

국제비교를 통한 배당성향 결정요인에 대한 실증분석*

차 병 섭** · 이 영***

논문초록

본 논문은 기업의 재무, 기본정보, 주가 등을 담고 있는 원자료인 OSIRIS를 이용하여 구축된 67개국의 15,813개 기업에 대한 미시데이터를 이용하여, 배당 관련 조세와 기업특성이 기업의 배당금지급 성향에 어떠한 영향을 미치는가에 대해 실증분석하였다. 실증분석 결과, 배당 관련 조세가 배당금 지급을 저해하는 것이 확인되었으며, 오래되고 규모가 크며 수익률 변동성이 낮으며 재단과 연금에 의해 소유된 기업에서 그리고 수입의 안정성이 높거나 현금 수입비중이 높은 산업에서 배당 성향이 높은 것으로 나타났다. 이러한 실증분석 결과는 배당성향에 있어서 조세유인, 대리인 비용, 시그널 효과, 고객효과 등이 작용하고 있음으로 해석될 수 있다.

핵심 주제어: 배당, 조세, 국제비교

경제학문헌목록 주제분류: H2, G3

* 이 논문은 2006년 한양대학교 교비지원 연구사업으로 지원받아 연구되었음(HY-2006-G). 한국재정학회 2006년 추계 학술대회에서 본 논문에 대해 유익한 검토의견을 주신 한국조세연구원의 최준욱, 박명호, 박기백 박사님께 감사드린다. 그리고, 통찰력있는 심사의견을 주신 두 명의 본 학회지 익명의 심사자께도 깊은 감사를 드린다. 본 연구 내용에 남아 있는 오류가 있다면, 이는 전적으로 저자의 책임임을 밝혀둔다.

** 제1저자, 한국개발연구원 재정·사회개발 연구부 연구원, e-mail: felix@kdi.re.kr

*** 교신저자, 한양대학교 경제금융학부 부교수, e-mail: younglee@hanyang.ac.kr

I. 서론

본 논문은 OSIRIS를 이용하여 구축된 67개국의 15,813개 기업에 대한 미시데이터를 이용하여, 배당 관련 조세와 기업특성이 기업의 배당금 지급 성향에 어떠한 영향을 미치는가에 대해 실증분석하였다. 본 논문의 주요 부가가치는 사용된 데이터가 매우 광범위하여 여러 요인을 동시에 고려하여 분석을 행하였으며, 배당성향에 대한 이론들이 제시하는 가설들과 매우 부합하는 결과를 보고하고 있다는 점이다.

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

실증분석 결과, 자본이득 조세 대비 상대적으로 높은 배당세는 배당금 지급을 저해하는 것으로 나타났으며, 오래되고 규모가 크며 수익률 변동성이 낮으며 재단과 연금에 의해 소유된 기업에서 그리고 수입의 안정성이 높거나 현금 수입비중이 높은 산업에서 배당 성향이 높은 것으로 나타났다. 이러한 분석 결과는 배당성향을 결정하는 여러 이론들이 제시하고 있는 가설들에 매우 잘 부합되는 것이다.

모든 변수들이 포함된 OLS 분석의 결과에 따르면, 세후 자본이득 대비 세후 배당수익으로 계산된 배당선호조세지수가 한 표준편차(14.3)가 증가함에 따라 세후 소득대비 배당률이 약 6.5%p 증가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 배당성향에 있어서 조세유인이 강하고 작용하고 있음을 의미한다. 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. 이러한 기업 수익 변동성과 배당률 간의 음의 상관관계는 수익률 변동이 큰 기업들은 낮은 수익률 실현시 배당금 지급 유보가 시장에 나쁜 신호로 작용할 것을 고려하여 낮은 배당을 지급하는 것을 의미하는 것으로 시그널 이론과 부합하는 것이다.

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 16~34%p 더 많은 배당을 지급하고 있으며, 기금·신탁(Mutual & Pension fund, Trust or Nominee) 소유의 기업들은 5~14%p 더 높은 배당을 지급하고 있는 것으로 추정되었다. 이러한 소유구조의 배당성향 효과에 대한 추정 결과는 고객효과(clientele effect)가 존재하고 있음을 나타내 준다.

산업별 배당성향 분석에서, 준거집단으로 설정된 기술산업(Technology)에 대비하여 유틸리티산업의 기업들이 배당을 18%p 더 지급하고 있었으며, 금융산업의 기업들도 13%p, 비경기적 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 비용이론에 부합된다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 2절에서는 배당정책결정에 대한 문헌을 분석하고, 3절에서는 사용될 데이터와 검증될 가설을 설명하고 있다. 4절에서는 분석결과를 정리하고 있으며, 끝으로 5절에서는 분석결과들을 요약하고 향후 연구방향에 대해서 논의하였다.

II. 문헌 분석

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 이윤지급 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 광범위하게 이루어지고 있어, 배당금 퍼즐(dividend puzzle)이라고 까지 일컬어지고 있다(Black, 1976). 조세상 불리함에도 불구하고 배당금 지급이 이루어지는 이유에

대해서 배당금 지급이 금융시장에 기업의 건진성을 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(고객효과) 등이 지적되어 왔다. 최적 배당비율이 이러한 배당금의 비조세적인 유리함(non-tax advantage)과 조세적인 불리함(tax disadvantage)의 한계편익과 한계비용이 같아지는 곳에서 결정되는 것으로 모형화되고 있다(Allen and Michaely, 2002; Auerbach, 1983; Baker and Wurgler, 2004).

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 1972-2000년 동안의 29년간 데이터를 이용하여 자사주매입(share repurchase)이 자본이득세 대비 배당세와 양의 관계가 있다는 것을 관찰하였으며, Poterba(2004)는 1935-2002년의 시계열자료를 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 미국에서 배당세가 또 한번 인하되었는데, Chetty and Saez(2004)는 배당금이 2003년초 20%가량 급증하고 있음을 보고하고 있다.

