

기업의 비재무적 성과와 주주환원의 관계에 대한 연구

김종희
전북대학교 경제학부 부교수

A Study on the Relationship between the Strengthen Non Financial Performance and Shareholder Return

Jong-Hee Kim^a

^aEconomics College of Commerce, Jeonbuk National University, South Korea

Received 17 August 2022, Revised 17 August 2022, Accepted 28 September 2022

Abstract

Purpose - The purpose of this study was to examine the relationship between firm's non financial performance and its shareholder return by analyzing PCA while focusing on the classifying all the variables into three categories such as financial, characteristics, and non financial factors of the firms.

Design/methodology/approach - By exploring the pattern of self tender from the 801 firms in KOSPI while focusing on the objective of stock disposal, this paper analyzes the change of shareholder return of the firm.

Findings - First, the higher major ownership, the lower self tender gets, whereby the higher ownership by foreigners, the ratio of self tender is higher. Secondly, cash dividend has not significant impact on the disposal of self stock, and the high ratio of ownership by foreigners leads to the high probability of retirement rather than the general disposal. In contrast, the major ownership has a negative impact on the general disposal as well as retirement. Thirdly, the score of non financial factors such as Environment(E), Social responsibility(S), and Governance(G) shows the high value in case of the firms with self tender. More specifically, the firms with retirement has the highest value of ESG while it has the lowest value in case of the firms with general disposal.

Research implications or Originality - The retirement which means the active shareholder return is strongly affected by the non financial factors. Specifically, the probability of retirement increases in case of the firms with retirement, and even such a tendency is found to the case of the firms with general disposal.

Keywords: Non Financial Performance, Shareholder Return, Retirement

JEL Classifications: G30, G34, G39

I. 서론

2000년대에 들어서면서 주요 선진국의 주식시장을 중심으로 등장한 기업의 사회적 책임(Corporate Social Responsibility, CSR)이라는 새로운 투자의 패러다임이 등장하게 되었다. 이에 따라 과거에 재무적인 요인만을 고려한 투자에서 벗어나 환경 및 사회적 영향 등을 고려한 비재무적인 요인을 고려한 투자로서 기업의 사회책임투자(Socially Responsibility Investment, SRI)가 중요한 이슈로 대두되었다. 그리고

^a First Author, E-mail: jonghk5@jbnu.ac.kr

© 2022 The Institute of Management and Economy Research, All rights reserved.

이와 같은 SRI의 성과, 즉 기업의 비재무적인 성과로서 ESG가 핵심지표로 거론되고 있다.

ESG는 기업가치에 있어서 비재무적 요소인 환경전략, 조직, 이해관계자 등을 나타내는 E(Environment), 근로자 협력사 및 경쟁사와의 관계를 나타내는 S(Social), 주주권리보호 및 감사기구와 공시체계를 나타내는 G(Governance)를 의미하는 것으로서 ESG의 성과가 높은 기업은 사회적 책임이나 구조적인 문제로부터 발생하는 사회적인 갈등을 사전에 예방할 수 있기 때문에 영업위험을 낮출 수 있는 것으로 알려져 있다. 그리고 최근에 이와 같은 기업의 비재무적인 성과, 즉 ESG는 주주의 가치를 제고하는 기업의 주주환원정책에 강한 영향을 미치고 있다.

주주환원정책은 기업이 배당이나 자사주의 매입을 통하여 얻은 이익을 주주들에게 돌려주는 것을 의미한다. 기업의 배당이 증가하면 주주에게 돌아가는 이익이 많아지게 되며, 자사주의 매입과 소각을 통하여 주식시장에서 해당 주식의 수가 줄어들게 되므로 주당 가치가 상승, 주주의 가치가 제고되게 된다.

최근 들어, 기업의 비재무적 성과인 ESG가 주주환원에 유의미한 영향을 미치게 된 것은 ESG의 핵심 가치 중의 하나가 주주의 권리보호가 내재된 '지배구조'이며, 기업들은 배당을 통하여 ESG를 구현, 자본시장에서 해당 기업의 평판을 높이기 위한 것에서 비롯된다. 특히 과거에는 비재무적인 성과로서 기업의 지배구조인 G가 중요시되었던 것과는 달리, 이제는 환경과 사회적 책임 등의 다양한 분야에서 비재무적인 성과가 시장에 중요한 신호로서 작용하는 상황이다. 이에 따라 각 기업들은 적극적인 배당을 통하여 실질적인 주주환원을 높임으로써 자신의 비재무적인 성과를 높이고자 하는 것이다.

그러나 주주환원정책에 대한 각 기업들의 이와 같은 긍정적인 반응에도 불구하고, 주주환원정책의 또 하나의 축인 자사주의 매입, 더 정확하게는 자사주의 소각에 대해서는 일부 기업을 제외하고는 큰 움직임이 없는 상황이다. 금융감독원의 전자공시시스템에 의하면, 상장사의 주식소각 결정공시의 건수는 2021년 14건에서 2022년 6월 현재 24건으로 증가하였지만, 기업의 배당, 특히 현금배당의 건수에 비하면 대단히 낮은 수치이다. 지난 20년 동안 한국의 주식시장은 전체 시가총액은 크게 증가한 반면, 주가의 상승을 나타내는 KOSPI 지수는 그 절반수준으로 상승한 것도 자사주 매입 후 소각의 실적이 크게 낮기 때문이다. 기업의 비재무적인 성과와 주주환원 간의 관계에 대한 기존의 연구들도 대부분 배당과의 관계에 집중되어 있으며, 이익의 소각과 주주환원 간의 관계에 대한 기존의 연구는 매우 드물다.

본 연구는 이러한 상황에 주목하고 있다. 주주환원정책의 또 다른 축임에도 불구하고, 미국 등의 주요 선진국의 주식시장에 비하여 자사주의 소각율이 현저하게 낮은 한국의 주식시장의 현실에서, 배당이 아닌 자사주를 매입하는 기업의 특성, 그리고 이를 더 세분화하여 자사주를 소각하는 기업의 특성을 파악하여 그 결정요인을 연구할 필요성이 강하게 제기되는 것이다.

II. 기존문헌 검토

자사주의 매입(self tender)은 현금배당과 더불어 대표적인 주주환원정책이다. 그러나 현금배당을 순이익으로 나눈 지표인 기업의 배당성향에 대한 연구는 활발하게 진행되어 온 반면, 또 하나의 주주환원정책인 자사주 매입에 대한 연구는 상대적으로 부진하다. 이에 대해서는 다양한 원인이 있지만, 무엇보다 매입으로 인한 주주환원의 효과, 즉 주주의 부의 가치의 제고가 용이하게 발견되지 않기 때문이다. 특히 한국의 주식시장을 대상으로 한 연구에서는 더 그렇다. 앞서도 언급하였듯이, 한국의 기업들은 자사주의 매입이 대부분 소각으로 이어지지 않기 때문에 그 효과를 검증하기가 어렵다.

그럼에도 불구하고 기업의 자사주의 매입은 현금배당과 더불어 주주의 부의 가치를 제고할 수 있는 분명한 주주환원의 정책의 수단이다. Jagannathan et al.(2000)에 의하면, 배당의 경우 지속적으로 지급되지 않는 경우 시장에 부정적인 영향을 미치지만 자사주의 매입은 그렇지 않기 때문에 경영자는 일시적인 주주환원수단으로서는 자사주 매입을, 그리고 영구적인 주주환원수단으로서는 배당을 이용한다. 국내의 연구에서는 정무권(2005)이 투자등급의 기업은 자사주 매입의 공시에 따라 주주의 부가 증가할 수 있음을 보고 하였다.

그러나 자사주의 매입과 현금배당이 서로 간에 대체관계에 있는지에 대한 연구의 결과는 서로 엇갈리고

있다. Gullon and Michaely(2002)은 현금배당과 자기주식의 취득 간에는 대체관계가 존재한다고 주장하였다. 국내의 연구에서는 신민식 외(2007)가 배당이 감소하면 자기주식의 취득이 증가하는 대체효과가 있음을 보고하였다. 그러나 Allen et al.(2000)은 두 가지의 주주에 대한 환원수단이 대체관계가 아님을 보고하고 있다. 즉 배당은 기업이 경영성과가 양호하다는 신호를 시장에 보내는 것이기 때문에 기업은 자사주 매입보다 현금배당을 선호한다는 것이다. Fenn and Liang(2001), Jong et al.(2003) 역시 두 환원수단은 대체관계가 아님을 보고하였으며, Allen et al.(2000)과는 반대로 기업은 현금배당보다는 경영자가 스톡옵션을 보유한 경우 주가의 상승을 위하여 자사주 매입을 선호함을 밝혔다.

이와 같이 자사주의 매입은 현금배당과 더불어 주주환원의 대표적인 수단이지만, 두 정책 간의 대체관계는 분명하지 않으며, 자사주 매입의 주주의 부의 가치 제고의 역할도 뚜렷하게 검증하기 어렵다. 그러나 이와 같은 사실에도, 기업들의 자사주의 매입은 다양한 목적에 따라 활발하게 진행되어 오고 있다. Dittmar(2000)는 자사주를 매입하는 기업은 주가의 안정, 주주가치의 제고, 임직원에게 대한 보상, 자금 및 유동성의 확보, 그리고 경영권의 유지 및 보호 등의 다양한 목적에 따라 자사주를 취득 및 처분하게 된다고 주장한다. Hribar et al.(2006)는 기업은 공시해야 할 이익을 하향조정하거나 애널리스트의 예측치보다 초과된 실적의 보고를 위하여 자사주를 매입하기도 한다고 보고하였다. 또한 Oded(2005)에 의하면, 경영자는 기업가치에 대한 저평가의 신호를 외부의 투자자들에게 전달하기 위한 수단으로서 자사주를 매입하며, Fried(2001)는 경영자가 사적이익을 취하기 위하여 자사주 매입을 통하여 저평가 신호를 시장에 전달하게 된다.

