하는 역할을 하여 궁극적으로 기업가치를 상승시킬 수 있다고 본다(Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985). 특히 자사주 소각은 주당 가치 회식 방지 및 발행주식수 감소를 통한 기업의 명확한 환원 의지를 전달하는 수단으로 평가된다. 그러나 재무적 여력이 부족한 기업에서는 성장 기회 제한이나 자금 유출 우려로 인해 기업가치에 부정적 영향을 미칠 가능성도 제기된다. 실제로 밸류업 프로그램은 기업의 자율적 이행을 전제로 하며 각 기업의 재무구조, 수익성, 성장성 등 내재적 특성에 기반한 맞춤형 전략 수립을 권장하고 있다.⁷⁾ 따라서 이러한 정책이 기업가치에 미치는 효과는 단순히 환원정책 자체의 효과만으로 판단하기보다는 기업의 재무적 특성을 함께 고려할 필요가 있다.⁸⁾ 재무구조가 열악하거나 유동성이 부족한 기업이 주주환원을 실행할 경우, 투자자들은 일시적인 주가 부양 시도로 해석하거나, 향후 수익성 있는 투자 기회를 제약하는 비효율적인 자금 사용으로 인식할 수 있다. 특히 영업활동으로 창출되는 현금흐름이 낮거나 수익률이 부진한 기업, 자산 규모가 작은 기업은 외부자금에 대한 의존도가 높고 재무적 제약에 직면해 있을 가능성이

크기 때문에, 이들 기업의 주주환원 정책은 시장에서 재무 불안정성을 부각시키는 부정적 신호로 작용할 수 있다. 본 연구는 재무적으로 건실한 기업일수록 주주환원 정책이 기업가치 제고에 보다 긍정적인 영향을 미칠 것이라는 관점에서 다음의 가설 1을 설정한다.

가설 1: 재무적 특성이 건실한 기업에서 밸류업 주주환원 정책(배당 및 자사주 소각)을 수행할 경우 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 높아질 것이다.

배당과 자사주 소각은 독립적으로 기업가치에 영향을 미치는 요소로 작용할 수 있으나, 두 정책을 동시에 수행하는 경우 그 효과가 상호 보완적으로 작용할 수 있다는 가능성도 존재한다. 예를 들어 두 정책이 동시에 수행될 경우 자본 유출의 강도가 과도하게 증가하여 미래 투자 여력 감소나 유동성의 부작용을 초래할 수 있으며 이는 오히려 기업가치에 부정적 영향을 줄 가능성도 있다. 또한 배당과 자사주 소각이 동시에 진행된다면 투자자들은 기업의 재무적 여력에 대해 긍정적으로 해석할 수 있으나, 한편으로는 '전략적인 주주환원'이 아닌 일시적인 외부압력 대응이나 단기 주가 부양 목적일 가능성도 존재하기 때문에 이를 긍정적으로 해석하지 않을 수 있다. 따라서 본 연구는 배당과 자사주 소각을 동시에 수행할 경우 기업가치에 실질적 영향을 미치는지를 검토하고자 다음과 같이 가설 2-1과 가설 2-2를

7) 금융위원회 <별첨2> 기업가치 제고 계획 가이드라인(안) 2024.05.02.

8) 예를 들어, "HD한국조선해양, 전 조선 계열사 흑자 달성...밸류업 동력 '강화'"(IB토마토, 2024. 11. 07.)의 사례과 같이, 영업현금흐름과 수익성의 개선은 밸류업 정책에 대한 투자자들의 기대를 높이게 한다. 재무적 개선이 동반된 상황에서 기업이 밸류업 정책을 실행할 경우, 해당 조치는 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 크다. 반면에 시설투자 확대가 요구되거나 재무구조가 열악한 기업이 밸류업 정책을 수행할 경우에 단기적으로 긍정적 시장 반응을 얻을 수 있을지라도 중장기적으로는 성장 동력 확보에 제약을 초래하여 오히려 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다.

설정한다.

가설 2-1: 밸류업 주주환원 정책(배당 및 자사주 소각)을 동시에 수행할 경우, 기업가치는 차이가 없을 것이다.

가설 2-2: 재무적 특성이 건실한 기업에서 밸류업 주주환원 정책(배당 및 자사주 소각)을 동시에 수행할 경우 그렇지 않은 기업에 비해 기업가치가 높아질 것이다.

III. 연구방법과 표본 선정

3.1 연구방법

본 연구는 주주환원이 기업가치 미치는 영향을 검증하기 위하여 종속변수로 Chung and Pruitt (1994), 김정옥&신유진(2015), 정찬식(2015) 등이 제시한 방법에 따라 총자산의 장부가치를 대체비용의 근사치로 사용하여 토빈의 Q를 계산하였다. 시가총액은 12월 결산 시점과 시장가치의 반영 시점을 일치시키기 위하여 차기 3월말 종가를 사용하였다. 토빈의 Q는 기업의 시장가치와 자산의 대체비용비율로 기업가치를 측정하는 대표적인 지표이며 감가상각이나 회계정책과 같은 재량의 영향을 상대적으로 덜 받는다는 장점이 있다. 이러한 특성을 고려하여 본 연구는 다음과 같이 가설 1과 가설 2의 연구모형을 설정한다.

〈모형 1〉은 재무적 특성에 따른 배당과 자사주 소각의 효과를 분석하기 위한 가설 1의 회귀모형이다.

UPPER는 재무적 특성의 중위수를 기준으로 상위 집단을 1로 정의한 더미변수이며, 배당 및 자사주 소각 변수와 상호작용항을 통해 재무적 특성 상위집단에서 주주환원 효과의 추가적 변화를 검증한다. TQ 는 $t+1$ 년도 3월말 기업의 시가총액에 부채총계를 더한 값을 총자산으로 나눈 비율로 측정하였다.⁹⁾ DIV 는 기업의 t 년도 배당여부로 해당연도에 현금배당을 실시한 경우 1, 그렇지 않으면 0의 지시변수이며, $RETIRE$ 는 기업의 t 년도 자사주 소각여부로 해당연도에 자사주를 실제로 소각한 경우 1, 그렇지 않으면 0의 지시변수이다. UPPER는 재무적 특성에 따른 주주환원 정책의 효과를 분석하기 위하여 총표본을 기업의 재무적 특성 중 영업현금흐름(CFO), 총자산수익률(ROA), 기업규모(SIZE)를 각각의 중위수로 나누어 상위집단이면 1, 그렇지 않으면 0의 지시변수이다. 각 재무적 변수의 상위 집단에서 배당 또는 자사주 소각을 수행하여 기업가치가 추가적으로 제고된다면 각 상호작용항인 $DIV \times UPPER$ 와 $RETIRE \times UPPER$ 의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 보일 것이다. 반면, 각 상호작용항의 회귀계수가 유의한 음(-)의 값을 보인다면, 각 재무적 특성의 상위 집단에서 배당 또는 자사주 소각이 기업가치를 감소시키거나 그 효과가 약화되었음을 의미한다.

〈모형 2〉는 배당과 자사주 소각을 동시에 수행한 기업의 기업가치 제고 효과를 분석하기 위해 $DIV \times RETIRE$ 의 상호작용항을 포함한 가설 2-1의 회귀모형이다. 가설 2-2의 모형은 상호작용항 해석의 한계를 고려하여 재무적 특성 변수를 상·하위 집단으로 구분하여 각각의 회귀분석을 수행함으로써 가설을 검증한다. 관심변수인 $DIV \times UPPER$ 의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 보인다면, 이는 배당과 자

9) 토빈의 Q를 산업조정 기업가치로 개별 기업의 Q에서 산업별 Q의 평균을 차감한 값도 유사한 결과를 보였다.

사주 소각을 동시에 수행하는 경우, 단독으로 수행하는 경우에 비해 기업가치 제고 효과가 강화됨을 의미한다. 반대로 해당 회귀계수가 유의한 음(-)의 값을 보인다면, 배당과 자사주 소각의 동시 시행이 기업가치를 낮추는 것을 의미한다.

〈모형 1〉:

$$TQ_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_t + \alpha_2 RETIRE_t + \alpha_3 DIV_t \times UPPER_t + \alpha_4 RETIRE_t \times UPPER_t + \alpha_5 UPPER_t + \alpha_6 SIZE_t + \alpha_7 LEV_t + \alpha_8 GRW_t + \alpha_9 LOSS_t + \alpha_{10} BETA_t + \alpha_{11} CFO_t + \alpha_{12} ROA_t + \alpha_{13} RDSALE_t + \alpha_{14} BIG4_t + \alpha_{15} FOR_t + \alpha_{16} KOSPI_t + \alpha_{17} OPN_t + \alpha_{18} \Sigma YR_t + \alpha_{19} \Sigma IND_t + \varepsilon_t$$

〈모형 2〉:

$$TQ_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 DIV_t + \alpha_2 RETIRE_t + \alpha_3 DIV_t \times RETIRE_t + \alpha_4 SIZE_t + \alpha_5 LEV_t + \alpha_6 GRW_t + \alpha_7 LOSS_t + \alpha_8 BETA_t + \alpha_9 CFO_t + \alpha_{10} ROA_t + \alpha_{11} RDSALE_t + \alpha_{12} BIG4_t + \alpha_{13} FOR_t + \alpha_{14} KOSPI_t + \alpha_{15} OPN_t + \alpha_{16} \Sigma YR_t + \alpha_{17} \Sigma IND_t + \varepsilon_t$$

- TQ_{t+1} : t+1년도 토빈의 Q값
(시가총액 + 부채총계 / 자산총계);
 DIV_t : t년도 현금배당을 수행한 경우 1,
그렇지 않으면 0;
 $RETIRE_t$: t년도 자사주 소각을 수행한 경우 1,
그렇지 않으면 0;
 $UPPER_t$: t년도 재무적 특성이 상위 집단이면
1, 그렇지 않으면 0;
 $SIZE_t$: t년도 자산총계의 자연로그값;
 LEV_t : t년도 부채총계 / 자산총계;
 GRW_t : t년도 매출액 성장률;

- $LOSS_t$: t년도 당기순손실인 경우 1,
그렇지 않으면 0;
 $BETA_t$: t년도 베타값;
 CFO_t : t년도 영업현금흐름 / 자산총계;
 ROA_t : t년도 총자산 이익률
(당기순이익/총자산);
 $RDSALE_t$: t년도 매출액 대비 연구개발비 비율;
 $BIG4_t$: t년도 감사인이 BIG4이면 1,
그렇지 않으면 0;
 FOR_t : t년도 외국인 지분율;
 $KOSPI_t$: t년도 유가증권시장 상장기업이면 1,
그렇지 않으면 0;
 OPN_t : t년도 감사의견이 적정이면 1,
그렇지 않으면 0.

