

# 지배구조가 좋은 기업은 더 많은 배당을 하는가?<sup>1)</sup>

박광우 (한국기업지배구조개선지원센터 연구위원, KAIST 교수)

1. 머리말
2. 기존문헌 연구와 연구가설
3. 표본자료 및 연구방법
4. 실증결과와 해석
5. 맺음말

## <요약>

본 연구논단에서는 그 동안 중요한 논의의 대상이었지만 상대적으로 간과되었던 문제인 기업지배구조와 주주에 대한 경영과실배분의 문제를 분석하였다. 실증분석결과, 국내 상장기업들은 기업지배구조가 건전하고 배당수익률이 높을수록 기업가치가 높게 평가되며, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 평균적으로 높은 배당수익률을 보이고 있음을 발견하였다. 이는 비록 국내자본시장에서는 법적 여건의 미비로 투자자보호가 여의치 않지만, 개별기업의 차원에서는 주주보호를 위한 장치가 잘 갖추어지고 지배구조가 좋을수록 주주들에게 나누어주는 경제적 혜택이 크고, 이로 인해 자본시장에서 투자자들로부터 해당기업의 가치가 높게 평가 받는 것으로 분석된다.

한편, 재벌의 경우 일반적으로 매출액이나 당기순이익에 대비해 배당이 비재벌기업에 비해 적지만, 기업지배구조가 좋은 재벌기업은 그렇지 않은 재벌기업에 비해 배당수익률이 높음을 발견하였다. 또한 기업지배구조가 배당수익률에 미치는 긍정적 효과가 성장기회가 많은 기업일수록, 그리고 대리인문제가 적은 기업일수록 크다는 것도 확인하였다. 이러한 분석결과는 기업지배구조가 좋은 기업들이 왜 시장에서 긍정적으로 평가되는 지에 대한 또 하나의 논거를 제시한다.

## 1. 머리말

기업가치제고와 소액주주들을 보호하려는 인식의 확산으로 인해 기업지배구조 개선문제는 현재 범세계적인 현안으로 규제당국 뿐만 아니라 재무학자들에 의해 큰 관심의 대상이 되고 많은 연구가 진행되어 왔다. 그런데, 그 동안의 기업지배구조 관련연구들은 주로 기업의 지배구조관행에 대한 결정요인을 규명하거나 기업지배구조와 기업성과간 관계규명에 중점이 주어져왔다. 먼저 투자자보호 등의 법적보호정도에 따른 국가간 비교가 연구의 한 축을 형성하였다. La Porta et al.(1997), Demircuc-Kunt and Maksimovic(1998), Rajan and Zingales(1998) 등의 연구에서 법적보호가 우수한 국가의 기업들은 자신의 성장을 위한 재원조달로서 외부자본조달에 더 많이 의존하고 있는 것으로 나타났다. 또한 La Porta et al.(2002)은 투자자 보호가 잘되어 있는 국가의 기업들이 더 높은 기업가치를 가진다고 보고하였으며, Wurgler(2000)도 자본분배의 효율성이 소액투자자의 법적보호 정도와 정(+)의 관계가 있는 것으로 밝혀냈다.

한편 투자자 보호에 관한 법적장치나 국가간 규제비교 연구와 함께 해당국내 개별기업의 지배구조의 차이에 따른 기업가치의 영향을 다룬 연구들이 또 다른 지배구조 연구분야의 한 축을 형성하였다. 먼저 미국을 포함한 OECD선진국가들의 기업지배구조를 다룬 연구들에서 투자자보호가 잘 된 기업일수록 영업성과나 시장가치가 높다고 보고하고 있다 (Shleifer and Vishny, 1997; Maher and Andersson, 2000; Gompers, Ishii and Metrick, 2003). 뿐만 아니라 투자자보호가 미흡한 신흥시장을 대상으로 한 연구들도 마찬가지로의 결과를 보고하고 있다(Black, 2001; Black, Jang and Kim, 2005; Klapper and Love, 2003; Durnev and Kim, 2005). 또 다른 연구경향으로, 기업지배구조와 기업가치간의 관계와 기업지배구조의 결정요인 규명에 관한 연구들도 있다.

그러나 좋은 지배구조가 해당기업과 투자자에게 어떤 경로로 긍정적인 영향을 미치는지에 관한 연구결과는 지금까지 미진하였다. 예컨대, 좋은 지배구조를 가진 기업이라면 자본비용이 낮아진다는지, 투자자들에게 유리한 배당정책을 실시한다든지 하는 중요한 이슈들을 실증분석한 연구활동은 아직 부진하다. 이와 관련하여 Bhojraj and Sengupta(2003)의 연구는 몇 안 되는 중요한 실증결과를 제공하고 있다. 이들은 기관투자자 비율이 높고 사외이사의 영향력이 좋은 기업일수록 채권수익률이 낮고 채권발행시 채권등급을 높게 평가받는 것을 확인하였다. 이는 건전한 기업지배구조가 기업과 채권투자자간 정보비대칭성을 줄여주고 대리인비용을 완화시켜줌으로써 부채조달비용을 줄여 궁극적으로 기업가치를 제고한다는 것을 증거하는 것이다. 이에 본 연구는 이러한 관심사에 주목하고, 지배구조의 강화가 기업가치를 제고하는데 대한 또 하나의 근거로서 기업이 주주에게 지급하는 배당정책에 주목하고자 한다.

좋은 지배구조를 가진 기업이라면 정(+)의 순현재가치를 갖는 투자 안을 실행할 것이며, 이로 인한 이익잉여금은 또 다른 투자 안에 재투자되든지 배당지급으로 주주들에게 환원될 것으로 간주된다. 그러나 소액주주들에 대한 보

효율이 미약하고 법령정비가 부족한 경우, 기업의 경영진들은 투자자에게 지급해야 할 몫을 제대로 배분해주지 않은 것으로 보고 된다(La Porta et al., 1997, 2002). 따라서 소액주주 등에 대한 보호조치가 미흡한 국내기업들의 소유경영자들도 기업의 잉여이익을 주주들에게 되돌려주려는 유인이 부족할 것으로 보인다. 오히려 이들은 소액주주들의 몫을 차지하려는 유인과 그럴 능력을 가지고, 질 좋은 성장기회가 없음에도 불구하고 잉여현금을 기업 내에 유보시키려고 할 것이다. 따라서 좋은 지배구조를 가진 기업들이 실제로 더 많은 배당금을 지급하고 있는지의 여부는 실증과제이다.

따라서 기업의 배당수익률에 대한 시장의 평가를 확인하고, 이의 결정요인을 기업지배구조와 더불어 분석하는 것은 매우 의미 있는 일이다. 이에 본 연구에서는 그 동안 중요한 논의의 대상이였지만 상대적으로 간과되었던 문제인 기업지배구조와 주주부의 관계를 분석하였다. 이를 위해 본 연구에서는 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)의 평가를 받는 한국증권선물거래소에서 거래되는 유가증권시장 주권상장법인(이하에서는 상장기업이라 칭함)을 대상으로, 먼저 기업의 지배구조와 배당정책이 해당기업의 가치에 미치는 영향을 분석한 후, 기업지배구조와 기업특성들이 어떻게 주주부를 배분하는 결정요인으로 작용하는가 살펴보았다.