이 같은 다양한 목적에 따른 기업의 자사주의 매입과 더불어, 최근에 들어서는 기업의 사회적 책임의 일환으로서 적극적인 주주환원이 강조되고 있다. 이에 따라, 해당 기업의 자사주의 매입의 목적도 최근에는 기업의 지배구조 등의 사회적 책임에서 비롯된 것임을 검증하는 연구들이 등장하고 있다. Cornell and Shapiro(1987)에 의하면, 기업의 사회적 책임활동과 배당 간에는 유의미한 (+)의 관계가 있다. Rakotomavo(2012)는 미국 기업을 대상으로 기업의 사회적 책임 투자지출과 배당지급액 간의 관계를 분석한 결과, 두 변수 간에는 유의미한 (+)의 관계가 있음을 밝혔다. 따라서 경영자가 두 가지의 재무전략을 동시에 수행함으로써 기업가치의 제고효과를 극대화 할 수 있다고 주장하였다. Benlemlih(2014)은 대리인이론, 이해관계이론, 그리고 생명주기사설을 바탕으로 기업의 사회적 책임활동에 대한 투자가 배당과 유의미한 (+)의 관계를 가짐을 밝혔다. 국내의 연구에서는 김창수(2009)가 자금조달여력이 충분한 기업에서 적극적인 사회적 책임활동의 수행이 가능하다고 주장하였다.

이와 같이 최근에 기업의 사회적 책임투자, 즉 ESG에 대한 관심이 높아지면서, 보다 높은 수준의 주주환원의 요구와 관련, 이에 대한 연구도 활발하게 진행되어 오고 있다. 그러나 사회적 책임투자와 주주환원 수단 간의 관계에 대한 연구는 배당에 집중되어 있다. 사회적 책임투자와 자사주 매입 간의 관계에 대한 연구는 대단히 제한적인 것이다. 또한 ESG와 주주환원과의 관계에 대한 연구에서도 기업의 지배구조 항목, 즉 G(Governance)에 집중되어 있는 것도 사실이다.

이에 따라 배당에 비하여 상대적으로 기존의 연구가 제한적인 자사주 매입에 대한 연구에서 더 나아가, 자사주의 처분에서부터 이익의 소각까지의 단계에 대한 기업의 특성을 본격적으로 연구할 필요성이 있다. 또한 ESG 중 지배구조에 치우쳐 있던 기존의 연구로부터 기업의 환경에 대한 공헌과 근로자, 소비자 및 경쟁자, 그리고 지역사회에 대한 공헌까지 고려하는 환경(E)과 사회(S)적 측면을 모두 포함하여 자사주 매입과 주주환원 간의 관계를 본격적으로 연구할 필요성이 제기된다.

이를 위하여, 본 연구에서는 광범위한 기간에 대하여 KOSPI에 상장된 모든 기업들을 대상으로 현금배당이 아닌 자사주를 매입한 기업들의 특성과, 이를 일반목적으로 처분한 것이 아닌 이익소각으로 처분한 기업들에 대한 요인분석을 수행, 해당 기업의 재무적인 특성과 비재무적인 특성, 그리고 기업 고유의 특성 중에서 어떠한 특성과 그 세부요인이 이익의 소각으로 이어지는 결정요인으로 작용할 수 있는지를 분석한다. 이를 통하여 상대적으로 배당에 치우쳐있는 주주환원정책으로부터, 해당 기업이 더 높은 비재무적인 성과를 통하여 이익의 소각, 즉 보다 적극적인 주주환원정책을 수행할 수 있게 되는지에 대한 판단이 가능해진다.

이 점이 본 연구의 목적이며, 기존의 연구들과의 차별성이다.

III. 연구방법론

본 연구의 가설은 다음과 같다.

첫째, 각 기업별 특성에 따라 주주환원에 대한 결정요인은 다르게 나타날 가능성이 크다. 자사주를 매입한 기업과 매입하지 않은 기업 간의 주주환원에 대한 특성이 다를 것이며, 자사주를 매입한 기업들 중에서도 이를 처분한 기업과 처분하지 않은 기업들 간에서 주주환원에 대한 결정요인이 유의미한 차이를 발생시킬 가능성이 높기 때문이다.

둘째, 자사주 매입과 주주환원 관계에 있어서 가장 중요한 요소인 기업의 자사주 처분과 관련해서도 그 처분 목적에 따라 주주환원을 결정하는 요인들은 다르게 나타날 가능성이 크다. 기업은 다양한 목적에 따라 자사주를 매입하고 처분을 하게 되며, 이와 같은 다양한 목적 중 주주의 부의 가치를 제고하는 것은 이익의 소각뿐이기 때문이다.

셋째, 기업의 재무요인과 비재무적인 요인, 그리고 해당 기업의 고유의 요인 등의 요인별 특징이 해당 기업의 주주환원의 결정요인에 미치는 영향은 다르게 나타날 가능성이 크다. 특히 한국의 주식시장에서 배당과는 달리, 자사주의 매입이 주주의 부의 가치를 제고하기 위해서는 이에 대한 처분과 더 나아가 이익의 소각까지 이루어져야 하는 바, 이러한 과정까지에 영향을 미치게 되는 요소는 재무와 비재무, 그리고 고유의 요인별로 다르게 나타날 가능성이 높기 때문이다.

1. 가설검정

이상과 같은 가설들을 검증하기 위해서는 먼저, 주주환원 정책을 나타내는 자사주 매입 기업에 대한 특징을 분석할 필요가 있다. 본 연구에서는 다음과 같은 프로빗 모형을 이용, 자사주 매입 기업의 특징을 분석한다.

$$Y\left(=\frac{P(SF_{it},\beta_i)}{1-P(SF_{it},\beta_i)}\right)=\alpha_1 X_{i,t}+A_i+B_i+\epsilon_{i,t} \quad (1)$$

여기에서 $SF_{i,t}$ 는 자사주를 매입한(self tender, SF) i 기업의 여러 설명변수의 집합이며, β_i 는 이 기업의 모수들의 벡터를 의미한다. 따라서 $\frac{P(SF_{i,t},\beta_i)}{1-P(SF_{i,t},\beta_i)}$ 는 odds비율로서 자사주를 매입하지 않은 기업 대비 자사주를 매입한 기업의 상대적인 특성을 의미하게 된다. A_i 와 B_i 는 각각 패널고정효과모형(fixed effect)에서의 기업터미와 시간터미를 의미하며, $X_{i,t}$ 는 분석에서 공통적으로 사용되는 통제변수들로서, 해당 기업의 재무적 요인으로서 영업활동으로 인한 현금흐름과 수익성, 현금배당, 체계적 위험 등이 사용되며, 기업 고유의 요인으로서는 기업규모, 지분율, 기업의 역사, 즉 연혁 등이 사용된다.

먼저, 현금흐름(cash flow)비율은 기업의 여유현금흐름과 관련이 있으며, 기업은 여유현금흐름을 소진시켜 주주들에게 배분하기 위하여 자기주식을 취득하려는 유인이 있다. 본 연구에서는 영업현금흐름을 해당 기업의 총자산으로 나눈 값을 현금흐름의 비율로 사용한다. 수익성 역시 해당 기업의 주주환원의 정도와 관계가 있으며, 당기순이익을 자기자본으로 나눈 자기자본수익률(ROE)이 사용된다. 현금배당은 자사주 매입과의 대체관계를 살펴보기 위함이며, 순이익 대비 현금배당으로 산출되는 배당성향이 사용된다. 체계적 위험 역시 해당 기업의 신규투자의 필요성과 관계가 있으므로 자사주 매입에 영향을 미치게 된다. 본 연구에서는 해당 기업의 일별 베타 자료를 사용하였다.

기업고유의 요인으로서, 기업규모(총자산에 자연대수를 취한 값)는 정보의 비대칭성과 관련이 있으며 자사주 매입의 규모에 영향을 미칠 수 있다. 지분율로서는 대주주의 지분율과 외국인의 지분율이 사용된다. 해당 기업이 자기주식의 매입을 경영권에 대한 방어수단으로 활용한다면 주주환원의 의미는 퇴색할 수 있으며, 외국인의 지분율 역시 대리인의 문제와 관련이 있기 때문이다. 마지막으로 기업의 역사는 해당 기업이 어느 정도의 성숙단계에 있느냐와 관련이 있으며, 이는 성장기회와 투자지출과 관련이 있으므로

자사주 매입 기업의 결정요인에 대한 통제변수로 사용될 수 있다.