선행연구에 따르면 배당과 기업가치의 무관론 이론이 존재하며 (Miller and Modigliani, 1961), 회계이익을 감소시켜 기업의 내재가치를 낮출 수 있다는 연구도 존재한다(Penman and Sougiannis, 1997). 반면 배당이 대리인 비용을 감소시키고 시장에 긍정적 신호를 전달하는 수단으로 작용함으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다는 연구들도 존재한다(Jensen, 1986). 국내의 자사주 소각 관련 선행연구는 소각이 이루어진 경우에만 기업가치에 긍정적인 효과가 나타난다는 연구가 존재한다(설원식&김수정, 2005; 정성창&김영환, 2007; 김우진&임지은, 2022). 이에 본 연구는 재무적 특성이 건실한 기업에서 양 정책의 결합이 기업가치 제고로 이어져 해당 변수의 계수는 양(+)의 값을 나타낼 것으로 기대한다.

3.2 표본 선정

본 연구는 2015년부터 2022년의 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 실증분석을 수

〈표 1〉 표본선정과정 요약

표본선정과정	구분
2015-2022년 유가증권 및 코스닥 상장 기업-연도 표본	17,201
(-) 결산월이 12월이 아닌 기업-연도 표본	(625)
(-) 금융업에 속한 기업-연도 표본	(697)
(-) 자본잠식인 기업-연도 표본 (자본총계 < 0)	(176)
(-) 데이터 누락 기업-연도 표본	(2,895)
계	12,808

행하였다. 구체적인 표본 선정 절차와 최종 표본은 〈표 1〉과 같다. 표본은 VALUE-SEARCH를 활용하여 수집하였으며, 자사주 소각 자료는 전자공시시스템 DART에 공시된 기업의 사업보고서 내의 '주식의 총수' 항목을 기반으로 연도별 자사주 소각 내역을 수집하였다. 재무자료를 이용할 수 없는 데이터 누락 기업을 제외한 결과, 최종적으로 17,201개 중 12,808개의 유효 표본이 분석에 활용되었다. 또한 변수의 극단값으로 인한 왜곡을 방지하기 위하여, 연속변수는 상위 1% 수준에서 winsorizing으로 조정하였다.

자사주 소각이 이루어진 것으로 나타났다. 이는 자사주 소각이 극히 제한적으로 활용되는 주주환원 수단임을 의미한다. LOSS는 당기순손실 여부를 나타내는 더미변수로 전체의 32.3%가 손실을 기록한 기업-연도임을 나타낸다. 위험성 지표인 BETA는 평균 0.891로 다수 기업이 시장수익률보다 낮은 수준의 변동성을 보였다. BIG4의 평균은 0.381로 38.1%의 기업이 대형회계법인으로부터 감사를 받은 것으로 나타났으며, 특히 자사주 소각을 수행한 기업 중 대형회계법인으로부터 감사를 받은 기업은 43.8%를 보였다. OPN의 평균은 0.995로 전체 표본 중 99.5%의 기업-연도가 적정 의견을 받은 것으로 나타난다.

IV. 실증분석

4.2 차이분석

4.1 기술통계

〈표 2〉는 주요 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 종속변수인 TQ의 평균은 1.477이며 중앙값은 1.093으로 일부 기업에서 높은 시장가치를 반영하고 있음을 보여준다. 관심변수인 DIV와 RETIRE는 평균값이 0.534와 0.021로 전체 표본의 약 53.4%가 배당을 실시하였으나, 자사주 소각 여부는 전체 표본 중 약 2.1%에 해당하는 272개의 기업-연도에서

〈표 3〉의 제1부는 배당 여부에 따라 기업특성이 통계적으로 유의미한 차이를 보이는지를 독립표본 t-검정 분석 결과를 제시한 것이다. 배당 여부 및 자사주 소각 여부에 따라 표본을 분류한 결과, 배당 여부를 기준으로 전체 12,808개 표본 중 약 53.4%인 6,846개가 배당을 실시한 기업-연도로 나타났으며, 나머지 5,962개는 배당을 실시하지 않은 기업-연도로 분류되었다. 대부분의 변수에서 배당여부에 따른 차이분석이 통계적으로 유의한 차이를 보인다.

〈표 2〉 기술통계

변수명	표본수	평균	표준편차	min	50%	max
TQ_{t+1}	12,808	1.477	1.214	0.401	1.093	8.183
DIV_t	12,808	0.534	0.499	0	1	1
$RETIRE_t$	12,808	0.021	0.144	0	0	1
$SIZE_t$	12,808	26.120	1.375	23.751	25.867	31.023
LEV_t	12,808	0.414	0.203	0.054	0.409	0.889
GRW_t	12,808	0.104	0.360	-0.610	0.050	2.150
$LOSS_t$	12,808	0.323	0.468	0	0	1
$BETA_t$	12,808	0.891	0.372	0	0.900	1.760
CFO_t	12,808	0.036	0.087	-0.263	0.042	0.259
ROA_t	12,808	0.002	0.109	-0.506	0.022	0.220
$RDSALE_t$	12,808	0.036	0.083	0	0.007	0.610
$BIG4_t$	12,808	0.381	0.486	0	0	1
FOR_t	12,808	0.065	0.099	0	0.024	0.520
$KOSPI_t$	12,808	0.355	0.478	0	0	1
OPN_t	12,808	0.995	0.071	0	1	1

1) 변수의 정의는 다음과 같다: TQ_{t+1} : t+1년도 토빈의 Q값(시가총액 + 부채총계 / 자산총계); DIV_t : t년도 현금배당을 수행한 경우 1, 그렇지 않으면 0; $RETIRE_t$: t년도 자사주 소각을 수행한 경우 1, 그렇지 않으면 0; $SIZE_t$: t년도 자산총계의 자연로그값; LEV_t : t년도 부채총계 / 자산총계; GRW_t : t년도 매출액 성장률; $LOSS_t$: t년도 당기순손실인 경우 1, 그렇지 않으면 0; $BETA_t$: t년도 베타값; CFO_t : t년도 영업현금흐름 / 자산총계; ROA_t : t년도 총자산 이익률(당기순이익/총자산); $RDSALE_t$: t년도 매출액 대비 연구개발비 비율; $BIG4_t$: t년도 감사인이 BIG4이면 1, 그렇지 않으면 0; FOR_t : t년도 외국인 지분율; $KOSPI_t$: t년도 유가증권시장 상장기업이면 1, 그렇지 않으면 0; OPN_t : t년도 감사의견이 적정이면 1, 그렇지 않으면 0.

기업가치인 TQ의 평균은 배당을 하지 않은 기업에서 1.774로, 배당 기업의 평균인 1.218보다 유의하게 높았다. 이는 배당 지급으로 인한 현금 유출이 기업의 내부 유보 자원을 감소시켜, 대체 효과로 기업가치가 상대적으로 낮아진 것으로 해석할 수 있다. 반면 SIZE는 배당기업이 평균 26.562로 배당을 하지 않은 기업보다 크고, LEV는 배당기업에서 더 낮은 부채비율을 보였다. 수익성 지표인 ROA와 CFO도 배당을 시행한 기업이 배당을 하지 않은 기업보다 높은 평균을 보이며, 일반적으로 배당기업이 규모가 크고 재무구조가 안정적인 특성을 지닌 것으로 나타났다. FOR는 배당기업이 더 높은 평균값을 보였으며, 이는 배당을 수행하는 기업일수록 외국인 투자자의 감시효과가 존재할 가능성을 시사한다.

RDSALE은 배당을 시행한 기업에서 유의하게 낮았으며, 이는 배당으로 인한 현금 유출로 인해 연구개발투자가 감소한 것으로 보인다. 〈표 3〉의 제2부는 소각 여부에 따른 집단 간의 차이분석 결과이다. TQ의 평균은 소각을 실시한 기업에서 1.408로 소각을 하지 않은 기업보다 낮았으나 통계적으로 유의하지 않았다. DIV는 소각을 실시한 기업의 평균은 0.471로, 약 47.1%가 배당을 시행했음을 의미하며, 5% 수준에서 통계적으로 유의하였다. SIZE와 LEV는 모두 소각기업에서 더 높은 평균값을 보였으며, RDSALE은 제1부의 배당 차이분석과 같이 소각을 시행한 기업에서 유의하게 낮은 평균값을 보였다. FOR도 소각기업이 8.1%로 5% 유의수준에서 소각을 하지 않은 기업보다 높았다.

〈표 3〉 차이분석

제1부: 배당 여부에 따른 차이분석					
변수명	구분	Mean		t-test	
		DIV = 0 (n=5,962)	DIV = 1 (n=6,846)	Diff (1-0)	t-value
TQ _{t+1}		1.774	1.218	-0.556	-25.663 ***
RETIRE _t		0.024	0.019	-0.005	-2.118 **
SIZE _t		25.613	26.562	0.949	42.145 ***
LEV _t		0.457	0.376	-0.081	-22.744 ***
GRW _t		0.111	0.097	-0.014	-2.148 **
LOSS _t		0.571	0.108	-0.463	-62.377 ***
BETA _t		0.932	0.856	-0.076	-11.482 ***
CFO _t		0.005	0.064	0.059	40.003 ***
ROA _t		-0.050	0.047	0.097	53.054 ***
RDSALE _t		0.052	0.023	-0.029	-18.648 ***
BIG4 _t		0.282	0.467	0.185	22.072 ***
FOR _t		0.038	0.089	0.051	31.081 ***
KOSPI _t		0.236	0.459	0.222	27.277 ***
OPN _t		0.991	0.999	0.008	5.794 ***
제2부: 자사주 소각 여부에 따른 차이분석					
변수명	구분	mean		t-test	
		RETIRE = 0 (n=12,536)	RETIRE = 1 (n=272)	Diff (1-0)	t-value
TQ _{t+1}		1.478	1.408	-0.070	-1.152
DIV _t		0.536	0.471	-0.065	-2.131 **
SIZE _t		26.111	26.559	0.449	4.367 ***
LEV _t		0.413	0.449	0.036	2.679 ***
GRW _t		0.103	0.120	0.017	0.671
LOSS _t		0.322	0.360	0.038	1.291
BETA _t		0.892	0.839	-0.053	-1.992 **
CFO _t		0.036	0.033	-0.003	-0.479
ROA _t		0.002	-0.003	-0.005	-0.588
RDSALE _t		0.037	0.024	-0.013	-4.179 ***
BIG4 _t		0.380	0.438	0.057	1.888 *
FOR _t		0.065	0.081	0.016	2.146 **
KOSPI _t		0.353	0.438	0.084	2.766 ***
OPN _t		0.995	0.996	0.001	0.362