본 연구논단의 주요 실증결과는 다음과 같다. 국내 상장기업들은 기업지배구조가 건전하고 배당수익률이 높을수록 기업가치가 높게 평가되었다. 또한 기업지배구조와 해당기업의 주주들에 대한 부의 배분은 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 즉, 기업지배구조가 좋은 기업일수록 평균적으로 높은 배당수익률을 보이고 있음을 발견하였다.

또한 기업지배구조평가항목을 세부적으로 분해하여 분석한 결과에서도 '주주권리보호' 항목이 유의하게 배당수익률과 정(+)의 관계를 보이고 있음이 나타났다. 이는 비록 국내자본시장에서는 법적여건의 미비로 투자자 보호가 여의치 않지만, 개별기업의 차원에서는 주주보호를 위한 장치가 잘 갖추어지고 지배구조가 좋을수록 주주들에게 돌아가는 경제적 혜택이 크고, 이로 인해 자본시장에서 해당기업의 가치가 높게 평가 받는 것으로 보인다. 한편, 재벌의 경우 일반적으로 매출액이나 당기순이익에 대비해 배당이 비재벌기업에 비해 적지만, 기업지배구조가 좋은 재벌기업은 그렇지 않는 재벌기업에 비해 배당수익률이 높음을 발견하였다.

본 연구논단의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 기존연구를 정리하고 실증분석할 가설을 제시한다. 3장에서는 표본기업 및 관련자료들의 특성과 연구방법론을 설명한다. 4장에서는 실증분석의 결과가 제시되며, 5장에서는 본 연구의 결론을 맺는다.

## 2. 기존문헌연구와 연구가설

TOP ▲

### 1. 주주부의 배분과 기업가치

기업지배구조가 기업가치를 제고한다는 실증적 증거는 풍부한데 비해, 좋은 지배구조를 가지는 것이 해당기업과 투자자에게 어떠한 경로를 통해 영향을 미침으로써 기업가치와 연관되는 지에 관한 구체적인 경로관련 연구는 상대적으로 아직 드문 실정이다. 이에 대해 Black, Jang and Kim(2005)은 좋은 지배구조가 기업가치를 제고시키는 이론적 근거로서 다음의 가설들을 정리하여 제시하고 있다. 우선 높은 기업가치를 가진 기업들은 자신의 가치를 더욱 증가시키기 위해 좋은 지배구조를 선택할 가능성이 높거나(reverse causation hypothesis), 기업들은 내생적으로 적절히 서로 다른 지배구조를 선택하며(optimal difference hypothesis; Demsetz and Lehn, 1985), 기업이 자신의 본질가치를 외부투자자들에게 신호전달하기 위해 건전한 지배구조를 선택한다는 것이다(quality signaling hypothesis). 그러나 이들은 해당 가설들에 대한 추가논거를 제시하거나 실증분석을 통한 관련증거를 제시하진 못하고 있다.

이와 관련하여, Bhojraj and Sengupta(2003)는 기관투자자비용이 높고 사외이사의 영향력이 좋은 기업일수록 채권수익률이 낮고 채권 발행시 채권등급을 높게 평가받는 것을 확인하였다. 이는 건전한 기업지배구조가 해당기업과 채권투자자간 정보의 비대칭성을 줄여 관련된 대리인비용을 완화시키고 부채조달비용을 절감시킴으로써 해당기업의 가치가 제고된다는 것을 증거하고 있다.<sup>2)</sup>

Giannetti(2003)는 유럽 8개국가의 자료를 통해 채권자 권리와 이의 강제력의 정도가 해당기업들의 부채이용가능성과 이용도에 미치는 영향을 분석하여, 기업들이 무형자산에의 투자를 위해 차입할 가능성은 채권자권리 보호수준과 이 권리가 강제되는 정도에 정(+)의 상관관계 있음을 발견하였다. 이는 기업지배구조를 직접적으로 분석한 것은 아니지만, (채권)투자자의 보호가 기업의 자금이용도에 영향을 미쳐 궁극적으로 기업가치에 관련됨을 증거하고 있다.

이에 본 연구에서는 기업지배구조가 해당기업의 주주들에게 되돌아가는 부의 배분에 어떠한 영향을 미치고, 이러한 차이가 궁극적으로 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 규명하고자 한다. 기업지배구조가 해당기업의 주주부의 배분에 미치는 영향에 대한 제 논의는 다음 소절에서 구체적으로 다루기로 하고, 본 소절에서는 배당으로 측정되는 주주부 배분이 해당기업의 가치에 미치는 영향을 논의한다

먼저 자본시장이 완전하다면 기업의 배당정책은 더 이상 해당기업의 가치에 영향을 미치지 못한다(Miller and Modigliani, 1961). 그러나 세금, 정보의 비대칭성, 불완전 계약, 법적계약, 및 거래비용 등 자본시장 내 다양한 불완전요인이 존재하는 경우에는 기업의 배당정책이 기업가치에 더 이상 무관하지 않으며, 그 영향에 대한 결론 역시 일관되지 않다. 거래비용과 세금 등의 문제를 감안한다면 주주에게 배당을 통해 기업의 부를 지급하는 것은 더 이상 유리한 방법이 아니다(Black, 1976).

그러나 자본시장 내에 존재하는 여러 불완전 요인들을 감안하고 이를 극복하는 하나의 방안으로서 제시되는 배당지급에 대해서는 시장에서 긍정적으로 평가하는 것으로 인식되고 있다. 당사자간 계약이 불완전할 경우, 배당지급을 많이 할수록 경영자와 주주간 이해가 일치할 가능성이 높아 관련된 비용을 줄일 수 있으며(Grossman and Hart, 1980; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986), 기업관련 정보가 비대칭적인 경우 배당을 통해 미레이익과 관련된 정보를 효과적으로 시장에 전달할 수 있다는 것이다(Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985; John and Williams, 1985). 따라서 기업의 배당지급이 기업가치에 미치는 영향이 긍정적일지 아니면 부정적일지는 한마디로 결론짓기는 매우 힘들며, 자본시장의 불완전 요인과 해당기업의 여러 재무적 특성, 그리고 이에 따른 시장에서의 해당기업의 배당에 대한 해석여부에 따라 달라질 것으로 이해된다.

최근 기업의 성장기회 및 유동성 보수수준과 관련해서 배당지급이 갖는 정보효과에 대한 매우 흥미로운 연구가 있는데, Grullon, Michaely and Swaminathan (2002)의 '성숙도가설(maturity hypothesis)'과 관련된 연구결과가 그것이다. 이에 따르면 기업들은 성숙기에 접어들어 성장기회가 줄어들수록 배당을 늘리는데, 이는 해당기업의 체계적 위험과 수익성을 동시에 줄이는 결과를 낳는다. 이 경우 기업의 배당지급의 증가는 다음과 같은 두 가지 정보를 내포하는데, 그 하나는 위험이 줄어든다는 긍정적인 내용이고, 다른 하나는 수익성이 줄어들 거라는 부정적인 내용이다. 이때 배당증가에 대한 시장에서의 긍정적인 반응은, 두 가지 정보효과 중 위험요인이 수익성 요인을 압도한다는 것으로 해석된다.