이상과 같이 자사주 매입 기업에 대한 특성을 분석하였다면, 이제 자사주를 매입한 기업이 어떠한 목적에 따라서 이를 처분하였는지에 따라 분석을 세분화 시킬 필요가 있다. 일반적으로 자사주를 매입한 기업의 처분 목적은 다음과 같이 크게 두 가지의 형태로 구분된다.

$$DP_{i,t} = GO_{i,t} + SR_{i,t} \tag{2}$$

즉 매입한 자사주의 처분(disposal, DP)은 사주조합출연, 스톡옵션행사, 임직원보상 등의 일반 목적(general objective, GO)에 의한 처분과 주주환원(shareholder return, SR)을 위한 소각 등으로 구분할 수 있다. 이에 따라, 다음과 같은 다항 프로빗(multinomial probit) 모형을 이용, 자사주를 일반 목적에 의해 처분한 기업과 소각한 기업 간의 특성을 동시에 비교분석할 수 있다.

$$Y \left(= \frac{P(GO_{i,t}, \beta_i) \leftrightarrow P(SR_{i,t}, \beta_i)}{1 - P(SF_{i,t}, \beta_i)} \right) = \beta_1 X_{i,t} + A_i + B_i + \epsilon_{i,t} \tag{3}$$

위 방정식은 자사주를 매입하지 않은 기업($1 - P(Z_{i,t}, \beta_i)$) 대비 자사주를 매입하여 일반 목적으로 처분한 기업($P(GO_{i,t}, \beta_i)$)과 소각한 기업($P(SR_{i,t}, \beta_i)$)의 특성을 동시에 비교분석함을 나타낸다. 이를 통하여 특히 본 연구가 관심을 가지고 있는 소각한 기업에 대하여 여러 가지 결정요인을 판단할 수 있게 된다.

그러나 엄밀히 살펴보면 지금까지의 분석과정만을 두고, 자사주를 소각한 기업들이 적극적인 주주환원을 수행하였다고 판단하기는 어렵다. 앞서도 언급하였듯이, 현금배당성향과 더불어 이익의 소각(profit retirement, PRT)만이 주주의 부의 가치를 제고하는 주주환원 수단이 될 수 있기 때문이다. 이에 따라 자사주의 소각도 그 목적에 따라 다음과 같이 두 가지의 형태로 구분할 수 있게 된다.

$$SR_{i,t} = GRT_{i,t} + PRT_{i,t} \tag{4}$$

즉 자사주의 소각을 유무상소각, 강제소각 등의 일반소각($GRT_{i,t}$)과 주주환원을 목적으로 하는 이익소각으로 각각 구분하는 것이다. 따라서 앞서와 마찬가지로 다음과 같은 다항 프로빗 모형을 이용하여 이익소각 기업의 특징을 발견할 수 있게 된다.

$$Y \left(= \frac{P(GRT_{i,t}, \beta_i) \leftrightarrow P(PRT_{i,t}, \beta_i)}{1 - P(SF_{i,t}, \beta_i)} \right) = \gamma_1 X_{i,t} + A_i + B_i + \epsilon_{i,t} \tag{5}$$

위 방정식은 보다 적극적인 주주환원정책을 수행하는 기업의 특성을 살펴보기 위하여 자사주를 소각한 기업을 일반소각 기업($GRT_{i,t}$)과 실제 이익소각 기업($PRT_{i,t}$)으로 각각 구분하여 서로 간의 특징을 비교분석함을 나타낸다.

이상과 같이 해당 기업의 재무적 요인과 고유의 요인에 의한 주주환원의 정도, 즉 이익소각의 결정요인을 분석하였다면, 이제 비재무적인 요인을 고려하여 이러한 요인이 적극적인 주주환원의 정책에 어느 정도 유의미한 영향을 미치는지 판단할 필요가 있다.

기업의 비재무적 요인으로서 해당 기업의 사회적 책임의 정도를 나타내는 변수를 추가로 선정하여 주주환원에 대한 영향을 분석하게 되며, 본 연구에서는 해당 기업의 사회적 책임의 정도에 대한 대응(proxy)변수로서 ESG를 이용한다.

ESG는 기업의 사회적 책임의 정도를 나타내는 계량화된 수치로서, 매년 기업별로 환경경영분야와 사회책임경영분야, 그리고 기업지배구조분야 등의 분야에 0점 ~ 100점으로 실점수가 부과되어 발표된다. 이에 따라 본 연구에서는 개별 기업의 E, S, G 점수로부터 표준화 된(normalized) 점수를 추출, 지수를 구성한다. 지수의 구성은 금융의 다양한 대내외적 요인으로부터 해당 국가의 포용력, 즉 금융포용 지수

(FII, Financial Inclusion Index)를 개발한 Sarma(2008)의 모형을 다음과 같이 응용한다.

$$d_n = \frac{A_n - m_n}{M_n - m_n} \tag{6}$$

여기에서, d_n 은 환경, 사회, 기업지배구조를 의미하는 것으로서 $n = 1, 2, 3$ 으로 구성된다. A_n 은 특정 연도에서 해당 기업의 환경, 사회, 기업지배구조 등의 각 항목의 실제 값을, M_n 과 m_n 은 각각 최대값과 최소값을 의미한다. 이에 따라 t 시점의 i 기업의 ESG 지수는 아래와 같은 방정식을 통하여 도출된다.

$$ESG_{i,t} = 1 - \frac{\sqrt{(1-d_1)^2 + (1-d_2)^2 + (1-d_3)^2}}{\sqrt{3}} \tag{7}$$

이를 통하여 0 ~ 100의 실점수를 가지고 있었던 환경, 사회, 기업지배구조의 각 항목들이 0 ~ 1의 값을 갖는 지수 형태로 도출되게 되며, 해당 기업의 비재무적 성과가 높을수록 ESG는 1에 가까운 점수를 갖는다.

따라서 해당 기업의 사회적 책임의 정도가 클수록 보다 적극적인 주주환원정책이 나타나게 된다면, 앞선 방정식 (5)의 실제 이익소각과 관련된 $\hat{\gamma}$ 의 계수값에서 강한 (+)의 유의성을 보이게 될 것이다.

이상과 같은 분석과정을 통하여 적극적인 주주환원정책을 수행하는 이익소각의 기업의 결정요인을 파악하였다면, 마지막 단계는 이익소각 기업의 특성을 분해하여 보다 강건한(robustness)한 결과를 얻는 것이다.

이를 위하여 본 연구에서는 주성분 분석(PCA; Principal Component Analysis)을 통하여 이익소각 기업에 대한 요인분석(factor analysis)을 수행한다. PCA는 주요 변수에 영향을 미치는 세부 변수들을 범주화(category)하여 각 세부변수별로 영향을 미치는 정도를 파악하는 방법으로서, 이를 앞선 방정식에 적용하면 다음과 같은 요인점수(factor score) 방정식을 구성할 수 있다.

$$F_{k,PRT} = \delta_0 + \delta_1 D_1 + \delta_2 D_2 + \delta_3 D_3 + \epsilon_{i,t} \tag{8}$$

여기에서 $F_{k,PRT}$ 는 이익소각 기업에 대한 요인점수를 나타내며, 세부항목들이 미치는 영향의 정도에 따라 F_1, F_2, F_3, \dots 등 여러 개의 요인 점수가 나타날 수 있으며, 통상적으로 요인점수가 0.5 이상인 경우를 유의미한 요인점수로 인정하게 된다.

본 연구에서는 이익소각 기업의 요인점수를 설명하는 주요 설명변수들을 세 개의 범주로 구분하여 이를 요인분해 한다. 세 개의 범주, 즉 설명그룹(dimension)은 각각 앞서 설명한 통제변수들을 해당 기업의 재무적인 요인들(D_1)과 비재무적인 요인들(D_2), 그리고 고유의 요인들(D_3)로 각각 구분하는 것이다.

이와 같은 세 가지 범주를 이용하여 자사주 매입에서 이익소각을 목적으로 하는 기업의 특성을 정확하게 판단할 수 있게 된다. 그리고 위 방정식을 통하여 검증된 세 가지 범주를 이용, 다음과 같은 이익소각기업의 결정요인의 방정식을 구성할 수 있게 된다.

$$Y \left(= \frac{P(PRT_{it}, \beta_i)}{1 - P(PRT_{it}, \beta_i)} \right) = \eta_1 D_1 + \eta_2 D_2 + \eta_3 D_3 + A_i + B_i + \epsilon_{i,t} \tag{9}$$

그리고 추정된 방정식 (9)의 계수값을 이용하여 해당 기업이 이익을 소각할 확률을 다음의 식을 이용하여 산출할 수 있게 된다.

$$P(PRT_{it}, \beta_i) = \frac{1}{1 + e^{-\beta_i PRT_{it}}} \quad (10)$$

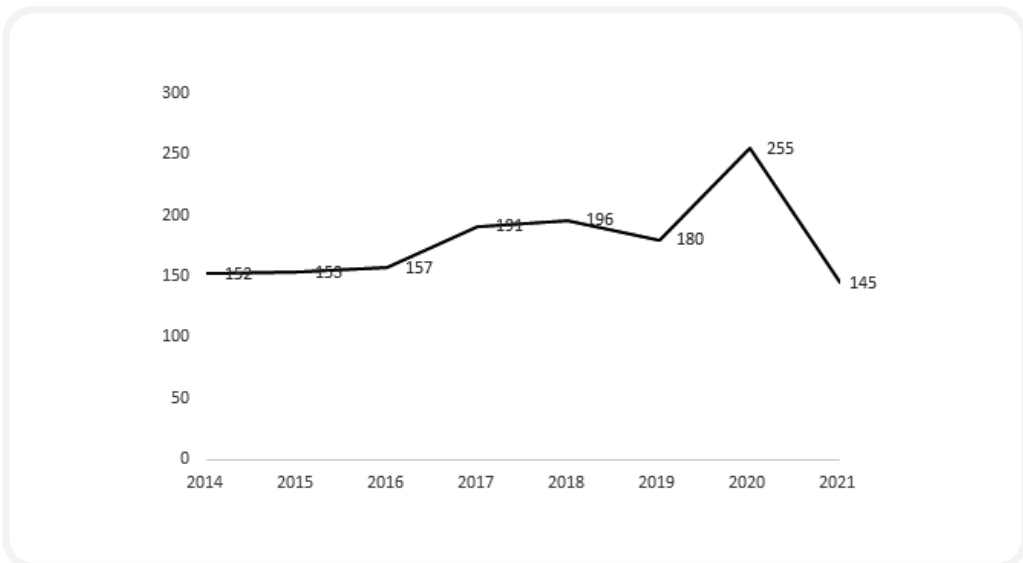
즉 이를 통하여 기업의 고유의 요인만을 고려하였을 경우, 재무적인 요인을 추가로 고려하였을 경우, 그리고 비재무적인 요인을 함께 고려하였을 경우에 대한 해당 기업의 이익의 소각확률이 어떻게 달라지는지를 비교분석할 수 있게 되는 것이다.

