

국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점

2013. 12.

연구위원

강 소 현

연구위원

김 준 석

연구위원

양 진 영



자본시장연구원
Korea Capital Market Institute

《 著 者 註 》

국내 상장기업의 배당수준이 낮다는 지적이 꾸준히 제기되어 왔습니다. 그 원인과 결과에 대한 많은 논의가 있습니다만 실제 상장기업의 배당수준에 대한 객관적인 분석이 전제되어 이러한 논의가 이루어지고 있다고 보기는 어렵다고 생각합니다.

기업의 배당에는 기업의 수익성, 투자활동, 자본구조 등 기업의 다양한 재무적 요인들이 영향을 미칩니다. 또한 배당세율구조, 투자자의 배당선호도 등 기업외부의 요인도 동시에 고려됩니다. 게다가 배당은 주식투자로부터 얻을 수 있는 이익의 전부가 아니기 때문에 배당수준이 낮다고 해서 반드시 문제가 있다고 보기도 어렵습니다.

본 연구에서는 배당에 영향을 미치는 다양한 요인을 바탕으로 국내 상장기업의 배당정책을 객관적으로 평가해보고자 합니다. 국내 상장기업의 배당이 과연 낮은 것인지, 낮다면 합리적으로 설명이 가능한지 파악해보고, 이를 바탕으로 최적의 배당정책에 대한 시사점을 도출하고자 합니다. 본 보고서가 국내 상장기업의 배당정책에 대한 이해를 돕는 데 도움이 되길 기대합니다.

보고서 작성에 유익한 의견을 제시해 주신 연구원 내의 여러 분들께 감사드립니다. 아울러 자료수집과 보고서 편집을 위해 애쓰신 유혜정 연구원, 홍지연 연구원, 김옥엽 연구조원, 임수아 연구조원에게도 감사드립니다.

강 소 현 sohyun.kang@kcmi.re.kr 3771-0821

김 준 석 jskim@kcmi.re.kr 3771-0828

양 진 영 jinyang@kcmi.re.kr 3771-0874

목 차

Executive Summary	v
Abstract	xvii
I. 서론	1
II. 국내 상장기업 배당현황	3
III. 배당 결정요인	7
1. 배당이론	7
2. 선행실증연구	8
IV. 국내 상장기업 배당정책에 대한 실증적 평가	13
1. 수익성	13
2. 투자활동	16
3. 경영위험	18
4. 재무구조	20
5. 과거 배당정책	23
6. 소유구조	25
7. 세율구조	29
8. 산업구조	31
9. 국제비교	35

V. 결론 및 시사점 39

참 고 문 헌 43

표 목 차

<표 II-1> 상장기업 현금배당 현황	4
<표 II-2> 상장기업 자사주매입 현황	5
<표 II-3> 주요국 상장기업 배당현황 비교	6
<표 IV-1> 상장기업 수익성 현황(1)	14
<표 IV-2> 상장기업 수익성 현황(2)	15
<표 IV-3> 상장기업 투자활동 현황(1)	16
<표 IV-4> 상장기업 투자활동 현황(2)	18
<표 IV-5> 상장기업 경영위험 현황(1)	19
<표 IV-6> 상장기업 경영위험 현황(2)	20
<표 IV-7> 상장기업 재무구조 현황(1)	21
<표 IV-8> 상장기업 재무구조 현황(2)	22
<표 IV-9> 상장기업 유상증자 및 신규공모 현황	23
<표 IV-10> 상장기업 배당변화 양상(1)	24
<표 IV-11> 상장기업 배당변화 양상(2)	25
<표 IV-12> 산업별 상장기업 배당현황	33

그 립 목 차

<그림 IV-1> 최종소유자 유형별 배당성향	26
<그림 IV-2> 투자자유형별 상장기업 최대주주 비중	27
<그림 IV-3> 투자자유형별 상장기업 주식보유비중	28
<그림 IV-4> 배당성향과 배당선호지수의 관계	30
<그림 IV-5> 산업별 배당성향	32
<그림 IV-6> 산업별 상장기업 배당수익률 추이	33
<그림 IV-7> 산업별 상장기업 시가총액 비중추이	34
<그림 IV-8> ROA-배당수익률 분포	36
<그림 IV-9> 잉여현금흐름-배당수익률 분포	36
<그림 IV-10> 매출액성장률-배당수익률 분포	37
<그림 IV-11> 매출액변동성-배당수익률 분포	37

《 Executive Summary 》

1. 서론

- 국내 상장기업이 배당을 적게 한다는 지적은 꾸준히 제기되어 왔으나 정작 배당수준에 대한 실증적·객관적 평가는 미흡
 - 저배당은 주주권리를 중시하지 않는 풍조 때문이라는 주장, 저배당으로 인해 투자자들이 단기시세차익만을 추구한다는 주장, 저배당이 코리아 디스카운트의 원인이라는 주장, 나아가 상장기업 배당규제를 도입해야 한다는 주장까지 등장한 바 있음
 - 그러나 이러한 주장의 기반이 되는, 배당수준이 실제 낮은지에 관한 객관적인 평가는 이루어졌다고 보기 어려움