Goergen, Renneboog, and da Silvar(2004)와 Renneboog and Trojanowski(2005)는 동태적인 패널분석(Dynamic Panel Analysis) 기법을 한 국가내의 기업별 데이터에 적용하여 배당성향의 결정요인들을 분석하고 있다. Renneboog and Trojanowski(2005)는 영국 기업데이터를 이용하여 기업소유권, 기업크기, 부채비율 등이 배당성향에 미치는 영향을 분석하였는데, 전체적으로 본 논문의 결과와 일관되는 분석결과를 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 배당세선호지수 (Dividend Tax Preference) 로 정의하여 각 국가별로 계산하고, 이러한 배당세편익이 배당금 지급과 양의 관계가 있음을 33개국 4,000여 개 기업데이터를 사용하여 실증적으로 보였다. 본 논문에서도 LLSV (2000) 에서 사용된 배당세선호지수를 확장된 표본에 대해 적용하였는데, LLSV (2000) 에 포함되지 않은 국가들에 대해서는 Earnst and Young (2000) 를 이용하여 배당세선호지수를 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 분석한 결과, 기업의 규모가 작을수록 배당률이 높아지는 것으로 나타났다. 산업별로는 판매업 (distributive trades) 가 가장 많은 배당을 지급하고, 그 다음으로 식품 산업과 자동차 산업이 배당금을 많이 지급하며, 섬유산업의 배당률이 가장 낮은 것으로 나타났다.

Fama and French (2001) 는 Florence (1959) 와는 달리 1963년부터 1998년까지의 The Center for Research in Security Prices에서 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 기업데이터를 가지고 분석하였다. 그에 따르면, 기업의 소유구조를 크게 국가소유와 가족소유로 구분하여 비교한 결과는 국유기업보다 가족소유 기업에서 더 낮은 배당을 지급한다는 것이다.

우리나라의 배당 관련 조세의 배당률에 대한 영향을 분석한 논문들로는 권휘일 (1996), 고광복 (1997) 등이 있으며, 김영주 (1998), 조용준 (1999), 김진수 (2004) 등은 배당에 대한 이중과세를 완화시키기 위한 조세 개편 방안을 논의하였다. 대부분의 국내 문헌들은 초점을 정책적인 이슈에 집중하고 있다.

Ⅲ. 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, 소유구조, 자회사 등의 다양한 정보들을 포함하고 있다. OSIRIS에서 제공하는 기업들의 구성을 살펴보면 37,236개 기업들 중 은행이 2,086개, 보험회사가 502개 그리고 나머지 34,648개의 산업 기업으로 구성되어 있다. 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 두 가지 변수가 사용되었다. 보통배당금 (ordinary dividend) 을 세후소득으로 나눈 보통배당률과 보통배당금과 우선배당금 (preferred dividend) 의 합을 세후소득으로 나눈 총배당률의 두 가지 종속변수를 사용하였다.¹⁾

배당지급 성향은 배당세와 기업의 특성에 영향을 받을 것으로 예상된다. 먼저 배당관련 조세의 배당지급 성향에 대한 영향은 배당세선호지수를 이용하여 분석되었다. 배당세선호지수는 자본이득대비 배당의 조세편익으로, LLSV (2000) 에서 사용된 정의를 사용하여 계산되었다. 구체적으로 \$1를 자본이득 형태 지급시에 대비한 배당 형태 지급시의 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 배당세선호

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

지수를 계산하여 사용하였다. 이러한 배당세 선호지수는 LLSV(2000)에서와 마찬가지로 한 국가에 대해서 하나의 값만이 계산되었다. 보다 엄밀하기 위해서는 한국가내에서 각 년도의 배당세 선호지수를 계산하여 사용하여야 하나, 데이터의 제약으로 인해 1990년대에의 세율을 이용하여 계산되었다. 이러한 접근방식은 한 배당세 선호지수가 국가내에서 시기에 따른 변이보다 국가간의 변이가 클 경우 용인될 수 있는데, 이후 기초통계치와 분석결과에서 논의되는 바와 같이 국가간의 변이가 상당폭 존재하고 이러한 국가간의 배당세 선호지수의 차이가 배당성향과 강한 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 배당세 선호지수의 계산 시 단순히 최고 법정세율을 사용하였으며, 여러 감면제도의 존재로 인해 실효 세율이 법정 세율과는 다를 수 있음을 고려하지는 못하였다는 한계점이 존재한다.

여러 가지 기업특성들 중에서 우리는 기업규모, 기업 존속 년수, 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.

수익 변동성과 관련하여서, 수익 변동이 낮은 기업의 배당금 지불성향이 높을 것으로 가설되었다. 이는 배당금은 한번 지급되면 지속적으로 지급되어야 하는 경향이 있기 때문에 안정적인 수익을 지닌 기업이 이러한 지속적인 배당금 지불에 유리할 것이기 때문이다. 한 기업의 년도별 세전소득의 표준편차를 수익의 변동성의 지표로 사용하였는데, 이로 인해 수익 변동성 지표는 기업간 변이만 존재하고 하나의 기업에 대해서는 시기별 변이가 존재하지 않는다.

산업특성의 경우, 안정적인 수익성을 지니거나 현금수입 비중이 높은 산업에서 배당성향이 높을 것이라는 가설을 설정하였다. 산업 효과는 산업 터미를 이용하여 추정하였다. 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. 최종소유자에 대한 자료는 OSIRIS에서 각 기업별로 하나의 관찰치만이 제공되고 있기 때문에 시기별 변이가 존재하지 않는다. 최종소유자

는 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.

$$(D/E)_{it} = a + \alpha DivTax_c + \beta_1 Size_{it} + \beta_2 Var_i + \beta_3 IncYr_{it} + \gamma Legal_c + AInd_i + BOwn_i + CYrD_t + \epsilon_{it} \quad (1)$$

여기에서 $(D/E)_{it}$ 는 기업 i 의 년도 t 에 있어서 세후소득대비 배당금지불 규모

$DivTax_c$ 는 국가 c 에 있어서 배당세 선호지수

$Size_{it}$ 는 자산의 자연로그값으로 정의된 기업규모

Var_i 는 세후 소득의 표준편차

$IncYr_{it}$ 는 기업의 존속년수

$Legal_c$ 는 영미식 법률체제를 지닌 국가 더미

Ind_i 는 10개로 분류된 각각의 산업 더미들

Own_i 는 10개로 분류된 최종소유자 유형 더미들

YrD_t 는 년도별 더미들이다.