2. 기초자료

이상과 같이 모형을 설정하고, 본 연구에서는 2014년 1월 2일부터 2021년 11월 30일까지의 1,946 거래일(주말 및 공휴일 제외)에 대하여 KOSPI에 상장되어 있는 801개의 기업¹⁾들에 대한 자사주의 매입과 처분에 관한 자료를 이용, 각 처분 목적별 기업의 특성을 분석하였다. 자사주의 매입과 처분에 관련된 자료는 FnGuide를 이용하였으며, 기업의 재무자료는 KisValue를 각각 이용하였다.

다음의 그림에는 전체 801개의 기업을 각 연도별로 1회 이상 자사주를 매입한 기업의 추이가 나타나 있다.

Fig. 1. 자사주 매입 기업의 추이



자사주 매입 기업은 2014년 152개에서 점진적으로 증가하고 있다. 특히 2020년에는 255개의 기업으로 증가했으며, 2021년에는 145개로 다시 감소한 것을 알 수 있다. 전체 801개 기업 대비 자사주를 매입한 기업의 평균 비중은 약 22.3% 수준이다.

다음의 표에는 자사주를 매입하지 않은 기업과 매입한 기업의 기초통계량을 검증한 결과가 나타나 있다.

1) 기간 내 상장폐지된 기업들도 포함

Table 1. 기초자료 검증

	비매입 기업			자사주 매입 기업		
	개체수	평균	표준편차	개체수	평균	표준편차
자산총액(천원)	967,980	7,110,000,000	34,500,000,000	308,837	13,500,000,000	52,900,000,000
대주주지분율(%)	1,100,883	44.65	17.17	340,883	43.03	16.47
외국인지분율(%)	1,102,808	10.46	13.92	341,295	12.45	14.10
기업 역사(연)	1,208,715	41.1	21.0	348,085	42.3	21.9
현금흐름(천원)	1,129,223	50,100,000	525,000,000	344,462	111,000,000	938,000,000
현금배당(천원)	765,484	45,500,000	450,000,000	281,367	68,900,000	396,000,000
ROE(%)	909,505	1.01	157.03	295,794	7.91	85.24
베타(β)	1,094,898	0.82	0.63	336,805	0.78	0.42

자산총액은 자사주 매입 기업이 더 많으며, 대주주의 지분율은 비매입 기업이, 그리고 외국인의 지분율은 자사주 매입 기업이 더 높으나, 그 차이는 크지 않다. 현금흐름과 현금배당의 규모는 모두 자사주 매입 기업이 더 높다. 가장 두드러진 차이를 보이는 것은 수익성을 나타내는 자기자본수익률, 즉 ROE이다. 자사주 매입 기업의 ROE는 약 7.91%로서 비 매입기업보다 약 8배 정도 더 높은 것을 알 수 있다.

다음의 표에는 앞선 식(2)와 (4)에서와 같이 자사주를 매입하여 이를 처분한 기업을 각각 일반 목적에 의한 처분, 일반소각, 그리고 이익소각한 기업으로 각각 구분하여 연도별로 해당 그룹의 기업의 수가 나타나 있다.

Table 2. 자사주 처분 목적에 따른 기업의 분류

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
일반 목적에 의한 처분	114	87	93	110	92	109	136	110
일반소각	12	13	9	9	3	9	15	7
이익소각	1	6	7	11	14	5	23	12

전체 801개의 기업 중 1회 이상 자사주를 처분한 기업은 연평균 16% 수준이다. 이중 사주조합출연, 스톡옵션행사, 임직원보상 등의 일반 목적으로 처분 한 기업의 비중이 전체 801개 기업 중 13.3%로서 대부분을 차지하고 있다. 자사주를 소각한 기업의 비중은 전체 기업 대비 연평균 2.4% 수준에 불과하다. 자사주를 소각한 기업 중 유무상소각, 강제소각 등의 일반소각 기업의 수는 2014년에 비하여 최근까지 큰 변화가 없거나 2021년에 오히려 감소하고 있는 반면, 적극적인 주주환원을 의미하는 이익소각 기업의 경우, 2014년에 1개의 기업에 불과하였던 것이, 점차 증가하여 2020년에는 23개의 기업으로 증가하였으며, 2021년에도 12개의 기업이 자사주를 이익소각한 것으로 나타나고 있다.

다음의 표에는 이와 같이 자사주를 처분한 기업들을 그 특징별로 분류하여 기초통계량을 검증한 결과가 나타나 있다.

자산총액과 대주주와 외국인의 지분율 모두 이익소각 기업이 가장 높은 것으로 나타난다. 반면, 기업의 역사, 즉 연혁은 이익소각 기업이 상대적으로 짧다. 현금흐름과 현금배당의 규모 역시 세 개의 그룹 중에서 이익소각 기업이 가장 높은 것으로 나타나, 이익소각 기업들은 주주환원의 또 다른 수단인 현금배당 역시 많이 하는 것으로 판단된다. 이 밖에 수익성을 나타내는 ROE 역시 이익소각 기업이 가장 높으며, 시장에 대한 민감도를 나타내는 체계적 위험은 세 그룹이 비슷한 수준이다.

Table 3. 기초자료 검증: 처분 목적별

	일반 목적 처분 기업		일반소각 기업		이익소각 기업	
	개체수	평균	개체수	평균	개체수	평균
자산총액(천원)	185,506	9,800,000,000	16,422	1,550,000,000	16,359	46,100,000,000
대주주지분율(%)	205,567	41.61	18,279	33.02	18,694	43.12
외국인지분율(%)	205,810	11.51	18,336	3.76	18,694	20.07
기업 역사(연)	206,716	46.4	18,813	44.8	19,190	37.8
현금흐름(천원)	205,739	64,900,000	18,690	2,041,230	18,943	655,000,000
현금배당(천원)	166,152	54,000,000	1,729	39,400,000	15,767	413,000,000
ROE(%)	179,143	6.88	15,547	4.90	15,502	12.97
베타(β)	203,019	0.78	18,320	0.75	18,694	0.80

IV. 실증분석 결과

1. 자사주의 매입과 처분의 결정요인

본 연구에서는 적극적인 주주환원을 나타내는 이익소각 기업의 상대적인 특징과 이익소각에 대한 결정요인을 판단하는데 그 목적이 있다. 이에 따라, 먼저, 앞선 방정식 (1)을 이용하여, 전체 기업 대비 자사주를 매입하는 기업의 상대적인 특징을 분석해 보았다. 다음의 표에는 이에 대한 추정결과가 나타나 있다.

Table 4. 자사주 매입 기업의 결정요인: Probit 모형

<i>Dep V.</i>	$\frac{P(SF_{it}, \beta_i)}{1 - P(SF_{it}, \beta_i)}$	$(P(SF_{it}, \beta_i):$ 자사주 매입 기업)
D_{it-1}	0.076 (0.091)***	0.077 (0.091)***
CF_{it-1}	0.071 (0.064)*	0.052 (0.065)***
R_{it-1}	0.023 (0.095)***	0.025 (0.096)***
β_{it-1}	0.162 (0.050)***	0.078 (0.052)***
A_{it-1}		0.015 (0.031)
O_{it-1}		-0.013 (0.075)**
FS_{it-1}		0.030 (0.093)***
H_{it-1}		-0.090 (0.060)
C	-0.577 (0.049)***	-0.646 (0.048)***
<i>Nr.F.</i>	391	705
<i>Obs.</i>	444,286	1,251,807
<i>LR</i>	-26905.3	-692359.9
χ^2	1046.6	7910.4

주. 괄호 안은 robust standard error, * 10% 수준, ** 5%수준, *** 1% 수준에서 각각 통계적 유의(z-value). *Nr.F.*(추정에 포함된 기업 수), *Obs.*(총 개체 수), *LR*(Log likelihood), χ^2 (chi2)

첫 번째 열은 자사주 매입 기업의 결정요인에 대하여 재무적인 요인만을 고려하여 분석한 결과이다. 먼저, 지난 기의 현금배당 수준(D_{it-1})은 자사주 매입에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타나, 현금배당과 자사주 매입은 서로 간의 대체관계는 아닌 것으로 보인다. 현금흐름(CF_{it-1})과 수익성(R_{it-1})도 자사주 매입에 (+)의 영향을 미치고 있다. 다만, 현금흐름의 경우에는 상대적으로 유의성이 약하다. 체계적 위험(β_{it-1})과 자사주 매입과는 (+)의 관계가 있다. 여기에 대해서는 다양한 해석이 가능하지만, 무엇보다 기업가치와 결부시켜 보면, 체계적인 위험이 클수록 기업의 자산가격은 높은 할인율에 의하여 할인되어 현재가치로 계산되므로 체계적 위험과 기업가치간에는 (+)의 관계가 있다. 따라서 자사주를 매입한 기업은 성장기회가 여전히 존재하고 있는 것으로 판단된다.