- 본 보고서에서는 배당에 영향을 미치는 다양한 요인에 입각하여 한국 상장기업의 배당정책을 평가하고 시사점을 도출
 - 합리적으로 기대되는 수준에 비해 배당이 적다면 상장기업 배당정책의 개선방향을 논의해야 할 것이며, 그렇지 않다면 상장기업의 배당정책에 대한 올바른 평가와 인식이 필요
 - 이에 수익성, 투자활동, 경영위험, 소유구조, 세율구조, 과거배당수준 등 다양한 배당결정요인에 입각하여 국내 상장기업의 배당정책을 평가하고 시사점을 도출하고자 함

2. 국내 상장기업 배당현황

- 최근 유가증권시장 상장기업의 현금배당 추이를 살펴보면, 2000년대 초중반에 비해 배당금총액과 배당지급기업비중은 늘었으나, 배당수익률과 배당성향은 크게 하락
 - 전체 배당금규모는 4~8조원에서 13~15조원으로, 배당지급기업 비중은 60%에서 70%수준으로 증가한 반면,
 - 배당수익률은 2%내외에서 최근 1%대 초반으로 하락하였으며 배당지급기업의 배당성향은 14~15%에 불과
 - 배당지급의 대안적 수단인 자사주매입 역시 크게 감소

- 2005년부터 2011년까지 세계 19개국의 배당성향을 비교한 결과에 따르면, 한국 상장기업의 배당성향은 선진국은 물론 신흥국에 비해서도 낮게 나타남

3. 배당 결정요인

- 배당지급은 기업의 핵심적인 재무의사결정 중 하나로, 기업 내외부의 다양한 요인을 고려하여 결정됨
 - 배당정책은 투자정책, 자본조달정책, 자본구조정책과 함께 기업재무정책의 주요 구성요소

— 배당정책은 주주에 대한 이익환원의 수단으로서 기업의 경영성과와 주주의 배당선호도에 밀접하게 연관

□ 배당이론에는 잔여배당이론, 배당신호이론, 대리인이론 등 상호 배타적이지 않은 다양한 이론이 제시되어 있음

— 잔여배당이론: 이익에서 투자에 필요한 부분과 최적자본구조 유지에 필요한 부분을 유보한 뒤, 잔여이익을 배당

— 배당신호이론: 정보비대칭 하에서 기업가치에 대한 정보를 전달하기 위한 수단으로 배당을 지급

— 대리인이론: 잉여현금흐름을 수익성이 낮은 투자 집행에 이용하거나 지배주주 또는 경영진의 사적이익에 남용하지 않도록, 즉 대리인문제를 완화하는 수단으로 배당지급을 요구

— 이 밖에 수명주기이론, 유동성이론, 케이터링이론 등이 있음

□ 실증연구결과에 따르면 배당에 영향을 미치는 요인은 다음과 같이 요약됨

— (배당여력) 배당은 이익의 환원수단이므로 수익성이 높고 현금흐름이 클수록 배당성향이 높음

— (투자기회) 투자를 위한 자금조달에 있어 자본비용이 낮은 유보이익의 활용을 선호하므로, 성장성이 높을수록 배당성향이 낮음

- 또는 성장성이 제한된 상황에서 주주는 대리인문제의 가능성을 낮추기 위해 높은 배당을 요구
- (재무구조) 재무위험이 높을수록 이익의 환원보다는 부채의 상황에 우선순위를 두게 되어 배당성향이 낮음
 - 또는 부채의 감시효과에 의해 부채비율이 높을수록 대리인비용을 낮추기 위한 배당수요가 적고 따라서 배당을 적게 할 수 있음
- (과거배당) 정보비대칭이 존재할 때, 투자자는 배당변화를 기업수익성 변화의 신호로 해석하므로 기업은 급격한 배당의 변화를 기피
- (불확실성) 경영환경의 불확실성이 높을수록 배당을 줄여야 할 상황이 도래할 가능성이 높아지므로, 배당을 낮게 유지
- (배당선호도) 동일한 금액이라면, 배당소득세율이 자본이득세율에 비해 높을수록 배당에 대한 선호도가 낮음
 - 투자자의 위험회피도가 높을수록 배당을 선호

4. 국내 상장기업 배당정책 평가

□ 배당결정요인에 입각하여 국내 유가증권시장 상장기업의 배당정책을 실증적으로 평가

- 2000년~2012년의 재무자료와 주가자료를 토대로 분석

1) 수익성

□ 배당의 기본 전제조건인 상장기업 수익성은 최근 2000년대 초중반에 비해 하락한 것으로 나타남

— 배당수익률이 높았던 2000년~2004년과 최근 2008년~2012년을 비교해보면, 영업이익/매출액, 순이익/총자산, 순이익/총자본이 전반적으로 하락

— 2012년의 수익성은 최근 10년 내 가장 낮은 수준을 기록

□ 수익성의 변화추이에 따르면, 2000년대에 비해 최근 배당지급 여건이 좋아졌다고 보기 어려움

2) 투자활동

□ 영업현금흐름에서 투자현금흐름을 차감한 잉여현금흐름은 최근 5년간 매출액대비 -1.04%로, 영업에 따른 현금흐름 유입보다 투자에 따른 현금흐름 유출이 더 큰 것으로 나타남

