Journal of the Korea Academia-Industrial cooperation Society
Vol. 25, No. 6 pp. 504-512, 2024

https://doi.org/10.5762/KAIS.2024.25.6.504
ISSN 1975-4701 / eISSN 2288-4688

산업경쟁이 주주환원 정책에 미치는 영향에 관한 연구

김태연[1], 김유라[2*]
[1]가톨릭대학교 경영학과, [2]서울시립대학교 경영학부

A Study on the Effect of Product Market Competition on Shareholder Return Policy

Taeyeon Kim[1], Yura Kim[2*]
[1]Department of Business Administration, The Catholic University of Korea
[2]Business School, University of Seoul

요 약 최근 주주들은 기업의 의사결정에 적극적으로 영향력을 행사하고 있으며 기업의 이익 배분정책을 중요하게 여긴다. 따라서 기업들은 주주들의 환원 정책을 강화하여 주주가치를 제고하려는 노력을 하고 있다. 주주에 대한 환원 정책으로는 안정적인 배당지급을 통한 균형적인 주주환원 정책과 자사주매입을 통해 유통주식량을 줄여 주식의 가치를 늘리는 정책이 있다. 1980년대 이전에는 배당이 기업의 주된 지급 수단이었으나 미국 기업들을 시작으로 점차 자사주매입이 급증하고 있다. 산업 특성, 특히 산업경쟁도는 기업의 경영환경에 영향을 끼쳐 영업, 투자 등 다방면으로 경영자의 의사결정과 밀접한 관련이 있다. 본 연구에서는 2010년부터 2021년까지의 국내 상장기업을 대상으로 산업의 경쟁과 기업의 주주환원 정책과의 관련성에 대해 분석하였다. 분석 결과, 기업이 속한 산업의 경쟁이 낮을수록 기업은 배당지급을 늘리지만, 기업이 속한 산업이 경쟁적일수록 기업은 더 많은 자사주를 매입하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 산업의 경쟁이 주주의 환원 정책과 밀접한 관련이 있다는 의미로서 이해관계자로 하여금 기업의 주주환원 정책을 이해하는 데 도움이 될 것으로 기대된다.

Abstract Recently, shareholders have actively sought to influence companies' strategies and actions. Accordingly, companies have strengthened their shareholder return policies and tried to enhance shareholder value. As a shareholder return policy, a company can aim to pay stable dividends over the years and return profits to shareholders in line with its performance or choose to acquire treasury shares to boost market share prices. Before the 1980s, dividend payment was the main corporate payout policy, but treasury share purchases have increased since. This study investigated the relationship between product market competition and shareholder return policy over the 2010-2022 period. We found that firms prefer paying dividends when operating in less competitive environments and that in a competitive market, firms choose to acquire their shares. These results imply that product market competition is closely related to corporate payout policy and help stakeholders understand corporate shareholder return policy.

Keywords : Product Market Competition, Dividend, Treasury Shares, Shareholder Return Policy, HHI

*이 논문은 서울시립대학교 교내학술연구비에 의하여 지원되었음.
This work was supported by the 2022 Research Fund of the University of Seoul.
*Corresponding Author : Yura Kim(University of Seoul)
email: yurak0@uos.ac.kr
Received May 2, 2024 Revised June 5, 2024
Accepted June 7, 2024 Published June 30, 2024

1. 서론

본 연구는 기업이 속한 산업의 시장경쟁 상황이 기업의 주주환원 정책(corporate payout policy)에 미치는 영향을 분석한다. 기업의 주주환원 정책이란 기업이 얻은 이익을 주주들에게 돌려주어 주주가치를 제고시키는 정책을 의미한다. 일반적으로 기업의 이익을 주주에게 직접적으로 배당하는 정책과 자사주매입을 통해 유통주식량을 줄여 주식 가치를 상승시키는 정책으로 나눌 수 있다[1,2]. 1980년대 이전에는 기업의 주된 지급수단은 배당이었다. 그러나 1980년대와 1990년대를 거치면서 미국 기업을 중심으로 자사주매입이 급증하였으며, 이러한 경향은 영국, 캐나다, 독일, 일본 등 전세계 국가로 확산하였다[3]. 우리나라에서도 배당 정책이 주주환원 정책의 주를 이루다가 2000년대 이후 자사주매입이 증가하고 있다. 물론, 국내 기업의 경우 매입한 자사주를 소각하지 않고 보유하다가 높은 가격에 매각하여 차익을 실현하거나, 우호 지분에 자사주를 매각해 경영권 방어 목적으로 자사주매입을 활용하기도 한다. 그러나 주주환원에 대한 사회적 관심의 증가에 대응하여 자사주를 매입한 기업들의 자사주 소각이 증가하는 추세이다[4].

경영자들은 배당을 한번 지급하기 시작하면 감소시키는 것을 꺼리며 현재 배당 수준을 유지하려고 한다. 이러한 이유로 경영자들은 현금흐름이 증가한다고 해도 지속적이고 안정적인 수익의 증가 없이는 배당을 증가시키지 않는다[5]. 국내기업들을 대상으로 한 분석에서도 이익의 변화 속도에 비하여 배당 속도가 상대적으로 늦게 변화하는 배당유연화(Dividend Smoothing) 현상이 보고되고 있다[6]. 한편, 배당을 늘리는 것에 부담을 느끼는 기업들에게 자사주매입은 훌륭한 대안이 될 수 있다. 자사주매입은 유통 주식수를 감소시켜 주주가치를 제고시키는 방법으로 배당에 비해 유연하게 매입 시점과 수량을 결정할 수 있다는 차이점이 있다. 즉, 배당과 달리 자사주는 지속적으로 매입하지 않아도 되며, 기업은 주주환원 정책으로 배당지급보다 자사주매입을 선호할 유인이 있다. 이렇듯, 배당과 자사주매입은 모두 기업의 주주가치를 제고하기 위한 지급 정책으로 여겨지며, 연구자들은 이들의 대체 관계에 주목해왔다[7-10].