회귀방정식 추정에 있어서 산업 더미, 최종소유자 유형 더미, 년도 더미 등은 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. 또한, 동태적 변화를 살피고 배당이 일정 수준에서 안정적으로 유지되는 경향을 통제하기 위한 초보적인 방식으로 지난 기의 배당 성향 $((D/E)_{i(t-1)})$ 을 종속변수로 포함하여 분석하였다. 고정효과 모형 (fixed effect model)이나 램덤효과 모형 (random effect model)은 사용하지 않았는데, 이는 배당세 선호지수, 세후소득의 표준편차,

최종소유자 유형 등 본 논문의 주요 분석 변수들이 기업내 시기별 변이가 존재하지 않는 제약점 때문이다. 다만, 한 국가내 기업 관찰치들간에는 추정된 오차항간에 독립적이지 않을 수 있음을 고려한 표준편차값을 추가적으로 보고하였다.

OSIRIS 데이터에는 총 129개국의 37,236개 기업의 재무제표와 현금흐름표, 주주정보, 기업의 설립연도, 근로자 수, 그리고 주가 및 주식 정보 등등의 각 기업에 대한 상세한 정보가 1986년도부터 2003년도까지 기록되어 있다. 회귀분석에 필요한 변수들이 결손(missing)되지 않는 관찰점들은 전체 자료의 15%인 67개국 15,813개 기업의 110,225개 관찰치이다. 먼저, 전체 70만여개의 관찰점 중에서 배당성향이 보고되지 않은 기업을 제외하면 20만여개의 관찰점으로 감소한다. 이 중에서 음 또는 100이상의 배당성향을 제외하면 18만여개의 관찰점으로 감소하며, 법인화된 연도가 결손된 자료를 제외하면 13만여개의 관찰점으로 감소한다. 이들 관찰점 중에서 세후수익의 변동성과 자산 규모가 결손되지 않은 관찰점으로 한정하면 11만개의 관찰점으로 최종 귀결된다.²⁾ 분석에 있어서 표본으로 사용된 이들 관찰치에 대한 기초통계치는 <표 1>에 보고되어 있다.

<표 1> 기초통계치

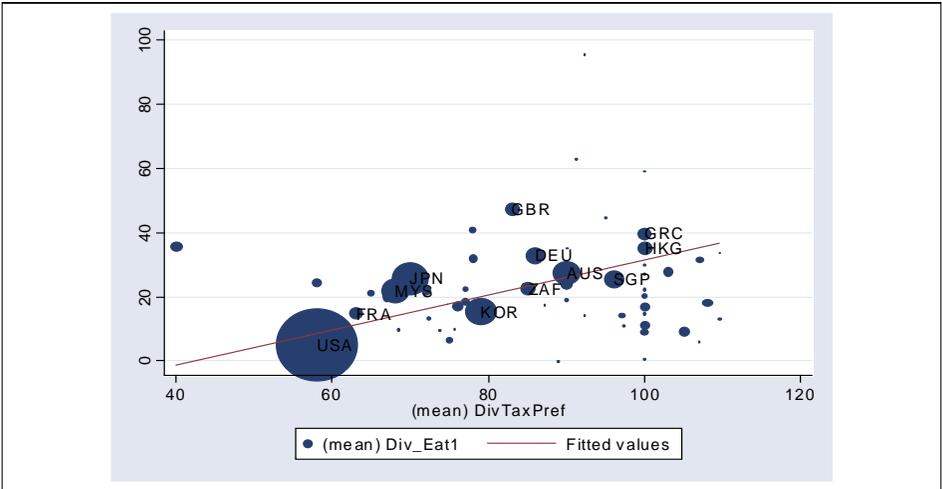
Variable	출처	단위	Obs	Mean	St. Dev.	Min	Max
D^T/E	OSIRIS	%	110,225	14.33	23.50	0	100
D^O/E	OSIRIS	%	95,827	15.73	24.13	0	100
자산	OSIRIS	10억불	110,225	0.306	4.287	0	629
존속 연수	OSIRIS	연수	110,225	34.12	28.82	0	478
수익률변동	OSIRIS	10억불	110,225	0.0055	0.0869	0	8.34
배당세선회지수	LLSV + EY	%	110,225	68.77	14.26	40	110
영미식 법률국가 더미	LLSV	0, 1	110,225	0.71	0.45	0	1

2) 표본선정(sample selection) 문제가 심각하지 않음을 검토하기 위해 배당금액이 보고된 기업 중에서 표본에 선정된 기업과 표본에 선정되지 않은 기업들간에 체계적인 차이가 존재하는가를 간략히 살펴보았다. 자산 규모의 경우 표본내 관찰치의 평균이 0.306으로 그리고 표본외 관찰치의 평균이 0.522로 나타났다. 하지만, 이러한 큰 차이는 표본외 관찰치중 2개의 outlier (7,130과 6,031)에 기인하는 것으로 이 두 관찰점을 제외하면 표본외 관찰치의 평균은 0.293으로 표본내 관찰치의 평균과 거의 유사하게 나타난다. 존속 연수의 경우 표본내 관찰치의 평균이 34.1년으로 그리고 표본외 관찰치의 평균이 33.5년으로 나타났다. 표본 선정 문제의 심각성을 엄밀히 검증하지는 못하였으나, 주어진 데이터의 제약하에서 11만여개의 관찰치를 표본으로 사용하는 것에는 불가피한 면이 있다.