— 배당수익률이 높았던 2000년~2004년까지 5년간을 보면 2.49%로 양(+)의 잉여현금흐름이 발생

□ 또한, 순유형자산 대비 자본적지출의 비중은 2000년대 초 6% 수준에서 최근 10% 수준으로 증가

- 최근 한국 상장기업들은 창출한 이익을 배당하는 대신 투자 활동에 투입하고 있는 것으로 파악됨

3) 경영위험

- 금융위기의 여파로 매출액성장률의 변동성과 총자산성장률의 변동성 모두 최근 다소 높아져 있는 상황

- 매출액과 총자산의 변동성은 2000년대 중반 안정적인 모습을 보였으나 2008년부터 급증하여 2010년 최고조에 이름

- 한국 상장기업들은 최근 금융위기와 함께 경영환경 불확실성 증가에 직면해 있는 것으로 파악됨

4) 재무구조

- 상장기업 부채비율은 최근 10년간 50%수준에서 매우 안정적

- 2003년~2012년 사이 부채비율의 변동범위는 49%~53%

- 외환위기 이후 국내 상장기업들은 부채비율을 엄격하게 관리하는 것으로 판단됨

- 반면, 총자본 대비 이익잉여금의 비중은 2000년대 초반 2~30%에서 지속적으로 증가하여 최근 5~60% 수준에 이름

— 자금조달에 있어 주식발행보다는 유보이익을 선호

- 국내 상장기업은 주식을 통한 자금조달보다는 이익을 유보하여 활용하는 경향이 강한 것으로 파악됨

5) 과거 배당정책

- 국내 상장기업은 배당을 쉽게 변화시키지 않고, 배당을 감소시키기보다는 증가시키려는 경향이 강하게 나타남

— 전기에 배당을 지급한 흑자기업은 적자로 전환하더라도 55%가 배당을 지급하고, 전기에 배당을 지급한 적자기업은 적자가 지속되더라도 58%가 배당을 지급

— 순이익이 증가한 경우 67%의 기업이 배당을 증가시키는 반면, 순이익이 감소한 경우 51%만이 배당을 감소시킴

- 국내 상장기업은 배당을 급격히 변화시키거나 감소시키지 않으려는 뚜렷한 경향을 가지고 있음

6) 소유구조

- 기존연구에 따르면 최종소유자가 재단, 펀드·연기금, 금융회사, 국가·공공기관인 경우 배당성향이 높고, 개인·가족 또는 경영자·종업원일 경우 배당성향이 낮음

□ 국내 상장기업의 최대주주 유형을 구분해보면(2012년), 최대 주주가 재단, 펀드·연기금, 은행인 비중은 4%에 불과하고, 개인인 비중이 50%

— 배당선호도가 높은 투자자의 주식보유비중이 낮다고 볼 수는 없으나 최대주주인 경우가 적고 주주권행사에 소극적

□ 국내 상장기업 주주구성을 살펴보면 현재로서는 배당선호도가 높은 주주의 영향력이 크다고 보기 어려움

— 다만, 기관투자자의 비중이 점차 확대되고, 기업지배구조가 강조되면서 향후 배당수요는 높아질 것으로 전망됨

7) 세율구조

□ 한국에서는 금융소득 중 이자소득과 배당소득에 대해서는 과세하는 반면, 상장기업 주식의 자본이득에 대해서는 면세

— 단, 비상장주식에 대한 자본이득과 상장주식에 대한 대주주의 자본이득은 과세대상에 포함됨

□ 대부분의 국가에서는 주식의 자본이득(양도차익)에 대해 과세가 이루어지고 있다는 점에서, 한국이 다른 국가에 비해 상대적으로 배당에 대한 선호도가 높다고 보기 어려움

- 주식 자본이득 과세: 미국, 스페인, 독일, 오스트리아, 룩셈부르크, 덴마크, 호주, 캐나다, 영국, 일본, 이탈리아, 아일랜드, 포르투갈, 스웨덴, 핀란드, 폴란드, 노르웨이, 아이슬란드, 헝가리, 멕시코
- 주식 자본이득 비과세: 네덜란드, 뉴질랜드, 스위스, 홍콩, 싱가포르, 대만, 터키, 그리스

□ 한국 주식시장에서는 세율구조 관점에서 배당보다는 자본이득을 선호하는 것이 자연스러운 결과

8) 산업구조

□ 동일 산업의 기업들은 유사한 수익전망과 사업위험에 노출되어 있기 때문에 배당정책도 유사하게 나타남

- 안정적인 현금수입이 있거나, 경기변동에 영향을 덜 받는 산업의 배당성향이 전반적으로 높음

□ 국내 상장기업을 산업별로 비교해 보면, 유틸리티, 통신서비스, 소재산업의 배당수익률이 높고, IT, 경기소비재, 필수소비재의 배당수익률이 낮음