두 번째 열은 기업고유의 요인만을 고려하여 분석한 결과이다. 기업의 자산규모(A_{it-1})나 연혁(H_{it-1})은 해당 기업의 자사주의 매입에 큰 영향을 미치지 못한다. 흥미로운 것은 지분율이다. 대주주와 외국인의 지분율이 서로 반대의 부호를 갖는 것이다. 즉 대주주의 지분율(OS_{it-1})이 높을수록 자사주 매입은 감소하며, 외국인의 지분율(FS_{it-1})이 높으면 자사주 매입은 증가한다. 이는 이후에 이어지는 분석에서 자사주를 어떠한 목적으로 처분하였는지에 따라 보다 명확한 설명이 가능할 것으로 판단된다.

세 번째 열은 재무적인 요인과 고유의 요인을 모두 포함시켜 분석한 결과이다. 유의성이 크게 변화하거나 부호가 바뀌는 변수는 없는 가운데, 상대적으로 현금흐름(CF_{it-1})과 자사주 매입 간의 유의성이 더 강해졌으며, 자사주 매입에 대한 대주주의 지분율(OS_{it-1})의 부정적인 관계의 정도가 더 강해진 것을 알 수 있다.

다음으로, 본 연구에서는 자사주를 매입하여 이를 처분한 기업들을 대상으로 그 결정요인을 분석해 보았다. 이 때, 앞서 언급한 것처럼, 방정식 (3)과 같이 다항 프로빗 모형을 이용하여 자사주를 매입하지 않은 기업 대비 자사주를 일반 목적으로 처분한 기업과 소각한 기업의 특징을 동시에 분석하였다. 또한 방정식 (5)와 같은 다항 프로빗 모형을 이용, 자사주를 매입하지 않은 기업 대비 일반소각한 기업과 이익소각한 기업의 특징을 동시에 분석해 보았다. 다음의 표에는 이에 대한 분석결과가 나타나 있다.

Table 5. 자사주 처분 기업의 결정요인: 다항 Probit 모형

methods	다항 probit 1		다항 probit2	
classification	처분1: 일반목적(GO) \Leftrightarrow 소각(SR)		처분2: 일반소각(GRT) \Leftrightarrow 이익소각(PRT)	
$Dep\ V.$	$\frac{P(GO_{it}, \beta_i) \Leftrightarrow P(SR_{it}, \beta_i)}{1 - P(SF_{it}, \beta_i)}$		$\frac{P(GRT_{it}, \beta_i) \Leftrightarrow P(PRT_{it}, \beta_i)}{1 - P(SF_{it}, \beta_i)}$	
D_{it-1}	0.016 (0.014)***	0.015 (0.021)	0.024 (0.043)	0.023 (0.040)
P_{it-1}	0.174 (0.111)	0.197 (0.210)***	-0.214 (0.065)***	0.183 (0.024)***
R_{it-1}	0.055 (0.018)***	0.054 (0.020)***	0.054 (0.012)***	0.113 (0.039)***
β_{it-1}	0.295 (0.088)***	0.326 (0.015)***	0.238 (0.054)***	0.526 (0.018)***
A_{it-1}	0.017 (0.057)	0.025 (0.070)	-0.062 (0.068)	0.026 (0.076)
OS_{it-1}	0.023 (0.025)***	-0.014 (0.045)***	-0.072 (0.048)***	-0.013 (0.052)***
FS_{it-1}	-0.011	0.046	-0.073	0.092

	(0.027)***	(0.042)***	(0.048)***	(0.046)***
H_{it-1}	0.066 (0.017)	0.077 (0.030)	0.031 (0.011)	0.052 (0.035)
C	-0.116 (0.019)	-0.275 (0.034)***	-0.486 (0.125)***	-0.338 (0.039)
$Nr.F.$	350		344	
$Obs.$	366,708		321,198	
LR	-21023.6		-3987.4	
χ^2	1078.8		1040.3	

주. 괄호 안은 robust standard error, * 10% 수준, ** 5%수준, *** 1% 수준에서 각각 통계적 유의(z-value). $Nr.F.$ (추정에 포함된 기업 수), $Obs.$ (총 개체 수), LR (Log likelihood), χ^2 (chi2)

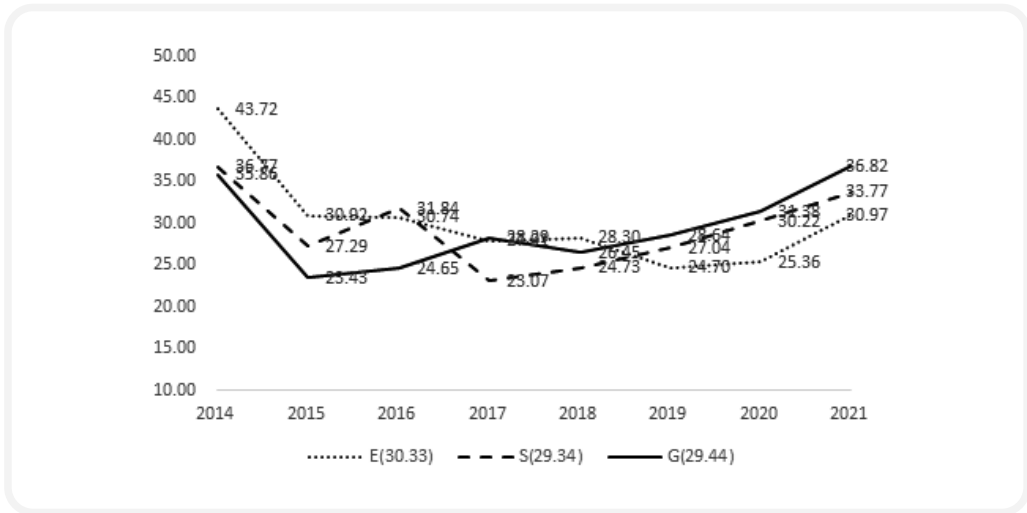
첫 번째와 두 번째 열은 자사주를 매입하지 않은 기업($1 - P(SF_{it}, \beta_i)$) 대비 일반 목적의 처분 기업($P(GO_{it}, \beta_i)$)과 소각($P(SR_{it}, \beta_i)$)한 기업의 특징을 분석한 결과이다. 현금배당 수준(D_{it-1})은 일반 목적의 처분에 (+)의 영향을 미치고 있는 반면, 소각과는 유의미한 관계가 없다. 현금흐름(CF_{it-1})과 수익성(R_{it-1})은 일반 목적의 처분과 소각에 모두 (+)의 영향을 미친다. 반면, 기업규모(A_{it-1})와 연혁(H_{it-1})은 두 가지의 처분 형태에 영향을 미치지 않는다. 한편, 체계적 위험을 나타내는 베타(β_{it-1})의 경우에는 앞선 분석결과와는 달리 유의미한 (+)가 나타나고 있다. 이는 자사주를 매입하지 않은 기업에 비하여 일반 목적 처분기업이나 소각한 기업 모두 성장기회가 더 높음을 의미한다. 대주주의 지분율(Os_{it-1})과 외국인의 지분율(Fs_{it-1})은 두 가지 처분 형태에 서로 반대의 부호를 나타내고 있다. 대주주의 지분율이 높을수록 자사주 비매입 기업 대비 일반 목적으로 자사주를 처분할 가능성은 높아지는 반면, 소각할 가능성은 낮아진다. 이와는 반대로, 외국인의 지분율이 높아질수록 자사주 비매입 기업 대비 일반 목적의 자사주 처분 가능성은 낮아지며, 소각할 확률은 높아지는 것으로 해석할 수 있다.

세 번째 열과 네 번째 열은 자사주를 매입하지 않은 기업 대비 일반소각 기업($P(GRT_{it}, \beta_i)$)과 이익소각 기업($P(PRT_{it}, \beta_i)$)의 특징을 분석한 결과이다. 앞서 분석한 소각 기업들의 특징과 비교하여 큰 차이는 없다. 다만 이익소각 기업들의 경우에는 그 정도가 커졌음을 알 수 있다. 앞선 소각 기업들의 분석결과와의 차이점은 지분율에서 발견된다. 특히 외국인의 지분율의 경우, 지분율이 높아질수록 일반소각 할 확률은 낮아지며, 이익소각할 확률이 높아지는 것이 그 특징이다. 대주주의 지분율은 일반소각이든 이익소각이든 소각 자체에 부정적인 영향을 미치고 있다.

이상의 분석결과를 종합해 보면, 적극적인 주주환원을 나타내는 이익소각을 시행한 기업의 경우, 지난 기의 현금배당 수준은 이익소각과 유의미한 관계가 없으며, 현금흐름, 수익성, 체계적 위험 등의 재무적인 요인들은 긍정적인 영향을 미친다. 기업 고유의 요인 중에서는 지분율이 유의미한 영향을 미치고 있으며, 대주주와 외국인의 소유정도에 따라 미치는 영향이 다르게 나타난다.