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

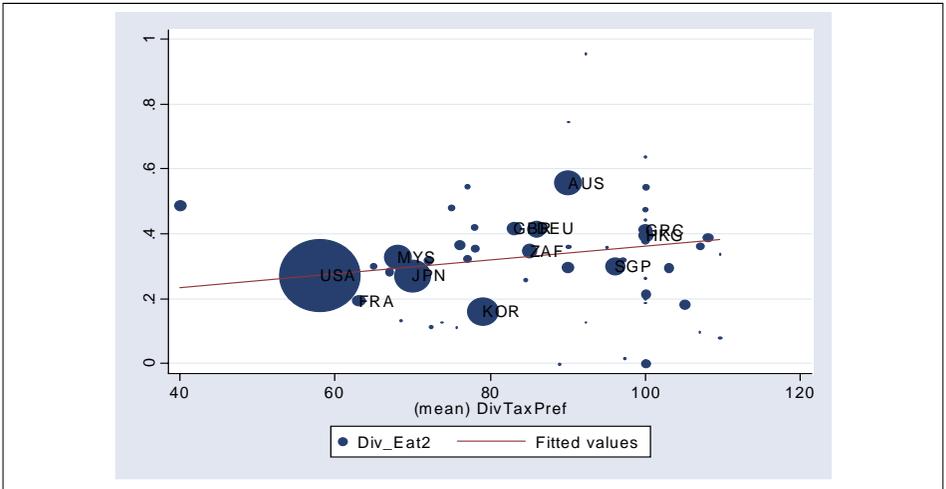
국가별 배당률과 배당세선호지수간에 양의 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다. 국가별로 배당률을 단순평균과 배당세선호지수간의 관계는 <그림 1>에, 국가별 배당률의 가중평균과 배당세선호지수간의 관계는 <그림 2>에 보고되어 있다. 미국의 경우 배당률과 배당세선호지수가 둘다 다른 국가들에 비해서 낮은 것으로 나타나고 있으며, 한국, 일본, 말레이시아 등의 아시아 국가들은 둘다 중간정도의 값을 영국, 호주, 독일, 싱가포르, 홍콩 등 국가들은 둘다 높은 값을 나타내고 있다.³⁾ 이러한 국가별 원자료에서 발견되는 배당률과 배당세선호지수간의 양의 상관관계는 기업별 데이터 분석에 있어서 나타나는 이들 두변수간의 양의 상관관계의 근본적 요인이 되고 있다.

<그림 1> 국가별 배당률과 배당세선호지수간의 관계: 단순평균



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

〈그림 2〉 국가별 배당률과 배당세선호지수간의 관계: 가중평균



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

산업 분류는 Dow Jones Global Index에서 사용되는 산업 대분류인 시장분야 (market sectors)를 사용하였다. 10개의 산업으로 분류되어 있는데, 산업분야 중 제조산업(Industrial), 경기적 소비재 산업, 기술산업 등이 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 이들 세 가지 산업이 전체의 60%를 차지하고 있다 (표 2 참조).

〈표 2〉 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. 우선 최종 소유자라는 개념부터 정리하면, 한 기업에 대한 소유권을 피라미드 구조로 보았을 때 그 최상부에 위치한 소유자가 최종소유자로 정의되어 있다.⁴⁾ 집중된 최종소유자 형태는 전체 소유지분의 50% 이상을 소유하고 있는 최종 소유자가 있는 경우 최대 소유자의 유형이 보고되었다. 사용된 표본의 최종소유자에 대한 정보는 <표 3>에 정리되어 있다. 표본의 약 83%에서 집중되어 있지 않거나 집중된 최종소유자가 없는 것으로 보고되어 있으며, 개인이나 가족소유가 10%, 산업기업이 5%를 차지하고 있고 재단 또는 연기금이 소유하고 있는 기업은 0.2%를 차지하고 있는 것으로 나타났다. 회귀식에는 소유구조가 집중되어있지 않거나 알려지지 않은 84%를 준거집단으로 하고, 나머지를 유형별로 더미변수를 만들어 포함하였다.

〈표 3〉 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

4) 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.

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.

IV. 회귀분석 결과

앞에서 이야기한 바와 같이 모든 회귀식에서 기본적으로 산업특성, 최종소유자 유형, 년도 더미 등을 통제하였고, 조세, 기업규모, 기업연혁, 수익 변동성, 법률체제 등을 개별적으로 또는 함께 통제하는 회귀식들을 추정하였다. <표 4>와 <표 5>은 OLS 결과이고, <표 6>과 <표 7>은 Tobit 모형 결과이다. <표 4>와 <표 6>은 총배당률 회귀분석 결과이며, <표 5>과 <표 7>은 보통배당률 회귀분석 결과이다.

년도 더미, 산업 더미, 최종소유자 더미에 배당세선호지수만을 포함시킨 회귀분석에서 배당세선호지수와 배당률간의 양의 상관관계가 확인되었다. OLS의 결과를 보고하고 있는 <표 4>와 <표 5>의 (1) 열과 (10) 열에서 배당세선호지수가 한 표준편차 변함에 대하여 배당률이 7~8%p 증가함을 그리고 Tobit 결과를 보고하고 있는 <표 6>과 <표 7>의 (19) 과 (28) 에서 16~18%p 증가함을 알 수 있다. 이러한 결과는 자본이득에 대한 조세부담에 대비하여 배당에 대한 조세부담이 낮아짐에 따라 배당이 증가하고 있다는 증거로, 배당세선호지수가 높은 국가일수록 배당성향이 높아짐을 단순 상관관계로 보여주고 있는 <그림 1>과 <그림 2>에 부합되는 결과이다. 추가적으로 기업의 크기, 기업의 존속년수, 기업의 수익변동성, 영미식 법률체제 더미 등을 통제한 후의 OLS 결과인 (8) 과 (17)에서는 배당세선호지수가 한 표준편차 변함에 따라 배당률이 약 7%p 증가하고, Tobit 모형의 결과인 (26) 와 (35)에서는 14~15%p 증가함을 보이고 있다. 이러한 결과는 조세 유인이 기업배당정책에 통계적으로 그리고 경제적으로 유의한 영향을 주고 있음을 의미한다.

조세유인 외의 다른 기업특성들도 배당성향에 통계적으로 유의한 영향을 미치고 있는 것으로 분석되었다. 먼저, 기업의 크기가 커짐에 따라 배당이 증가하는 것으로 추정되었다. Florence(1959), Fama and French(2001), Masulis and Trueman(1998)에서와 같이 기업규모를 나타내 주는 변수로 자산의 자연로그값을 사용하였다. 단순 OLS 결과들인 (2) 과 (11)에서, 자산의 규모가 한 표준편차 변함

