

국제비교를 통한 배당지급 결정요인에 대한 실증분석

이영(한양대)

차병섭(한국개발연구원)

1. 서론.

본 논문은 OSIRIS를 이용하여 구축된 67개국의 15,813개 기업에 대한 미시데이터를 이용하여, 배당 관련 조세와 기업특성이 기업의 배당금지급 성향에 어떠한 영향을 미치는가에 대해 실증 분석하였다. 실증분석 결과, 자본이득 조세 대비 상대적으로 높은 배당세는 배당금 지급을 저해하는 것으로 나타났으며, 오래되고 규모가 크며 수익률변동성이 낮으며 재단과 연금에 의해 소유된 기업에서 그리고 수입의 안정성이 높거나 현금 수입비중이 높은 산업에서 배당 성향이 높은 것으로 나타났다.

기존 연구들이 단편적으로 조세 또는 한 두가지의 기업특성에 초점을 두고 배당 성향과의 관계를 살펴보았던 제약점에서 벗어나, 본 논문의 실증분석은 배당지급성향 결정요인으로서의 조세와 여러 기업특성을 하나의 회귀방정식에서 분석하여 누락변수편향(omitted variable bias) 가능성이 낮추었다는 장점을 갖는다. 본 논문의 이러한 실증분석은 사용하는 데이터가 67개 국가내에 존재하는 15,813개 기업에 대한 미시데이터로 산업, 소유구조, 존속년수 등에 대한 자세한 정보를 가지고 있으며 국가별 조세체제의 상이성으로 인해 조세요인에도 큰 변인이 존재하였기에 가능한 것이었다.

모든 변수들이 포함된 OLS 분석의 결과를 보고하면, 세후 자본이득 대비 세후 배당수익으로 계산된 배당선호조세지수가 한 표준편차 (14.3) 증가함에 따라 세후소득대비 배당률이 약 6.4%P 증가하는 것으로 나타났다. 자산의 자연로그값으로 계산된 기업 규모의 한 표준편차 (3.7) 증가는 배당률을 약 5.1%P 증가시키며, 기업의 존속년수의 한 표준편차 (29) 증가가 배당률을 4.2%P 증가하는 것으로 나타났다. 한편, 기업의 수익 변동성의 한 표준편차 (0.087) 증가가 0.7%P 정도 배당률이 감소시키는 것으로 나타났다. 국가별 법률체제의 배당성향에 대한 영향에 있어서, 조세

를 포함한 모든 요인을 통제한 후에는 영미식 법률체제 (common law)를 가진 기업들이 오히려 배당을 더하는 것으로 나타났다.

기업의 소유구조와 관련해서는 전체 데이터 중 약 84%를 차지하는 소유구조가 집중되어 있지 않거나 알려지지 않은 경우를 준거집단 (reference group)으로 설정하여 분석하였는데, 최종소유자(Ultimate Owner)가 재단(Foundation)인 기업들은 소유비집중기업에 비해 16%p 더 많은 배당을 지급하고 있으며, 연금재단 소유의 기업들은 7%p 더 높은 배당을 지급하고 있는 것으로 추정되었다. 이러한 소유구조의 배당성향 효과에 대한 추정 결과는 고객효과(clientele effect)가 존재하고 있음을 확인한다.

산업별 배당성향 분석에서, 준거집단으로 설정된 기술산업(Technology)에 대비하여 Utility산업의 기업들이 배당을 17%p 더 지급하고 있었으며, 금융산업의 기업들도 12%p, 비경기 소비재(Consumer Noncyclical)산업의 기업들도 8%p 더 많이 지급하는 것으로 추정되었다. 배당성향이 높은 것으로 추정된 이들 산업들은 수익 변동성이 작고 현금수입의 비중이 높은 산업들로, 관찰된 산업별 배당성향은 대리인 비용 이론에 부합된다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 2절에서는 배당정책결정에 대한 문헌을 분석하고, 3절에서는 사용될 데이터와 검증될 가설을 설명하고 있다. 4절에서는 분석 결과를 정리하고 있으며, 끝으로 5절에서는 지금까지의 결론들을 요약 및 정리하였다.

2. 문헌조사

배당에 대한 연구의 시초는 Miller and Modigliani(1961)에서 찾을 수 있다. 상기 논문은 완전경쟁시장하에서 조세가 없을 경우 기업의 가치는 기업 배당정책의 영향을 받지 않음을 이론적으로 보였다. 하지만, 이윤의 여러 지급방식에 대해 차별적인 조세가 적용되는 경우 조세는 배당지급성향에 영향을 미칠 수 있다. 대표적인 이윤 지급 방식인 자본이득과 배당금을 비교하여 보면, 많은 국가에서 자본이득에 대해서는 낮은 세율과 여러 감면조항을 적용하고 있어 배당보다는 자본이득을 선호하게 만드는 조세체제를 가지고 있다.

이러한 배당금 지급의 조세상 불리함에도 불구하고, 현실에서 배당금 지급이 광범

위하게 이루어지고 있어, 배당금 퍼즐(dividend puzzle)이라고 까지 일컬어지고 있다 (Black, 1976). 조세상 불리함에도 불구하고 배당금 지급이 이루어지는 이유에 대해서 배당금 지급이 금융시장에 기업의 건전성을 알리는 신호(signal)로 작용한다는 점, 배당금지급이 기업내 현금을 감소시켜 기업소유자와 경영자간의 이해갈등(conflict of interest)를 완화시켜 대리자비용을 낮출 수 있다는 점, 주식소유자의 유동성 제약을 완화시킬 수 있다는 점, 배당금에 대해서 면세를 받고 있는 연기금투자자들이 존재한다는 점(clientele effect) 등이 지적되어 왔다. 이러한 배당금의 비조세적인 유리함(non-tax advantage)과 조세적인 불리함(tax advantage)의 한계편익과 한계비용이 같아지는 곳에서 최적 배당비율이 결정되는 것으로 이해될 수 있다.

본 논문의 초점은 이러한 배당관련 여러 이론이 제시하는 배당성향에 대한 조세와 기업특성의 영향에 대해서 실증분석하는데 있다. 관련 실증분석 문헌중에서 조세의 배당에 대한 영향에 대해서 먼저 살펴보자. Poterba and Summers (1984)은 영국의 30년간의 시계열자료를 이용하여 배당에 대한 조세가 높은 경우 배당지급이 감소하였음을 발견하였다. 미국 시계열데이터를 사용하여 분석한 대표적인 논문에는 Grullon and Michaely (2002)와 Poterba (2004)가 있다. Grullon and Michaely (2002)는 1972-2000년간의 29년간 데이터를 이용하여 자사주매입(share repurchase)이 자본이득세 대비 배당세와 양의 관계가 있다는 것을 관찰하였으며, Poterba (2004)는 1935-2002년의 시계열 자료를 이용하여 주식보유규모로 가중평균된 자본소득세 대비 배당세가 배당금지급과 음의 관계가 있음을 발견하였다. Lie and Lie (1999)와 Papaioannou and Savarese (1994)는 배당세의 상대적인 인하가 이루어진 1986년 미국조세개혁후 배당금 지급이 증가되었음을 보고하고 있다. 2003년 미국조세에서도 배당세가 인하되었는데, Chetty and Saez(2004)는 배당금이 2003년초 20%가량 급증하고 있음을 보고하고 있다.

배당지급성향과 조세와의 관계에 대해서 (우리가 본 논문에서 하고 있는 것과 같이) 국제데이터를 이용한 논문은 La porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny(2000, 이하 LLSV)가 있다. LLSV (2000)은 세후 자본이득에 대비하여 세후 배당수입을 배당세 선호지수(Dividend Tax Preference)로 정의하여 각 국가별로 계산하고, 이러한 배당세편익이 배당금 지급과 양의 관계가 있음을 33개국 4,000여개 기업데이터를 사용하여 실증적으로 보였다. 본 논문에서도 LLSV(2000)에서 사용된

배당세션호지수를 확장된 표본에 대해 적용하였는데, LLSV(2000)에 포함되지 않은 국가들에 대해서는 Earnst and Young (2000)를 이용하여 배당세션호지수를 새로이 계산하여 사용하였다.

조세외에 기업규모, 산업, 수익의 변동성 등 기업특성도 배당성향에 영향을 미칠 수 있다. 이러한 기업특성의 배당성향에 대한 영향을 실증 분석한 논문들도 다수 존재하는데, 이들 논문들은 각각의 요인들을 단편적으로 분석하고 있다는 한계점들을 지닌다. 먼저, Florence(1959)는 기업의 크기와 산업의 차이가 기업 배당정책에 미치는 영향에 대해서 살펴보았다. 1948년부터 1951년까지의 영국 기업들의 자본을 기준으로 기업의 크기를 나누어 배당정책과의 관계를 알아본 결과, 기업의 규모가 작을수록 배당률이 높아지는 것으로 나타났다. 산업별로는 판매업(distributive trades)가 가장 많은 배당을 지급하고 다음으로는 식품 산업과 자동차 산업 순으로 나타난 반면, 섬유산업이 배당률이 가장 낮은 것으로 나타났다고 하였다.