이에 본 연구에서는 기업의 배당수준에 대한 시장의 반응을 확인하고자 한다. 즉, 기업의 배당지급을 불필요한 과다비용이 수반된 기업행위로 인식할지, 아니면 기업관련 정보가 부족한 현실에서 해당기업관련 유익한 정보 원천으로서 이해할지는 실증적 과제라 할 수 있겠다.

## 2. 기업지배구조와 주주부의 배분

자본시장에서 주주들의 주요 관심사는 적절한 투자대상 선정과 궁극적으로 배당 혹은 자본이득을 통해 자신의 투자에 대해 적절한 대가를 되돌려 받는 것이다. 이와 관련하여 기업지배구조관련 논의의 주안점은 채권투자자와 이의 집행자간 불일치와 양자간 유인구조의 차이에 따른 여러 문제점들을 해결하는 것이다. 기업의 경우 수익성 높은 투자 안에 대해서는 투자자로부터 자금을 조달하여 투자를 하되, 적절한 투자처를 찾지 못할 경우 잉여현금흐름을 주주들에게 배분하는 것은 기업내부경영진과 외부투자자간 이해갈등을 완화시켜주는 가장 효과적인 방법이 된다(Jensen, 1986). 따라서 기업지배구조가 건전하다면 기업은 투자자로서 주주들을 존중하고 기업의 부를 주주들에게 적절히 배분해야 할 것이다. 지배구조가 제대로 작동된다는 것은 기업부의 재분배과정이 원활하다는 점을 내포한다. 따라서 기업지배구조관련 실문이 주주부를 배분하는 지배구조가 제대로 작동되고 있는지를 반영한다면, 기업지배구조지수와 주주부의 배분간에는 유의적인 정(+)의 관계가 성립할 것으로 기대한다.

추가적으로 기업의 성장기회에 따른 배당지급의 차이를 기업지배구조와 관련하여 분석한다. 일반적으로 배당금 지급은 성장기회 감소에 따른 잉여현금흐름의 문제를 완화시켜줌으로써 소액주주의 부를 착취(혹은 이전)하는 문제를 완화시켜줄 수 있다. La Porta et al.(2000)에 따르면 투자자 보호규정이 잘 정돈되어 있는 영미법 채택국가의 기업들은 투자자 보호가 여의치 않은 국가의 기업들에 비해 채투자기회가 여의치 않을 경우에 배당을 더 많이 하는 것으로 보고된다. 소액투자자들에 대한 보호가 잘 갖추어져 있는 선진자본시장에 비해, 국내의 경우 소액주주들에 대한 미약한 보호규정과 부족한 법령시행으로 인해, 기업의 경영진들은 소액투자자에게 지급해야 할 몫을 제대로 배분해주지 못하고 있다고 지적한다(La Porta et al., 1997, 2002). 오히려 내부대주주들은 이들 소액주주들의 몫을 차지하려는 유인과 능력을 가지고, 좋은 투자기회가 없음에도 잉여현금을 기업 내에 유보시키려고 할 것이다.

한편으로 La Porta et al.(2002)은 '대체가설(substitute model)'을 통해 투자자 보호가 여의치 않은 국가에서 성장기회가 높은 기업들은 오히려 배당을 늘림으로써 자신의 가치를 시장에 알리고 향후 투자재원 조달시 유리한 조건으로 조달할 유인이 있음을 제시하였다. 따라서 투자기회와 지배구조의 차이에 따른 배당수준에 대한 일치하지 않은 논거와 그간 국내기업들의 지배구조와 배당관련 관행을 감안한다면, 국내기업들이 지배구조점수가 높다고 해서 주주들에게 더 많은 배당금을 지급하는 지에 관해서는 사전적으로 단정하기 어렵다. 따라서 좋은 지배구조를 가진 기업들이 실제로 더 많은 배당금을 지급하고 있는지의 여부는 여전히 실증과제이다.

아울러 표본기업들의 배당지급이 여타 채권투자자들에게 미치는 영향도 함께 분석하고자 한다. 기업의 배당지급이 단순히 주주들만의 문제는 아니며, 채권자로부터 주주에게로 부의 이전가능성에 대한 논의 또한 널리 알려져 있다(Jensen and Meckling, 1976; Myers, 1977). 이에 대해 DeAngelo and DeAngelo (1990)는 재무적 압박에 처해 있는 기업들이 이전의 배당수준을 유지하려는 것을 통해 채권자로부터 주주로의 부의 이전 가능성을 제시하였다. 한편 Handjinicolaou and Kalay(1984)는 배당의 변화가 주가 및 채권가격의 변화에 미치는 영향을 분석하여, 배당이 줄어들면 채권가격은 하락하지만 배당이 증가하면 채권가격은 별 영향을 받지 않다는 증거로부터 채권자에게서 주주로의 부의 이전가설을 반박하였다. 따라서 주주들과 채권자들간 갈등의 여지가 해당기업의 배당결정에 어떠한 영향을 미칠지는 가늠하기 어렵다. 이에 본 연구에서 채권자와 주주간 갈등의 여지가 큰 기업들을 대상으로 지배구조에 따른 배당결정의 차이를 추가로 분석한다.

더불어 국내재벌기업들이 비재벌기업들에 비해 여타 조건이 일정할 경우 배당을 적게 하고 있는지 여부도 함께 분석한다. 국내재벌기업들은 계열사간 상호(순환)출자 등을 통해 피라미드 조직구조를 형성하고 있다. 이러한 소유구조로 인해 (소유)경영진은 자신의 현금청구권 이상의 경영통제권을 행사할 수 있게 된다(Claessens et al., 2000; 박경서와 백재승, 2001). 현금청구권과 의사결정권(혹은 경영통제권)간 괴리가 큰 국내기업들, 특히 재벌기업들의 경우에는 주주부의 배분문제가 더욱 심각할 수 있다. 그리고 경영진(내부소유자)에 의한 현금흐름청구권과 경영통제권의 불일치가 일반주주들에 대한 배당금 지급에 미치는 영향을 추론하기는 어렵지 않다고 하겠다. 즉 주주에게 배당금을 지급하게 되면 내부대주주의 통제권에 있는 자원이 줄어들게 되므로 배당자체를 꺼릴 뿐만 아니라, 향후 투자에 필요한 자원을 외부로부터 조달할 경우, 이러한 점들을 이미 고려하고 있는 투자자들에게는 저평가된 주식을 발행할 수밖에 없으므로, 두 권리간 불일치가 커질수록 기업은 배당금지급을 줄일 것이다. 따라서 일반적으로 청구권과 경영권간 괴리가 큰 재벌기업들은 이 문제가 비교적 덜한 비재벌기업들에 비해 평균적으로 더 낮은 배당금 지급을 할 것으로 기대한다.