□ 유가증권시장 상장기업의 산업별 시가총액 비중을 살펴보면, 배당수익률이 높은 산업의 비중이 지속적으로 하락

- 배당수익률이 높은 유틸리티, 통신서비스, 소재산업의 시가 총액 비중은 2000년 42%에서 2012년 16%로 크게 감소
- 반면, 배당수익률이 낮은 IT, 경기소비재, 필수소비재산업의 비중은 2000년 30%에서 2012년 52%로 증가

□ 이는 한국주식시장이 점차 배당수익률이 낮은 산업이 주도하는 시장으로 변화하고 있음을 의미

9) 국제비교

- 수익성, 투자활동, 성장성, 경영위험 측면에서 국내 상장기업 배당수익률을 16개국의 배당수익률과 비교해보면, 한국시장의 배당수익률이 낮다고 판단할만한 근거는 나타나지 않음
 - 한국 상장기업의 총자산순이익률 대비 배당수익률, 잉여현금흐름 대비 배당수익률, 매출액성장률 대비 배당수익률, 매출액변동성 대비 배당수익률 모두 평균적인 수준

5. 결론 및 시사점

- 배당정책은 기업고유의 재무적 의사결정으로, 수익성, 투자기회, 경영위험, 재무구조, 과거배당, 배당선호도 등 다양한 요인이 영향을 미침

- 배당의 높고 낮음을 평가하는 절대적인 기준은 존재하지 않음
 - 주식투자를 통한 이익은 배당이득과 자본이득의 합이므로 배당이 작거나 크다고 해서 문제가 될 수 없으며,
 - 투자위험 대비 배당이득과 자본이득을 합산한 총 수익률로 평가하는 것이 합리적

- 국내 상장기업의 배당은 최근 하락한 것으로 파악되는데, 배당결정요인의 관점에서 볼 때 합리적으로 설명이 가능함
 - 수익성 하락과 활발한 투자활동에 따른 낮은 배당여력
 - 성장성 둔화와 불확실성 증가에 따른 보수적 배당정책
 - 급격한 배당의 변화를 회피하는 경향
 - 부채비율 관리와 투자자금 확보에 있어서 유보이익의 선호
 - 배당성향이 높은 산업의 낮은 비중
 - 자본이득세율에 비해 불리한 배당소득세율 구조

- 저금리, 고령화, 기관화와 함께 배당에 대한 요구는 향후 더욱 높아질 것으로 전망됨
 - 이러한 수요는 기관투자자를 중심으로 구체화될 것

- 배당이 증가하기 위한 가장 근본적인 조건은 기업의 수익성이 개선되고 미래 현금흐름의 불확실성이 완화되는 것

- 기업은 배당을 지속할 수 있을만한 안정적인 미래의 기대 현금흐름이 있어야 배당을 증가시킬 수 있음
- 배당을 인위적으로 변화시키고자 하는 시도는 불합리

□ 기업의 현금흐름이 남용되지 않고 배당으로 지급되도록 기업지배구조가 개선되고 주주의 역할이 강화되어야 함

- 주주가 적정배당을 요구할 수 있도록 하는 제도적 기반이 필요하며, 배당수요가 높고 경영감시 유인이 높은 기관투자자 기반이 확대되어야 함

□ 배당소득세율과 자본이득세율의 조정을 통해 배당선호도를 제고한다면 배당에 대한 수요가 증가할 것

- 주주 간 배당선호의 정도는 다를 수밖에 없으나 세율의 조정은 전반적인 배당선호도의 상승을 가져올 수 있음

« **Abstract** »

Corporate Payout Policy in Korea

This study examines major determinants of dividend policy decisions in Korea and seeks to provide financial regulators with policy implications. More specifically, this study looks at whether Korean corporations pay more or less dividends than adequate and assesses the economics of dividend policy in the context of Korean capital market.

This study finds that dividend payments and proportion of dividend-paying corporations have increased while dividend yields and propensity to pay dividends have decreased considerably since early 2000.

Results show that profitability, capital expenditures, business risk, ownership structure, taxation policy, dividend payment experience are main drivers of corporate dividend policy decision making in Korea.

Korean corporations have seen steady decreases in profitability since the early 2000s. Dividend paying corporations are more profitable than dividend non-paying corporations, implying that investors are likely to receive less dividend payments in the medium term.

In recent years, Korean corporations tend to invest operating cash flows in new or existing projects rather than returning them to their shareholders. For the last five years, the average free cash flow ratio is about -1.04%, meaning that capital expenditures are greater than operating cash flows.

In the aftermath of the financial crisis of 2008, Korean corporations have experienced higher volatility of both revenue growth and asset growth. Dividend non-paying corporations' revenue growth and asset growth volatilities are greater than dividend paying corporations.

In the last 10 years, Korean corporations' capital ratio has been about 50%. Retained earnings have gone up from 20~30% in the early 2000s to 50~60% in recent years, meaning that Korean corporations rely more on internally generated capital than external capital through securities issuance.

In most circumstances, Korean corporations tend not to alter their dividend policies. Even when a reduction seems to be a sensible choice, they would rather cut back on other expenditures.