Fama and French(2001)는 Florence(1959)와는 달리 1963년부터 1998년까지의 The Center for Research in Security Prices(CRSP)에서 제공되는 기업들의 데이터를 분석한 결과 배당을 지급하는 기업일수록 기업의 규모가 크다는 것을 발견하였다. Gugler(2003)는 기업의 소유구조가 배당정책에 미치는 영향에 대해서 1991년부터 1999년까지 오스트리아의 217개 기업 데이터를 가지고 분석하였다. 그에 따르면, 기업의 소유구조를 크게 국가소유와 가족소유로 구분하여 비교한 결과는 국유기업보다 가족소유 기업에서 더 낮은 배당을 지급한다는 것이다.

3. 데이터와 회귀식

본 절에서는 사용할 데이터를 소개하고 회귀식에 포함될 변수들을 설명한다. 본 논문에 사용된 원자료는 Bureau van Dijk (BvD) Electronic Publishing에서 만들어진 OSIRIS에 제공되는 1986년부터 2003년까지의 129개국 37,236개 기업들의 재무 데이터이다. OSIRIS에는 각 기업들의 재무제표부터 시작해서 그 기업의 주가, 이사회, 그리고 수익성 등의 다양한 정보들을 포함하고 있다. OSIRIS에서 제공하는 기업들의 구성을 살펴보면 37,236개 기업들 중 은행이 2,086개, 보험회사가 502개 그리고 나머지 34,648개의 산업체로 나누어져 있고 이들 기업 각각의 재무 데이터 및 주주와 자회사 등등의 다양한 정보들이 들어있다. OSIRIS에 있는 이들 자료들 중

본 연구에서는 기업들의 당기순이익, 배당, 이익잉여금, 세후이익, 소유구조, 그리고 설립년도 등의 자료를 이용하였다. 조세와 관련해서는 Office of Tax Policy Research에서 제공되는 개인 소득세율, 그리고 자본소득세율은 Ernst and Young (2000)를 사용하였다.

종속변수인 세후소득대비 배당금 규모는 사용된 배당금 정의에 따라 두가지 변수가 사용되었다. 보통배당금(ordinary dividend)을 세후소득으로 나눈 보통배당률(D^O/E), 그리고 보통배당금과 우선배당금(preferred dividend)의 합을 세후소득으로 나눈 총배당률(D^T/E)의 두 가지 종속변수가 사용되었다.¹⁾

배당지급 성향은 배당세와 기업의 특성에 영향을 받을 것으로 예상된다. 먼저 배당관련 조세의 배당지급 성향에 대한 영향은 배당세선호지수(DivTaxPref)를 이용하여 분석되었다. 배당세선호지수는 자본이득대비 배당의 조세편익으로, LLSV(2000)에서 사용된 정의를 사용하여 계산되었다. 구체적으로 \$1를 자본이득 형태로 지급하는 것에 대비한 배당 형태로의 지급하는 경우의 세후소득의 비인 $(1-t_d)/(1-t_c)$ 로 정의되었다. 앞의 식에서 t_d 는 배당 형태 지급시 투자자가 부담할 조세의 한계세율을 나타내고 t_c 는 자본이득 형태 지급시 투자자가 부담할 조세의 한계세율을 나타낸다. 이러한 배당세선호지수의 크기가 클수록 배당지급이 늘어날 것으로 예상된다. 실제 변수는 LLSV(2000)에서 계산되어 있는 33개국에 대해서 배당세선호지수가 계산되어 있으며, Ernst and Young(2000)를 이용하여 LLSV(2000)에 포함되지 않은 국가들에 대한 배당세선호지수를 계산하여 사용하였다.

여러 가지 기업특성들중에서 우리는 기업규모, 기업 존속년수, 수익률 변동성, 산업, 최종소유자 소유지분 등을 회귀식에 포함하였다. 기업규모의 배당성향에 대한 영향에 대해서는 Fama and French(2001)와 Florence(1959)의 연구가 서로 상반된 결과를 보고하고 있어 이를 보다 광범위한 데이터를 사용하여 검증하는 것이 필요하다. 기업의 존속년수의 경우 기업이 상당기간동안 존속하여 기업의 수익성이 안정화된 이후에 배당을 지급하는 속성이 있기 때문에 존속년수와 배당은 양의 상관관계를 가질 것으로 가설되었다.

수익률 변동성과 관련하여서, 수익률 변동이 낮은 기업의 배당금 지불성향이 높을 것으로 예상되었다. 이는 배당금은 한번 지급되면 지속적으로 지급되어야 하는 경

1) 원자료에서 보통배당금이 보고되지 않은 경우 미지급배당금(Dividend Payable)을 사용하였다.

향이 있기 때문에 안정적인 수익을 지닌 기업이 이러한 지속적인 배당금 지불에 유리할 것이기 때문이다. 산업특성의 경우, 안정적인 수익성을 지니거나 현금수입 비중이 높은 산업에서 배당성향이 높을 것이라는 가설을 설정하였다. 최종소유자의 경우 최종소유자가 재단이나 연기금일 경우 이들 최종소유자들은 배당금에 대해서 조세를 납부하지 않고 지속적인 소득흐름을 요구할 가능성이 높기 때문에 재단이나 연기금 최종소유자인 기업의 배당금 지급이 높을 것이라는 가설이 설정되었다. 최종소유자는 Scholz(1992)에서와 같이 고객효과를 직접적으로 검증하고 있는 것으로 조세와 기업특성을 통제한 후의 기업 소유자의 배당성향에 대한 영향을 분석하고 있다는 점에서 진일보한 것으로 볼 수 있다. 국가별 법률체제와 관련하여서는 LLSV(2000)에서 주장된 바와 같이 주주의 권한 보호가 약한 대륙법 국가들에 비하여, 주주의 권한보호가 잘되어 있는 영미법 국가에서 배당이 더 높을 것이라는 가설을 설정하였다.

지금까지 논의된 배당관련 조세와 기업특성의 배당성향에 대한 영향은 아래와 같은 회귀방정식으로 정리될 수 있다.

$$D/E = a + \alpha TaxPref + \beta_1 Size + \beta_2 Var + \beta_3 Inc Yr + \gamma Legal + AInd + BOwn + \epsilon \quad (1)$$

여기에서 D/E 는 세후소득대비 배당금지불 규모

$TaxPref$ 는 배당세선호지수

$Size$ 는 자산의 자연로그값으로 정의된 기업규모

Var 는 세후소득의 표준편차

$Inc Yr$ 는 기업의 존속년수

$Legal$ 는 영미식 법률체제를 지닌 국가 더미

Ind 는 10로 분류된 각각의 산업 더미들

Own 는 10개로 분류된 최종소유자 유형 더미들이다.

회귀방정식 추정에 있어서 산업더미와 최종소유자 유형더미는 기본적으로 포함하고, 나머지 5개의 변수들은 개별적으로 또는 모두 포함하는 형태의 회귀방정식들이 추정되었다. 회귀식 추정방식에 있어서 단순 OLS에 부가하여, 배당금지불이 0에서 단절(truncate)된 특성을 반영하여 Tobit모형도 사용하였다.

OSIRIS 데이터에는 총 129개국의 37,236개 기업의 재무제표와 현금흐름표, 주주 정보, 기업의 설립연도, 근로자 수, 그리고 주가 및 주식 정보 등등의 각 기업에 대한 상세한 정보가 1986년도부터 2003년도까지 기록되어 있다. 회귀분석에 필요한 변수들이 미기록(missing)되지 않는 관찰점들은 전체 자료의 15%인 67개국 15,813개 기업의 110,225개 관측치이다. 분석에 있어서 표본으로 사용된 이들 관측치에 대한 기초통계치는 <표 1>에 보고되어 있다.

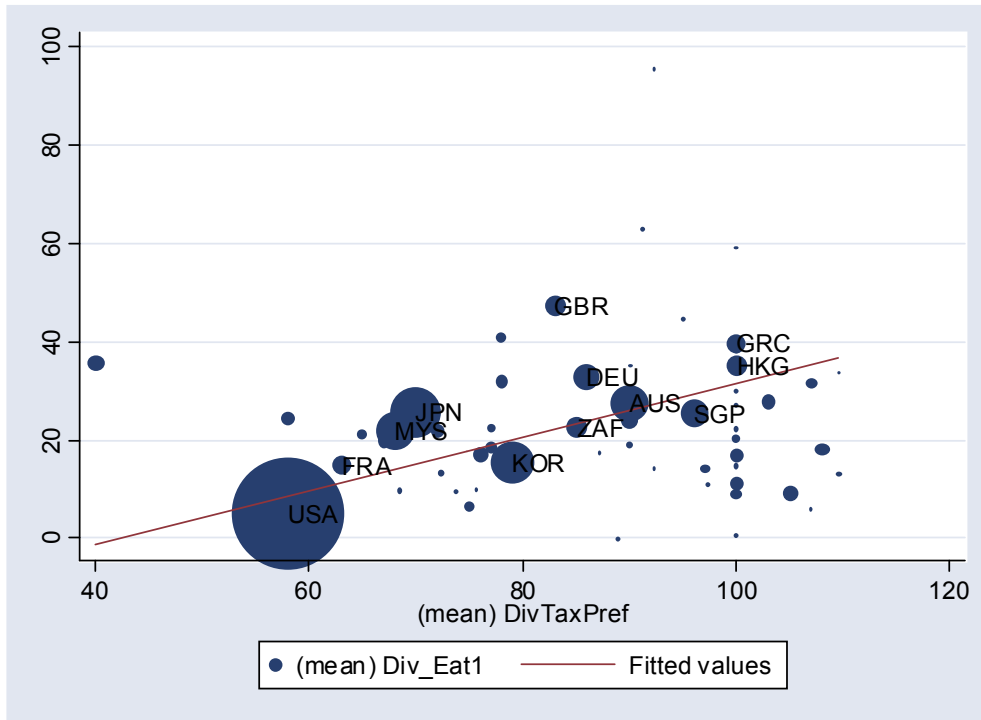
<표 1> 기초통계치

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
D^T/E	110,225	14.33	23.50	0	100
D^O/E	95,827	15.73	24.13	0	100
자산	110,225	0.306	4.287	0	629
존속년수	110,225	34.12	28.82	0	478
수익률변동	110,225	0.0055	0.0869	0	8.34
배당세선회지수	110,225	68.77	14.26	40	110
영미식 법률국가 더미	110,225	0.71	0.45	0	1