그러나 Fauver, Houston and Naranjo(2003)의 분석처럼 투자자 보호가 미약하고 외부자본조달이 덜 용이한 국가일수록 다각화를 통한 내부자본시장의 존재가 해당기업의 가치와 주주의 부에 긍정적인 영향을 미치는 점을 감안한다면, 내부자본시장이 형성된 국내재벌기업들의 경우 자본이득 등을 통한 주주부의 증가는 가능하리라 여겨진다.

또한 저배당구조를 가진 재벌기업들이라 하더라도 좋은 지배구조를 가진 기업들이라면 이러한 저배당금지급 성향을 완화시켜줄 것인지에 관해서도 분석한다. 만약 내부주주의 권리차이가 큰 재벌기업들이 자신들의 소액주주권리 보호 등의 의사를 알리려 한다면 더 좋은 지배구조를 가지고 주주들에게 더 많은 배당을 지급함으로써 이를 시장에 알려 자신들을 차별화하려고 할 것이다. 내부주주들의 경우 이런 고배당을 통한 암묵적인 질(commitment)은 자신의 통제하에 놓여있는 잉여현금흐름에 관한 사적 이익을 감소시키는 것이므로 매우 큰 비용을 수반하는 것이다. 따라서 이러한 유인이 적은 기업들이 모방하기에는 부적절할 것으로 기대한다. 이는 기업지배구조와 해당기업의 배당금지급 간에는 정(+)의 관계가 존재할 가능성을 예시한다.

### 3. 표본자료 및 연구방법

TOP ▲

#### 1. 기업지배구조자료 및 표본기업의 특성

기업지배구조와 관련된 연구에서는 해당기업의 지배구조가 주주권리를 얼마나 효과적으로 보호하고 있는지에 대한 적절한 척도(measure)를 필요로 한다. 기존연구들은 Credit Lyonnais Securities Asia (CLSA) Score, Standard and Poor's Corporate Governance Score 등 주로 설문자료를 통한 기업지배구조지수들을 이용하고 있다(Klapper and Love, 2003; Durnev and Kim, 2005; Gillan, Hartzell, and Starks, 2003). 그러나 이 지수들은 주로 영리법인에 의한 설문자료를 이용하고 있으므로 설문결과가 설문담당기관과 고객기업간 업무관계에 따른 이해관계를 반영할 가능성이 높아, 이 지수들은 잠재적 편의에 노출되어 있을 가능성이 높다. 예컨대, 평가를 받는 기업의 상당부분을 CLSA 고객 투자펀드회사가 가지고 있다면 CLSA가 그 기업의 지배구조를 좋게 평가할 수 있을 가능성이 있다.

이러한 문제와 관련하여 지배구조에 관한 객관성과 외적 타당성을 제고시키기 위해 본 연구에서는 국내상장기업들을 대상으로 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)에 의해 수행된 독특하면서도 포괄적인 설문자료를 이용하고 있다. KCGS는 1999년 이후 매년 상장기업들을 대상으로 소액주주를 보호하려는 기업들의 관행과 여타 지배구조에 관한 설문조사를 실시해오고 있다. 설문조사에는 모두 5개 세부 사항에 관한 질문을 포함하고 있으며, 총점은 300점이다. 세부항목으로는, (a) 주주의 권리보호(25개항, 90점), (b) 이사회구성 및 운영(30개항, 100점), (c) 기업공시(18개항, 50점), (d) 감사기구(9개항, 30점) 및 (e) 경영과실배분(4개항, 30점) 등을 포함한다. 따라서 본 연구에서 사용하고 있는 기업지배구조관련 지수는 독립적인 비영리 기관에 의해 객관적으로 실시된 설문작업으로 진행된 것인 만큼 잠재적인 내용왜곡의 문제로부터 근본적으로 자유로우며, 전 상장기업들을 대상으로 자료인 만큼 표본편의(selection bias)로부터도 자유롭다고 할 수 있다.

본 연구논단의 분석에 사용된 기업지배구조지수는 2003년 7월에 수행된 설문자료를 바탕으로 하고 있다. 표본 기업들의 선정은 기본적으로 KCGS 설문자료에 포함된 426개 상장기업들 중 기업특성관련 자료를 구할 수 있는 비금융기업들로서 358개 기업을 최종적으로 선택하였다. 표본기업들의 지분율 관련자료는 한국상장회사협의회 DB에서, 회계관련자료는 한국신용평가주식회사 KIS-FAS로부터, 재벌관련자료는 공정거래위원회 DB에서, 그리고 주가관련 자료는 한국증권연구원 DB에서 구하였다. 관련자료들은 2003년 7월을 기준으로 가장 최근 회계연도 말 자료를 사용하였다.

분석에 사용된 주요변수들의 정의와 측정방법은 <표 1>에 제시되었다. 기업지배구조지수 및 세부지수는 KCGS에서 발표한 자료를 그대로 인용하였다. 참고로 기업지배구조의 세부사항으로 이사회 부분을 '이사회 구성'과 '이사회 운영'의 두 하위지수로 세분하여 분석에 이용하였다. 주주부의 배분을 나타내는 변수로는 배당수익률, 연간주식보유이익률, 매출액대비 배당수익률, 및 총자산대비 배당수익률 등을 사용하였다. 배당수익률변수는 액면가를 기준으로 한 것으로, 기존 시장 및 업계관행에 따른 기업의 반응을 측정비교하기 위한 변수이다.

연간주식보유이익률변수는 국내소액투자자들의 대부분이 배당보다는 주가차익을 통한 자본이득을 목표로 투자하는 현실을 감안하여 이들의 요구를 충족시키는데 대한 효과적인 측정기저로 분석에서 사용하였다. 본 연구에서 주로 사용하고 있는 주주부의 배분변수로는 현금배당액을 매출액으로 표준화한 값을 사용하였다. 배당금을 매출액으로 표준화하는 이유는 현금흐름이나 회계적 이익 등으로 표준화할 경우 이들 값이 음(-)의 값을 가지거나 혹은 아주 작은 값을 가질 경우 동 변수가 비정상적인 값을 갖게 될 가능성을 완화하기 위함이다.

더군다나 매출액의 사용은 기업간 회계규정 적용의 차이에 따른 차이에 덜 민감하게 되고 회계관행에 따른 분석이나 이연(smoothing)을 어렵게 만들며, 자산채체(asset diversion) 역시 어렵게 만든다는 이점이 있다(La Porta et al., 2000).<sup>3)</sup> 또한 추가적으로 민감도(혹은 강건성) 점검 차원에서 장부가치 총자산으로 표준화한 배당수익률 변수도 분석에 포함하였다. 여타변수들은 기존의 기업가치분석과 배당모형에서 통제변수로서 유효한 변수들이다.

<표 2>에서는 주요변수들의 기초통계량을 제시하였다. 표본기업들의 기업지배구조지수(CGI)의 평균(중앙)값은 110.9(109)이며, 300점이 만점인 점을 감안하면 약 37%의 득점률로서 아직도 전반적으로 개선의 여지가 큰 것으로 보인다. 동변수의 최고점수를 받은 기업은 217점이며, 최악의 지배구조점수는 61점이다. 참고로 본 연구에서는 CGI점수에서 배당과 관련된 '경영과실배분'의 세부항목점수를 차감한 'CGII' 변수를 별도로 정의하여 분석에서 이용하고 있는데, 이는 본 연구에서 주주부의 부의 배분을 측정할 주요변수로서의 배당금지급과 해당 기업의 과거 배당수익률이 반영되어 있는 '경영과실배분'점수간 기계적 관련성을 제거하기 위해서이다. 동변수의 평균(중앙)값은 104.1(102)점이다.