〈표 4〉 배당성향 회귀분석 결과, OLS, 총배당금

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
배당세선호지수	0.498					0.424		0.456	0.124
	(0.005)** (0.107)**					(0.005)** (0.080)**		(0.005)** (0.090)**	(0.004)** (0.024)**
자산의 로그값		1.637			1.304	1.128	1.113	1.380	0.411
		(0.019)** (0.283)**			(0.019)** (0.223)**	(0.019)** (0.232)**	(0.024)** (0.248)**	(0.023)** (0.316)**	(0.018)** (0.086)**
기업 존속 년수			0.211		0.162	0.142	0.159	0.146	0.042
			(0.002)** (0.026)**		(0.002)** (0.018)**	(0.002)** (0.022)**	(0.002)** (0.021)**	(0.002)** (0.020)**	(0.002)** (0.008)**
세후 이윤의 변동성				3.415	-8.002	-8.067	-7.943	-8.154	-1.320
				(0.781)** (3.621)	(0.752)** (2.958)**	(0.725)** (2.355)**	(0.751)** (2.883)**	(0.724)** (2.407)**	(0.580)* (1.200)
영미법체계가 더미							-2.641	3.663	0.982
							(0.188)** (4.710)	(0.193)** (3.601)	(0.150)** (1.105)
지난 기의 배당성향									0.727
									(0.002)** (0.030)**
관찰점수	110,225	110,225	110,225	110,225	110,225	110,225	110,225	110,225	86,232
Adjusted R-squared	0.164	0.141	0.140	0.081	0.175	0.234	0.176	0.236	0.641

〈표 5〉 배당성향 회귀분석 결과, OLS, 보통배당금

	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)
배당세선호지수	0.595					0.499		0.496	0.127
	(0.005)** (0.132)**					(0.005)** (0.084)**		(0.005)** (0.093)**	(0.004)** (0.024)**
자산의 로그값		1.891			1.481	1.298	0.974	1.267	0.358
		(0.019)** (0.351)**			(0.021)** (0.277)**	(0.020)** (0.155)**	(0.025)** (0.358)**	(0.024)** (0.346)**	(0.018)** (0.086)**
기업 존속 년수			0.248		0.184	0.151	0.172	0.150	0.039
			(0.003)** (0.047)**		(0.003)** (0.034)**	(0.003)** (0.030)**	(0.003)** (0.034)**	(0.003)** (0.030)**	(0.002)** (0.006)**
세후 이윤의 변동성				5.450	-11.286	-10.946	-11.106	-10.937	-1.724
				(0.935)** (5.384)	(0.888)** (4.912)*	(0.842)** (3.680)**	(0.883)** (4.605)*	(0.842)** (3.674)**	(0.676)* (2.100)
영미법체계가 더미							-7.173	-0.456	-0.129
							(0.213)** (4.639)	(0.215)* (3.808)	(0.160) (0.994)
지난 기의 배당성향									0.748
									(0.003)** (0.038)**
관찰점수	95,827	95,827	95,827	95,827	95,827	95,827	95,827	95,827	74,115
Adjusted R-squared	0.224	0.191	0.189	0.112	0.231	0.307	0.240	0.307	0.699

()안은 표준편차; []안은 한 국가내 기업들의 오차항간의 상관관계 고려시의 표준편차

Standard errors in parentheses, * significant at 5%; ** significant at 1%

주 : 모든 회귀식에서 상수항, 년도 더미, 산업 더미, 최종소유자 더미를 포함하였으나, 지면 절약을 위해 보고하지 않음. 산업과 최종소유자 효과에 대한 분석은 <그림 3>과 <그림 4>를 참조.

에 따라 배당률이 약 7-8%p 증가하는 것으로 나왔으며 <표 6>과 <표 7>의 (20)과 (29)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)에서 보고되고 있는 기업규모와 배당률간의 양의 관계와는 부합되는 결과이다.

오랜된 기업일수록 배당성향이 높다는 가설을 검증하기 위해 기업의 존속년수를 회귀식에 포함하였다. 회귀분석 결과 2004년에서 각 기업들의 법인화 년도를 뺀 것으로 정의된 기업의 존속년수와 배당성향과는 양의 상관관계를 보이는 것을 알 수 있다. <표 4>와 <표 5>의 (3)와 (12)에서 보이듯이 단순 OLS에 따르면 기업의 존속년수가 1년 증가할 때마다 배당률이 0.2%p, 즉, 5년이면 1%p가 증가하고 <표 6>과 <표 7>의 (21)과 (30)과 같이 Tobit 모형에 따르면, 0.4~0.5%p, 즉 5년이면 2~2.5%p 증가함을 알 수 있다. 이러한 기업 존속년수와 배당성향간의 양의 관계는 Fama and French (2001)의 결과와 부합하는 것으로, Fama and French (2001)은 1963년부터 1998년까지의 자료를 사용한 분석에서 1963년 혹은 그 이전부터 계속해서 존재해온 기업들이 신규 기업들보다 높은 배당을 지급하는 것을 지적한 바 있다.

기업의 규모 통제후에는 수익의 변동성이 높은 기업들의 배당 성향이 낮은 것으로 추정되었다. 배당금 지급 규모는 안정적으로 유지되는 경향이 존재하는데, 이는 배당금을 지급하던 기업이 배당금을 줄이거나 지급을 중단하게 되면 시장에서 이를 기업 불안정성의 신호로 받아들이기 때문이다. 따라서 수익의 변동성이 높은 기업에게 있어서 배당금 지급의 비용이 더욱 커지게 되며, 수익의 변동성과 배당성향은 음의 상관관계를 나타내게 된다. 회귀분석 결과, 기업의 규모를 통제하지 않는 경우 세후 이윤의 표준편차는 예상과 반대로 배당성향과 양의 상관관계를 갖는 것으로 추정되었다. 이는 기업규모를 통제하지 않았을 경우 세후 이윤의 표준편차가 수익성의 변동성이 아닌 수익의 규모를 대리하는 변수로 역할하고 있음을 의미하는 것으로, 기업의 규모를 일단 통제하고 나면 세후 이윤의 표준편차는 배당성향을 강하게 낮추는 것으로 추정되었다.⁵⁾ 기업의 규모를 통제한 회귀분석 결과인 <표 4>~<표 7>의 (5), (14), (23) 그리고 (32)의 결과를 보면 수익성 변동이 한 표준

5) 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.

편차 변함에 따라 OLS의 경우는 -0.7~-1.0%p 그리고 Tobit의 경우는 -2.0~-2.3%p 정도 배당률이 감소함을 보이고 있다. 다만, 수익 변동성의 효과는 국가내 기업들간의 오차항이 독립적이지 않을 수 있음을 고려하는 경우 통계적 유의성이 낮아지는 것으로 관찰되었다.