산업의 특성은 다양한 방면에서 기업의 경영 환경이나 영업 활동 의사결정에 영향을 준다. 경쟁이 높은 산업에 속한 기업은 가격하락의 압박과 높은 파산의 위험 때문에 대리인비용이 발생할 수 있다. 구체적으로 경쟁이 치열한 산업에 속한 기업의 경우 경영자로 하여금 과잉 혹은 과소 투자 의사결정을 하게 하고[11,12], 기업공시의 질을 낮춘다는 연구 보고도 있다[13,14]. 반면, 동일 시장 내 경쟁은 경영자 교체 가능성을 높이기 때문에 경영자가 최선의 노력을 다하도록 규율하는 역할을 한다[15]. 즉, 산업경쟁은 외부 기업지배구조의 역할을 수행하여 기업의 거래비용 낮추고 정보비대칭을 완화시킬 수 있다. 이에 기존 연구들은 산업경쟁이 이익조정 수준을 완화하는 역할을 하고[16], 이익예측의 정확도를 높인다는 결과를 보고하였다[17,18].

본 연구는 기업의 영업, 투자, 재무 활동에 큰 영향을 주는 산업의 시장경쟁 상황이 기업의 자사주매입과 배당금 지급 정책에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이를 위해 2010년부터 2021년까지 국내 상장 기업을 대상으로 분석을 실시한다. 분석의 종속변수로는 현금 배당과 자사주를 총자산으로 나누어 사용하였다. 관심변수인 산업경쟁의 정도는 허핀달-허쉬만 지수(Hirschman-Herfindal index: HHI)를 사용하여 측정하였다. 분석 결과, 산업집중도가 높을수록 배당을 많이 하는 것으로 나타났다. 그러나 경쟁적 산업 환경에서는 자사주매입을 주주환원 정책으로 선택하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 경쟁적인 환경에서는 지속적으로 지급해야 하는 배당에 대한 기업의 부담이 커져 배당보다 자사주매입을 선택하기 때문이라 볼 수 있다.

2. 선행연구와 연구가설

2.1 선행연구

기업의 배당 정책은 기업의 특성과 기업이 처한 여러 가지 상황과 밀접한 관계가 있다. 배당은 기업의 수익성과는 양의 관계를, 투자 기회와는 음의 상관관계를 갖는다[19]. 또한, 기업규모, 영업이익, 현금흐름, 외국인투자와는 양의 관계가 있는 반면, 자기자본비용과 부채비율과는 음의 상관관계가 있다[20-22].

다수의 선행연구에서는 배당을 일정한 수준으로 유지하려고 하는 기업의 배당유연화 정책을 정보비대칭, 대리인비용 그리고 재무제약 관점에서 설명하고 있다. Lintner(1956)는 기업은 안정적인 배당을 선호하는 투자자들에게 긍정적인 신호를 보내기 위하여 배당유연화 정책을 선호한다는 연구 결과를 보고 하였다[5].

산업경쟁은 외부 모니터링을 증가시켜 기업지배구조의 역할을 하기 때문에[15] 산업집중도가 높은 산업의 기업은 상대적으로 높은 대리인비용에 직면하게 된다. 따

라서, 배당을 통한 주주환원 정책을 통해 잉여현금흐름을 줄임으로써 대리인비용을 감소하고자 한다[23,24]. Sarlak and Mirzale는 산업경쟁이 배당과 양의 관계에 있다는 연구결과를 제시했다[25].

경쟁이 심한 산업군에 속한 기업은 주주환원 정책으로 배당보다는 자사주매입을 선호할 수 있다. 산업경쟁 상황속에서 살아남기 위해서는 지속적인 투자가 필요하므로 한번 지급하기 시작하면 꾸준하게 지급해야하는 압박을 받는 배당지급보다는 유연한 선택이 가능한 자사주매입을 선호할 수 있기 때문이다. 경쟁시장에서는 기업이 성장하기 위해서 적절한 투자를 하지 못하면 투자기회를 경쟁기업에게 넘겨주게 되어 약탈위험이 존재한다는 연구가 있다[35,36].