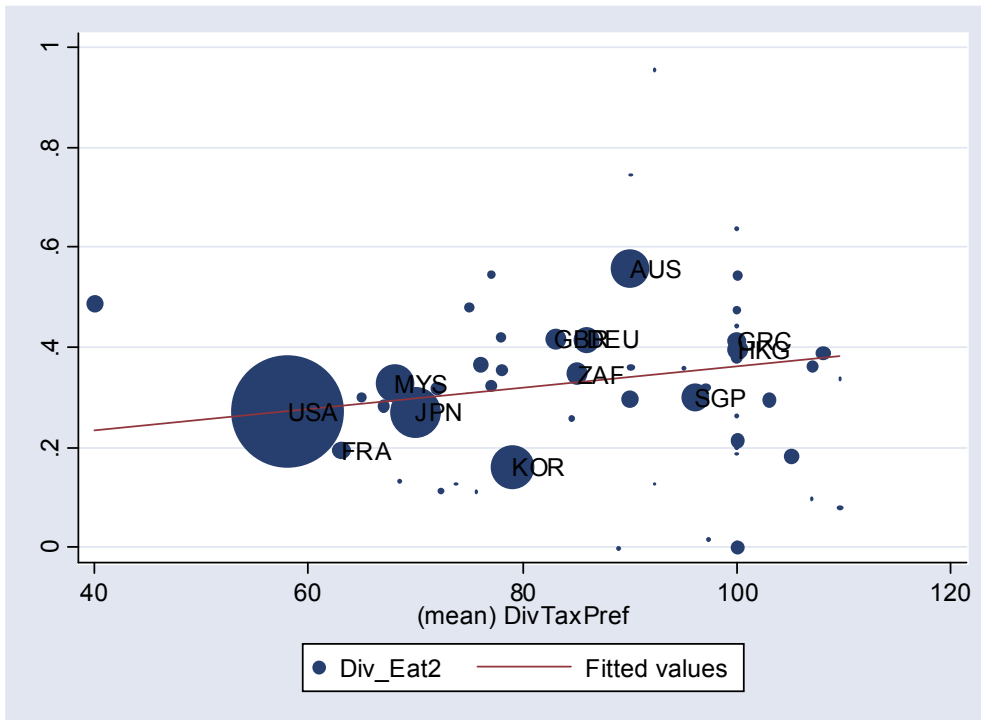
세후소득대비 배당률의 전체 단순평균은 14 percent로 나타났으며, 배당률의 표준편차는 23으로 상당히 큰 기업별 차이가 존재하는 것으로 나타났다. 존속년수는 전체 평균이 34년으로 나타났다. 국가별 변이(cross-country variations)만이 존재하는 배당세선회지수의 평균은 68%로 나타나 배당이 자본이득에 비해 평균적으로 더 높게 과세되고 있음이 관찰되었는데, 국가별로 살펴보면 네덜란드(40%), 미국, 인도, 대만 등 국가에서 60% 미만으로 나타났으며, 필란드, 노르웨이, 몰타, 스웨덴, 필리핀, 에스토니아, 튀니지아 등에서 100% 이상으로 나타났다.

국가별 배당률과 배당세선회지수간에 양의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 국가별로 배당률을 단순평균과 배당세선회지수간의 관계는 <그림 1>에, 국가별 배당률의 가중평균과 배당세선회지수간의 관계는 <그림 2>에 보고되어 있다. 실제로 미국의 경우 배당률과 배당세선회지수가 둘다 다른 국가들에 비해서 낮은 것으로 나타나고 있으며, 한국, 일본, 말레이시아 등의 아시아 국가가 둘다 중간정도의 값을 영국, 호주, 독일, 싱가포르, 홍콩 등 국가가 둘다 높은 값을 나타내고 있다. 이러한 국가별 원자료에서 발견되는 배당률과 배당세선회지수간의 양의 상관관계는 기업별 데이터 분석에 있어서 나타나는 이들 두변수간의 양의 상관관계의 근본적 변인이 된다.

<그림 1> 국가별 배당률과 배당세 선호지수간의 관계: 단순평균



<그림 2> 국가별 배당률과 배당세 선호지수간의 관계: 가중평균



주: 국가별 원의 크기는 국가별 관찰점수를 표시하고 있음. 선형관계 추정치는 관찰점수를 가중치로 사용한 Weighted OLS의 결과임.

<그림 1>과 <그림 2>에서 우리나라의 배당률이 단순평균은 추세선상에 가중평균은 추세선보다 아래에 존재하고 있음은 상장된 대규모 기업에 있어서 배당률이 낮음을 의미한다.

산업 분류는 Dow Jones Global Index에서 사용되는 산업 대분류인 시장분야 (market sectors)를 사용하였다. 10개의 산업으로 분류되어 있는데, 산업분야중 industrial, consumer cyclical, technology가 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 이들 세 가지 산업이 전체의 60%를 차지하고 있었다.

<표 3> Dow Jones의 Global Index에 따른 산업별 분포

산업분류	빈도	개별비중	누적비중
Basic Materials (BSC)	9,231	8.37	8.37
Consumer Cyclical (CYC)	21,112	19.15	27.53
Consumer Noncyclical (NCY)	9,396	8.52	36.05
Energy (ENE)	3,806	3.45	39.51
Financial (FIN)	8,072	7.32	46.83
Healthcare (HCR)	9,714	8.81	55.64
Industrial (IDU)	30,364	27.55	83.19
Technology (TEC)	14,548	13.2	96.39
Telecommunications (TLS)	1,506	1.37	97.75
Utilities (UTI)	2,476	2.25	100
Total	110,225	100	

각 기업들의 소유구조 변수는 집중된 최종소유자 형태를 사용하였다. 집중된 최종소유자 형태는 전체 소유지분의 ### 이상을 소유하고 있는 소유자가 있는 경우 최대 소유자의 유형으로 정의되어서 데이터에 보고되었다. 표본의 약 83%에서 집중되어 있지 않거나 집중된 최종소유자가 없는 것으로 보고되어 있으며, 개인이나 가족 소유가 10%, 산업기업이 5%를 차지하고 있고 재단 또는 연기금이 소유하고 있는 기업은 0.2%를 차지하고 있는 것으로 나타났다.

<표 4> 최종소유자 유형별 분포

최종소유자 유형	관찰점			기업 빈도
	빈도	개별비중	누적비중	
Bank	689	0.63	0.63	87
Employees/Managers	240	0.22	0.84	32
Financial Company	56	0.05	0.89	11
Foundation	58	0.05	0.95	7
Individual(s) or Family(ies)	10,799	9.8	10.74	1,293
Industrial Company	5,657	5.13	15.88	800
Insurance Company	171	0.16	16.03	19
Mutual & Pension Fund/Trust/Nominee	167	0.15	16.18	20
State, Public Authority	405	0.37	16.55	63
Not Concentrated or Unknown	91,983	83.45	100	13,481
Total	110,225	100		15,813

본 연구에 사용된 표본에 포함된 국가는 67개국으로 이들 국가별로 OSIRIS에 수록되어 있는 기업들의 수를 살펴보면, 미국 (51%), 일본 (10%), 한국 (7%), 말레이시아 (5%), 그리고 호주 (5%)가 합쳐서 전체 기업들 중 78%를 차지하며 나머지 22%를 62개국이 각각 차지하고 있다.

4. 회귀분석 결과

회귀분석 결과는 <표 5>와 <표 6>에 보고되어 있다. 앞에서 이야기한 바와 같이 모든 회귀식에서 기본적으로 산업특성, 최종소유자 유형, 년도더미들을 통제하였고, 조세, 기업규모, 기업연혁, 수익 변동성, 법률체제 등을 개별적으로 또는 함께 통제하는 회귀식들을 추정하였다.

DivTaxPref와 배당률 간의 상관관계를 보아도 <표 5>의 (5)와 (13)처럼 단순 OLS의 결과 DivTaxPref가 한 표준편차 변함에 대하여 배당률이 7~8%P 증가함을 그리고 <표 6>의 (21)과 (29)처럼 Tobit에 따르면, 15.7~18.34%P 증가함을 알 수 있다. 이를 다시 해석하면 DivTaxPref의 값이 증가한다는 것은 배당률이 커짐을 의미하므로 이는 기업의 Capital Gain에 대한 조세부담보다 개인의 소득세 부담이 더 작기 때문임을 알 수 있다. 이는 앞서 언급한 소득세율이 높은 국가일수록 배당성향이 낮아진 것이라는 가설을 검증해주고 있다. 뿐만 아니라 여러 변수들인 기업의 크기, 기업의 존속년수, 기업의 수익변동성 등을 통제한 후의 결과인 <표 5>의 (6)

과 (14)의 OLS 결과에서는 DivTaxPref가 한 표준편차 변함에 따라 배당률이 6~7.1%P 증가하고 <표 6>의 Tobit 모형의 결과인 (22)와 (30)에서는 13.54~15.63%P 증가함을 보이고 있음을 통해 이들 변수들을 통제한 후에도 둘은 매우 유의한 수준에서 양의 상관관계를 가지는 것을 볼 수 있다. 이로써 결론적으로 조세가 기업배당정책에 미치는 영향이 매우 큼을 알 수 있다.