〈표 6〉 배당성향 회귀분석 결과, Tobit, 총배당금

	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)
배당세선호지수	1.103 (0.010)**					0.949 (0.010)**		1.012 (0.011)**	0.348 (0.008)**
자산의 로그값		4.786 (0.044)**			4.096 (0.044)**	3.717 (0.042)**	3.637 (0.054)**	4.290 (0.053)**	2.050 (0.040)**
기업 존속 년수			0.462 (0.005)**		0.321 (0.005)**	0.278 (0.005)**	0.314 (0.005)**	0.283 (0.005)**	0.093 (0.004)**
세후 이윤의 변동성				12.070 (1.596)**	-22.555 (1.661)**	-21.935 (1.554)**	-22.067 (1.656)**	-22.559 (1.554)**	-8.225 (1.181)**
영미법체계국가 더미							-5.864 (0.407)**	7.585 (0.408)**	1.707 (0.304)**
지난 기의 배당성향									1.026 (0.005)**
관찰점수	110, 225	110, 225	110, 225	110, 225	110, 225	110, 225	110, 225	110, 225	86, 232

〈표 7〉 배당성향 회귀분석 결과, Tobit, 보통 배당금

	(28)	(29)	(30)	(31)	(32)	(33)	(34)	(35)	(36)
배당세선호지수	1.286 (0.011)**					1.096 (0.010)**		1.075 (0.010)**	0.390 (0.008)**
자산의 로그값		5.126 (0.043)**			4.324 (0.044)**	3.902 (0.041)**	2.973 (0.054)**	3.683 (0.052)**	1.739 (0.039)**
기업 존속 년수			0.511 (0.005)**		0.339 (0.005)**	0.273 (0.005)**	0.314 (0.005)**	0.270 (0.005)**	0.084 (0.004)**
세후 이윤의 변동성				16.737 (1.783)**	-26.321 (1.659)**	-24.577 (1.525)**	-24.620 (1.644)**	-24.314 (1.526)**	-8.500 (1.183)**
영미법체계국가 더미							-17.029 (0.423)**	-2.830 (0.412)**	-2.140 (0.301)**
지난 기의 배당성향									1.016 (0.005)**
관찰점수	95, 827	95, 827	95, 827	95, 827	95, 827	95, 827	95, 827	95, 827	74, 115

()안은 표준편차; []안은 한 국가내 기업들의 오차항간의 상관관계 고려시의 표준편차

Standard errors in parentheses, * significant at 5%; ** significant at 1%

주 : 모든 회귀식에서 상수항, 년도 더미, 산업 더미, 최종소유자 더미를 포함하였으나, 지면 절약을 위해 보고하지 않음. 산업과 최종소유자 효과에 대한 분석은 <그림 3>과 <그림 4>를 참조.

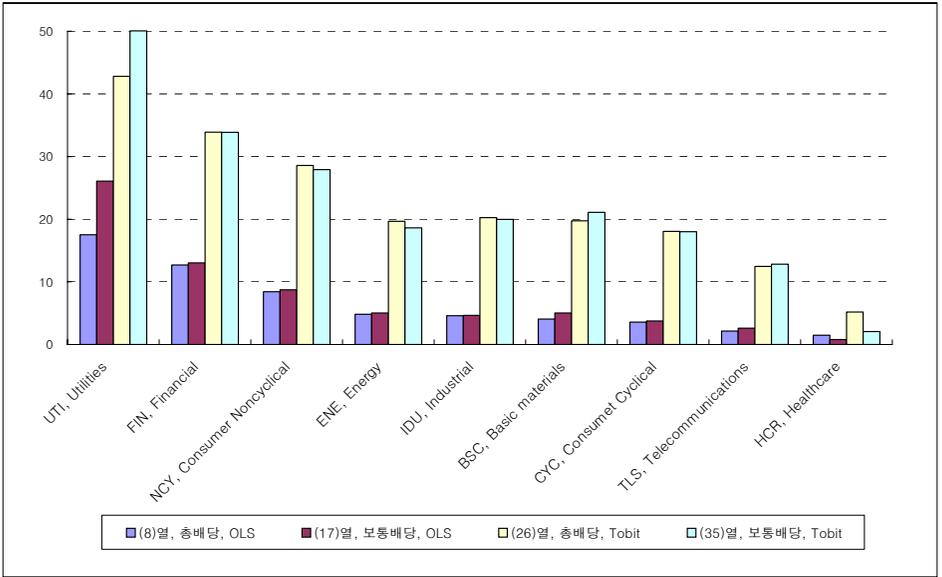
국가별 법률체제의 배당성향에 대한 영향을 분석한 결과, 조세 통제 전에 비해 조세 통제후에는 영미식 법률체제(common law)를 가진 기업들의 배당성향의 상대적 크기가 커지는 것으로 나타났는데, 이는 조세지수 통제전에는 영미식 법률체제 더미가 이들 국가에서의 낮은 배당선호조세지수의 효과를 대리하고 있는 누락변수 편차가 나타났음을 의미한다. 법률체제의 총배당률에 대한 OLS와 Tobit 결과는 LLSV(2000)의 결과와 부합한다. 수익 변동성의 경우와 마찬가지로 국가별 법률체제 계수의 추정치는 국가내 기업들간의 오차항이 독립적이지 않을 수 있음을 고려하는 경우 통계적 유의성이 낮아지는 것으로 관찰되었다.

결과 (9), (18), (27), (36)에 보고되어 있는 바와 같이, 지난 기의 배당성향은 현재의 배당성향에 매우 강한 영향을 주는 것으로 나타났다.⁶⁾ 이러한 결과는 Goergen, Renneboog, and da Silvar(2004)와 Renneboog and Trojanowski(2005)에서 지적된 바와 같이 한 기업의 배당성향이 안정적인 성향을 띠고 있음을 의미하는 것이다. 지난 기의 배당성향을 통제한 이후에도 배당선호지수, 기업 규모, 기업 존속연수 등은 통계적 유의성은 감소하지만 여전히 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났으나, 세후이윤 변동성의 통계적 유의성은 없어지는 것으로 나타났다.