최근 주주가치 제고에 대한 관심은 점차 증가하고 있으며, 주주들이 적극적으로 자신들의 의사를 회사에 전달하고 회사의 경영활동에 영향을 미치는 주주들의 활동 또한 활발해 지고 있다. 증가하는 투자자들의 주주환원에 대한 요구에 대응하기 위해 전통적으로는 기업의 순이익을 직접 배분하는 배당지급이 주로 사용되었지만, 최근에는 자기주식취득과 소각의 방법이 많이 사용되고 있다[4]. 대표적으로 최근 LG유플러스는 주주가치 제고를 위한 의지를 시장에 전달함과 동시에 회사 실적에 대한 경영진의 자신감을 알리기 위해 대규모의 자사주매입을 결정하였다. 이러한 자사주는 배당에서 제외되는 주식이므로, 자사주매입은 주주들에게 지급되는 주당 배당의 증가를 가져오기 때문에 주주에게 돌아가는 배당도 커지게 된다. 주주환원의 방법으로 현금배당보다 자사주매입을 선호하는 기업은 증가하고 있다[8]. Grullon and Michaely(2002)의 연구에 의하면, 미국 기업들의 자사주매입은 1980년도에는 총이익의 4.8%에 그쳤지만, 2000년도에 이르러서는 총이익의 41.8%로 증가하였다[8]. 또한, 이들은 성장하고 있는 기업들의 경우 배당보다 자사주매입을 더 선호한다는 결과도 보고하였다. 이외에 Kim and Lim(2017)은 우수한 기업지배구조를 가지고 있는 기업이 자사주매입 후 소각하는 주주환원 정책을 편다는 연구 결과를 제시하였다[4].

산업경쟁은 기업의 영업환경과 상황을 나타내는 지표로써 경영자의 재무보고 및 공시, 지급정책, 투자 등 다양한 의사결정에 영향을 줄 수 있는 외부 지배구조의 하나이다. Shin et al.(2014)는 산업 내 경쟁이 낮은 산업에 속한 기업일수록 외부기관의 탐지가 어려운 실제 이익조정을 통해 이익을 상향 조정하며, 산업 내 경쟁정도가 높을수록 외부 기업지배구조의 작동이 강화되어 이익조정 수준이 감소함을 보였다[16]. Cheung et al.(2014)은 산업특성을 경쟁강도, 산업집중도, 그리고 시장진입장벽으로 세분화하여 이들이 비대칭적 원가행태에 미치는 영향을 분석하였다[27]. 그 결과, 기업들은 진입장벽을 높게 유지하여 잠재적 경쟁자를 견제하려 하기 때문에 경쟁강도가 낮을수록, 산업집중도가 높을수록, 시장진입장벽이 높을수록 매출원가의 하방경직성이 강화되는 것으로 나타났다. 반면, 판매관리비의 경우 산업집중도가 높은 산업에서 경영자의 사적 소비에 대한 감시가 심하여 하방경직성은 약화되었다.

한편, 산업경쟁이 경영자의 자발적 공시 결정에 미치는 영향은 재산적 비용이론에 근거하여 설명할 수 있다. 재산적 비용을 산업집중도로 측정하여 분석한 선행연구에서, 산업집중도가 높은 산업에 속한 기업일수록 경영자의 예측정보공시가 점추정(point estimate) 또는 범위예측(range forecasts)보다는 덜 유용한 “질적(qualitative)” 예측형태로 나타나며, 경영자의 자발적 이익예측공시가 감소함을 보였다[17,18]. 또한, Verrecchia and Weber(2006)는 산업이 경쟁적일수록 기업공시가 덜 이루어짐을 보였고[28], Dedman and Lennox(2009)는 수익성이 높은 기업일수록, 현재 또는 잠재적인 경쟁정도가 높을수록 기업이 매출과 매출원가에 관한 정보를 덜 공시함을 보였다[29]. 반면, 재산적 비용이 높을수록 사적인 이익예측유도(earnings guidance)를 하는 경향이 큰 것으로 나타나기도 하였다[30]. 이외에 산업 내 경쟁이 기업에 부정적인 결과를 초래한다는 연구들도 존재한다. 구체적으로 치열한 경쟁 하에서 기회주의적인 이익조정을 하거나[31], 과소 혹은 과잉 투자를 한다[11,12]는 실증분석 결과가 보고되었다.

2.2 연구가설

주주들이 적극적으로 자신의 의견을 회사에 전달하여 회사 경영에 영향을 끼치고 있고, 주주가치 제고를 요구하는 주주 활동이 점차 증가하고 있다. 이러한 시장의 요구에 부응하기 위해 기업들은 주주환원 정책을 마련하고 있다. 주주가치를 제고하기 위한 대표적인 방법은 이익잉여금을 현금으로 지급하는 배당과 자사주 매입 및 소각을 통해 주식 수를 조정하여 주식 가치를 높이는 방법이 있다. 이 중 기업이 어떠한 방법을 선택하는지는 다양한 요소에 의해 결정될 수 있다. 이에 기존 연구들은 주주환원 정책의 선택과 관련된 다양한 가설을 제시하고 있으며, 이 중 산업경쟁과 관련된 가설로 배당대체가설이 있을 수 있다. 배당대체가설에 따르면 기업의 자사주

매입은 배당의 대체 수단이 된다. 기업은 배당을 일정한 수준으로 유지하려고 하는 경향이 있으며, 이러한 경향 때문에 기업은 안정된 잉여현금흐름의 분배를 위해서는 배당을 사용하고 일시적인 잉여현금흐름이 발생한 경우에는 자사주매입을 사용한다[7]. 구체적으로 Grullon and Michaely (2002)는 과거 20년 동안 미국 기업의 배당은 지속적으로 감소하였지만 그 만큼 자사주매입이 증가하여 주주환원의 총량이 유지되고 있음을 보였다[8]. 또한, 이들은 자사주매입 기업의 경우 배당 감소 공시에 대한 유의한 초과수익률 변동이 없었다는 점을 들어 자사주매입이 배당의 대체제라 주장하였다.