There is no reliable evidence that Korean corporations make considerably less dividend payments relative to those in other countries. Results show that Korean corporations pay more dividends when they are more profitable and certain about future cash flows. Rather than focusing on the magnitude of dividend payments, the core question should be whether corporations misuse excess cash flows instead returning them to investors.

I. 서론

- 그 동안 한국 상장기업이 배당을 적게 한다는 지적이 꾸준히 제기되어 왔음
 - 투자가 증가하지 않고 있음에도 불구하고 배당을 적게 하는 것은 주주권리를 중시하지 않는 행태라는 주장,
 - 낮은 배당수익률로 인해 투자자들이 단기 시세차익만을 노리게 되고 장기투자를 외면하게 된다는 주장,
 - 낮은 배당수익률이 코리아 디스카운트의 원인이라는 주장,
 - 나아가 상장기업에 대한 배당규제를 도입해야 한다는 주장이 나오기도 하였음

- 이러한 주장들이 타당한가를 논하기에 앞서 한국 상장기업이 과연 배당을 적게 하는지부터 평가되어야 하나 정작 이에 대해서는 객관적 평가가 이루어졌다고 보기 어려움
 - 합리적으로 기대되는 수준에 비해 실제로 배당이 적다면, 앞서의 비판에 따라 상장기업 배당정책의 개선방향을 논의해야 할 것
 - 반대로 실제 배당이 합리적으로 기대되는 수준에 비해 적지 않다면, 상장기업의 배당정책에 대한 올바른 평가와 인식이 확산되도록 하는 것이 바람직

- 본 보고서에서는 배당에 영향을 미치는 것으로 알려진 다양한 요인에 입각하여 한국 상장기업의 배당정책을 평가하고 시사점을 도출하고자 함

2 국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점

- 기업의 수익성, 투자활동, 경영위험, 소유구조, 세율구조, 과거배당수준 등 다양한 배당결정요인을 기준으로,
- 국내 상장기업의 배당수익률 또는 배당수익률의 변화가 합리적으로 설명 가능한지 평가하고,
- 이를 바탕으로 시사점을 도출하는 것이 본 보고서의 목적임

II. 국내 상장기업 배당현황

- 유가증권시장 상장기업의 배당금 추이를 살펴보면, 2000년대 초중반에 비해 전체 배당금 규모는 크게 늘었으나, 배당수익률(dividend yield)¹⁾은 절반 가까이 낮아져 있는 상황(<표 II-1>)
 - 전체 배당금규모는 2000년대 초반 4~8조원 수준에서 최근 13~15조원 수준으로 증가한 반면,
 - 배당수익률은 2000년대 초반 2%내외에서 최근 1%대 초반으로 낮아진 것을 볼 수 있음

- 전체 상장기업 중 배당을 지급하는 기업의 비중은 최근 10년간 약 10% 상승하여 70% 수준에 이르고 있으나 배당지급기업의 배당성향²⁾은 14.51%에 불과함(<표 II-1>)
 - 배당지급기업의 배당성향은 2000년대 초중반 16~20% 수준이었으나 이후 하락하여 최근 13~15% 수준
 - 시가총액 상위 100대 기업의 경우, 다른 기업에 비해 배당지급기업 비중과 배당성향이 상대적으로 높게 나타나고 있음
 - 일반적으로 배당지급을 새로 시작하는 기업의 배당성향이 낮기 때문에 배당지급기업이 증가할수록 전체 배당지급기업의 배당성향은 낮아질 수 있으나, 이를 감안하더라도 배당성향의 하락폭은 이보다 더 큰 것으로 판단됨

1) 배당수익률 = 현금배당금/시가총액

2) 배당성향 = 현금배당금/당기순이익

4 국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점

<표 II-1> 상장기업 현금배당 현황

(단위: 조원, %)

연도	전체기업				시가총액상위 100대기업			
	현금 배당금	배당 수익률	배당지급 기업비중	배당 성향	현금 배당금	배당 수익률	배당지급 기업비중	배당 성향
2000	4.14	2.27%	61%	19.59%	3.46	2.05%	72%	17.21%
2001	4.30	1.75%	59%	17.68%	3.37	1.09%	63%	15.06%
2002	6.42	2.36%	61%	16.03%	5.45	2.44%	75%	18.04%
2003	7.72	2.18%	65%	18.44%	6.60	1.75%	74%	20.48%
2004	10.56	2.38%	68%	17.42%	9.30	2.29%	81%	17.59%
2005	10.69	1.54%	70%	18.24%	9.29	1.65%	85%	17.58%
2006	12.50	1.47%	72%	18.91%	10.99	1.54%	89%	21.00%
2007	15.24	1.15%	73%	18.20%	13.48	1.26%	91%	20.18%
2008	9.66	1.26%	66%	16.09%	8.09	1.52%	90%	19.26%
2009	11.84	1.13%	69%	12.99%	10.01	1.27%	93%	17.13%
2010	15.14	1.23%	74%	13.68%	12.92	1.15%	95%	14.15%
2011	13.85	1.21%	70%	14.66%	11.40	1.03%	90%	14.76%
2012	12.84	1.03%	69%	14.51%	10.70	1.01%	89%	16.27%