이들 결과를 바탕으로 좀 더 세분하여 각각의 요소들과의 기업 배당성향과의 관계를 살펴보도록 하자. 우선, 기업의 크기는 배당성향과 어떠한 관계가 있을까. 이와 관련하여 Florence(1959), Fama and French(2001), 그리고 Masulis and Trueman(1998)에서 사용한 변수와 같이 각 기업들의 자산을 그들의 기업 크기로 보고 자산의 크기와 배당성향과의 관계를 살펴보았다. 결과는 <표 5>와 <표 6>에서 보듯이 자산의 규모가 큰 기업일수록 높은 배당을 지급하고 있는 것을 알 수 있다. 우선 <표 5>의 (1)과 (9)의 단순 OLS를 통해 나온 계수들을 보자면, 자산의 규모가 한 표준편차 변함에 따라 배당률이 약 7~8%P 증가하는 것으로 나왔으며 <표 6>의 (17)과 (25)에서 보듯이 Tobit 모형에 따르면, 21~22%P 증가하는 것으로 나왔다. 이 결과는 Florence(1959)의 기업의 규모가 작을수록 배당률이 높아진다는 결과와는 반대되는 것이지만 Fama and French(2001)와 Masulis and Trueman(1998)은 본 연구와 같은 결과를 보여주고 있다.

뿐만 아니라 OSIRIS에는 법인화시기가 보고되어 있어 그 기업들이 법인화된 년도들을 알 수 있다. 이 자료로부터 기업의 존속년수를 알 수 있는데 이를 통해 기업의 존속년수가 배당정책에 어떠한 영향을 미치고 있는지에 대해서도 알아볼 수 있었다. 일반적으로 볼 때도, 존속년수가 짧은 기업의 경우는 경영이 오래된 기업들보다 경영이 불안정한 것을 알 수 있다. <표 5>와 <표 6>에서 볼 수 있듯이 본 연구가 시작된 시점인 2004년에서 각 기업들의 법인화 년도를 뺀 기업의 존속년수와 배당성향과는 양의 상관관계를 보이는 것을 알 수 있다. 즉, 기업이 오래될수록 배당을 지급하는 성향이 강해지는 것을 알 수 있다. <표 5>의 (2)와 (10)에서 보듯이 단순 OLS에 따르면 기업의 존속년수가 1년 증가할 때마다 배당률이 0.2%P, 즉, 5년이면 1%P가 증가하고 <표 6>의 (18)과 (26)과 같이 Tobit 모형에 따르면, 0.4~0.5%P, 즉 5년이면 2~2.5%P 증가함을 알 수 있다. 이러한 현상은 Miller and Modigliani(1961)가 주장한 기업의 성장 기회가 높을수록 배당의 증가율이 높아진다는 것과는 반대로 나타나고 있다. 이에 대해 Fama and French(2001)는 1963년부터

1998년까지의 자료에서 1963년 혹은 그 이전부터 계속해서 존재해온 기업들보다 매년 새롭게 추가되는 기업들의 경우가 매우 낮은 배당을 지급하는 것을 지적한 바 있다. 본 연구의 결과는 이들이 이러한 현상을 설명하면서 오래된 기업들에 비해 새롭게 시작하는 기업들이 좀 더 많은 투자 기회를 가지고 있으며 이로 인해 배당이 작아지게 된 것으로 보았던 것과 같은 현상이다.

나아가 각 기업들의 재무제표를 통해 그 기업들의 총수익을 알 수 있는데 이 자료를 통해서 각 기업들의 수익의 변동성이 배당에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 살펴보았다. 이미 Fama and French(2001)는 기업의 수익 변동성이란 측면보다 수익성이란 측면에서 배당과의 관계를 살펴본 바 있다. 이들의 결론에 따르면, 수익성이 높은 기업일수록 더 높은 배당을 지급하는 것으로 나타났다. 위에서도 언급하였듯이 좀 더 안정적인 기업에서 높은 배당을 지급하는 것으로 수익이 높은 기업이라 하더라도 수익의 변동성이 높은 기업에서는 높은 배당을 지급하기 힘들다고 볼 수 있다. 이러한 현상을 <표 5>와 <표 6>에서도 잘 설명해 주고 있다. 하지만 여기서 눈에 띄는 것은 기업의 크기 즉, 기업의 자산을 통제하느냐 하지 않느냐에 따라 배당성향과 수익의 변동성과의 상관관계가 크게 변하는 것을 알 수 있다. <표 5>의 (3)과 (11)의 단순 OLS 회귀 분석 결과는 기업의 규모를 통제하지 않은 상태의 수익변동성과 배당률의 관계를 본 것으로 수익의 변동성이 한 표준편차 변할 때 배당률은 0.3~0.5%P 증가하며 <표 6>의 (19)와 (27)의 Tobit 모형에 따른 결과를 보자면 약 1.04~1.46%P 증가함을 알 수 있다. 그러나 이는 예를 들어, 자산의 규모가 큰 기업의 경우 수익의 변동성이 크더라도 그 변동폭이 감수할 수 있는 범위라면 배당을 지급할 것이기 때문에 이와 같은 결과가 나왔다고 할 수 있다. 그렇다면 기업의 규모를 통제된 뒤의 회귀 분석 결과인 <표 5>와 <표 6>의 (4), (12), (20) 그리고 (28)의 결과를 보면 수익성 변동이 한 표준편차 변함에 따라 OLS의 경우는 -0.7~-0.98%P 그리고 Tobit의 경우는 -1.96~-2.29%P 정도 배당률이 감소함을 보이고 있다. 결과적으로 이러한 자산관련 부분을 통제하고 나면 둘의 관계가 음의 상관관계를 가지는 것으로 나타나는 것을 알 수 있다. 이는 앞서 이야기한 것과 같이 경영이 안정화된 기업일수록 더 높은 배당을 지급하고 있는 것을 다시 한번 확인해 주고 있다.

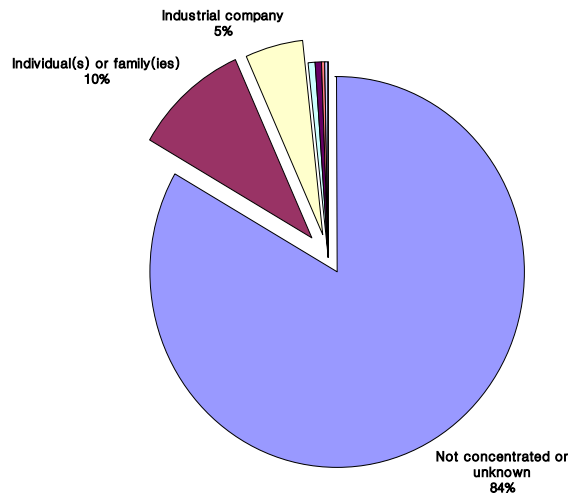
본 연구에서는 Technology를 준거집단으로 보고 이들 산업별로 배당성향을 살펴 보았는데 <표 5>와 <표 6>에서 보는 바와 같이 대체적으로 Utility 산업(전기, 수

도 사업 등)이 가장 배당을 많이 주며 Finance 산업과 Consumer Noncyclical 산업 순으로 배당을 많이 주는 것으로 나타났다. Utility 산업의 경우, <표 5>의 (6)과 (14)의 단순 OLS의 결과에 따르면 준거집단인 Technology의 경우보다 약 18~26%P, 그리고 <표 6>의 (22)와 (30)의 Tobit 모형의 결과에 따르면, 45.6~49%P 정도 더 많이 배당을 지급하는 것으로 나타났다. Finance 산업은 <표 5>와 <표 6>에서 각각 13%P와 35.6~33.3%P 더 많이 주며 그 다음으로 Consumer Noncyclical 산업은 8.7%P와 29.3~27.7%P 더 많이 지급하는 것으로 나타났다. 반면, Consumer Cyclical 산업의 경우는 <표 5>와 <표 6>에서 볼 수 있듯이 3.9~3.7%P와 약 17.7~19%P로 준거집단인 Technology 산업보다는 많지만 그래도 배당을 적게 주는 것으로 나타났다. 이는 다시 말해, 경기 변동의 영향을 크게 받는 산업보다 그렇지 않은 산업, 즉, 매우 안정적인 산업 혹은 위험(Risk)이 큰 산업일수록 배당을 더 많이 주는 것을 의미한다. 이는 Florence(1959)가 언급한 Distributive Trades와 식료품 산업과 같은 경기 변동성의 영향이 적은 기업에서 배당을 많이 준다는 결론과 거의 일맥상통한 결과라 할 수 있다.