산업경쟁은 외부 기업지배구조의 역할을 하기 때문에[15] 경영자는 기업가치를 향상시키기 위해 최선의 노력을 다하며 주주환원 정책에 많은 관심을 갖을 수 있다. 그러나 경쟁이 심한 산업군에 속한 기업은 주주환원 정책으로 배당보다는 자사주매입을 선택할 가능성이 있다. Tehran Stock Exchance에 상장한 기업을 대상으로 분석한 연구에서 Sarlak and Mirzale(2016)는 시장경쟁과 배당과는 유의한 양의 관계가 있다고 보고했다[25]. 왜냐하면 이들에게는 경쟁에서 살아남기 위한 지속적인 성장 및 투자가 필수적이므로 자금 압박에 직면할 수 있고, 그로 인해 꾸준한 배당지급보다는 유연한 변경이 가능한 자사주매입을 선택할 유인이 존재하기 때문이다. 기존 연구에 따르면 경쟁시장에서는 기업이 적절한 투자를 하지 못하면 투자기회를 경쟁기업에게 넘겨주게 되는 약탈위험이 존재한다[32,33]. 따라서 경쟁이 심한 산업의 기업은 약탈위험에 대비해야 하므로 주주환원에 지속적인 자금 투입이 힘들고, 이로 인해 배당보다는 자사주매입을 선택할 수 있다.

반면, 산업집중도가 높은 산업의 기업은 상대적으로 높은 대리인비용에 직면할 수 있고, 주주환원 정책을 통해 잉여현금흐름을 줄임으로써 대리인비용을 감소시킬 수 있다[23,34]. 그러나 일시적인 자사주매입보다는 일정한 수준을 유지해야 하는 배당이 기업의 잉여현금흐름을 줄이는데 효과적이므로 산업집중도가 높은 기업은 자사주매입보다 배당을 선호할 가능성이 있다. 따라서 본 연구에서는 다음의 귀무가설을 설정하여 검증하고자 한다.

가설1: 기업이 속한 산업의 경쟁 정도가 높을수록(낮을수록) 자사주매입(현금배당)을 늘릴 것이다.

3. 연구모형과 실증분석 결과

3.1 표본 선정

분석을 위해서 제조원가명세서를 자발적으로 공시하기 시작한 2010년부터 2021년까지의 한국증권거래소 상장기업 중 다음의 요건을 충족시키는 기업을 표본기업으로 선정하였다.

① 12월 결산법인
② 금융업과 보험업에 속하지 않는 상장기업
③ Fn Guide에서 재무자료가 수집 가능한 기업
④ 전자공시시스템(DART)과 Kis-Value에서 재무자료가 수집 가능한 기업

표본의 동질성을 확보하기 위해 12월 결산이 아닌 기업을 제외하였고, 극단치(outlier)의 영향을 배제시키기 위하여 더미변수와 로그 값을 이용한 변수들을 제외한 변수들을 상·하위 1% 극단치를 조정(winsorization)한 값을 사용하였다. 기업이 속한 산업의 경쟁 정도를 측정하기 위해서 한국표준산업분류 9차 중분류 기준으로 산업을 분류하였으며, 총 20,222개의 기업-연도의 표본이 분석에 활용되었다.

3.2 연구모형

본 연구에서 설정한 가설의 실증분석을 위해 다음과 같은 OLS 연구모형을 설정하였다. 종속변수로 현금배당액을 총자산으로 나눈 배당비율(Dividend)과 자기주식 매입액을 총자산으로 나눈 자사주매입비율(Treasury)을 사용하였다. 주요 독립변수인 시장경쟁도를 측정하기 위해 사용한 대용치는 허핀달-허쉬만 지수(HHI)로서 각 산업에 속한 기업들의 시장점유율의 제곱에 대한 총합으로 계산한다. 통제변수로는 기업 배당과 관련 연구인 Ryu and Byun (2012)와 자사주매입 관련 연구인 Lee and Lee (2006)을 참고하여 종속변수들에 공통적으로 영향을 미치는 변수를 사용하였다[35,36]. 구체적으로 기업의 규모에 따라 기업의 주주환원 방법에 대한 선호가 달라질 수 있기 때문에 기업규모(Size)를 통제하였고, 기업의 투자기회를 통제하기 위해 성장성 측정치인 시장-장부가비율(MTB)과 매출성장률(SGGROWTH)을 사용하였다. 또한, 기업의 수익성 및 재무적 안정성을 통제하기 위해 총자산이익률(ROA)과 부채비율(LEV)을 사용하였고, 상대적으로 주주환원 정책에 관심이 많은 것으로 알려진 외국인 투자자의 효과를 통제하기 위해 외국인지분율(Foreign)을 사용하였다. 이외에 연도별 영향을 통제하기 위해 연도더미 변수를 추가하였다.