주: 배당수익률=현금배당금/시가총액 (중간값 기준)
 배당성향=현금배당금/당기순이익 (중간값 기준, 배당지급기업 및 당기순이익
 실현기업 기준)

□ 배당지급의 대안적 수단인 자사주매입(share repurchase) 역시, 2000
 년대에 연간 5~6조 원에 이른 적도 있으나 최근 2조 원 이하로 감소
 한 상황(<표 II-2>)

- 2008년 금융위기 이전에는 평균적으로 배당금 규모의 50%에 해
 당하는 규모의 자사주 매입이 이루어졌으나, 이후에는 배당금 규
 모 대비 10% 정도에 불과
- 배당지급기업에 비해 자사주매입기업의 비중은 현저하게 낮으며
 최근 더욱 낮아져 있음

<표 II-2> 상장기업 자사주매입 현황

(단위: 조원, %)

연도	전체기업		시가총액상위 100대기업	
	자사주 취득금액	자사주취득 기업비중	자사주 취득금액	자사주취득 기업비중
2000	2.15	20%	1.83	21%
2001	1.69	10%	1.49	10%
2002	4.11	9%	3.92	12%
2003	6.33	13%	6.03	24%
2004	5.73	14%	5.38	18%
2005	3.74	7%	3.58	17%
2006	6.11	9%	5.74	16%
2007	5.81	9%	5.45	19%
2008	3.87	11%	3.18	18%
2009	0.91	5%	0.79	7%
2010	1.29	6%	1.03	9%
2011	1.53	7%	1.29	12%
2012	1.61	5%	1.38	9%

주: 자사주 취득금액은 자사주펀드를 통한 취득은 제외하며 자사주매입 목적이 이익소각, 주가안정, 경영권안정, 주주가치제고인 경우만 포함

- 2005년부터 2011년까지의 세계 19개국의 배당성향을 비교분석한 이한득(2012)의 연구에 따르면, 한국은 배당지급기업의 비중은 높으나 배당성향은 선진국은 물론 신흥국에 비해서도 낮음(<표 II-3>)
 - 배당지급기업의 비중은 선진국 평균 44%, 신흥국 평균 43% 인데 반해 한국은 68%에 이르고 있음
 - 그러나 한국의 현금배당성향은 22%로 선진국 평균 49%, 신흥국 평균 41%에 크게 못미침

6 국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점

— 자사주매입기업의 비중은 신흥국에 비해 높고 선진국 평균과 유사한 수준이나 자사주매입을 고려하더라도 이익의 환원성향은 여전히 낮음

<표 II-3> 주요국 상장기업 배당현황 비교

	현금배당 성향	현금배당 및 자사주매입 성향	현금배당지급 기업비중	자사주매입 기업비중
한국	22%	32%	68%	20%
미국	38%	100%	38%	43%
일본	34%	52%	88%	48%
영국	48%	73%	46%	19%
프랑스	51%	63%	44%	20%
독일	47%	58%	36%	9%
캐나다	58%	82%	14%	6%
이탈리아	64%	68%	56%	16%
호주	54%	74%	28%	6%
중국	18%	18%	2%	0%
인도	29%	30%	89%	6%
브라질	49%	54%	60%	12%
멕시코	31%	47%	38%	23%
인도네시아	48%	50%	39%	3%
아르헨티나	64%	65%	38%	2%
러시아	15%	16%	1%	0%
터키	54%	55%	39%	1%
사우디아라비아	57%	57%	59%	2%
남아프리카	41%	49%	60%	18%
선진국 평균	49%	71%	44%	21%
신흥국 평균	41%	44%	43%	7%
전체 평균	44%	56%	43%	13%

자료: 이한득(2012)

□ 이상의 통계를 바탕으로 볼 때, 한국 상장기업은 배당하는 기업의 비중은 높으나 배당성향은 낮으며 배당성향과 배당수익률은 최근 들어 더욱 하락한 것으로 파악됨

III. 배당 결정요인

1. 배당이론

- 배당의 지급은 기업의 핵심적인 재무의사결정 중 하나로, 기업내외부의 다양한 요인이 고려됨
 - 배당정책은 투자정책, 자본조달정책, 자본구조정책과 함께 기업재무정책의 구성요소로, 다른 재무정책과 별도로 떼어 볼 수 없음
 - 배당정책은 주주에 대한 이익환원의 수단으로서 기업의 경영성과와 주주의 배당선호도에 밀접하게 연관

- 배당정책에 관한 주요 이론에는 잔여배당이론, 수명주기이론, 배당신호이론, 대리인이론, 케이터링(catering)이론, 유동성이론 등 다양한 이론이 제시되어 있음
 - 잔여배당이론(Residual Theory of Dividend): 기업은 배당가능이익에서, 수익성이 높은 투자안을 집행하는 데 필요한 부분과 최적 자본구조를 유지하는데 필요한 부분을 먼저 유보시키고, 유보되지 않고 남은 이익을 배당으로 지급
 - Miller and Modigliani(1961)
 - 수명주기이론(Life-Cycle Theory): 투자기회가 많은 기업설립 초기 단계에는 배당을 적게 하고, 기업이 성장하여 성숙단계에 접어들어 투자기회가 줄어들수록 배당을 증가시킴
 - 잔여배당이론과 논리적으로 일관된 이론
 - Fama and French(2001), Grullon et al.(2002)