## 2. 실증분석방법

본 연구논단에서는 기업지배구조가 해당기업의 주주부의 배분에 미치는 영향을 분석하기 위해 아래의 회귀식을 이용하였다.

$$\begin{aligned} \text{주주부 배분} = & \beta_0 + \sum_{j=1}^5 \beta_j \cdot \text{소유지분율}_j + \beta_4 \cdot \text{재벌더미} + \beta_5 \cdot \text{CGI} + \beta_6 \cdot \text{주가대} \\ & \text{장부가치비율} + \beta_7 \cdot \text{부채비율} + \beta_8 \cdot \text{수익성} + \beta_9 \cdot \text{자본지출} + \beta_{10} \cdot \text{기업규모} + \epsilon \end{aligned} \quad (1)$$

여기서 주주부의 배분변수는 각각 액면가 배당수익률, 총주주이익률, 매출액대비 배당수익률 및 총자산대비 배당수익률 등 다양한 배당관련 지표들 사용하였으며, 기업의 투자기회 혹은 성장가능성을 측정하는 변수로는 주식의 시장가치대 장부가치비율을 사용하였다. 소유지분율변수는 각각 대주주지분율, 기관투자자지분율, 및 외국인지분율 등을, 재벌더미는 2002년 기준으로 30대 재벌기업소속기업이면 1, 아니면 0을, CGI변수는 기업의 지배구조지수 및 주주권리보호, 이사회구성, 이사회운영, 공시, 감사기구, 경영성과배분 등에 관한 하위지수값을, 배당수익률변수는 현금배당지급액/매출액을, 부채비율변수는 장부가치 총부채를 장부가치 총자산으로 나눈 값을, 수익성변수는 EBITDA를 총자산으로 나눈 값을 사용하였으며, 자본지출변수는 당기 투자소요액으로서 ((당기유형고정자산+당기감가상각비)-(전기유형고정자산+전기감가상각비))/총자산으로, 기업규모변수는 장부가치 총자산의 로그값으로 측정하였다. 또한 기존의 지배구조 관련지수 외에도 추가적인 하위지수값으로서 도입한 CGII 변수는 CGI값에서 경영성과배분값을 차감한 값으로 사용하였다. 그리고 위의 회귀식에 명기하지 않았지만, Black, Jang and Kim(2005)의 연구결과에 따라 업종별 구분에 따른 관련성의 차이를 반영하기 위해, 각 회귀식에 업종더미변수를 포함시켰다.

## 4. 실증결과 및 해석

TOP ▲

먼저 <표 3>에서는 기업지배구조가 해당기업의 주주들의 부의 배분에 미치는 영향을 식 (1)을 이용하여 분석한

결과를 제시하고 있다. 여기서는 기업이 주주들에게 지급하는 여러 경제적 혜택을 다양하게 측정하여 이를 종속변수로 이용한다. 먼저 회귀식 (1)에서 사용된 액면가 배당수익률은 그간 국내기업들이 배당지표로서 관행상 가장 보편적으로 사용해 온 측정변수이다. 회귀식 (2)에서 종속변수로 사용된 총주주수익률(TSR; total shareholder return)은 1년간 주식을 보유함으로써 얻는 배당 및 자본이득을 합하여 측정한 변수이다.<sup>3)</sup>

총주주수익률(TSR)은 미국의 컨설팅 회사인 BCG가 기존의 EPS나 EVA를 대신하고자 제안한 기업의 경제적 성과 및 실질적인 주주가치 측정방법이다. 본 연구에서는 주주들이 해당기업의 주식을 1년 동안 보유했을 때 얻게 되는 실질적인 보유수익률로서 해석하였다.

그리고 나머지 변수는 총배당금지급액을 매출액과 총자산으로 나눈 것으로서, 이들은 해당기업의 규모(혹은 투자액)대비 배당금지급정도를 표준화하여 분석하려는 것이다.

회귀분석결과 지배구조의 건전성을 나타내는 CGI변수는 전 회귀식에서 유의적인 정(+)의 계수값을 보이고 있다. 이는 기업의 여러 조건을 감안하더라도 지배구조가 좋은 기업일수록 해당기업의 주주들에게 더 많은 부를 배분하고 있음을 의미한다. 비록 국내자본시장에서는 법적여건의 미비로 투자자보호가 충분치 못하지만, 개별기업의 차원에서는 지배구조가 건전할수록 배당의 형태이든, 주가차익을 통한 자본이득의 형태이든 해당기업의 주주들에게 배분되는 부가 많았다는 것을 알 수 있다. 그리고 이러한 분석결과는 기업지배구조가 좋을수록 차입비용을 낮춤으로써 해당기업의 가치를 높인다는 Bhojraj and Sengupta(2003)의 연구결과와 더불어, 기업지배구조가 좋은 기업들이 왜 시장에서 긍정적으로 평가되는 지에 대한 또 하나의 일면적인 경로에 대한 단서를 제공하는 것으로 판단된다.

여타 변수들의 분석결과로서, 먼저 대주주와 외국인투자자의 지분율이 높을수록 해당기업의 배당금지급이 많음을 알 수 있다. 그러나 개별기업의 경우에는 여타 여건을 감안하더라도 비재벌기업들에 비해 배당금지급에 인색했던 것으로 나타났다. 이는 국내재벌기업들의 경우 소유경영진의 현금청구권과 경영통제권간 괴리가 상대적으로 커서, 내부대주주가 자신의 통제영역내에 더 많은 가용재원을 두려는 행위로 인한 결과로 해석된다. 그리고 부채비율과 수익성변수는 각각 유의적인 부(-)와 정(+)의 계수값을 가짐으로써 직관적인 이해와 일치하고 있다. 이에 비해 주가대장부차기비용과 자본지출변수는 대부분 유의적인 정(+)의 계수값을 보이고 있다. 이는 성장기회가 풍부하고 자본지출이 많아 향후 외부자본조달을 더 필요로 하는 기업일수록 자본시장에서 저렴한 비용으로 자본조달을 하기 위해 주주들에게 배당을 많이 하여 좋은 기업의 이미지(혹은 정보)를 전달하려는 것으로 해석된다(Bhattacharya, 1979; La Porta et al., 2000).<sup>4)</sup>

이러한 결과는 지배구조에 대해 추가적인 고려를 하지 않고 1970년대에서 1990년대말까지 미국 상장기업들의 규모가 소형화되었는데, 이러한 기업들은 수익성은 떨어지지만 성장기회는 높아져 배당성향이 급감했다고 보고한 Fama and French(2001)와 Grullon and Michaely(2002)의 연구와는 좋은 대조가 된다.