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함
 2) 변수의 정의: 〈표 2〉 참고

4.3 상관분석

어슨(Pearson) 상관계수를 통해 변수 간 관련성을 분석한 결과이다. 상관분석 결과에서 TQ와 DIV는 1% 유의수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이

〈표 4〉는 본 연구에 포함된 주요 변수들 간의 피

〈표 4〉 상관분석

변수명	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) TQ_{i+1}															
(2) DIV_i	-0.228***														
(3) $RETIRE_i$	-0.008	-0.019*													
(4) $SIZE_i$	-0.273***	0.344***	0.047***												
(5) LEV_i	-0.075	-0.198***	0.026**	0.256**											
(6) GRW_i	0.106***	-0.020*	0.007	0.016	0.027**										
(7) $LOSS_i$	0.153***	-0.494***	0.012	-0.226***	0.229***	-0.106***									
(8) $BETA_i$	0.134***	-0.101***	-0.021*	0.047***	0.037***	0.026**	0.051***								
(9) CFO_i	-0.120***	0.340***	-0.005	0.195***	-0.150***	0.036**	-0.434***	-0.003							
(10) ROA_i	-0.183***	0.442***	-0.006	0.241***	-0.260***	0.151***	-0.694***	-0.027**	0.557***						
(11) $RDSALE_i$	0.387***	-0.171***	-0.022*	-0.187***	-0.127***	0.038**	0.195***	0.138***	-0.214***	-0.240***					
(12) $BIG4_i$	-0.062***	0.190***	0.017	0.392***	0.071***	-0.031***	-0.102***	-0.026*	0.111***	0.093***	-0.038***				
(13) FOR_i	-0.018*	0.257***	0.023**	0.441***	-0.098***	0.004	-0.189***	-0.033***	0.205***	0.195***	-0.013	0.272***			
(14) $KOSPI_i$	-0.179***	0.232***	0.025*	0.537***	0.162***	-0.060***	-0.109***	-0.004	0.065***	0.087***	-0.188***	0.289***	0.230***		
(15) OPN_i	-0.042***	0.054***	0.003	0.032***	-0.065***	0.031***	-0.077***	0.024***	0.084***	0.169***	-0.007	0.017	0.013	-0.001	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: 〈표 2〉 참고

는 배당을 실시한 기업일수록 차기 연도의 기업가치가 낮게 나타나는 경향이 있는 것으로 해석된다. RETIRE의 경우에도 음(-)의 부호를 보였지만, 통계적으로 유의하지는 않았다. 한편 현금배당 시행 여부와 자사주 소각 여부 간의 상관관계는 10% 유의수준에서 음(-)의 값을 보였다. 기업들이 두 가지 주주환원 수단을 병행하기보다는 선택적으로 활용하는 경향이 있음을 보여준다. 상관분석은 종속변수에 영향을 미칠 수 있는 변수들의 통제가 이루어지지 않아 해석의 한계가 존재한다. 이에 본 연구에서는 최소자승법을 이용한 회귀모형을 통해 단변량 다중 회귀분석을 수행함으로써 가설을 검증한다.

4.4 회귀분석

〈표 5〉는 기업의 재무적 특성에 따른 배당과 자사주 소각이 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위한 가설 1의 회귀분석 결과이다. 밸류업 프로그램은 자율적인 참여를 유도하는 정책으로서 각 기업의 재무적 특성에 따라 효과가 상이하게 나타날 수 있다. 이에 따라 총 표본을 기업의 재무적 특성 중 영업현금흐름(CFO), 총자산수익률(ROA), 기업규모(SIZE)를 중위수로 나누어 각각의 상위 집단에 대한 추가적 효과를 검증하였다. DIV는 세 그룹 모두 1% 수준에서 유의한 음(-)의 계수가 나타났으나, CFO 상위집단과 SIZE 상위집단에서만 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 현금흐름이 양호하고 자산규모가 큰 기업이 배당을 시행할 경우, 시장에서 긍정적인 신호로 인식해 미래 기업가치에 기여한 것으로

보인다. 반면 RETIRE변수는 재무적 특성을 기준으로 구분한 모든 모형에서 음(-)의 계수로 나타났으나, 통계적으로 유의하지 않았으며, 재무적 특성의 각각의 상위집단에 따른 차별적 효과에서는 모두 양(+)의 계수가 확인되었으나, 통계적 유의수준에 미치지 못하였다.¹⁰⁾

〈표 6-1〉은 기업이 밸류업 주주환원 정책인 배당과 자사주 소각을 동시에 수행할 경우 차기 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위한 가설 2-1의 분석 결과이다.¹¹⁾ 배당만을 시행한 기업의 회귀계수는 -0.249로 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였고, 자사주 소각 만을 수행한 기업은 -0.149로 10% 수준에서 통계적으로 유의하게 나타났다. 앞선 분석에서는 소각변수의 효과가 일관되게 유의하지 않았던 점을 고려할 때, 이러한 결과는 표본 선택편의 또는 회귀모델 차이에 따라 계수 방향성과 유의성이 영향을 받았을 가능성을 내포한다. 자사주 소각은 일반적으로 그에 선행하는 자사주 매입 시점에서 이미 정보가 시장에 반영되었을 가능성이 높으며 이로 인해 실질적인 소각 시점에서는 추가적인 정보효과가 제한적으로 나타날 수 있다. 따라서 본 결과는 소각의 효과가 일관되지 않게 나타나는 원인을 하나의 해석에 국한하지 않고 신중히 해석할 필요가 있다.¹²⁾ 특히 배당과 소각 동시 수행의 상호작용 변수인 DIV×RETIRE의 회귀계수는 0.400으로 통계적으로 유의하였으며 배당과 소각을 동시에 수행한 기업의 효과를 나타내는 회귀계수는 0.151(0.400 - 0.249)로 나타났다. 이는 단순 현금배당만 수행한 기업 대비 자사주 소각을 동시에 수행할 경우에 기

10) 모든 변수의 분산팽창지수(Variance Inflation Factor)는 5 미만으로 나타나, 다중공선성으로 인한 추정 문제는 없는 것으로 판단된다.

11) 현금배당과 자사주 소각을 동시에 수행한 기업-연도 표본은 128개이다.

12) 전자공시시스템(DART)에서는 '주요사항보고서(자기주식취득결정)'를 공시하며 자사주 취득 전에 기업의 자사주 취득에 대한 예상 시작일과 종료일, 취득목적 등을 공시하고 있다.

〈표 5〉 기업의 재무적 특성에 따른 밸류업 정책(배당 및 자사주 소각)과 기업가치 관계

변수명	구분	종속변수 = TQ_{t+1}		
		UPPER : 재무적 특성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0		
		CFO	ROA	SIZE
Intercept		7.058*** (24.99)	6.884*** (24.21)	6.782*** (20.59)
UPPER _t		0.085** (2.33)	0.166*** (4.20)	-0.181*** (-5.23)
DIV _t		-0.283*** (-9.18)	-0.263*** (-8.18)	-0.346*** (-11.43)
RETIRE _t		-0.013 (-0.15)	-0.070 (-0.78)	-0.011 (-0.11)
DIV _t ×UPPER _t		0.071* (1.81)	0.013 (0.29)	0.217*** (5.49)
RETIRE _t ×UPPER _t		0.106 (0.84)	0.202 (1.60)	0.090 (0.69)
SIZE _t		-0.216*** (-21.46)	-0.213*** (-21.25)	-0.200*** (-16.31)
LEV _t		0.157*** (2.89)	0.194*** (3.55)	0.155*** (2.85)
GRW _t		0.283*** (10.78)	0.274*** (10.44)	0.277*** (10.55)
LOSS _t		-0.044 (-1.52)	0.027 (0.84)	-0.051* (-1.82)
BETA _t		0.213*** (8.11)	0.215*** (8.19)	0.219*** (8.33)
CFO _t		-0.189 (-1.08)	0.264** (2.01)	0.368*** (2.81)
ROA _t		-0.558*** (-4.20)	-0.814*** (-6.00)	-0.545*** (-4.10)
RDSALE _t		3.384*** (25.75)	3.406*** (25.97)	3.386*** (25.80)
BIG4 _t		0.072*** (3.39)	0.072*** (3.37)	0.073*** (3.45)
FOR _t		1.303*** (11.78)	1.277*** (11.54)	1.245*** (11.19)
KOSPI _t		0.034 (1.40)	0.036 (1.49)	0.028 (1.14)
OPN _t		-0.507*** (-3.87)	-0.462*** (-3.53)	-0.533*** (-4.07)
ΣYR / ΣIND		Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.289	0.290	0.288
n		12,808	12,808	12,808

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: 〈표 2〉 참고

업가치 향상에 긍정적인 시너지 효과가 존재함을 나타내며, 최근 부양정책과 방향성이 일치한다고 볼 수 있다. 오랜 기간 학계에서는 기업의 대리인 문제에 관한 연구가 다루어져 왔다. Berle and Means

(1932)와 Baumol (1959)은 기업의 소유와 경영이 분리되면서 주주와 경영자 간 이해상충이 발생할 수 있음을 지적하였고, 이후 Jensen and Meckling (1976)은 이러한 이해상충을 대리인 이론으로 체계

화하여 경영자의 사적 편익 추구로 발생하는 대리인 비용이 기업가치를 감소시킬 수 있음을 설명하였다. 또한 Jensen (1986)은 과도한 잉여현금이 경영자의 재량적 의사결정을 확대시켜 대리인 문제를 심화시킬 수 있음을 제시하였다. 이러한 관점에서 주주환원 정책은 기업 내부의 잉여현금을 감소시키고, 외부의 감

시로 인한 경영자의 제국건설(empire building)을 제한하여 대리인 비용을 완화하고 기업가치 상승에 기여할 수 있다(Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). 한편 국내 시장에서 배당이나 자사주 소각이 단독으로 시행될 경우, 시장의 평가는 제한적일 수 있다. 배당은 현금의 유출로 인한 향후 투자기회 감소 신

〈표 6-1〉 배당과 자사주 소각을 동시에 수행할 경우 기업가치와의 관계

변수명	종속변수 = TQ_{t+1}
Intercept	7.142*** (25.31)
DIV_t	-0.249*** (-10.69)
$RETIRE_t$	-0.149* (-1.71)
$DIV_t \times RETIRE_t$	0.400*** (3.17)
$SIZE_t$	-0.217*** (-21.60)
LEV_t	0.154*** (2.83)
GRW_t	0.281*** (10.70)
$LOSS_t$	-0.059** (-2.09)
$BETA_t$	0.209*** (7.95)
CFO_t	0.324** (2.47)
ROA_t	-0.649*** (-4.92)
$RDSALE_t$	3.415*** (26.02)
$BIG4_t$	0.073*** (3.45)
FOR_t	1.333*** (12.07)
$KOSPI_t$	0.032 (1.34)
OPN_t	-0.505*** (-3.85)
$\Sigma YR / \Sigma IND$	Yes
Adj. R^2	0.288
n	12,808

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: 〈표 2〉 참고

호로 해석될 수 있으며 (차상권, 2024), 국내의 자사주 소각은 현금 기반의 보상이 수반되지 않으며, 일회성 정책으로 간주되어 지속적인 주주환원 정책으로 해석하지 않아 주가 상승기대가 어려울 수 있다(한국경제, 2022).¹³⁾ 반면 배당과 자사주 소각이 동시에 시행될 경우, 단일 정책의 한계를 보완할 수 있다. 배당을 통한 현금 보상과 잉여현금의 통제, 자사주 소각에 따른 주식수 감소 효과가 결합되어 주주환원 효과를 강화하고, 이는 기업의 적극적인 주주환원 의지를 나타내는 신호로 작용하여 기업가치 상승으로 이어지는 것으로 예상된다. 이러한 결과는 배당과 자사주 소각의 결합 여부가 기업가치 상승의 핵심변수임을 의미한다.