그렇다면, 기업의 사회적 책임으로서 최근에 관심이 높아지고 있는 비재무적인 요인은 해당 기업의 이익소각에 어떠한 영향을 미칠 것인가? 이를 분석하기 위하여 본 연구에서는 각 기업들의 ESG를 이용한다. 먼저, 다음의 그림에는 환경(E), 사회(S), 그리고 지배구조(G) 등의 실점수의 추이가 나타나 있다.

Fig. 2. ESG 실점수의 추이



ESG의 전반적인 추이는 2014년 이후로 감소하다 2018년을 기점으로 다시 상승하고 있다. 환경전략, 환경조직, 환경경영, 환경성과, 그리고 이해관계자로 구성되어 있는 E²⁾의 분석기간 평균 실점수는 30.97이며, 근로자, 협력사와 경쟁사, 소비자, 그리고 지역사회 등의 세부항목으로 구성된 S의 평균 실점수는 29.34이다. 그리고 주주권리보호, 이사회, 감사기구, 공시의무 등으로 구성된 G의 평균 실점수는 29.44로 나타나 E, S, G가 거의 비슷한 수준이다. 그러나 가장 최근인 2021년의 환경(E)분야의 실점수는 평균과 거의 차이가 없는 반면, 사회적 책임(S)과 지배구조(G)의 실점수는 평균대비 상승하였고, 이중 지배구조의 실점수가 가장 크게 상승하였다.

이와 같은 실점수를 분석에 사용하기 위하여 본 연구는 앞선 식 (6)과 (7)을 이용하여 이를 지수화하였다. 다음의 표에는 이와 같이 추정된 ESG 지수를 각 기업의 특성별로 분류한 결과가 나타나 있다.

Table 6. 기업분류에 따른 ESG 지수의 추정결과

기업분류	ESG	E	S	G
자사주 비매입	0.318	0.325	0.295	0.372
자사주 매입	0.339	0.333	0.330	0.402
일반목적 처분	0.328	0.326	0.302	0.400
일반소각	0.255	0.294	0.223	0.280
이익소각	0.404	0.392	0.426	0.457

주. 2014-2021 평균 수치임

자사주를 매입하지 않은 기업의 평균 ESG는 0.318이며, 자사주를 매입한 기업의 평균 ESG는 0.339로서 자사주 매입기업이 더 높다. 두 그룹 간에 환경(E) 부문에서는 큰 차이가 없지만, 사회적 책임(S)과 지배구조(G) 부문에서는 큰 차이가 있음을 알 수 있다. 자사주 매입 기업의 경우 지배구조(G) 부문이 0.402로서 상대적으로 가장 높은 수치를 보이고 있다.

자사주의 처분 목적에 따른 분류에서는 이익소각 기업의 ESG가 0.404로서 가장 높은 수치를 보이고 있으며, 일반소각 기업은 0.255로서 가장 낮은 수치를 보이고 있다. 일반 목적의 처분 기업이나 일반소각 기업에 비하여 이익소각 기업들은 환경(E), 사회적 책임(S), 지배구조(G) 부문 모두 상대적으로 수치가

2) 2019년부터 환경전략과 환경조직은 산출하지 않음.

높으며, 지배구조(G) 부문이 0.457로서 가장 수치가 높다. 그러나 다른 그룹들과의 상대적인 격차는 사회적 책임(S) 부문에서 가장 크게 나타나는 것을 알 수 있다.

2. 주주환원의 요인분해

이와 같이 기업의 비재무적 요인인 ESG가 적극적인 주주환원을 나타내는 이익소각에 긍정적인 영향을 미칠 가능성이 높은 것으로 판단됨에 따라, 본 연구에서는 앞선 방정식 (8)을 이용한 요인분석, 즉 PCA 분석을 수행한다. PCA 분석은 분석에 사용되는 변수들을 요인변수화시키는 과정으로서 이를 통한 요인회귀분석이 가능, 앞선 프로빗 모형 분석결과에 타당성 및 강건성을 더해주는 과정이다.

본 연구에서는 분석에 사용된 변수들을 크게 세 가지의 범주로 각각 구분한다. 현금배당과 현금흐름, 수익성, 그리고 체계적인 위험 등을 기업의 재무적인 요인(요인1)으로 구성하며, 기업규모, 대주주와 외국인의 지분율, 그리고 기업의 연혁 등을 고유의 요인(요인2)로 구성한다. 추가적으로 해당 기업의 환경(E), 사회적 책임(S), 그리고 지배구조(G) 등의 비재무적인 요인을 마지막 요인(요인3)으로 각각 구성하여 PCA 분석을 수행하였다.

다음의 표에는 PCA를 통하여 추정된 각 기업 특징별 요인 적재치(Factor loading)가 나타나 있다.

Table 7. 요인 적재치(Factor loading) 추정결과

요인	변수	자사주 매입 기업			일반 목적 처분 기업		
		F1	F2	F3	F1	F2	F3
재무 요인	현금배당(<i>D</i>)			0.7782			0.7800
	현금흐름(<i>CF</i>)		0.7667				0.7778
	수익성(<i>R</i>)		0.6372	0.4489			0.5951
	체계적위험(β)		0.5375			0.4675	
고유 요인	기업규모(<i>F</i>)			0.6664			0.6581
	대주주지분율(<i>O</i> _s)	-0.6210			-0.5868		
	외국인지분율(<i>F</i> _s)	0.7542			0.7434		
	연혁(<i>H</i>)			0.7397		0.7707	
비재무 요인	환경(<i>E</i>)	0.6010	0.4354		0.5790	0.4854	
	사회적책임(<i>S</i>)	0.7267			0.7292		
	지배구조(<i>G</i>)	0.7389			0.7605		
요인	변수	일반소각 기업			이익소각 기업		
		F1	F2	F3	F1	F2	F3
재무 요인	현금배당(<i>D</i>)			0.6845			0.6804
	현금흐름(<i>CF</i>)		0.8025			0.8033	
	수익성(<i>R</i>)		0.6523			0.6491	
	체계적위험(β)		0.4072	0.5486		0.5487	0.4390
고유 요인	기업규모(<i>F</i>)			0.5768			0.5552
	대주주지분율(<i>O</i> _s)	-0.4746			-0.4439	-0.4910	
	외국인지분율(<i>F</i> _s)	0.6672			0.6433		
	연혁(<i>H</i>)		0.7362				0.7405
비재무 요인	환경(<i>E</i>)	0.7112	0.4497		0.7335		0.4119
	사회적책임(<i>S</i>)	0.7348			0.8813		
	지배구조(<i>G</i>)	0.7604			0.8750		

요인 적재치는 0.5가 넘으면 유의성이 있는 것으로 판단하는 가운데, 각 요인에서 대부분의 변수들이 유의성이 있는 것으로 확인되고 있다. 또한 자사주의 매입과 처분에 관련된 각 기업의 특징을 설명하는

요인들은 모든 기업 분류에서 각 세 개씩(factor1 - 3)으로만 추정되었다. 즉 유의성이 약하거나 없더라도 나타날 수 있는 네 번째나 다섯 번째 요인들인 factor4, factor5는 어느 기업분류에서도 나타나지 않았다. 또한 해당 변수별로 여러 요인에 걸친 결과가 동시에 나타날 수도 있지만, 특정 변수를 제외하고는 모두 한 개씩의 주요인을 갖는 것으로 나타났다.

먼저, 상단의 표는 자사주 매입 기업과 일반 목적의 처분 기업에 대한 분석결과이다. 두 그룹 모두에게서 재무적인 요인은 해당 그룹의 특성을 결정짓는 첫 번째 요인은 아니다. 자사주 매입 기업의 경우 주로 두 번째 요인(factor2)으로 작용하며, 현금배당의 경우에는 세 번째 요인(factor3)이다. 일반 목적 처분에 있어서 재무적인 요인은 자사주 매입보다도 요인의 중요성이 떨어진다. 즉 체계적 위험을 제외하고는 모두 세 번째 요인으로 작용하고 있다. 기업 고유의 요인에서는 예측대로 지분율이 자사주 매입과 일반 목적의 처분을 결정하는 첫 번째 요인(factor1)으로 나타났다. 대주주의 지분율은 자사주 매입과 일반 목적의 처분에 대하여 (-)로 작용하는 첫 번째 요인인 반면, 외국인의 지분율은 (+)로 작용하는 첫 번째 요인이다. 비재무적인 요인은 E, S, G 등의 세 가지의 세부요인 모두 자사주 매입이나 일반 목적의 처분을 결정하는 주요인, 즉 첫 번째 요인인 것으로 나타났다.

하단의 표는 일반소각 기업과 이익소각 기업에 대한 분석의 결과이다. 앞선 분석결과와 비교하여, 재무적인 요인은 현금배당을 제외하고 일반소각이나 이익소각을 결정짓는 두 번째 주요인(factor2)인 것으로 나타났다. 고유의 요인에서도 지분율이 소각을 결정짓는 첫 번째 주요인(factor1)으로 판명되었다. 그러나 대주주의 지분율은 소각에 (-) 영향을, 그리고 외국인의 지분율은 (+)의 영향을 미치는 주요인으로 나타났다. 비재무적인 요인은 해당 기업의 소각에 가장 큰 영향을 미치는 첫 번째 주요인(factor1)인 것으로 나타났다. 특히 이익소각의 경우에는 그 정도가 가장 높다. 무엇보다 주주권리보호가 있는 지배구조(G)의 높은 요인점수(0.8750)와 더불어 근로자, 지역사회와의 관계 등을 다루는 사회적 책임(S) 부분의 높은 요인점수(0.8813)도 주요 특징이다.