〈연구모형 1〉

$$Dividend_{i,t} = a_0 + a_1HHI_{,t} + a_2SIZE_{i,t} + a_3MTB_{i,t} + a_4SGGrowth_{,t} + a_5ROA_{i,t} + a_6LEV_{i,t} + a_7Foreign_{i,t} + \Sigma year\ dummy + \varepsilon_{i,t,} \quad (1)$$

〈연구모형 2〉

$$Treasury_{i,t} = a_0 + a_1HHI_{,t} + a_2SIZE_{i,t} + a_3MTB_{i,t} + a_4SGGrowth_{,t} + a_5ROA_{i,t} + a_6LEV_{i,t} + a_7Foreign_{i,t} + \Sigma year\ dummy + \varepsilon_{i,t,} \quad (2)$$

Dependent variable:

Dividend	cash dividend/total assets
Treasury	treasury shares/total assets

Independent variable:

HHI	Herfindahl-Hirschman Index

Control variables:

Size	natural lof of total assets
MTB	market to book ratio
SGROWTH	sales growth
ROA	return on assets (net income/total assets)
LEV	total liabilities/total assets
Foreign	foreign ownership

Eq. (1)과 Eq. (2)에서 HHI가 높으면 산업이 경쟁이 낮은 것이므로 a1이 양의 계수 값이면, 산업 경쟁이 낮을 때 기업이 배당 혹은 자사주매입을 선호한다고 해석할 수 있을 것이다.

3.3 실증분석 결과

Table 1은 전체 표본의 기술통계량을 나타낸다. 종속변수인 배당비율의 평균은 0.6%였으며, 자사주매입비율의 평균은 0.2%였다. 반면, 주요 독립변수인 HHI지수의 평균은 0.260으로 나타났다. 이외에 기업규모는 평균적으로 19.269의 값을 보였고, 시장-장부가비율은 2.088, 매출성장률은 26.6%, 총자산이익률은 0.2%, 부채비율은 43.5%, 외국인지분율은 7.0%의 평균값을 보였다. 본 연구의 사용한 변수들의 분포는 본 연구와 연구 기간이 유사한 기존 연구들과 유사하였다[37-40].

Table 1. Summary Statistics

	Obs.	Mean	Median	Std.
Dividend	20,222	0.006	0.002	0.013
Repurchase	20,222	0.002	0.000	0.011
HHI	20,222	0.260	0.212	0.192
Size	20,222	19.269	18.924	1.658
MTB	20,222	2.088	1.153	17.922
SGGrouwth	20,222	0.266	0.047	11.208
ROA	20,222	0.020	0.023	0.182
LEV	20,222	0.435	0.427	0.235
Foreign	20,222	0.070	0.023	0.116

Table 2는 변수들간 피어슨 상관계수 값을 나타낸다. HHI지수와 배당비율 간의 상관계수는 0.042였으며 통계적으로 유의하였다. 반면, HHI지수와 자사주매입 간의 상관계수는 통계적으로 유의한 -0.025 값을 보였다. 그 외 각 변수들 간의 상관계수는 -0.4에서 0.4 사이의 값을 갖는다. 이외에 Eq. (1)과 Eq. (2)의 회귀분석에서 다중공선성 문제가 발생하는지 확인하기 위해 분산팽창계수(VIF)를 측정한 결과, 최대값이 1.35로 나타났다. 이는 기준치인 10보다 작은 수치로 다중공선성 문제가 상대적으로 작을 수 있음을 의미한다.

Table 2. Pearson Correlation Coefficient

	Dividend	Repurchase	HHI	Size
Repurchase	0.111[a]	1.000		
HHI	0.042[a]	-0.025[a]	1.000	
Size	0.052[a]	-0.011	0.090[a]	1.000
MTB	-0.003	0.004	-0.025[a]	-0.045[a]
SGGrouwth	-0.007	-0.005	-0.008	-0.016
ROA	0.180[a]	0.053[a]	0.027[a]	0.149[a]
LEV	-0.209[a]	-0.113[a]	0.017[a]	0.129[a]
Foreign	0.200[a]	0.043[a]	0.036[a]	0.394[a]

	MTB	SGGrouwth	ROA	LEV
MTB	1.000			
SGGrouwth	0.004	1.000		
ROA	-0.072[a]	0.016	1.000	
LEV	0.004	0.004	-0.379[a]	1.000
Foreign	-0.008	-0.008	0.092[a]	-0.046[a]

Note : a denotes 1% significance level.

Table 3에서는 산업의 특성, 특히 산업의 경쟁정도와 기업의 주주환원 정책을 살펴보기 위해 Eq. (1)과 Eq. (2)의 회귀분석을 실시하였다. 기업이 속한 산업의 HHI지수는 기업의 배당지급과 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 반면, HHI지수와 자사주매입 간에는 음(-)의 관계가 있었다. 해석하면, 기업이 속한 산업의 경쟁이 낮을수록 기업은 배당지급을 늘리지만, 기업이 속한 산업이 경쟁적일수록 기업은 보다 많은 자사주를 매입하다는 결과이다. 이러한 결과는 대리인비용을 줄일 필요가 있는 경쟁이 낮은 산업의 기업은 일정한 수준을 유지해야 하는 배당을 선호하고, 투자나 성장에 자금이 많이 필요한 경쟁이 높은 산업의 기업은 유연한 변경이 가능한 자사주매입을 선호한다는 가설 1을 지지한다.

Table 3. Product Market Competition and Shareholder Return Policy

	Dividend	Repurchase
HHI	0.003**	-0.002***
	(2.38)	(-3.13)
Size	-0.000	-0.000***
	(-1.52)	(-4.06)
MTB	0.000	0.000
	(0.71)	(0.71)
SGGrouwth	-0.000***	-0.000***
	(-5.61)	(-3.55)
ROA	0.011***	0.003***
	(5.43)	(4.29)
LEV	-0.010***	-0.005***
	(-7.15)	(-7.23)
Foreign	0.024***	0.004***
	(3.71)	(2.88)
Year Fixed Effects	Yes	Yes
Observations	20,222	20,222
Adj. R-squared	0.116	0.021

Note : ***, **, * denote 1%, 5%, 10% significance level respectively.