〈표 6-2〉는 기업의 재무적 특성에 따른 배당 및 자사주 소각을 동시에 수행할 경우, 기업가치에 미치는 영향을 검증하기 위한 가설 2-2의 회귀분석 결과이다. 변수 간 3중 상호작용항의 해석의 한계점을

고려하여 상·하위 집단으로 나누어 회귀분석을 수행하였다. 그 결과 DIV의 회귀계수는 모든 집단에서 유의한 음(-)의 값이 나타났으며, RETIRE는 각각 상위집단에서 음(-)의 유의성이 보이며, 하위집단에서는 음(-)의 부호가 나타났지만 유의하지 않았다. DIV×RETIRE변수는 상위 집단에서 회귀계수가 1% 수준에서 양(+)의 유의성(CFO : 0.544, ROA : 0.661, SIZE : 0.433)이 나타났다. 반면 하위집단에서는 양(+)의 부호를 보였지만 유의하지 않았다. 이는 밸류업 프로그램의 주주환원 정책을 수행할 경우 기업이 투자자에게 자사주 소각과 배당을 동시에 제공할 때, 그 효과가 기업의 현금흐름, 수익률, 기업 규모와 같은 재무적 기반이 건실한 기업에서 크게 나타날 수 있음을 내포한다. 그러나 재무적 여건이 충분하지 않은 기업이 무리하게 주주환원을 시행할 경우 가치 제고 효과를 얻기 어려울 수 있음을 시사한다. 따라서 일률적인 주주환원정책 유

〈표 6-2〉 기업의 재무적 특성에 따른 배당 및 자사주 소각 수행 여부와 기업가치의 관계

변수명 \ 구분	종속변수 = TQ_{t+1}					
	UPPER : 재무적 특성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0					
	CFO		ROA		SIZE	
	UPPER=0	UPPER=1	UPPER=0	UPPER=1	UPPER=0	UPPER=1
Intercept	6.351*** (15.27)	6.118*** (13.30)	7.128*** (17.35)	4.897*** (10.99)	18.785*** (23.27)	3.449*** (9.93)
DIV _t	-0.236*** (-6.69)	-0.280*** (-9.42)	-0.209*** (-5.87)	-0.291*** (-9.75)	-0.203*** (-5.41)	-0.230*** (-8.66)
RETIRE _t	-0.122 (-1.11)	-0.361** (-2.54)	-0.108 (-0.98)	-0.441*** (-3.13)	-0.123 (-0.91)	-0.241** (-2.40)
DIV _t ×RETIRE _t	0.297 (1.47)	0.544*** (3.13)	0.089 (0.42)	0.661*** (3.86)	0.277 (1.08)	0.433*** (3.34)
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ΣYR / ΣIND	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²	0.350	0.268	0.353	0.259	0.289	0.271
n	6,404	6,404	6,404	6,404	6,404	6,404

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: 〈표 2〉 참고

13) 한국경제 2022.09.26. '자사주 매입·소각 두배 늘었지만...‘약발 없네’'

도보다는 기업의 재무적 특성을 고려한 차별적 접근이 필요해 보인다.

4.5 회계 투명성에 따른 배당 및 자사주 소각 여부와 기업가치의 관계

2024년 10월 금융위원장은 장기적으로 회계 투명성을 강화하는 것이 가장 빠른 ‘밸류업의 지름길’이라고 강조하며 학계가 실질적인 성과를 도출해 줄 것을 당부한 바 있다.¹⁴⁾ 국내·외의 선행연구는 회계 투명성을 분석함에 있어 재량적 발생액을 대응치로 활용해왔다. 예를 들어, Dobre et al.(2015)은 IFRS 도입 전후의 재량적 발생액 수준을 비교하여, 재량적 발생액의 감소를 회계투명성 향상의 신호로 해석하였다. 이에 본 연구는 수정Jones모형의 재량적 발생액(Dechow et al. 1995)과 성과통제 재량적 발생액 모형(Kothari et al. 2005)을 회계 투명성

의 대응치로 보고 재량적 발생액의 상·하위집단을 구분하여 배당과 자사주 소각의 실효성을 검증하였다. <표 7>은 재량적 발생액의 중위수를 기준으로 이분화하여 회계 투명성이 낮은 하위집단과 회계 투명성 수준이 높은 상위집단으로 구분하였다. 각 집단별 회귀분석을 수행한 결과, 회계투명성이 높은 집단에서 $DIV \times RETIRE$ 는 기업가치에 1% 유의한 양(+)의 효과를 확인하였다. 이는 배당과 자사주 소각을 병행할 경우에 회계투명성이 높을수록 주주 환원정책의 미래 기업가치 기여도가 효과적일 수 있음을 시사한다.

4.6 성향점수매칭(Propensity Score Matching, PSM) 추가분석

본 분석은 자사주 소각을 수행한 집단과 그렇지 않은 집단 간의 특성 차이에 따른 표본의 내생성 문

<표 7> 기업의 회계 투명성에 따른 배당 및 자사주 소각 수행 여부와 기업가치의 관계

변수명 \ 구분	종속변수 = TQ_{t+1}			
	LOWER : 회계 투명성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0			
	수정 Jones 모형 재량적 발생액		Kothari 성과통제모형 재량적 발생액	
	LOWER=0	LOWER=1	LOWER=0	LOWER=1
Intercept	6.098*** (14.49)	7.571*** (18.81)	6.410*** (15.84)	7.594*** (19.11)
DIV_t	-0.271*** (-8.76)	-0.227*** (-6.43)	-0.247*** (-7.65)	-0.251*** (-7.49)
$RETIRE_t$	-0.128 (-0.98)	-0.168 (-1.43)	-0.067 (-0.54)	-0.225* (-1.87)
$DIV_t \times RETIRE_t$	0.295 (1.64)	0.469*** (2.62)	0.264 (1.34)	0.496*** (2.99)
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes
$\Sigma YR / \Sigma IND$	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R^2	0.287	0.291	0.309	0.282
n	6,404	6,404	6,404	6,404

1)*, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: <표 2> 참고

14) 아주경제 2024.10.31. “김병환 금융위원장 회계투명성 높이는 게 밸류업 지름길... 기업들 투자 늘려 달라”

제를 최소화하기 위하여 성향점수매칭을 활용한 추가분석을 수행하였다. 구체적으로 다음의 로지스틱 회귀모형을 통해 소각을 수행한 272개 표본에 대한 PSM을 수행하였다.¹⁵⁾ 매칭 결과 총 1,088개 표본은 모든 변수에서 평균 차이가 유의하지 않게 나타나 PSM이 효과적으로 수행되었음을 확인하였다.

$$\begin{aligned} \text{RETIRE}_t = & \alpha_0 + \alpha_1 \text{SIZE}_t + \alpha_2 \text{LEV}_t + \alpha_3 \text{GRW}_t \\ & + \alpha_4 \text{LOSS}_t + \alpha_5 \text{BETA}_t + \alpha_6 \text{CFO}_t + \alpha_7 \text{ROA}_t \\ & + \alpha_8 \text{RDSALE}_t + \alpha_9 \text{BIG4}_t + \alpha_{10} \text{FOR}_t \\ & + \alpha_{11} \text{KOSPI}_t + \alpha_{12} \text{OPN}_t + \varepsilon_t \end{aligned}$$

1) 변수의 정의: <표 2> 참고

<표 8-1>은 PSM표본을 이용하여 가설 1을 재검증한 결과이다. 재무적 특성의 ROA와 SIZE의 각

회귀분석에서 $\text{DIV} \times \text{UPPER}$ 변수가 양(+)의 값을 나타냈다. 이는 재무적 여력이 높은 기업에서 배당이 미래 기업가치를 추가적으로 높일 수 있음을 시사한다. 반면 소각의 경우 모든 재무적 특성에 따른 유의한 차이가 나타나지 않았다. 이러한 결과는 앞선 분석과 일관되며 특히, 재무구조가 양호한 기업의 배당이 기업가치를 높인다는 강건성을 증명하였다. 가설 2-1을 재검증한 <표 8-2>는 상호작용변수인 $\text{DIV} \times \text{RETIRE}$ 의 회귀계수가 0.319(2.65)로 미래 기업가치와 1% 수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보여 앞선 결과와 일관되었다. <표 8-3>은 가설 2-2를 재검증한 결과이다. CFO, ROA, SIZE 모든 상위집단에서 10% 수준의 유의한 양(+)의 회귀계수 값이 관찰되었다. 표로 제시하지 않았지만 회계투명성의 두 가지 대용치를 사용한 분석에서도

<표 8-1> PSM(1:3) 표본을 이용한 가설 1 재검증

변수명	구분	종속변수 = TQ_{t+1}		
		UPPER : 재무적 특성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0		
		CFO	ROA	SIZE
Intercept		7.354*** (8.19)	7.636*** (8.47)	6.832*** (6.85)
UPPER _t		-0.005 (-0.05)	-0.265** (-2.17)	-0.408*** (-3.79)
DIV _t		-0.196** (-2.27)	-0.306*** (-3.29)	-0.317*** (-3.65)
RETIRE _t		0.086 (0.98)	0.031 (0.35)	0.047 (0.55)
$\text{DIV}_t \times \text{UPPER}_t$		0.167 (1.52)	0.379*** (3.05)	0.423*** (3.76)
$\text{RETIRE}_t \times \text{UPPER}_t$		0.089 (0.73)	0.215 (1.63)	0.182 (1.52)
통제변수		Yes	Yes	Yes
$\Sigma \text{YR} / \Sigma \text{IND}$		Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.265	0.270	0.275
n		1,088	1,088	1,088

1) * ** ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: <표 2> 참고

15) 성향점수매칭 방법은 최근접 이웃매칭(Nearest Neighbor Matching)을 이용하여 1:3으로 매칭하였고, 범위(Caliper)는 0.05로 설정하였다.