다음으로 앞에서 언급한 바와 같이 OSIRIS에는 각 기업의 소유구조에 대한 자세한 정보도 함께 포함되어 있었다. OSIRIS에는 자세한 주주들의 정보가 있으나 OSIRIS에서 기업데이터를 엑셀로 뽑아내는 과정에서 BvD의 기준에 따라 최종 소유자데이터가 각 기업별로 1개씩 만들어지게 되었다. 우선 최종소유자라는 개념부터 정리하면, 한 기업에 대한 소유권을 피라미드 구조로 보았을 때 그 최상부에 위치한 소유자를 최종소유자라 한다.²⁾ OSIRIS에서는 각 기업별로 각 기업의 독립도(Independence Indicator)를 부여하여 이를 통해 대상 기업의 주주 정보를 역으로 추적해 가면서 그 기업의 최종소유자를 찾았다. 이러한 방법을 통해 얻어진 정보를 정리하면 <표 4>과 같다.

<그림 2> OSIRIS의 Ultimate Ownership의 분포

2) Mara Faccio and Larry H.P. Lang(2001)는 Ultimate Owner에 대한 예로 다음과 같이 언급하고 있다. 이탈리아의 Montedison의 경우, 전체 지분의 20% 중 Compart가 33.45%의 지분을 그리고 Mediobanca가 3.77%의 지분을 차지하고 있다. 그러나 다시 Compart는 전체 지분의 10% 중 Credit가 11.01%의 지분을, Cassa di Risparmio di Roma가 10.14%의 지분을 그리고 Mediobanca가 15.26%의 지분을 차지하고 있다. 이러한 경우, Montedison의 Ultimate Owner는 단순히 20%의 지분으로만 본다면 Compart가 되지만 실제적으로는 Compart는 Mediobanca의 지배를 받으므로 최종적으로 Montedison은 Mediobanca의 지배를 받는 것으로 Ultimate Owner에 대해서 정의하고 있다.



Not concentrated or unknown	Individual(s) or family(ies)	Industrial company	Bank
State, Public authority	Employees/Managers	Insurance company	Mutual & Pension fund/Trust/Nominee
Financial company	Foundation		

하지만 <표 4>와 <그림 2>에서 보는 바와 같이 전체의 약 84%를 차지하는 소유 구조가 집중되어 있지 않거나 알려지지 않은 경우로 이는 주식이 고루 분배되어 있거나 아니면 주주가 전혀 없는 경우로 완전한 결손자료라고는 할 수 없다. 즉, OSIRIS의 자료에만 따르면 대략 과반수 이상의 기업들이 대체적으로 주식의 분배가 상당히 고르게 분포되어 있는 기업들이라 할 수 있다. 실제로 실증분석에서 이들 84%에 해당하는 이들을 준거집단으로 하고, 나머지를 더미변수로 하여 분석하였다. 반면, 이들을 제외하면 위의 <그림 2>와 같이 대체적으로 개인 혹은 가족에 의한 경영이 전체의 26% 중 60%를, Industry Company에 의한 경영이 31%를 차지하고 있는 것을 알 수 있다. 이들 소유구조의 차이가 기업 배당정책에 미치는 효과를 살펴보면, <표 5>와 <표 6>의 (6), (14), (22), (30)에서 보는 바와 같이 최종소유자가 Foundation인 경우가 준거집단에 비해 적게는 약 14%P에서 많게는 36%P까지 더 많은 배당을 지급하는 것을 알 수 있으며 다음으로 Mutual & Pension fund, Trust or Nominee(7~14%P)와 Bank(6~9%P)의 경우의 순으로 배당률이 낮아지는 것을 알 수 있다. 특히, Gugler(2003)가 언급한 내용과 같이 국가 혹은 주에서 경영하는 기업일수록 개인 혹은 가족에 의해 경영되는 기업보다 더 높은 배당을 지급하고 있는 것을 알 수 있다.

이들 각각의 더미 변수들과 함께 본 연구에서의 주요 변수들인 기업의 크기, 존속

년수, 수익의 변동성, 그리고 Tax Advantage 변수를 모두 사용한 회귀분석 결과부터 살펴보면 우선 <표 5>의 (6)열과 같다. 이 결과는 단순 OLS를 통해 얻어진 것들로 기업의 규모를 의미하는 자산에 자연로그를 취한 lAsset이 한 표준편차 변함에 대하여 약 4.8% 배당성향이 높아지는 것으로 나타났고 기업의 존속년수와 관련해서는 1년씩 늘어날수록 0.14% 높아짐을 알 수 있다. 기업의 수익과 관련해서 그 수익의 변동성이 배당성향에 얼마나 영향을 미치나에 대해서는 수익의 변동성이 한 표준편차 변함에 따라 약 -0.70% 배당성향이 감소함을 볼 수 있다. 이는 기업들이 얼마나 수익에 민감하게 반응하는지 알 수 있는 부분이기도 하다. 그리고 Tax Advantage를 의미하는 변수와 관련해서는 한 표준편차 변함에 따라 약 6.05% 배당성향이 증가함을 알 수 있다. 이를 통해 기업들의 배당지급 여부 선택에 있어 Tax Advantage가 영향을 미치고 있다는 것을 확인할 수 있다. (14)열의 경우는 배당을 단순히 보통 배당(Ordinary Dividend)만을 가지고 본 것으로 (6)열의 결과와 크게 차이가 나지 않는 것을 알 수 있다. <표 6>의 (22)열은 앞의 변수들을 단순 OLS가 아닌 Tobit모형을 통해 분석한 결과로 기업의 규모를 의미하는 자산에 자연로그를 취한 lAsset이 한 표준편차 변함에 대하여 약 15.9% 배당성향이 높아지는 것으로 나타났고 기업의 존속년수와 관련해서는 1년씩 늘어날수록 0.28% 높아짐을 알 수 있다. 기업의 수익과 관련해서 그 수익의 변동성이 배당성향에 얼마나 영향을 미치나에 대해서는 수익의 변동성이 한 표준편차 변함에 따라 약 -1.91% 배당성향이 감소함을 볼 수 있다. 그리고 Tax Advantage를 의미하는 변수와 관련해서는 한 표준편차 변함에 따라 약 13.5% 배당성향이 증가함을 알 수 있다. <표 6>의 (30)열은 Tobit모형을 통해 종속변수를 보통 배당(Ordinary Dividend)만을 가지고 회귀분석한 결과로 (22)열의 결과와 거의 비슷하게 나온 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 앞선 단순 OLS의 결과보다 그 크기는 상당히 크게 바뀌었지만 역시 기업의 크기와 운영연수, 그리고 Tax Advantage가 기업 배당성향에 매우 긍정적인 영향을 미치고 있으며 기업의 수익 변동성은 부정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 특히 이 결과들은 기업의 산업 종류와 그 기업의 소유 등의 변수들을 모두 통제하였을 때의 것들로 상당한 의미를 가질 수 있다고 볼 수 있다.