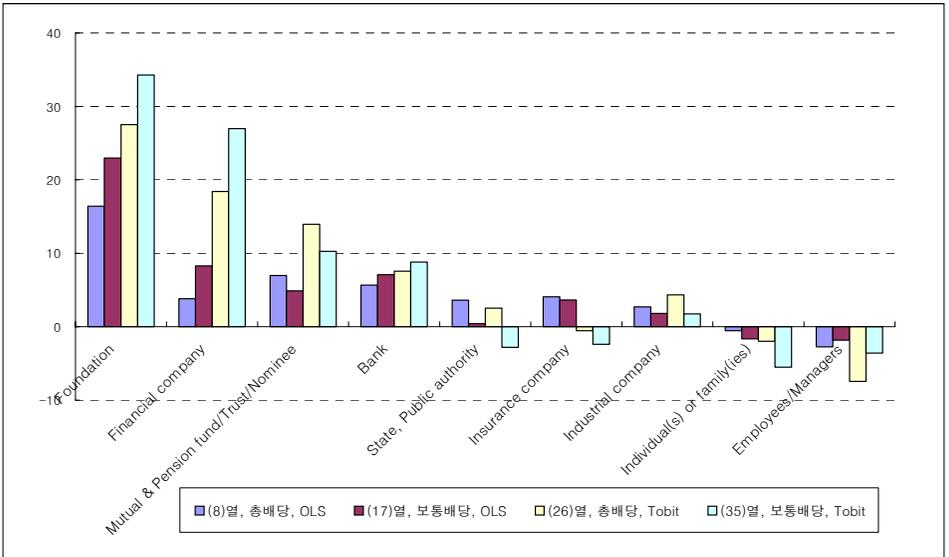
산업별로 배당성향이 매우 상이함이 발견되었다. 본 연구에서는 기술산업을 준거 집단으로 보고 이들 산업별로 배당성향을 살펴보았는데 <그림 3>에서 보는 바와 같이 대체적으로 유틸리티산업(전기, 수도 사업 등)이 가장 배당을 많이 주며, 다음으로 금융산업과 비경기소비재산업 순으로 배당을 많이 주는 것으로 나타났다. 유틸리티산업의 경우, (8)과 (17)의 단순 OLS의 결과에 따르면 준거집단인 기술산업의 경우보다 약 18~26%p, 그리고 (26)와 (35)의 Tobit 모형의 결과에 따르면, 43~50%p정도 더 많이 배당을 지급하는 것으로 나타났다. 금융산업은 OLS와 Tobit에서 각각 13%p와 34%p 더 많이 배당하며 그 다음으로 비경기적 소비재산업은 9%p와 28%p 더 많이 지급하는 것으로 나타났다. 반면, 경기적 소비재산업의 경우는 4%p와 18%p로 준거집단인 기술산업보다는 많지만 그래도 배당을 적게 주는 것으로 나타났다. 이러한 산업별 배당성향 추정결과는 유틸리티산업이나 금융산업

6) 기업수는 많고 년도수는 적은 데이터를 이용한 분석에서 전기의 종속변수를 독립변수의 하나로 추가하여 추정하는 경우, OLS 추정치는 편향을 지니게 되는 단점이 있다(Ahn and Schmidt, 1995).

〈그림 3〉 산업별 배당 성향 분석 결과



〈그림 4〉 최종소유자별 배당성향 분석 결과



과 같은 안정적인 현금 수입이 있는 산업에서 배당금이 높은 것으로 나타났는데, 이러한 결과는 대리인비용에 근거한 배당성향이론과 부합한다. 또한, 경기 변동의 영향을 크게 받는 산업(예를 들어 경기적 소비재) 보다 그렇지 않은 산업(예를 들어

비경기적 소비재)에서 배당을 더 많이 주는 것으로 나타났는데, 이는 Florence (1959)가 언급한 유통산업(Distributive Trades)와 식료품 산업과 같은 경기 변동성의 영향이 적은 기업에서 배당을 많이 준다는 결론과 일맥상통한 결과라 할 수 있다.

다음으로 최종소유자 유형에 따른 배당성향의 차이를 결과 (8), (17), (26), (35)을 이용하여 살펴보면, 최종소유자가 재단인 경우가 준거집단인 소유 비집중 기업에 비해 적게는 약 16%p에서 많게는 34%p까지 더 많은 배당을 지급하는 것을 알 수 있으며 다음으로 금융기업의 경우 4~27%p까지 더 많은 배당을 지급하며, 기금·신탁은 5~14%p만큼 많이, 은행의 경우 6~9%p만큼 배당률이 비집중의 경우보다 높은 것으로 나타났다. 개인 또는 종업원 소유의 기업에서 배당률은 비집중기업보다도 오히려 낮은 것으로 나타났는데, 이는 Gugler(2003)가 보고한 개인 또는 가족 경영 기업의 배당률이 국공영 기업의 배당률보다 낮다는 결과와 부합하며 Renneboog and Trojanowski(2005)가 보고한 산업중 제조산업과 최종소유자중 외부 개인의 경우 배당률이 낮다는 결과와도 부합된다.

V. 결 론

본 논문은 기업의 배당성향에 미치는 요인들을 종합적으로 OSIRIS의 67개국 기업 데이터들을 바탕으로 검증하였다. 실증분석에서, 배당에 대한 조세가 낮을수록, 기업의 규모가 클수록, 기업이 오래될수록 그리고 수익의 변동성이 작을수록 배당성향이 높으며, 현금수입이 크고 수익변동성이 낮은 산업에서 그리고 최종소유자가 재단이나 기금인 경우 배당성향이 높은 것으로 추정되었다. 이러한 추정결과들은 배당에 대한 조세효과(배당세선호지수의 양의 효과), 대리인비용(기업규모의 양의 효과, 안정적인 현금 수입을 지닌 산업에서 높은 배당), 고객효과(최종소유자가 재단, 기금의 경우 높은 배당), 신호효과(수익률 변동이 큰 기업에서 낮은 수익률 실현시 배당금 지급 유보가 시장에 나쁜 신호로 작용할 것을 고려하여 낮은 배당 지급) 등이 존재함에 대한 실증분석 증거로 해석될 수 있다.