<표 4>는 주주로의 부의 배분관련 변수는 매출액대비 배당수익률변수로 한정된 대신, 기업지배구조에 관련된 하위지수들의 영향을 추가로 분석한 결과를 나타낸다. 다수의 하위지수들은 배당수익률에 유의적인 영향을 미치지 않고 있지만, 주주권리보호, 경영과실배분 및 CGI변수 등은 주주부의 배분과 유의적으로 정(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이사회와 공시관련 하위지수들은 비유의적인 반면, 비록 투자자보호에 관한 국가별 비교의 기존연구와는 다른 차원이긴 하지만 국내기업의 경우에도 투자자의 권리보호가 좋은 기업일수록 해당기업의 부의 배분이 컸음을 확인할 수 있다. 그리고 경영과실배분변수가 해당기업의 배당금지급관행과 관련된 지수인 만큼 해당기업의 배당수익률과 높은 정(+)의 선형관계를 가지는 것은 매우 당연한 것처럼 보이지만, 여타 개별 하위지수들이 비유의적인 상황에서 CGI변수가 매우 유의적인 정(+)의 관계를 가지는 것은 매우 흥미롭다. CGI변수는 CGI에서 경영과실배분 지수값을 차감한 변수로서, 지배구조관행에서 배당금지급 부분을 제거한 상태에서도 여전히 배당수익률에 유의적으로 긍정적인 영향을 미친다는 것은 소액투자자를 보호하는 좋은 지배구조를 가진 기업일수록 실제적으로 주주들에게 배분하는 경제적 혜택도 그만큼 크다는 <표 3>의 분석결과를 뒷받침하는 결과라고 할 수 있다. 여타 통제변수들은 <표 3>의 결과와 유사하다.

지금까지 분석에서 우리는 기업집단(재벌)의 경우 매출액대비 배당수익률이 기업집단에 포함되지 않는 기업들에 비해 낮음을 알 수 있었다. 그렇다면, 과연 기업지배구조가 좋은 재벌기업들은 다른가에 대한 자연스런 질문을 할 수 있게 되며, <표 5>는 이에 대한 분석결과를 보여준다. <표 4>에서 재벌더미가 일관되게 유의한 음의 계수를 보이는 것과는 달리 <표 5>의 기업집단 패널에서는 모든 회귀식에서 CGI가 양의 계수를 보이며 식 (2)와 (3)에서는 통계적으로 매우 유의함을 알 수 있다.<sup>5)</sup> 재벌패널은 62개의 관측치가 이용되었고, 동 연구논단에서는 보고되지 않은 비재벌기업의 관측치는 296개이었다.

즉, 우리는 재벌기업이 일반적으로 매출액이나 당기순이익에 대비해 배당수준이 비재벌기업에 비해 낮지만, 기업지배구조가 좋은 재벌기업은 그렇지 않은 재벌기업에 비해 배당수익률이 높음을 발견하였다. <표 5>에 나타난 또다른 재미있는 발견점은 재벌기업의 경우 외국인지분이 높을수록 배당수익률이 높으며, 기업규모가 작으면 작을수록 배당수익률이 높다는 것이다. 이는 전체 표본기업의 결과와는 사뭇 다른 것으로 외국인들이 고배

당 재벌기업에 투자하고 있으며 재벌기업의 경우 상대적으로 작은 기업들이 더 많은 배당을 하고 있는 것으로 보인다.

## 5. 맺음말

TOP ▲

본 연구논단에서는 국내상장기업들을 대상으로 지배구조가 주주부의 배분과 기업가치에 미치는 효과를 분석하였다. 본 연구의 실증분석 결과는 다음과 같다. 우선 기업지배구조가 건전할수록 그리고 주주에 대한 배당지급이 많을수록 해당기업의 가치가 높게 평가되는 것으로 나타났다. 즉, 좋은 지배구조를 가진 기업은 소액주주들을 더 잘 보호하여 관련된 대리비용 등을 줄일 수 있으며, 이는 결국 해당기업에 대한 시장에서의 긍정적인 평가로 이어지는 것으로 해석되었다. 그리고 기업이 주주들에게 제공하는 다양한 부의 배분방식 등을 고려한 분석결과에서는, 지배구조가 좋은 기업일수록 해당기업의 주주들에게 더 많은 부를 배분하고 있음을 발견하였다. 이는 비록 국내자본시장에서는 법적여건의 미비로 투자자보호가 여의치 않지만, 개별기업의 차원에서는 주주보호를 위한 장치가 잘 갖추어지고 지배구조가 좋을수록 주주들에게 나누어주는 경제적 혜택이 크고, 이로 인해 자본시장에서 투자자들에게 해당기업의 가치가 높게 평가받는 것을 보여준다.

추가적으로 현금흐름청구권과 경영통제권간 괴리가 커서 지배구조문제가 더욱 심각할 것으로 기대되는 재벌기업관련 분석결과, 국내재벌기업들은 여러 조건을 감안하더라도 비재벌소속기업들에 비해 주주부의 배분은 적게 하지만 시장에서의 기업가치 평가는 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내재벌기업들은 자신의 성장기회를 살리기 위해 배당을 가능한 한 적게 하고 내부유보를 하며, 계열사간 형성된 내부자본시장을 통해서도 필요재원을 조달함으로써 시장에서는 긍정적으로 평가받는 것으로 여겨진다. 한편, 재벌의 경우 일반적으로 매출액이나 당기순이익에 대비해 배당이 비재벌기업에 비해 적지만, 기업지배구조가 좋은 재벌기업은 그렇지 않음을 발견하였다. 이러한 분석의 결과는 기업지배구조가 좋은 기업들이 왜 시장에서 긍정적으로 평가되는 지에 대한 또 하나의 논거를 제시하고 있다.

---

1) 본 연구논단은 박광우, 박래수, 황이석 공저논문인 "기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구"(증권학회지 2005년 12월호)의 주요발견들을 요약한 후 기업집단과 관련한 패널분석결과를 추가한 연구결과임. 더욱 자세한 분석결과는 박광우, 박래수, 황이석 (증권학회지 2005년 12월호)를 참조하기 바람.

2) Giannetti(2003)는 유럽 8개국가의 자료를 통해 채권자 권리와 이의 강제력의 정도가 해당기업들의 부채이용가능성과 이용도에 미치는 영향을 분석하여, 기업들이 무형자산에 투자를 위해 차입할 가능성은 채권자권리 보호수준과 이 권리가 강제되는 정도에 정(+)의 상관관계 있음을 발견하였다. 이는 기업지배구조를 직접적으로 분석한 것은 아니지만, (채권)투자자의 보호가 기업의 자금이용도에 영향을 미쳐 궁극적으로 기업가치에 관련됨을 증거하고 있다.

3) 총주주수익률(TSR)은 미국의 컨설팅 회사인 BCG가 기존의 EPS나 EVA를 대신하고자 제안한 기업의 경제적 성과 및 실질적인 주주가치 측정방법이다. 본 연구에서는 주주들이 해당기업의 주식을 1년 동안 보유했을 때 얻게 되는 실질적인 보유수익률로서 해석하였다.