기업의 재무건정성은 주주환원 정책과 밀접한 관련이 있기 때문에[38,39] 산업경쟁과 주주환원 정책 간의 관계에도 영향을 줄 수 있다. 이에 Kaplan-Zingales(KZ) 지수를 기업의 재무건정성을 측정하는 지표로 사용하여 추가 분석을 진행하였다. Giuli and Kostovetsky(2014)를 참고하여 KZ 지수는 다음과 같은 식을 통해 계산하였다[43]: KZ = -1.002×현금흐름/자산 −1.315×현금보유량/자산 −39.368×배당비율 +3.139×부채비율 +0.283×토빈의 Q. 그리고 재무제약이 있는 기업과 없는 기업을 나누기 위해 KZ 지수가 중위값보다 큰 기업이면 1 아니면 0의 값을 갖는 KZ High 변수를 측정하였다. 그 후 KZ High 변수와 HHI 및 KZ High의 상호작용 변수(HHI × KZ High)를 Eq. (1)과 (2)에 추가하여 회귀분석을 실시하였다.

Table 4의 분석결과를 살펴보면, 재무제약이 없는 기업(KZ High=0)의 경우 산업경쟁이 낮을수록 배당지급을 늘리지만, 재무 제약이 있는 기업(KZ High=1)의 경우 이들 간의 관계가 약화되는 것으로 나타났다. 한편, 재무제약이 없는 기업(KZ High=0)의 경우 산업경쟁이 높을수록 자사주매입을 늘리는 것으로 나타났다. 그러나 재무 제약이 있는 기업(KZ High=1)의 경우 산업경쟁이 낮을수록 자사주매입을 늘리는 것으로 나타났다. 이는 Table 3의 결과와 상반된 것으로 기업은 경쟁이 낮을 때 배당지급 정책을 선택하지만, 재무제약이 있는 경우에는 자사주매입을 그 대안으로 선택하기 때문으로 보인다.

Table 4. Product Market Competition and Shareholder Return Policy: The Effect of Financial Constraints

	Dividend	Repurchase
HHI	0.007***	-0.002***
	(2.72)	(-2.88)
KZ High	-0.007***	-0.002***
	(-10.01)	(-5.07)
HHI × KZ High	-0.006**	0.003**
	(-2.57)	(2.33)
Size	-0.000	-0.000***
	(-1.53)	(-4.35)
MTB	0.000	0.000
	(0.90)	(0.80)
SGGrowth	-0.000***	-0.000***
	(-5.47)	(-3.48)
ROA	0.011***	0.003***
	(6.42)	(4.71)
LEV	0.003***	-0.002***
	(2.72)	(-2.92)
Foreign	0.021***	0.004***
	(3.31)	(2.60)
Year Fixed Effects	Yes	Yes
Observations	20,222	20,222
Adj. R-squared	0.162	0.023

Note : ***, **, * denote 1%, 5%, 10% significance level respectively.

4. 결론

본 논문에서는 산업의 특성, 특히 산업집중도와 기업의 주주환원 정책 간의 관련성을 연구하였다. 분석 결과, 경쟁이 낮은 산업에 속한 기업은 배당지급을 통해 주주의 가치를 증진시키려고 하지만, 산업경쟁이 높을 때는 지속하기 어려운 배당지급보다는 자사주매입을 통해 주주가치를 제고하는 것으로 나타났다. 그러나 재무제약이 있는 경우에는 이와 다른 결과를 보였다. 구체적으로 재무제약이 있는 기업은 산업경쟁이 낮을 때 자사주매입을 하는 것으로 나타났다. 이는 재무제약이 있는 기업의 경우 안정적인 수익을 기대하기 힘들기 때문에 배당보다 좀 더 유연한 정책인 자사주매입을 선호하는 것으로 보인다. 이러한 본 연구의 결과는 기업이 속한 산업의 특성이 기업의 주주환원 정책과 밀접한 관계가 있다는 것을 의미한다.

본 연구는 다음과 같은 시사점을 지닌다. 첫째, 기업의 주주환원 정책에 영향을 미치는 결정요소 연구에 기여한다. 특히 본 연구의 결과는 경영진이 주주환원에 대한 정책을 설정할 때 기업이 속한 산업의 특성을 고려해야 한다는 것을 시사한다. 둘째, 산업경쟁이 기업의 의사결정에 미치는 영향에 대한 연구에 기여한다. 본 연구 결

과는 산업경쟁이 기업의 공시, 지급정책, 투자 등 다양한 의사결정에 영향을 미친다는 기존 연구를 확장하여 주주환원 정책에도 유의한 영향을 미치고 있음을 시사한다.

그러나 본 연구는 다음과 같은 한계점을 함께 갖고 있다. 우선, 본 연구에서는 산업경쟁과 주주환원 정책 간의 관계에 영향을 미치는 요소로 재무제약 가능성만을 설정하였다. 그러나 주주환원 정책은 기업의 투자정책과도 관련이 높기 때문에 향후 연구에서는 투자정책의 영향도 함께 살펴볼 필요가 있다. 또한, 본 연구에서는 자사주 매입만을 대상으로 분석을 진행하였으나 일부 연구에서는 주주환원에 있어 자사주 처분의 역할을 강조하고 있다. 이에 향후 자사주 처분과 관련된 후속연구가 수행되기를 기대한다.