〈표 8-2〉 PSM(1:3) 표본을 이용한 가설 2-1 재검증

변수명	종속변수 = TQ_{t+1}
Intercept	7.546*** (8.43)
DIV_t	-0.192*** (-2.63)
$RETIRE_t$	-0.016 (-0.19)
$DIV_t \times RETIRE_t$	0.319*** (2.65)
통제변수	Yes
$\Sigma YR / \Sigma IND$	Yes
Adj.R ²	0.268
n	1,088

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: 〈표 2〉 참고

〈표 8-3〉 PSM(1:3) 표본을 이용한 가설2-2 재검증

변수명	구분	종속변수 = TQ_{t+1}					
		UPPER : 재무적 특성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0					
		CFO		ROA		SIZE	
		UPPER=0	UPPER=1	UPPER=0	UPPER=1	UPPER=0	UPPER=1
Intercept		6.666*** (5.27)	5.062*** (6.08)	7.447*** (6.19)	4.114*** (4.83)	17.401*** (7.72)	2.479*** (3.31)
DIV_t		-0.230** (-2.10)	-0.144 (-1.48)	-0.185 (-1.61)	-0.091 (-0.94)	-0.220* (-1.84)	-0.037 (-0.48)
$RETIRE_t$		-0.012 (-0.10)	-0.054 (-0.41)	0.027 (0.24)	-0.076 (-0.58)	0.048 (0.39)	0.054 (0.54)
$DIV_t \times RETIRE_t$		0.198 (0.95)	0.268* (1.67)	-0.034 (-0.16)	0.288* (1.80)	0.057 (0.26)	0.240* (1.92)
통제변수		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$\Sigma YR / \Sigma IND$		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.293	0.301	0.365	0.252	0.297	0.256
n		544	544	544	544	544	544

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: 〈표 2〉 참고

3) LOSS, OPN 변수의 경우 매칭된 표본의 값이 모두 같은 값으로 제외하였음.

회계투명성이 높은 집단에서 5% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수 값을 확인하였다. 이에 본 분석에서는 표본의 내생성을 통제한 이후에도 주요 변수의 회귀계수 방향성이 일관됨을 확인하였다.

4.7 보유기간 초과수익률(Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR)과 Tobin's Q 변화율(Δ Tobin's Q)기반의 추가분석

본 연구는 종속변수인 밸류업 성과 지표로서 Tobin's Q를 사용하였다. 이는 표준적인 방법이나, 한국 시

장의 특수성 및 분석결과의 내생성을 고려할 때 세 가지 한계가 존재한다. 첫째, K-IFRS 하에서 유형 자산의 비중이 많을수록 장부가와 시가의 괴리가 큰 경우가 많으며(양철원 외, 2025), 이로 인해 유형 자산 비중이 높은 국내 기업들은 자산총계가 과소평가되어 Tobin's Q가 과대계상이 될 가능성이 있다. 둘째, 국내 기업은 재벌로 대표되는 지배구조 특성상 동일한 지배주주가 계열사 지분을 다수 보유하는 경우가 많으며(Kim et al., 2007), 계열사의 지분 가치에 대한 회계처리 정책의 차이에 따라 Tobin's Q에 왜곡이 발생할 수 있다. 셋째, 본 연구에서는 $t+1$ 년도 Tobin's Q를 사용함으로써 시차 문제를 통제하였으나, 그럼에도 기업가치가 낮은 기업이 부양목적으로 주주환원 정책을 시행하는 경우와 해당 정책으로 인해 기업가치가 상승하는 경우 등이 혼재될 가능성이 여전히 남아있다. 이에 따라 추가분석에서는 주가 기반 성과를 보다 직접적으로 반영

할 수 있는 대안적 지표인 보유기간 초과수익률(Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR)과 기업가치의 변화에 초점을 맞춘 Tobin's Q의 변화율(Δ Tobin's Q)을 종속변수로 대체하여 가설을 재검증하였다.¹⁶⁾ 종속변수 BHAR을 사용한 가설1의 분석결과는 표로 제시하지 않았지만, 상호작용 변수인 RETIRE×UPPER가 영업현금흐름(CFO) 상위 집단의 결합에서만 5% 수준에서 유의한 양(+)의 계수(0.148, $t=2.00$)를 확인하였다. 이는 종속변수를 Tobin's Q로 설정한 분석에서 DIV×UPPER 변수가 양(+)의 유의성이 확인된 결과와는 차이를 보인다. 한편 가설 2-1의 DIV×RETIRE 상호작용 변수의 회귀계수는 1.153($t=2.07$)으로 5%수준에서 유의한 양의 값을 확인하였다. <표 9>의 가설 2-2의 추가분석 결과는 전체적으로 본 분석과 일관된 결과를 보여주었다. 다음으로 종속변수를 Δ Tobin's Q로 사용하여 수행한 분석은 초기 기업가치 수준을

<표 9> 종속변수 보유기간 초과수익률(Buy-and-Hold Abnormal Return, BHAR) 가설 2-2 재검증

변수명	구분	종속변수 = BHAR _{t+1}					
		UPPER : 재무적 특성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0					
		CFO		ROA		SIZE	
		UPPER=0	UPPER=1	UPPER=0	UPPER=1	UPPER=0	UPPER=1
Intercept		0.451* (1.76)	0.49* (1.74)	0.858*** (3.26)	0.325 (1.23)	2.271*** (4.81)	0.243 (1.04)
DIV _t		-0.019 (-0.87)	-0.012 (-0.68)	-0.004 (-0.18)	-0.036** (-2.13)	-0.002 (-0.08)	-0.029* (-1.69)
RETIRE _t		-0.167** (-2.44)	-0.036 (-0.43)	-0.121* (-1.68)	-0.155** (-1.99)	-0.113 (-1.38)	-0.157** (-2.45)
DIV _t ×RETIRE _t		0.109 (0.90)	0.172* (1.68)	0.035 (0.26)	0.214** (2.26)	-0.017 (-0.12)	0.217*** (2.63)
통제변수		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
ΣYR / ΣIND		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.324	0.453	0.366	0.419	0.323	0.473
n		6,055	6,056	6,055	6,056	6,055	6,056

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) BHAR_{t+1} : t기 대비 t+1기의 3월말 종가 기준 개별기업 수익률에서 시장수익률을 차감한 값; 그 외 <표 2>의 변수의 정의와 같다.

16) 추가 분석의 변수 구성 과정에서 결측값으로 인해 일부 표본이 제외되었으며, BHAR 분석의 최종 표본은 12,111개, Tobin's Q 변화량(Δ Tobin's Q) 분석의 최종 표본은 12,301개로 구성되었다.

통제하기 위해 초기 PBR을 통제변수로 포함하였고 Δ Tobin's Q와 초기 PBR은 모두 3월 말 증가를 기준으로 산정한 시가총액을 사용하여 측정하였다.

분석결과, <표 10>과 같이 가설1의 재무적 특성을 분류한 모든 분석에서 소각에 대한 상호작용변수인 RETIRE×UPPER의 회귀계수는 모두 5% 수준의

<표 10> 종속변수 Tobin's Q의 변화율(Δ Tobin's Q)의 가설1 재검증

변수명	구분	종속변수 = Δ Tobin's Q _{t+1}		
		UPPER : 재무적 특성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0		
		CFO	ROA	SIZE
Intercept		0.402** (2.12)	0.422** (2.21)	0.463** (2.12)
UPPER _t		0.017 (0.74)	-0.023 (-0.90)	0.009 (0.39)
DIV _t		0.003 (0.17)	-0.023 (-1.10)	-0.012 (-0.60)
RETIRE _t		-0.135** (-2.35)	-0.144** (-2.43)	-0.183 (-2.73)
DIV _t ×UPPER _t		-0.038 (-1.49)	0.015 (0.55)	-0.009 (-0.34)
RETIRE _t ×UPPER _t		0.175** (2.15)	0.181** (2.23)	0.213** (2.52)
PBR _t		-0.043*** (-13.95)	-0.043*** (-14.02)	-0.043*** (-13.99)
SIZE _t		-0.001 (-0.21)	-0.001 (-0.21)	-0.004 (-0.46)
LEV _t		0.131*** (3.69)	0.131*** (3.66)	0.132*** (3.73)
GRW _t		-0.014 (-0.80)	-0.013 (-0.75)	-0.014 (-0.82)
LOSS _t		0.002 (0.11)	-0.007 (-0.33)	-0.001 (-0.03)
BETA _t		-0.054*** (-3.14)	-0.053*** (-3.11)	-0.055*** (-3.19)
CFO _t		-0.091 (-0.81)	-0.083 (-0.97)	-0.085 (-1.00)
ROA _t		-0.049 (-0.56)	-0.299 (-0.33)	-0.052 (-0.58)
RDSALE _t		0.002*** (2.67)	0.002*** (2.59)	0.002*** (2.63)
BIG4 _t		-0.008 (-0.56)	-0.007 (-0.53)	-0.008 (-0.57)
FOR _t		-0.110 (-1.52)	-0.115 (-1.58)	-0.109 (-1.50)
KOSPI _t		0.020 (1.29)	0.020 (1.27)	0.020 (1.31)
OPN _t		-0.459*** (-4.72)	-0.461*** (-4.74)	-0.457*** (-4.71)
ΣYR / ΣIND		Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.151	0.144	0.151
n		12,301	12,301	12,301

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) Δ Tobin's Q_{t+1} : t기 대비 t+1기 3월말 증가 기준 토빈의 Q값의 변화율; 그 외 <표 2>의 변수의 정의와 같다.