4) 이러한 결과는 지배구조에 대해 추가적인 고려를 하지 않고 1970년대에서 1990년대말까지 미국 상장기업들의 규모가 소형화되었는데, 이러한 기업들은 수익성은 떨어지지만 성장기회는 높아져 배당성향이 급감했다고 보고한 Fama and French(2001)와 Grullon and Michaely(2002)의 연구와는 좋은 대조가 된다.

5) 재벌패널은 62개의 관측치가 이용되었고, 동 연구논단에서는 보고되지 않은 비재벌기업의 관측치는 296개이었다.

---

## <참고문헌>

--- 박경서, 백재승, "재벌기업의 대주주경영자는 비재벌기업의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구," 재무연구, 제14권 2호(2001), pp.89-130.

--- Bhattacharya, S., "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in Hand' Fallacy," Bell Journal of Economics, 10(1979), pp.259-270.

--- Bhojraj, S., and P. Sengupta, "Effect of Corporate Governance on Bond Ratings and Yields: The Role of Institutional Investors and Outside Directors," Journal of Business, 76(2003), pp. 455-476.

--- Black, B., "The Dividend Puzzle," Journal of Portfolio Management, 2(1976), pp.5-8.

--- \_\_\_\_\_, "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test using Russian Data," University of Pennsylvania Law Review, 149(2001), pp.1231-2150.

--- Black, B., Jang, H., Kim, W., "Does Corporate Governance Predict Firms' Market Values? Evidence from Korea," Forthcoming Journal of Law, Economics, and Organization (2005).

--- Claessens, S., S. Djankov, and L.H.P. Lang, "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58(2000), pp.81-112.

--- DeAngelo, H. and L. DeAngelo, "Dividend Policy and Financial Distress: An Empirical Investigation of Troubled NYSE Firms," *Journal of Finance*, 45(1990), pp.1415-1431.

--- Demirgüç-Kunt, A. and V. Maksimovic, "Law, Finance, and Firm Growth," *Journal of Finance*, 53(1998), pp.2107-2137.

--- Demsetz, H., and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences," *Journal of Political Economy*, 93(1985), pp.1155-1177.

--- Durnev, A., and E. Kim, "To Steal or Not to Steal: Firm Attributes, Legal Environment, and Valuation," *Journal of Finance*, 60(2005), pp. 1461-1494.

--- Easterbrook, F., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, 75(1984), pp.650-659.

--- Fama E. and K. French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?," *Journal of Financial Economics*, 60(2001), 3-43.

--- Fauver, L., J. Houston and A. Naranjo, "Capital Market Development, International Integration, Legal System, and the Value of Corporate Diversification: A Cross-Country Analysis," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2003), pp.135-157.

--- Giannetti, M. "Do Better Institutions Mitigate Agency Problems? Evidence from Corporate Finance Choices," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 38(2003), pp.185-212.

--- Gillan, S., J. Hartzell, and L. Starks, "Explaining Corporate Governance: Boards, Bylaws, and Charter Provisions," Working Paper, University of Delaware, (2003).

--- Gompers, P., Ishii, J. and A. Metrick, "Corporate Governance and Equity Price," *Quarterly Journal of Economics*, 118(2003), pp.107-156.

--- Grossman, S. and O. Hart, "Takeover Bids, the Free-rider Problem, and the Theory of the Corporation," *Bell Journal of Economics*, 11(1980), pp.42-54.

--- Grullon, G. and R. Michaely, "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis," *Journal of Finance*, 57(2002), pp.1649-1684.

--- \_\_\_\_\_ and B. Swaminathan, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" *Journal of Business*, 75(2002), pp. 387-424.

--- Handjinicolaou, G. and A. Kalay, "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and the Stockholders around Dividend Announcements," *Journal of Financial Economics*, 13(1984), pp.35-63.

--- Jensen, M., "Agency Costs of Free Cash Flows, Corporate Finance and Take-overs," *American Economic Review*, 76(1986), pp.323-329.

--- Jensen, M. and J. Meckling, "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(1976), pp.305-360.

--- John, K. and J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signaling Equilibrium," *Journal of Finance*, 40(1985), pp.1053-1070.

--- Klapper, L., and I. Love, "Corporate Governance, Investor Protection and Performance in Emerging Markets," *Journal of Corporate Finance*, 195(2003), pp.1-26

--- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, 52(1997), pp.1131-1149.

--- \_\_\_\_\_, "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *Journal of Finance* 55(2000), pp.1-33.

--- \_\_\_\_\_, "Investor Protection and Corporate Valuation," *Journal of Finance*, 57(2002), pp.1147-1170.

--- Maher, M. and T. Andersson, *Convergence and Diversity of Corporate Governance Regimes and Capital Markets*, Oxford Univ. Press, 2000.

--- Miller, M. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34(1961), pp.411-433.

--- Miller, M. and K. Rock, "Dividend Policy Under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, 40(1985), 1031-1051.

--- Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5(1977), pp.147-175.

--- Rajan, R., and L. Zingales, "Financial Development and Growth," *American Economic Review*, 88(1998), pp.559-586.

--- Shleifer, A., and R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52(1997), pp.737-783.

--- Wurgler, J., "Financial Markets and the Allocation of Capital," *Journal of Financial Economics*, 58(2000), pp.187-214.

<표 1>주요변수의 측정방법

주주권리보호	주주의 권리보호에 관한 CGI하위지수
이사회구성	이사회구성에 관한 CGI하위지수
이사회운영	이사회운영에 관한 CGI하위지수
공시	공시에 관한 CGI하위지수
감사기구	감사기구에 관한 CGI하위지수
경영과실배분	경영과실배분에 관한 CGI하위지수
CGI	기업지배구조의 건전성 지수로서, 주주권리보호, 이사회구성, 이사회운영, 공시, 감사기구 및 경영과실배분지수들의 합
CGI2	CGI - 경영과실배분
대주주 지분율	대주주 지분율
기관투자자 지분율	기관투자자 지분율
외국인투자자 지분율	외국인투자자 지분율
채벌더미	2002년기준으로 국내30대계열기업군에 속하면 1, 아니면 0
액면가 배당수익율	주당현금배당액(DPS)/액면가
총주주 수익율	(2002년 증가 + 2002년 현금배당금)/(2001년 증가) - 1
매출액대비 배당수익율	현금배당지급액/매출액
총자산대비 배당수익율	현금배당지급액/장부가치 총자산
주가대 장부가치비율	(보통주시가총액)/(장부가치 자기자본-장부가치 우선주납입액)
부채비율	장부가치 총부채/장부가치 총자산
수익성	EBITDA/장부가치 총자산
자본지출	{(2002년도 유형고정자산+2002년도 감가상각비) - (2001년도 유형고정자산+2001년도 감가상각비)}/(장부가치 총자산)
기업규모	Log(장부가치 총자산)