References

[1] J. Kim, "A Study on the Relationship between Firm's Active Shareholder Return Policy and Risk of the Firm," *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.35, No.4, pp.775-799, 2022.
DOI: https://doi.org/10.22558/jieb.2022.8.35.4.775

[2] B. Kim, C. Lee, "The Impact of Rational Shareholder Return Policy on the Shareholder Value of Financial Companies : Focus in Communication and Share Repurchases," *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.37, No.1, pp.173-203, 2024.
DOI: https://doi.org/10.22558/jieb.2024.2.37.1.173

[3] G. Grullon, R. Michaely, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis," *Journal of Finance*, Vol.57, No.4, pp.1649-1684, 2002.
DOI: https://doi.org/10.1111/1540-6261.00474

[4] W. Kim, J. Lim, "An Empirical Study on Resale and Retirement of Treasury Shares: Evidence from Korea," *Korean Journal of Financial Studies*, Vol.46, No.1, pp.35-60, 2017.

[5] J. Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *American Economic Review*, Vol.46, No.2, pp.97-113, 1956.

[6] J. Jeong, C. Yoon, "The Effects of the Agency Problem and Information Asymmetry on the Degree of Dividend Smoothing," *Journal of Business Research*, Vol.33, No.1, pp.231-247, 2018.
DOI: https://doi.org/10.22903/JBR.2018.33.1.231

[7] M. Jagannathan, C.P. Stephens, M.S. Weisbach, "Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Financial Economics*, Vol.57, No.3, pp.355-384, 2000.
DOI: https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00061-1

[8] G. Grullon, R. Michaely, "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis," *Journal of Finance*, Vol.57, No.4, pp.1649-1684, 2002.
DOI: https://doi.org/10.1111/1540-6261.00474

[9] W. Sul, S. Kim, H. Jang, "Effects of Stock Repurchase on Firm's Dividends and Long-Term Performance," *Journal of Industrial Economics and Business*, Vol.17, No.4, pp.1291-1315, 2004.

[10] S. Kim, Y. Jang, "The Cash-Flow Permanence and the Choice between Dividends and Stock Repurchases," *Journal of Derivatives and Quantitative Studies*, Vol.24, No.4, pp.591-617, 2016.
DOI: https://doi.org/10.1108/JDQS-04-2016-B0003

[11] G.C. Biddle, G. Hilary, "Accounting Quality and Firm-Level Capital Investment," *Accounting Review*, Vol.81, No.5, pp.963-982, 2006.
DOI: https://doi.org/10.2308/accr.2006.81.5.963

[12] J. Choi, Y. Kwak, "Association between Managerial Overinvestment Propensity and Real and Accrual-Based Earnings Management," *Korean Accounting Review*, Vol.35, No.4, pp.75-132, 2010.

[13] R. Lambert, C. Leuz, R.E. Verrecchia, "Accounting Information, Disclosure, and the Cost of Capital," *Journal of Accounting Research*, Vol.45, No.2, pp.385-420, 2007.
DOI: https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2007.00238.x

[14] H. Lee, Y. Kim, "Product Market Competition and Voluntary Disclosure of Manufacturing Costs," *Global Business Administration Review*, Vol.15, No.2, pp.177-205, 2018.
DOI: https://doi.org/10.38115/asgba.2018.15.2.177

[15] A. Shleifer, R.W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, Vol.52, No.2, pp.737-783, 1997.
DOI: https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04820.x

[16] I.H. Shin, M.G. Lee, E.C. Lee, "Market Competition and Real Earnings Management - Focusing on Interaction with Corporate Governance," *Korean Accounting Review*, Vol.39, No.3, pp.57-90, 2014.

[17] L.S. Bamber, Y.S. Cheon, "Discretionary Management Earnings Forecast Disclosures: Antecedents and Outcomes Associated with Forecast Venue and Forecast Specificity Choices," *Journal of Accounting Research*, Vol.36, No.2, pp.167-190, 1998.
DOI: https://doi.org/10.2307/2491473

[18] A. Ali, S. Klasa, E. Yeung, "Industry Concentration and Corporate Disclosure Policy," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.58, No.2-3, pp.240-264, 2014.
DOI: https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2014.08.004

[19] E.F. Fama, K.R. French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?," *Journal of Financial Economics*, Vol.60, No.1, pp.3-43, 2001.
DOI: https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00038-1

[20] C.E. Crutchley, R.S. Hansen, "A Test of the Agency

Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends," *Financial Management*, pp.36-46, 1989.

[21] K. Park, E. Lee, I. Lee, "Determinants of Dividend Porlicy of Korean Firms," *Asian Review of Financial Research*, Vol.16, No.2, pp.195-229, 2003.

[22] W. Sul, S. Kim, "Impact of Foreign Investors on Firm's Dividend Policy," *Korean Journal of Financial Studies*, Vol.35, No.1, pp.1-40, 2006.

[23] M.C. Jensen, "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers," *American Economic Review*, Vol.76, No.2, pp.323-329, 1986.