유의한 양(+)의 값이 관찰되었다. 가설 2-1의 관심 변수 $DIV \times RETIRE$ 의 회귀계수도 0.246($t=3.03$)으로 1% 수준에서 유의하였다. 가설 2-2도 세 가지 재무적 특성의 모든 $UPPER=1$ 집단에서 $DIV \times RETIRE$ 변수의 회귀계수가 양(+)의 값으로 유의하였다 ($CFO=0.217/t=1.95$, $ROA=0.268/t=2.45$, $SIZE=0.165/t=2.19$). 기존 분석에서 사용한 종속변수인 Tobin's Q는 시장가치와 회계정보 결합된 지표로서, 기업의 장기적 성과를 반영하는 특성을 가진다. 해당 지표를 활용한 분석에서는 배당이 기업가치 상승과 유의한 양(+)의 관계를 보였으며, 특히 재무적 특성이 우수한 기업에서 배당과의 상호작용 효과가 더욱 강화되는 것으로 나타났다. 반면, 주가수익률을 기반으로 시장의 기대와 가격 재평가 효과를 보다 직접적으로 반영하는 BHAR과 Tobin's Q 변화량(Δ Tobin's Q)을 종속변수로 활용한 경우, 자사주 소각이 유의한 양(+)의 계수를 보이는 것으로 나타났다. 이는 자사주 소각이 유통주식수 감소에 따른 가격 재평가를 통해 주주 수익 및 기업가치 변화에 보다 직접적으로 반영되는 결과로 보인다. 즉, 배당은 기업의 장기적 성과와 보다 밀접하게 연관된 정책인 반면에 자사주 소각은 일회성 정책임에도 불구하고 단기적으로 기업가치 및 주가에 보다 직접적인 영향을 미치는 것으로 해석된다.

4.8 배당과 자사주 소각의 규모를 활용한 추가분석

본 분석에서는 자사주 소각 여부와 배당 여부를 더미변수로 정의하여 사용하였다. 이러한 방식은 소각 또는 배당의 규모를 반영하지 못하므로 이에 소각 및 배당의 규모를 반영한 연속형 변수를 활용하여 추가분석을 수행하였다. 구체적으로 자사주 소각은 소각주식수를 발행주식수로 나눈 비율을 사용하

였으며, 배당은 현금배당을 자본금으로 나눈 배당률을 사용하였다. 가설1의 배당과 자사주 소각의 여부인 더미변수로 설정한 본 분석에서는 $DIV \times UPPER$ 변수 CFO의 상위 집단의 상호작용 변수는 10%, SIZE의 상위 집단의 상호작용변수는 1%의 유의한 양(+)의 결과를 확인하였으나, <표 11-1>과 같이 배당률과 주식소각수의 연속변수로 분석한 결과에서는 CFO, ROA, SIZE 모든 상위집단 상호작용 변수에서 1%수준의 유의한 양(+)의 값을 확인하였다. <표 11-2>의 가설2-1과 <표 11-3>의 가설2-2도 배당과 자사주 소각의 유무로 측정된 결과와 규모로 측정된 결과가 일관됨을 확인하였다. 특히, 가설1의 CFO, SIZE열의 DIV 회귀계수가 유의한 음(-)의 계수에서 유의한 양(+)의 계수로 부호가 반전되었고, 가설2-1을 비롯하여 가설2-2의 SIZE열의 $UPPER=0$, $UPPER=1$ 인 집단 모두에서 DIV 변수에서 1% 수준에서 양(+)의 값으로 유의하였다. 이는 배당을 더미변수로 측정된 경우, 배당을 실시하는 기업과 그렇지 않은 기업 간의 구조적 차이가 반영되어 음(-)의 계수가 나타난 것으로 해석할 수 있으나 배당의 규모를 활용한 경우에 동일한 배당기업 내에서 배당 수준의 차이가 반영됨에 따라 배당 강도가 높을수록 기업가치가 증가하여 양(+)의 관계가 나타난 것으로 예측한다.

4.9 자사주 소각 공시 정보 선반영 통제 추가분석

본 연구의 가설 검증 결과에서는 자사주 소각과 관련한 단독 효과가 유의하지 않게 나타났다. 이러한 원인으로는 자사주 소각 공시 시점과 실제 자사주 소각 시점 간의 시차에 따라 자사주 소각과 관련된 정보가 공시 시점에 선반영됨에 따른 결과일 수 있다. 이에 본 연구는 소각의 단독 효과가 유의하지

〈표 11-1〉 배당률과 소각 주식수를 활용한 가설1 재검증

변수명	구분	종속변수 = TQ_{t+1}		
		UPPER : 재무적 특성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0		
		CFO	ROA	SIZE
Intercept		7.713*** (27.08)	7.600*** (26.45)	7.480*** (22.53)
UPPER _t		0.059** (2.04)	0.062** (2.13)	-0.104*** (-3.59)
DIV _t		0.090* (1.90)	-0.008 (-0.13)	0.106** (2.02)
RETIRE _t		-7.714 (-1.03)	-8.962 (-1.19)	-9.096 (-0.98)
DIV _t ×UPPER _t		0.241*** (4.72)	0.310*** (4.58)	0.214*** (3.77)
RETIRE _t ×UPPER _t		11.905 (1.16)	14.449 (1.41)	11.841 (1.07)
통제변수		Yes	Yes	Yes
ΣYR / ΣIND		Yes	Yes	Yes
Adj.R ²		0.290	0.290	0.289
n		12,808	12,808	12,808

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) DIV_t, RETIRE_t 변수는 다음과 같이 재정의하였으며, 그 외 〈표 2〉의 변수의 정의와 같다: DIV_t : t년도 배당률(현금배당/자본금); RETIRE_t : t년도 소각주식수 / 발행주식수

〈표 11-2〉 배당률과 소각 주식수를 활용한 가설2-1 재검증

변수명	종속변수 = TQ_{t+1}
Intercept	7.853*** (27.62)
DIV _t	0.273*** (10.81)
RETIRE _t	-7.647 (-1.32)
DIV _t × RETIRE _t	22.605** (2.42)
통제변수	Yes
ΣYR / ΣIND	Yes
Adj.R ²	0.289
n	12,808

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) DIV_t, RETIRE_t 변수는 다음과 같이 재정의하였으며, 그 외 〈표 2〉의 변수의 정의와 같다: DIV_t : t년도 배당률(현금배당/자본금); RETIRE_t : t년도 소각주식수 / 발행주식수

않게 나타난 원인이 자사주 소각 공시 정보가 선반영된 영향에 따른 것인지를 검증하기 위해 추가 분석을 수행하였다. 우선, 자사주 매입 여부가 소각과

결합되어 기업가치에 영향을 미칠 가능성을 고려하여 당해 자사주 매입을 실시한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0으로 정의한 더미변수를 통제변수로 추가하였

〈표 11-3〉 배당률과 소각 주식수를 활용한 가설2-2 재검증

변수명 \ 구분	종속변수 = TQ_{t+1}					
	UPPER : 재무적 특성이 중위수보다 높으면 1, 그렇지 않으면 0					
	CFO		ROA		SIZE	
	UPPER=0	UPPER=1	UPPER=0	UPPER=1	UPPER=0	UPPER=1
Intercept	6.791*** (16.06)	6.902*** (14.9)	7.398*** (17.76)	5.788*** (12.74)	19.500*** (24.28)	3.991*** (11.40)
DIV_t	0.103* (1.92)	0.227*** (8.26)	-0.001 (-0.01)	0.191*** (7.30)	0.197*** (3.12)	0.213*** (9.11)
$RETIRE_t$	-10.903 (-1.30)	-10.308 (-1.34)	-10.936 (-1.32)	-9.938 (-1.27)	-11.844 (-1.01)	-5.237 (-0.93)
$DIV_t \times RETIRE_t$	14.866 (0.67)	22.617** (2.27)	17.58 (0.73)	19.296* (1.93)	24.652 (0.49)	17.189** (2.23)
통제변수	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
$\Sigma YR / \Sigma IND$	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²	0.346	0.267	0.350	0.255	0.287	0.273
n	6,404	6,404	6,404	6,404	6,404	6,404

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) DIV_t , $RETIRE_t$ 변수는 다음과 같이 재정의하였으며, 그 외 〈표 2〉의 변수의 정의와 같다: DIV_t : t년도 배당률(현금배당/자본금); $RETIRE_t$: t년도 소각주식수 / 발행주식수

다. 또한 소각 공시를 통해 소각 관련 정보가 시장에 사전 반영되었을 가능성을 통제하기 위해 해당 기간 동안의 시장 반응을 측정하는 변수를 추가적으로 구성하였다. MacKinlay(1997)은 공시가 장 마감 이후 이루어질 경우 시장 반응이 익일에 반영될 수 있음을 지적하며 최소한 공시 익일(+1)까지 사건기간에 포함하고, 공시 이전 정보 누출 가능성을 검토하기 위해 사전 기간을 충분히 반영할 것을 제안하였다. 이에 본 분석은 소각공시일을 기준으로 사건기간(event window)을 공시일 전후기간 (-5, 1)으로 설정하고¹⁷⁾, 시장조정 초과수익률을 기반으로 산출한 누적초과수익률(Cumulative Abnormal Return, CAR)을 변수로 구성하여 모형에 포함하였다.¹⁸⁾ 추가 분석 결과, 정보의 선반영 효과를 통제한 이후에도 모든 가설에 대한 검증 결과는 기존 분석과 질적

으로 일관되게 유지되었다.

4.10 Piotroski(2000)의 F-Score를 활용한 추가 분석

본 연구에서는 재무적 특성을 영업활동현금흐름(CFO), 총자산이익률(ROA), 기업규모(SIZE) 세 가지 회계지표로 구성하였으나, 기업의 재무적 특성은 그 외에도 다양하게 측정될 수 있다. 이러한 한계를 보완하기 위하여 본 연구는 Piotroski(2000)가 제안한 F-Score를 활용하여 재무적 특성에 따른 추가분석을 수행하였다. Piotroski(2000)는 저PBR 기업을 대상으로 F-Score를 산출하여 우수한 기업과 열위한 기업을 구분하고, 이들 간 미래 수익률의 유의한 차이를 밝혀내었다. Piotroski(2000)가 제

17) 소각결정보고서 공시일 기준 사건기간을 (-2,1)로 설정한 검증결과도 기존 분석과 일관되었다.

18) 소각을 시행한 기업들의 소각결정보고서를 검토한 결과, 이사회 결의일 이후 소각 공시는 대부분 당일 또는 익일에 이루어지는 것으로 확인되었다.