<표 2> 기초통계량

변수	평균값	표준편차	중앙값	최소값	최대값
주주권리보호	42.35	7.74	43	20	69
이사회구성	7.62	5.76	6	0	37
이사회운영	21.76	7.97	21	6	51
공시	22.31	4.92	22	13	41
감사기구	10.02	5.93	10	0	25
경영과실배분	6.88	5.23	7	0	25
CGI	110.9	22.8	109	61	217
CGI2	104.1	21.5	102	56	202
대주주지분율	0.326	0.190	0.305	0	0.878
기관투자자지분율	0.095	0.114	0.062	0	0.846
외국인투자자지분율	0.077	0.145	0.006	0	0.986
채벌더미	0.173	0.379	0	0	1
액면가 배당수익율	0.120	0.136	0.1	0	1
총주주수익율	0.039	0.037	0.036	0	0.299

매출액대비 배당수익율	0.012	0.019	0.008	0	0.237
총자산대비 배당수익율	0.010	0.010	0.008	0	0.083
주가대 장부가치비율	0.694	1.083	0.410	0.029	14.146
부채비율	0.471	0.195	0.485	0.088	0.980
수익성	0.092	0.092	0.089	-0.986	0.441
자본지출	-0.041	0.213	-0.010	-2.982	0.663
기업규모(10억원)	214.2	37.8	166.8	14.9	34.386

<표 3> 기업지배구조가 배당수익률에 미치는 영향 분석결과 (1)

회귀식	(1)	(2)	(3)	(4)
종속변수	액면가 배당수익율	총수수 수익율	매출액대비 배당수익율	총자산대비 배당수익율
대주주지분율	0.0839*** (2.81)	0.0298*** (2.88)	0.0042 (0.94)	0.0057** (2.28)
기관투자자지분율	0.0333 (0.64)	-0.0099 (-0.55)	-0.0013 (-0.67)	0.0054 (1.25)
외국인투자자지분율	0.2710*** (5.97)	0.0273* (-1.74)	-0.0099* (-1.47)	0.00886** (2.28)
채벌더미	0.0475** (-2.54)	-0.0048 (-0.74)	-0.0084*** (-3.05)	0.0011* (5.24)
CGI	0.0008*** (2.81)	0.0004*** (3.72)	0.0001*** (3.33)	0.0016*** (3.50)
주가대 장부가치비율	0.0218 (3.98)	-0.0035* (-1.82)	0.0020** (2.47)	0.0432* (1.92)
부채비율	-0.2387*** (-7.55)	-0.0199* (-1.82)	-0.0331*** (-7.08)	-0.0191*** (-7.21)
수익성	0.2296*** (3.54)	0.0432* (1.92)	0.0188* (1.96)	>0.0303*** (5.59)
자본지출	0.0589** (2.37)	0.0210** (2.44)	0.0061* (1.6)	0.0067*** (3.24)
기업규모(10억원)	0.0195*** (3.00)	0.0017 (0.45)	0.0012 (1.30)	-0.0017*** (-3.19)
회상수향과 업종더미 수정 R <sup>2</sup>	포함 0.4928	포함 0.1759	포함 0.4332	포함 0.3871

표의 내용은 OLS 회귀계수값을, 그리고 ()안은 t-값을 나타내며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 4> 기업지배구조가 배당수익률에 미치는 영향 분석결과 (2)

회귀식	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
종속변수	매출액 대비 배당수익율td>						
대주주지분율	0.004 (0.89)	0.0022 (0.49)	0.0022 (0.49)	0.003 (0.66)	0.0018 (0.41)	0.0012 (0.28)	0.0035 (0.79)
기관투자자지분율	-0.0005 (-0.07)	0.0001 (0.01)	-0.0001 (-0.01)	0.0004 (0.05)	0.0007 (0.09)	-0.0013 (-0.18)	-0.0005 (-0.06)
외국인투자자지분율	-0.0103 (-1.50)	0.0079 (-1.17)	-0.0072 (-1.07)	-0.0075* (-1.11)	-0.0073 (-1.08)	0.0071 (-1.09)	-0.0092 (-1.35)
채벌더미	-0.0076*** (-2.74)	-0.0048 (-0.74)	0.0083*** (-2.94)	-0.0085*** (-3.00)	0.0078*** (-2.78)	0.0065** (-2.39)	-0.0084*** (-3.00)
주주권리보호	0.0002						

(2.03)							
이사회구성	0.0002 (1.19)						
이사회운영	0.0002 (1.43)						
공지	0.0003 (1.58)						
감사기구	-0.0001 (-0.03)						
경영과실배분	0.0009*** (5.15)						
CGI	0.0001** (2.17)						
주가대장부가치비율	0.0021*** (2.59)	0.0021** (2.54)	0.0021** (2.52)	0.0020** (2.43)	>0.0021** (2.58)	0.0021*** (2.66)	0.0020** (2.49)
부채비율	-0.0330*** (-6.98)	-0.0336*** (-7.08)	-0.0343*** (-7.18)	-0.0331*** (-6.97)	-0.0334*** (-7.00)	-0.0268*** (-5.63)	-0.0340*** (-7.19)
수익성	0.0207** (2.14)	0.0231** (2.38)	0.0220** (2.28)	0.0201** (2.15)	0.0228** (2.35)	0.0155 (1.65)	0.0209** (2.16)
자본지출	0.006 (1.61)	0.0067* (1.80)	0.0064* (1.73)	0.0064* (1.73)	0.0064* (1.71)	0.0004 (1.10)	0.0065* (1.75)
기업규모	0.0024*** (2.61)	0.0020** (2.16)	0.0018* (1.86)	0.0019** (2.06)	0.0023** (2.28)	0.0017* (1.83)	0.0016* (1.67)
회상수항과 업종더미	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
수정 R <sup>2</sup>	0.4212	0.4164	0.4176	0.4183	0.4139	0.4581	0.4222

표의 내용은 OLS 회귀계수값을, 그리고 ()안은 t-값을 나타내며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타낸다.

<표 5> 기업지배구조가 배당수익률에 미치는 영향 분석결과: 기업집단의 경우

회귀식	(1)	(2)	(3)
종속변수	매출액 대비 배당수익률		
대주주지분율	0.0124 (1.63)	0.0151** (2.09)	0.0145 (2.00)
기관투자자지분율	0.0127 (1.09)	0.0176 (1.66)	0.0147 (1.33)
외국인투자자지분율	0.0281** (2.25)	0.0232* (1.94)	0.0235* (1.96)
CGI	0.0001 (1.22)	0.0006*** (3.09)	0.0005** (2.58)
CGI*주가대장부가치비율f	0.0001 (1.02)		0.0001 (0.94)
주가대장부가치비율	-0.0085 (-0.88)	0.0021 (1.00)	-0.0063 (-0.68)
CGI*부채비율		-0.0007* (-2.31)	-0.0007** (-2.24)
부채비율	-0.0126 (-1.06)	0.0743 (2.02)	0.0679* (1.81)
수익성	0.0157 (0.55)	0.0225 (0.87)	0.0150 (0.56)
자본지출	0.0059 (0.33)	0.0092 (0.57)	0.0042 (0.24)
기업규모	-0.0047*** (-2.79)	-0.0046*** (-2.91)	-0.0046*** (-2.94)
회상수항과 업종더미	포함	포함	포함

수정  $R^2$

0.4202

0.4852

0.4833

---

표의 내용은 OLS 회귀계수값을, 그리고 ()안은 t-값을 나타내며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준을 나타낸다.