마지막으로 본 연구의 한계와 앞으로의 연구방향을 제시하면 다음과 같다. 먼저, 배당세선호지수를 한 년도가 아닌 여러 년도에 대해 계산하여 횡단면뿐 아니라 시계열상의 조세 유인의 변이를 분석하는 것이 바람직할 것이다. 실제로 2000년대에

들어와 미국을 비롯한 여러 국가에서 배당금 지급 유인에 영향을 줄 수 있는 큰 폭의 조세 변화가 나타났다. 패널데이터를 구축하게 되는 경우, 분석기법도 고정효과 모형, 랜덤효과 모형, 동적 패널모형 등 보다 엄밀한 방법을 적용할 수 있을 것이다.

■ 참고 문헌

1. 고광복, 의제배당 과세제도에 관한 연구, 한양대학교 회계대학원 박사학위 논문, 1997.
2. 권휘일, 배당의 조세효과에 관한 실증적 연구, 전북대학교 경영대학원 박사학위 논문, 1996.
3. 김영주, 법인소득의 이중과세조정에 관한 연구(배당세액공제제도를 중심으로), 건국대학교 행정대학원 석사학위 논문, 1998.
4. 김진수, 배당소득과세제도의 개편방향: 배당소득의 이중과세조정방안을 중심으로, 한국조세연구원, 2004, 12.
5. 조용준, 우리나라의 배당소득 이중과세조정에 관한 연구, 회계와 세무, 1999, pp.100-116.
6. Allen, Franklin and Roni Michaely, "Payout Policy," Handbook of Economics of Finance, edited by George Constantinides, Milton Harris and Rene Stulz, 2002, pp.337-429.
7. Ahn, S. C. and P. Schmidt, "Efficient Estimation of Models for dynamic Panel Data," *Journal of Econometrics*, Vol. 68, No. 1, 1995, pp.5-27.
8. Auerbach, Alan J., "Taxation, Corporate Financial Policy and the Cost of Capital," *Journal of Economic Literature*, Vol. 21, No. 3, 1983, pp.905-940.
9. Baker, Malcolm and Jeffrey Wurgler, "A Catering Theory of Dividends," *Journal of Finance*, 59, 2004, pp.1125-1165.
10. Black, Fischer, "The Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management*, Vol. 2, Iss. 2, 1976, pp.5-8.
11. Ernst and Young, Worldwide Corporate Tax Guide and Directory, 2000.
12. Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?," *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 1, 2001, pp.3-43.
13. Faccio, Mara and Larry H.P. Lang, "The Ultimate Ownership of Western European Corporations," *Journal of Financial Economics*, Vol. 65, Iss. 3, 2001, pp.365-395.
14. Florence, P. Sargant, "Size of Company and Other Factors in Dividend Policy," *Journal of the Royal Statistical Society Series A*, Vol. 122, No. 1, 1959, pp.77-98.

15. Gugler, Klaus, "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividends, R&D, and Capital Investment," *Journal of Banking & Finance*, Vol. 27, No. 7, 2003, pp.1297-1321.
16. Goergen, Marc, Luc Renneboog and Luis Correia da Silva, "Dividend Policy of German Firms: A Dynamic Panel Data Analysis of Partial Adjustment Models," *Finance Working Paper*, No. 45/2004, www.ecgi.org/wp, July 2004.
17. La Porta, Rafael, Florencio Lopez-De-Silanes, Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *The Journal of Finance*, Vol. 55, No. 1, 2000, pp.1-34.
18. Lie, Eric and Heidi J. Lie, "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, 1999, pp.533-552.
19. Masulis, Ronald W. and Brett Trueman, "Corporate Investment and Dividend Decisions under Differential Personal Taxation," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 23, No. 4, 1998, pp.369-385.
20. Miller, Merton H. and Franco Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *The Journal of Business*, Vol. 34, No. 4, 1961, pp.411-433.
21. Miller, Merton H. and Myron S. Scholes, "Dividends and Taxes," *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, No. 4, 1978, pp.333-364.
22. Miller, Merton H. and Myron S. Scholes, "Dividends and Taxes: Some Empirical Evidence," *The Journal of Political Economy*, Vol. 90, No. 6, 1982, pp.1118-1141.
23. Porterba, James M. and Lawrence H. Summers, "New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends," *The Journal of Finance*, Vol. 39, No. 5, 1984, pp.1397-1415.
24. Renneboog, Luc and Gregorz Trojanowski, "Control Structures and Payout Policy," *Finance Working Paper*, No. 80/2005, www.ecgi.org/wp, 2005.
25. Scholz, John Karl, "A Direct Examination of the Dividend Clientele Hypothesis," *Journal of Public Economics*, Vol. 49, No.3, pp.261-86.

Taxes, Firm Characteristics, and Dividends: Evidence from Firm-level Micro Data in 67 Countries

Byung-Sub Cha* · Young Lee**

Abstract

The purpose of this article is to investigate empirically the effect of taxes and firm characteristics on dividend payout. We used the OSIRIS database which has information on 15,813 firms in 67 countries from 1986 to 2003 to provide evidence that taxes and firm characteristics affect corporate dividend policy.

The empirical results suggest that dividends increase with firm size, years in operation, and the tax advantage of dividends. Dividends decrease with variability of profit. In our analysis, one standard error increase in the tax advantage is estimated to increase dividend payout ratio by 6.5%p in OLS, and by 14.5%p in Tobit. And in the case of firm size, if there is one standard error change, the ratio increases by 5.1%p in OLS, and 15.9%p in Tobit. Also a one year increase in operation increases the payout ratio by 0.15%p in OLS, and 0.28%p in Tobit. When the profit fluctuation increases by one standard error, the corporation tends to decrease the dividend payout ratio by -0.7~2.0%p.

In addition, we find that the dividend payout varies systematically across industries. Firms in the utility industry pay 17.5%p more dividends than those in technology industries. Firms in the financial industry pay 12.7%p more than technology industry.

Ultimate ownership is also found to affect the dividend payout. The ultimate ownership by foundations is associated with 17.5%p larger dividends than firms with not concentrated or unknown. Next are Mutual & Pension funds, trust or nominees whose corporation pay 7%p more dividends than the reference group.

Our empirical results suggest that tax incentive, agency cost (positive effect of firm size and industry with stable cash income on dividends), signaling effect (negative effect of variability of profit on dividends), and clientele effect (positive effect of foundations and fund), affect the dividend payout ratios.

Key Words: dividend, capital gains, taxes, firm characteristics, regression

* Research Assistant, Korea Development Institute

** Professor, Department of Economics and Finance, Hanyang University