안한 F-Score는 기업의 수익성, 레버리지 및 유동성, 운영 효율성의 세 영역에 걸친 9개의 재무지표를 합산한 점수로써 각 지표는 해당 신호가 양호한 경우 1, 그렇지 않은 경우 0으로 측정된다. 구체적으로 수익성 영역에서는 총자산이익률(ROA), 영업 현금흐름비율(CFO), 총자산이익률 변화량(Δ ROA), 발생액(ACCRUAL)의 4개 지표를 포함하며, 레버리지 및 유동성 영역에서는 레버리지 변화량(Δ LEVER), 유동비율 변화량(Δ LIQUID), 신주발행여부의 3개 지표를 포함한다. 또한 운영 효율성 영역에서는 매출총이익률 변화량(Δ MARGIN)과 자산회전을 변화량(Δ TURN)의 2개 지표를 반영한다. F-Score는 0점에서 9점 사이의 값을 가지며, 점수

가 높을수록 기업의 재무 건전성이 우수함을 의미한다. Piotroski(2000)는 Low Score집단을 0~1점, High Score집단을 8~9점으로 설정하여 두 집단 간의 차이를 분석하였으나, 본 연구에서는 표본의 분포를 고려하여 Low집단을 0~3점, Median집단을 4~6점, High집단을 7~9점으로 재분류하여 분석하였다.¹⁹⁾ <표 12-1>은 F-score의 Low(0~3점) 및 High(7~9점)의 집단별로 기업가치에 추가적으로 미치는 영향을 검증한 가설 1의 분석 결과이다. 전체 표본을 대상으로 분석한 결과, (1)열의 RETIRE $\times$ LOW_SCORE상호작용 변수는 -0.387(-1.76)로 10%수준에서 유의한 음(-)의 값을 보이는 반면, (2)열의 RETIRE $\times$ HIGH_SCORE상호

<표 12-1> F-Score 기반 재무적 특성 분류와 가설 1 재검증

변수명 \ 구분	종속변수 = TQ_{t+1}		
	F-Score 기준 Low : 0~3점, High : 7~9점		
	Full sample		High vs. Low subsamples
	(1)	(2)	(3)
Intercept	7.052*** (24.99)	6.951*** (24.71)	7.468*** (16.15)
High or Low SCORE _t	0.057 (1.62)	0.067* (1.88)	0.017 (0.30)
DIV _t	-0.23*** (-9.58)	-0.211*** (-7.94)	-0.243*** (-3.67)
RETIRE _t	0.086 (1.30)	-0.03 (-0.39)	-0.304 (-1.40)
DIV _t $\times$ HIGH_SCORE _t		0.052 (1.23)	0.069 (-1.40)
RETIRE _t $\times$ HIGH_SCORE _t		0.275** (2.03)	0.539** (2.18)
DIV _t $\times$ LOW_SCORE _t	-0.038 (-0.63)		
RETIRE _t $\times$ LOW_SCORE _t	-0.387* (-1.76)		
통제변수	Yes	Yes	Yes
$\Sigma YR / \Sigma IND$	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²	0.289	0.289	0.317
n	12,716	12,716	5,250

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함
2) 변수의 정의: <표 2> 참고

19) F-Score 산출 과정에서 일부 변수의 결측치로 인해 표본이 제한되었으며, 최종 분석에 사용된 표본은 12,716개로 구성되었다

〈표 12-2〉 F-Score 기반 재무적 특성 분류와 가설 2-2 재검증

변수명 \ 구분	종속변수 = TQ_{t+1}		
	F-Score 기준 3분위 구분 (Low : 0~3점, Median : 4~6점, High : 7~9점)		
	F-Score		
	Low	Median	High
Intercept	8.904*** (8.82)	6.727*** (18.76)	4.617*** (6.80)
DIV_t	-0.128 (-1.51)	-0.196*** (-6.57)	-0.411*** (-10.55)
$RETIRE_t$	-0.33 (-1.14)	-0.088 (-0.84)	-0.231 (-1.34)
$DIV_t \times RETIRE_t$	0.157 (0.25)	0.237 (1.48)	0.617*** (2.86)
통제변수	Yes	Yes	Yes
$\Sigma YR / \Sigma IND$	Yes	Yes	Yes
Adj.R ²	0.380	0.267	0.286
n	1,668	7,466	3,582

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 표시함

2) 변수의 정의: 〈표 2〉 참고

작용 변수는 0.275(2.03)로 5%수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타냈다. Low 및 High 집단의 표본으로만 구성된 (3)열의 분석에서는, $RETIRE_t \times HIGH_SCORE$ 상호작용 변수의 계수가 0.539(2.18)로 5% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였다. 앞선 분석과 추가분석을 종합해보면 배당과 자사주 소각 모두 재무적으로 건실한 기업에서 기업가치 제고 효과가 유의하게 나타난다는 점에서 일관된 결과를 보인다. 이는 주주환원 정책의 효과가 재무건전성이 높은 기업에서 효과적으로 작동한다는 공통된 메커니즘을 보여준다. 〈표 12-2〉는 F-Score를 기준으로 표본을 Low, Median, High의 세 집단으로 분류하여 가설 2-2를 검증한 결과이다. High열의 $DIV_t \times RETIRE_t$ 상호작용 변수 회귀계수가 0.617(2.86)으로 1%수준에서 유의한 양(+)의 값을 보였으며, 이는 가설 2-2 검증인 배당과 자사주 소각을 동시에 수행할 경우, 해당 효과는 재무종합지표가 우수한 집단에서 양(+)의 계수 값이 확인되어 본분석과 일

관됨을 확인하였다. 이는 주주환원 정책이 기업의 재무적 특성에 따라 그 효과가 차별적으로 나타나 궁극적으로 기업가치 제고로 이어질 수 있음을 시사한다.

V. 결론

본 연구는 대표적인 주주환원 정책인 자사주 소각과 현금배당이 기업의 재무적 특성에 따라 독립적으로 미치는 효과를 분석하였다. 나아가 두 정책을 동시에 시행하는 경우의 기업가치 효과를 검토함으로써 최적의 밸류업 설계에 대하여 논의하였다. 본 연구의 주요 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 영업현금흐름(CFO), 총자산이익률(ROA), 총자산(SIZE)의 중위수 기준으로 기업의 재무적 특성에 따라 집단을 구분하여 분석한 결과, 영업현금흐름과 총자산

이 중위수 이상인 집단에서 배당을 시행한 경우 밸류업 효과가 더 크게 나타났다. 반면에 자사주 소각의 경우 재무적 특성에 따른 차별적인 영향은 관찰되지 않았다. 둘째, 자사주 소각과 현금배당을 동시에 시행한 경우 미래 기업가치에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나 두 정책 간 시너지 효과가 존재함을 확인하였다. 또한 이러한 효과는 재무적 특성이 우수한 표본 및 회계투명성이 높은 표본에서만 존재하였다. 셋째, 1:3 성향점수매칭(PSM) 표본을 대상으로 추가 분석한 결과, 가설2-1을 비롯하여 모든 가설의 상위집단에서 주요 변수들이 일관되게 유지되었으며, 이는 표본의 내생성을 통제한 이후에도 주요 결과가 일관되었음을 의미한다. 넷째, 기존 종속변수의 한계를 보완하기 위하여 BHAR 및 Tobin's Q 변화량을 종속변수로 한 추가분석에서는 자사주 소각과 미래 기업가치 변화 간의 유의한 양(+)의 관계를 확인하였다, 이는 자사주 소각이 주가 및 기업가치 변화에 보다 직접적으로 반영되는 특성을 가짐을 시사한다. 반면, 배당은 Tobin's Q 수준에서 유의한 결과를 보여 상대적으로 장기적 성과와 연관된 정책으로 해석된다. 다섯째, 배당 및 자사주 소각을 터미변수가 아닌 연속 변수로 측정할 경우에도 주요 결과는 일관되게 나타났다. 마지막으로, 소각 공시 정보의 선반영 효과 통제 및 재무건전성(F-Score)을 고려한 추가 분석에서도 기존 결과와 방향성이 일관되어 본 연구의 검증 결과의 강건성을 확보하였다. 이러한 결과는 주주환원 정책의 효과가 일률적으로 나타나는 것이 아니라 기업의 재무적 특성과 정책의 유형에 따라 차별적으로 작용함을 시사한다. 특히 배당은 장기적 기업가치와, 자사주 소각은 단기적 가치 변화 및 주가 반응과 보다 밀접하게 관련된 정책으로 해석될 수 있다.

본 연구는 다음과 같은 한계점이 존재한다. 첫째,

현재 정부 주도의 밸류업 프로그램에는 자사주 소각과 현금배당 외에도 다양한 주주환원 정책들이 복합적으로 설계되어 있다. 따라서 비록 자사주 소각과 현금배당은 대표적인 주주환원 정책이지만, 다른 밸류업 프로그램의 실효성에 대한 후속 연구가 필요하다. 둘째, 밸류업 프로그램은 최근 강조되는 정책으로 자발적 공시를 비롯한 공시 데이터가 충분히 누적되지 않았다. 공시를 통한 기업 행태 및 시장 반응을 현재 수준에서의 평가에 한계가 있다. 그럼에도 불구하고, 본 연구는 최근 금융당국이 추진 중인 밸류업 프로그램의 일환으로 제시된 대표적인 주주환원 정책이 미래 기업가치에 미치는 상호작용 효과를 실증적으로 분석하였다는 점에서 의의가 있다. 특히, 기존 선행연구의 경우 밸류업 정책의 개별 효과에 집중하였으나, 본 연구는 밸류업 정책을 동시에 수행할 때 발생하는 상호작용효과까지 검토함으로써 주주환원정책을 동시에 병행하는 전략의 효용성을 제시한 점에서 실무적 시사점이 크다. 또한 본 연구의 결과처럼 기업의 특성에 따라 밸류업 정책의 효과가 달라질 수 있기 때문에 밸류업 정책의 일률적인 적용보다는 기업 여건을 고려한 유연한 설계가 필요할 것으로 보인다.

참고문헌

- 김수정, 최희정, 서정원 (2012). “한국주식시장의 배당규모와 기업가치간 비선형관계에 관한 연구,” **재무관리연구**, 제29권 2호, pp.125-164.
- (Kim, S. J., Choi, H. J., and Seo, J. W. (2012). “Firm Value In the Korean Stock Market,” *The Korean Journal of Financial Management*, 29(2), pp.125-164.)