<표 5> 단순 OLS를 통한 회귀 분석 결과

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)
	OLS, Div	OLS, Div	OLS, Div	OLS, Div	OLS, Div	OLS, Div	OLS, Div	OLS, Div	OLS, OD	OLS, OD	OLS, OD	OLS, OD	OLS, OD	OLS, OD	OLS, OD	OLS, OD
IAsset	1.637 (0.019)**			1.304 (0.019)**		1.128 (0.019)**	1.113 (0.024)**	1.380 (0.023)**	1.891 (0.019)**			1.481 (0.021)**		1.298 (0.020)**	0.974 (0.025)**	1.267 (0.024)**
2004-Incorporated year		0.211 (0.002)**		0.162 (0.002)**		0.142 (0.002)**	0.159 (0.002)**	0.146 (0.002)**		0.248 (0.003)**		0.184 (0.003)**		0.151 (0.003)**	0.172 (0.003)**	0.150 (0.003)**
Eat_sd			3.415 (0.781)**	-8.002 (0.752)**		-8.067 (0.725)**	-7.943 (0.751)**	-8.154 (0.724)**			5.450 (0.935)**	-11.286 (0.888)**		-10.946 (0.842)**	-11.106 (0.883)**	-10.937 (0.842)**
DivTaxPref					0.498 (0.005)**	0.424 (0.005)**		0.456 (0.005)**					0.595 (0.005)**	0.499 (0.005)**		0.496 (0.005)**
DJInd1==UTI, Utilities (Reference Group = Technology)	21.148 (0.482)**	21.021 (0.483)**	26.109 (0.496)**	18.232 (0.475)**	25.060 (0.473)**	18.353 (0.458)**	18.833 (0.476)**	17.528 (0.459)**	30.661 (0.573)**	30.398 (0.575)**	36.982 (0.597)**	27.142 (0.561)**	33.838 (0.558)**	25.997 (0.533)**	28.320 (0.559)**	26.080 (0.534)**
DJInd1==FIN, Financial	17.818 (0.304)**	17.446 (0.304)**	19.127 (0.314)**	16.821 (0.299)**	14.707 (0.303)**	13.346 (0.290)**	17.092 (0.299)**	12.703 (0.292)**	18.850 (0.323)**	18.762 (0.324)**	20.882 (0.338)**	17.746 (0.316)**	14.625 (0.320)**	12.964 (0.303)**	18.261 (0.314)**	13.031 (0.305)**
DJInd1==NCY, Consumer Noncyclical	13.538 (0.290)**	11.968 (0.293)**	16.339 (0.299)**	10.737 (0.288)**	13.072 (0.286)**	8.669 (0.278)**	10.790 (0.288)**	8.435 (0.278)**	14.579 (0.309)**	13.229 (0.312)**	18.146 (0.322)**	11.692 (0.304)**	13.408 (0.303)**	8.723 (0.290)**	11.602 (0.302)**	8.739 (0.290)**
DJInd1==ENE, Energy	7.699 (0.398)**	6.317 (0.398)**	8.421 (0.411)**	6.217 (0.390)**	7.048 (0.392)**	5.327 (0.376)**	6.519 (0.391)**	4.840 (0.377)**	7.267 (0.428)**	6.279 (0.429)**	8.561 (0.448)**	5.840 (0.417)**	7.024 (0.419)**	4.986 (0.396)**	6.403 (0.415)**	5.028 (0.397)**
DJInd1==IDU, Industrial	8.499 (0.221)**	7.303 (0.223)**	10.675 (0.228)**	6.359 (0.219)**	8.074 (0.218)**	4.691 (0.212)**	6.329 (0.219)**	4.604 (0.212)**	9.247 (0.236)**	8.090 (0.238)**	12.012 (0.246)**	6.947 (0.233)**	8.342 (0.232)**	4.654 (0.222)**	6.738 (0.231)**	4.657 (0.222)**
DJInd1==BSC, Basic materials	10.456 (0.292)**	8.957 (0.294)**	13.068 (0.301)**	7.838 (0.289)**	8.178 (0.290)**	4.337 (0.281)**	7.831 (0.289)**	4.076 (0.281)**	12.378 (0.316)**	11.000 (0.319)**	15.788 (0.329)**	9.565 (0.311)**	9.206 (0.313)**	5.012 (0.299)**	9.372 (0.309)**	5.032 (0.299)**
DJInd1==CYC, Consumer Cyclical	6.945 (0.237)**	7.048 (0.237)**	9.751 (0.243)**	5.467 (0.234)**	7.257 (0.233)**	3.888 (0.226)**	5.604 (0.234)**	3.576 (0.226)**	7.396 (0.253)**	7.924 (0.253)**	10.891 (0.262)**	5.997 (0.248)**	7.357 (0.247)**	3.747 (0.236)**	6.193 (0.246)**	3.775 (0.236)**
DJInd1==TLS, Telecommunications	4.285 (0.591)**	5.527 (0.591)**	5.727 (0.611)**	4.554 (0.579)**	3.266 (0.583)**	2.587 (0.559)**	4.747 (0.579)**	2.168 (0.558)**	4.656 (0.628)**	6.186 (0.629)**	6.480 (0.658)**	5.041 (0.613)**	3.385 (0.615)**	2.570 (0.582)**	5.379 (0.609)**	2.609 (0.582)**
DJInd1==HCR, Healthcare	1.707 (0.286)**	0.688 (0.286)**	1.336 (0.296)**	1.131 (0.280)**	1.938 (0.282)**	1.665 (0.270)**	1.279 (0.280)**	1.500 (0.270)**	0.901 (0.298)**	0.091 (0.298)**	0.702 (0.312)**	0.401 (0.291)**	1.084 (0.292)**	0.785 (0.276)**	0.551 (0.289)**	0.792 (0.276)**
UOT==Foundation (Reference Group = Not Concentrated or Unknown)	25.005 (2.862)**	6.765 (2.869)**	23.956 (2.961)**	11.487 (2.813)**	25.053 (2.823)**	13.948 (2.710)**	9.841 (2.813)**	16.421 (2.709)**	32.018 (3.273)**	13.038 (3.283)**	31.057 (3.430)**	18.325 (3.198)**	34.130 (3.205)**	23.267 (3.035)**	14.071 (3.182)**	22.962 (3.038)**
UOT==Mutual & Pension fund/Trust/Nominee	12.907 (1.688)**	8.239 (1.689)**	12.208 (1.746)**	9.666 (1.656)**	8.894 (1.666)**	7.158 (1.596)**	9.669 (1.654)**	6.960 (1.593)**	11.533 (1.703)**	5.824 (1.706)**	10.842 (1.784)**	7.593 (1.662)**	6.822 (1.667)**	4.852 (1.577)**	7.589 (1.652)**	4.872 (1.577)**

UOT==Bank	9.039 (0.836)**	7.914 (0.837)**	8.558 (0.865)**	8.397 (0.820)**	5.224 (0.826)**	5.585 (0.791)**	8.186 (0.819)**	5.661 (0.789)**	11.178 (0.907)**	10.090 (0.908)**	10.723 (0.951)**	10.546 (0.885)**	6.495 (0.889)**	7.067 (0.840)**	10.203 (0.880)**	7.070 (0.840)**
UOT==State, Public authority	9.906 (1.097)**	9.565 (1.098)**	11.692 (1.135)**	8.781 (1.076)**	3.910 (1.085)**	2.495 (1.039)*	7.623 (1.078)**	3.617 (1.039)**	8.752 (1.180)**	8.136 (1.181)**	10.957 (1.236)**	7.375 (1.151)**	2.258 (1.157)+	0.564 (1.094)	4.303 (1.148)**	0.417 (1.096)
UOT==Insurance company	14.042 (1.668)**	4.126 (1.673)*	14.703 (1.725)**	5.985 (1.639)**	10.691 (1.646)**	3.652 (1.580)*	5.560 (1.638)**	4.061 (1.577)*	13.861 (1.740)**	3.912 (1.746)*	15.141 (1.823)**	5.723 (1.701)**	10.721 (1.704)**	3.675 (1.614)*	4.822 (1.691)**	3.632 (1.614)*
UOT==Industrial company	5.092 (0.299)**	3.948 (0.299)**	5.405 (0.309)**	4.004 (0.293)**	3.649 (0.295)**	2.691 (0.283)**	3.924 (0.293)**	2.701 (0.283)**	4.537 (0.315)**	3.475 (0.316)**	5.168 (0.330)**	3.376 (0.308)**	2.935 (0.309)**	1.808 (0.292)**	3.168 (0.306)**	1.806 (0.292)**
UOT==Financial company	7.841 (2.912)**	1.914 (2.913)	4.745 (3.013)	4.987 (2.855)+	2.672 (2.873)	3.171 (2.751)	4.418 (2.853)	3.820 (2.747)	12.517 (3.273)**	5.544 (3.278)+	9.333 (3.429)**	8.942 (3.192)**	8.359 (3.204)**	8.355 (3.029)**	7.687 (3.174)*	8.280 (3.029)**
UOT==Individual(s) or family(ies)	-2.019 (0.225)**	-4.627 (0.223)**	-5.106 (0.230)**	-2.317 (0.221)**	-2.897 (0.220)**	-0.800 (0.213)**	-2.406 (0.221)**	-0.559 (0.213)**	-3.117 (0.236)**	-5.980 (0.233)**	-6.649 (0.244)**	-3.440 (0.230)**	-4.019 (0.229)**	-1.641 (0.219)**	-3.769 (0.229)**	-1.675 (0.219)**
UOT==Employees/Managers	-1.812 (1.409)	-4.907 (1.409)**	-3.866 (1.457)**	-3.064 (1.381)*	-3.480 (1.389)*	-2.846 (1.331)*	-3.119 (1.380)*	-2.752 (1.328)*	-0.680 (1.530)	-4.158 (1.532)**	-3.190 (1.602)*	-1.993 (1.492)	-2.868 (1.497)+	-1.814 (1.415)	-2.354 (1.483)	-1.838 (1.415)
Constant	20.229 (0.584)**	-3.702 (0.558)**	3.454 (0.571)**	11.308 (0.591)**	-27.019 (0.617)**	-15.766 (0.641)**	12.058 (0.592)**	-18.894 (0.660)**	26.960 (0.675)**	-0.969 (0.649)	6.922 (0.674)**	16.755 (0.678)**	-30.128 (0.703)**	-15.211 (0.714)**	18.981 (0.677)**	-14.844 (0.735)**
legal origin from Levine and LLSV							-2.641 (0.188)**	3.663 (0.193)**							-7.173 (0.213)**	-0.456 (0.215)*
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	110225	110225	110225	110225	110225	110225	110225	110225	95827	95827	95827	95827	95827	95827	95827	95827
Adjusted R-squared	0.141	0.140	0.081	0.175	0.164	0.234	0.176	0.236	0.191	0.189	0.112	0.231	0.224	0.307	0.240	0.307

Standard errors in parentheses + significant at 10%; * significant at 5%; ** significant at 1%