8 국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점

- 배당신호이론(Dividend Signaling Theory): 정보비대칭 하에서 기업의 미래 가치에 대한 정보를 시장에 전달하기 위한 수단으로 배당을 지급
 - Bhattacharya(1979)
- 대리인이론(Agency Theory): 잉여현금흐름을 수익성이 낮은 투자를 집행하거나 지배주주 또는 경영진의 사적이익에 이용하지 않도록, 즉 대리인문제를 완화하는 방안으로 배당지급을 요구
 - Easterbrook(1984)
- 케이터링이론(Catering Theory): 시장에서 배당지급기업의 가치를 배당미지급기업의 가치보다 높게 평가할 때 적극적으로 배당
 - Baker and Wurgler(2004)
- 유동성이론(Liquidity Theory): 주식의 유동성이 낮은 기업일수록 자본이득의 실현에 높은 거래비용이 수반되므로 자본이득보다는 배당금 지급을 선호하게 된다는 이론
 - Banerjee et al.(2007)

□ 이와 같은 배당이론들은 상호 배타적이지 않으며, 배당정책이 다양한 관점에서 설명될 수 있고 다양한 요인에 의해 영향 받는다는 사실을 보여줌

2. 선행실증연구

□ 배당정책에 관련한 실증연구결과에 따르면 배당정책에 영향을 미치는 요인은 다음과 같이 요약됨

- (수익성) 배당을 지급할 수 있는 이익 또는 현금흐름이 클수록 배당이 증가하는 것으로 나타남
 - 배당은 이익의 환원수단이므로 이익의 규모는 배당의 전제조건, 따라서 수익성이 높고 현금흐름이 클수록 배당성향이 높음

- (투자기회) 수익성이 높은 투자기회가 존재할수록 배당이 감소
 - 자금수요가 있을 때, 자금조달비용이 높은 주식 및 채권의 발행보다는 자본조달비용이 낮은 유보이익의 활용을 선호하므로, 성장성이 높을수록 (자금수요 증가로 인해) 배당성향이 낮음
 - Smith and Watts(1992)
 - 또는, 수익성이 높은 투자기회가 없는 상황에서 경영자 또는 지배주주는 창출한 이익을 수익성이 없는 투자안에 집행하거나 사적이익을 위해 낭비할 수 있으므로, 주주는 이러한 대리인 문제의 가능성을 낮추기 위해 높은 배당을 요구, 따라서 성장성이 낮을수록 (주주의 배당요구가 증가하여) 배당성향이 높음
 - La Porta et al.(2000); DeAngelo et al.(2006)

- (자본구조) 기업의 부채비율이 높을수록 배당이 감소
 - 부채비율이 높을수록 재무위험이 증가하므로 이익의 환원보다는 부채의 상환에 우선순위를 둘 수밖에 없고, 따라서 재무위험이 높을수록 배당성향이 낮음
 - DeAngelo and DeAngelo(1990)
 - 부채를 통한 자금조달은 경영자에게 지속적인 이자지급의무를 부여하므로 대리인비용을 낮추는 역할을 수행, 따라서 부채비율이 높은

10 국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점

기업은 대리인비용을 낮추기 위한 배당수요가 적어 배당을 적게 할 수 있음

- Crutchley and Hansen(1989); Jensen et al.(1992)

□ (과거배당) 과거의 배당에 비해 급격히 증가시키거나 감소시키려 하지 않는 경향이 나타남

— 기업과 투자자간 정보비대칭이 존재할 때, 투자자는 배당증가를 기업수익성이 개선된다는 신호 해석하고 반대로 배당감소를 기업수익성이 악화된다는 신호로 해석

- Aharony and Swary(1980); Asquith and Mullins(1983)

— 따라서 기업은 미래 수익에 대한 확신이 없는 한 배당을 급격히 증가시키거나 감소시키지 않으려는 경향을 띠게 됨

- Nissim and Ziv(2001); Leary and Michaely(2011)

□ (불확실성) 경영환경의 불확실성이 높을수록 배당이 감소

— 경영환경의 불확실성이 높을수록 지속적으로 배당을 지급할 여력이 낮아져 배당을 줄여야할 상황이 도래할 가능성이 높아지기 때문에, 기업은 배당의 신호효과를 고려하여 배당정책을 보수적으로 결정

- Jensen et al.(1992)

□ (배당선호) 배당수준은 주주의 배당선호도와 밀접한 관계

— 배당소득세율이 자본이득세율에 비해 높을수록 배당에 대한 선호도가 감소함

- Poterba and Summers(1974); Lie and Lie(1999); Chetty and Saez(2004)

— 위험선호도가 낮은 투자자일수록 고배당주식을 선호

- Graham and Kumar(2006)