다음의 표에는 이와 같이 확정된 요인들의 추정된 기간별 계수값이 나타나 있다.

Table 8. 추정된 계수 Factor의 값

구분	자사주 매입 기업	일반 목적 처분 기업	일반소각 기업	이익소각 기업
계수값	Factor1	0.9743	0.9698	0.9550
	Factor2	0.2164	0.2392	0.0613
	Factor3	0.0380	0.0415	0.0506
통계량	Eigenvalue	0.9063	0.8453	0.9463
	Canonical R	0.5309	0.5318	0.6188
	χ^2	935.05	742.50	666.80
	d.f	3	3	3
	p-value	0.0000	0.0000	0.0000
	Sq Canonical corr.	0.7693	0.7040	0.7890
				0.7810

분석결과에서 높은 고유 값(eigenvalue)은 기업의 특징, 즉 자사주 매입이나 처분 및 소각 등의 기간이 매입이나 처분 및 소각하지 않은 기간과 비교하여 뚜렷한 차이가 존재한다는 의미이다. 고유값은 모두 0.9 이상을 보이며, 두 기간 사이에 명확한 차이가 있음을 나타낸다. 확정된 세 가지 요인 중에서 주로 비재무적 요인과 고유의 요인 중 지분율이 포함되어 있는 Factor1은 가장 높은 값을 보이며 주요인으로 작용하고 있으며, 주로 재무적인 요인이 포함되어 있는 Factor2의 경우 그 값은 상대적으로 크지 않다. 그리고 재무적인 요인에서 현금배당과 고유의 요인에서 기업의 규모와 연혁이 포함되어 있는 Factor3의 값은 가장 낮은 것으로 나타나, 앞선 요인적체지의 분석결과에 신뢰성을 더해 주고 있다.

이상과 같은 PCA의 분석결과를 바탕으로 본 연구에서는 해당 기업의 이익소각의 확률을 추정하기 위하여 앞선 방정식 (9)를 이용, 요인회귀분석을 시행한다. 즉 각 변수들을 세 가지 요인의 척도

(dimension, D)로 구성하여 재무(D_1), 고유(D_2), 그리고 비재무(D_3)으로 각 기업별 특성에 대한 회귀분석을 시행하는 것이다. 다음의 표에는 이에 대한 분석결과가 나타나 있다.

Table 9. 요인변수 Probit 모형 추정결과

classification	자사주 매입 기업	일반 목적 처분 기업	일반소각 기업	이익소각 기업
<i>Dep V.</i>	$\frac{P(SF_{it}, \beta_i)}{1 - P(SF_{it}, \beta_i)}$	$\frac{P(GO_{it}, \beta_i)}{1 - P(SF_{it}, \beta_i)}$	$\frac{P(GRT_{it}, \beta_i)}{1 - P(SF_{it}, \beta_i)}$	$\frac{P(PRT_{it}, \beta_i)}{1 - P(SF_{it}, \beta_i)}$
D_1 (재무)	0.104 (0.020)***	0.076 (0.025)***	0.142 (0.042)***	0.870 (0.052)***
D_2 (고유)	0.307 (0.021)***	0.314 (0.026)***	0.061 (0.044)***	0.717 (0.300)***
D_3 (비재무)	0.240 (0.024)***	0.309 (0.029)***	0.122 (0.041)***	2.241 (0.060)***
<i>C</i>	-0.588 (0.020)***	-0.939 (0.026)***	-1.925 (0.047)***	-1.791 (0.733)***
<i>Nr.F.</i>	391	350	336	344
<i>Obs.</i>	433,055	351,519	314,832	314,371
<i>LR</i>	-24382.9	-1583.5	-4083.3	-366.9
χ^2	3445.1	2832.7	2050.7	7803.8

주. 괄호 안은 robust standard error, * 10% 수준, ** 5%수준, *** 1% 수준에서 각각 통계적 유의(z-value). *Nr.F.*(추정에 포함된 기업 수), *Obs.*(총 개체 수), *LR*(Log likelihood), χ^2 (chi2)

현금배당, 현금흐름, 수익성, 체계적 위험 등의 기업의 재무적 요인(D_1)과 기업규모, 대주주와 외국인의 지분을, 연력 등의 고유의 요인(D_2), 그리고 환경, 사회적 책임, 지배구조 등의 비재무적 요인(D_3) 등은 자사주를 매입하지 않은 기업에 비하여 상대적으로 자사주를 매입하거나 일반 목적으로 처분한 기업, 그리고 일반소각을 하거나 또는 이익소각을 한 기업들의 특징에 모두 긍정적인 영향을 미치고 있다.

먼저, 기업이 상대적으로 자사주를 매입하게 되는 결정요인에는 해당 기업 고유의 요인이 가장 크게 작용하는 것으로 나타난다. 이와 같은 경향은 일반 목적의 처분 기업에게서도 유사하게 나타난다. 즉 고유의 요인에 의해 자사주를 사주조합출연, 스톡옵션행사, 임직원보상 등의 일반 목적으로 처분하는 것이다. 그러나 비재무적인 요인과 큰 차이는 없다.

한편, 자사주를 소각한 기업 중 일반 소각한 기업과 이익소각한 기업에는 요인회귀분석결과가 크게 다르게 나타난다. 일반 소각한 기업의 주요인은 재무적 요인이며, 비재무적 요인과의 상대적인 차이는 크지 않다. 그리고 전반적인 요인계수값도 낮게 나타나고 있다. 이에 비하여 이익소각한 기업들의 요인계수 값은 다른 그룹들에 비하여 상대적으로 크게 나타나고 있다. 특히 비재무적인 요인에 의한 이익소각의 정도가 대단히 높은 것으로 나타나고 있다. 이에 따라 적극적인 주주환원의 지표가 되는 자사주를 이익소각한 기업의 경우, 재무적 요인과 고유의 요인에도 큰 영향을 받으며, 특히 환경, 사회적 책임, 그리고 지배구조 등의 비재무적인 요인의 영향을 가장 크게 받는 것으로 판단할 수 있다.

마지막으로 본 연구에서는 각 기업별 분류에 대하여 앞서 분석한 재무(D_1), 고유(D_2), 그리고 비재무(D_3) 요인에 설정된 각 변수들의 추정된 계수값을 앞선 식 (10)의 $P(PRT_{it}, \beta_i) = \frac{1}{1 + e^{-\beta' PRT_{it}}}$ 에 적용하여 기업의 분류에 속한 기업들이 이익을 소각할 확률을 산출해 보았다. 다음의 표에는 이에 대한 추정결과가 나타나 있다.

Table 10. 이익소각 확률(%) 추정결과

classification	자사주 매입 기업	일반 목적 처분 기업	일반소각 기업	이익소각 기업
기업 고유요인	9.58	9.28	8.20	11.59
기업 고유요인 + 재무요인	10.90	11.00	7.86	13.50
기업 고유요인 + 재무요인 + 비재무요인	11.79	13.53	10.69	18.26

주. 2014-2021 평균 수치임

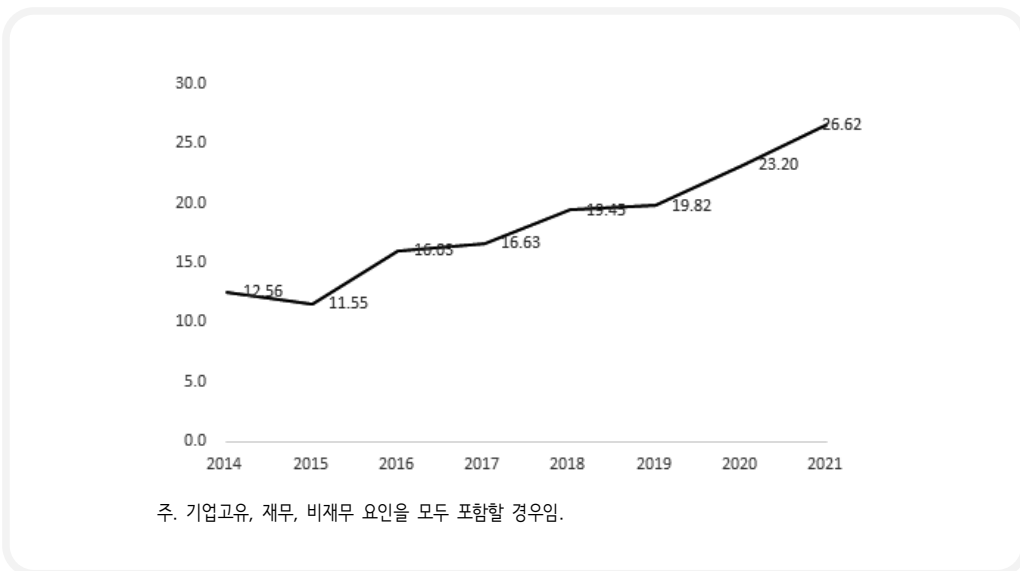
자사주를 매입한 기업이 이익을 소각할 확률은 해당 기업의 고유의 요인만을 감안할 때 평균 9.58% 수준인 것으로 나타난다. 그리고 재무적 요인과 비재무적 요인을 함께 고려하면 이익소각 확률은 평균 11.79%로 상승한다. 일반 목적의 처분 기업도 마찬가지이다. 고유의 요인만을 고려하였을 경우, 일반 목적의 자사주 처분 기업이 이익을 소각할 확률은 9.28% 수준이지만, 재무와 비재무적 요인을 포함시키면 13.53%로서 더 상승하는 것을 알 수 있다.