[24] Y. Kim, "The Effect of Business Strategy and Market Competition on Asymmetric Cost Behavior," *Korean International Accounting Review*, Vol.89, No.1, pp.45-64, 2020.
DOI: https://doi.org/10.21073/kiar.2020..89.003

[25] N. Sarlak, F. Mirzale, "The Relation between Market Competition and Dividend Policies," *Journal of Asset Management and Financing*, Vol.4, No.4, pp.46-60, 2016.

[26] S. Hahn, S. Kwon, "An Empirical Analyses on the Effects of Credit Ratings and Financial Slacks on Dividend Smoothing of Korean Firms Listed in Korean Stock Market," *Review of Financial Information Studies*, Vol.6, No.1, pp.1-16, 2017.

[27] J.H. Cheung, H.P. Kim, S.J. Kim, B.S. Kim, "The Effect of Industry Characteristics on Asymmetric Cost Behavior," *Korean Accounting Journal*, Vol.23, No.6, pp.429-456, 2014.

[28] R.E. Verrecchia, J. Weber, "Redacted Disclosure," *Journal of Accounting Research*, Vol.44, No.4, pp.791-814, 2006.
DOI: https://doi.org/10.1111/j.1475-679X.2006.00216.x

[29] E. Dedman, C. Lennox, "Perceived Competition, Profitability and the Withholding of Information About Sales and the Cost of Sales," *Journal of Accounting and Economics*, Vol.48, No.2-3, pp.210-230, 2009.
DOI: https://doi.org/10.1016/j.jacceco.2009.07.003

[30] I.Y. Wang, "Private Earnings Guidance and Its Implications for Disclosure Regulation," *Accounting Review*, Vol.82, No.5, pp.1299-1332, 2007.
DOI: https://doi.org/10.2308/accr.2007.82.5.1299

[31] C. Karuna, F. Tian, "Industry Product Market Competition and Earnings Management," *Annual Meeting of the American Accounting Association*, USA, 2011.

[32] D.. Haushalter, S.J. Klasa, W.F. Maxwell, "The Influence of Product Market Dynamics on a Firm's Cash Holdings and Hedging Behavior," *Journal of Financial Economics*, Vol.84, No.3, pp.797-825, 2007.
DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.05.007

[33] J. Yim, "Product Market Competition, Rival Firms, and a Firm's Cash Holdings," *Korean Journal of Financial Management*, Vol.36, No.4, pp.87-119, 2024.

[34] J. Farre-Mensa, R. Michaely and M. Schmalz, "Payout Policy," *Annual Review of Financial Economics*, Vol.6, No.1, pp.75-134, 2014.
DOI: https://doi.org/10.1146/annurev-financial-110613-034259

[35] D. Ryu, H. Byun, "Market Competition and Corporate Payout Policy," *Korean Corporation Management Review*, Vol.43, No.1, pp.255-277, 2012.

[36] I. Lee, H. Lee, "The Korean Firms' Stock Repurchase Motives," *Review of Accounting and Policy Studies*, Vol.11, No.1, pp.187-208, 2006.

[37] J. Park, H. Kim, J. Suh, "Korean Firms' Share Repurchase Activities: Firm Characteristics, Financing and Investment," *Korean Journal of Financial Studies*, Vol.49, No.5, pp.643-679, 2020.
DOI: https://doi.org/10.26845/KJFS.2020.10.49.5.643

[38] Y. Kim, "The Effect of Business Strategy and Market Competition on Asymmetric Cost Behavior," *Korean International Accounting Review*, Vol.89, No.1, pp.45-64, 2020.
DOI: https://doi.org/10.21073/kiar.2020..89.003

[39] H. Choi, S. Ryu "The Effect of Market Competition on the Value Relevance of Entertainment Expenses," *Korean Research Association for the Business Education*, Vol.35, No.5, pp.71-86, 2022.
DOI: http://doi.org/10.34274/krabe.2021.35.5.003

[40] H. Nam, H. Kim, "The Effect of ESG performance on Dividend Payout Policy," *Study on Accounting, Taxation and Auditing*, Vol.63, No.2, pp.235-260, 2022.
DOI: http://doi.org/10.22781/kicpa.2021.63.2.235

[41] Y.H. Kim, "Interdependency among Leverage, Dividend and Ownership Decisions," *Korean Jouranl of Business Administration*, Vol.18, No.1, pp.443-463, 2005.

[41] S.G. Kim, J.H. Cha, J.G. Jeong, "A Study on the Factor of Making a Decision of Purchasing Our Company Stocks," *Journal of Business Education*, Vol.26, No.2, pp.219-243, 2012.

[43] A.D. Giuli, L. Kostovetsky, "Are Red or Blue Companies More Likely to Go Green? Politics and Corporate Social Responsibility," *Journal of Financial Economics*, Vol.111, No.1, pp.158-180, 2014.
DOI: https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.10.002

김 태 연(Taeyeon Kim) [정회원]

- 2016년 2월 : 한국과학기술원 경영공학부 (공학석사)
- 2021년 2월 : 한국과학기술원 경영공학부 (공학박사)
- 2022년 3월 ~ 현재 : 가톨릭대학교 경영학과 교수

〈관심분야〉
재무관리, 기업재무

김 유 라(Yura Kim) [정회원]

- 2000년 5월 : Purdue University
- 2011년 12월 : University of Maryland, School of Management (Ph. D. in Management)
- 2012년 2월 ~ 2014년 1월 : 국민대학교 조교수
- 2014년 3월 ~ 현재 : 서울시립대학교 경영학부 교수

〈관심분야〉
재무회계, 재무관리