<표 6> Tobit 모형에 따른 회귀 분석 결과

	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)	(31)	(32)
	Tobit, Div	Tobit, Div	Tobit, Div	Tobit, Div	Tobit, Div	Tobit, Div	Tobit, Div	Tobit, Div	Tobit, OD	Tobit, OD	Tobit, OD	Tobit, OD	Tobit, OD	Tobit, OD	Tobit, OD	Tobit, OD
lAsset	4.786 (0.044)**			4.096 (0.044)**		3.717 (0.042)**	3.637 (0.054)**	4.290 (0.053)**	5.126 (0.043)**			4.324 (0.044)**		3.902 (0.041)**	2.973 (0.054)**	3.683 (0.052)**
2004-Incorporated year		0.462 (0.005)**		0.321 (0.005)**		0.278 (0.005)**	0.314 (0.005)**	0.283 (0.005)**		0.511 (0.005)**		0.339 (0.005)**		0.273 (0.005)**	0.314 (0.005)**	0.270 (0.005)**
Eat_sd			12.070 (1.596)**	-22.555 (1.661)**		-21.935 (1.554)**	-22.067 (1.656)**	-22.559 (1.554)**			16.737 (1.783)**	-26.321 (1.659)**		-24.577 (1.525)**	-24.620 (1.644)**	-24.314 (1.526)**
DivTaxPref					1.103 (0.010)**	0.949 (0.010)**		1.012 (0.011)**					1.286 (0.011)**	1.096 (0.010)**		1.075 (0.010)**
DJInd1==UTI, Utilities (Reference Group = Technology)	51.001 (1.034)**	51.672 (1.037)**	64.215 (1.080)**	44.068 (1.011)**	62.068 (1.013)**	44.831 (0.960)**	45.636 (1.016)**	42.803 (0.962)**	59.453 (1.142)**	59.582 (1.149)**	75.032 (1.213)**	51.523 (1.111)**	68.251 (1.109)**	49.382 (1.033)**	55.157 (1.109)**	50.044 (1.038)**
DJInd1==FIN, Financial	46.524 (0.737)**	44.356 (0.730)**	48.941 (0.762)**	43.718 (0.718)**	38.495 (0.724)**	35.551 (0.691)**	44.517 (0.720)**	33.908 (0.694)**	47.241 (0.743)**	45.431 (0.735)**	51.027 (0.777)**	44.151 (0.720)**	36.892 (0.726)**	33.294 (0.684)**	46.066 (0.720)**	33.843 (0.690)**
DJInd1==NCY, Consumer Noncyclical	40.989 (0.708)**	37.277 (0.706)**	48.413 (0.730)**	34.138 (0.696)**	40.742 (0.692)**	29.312 (0.667)**	34.418 (0.696)**	28.576 (0.666)**	41.444 (0.716)**	38.013 (0.712)**	50.228 (0.747)**	34.523 (0.699)**	39.471 (0.695)**	27.723 (0.663)**	34.866 (0.698)**	27.927 (0.664)**
DJInd1==ENE, Energy	25.677 (0.971)**	21.405 (0.965)**	26.795 (1.003)**	22.027 (0.948)**	24.374 (0.947)**	20.908 (0.905)**	22.910 (0.950)**	19.664 (0.904)**	22.821 (1.001)**	19.307 (0.993)**	25.037 (1.046)**	19.353 (0.972)**	22.244 (0.971)**	18.230 (0.917)**	21.394 (0.917)**	18.602 (0.919)**
DJInd1==IDU, Industrial	30.265 (0.591)**	27.252 (0.585)**	36.083 (0.605)**	24.836 (0.581)**	29.719 (0.577)**	20.635 (0.560)**	24.865 (0.581)**	20.268 (0.558)**	31.226 (0.601)**	28.162 (0.592)**	38.124 (0.620)**	25.546 (0.586)**	29.410 (0.582)**	19.861 (0.561)**	25.384 (0.587)**	19.959 (0.562)**
DJInd1==BSC, Basic materials	33.790 (0.719)**	31.158 (0.713)**	41.339 (0.738)**	27.709 (0.705)**	30.735 (0.701)**	20.532 (0.675)**	27.883 (0.705)**	19.763 (0.674)**	36.595 (0.734)**	34.276 (0.725)**	45.727 (0.762)**	30.300 (0.714)**	31.604 (0.710)**	20.865 (0.676)**	30.486 (0.712)**	21.097 (0.677)**
DJInd1==CYC, Consumer Cyclical	27.068 (0.621)**	27.433 (0.613)**	34.649 (0.636)**	23.081 (0.607)**	28.429 (0.605)**	18.957 (0.585)**	23.517 (0.608)**	18.065 (0.585)**	27.361 (0.630)**	28.312 (0.619)**	36.165 (0.651)**	23.474 (0.613)**	27.617 (0.611)**	17.727 (0.586)**	24.428 (0.614)**	18.014 (0.588)**
DJInd1==TLS, Telecommunications	18.314 (1.434)**	21.195 (1.417)**	22.496 (1.474)**	18.449 (1.398)**	16.880 (1.396)**	13.771 (1.341)**	19.161 (1.397)**	12.466 (1.342)**	18.119 (1.453)**	21.185 (1.435)**	22.783 (1.512)**	18.396 (1.409)**	15.735 (1.408)**	12.383 (1.338)**	20.128 (1.398)**	12.813 (1.339)**
DJInd1==HCR,	6.615	3.241	6.101	4.344	7.424	5.657	4.749	5.180	3.139	0.089	3.103	0.934	4.107	1.956	1.621	2.067

Healthcare	(0.793)**	(0.779)**	(0.803)**	(0.778)**	(0.768)**	(0.753)**	(0.779)**	(0.751)**	(0.804)**	(0.786)	(0.818)**	(0.785)	(0.772)**	(0.755)**	(0.785)*	(0.756)**
UOT==Foundation (Reference Group = Not Concentrated or Unknown)	42.134	0.959	37.643	15.965	41.124	22.254	12.240	27.511	50.775	9.636	46.706	25.493	53.581	36.224	15.008	34.271
UOT==Mutual & Pension fund/Trust/Nominee	(5.638)**	(5.674)	(5.969)**	(5.480)**	(5.542)**	(5.156)**	(5.478)*	(5.152)**	(5.977)**	(6.059)	(6.439)**	(5.796)**	(5.842)**	(5.350)**	(5.754)**	(5.358)**
UOT==Bank	(3.457)**	(3.500)**	(3.658)**	(3.373)**	(3.461)**	(3.224)**	(3.370)**	(3.215)**	(3.315)**	(3.367)**	(3.569)**	(3.217)**	(3.297)**	(3.015)**	(3.195)**	(3.016)**
UOT==State, Public authority	15.684	11.402	12.947	14.090	4.856	7.255	13.541	7.560	18.664	14.349	15.934	17.071	6.106	8.863	15.895	8.806
UOT==Insurance company	(1.750)**	(1.769)**	(1.846)**	(1.710)**	(1.746)**	(1.635)**	(1.708)**	(1.631)**	(1.764)**	(1.791)**	(1.894)**	(1.715)**	(1.748)**	(1.609)**	(1.705)**	(1.610)**
UOT==Industrial company	16.673	16.543	20.923	14.745	3.168	0.023	12.067	2.528	15.976	15.547	20.902	13.829	1.612	-1.846	6.185	-2.823
UOT==Financial company	(2.201)**	(2.214)**	(2.321)**	(2.141)**	(2.179)	(2.034)	(2.148)**	(2.032)	(2.216)**	(2.233)**	(2.379)**	(2.142)**	(2.175)	(1.992)	(2.138)**	(1.998)
UOT==Individual(s) or family(ies)	23.577	-3.112	24.487	4.582	14.553	-1.807	3.308	-0.537	22.351	-3.973	24.509	3.739	13.820	-1.973	0.670	-2.394
UOT==Employees/ Managers	(3.511)**	(3.670)	(3.687)**	(3.523)	(3.495)**	(3.383)	(3.528)	(3.368)	(3.475)**	(3.678)	(3.710)**	(3.490)	(3.446)**	(3.298)	(3.489)	(3.303)
Constant	10.824	7.176	11.028	8.067	6.203	4.229	7.810	4.327	9.093	5.523	9.828	6.227	4.000	1.796	5.507	1.751
legal origin from Levine and LLSV	(0.648)**	(0.653)**	(0.677)**	(0.636)**	(0.642)**	(0.611)**	(0.636)**	(0.609)**	(0.648)**	(0.656)**	(0.688)**	(0.633)**	(0.639)**	(0.599)**	(0.630)**	(0.599)**
Year Dummy	25.838	9.128	15.686	19.801	12.431	17.180	18.648	18.415	34.858	16.804	25.159	27.688	23.910	27.426	24.744	26.964
Observations	(5.995)**	(6.044)	(6.306)*	(5.850)**	(5.845)*	(5.482)**	(5.834)**	(5.481)**	(6.212)**	(6.274)**	(6.649)**	(6.024)**	(6.021)**	(5.541)**	(5.963)**	(5.540)**
Adjusted R-squared	-5.034	-14.059	-15.135	-5.819	-10.511	-2.705	-6.183	-1.983	-7.989	-17.638	-19.113	-8.814	-13.613	-5.200	-10.202	-5.516
	(0.548)**	(0.545)**	(0.564)**	(0.537)**	(0.539)**	(0.519)**	(0.538)**	(0.519)**	(0.552)**	(0.552)**	(0.578)**	(0.540)**	(0.543)**	(0.516)**	(0.541)**	(0.519)**
	-5.675	-15.699	-13.827	-8.143	-12.993	-7.722	-8.354	-7.448	-1.680	-12.357	-11.403	-3.764	-10.635	-3.411	-4.937	-3.610
	(3.380)+	(3.420)**	(3.554)**	(3.309)*	(3.382)**	(3.185)*	(3.308)*	(3.176)*	(3.392)	(3.436)**	(3.636)**	(3.291)	(3.390)**	(3.118)	(3.279)	(3.121)
	4.016	-58.988	-44.644	-12.814	-112.319	-73.764	-11.537	-79.386	17.421	-51.197	-36.432	-0.609	-117.070	-72.195	3.024	-70.240
	(1.350)**	(1.329)**	(1.362)**	(1.357)**	(1.487)**	(1.467)**	(1.358)**	(1.499)**	(1.456)**	(1.441)**	(1.496)**	(1.454)	(1.593)**	(1.540)**	(1.445)*	(1.564)**
							-5.864	7.585							-17.029	-2.830
							(0.407)**	(0.408)**							(0.423)**	(0.412)**
	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
	110225	110225	110225	110225	110225	110225	110225	110225	95827	95827	95827	95827	95827	95827	95827	95827

Standard errors in parentheses + significant at 10%; * significant at 5%; ** significant at 1%

5. 결론

본 논문은 기업의 배당성향에 미치는 요인들을 종합적으로 OSIRIS의 67개국 기업 데이터들을 바탕으로 검증을 해보았다. 검증 결과 배당성향은 배당에 대한 조세가 낮을수록, 기업의 규모가 클수록, 기업이 오래될수록 그리고 수익의 변동성이 작을수록 배당성향이 높으며, 현금수입이 크고 수익 변동성이 낮은 산업에서 그리고 최종소유자가 재단이나 기금인 경우 배당성향이 높은 것으로 추정되었다. 이러한 추정결과들은 배당과 관련한 조세(배당세선호지수+), 대리인비용(기업규모+, 산업특성), 고객효과(최종소유자) 등의 효과가 존재함에 대한 실증분석 증거이다.