두 가지 소각의 형태를 보이고 있는 기업들 중 일반소각 기업의 경우 고유의 요인에 의한 이익소각의 확률이 8.20%로서 네 개의 그룹 중 가장 낮으며, 여기에 재무적 요인이 포함되면 이익을 소각할 확률은 오히려 7.69%로 소폭 하락한다. 그러나 비재무적인 요인이 포함되면 이익소각확률은 10.69%로 상승하는 것을 알 수 있다. 즉 원래 이익소각의 목적이 아니었던 일반소각의 기업도 해당 기업의 비재무적인 성과가 강화되면 이익소각을 수행할 확률이 높아지는 것이다.

다음으로, 원래 이익을 소각하고 있었던 기업들의 경우, 고유의 요인만을 고려해도 11.59%로 네 개의 그룹 중 가장 높은 소각확률을 보이고 있으며, 여기에 재무적 요인과 비재무적 요인이 포함될수록 소각 확률은 더 높아진다. 특히 재무적 요인까지 고려되었을 경우의 13.50%의 소각확률에서 비재무적 요인까지 고려되면 이익의 소각확률은 18.26%로 크게 상승하는 것을 알 수 있다.

다음의 그림에는 이와 같이 추정된 이익소각 기업의 이익소각의 확률에 대한 연도별 추이가 나타나 있다.

Fig. 3. 이익소각 기업의 이익소각확률(%)의 추이



적극적인 주주환원정책을 수행하고 있는 이익소각의 기업들의 경우, 세 가지 요인이 모두 포함되었을 때, 이익소각확률은 점진적으로 상승하고 있다. 특히 2018년 이후부터 연평균 수준을 상회하고 있으며, 가장 최근인 2021년에는 26.62%의 이익소각확률을 보이고 있다. 즉 해당 기업들의 경우, 환경, 사회적 책임, 지배구조 등의 비재무적 요인들이 강화될 경우, 이익의 소각확률은 더 크게 상승할 것으로 판단된다.

V. 결론

본 연구는 KOSPI에 상장되어 있는 801개의 기업들을 대상으로 2014년 1월 2일부터 2021년 11월 30일까지의 1,946 거래일 동안의 자사주의 매입과 처분에 관한 자료를 이용, 자사주의 처분의 목적에 따라서 해당 기업의 주주의 환원의 정도가 어떻게 변화하는지를 분석하고 있다. 특히 전체 기업을 자사주를 매입한 기업과 매입하지 않은 기업으로 구분하고, 자사주를 처분한 기업도 그 목적에 따라 시주조합출연, 스톡옵션행사, 임직원보상 등의 일반 목적에 의한 처분과 소각한 기업으로 구분하며, 더 나아가, 소각한 기업도 강제소각, 유무상소각 등의 일반소각 기업과 적극적인 주주환원을 나타내는 이익소각 기업으로 각각 구분하여 해당 기업의 특성을 분석하고 있다.

본 연구의 실증분석결과로 얻을 수 있는 결론은 다음과 같다.

첫째, 기업의 재무적 요인 중에서 현금배당과 현금흐름, 수익성 및 체계적 위험은 해당 기업의 자사주의 매입에 긍정적인 영향을 미친다. 그러나 고유의 요인으로서의 기업의 규모나 연혁은 자사주의 매입에 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 특히 고유의 요인 중 대주주와 외국인의 지분율의 경우, 해당 기업의 자사주의 매입에 미치는 영향이 서로 다르게 나타났다. 즉 대주주의 지분율이 높을수록 자사주 매입은 감소하며, 외국인의 지분율이 높으면 자사주 매입은 증가하는 것으로 나타났다.

둘째, 기업이 자사주를 소각하는 것에는 현금배당 수준이 유의미한 영향을 미치지 않았으며, 대주주의 지분율이 높을수록 해당 기업은 일반 목적으로 자사주를 처분할 가능성은 높아지는 반면, 외국인의 지분율이 높아질수록 기업은 자사주를 소각할 확률이 높아지는 것으로 나타났다. 특히 외국인의 지분율의 경우 지분율이 높아질수록 일반소각 할 확률은 낮아지며, 이익소각할 확률이 높아지는 것에 비하여, 대주주의 지분율은 일반소각이든 이익소각이든 소각 자체에 부정적인 영향을 미치고 있었다.

셋째, 기업의 비재무적인 요소인 환경(E), 사회적 책임(S), 지배구조(G) 등의 점수는 자사주를 매입하지 않은 기업보다 이를 매입한 기업에게서 더 높게 나타났으며, 이익소각 기업의 ESG가 가장 높은 수치를, 일반소각 기업이 가장 낮은 수치를 나타냈다. 특히, 이익소각 기업의 경우 다른 그룹들에 비하여 세 가지의 비재무적 요인 모두가 가장 높게 나타났으며, 지배구조 부분의 수치가 가장 높았고, 사회적 책임 부분에서 다른 그룹과의 격차가 가장 크게 나타났다.

넷째, 현금배당, 현금흐름, 수익성, 체계적 위험 등의 기업의 재무적 요인과 기업규모, 대주주와 외국인의 지분율, 연혁 등의 고유의 요인, 그리고 환경, 사회적 책임, 지배구조 등의 비재무적 요인 등을 범주화하여 주성분 분석(PCA)을 수행한 결과, 적극적인 주주환원정책을 의미하는 이익소각의 경우 비재무적인 요인의 영향을 가장 크게 받는 것으로 나타났다. 특히 해당 기업의 비재무적인 성과가 강화되면 이미 이익소각을 수행하고 있는 기업들의 이익소각 확률도 크게 상승하는 한편, 이익소각을 하지 않고 일반소각을 하고 있는 기업들의 이익소각의 확률도 개선되는 것으로 나타났다.

이상의 분석결과를 종합해 보면, 기업의 전통적인 재무적 요인과 해당 기업의 고유의 요인은 자사주의 처분, 즉 이익의 소각에 상대적으로 큰 영향을 미치지 못한다. 이는 한국의 기업들의 자사주의 매입 후 매우 저조한 이익소각의 실적과도 상통한다. 그러나 환경적인 요소는 물론, 근로자와 경쟁사 및 지역사회와의 관계에 대한 기업의 사회적 책임, 그리고 주주의 권리보호, 공시의무의 강화 등의 지배구조 등 해당 기업의 비재무적인 성과가 강화되면, 자사주의 매입을 통한 적극적인 주주환원의 수단으로 여겨지는 이익의 소각이 크게 활성화 될 것으로 판단된다.

References

- Allen, F., A. E. Bernardo, and I. Welch (2000), "A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles", *Journal of Finance*, 55(6), 2499-2536.
- Benlemlih, M. (2014), "Why do socially responsible firms pay more dividends?", *PWC Luxembourg*, Available at SSRN 256876.
- Cornel, B., and Shapiro, A. C. (1987), "Corporate Stakeholders and Corporate Finance", *Financial Management*, 16(1), 5-14.
- Dittmar, A. K. (2000), "Why do Firms Repurchase Stock", *The Journal of Business*, 73(3), 331-355.
- Fenn, G. W. and N. Liang (2001), "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, 60, 45-72.
- Fried, J. (2001), "Open market repurchases : Signalling or managerial opportunism?", *Theoretical Inquiries in Law*, 2, 865-894.
- Grullon, G. and R. Michaely (2002), "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *The Journal of Finance*, 57(4), 1649-1684
- Hribar, P., N. T. Jenkins and W. B. Johnson (2006), "Stock Repurchases as an Earnings Management Device", *Journal of Accounting and Economics*, 41(1-2), 3-27.
- Jagannathan, M., C. Stephens and M. S. Weisbach (2000), "Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases", *Journal of Financial Economics*, 57, 355-384.
- Jung, Moo Kwon (2005), "The Wealth Effects of Stock Repurchases on Shareholders and Bondholders", *The Korean Journal of Finance Association*, 18(2), 67-99.
- Jong, A., R. Dijk, and C. Veld (2003), "The Dividend and Share Repurchase Policies of Canadian Firms: Empirical Evidence Based on an Alternative Research Design", *International Review of Financial Analysis*, 146, 1-29.
- Kim, Chang-Soo (2009), "Corporate Social Responsibility and Firm Value", *The Korean Journal of Financial Studies*, 38(4), 507-545.
- Oded, J. (2005), "Why do firms announce open-market share repurchase program?", *Review of Financial Studies*, 18, 271-300
- Rakotomavo, M. (2012), "Corporate Investment in Social Responsibility versus Dividend?", *Social Responsibility Journal*, 8(2), 199-207.
- Sarma, M. (2008), "Index of Financial Inclusion", *ICRIER Working Paper* 215.
- Shin, Min-Shik Joon-Hyup, Song (2007), "The Relations between Ownership Concentration and Dividend Policy", *The Korean Academic Association of Business Administration*, 20(6), 2925-2953.