- 김우진, 임지은 (2017). “한국기업의 자사주 처분 및 소각에 관한 실증 연구,” **한국증권학회지**, 제46권 1호, pp.35-60.
- (Kim, W. J. and Lim, J. E. (2017). “An Empirical Study on Resale and Retirement of Treasury Shares: Evidence from Korea,” *Korean Journal of Financial Studies*, 46(1), pp.35-60.)
- 김우진, 임지은 (2022). “자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향,” **한국증권학회지**, 제51권 6호, pp.787-819.
- (Kim, W. J. and Lim, J. E. (2022). “Effect of Treasury Shares on Firm Value: Evidence from Korea,” *Korean Journal of Financial Studies*, 51(6), pp.787-819.)
- 김우진, 임지은, 최영수 (2020). “자사주 포함 관행이 시가총액 및 주당지표에 미치는 영향,” **한국증권학회지**, 제49권 2호, pp.249-284.
- (Kim, W. J., Lim, J. E., and Choi, Y. S. (2020). “Effect of Including Treasury Shares in Market Capitalization, EPS, and PER: Evidence from Korea,” *Korean Journal of Financial Studies*, 49(2), pp.249-284.)
- 김정옥, 신유진 (2015). “토빈의 Q로 측정한 사회적 책임 활동의 장기효과 및 사회이사제도의 역할” **회계저널**, 제24권 6호, pp.277-311.
- (Kim, J. O., and Shin, Y. J. (2015). “The long-term effect of CSR and role of board of directors” *Korean Accounting Journal*, 24(6), pp.277-311.)
- 박경서, 이은정, 이인무 (2003). “국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구,” **재무연구**, 제16권 2호, pp.95-229.
- (Park, K. S., Lee, E. J., and Lee, I. M. (2003). “Determinants of Dividend Policy of Korean Firms,” *Asian Review of Financial Research*, 16(2), pp.95-229.)
- 박진혁, 이장우, 최재원 (2025). “자사주를 통한 주주환원 정책이 기업과 주주 간 정보 비대칭에 미치는 영향에 대한 연구,” **한국증권학회지**, 제54권 1호, pp.1-39.
- (Park, J. H., Lee, J. W., and Choi, J. W. (2025). “The Impact of Shareholder Return Policies through Treasury Stocks on Information Asymmetry,” *Korean Journal of Financial Studies*, 54(1), pp.1-39.)
- 설원식, 김수정 (2005). “자기주식 취득 및 처분 공시가 주주의 부에 미치는 영향: 취득 및 처분 목적을 중심으로,” **재무관리연구**, 제22권 1호, pp.37-69.
- (Seol, W. S. and Kim, S. J. (2005). “The Announcement Effects of Stock Repurchase and Stock Dispositions on Shareholder Wealth,” *The Korean Journal of Financial Management*, 22(1), pp.37-69.)
- 송동섭 (2016). “잉여현금흐름과 배당성향이 기업가치에 미치는 영향,” **상업교육연구**, 제30권 6호, pp.199-217.
- (Song, D. S. (2016). “A Study on the Influence of Free Cash Flow and Pay-out Ratio on Firm Value,” *Korean Journal of Business & Management*, 30(6), pp.199-217.)
- 신아형, “자사주 소각-배당금 확대... 국내시장에 뒤늦게 ‘주주환원 바람,’ 동아일보, <https://www.donga.com/news/article/all/20230207/117781587/1>, 2024년 10월 접속.
- (Shin, A. H., “Share Cancellations and Higher Dividends Spur a Late Shareholder Return Wave in Korea,” *Dong-A Ilbo*, <https://www.donga.com/news/article/all/20230207/117781587/1>, retrieved October 2024.)
- 양철원, 왕수봉, 최재원 (2025). “무엇이 과연 코리아디스카운트와 PBR 을 설명하는가? 성장동력, 주주환원, 기업지배 가설의 비교,” **한국증권학회지**, 제54권 5호, pp.371-394.
- (Yang, C. W., Wang, S. B., and Choi, J. W. (2025). “What Really Explains the Korea Discount

- and PBR? A Comparison of the Shareholder Return, Governance, and Growth Potential Hypotheses?," *Korean Journal of Financial Studies*, 54(5), 371-394.)
- 이시은, "與, 자사주 의무소각법안 첫 발의," 한국경제, <https://www.hankyung.com/article/2025070857621>, 2025년 8월 접속.
- (Lee, S. E., "Ruling Party Introduces First Bill Mandating Treasury Share Cancellation," *Korea Economic Daily*, <https://www.hankyung.com/article/2025070857621>, retrieved August 2025.)
- 이용대, 김유상, 김병집 (2024). "기업의 지배구조와 배당이 기업가치에 미치는 영향," **한국콘텐츠학회지**, 제24권 8호, pp.218-227.
- (Lee, Y. D., Kim, Y. S., and Kim, B. J. (2024). "The Impact of Corporate Governance and Dividends on Corporate Value," *The Korea Contents Association*, 24(8), pp.218-227.)
- 임민철, "김병환 금융위원장 "회계투명성 높이는 게 밸류업 지름길... 기업들 투자 늘려 달라"," 아주경제, <https://www.ajunews.com/view/20241031094435292>, 2025년 2월 접속.
- (Lim, M. C., "Financial Services Commission Chairman Kim Byung-hwan: Enhancing Accounting Transparency Is the Fastest Way to Achieve Value-Up... Companies Should Increase Investment," *Aju Economy*, <https://www.ajunews.com/view/20241031094435292>, retrieved February 2025.)
- 정성창, 김영환 (2007). "이익소각 목적의 자기주식 취득과 기업의 가치," **한국증권학회지**, 제36권 1호, pp.33-75.
- (Jung, S. C. and Kim, Y. H. (2007). "Open Market Stock Repurchases for Retirement Purposes and the Value of Firms," *Korean Journal of Financial Studies*, 36(1), pp.33-75.)
- 정진호, 정중범 (2006). "배당이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구: 2SLS 방식을 이용하여," **경영연구**, 제21권 4호, pp.151-173.
- (Jung, J. H. and Jung, J. B. (2006). "The Effect of Dividend Policy on the Value of the Firm," *Journal of Business Research*, 21(4), pp.151-173.)
- 정준우, "HD한국조선해양, 전 조선 계열사 흑자 달성...밸류업 동력 '강화'," 뉴스토마토, <https://www.newstomato.com/ReadNews.aspx?no=1244310>, 2025년 2월 접속.
- (Jung, J. W., "HD Korea Shipbuilding & Offshore Engineering Attains Full-Affiliate Profitability in Shipbuilding Sector, Reinforcing Value-Up Momentum," *News Tomato*, <https://www.newstomato.com/ReadNews.aspx?no=1244310>, retrieved February 2025.)
- 정찬식 (2015). "지배주주 지분을 및 지배주주 부와 기업성과 간 민감도가 기업의 위험 및 토빈-Q에 미치는 영향에 관한 연구," **경영학연구**, 제44권 1호, pp.81-102.
- (Jung, C. S. (2015). "A Study on the Effects of Controlling Shareholders' Ownership and the Sensitivity between Controlling Shareholders' Wealth and Firms' Performance on the Risk and Tobin's Q of Firms," *Korean Management Review*, 44(1), pp.81-102.)
- 차상권 (2024). "배당, 현금흐름 및 기업가치의 관계," **경영학연구**, 제53권 2호, pp.493-515.
- (Cha, S. K. (2024). "Dividends, Cash Holdings and Firm Value," *Korean Management Review*, 53(2), pp.493-515.)
- 최희정, 류두원 (2019). "배당과 기업가치: 2008년 글로벌 금융위기를 중심으로," **경영학연구**, 제48권 5호, pp.1253-1276.
- (Choi, H. J. and Ryu, D. W. (2019). "The Effect of the 2008 Global Crisis on Dividend Policy

- and Firm Value,” *Korean Management Review*, 48(5), pp.1253-1276.)
- Baumol, W. J. (1959), *Business Behavior, Value and Growth*, MacMillan, New York, NY.
- Berle, A., and Means, G. (1932), *The Modern Corporation and Private Property*, MacMillan, New York, NY.
- Bhattacharya, S. (1979), “Imperfect Information, Dividend Policy, and ‘The Bird in the Hand’ Fallacy,” *The Bell Journal of Economics*, 10(1), pp.259-270.
- Chung, K. H., and Pruitt, S. W. (1994), “A Simple Approximation of Tobin’s q ,” *Financial Management*, 23(3), pp.70-74.
- Dann, Y. (1981), “Common Stock Repurchases: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders,” *Journal of Financial Economics*, 9(2), pp.113-138.
- Dechow, P., Sloan, R., and Sweeney, A. (1995), “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, 70(2), pp.193-225.
- Dittmar, K. (2000), “Why Do Firms Repurchase Stock,” *Journal of Business*, 73(3), pp.331-355.
- Dobre, F., Brad, L., and Ciobanu, R. (2015), “The Value of Discretionary Accruals Computed Using Both National and International Standards,” *Accounting and Management Information Systems*, 14(1), pp.53-169.
- Easterbrook, F. (1984), “Two Agency-Cost Explanations of Dividends,” *American Economic Review*, 74(4), pp.650-659.
- Eldridge, W. (2004), “Accounting Method Choice and Motives for Share Repurchases,” SSRN Working Paper, No. 591223.
- Grullon, G., and Michaely, R. (2002), “Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis,” *Journal of Finance*, 57(4), pp.1649-1684.
- Jensen, M. C. (1986), “Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *American Economic Review*, 76(2), pp.323-329.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 3(4), pp.305-360.
- Kim, W., Lim, Y., and Sung, T. (2007), “Group Control Motive as a Determinant of Ownership Structure in Business Conglomerates: Evidence from Korea’s Chaebols,” *Pacific-Basin Finance Journal*, 15(3), pp.213-252.
- Kothari, S. P., Leone, A. J., and Wasley, C. E. (2005), “Performance-Matched Discretionary Accrual Measures,” *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), pp.163-197.
- MacKinlay, A. C. (1997), “Event studies in economics and finance,” *Journal of economic literature*, 35(1), pp.13-39.
- Miller, M. H., and Modigliani, F. (1961), “Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares,” *Journal of Business*, 34(4), pp.411-433.
- Miller, M. H., and Rock, K. (1985), “Dividend Policy under Asymmetric Information,” *Journal of Finance*, 40(4), pp.1031-1051.
- Penman, S. H., and Sougiannis, T. (1997), “The Dividend Displacement Property and the Substitution of Anticipated Earnings for Dividends in Equity Valuation,” *The Accounting Review*, 72(1), pp.1-21.
- Piotroski, J. D. (2000), “Value investing: The use of historical financial statement information to separate winners from losers,” *Journal of accounting research*, pp.1-41.
- Vermaelen, T. (1981), “Common Stock Repurchases

and Market Signalling: An Empirical Study,”
Journal of Financial Economics, 9(2), pp.139
-183.

Wang, G. Y. (2010), “The Impacts of Free Cash Flows

and Agency Costs on Firm Performance,”
Journal of Service Science & Management,
3, pp.408-418.

-
- 저자 김효은은 전남대학교 회계학과 박사과정생이다. 주요 관심분야는 밸류업 및 주주가치 등이다.
 - 저자 전성일은 현재 전남대학교 경영학부 회계학 전공 교수로 재직 중이다. 경희대학교에서 회계전공으로 석사 및 박사학위를 취득하였다. 주요 연구분야는 무형자산(intangible), 불확실성과 공급망 기업, Text Mining이다.