참고문헌

- Allen, Franklin and Roni Michaely. 2002. Payout Policy. North-Holland Handbook of Economics, edited by George Constantinides, Milton Harris and Rene Stulz, pp. 337-429.
- Apel, Mikael and Jan Södersten. 1999. Personal Taxation and Investment Incentives in a Small Open Economy. International Tax and Public Finance No. 6, 79-88.
- Attig, Najah, Klaus Fischer, and Yoser Gadhoom. 2002. On the Determinants, Costs, and Benefits of Pyramidal Ownership: Evidence on Expropriation of Minority Interests. unpublished paper presented at the 2nd Asia Corporate Governance Conference organized by Asia Institute of Corporate Governance on 16-17 May 2002 in Seoul.

- Auerbach, Alan J. 1979. Share Valuation and Corporate Equity Policy. *Journal of Public Economics* Vol. 11, No. 3, pp. 291–305.
- Auerbach, Alan J. 1983. Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital. *Journal of Economic Literature* Vol. 21, No. 3, pp. 905–940.
- Bernheim, B. Douglas 1991. Tax Policy and the Dividend Puzzle. *RAND Journal of Economics* Vol. 22, No. 4, pp. 455–476.
- Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler. 2004. A Catering Theory of Dividends. *Journal of Finance* 59, pp. 1125–1165.
- Bell, Leonie and Tim Jenkinson. 2003. New Evidence of the Impact of Dividend Taxation and on the Indentity of the Marginal Investor. *The Journal of Finance* Vol. LVII, No. 3, pp. 1321–1346.
- Black, Fischer 1976. The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management* Vol. 2, Iss. 2, p. 5.
- Black, Fischer 1996. The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio Management* Vol. 22, Iss. 2, pp. 5–8.
- Brittain, J. 1966. Corporate Dividend Policy. Washington, D.C.: Brookings Institution, 1966.
- Carroll, Robert, Douglas Holtz–Eakin, Mark Rider, and Harvey S. Rosen. 1999. Entrepreneurs, Income Taxes, and Investment. NBER Working Paper 6374.
- Ernst and Young. 2000. Worldwide Corporate Tax Guide and Directory.
- Fama, Eugene F. and Kenneth R. French. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics* 60, pp. 3–43.

- Jugurnath, Bhavish, Mark Stewart and Robert Brooks. 2004. Dividend Taxation and Corporate Investment: A Comparative Study Between the Classical System and Imputation System of Dividend Taxation in the United States and Australia. *Econometric Society 2004 Australasian Meetings* 97.
- Holland, Dainel M. 1962. Dividends under the Income Tax. *NBER Fiscal Studies Series No. 7*, p. 207.
- Faccio, Mara and Larry H.P. Lang. 2001. The Ultimate Ownership of Western European Corporations. *Journal of Financial Economics* Vol. 65, Iss. 3, pp. 365–395.
- Florence, P. Sargant 1959. Size of Company and Other Factors in Dividend Policy. *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, Vol. 122, No. 1, pp. 77–98.
- Gordon, Myron 1959. Dividends, Earnings and Stock Prices. *Review of Economics and Statistics* 41, pp. 99–105.
- Gordon, Roger H and Bradford, David F. 1980. Taxation and the Stock Market Valuation of Capital Gains and Dividends: Theory and Empirical Results. *Journal of Public Economics* 14, pp. 109–136.
- Graham, John R. 1998. Do Personal Taxes affect Corporate Financing Decision? *Journal of Public Economics* Vol. 73, Iss. 2, pp. 147–185.
- Gugler, Klaus 2003. Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment. *Journal of Banking & Finance* 27, pp. 1297–1321.
- Hanlon, Michelle, James N. Myers and Terry Shevlin. 2003. Dividend Taxes and Firm Valuation: A Re-examination. *Journal of*

- Accounting and Economics* 35, pp. 119–153.
- Higgins, Robert C. 1972. The Corporate Dividend–Saving Decision. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 7, pp. 1527–1541.
- Higgins, Robert C. 1974. Growth, Dividend Policy and Capital Costs in the Electric Utility Industry. *The Journal of Finance* Vol. 29, No. 4, pp. 1189–1201.
- La porta, Rafael, Florencio Lopez–De–Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny. 2000. Agency Problems and Dividend Policies around the World. *The Journal of Finance* Vol. 55, No. 1, pp. 1–34.
- Lie, Eric and Heidi J. Lie. 1999. The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 34, No. 4, pp. 533–552.
- Lintner, John 1956. Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes. *American Economic Review* (May), pp. 97–113
- Lintner, John 1964. Optimal Dividends and Corporate Growth Under Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics* Vol. 78, No. 1, pp. 49–95.
- Masulis, Ronald W. and Brett Trueman. 1998. Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* Vol. 23, No. 4, pp. 369–385.
- Miller, Merton H. and Franco Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* Vol. 34, No.

- 4, pp. 411-433.
- Miller, Merton H. and Myron S. Scholes. 1978. Dividends and Taxes. *Journal of Financial Economics* 6, pp. 333-364.
- Miller, Merton H. and Myron S. Scholes. 1982. Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence. *The Journal of Political Economy* Vol. 90, No. 6, pp. 1118-1141.
- Porterba, James M. and Lawrence H. Summers. 1984. New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends. *The Journal of Finance* Vol. 39, No. 5, pp. 1397-1415.
- Rozeff., Michael 1982. Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research* 5, pp. 249-259.s
- Scholz, John Karl. "A Direct examination of the dividend clientele hypothesis." *Journal of Public Economics* 49. no.3 pp. 261-86.
- 고광복. 1997. 의제배당 과세제도에 관한 연구. 한양대학교 회계대학원 박사학위 논문.
- 권휘일. 1996. 배당의 조세효과에 관한 실증적 연구. 전북대학교 경영대학원 박사학위 논문.
- 김영숙, 김철교와 정균화. 2004. 재무관리론. 두남출판사, 2004.
- 김영주. 1998. 법인소득의 이중과세조정에 관한 연구(배당세액공제제도를 중심으로). 건국대학교 행정대학원 석사학위 논문.
- 김진석. 2000. 이자소득 및 배당소득의 원천징수. 월간조선, 65-78.
- 김진수. 2004. 배당소득과세제도의 개편방향: 배당소득의 이중과세조정방안을 중심으로. 한국조세연구원, 2004. 12.
- 김진순. 2003. 조세부담의 형평성을 위한 배당소득 조세제도의 연구. 성균관

대학교 회계대학원 석사학위 논문.

조용준. 1999. 우리나라의 배당소득 이중과세조정에 관한 연구. 회계와 세무, 100-116.

ABSTRACT

Taxes, firm characteristics, and dividends: evidence from firm-level micro data in 67 countries

The purpose of this article is to show empirically the effect of taxes and firm characteristics on the dividend payout.

For this analysis, OSIRIS database which has large information of 15,813 firms around 67 countries from 1986 to 2003 is used to give some evidence how the taxes effect on the corporate dividend policy decision. Korean Labor and Income Panel Study from 1999 to 2003 is used to show how the preference on dividend changes depending on the taxes particularly in Korea.

The empirical analysis suggests that most of the companies prefer to pay dividend with profit surplus rather than to keep it as the capital gain when firm size, firm operation year, and tax advantage become bigger. But as profit fluctuation becomes larger, companies just keep their profit surplus as the capital gain. In detail, as the tax advantage changes one standard error, dividend payout ratio increases by 7~8%P in OLS, 15.7~18.34%P in Tobit. And in the case of firm size, if there is one standard error change, the ratio increases by 7~8%P in OLS, 21~22%P in Tobit. Also when firm operation year extends one year, the ratio becomes 0.4~0.5%P up. However, when the profit fluctuation becomes larger as one standard error, the corporate decides their

dividend payout ratio reduce as $-1.96\sim-2.29\%P$.

In addition, the dividend payout varies systematically across industries. Utility industry pays the most dividend($18\sim26\%P$ or $45.6\sim49\%P$) than Technology industry(reference group) among any other industrial types. Following is Consumer Noncyclical industry. they pays $8.7\%P$ or $27.7\sim29.3\%P$ more dividend than Technology industry. But Consumer Cyclical industry pays the least dividend among the industrial types expect for Technology industry.

And ultimate ownership also can effect the change of the dividend payout disposition. When the ultimate ownership is the Foundation, dividend payout ratio $14\%P$ or $36\%P$ more dividend than reference group which is reported as not concentrated or unknown. Next is Mutual & Pension fund, Trust or Nominee whose corporate pays $7\sim14\%P$ more dividend than reference group.