— 기관투자자는 배당미지급기업보다 배당지급기업을 선호

- Grinstein and Michaely(2005); Short et al.(2002)

□ 미국의 384개 기업 CFO 대상으로 한 설문조사에 따르면 배당결정에 있어 배당정책의 연속성, 수익의 안정성, 투자기회의 존재, 배당수요가 가장 중요한 고려사항으로 나타남(Brav et al.(2005))

— 배당의 결정요인에 대해 긍정적 응답의 비율에 따라, ① 배당정책의 연속성 및 수익의 안정성, ② 기관투자자의 투자유치 및 기관투자자의 배당수요, ③ 투자기회의 존재여부, ④ 개인투자자의 투자유치의 순으로 나타남

— 배당의 대안인 자사주매입의 결정요인에 대해서는, ① 추가수준, ② 투자기회의 존재여부, ③ 인수합병전략, ④ 수익의 안정성, ⑤ 잉여현금의 보유여부, ⑥ 기관투자자의 요구의 순서로 나타남

□ 같은 설문조사에서, 배당을 하지 않을 경우 해당자금을 어떻게 활용할 것이냐는 질문에 대해서는 부채상환이나 투자확대에 활용하겠다는 응답이 많았음

— 배당 가능금액의 대안적 용도는 ① 부채의 상환, ② 자사주매입, ③ 인수합병, ④ 투자확대, ⑤ 현금보유의 순으로 응답

— 자사주매입 가능금액의 대안적 용도에 대해서는 ① 부채의 상환,

12 국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점

② 인수합병, ③ 투자확대, ④ 현금보유, ⑤ 배당금지급 순으로
응답

□ 배당이론, 실증연구, 실무적 견해를 종합할 때, 배당정책은 투자정책, 자본구조정책, 배당수요 등 다양한 측면을 고려하여 결정된다는 사실을 확인할 수 있음

IV. 국내 상장기업 배당정책에 대한 실증적 평가

- 지금까지 논의한 배당결정요인에 입각하여 국내 상장기업의 배당정책을 실증적으로 평가하고자 함
 - 수익성, 투자활동, 재무구조, 과거배당, 경영위험, 세율구조, 주주구성 등 다양한 배당결정요인을 바탕으로 국내 상장기업의 배당정책에 이례적인 특징이 있는지 검토

- 한국거래소 유가증권시장 상장기업의 2000~2012년 재무자료와 주가자료를 토대로 분석
 - 자료는 DataGuide와 상장사협의회 TS2000에서 추출
 - 자본잠식기업, 재무자료 확보가 불가능한 기업은 표본에서 제외

1. 수익성

- 상장기업 수익성은 측정치에 따라 조금씩 차이가 있으나, 2000년대 초중반에 비해 수익성이 최근 하락한 것으로 파악됨(<표 IV-1>)
 - 영업이익/매출액은 5% 내외에서 4% 내외로, 순이익/총자산은 3%대에서 2%대로, 순이익/총자본은 6~7% 수준에서 5%대로 감소한 것으로 나타남
 - 세 가지 수익성 척도 모두에서 2012년의 수익성은 2008년을 제외하고 최근 10년 내 가장 낮은 수준을 기록

- 한편, 시가총액 상위 100대기업은 전체 상장기업과 비교할 때 전반적으로 수익성이 높은 것으로 나타남
 - 상장기업 전체와 비교할 때 평균상위 100대 기업의 영업이익/매출액은 1.97%, 순이익/총자산은 1.18%, 순이익/총자본은 3.13% 높음

<표 IV-1> 상장기업 수익성 현황(1)

연도	전체기업			시가총액상위 100대기업		
	영업이익 / 매출액	순이익 / 총자산	순이익 / 총자본	영업이익 / 매출액	순이익 / 총자산	순이익 / 총자본
2000	6.23%	1.84%	4.80%	8.48%	2.48%	6.12%
2001	5.51%	2.29%	4.92%	8.10%	3.60%	8.84%
2002	5.96%	3.54%	7.75%	8.65%	5.38%	11.44%
2003	5.26%	3.06%	6.40%	8.28%	5.29%	12.78%
2004	4.84%	3.62%	7.33%	9.04%	6.30%	14.72%
2005	4.67%	3.87%	7.40%	8.43%	6.46%	14.65%
2006	4.41%	3.48%	7.01%	7.31%	5.56%	12.29%
2007	4.42%	3.52%	7.10%	7.75%	5.73%	13.91%
2008	4.40%	1.75%	3.89%	7.00%	3.60%	8.39%
2009	5.04%	3.11%	6.35%	7.14%	4.74%	12.57%
2010	5.57%	3.78%	7.83%	8.76%	6.93%	15.68%
2011	4.15%	2.84%	5.76%	7.62%	5.35%	11.58%
2012	3.80%	2.57%	5.11%	5.77%	3.75%	8.24%

주: 표본 중간값 기준, 금융업종 제외

- 배당지급기업과 배당미지급기업의 수익성을 비교해보면, 배당지급기업의 수익성이 현저히 높은 것을 확인할 수 있음(<표 IV-2>)
 - 영업이익/매출액은 평균 4.98%, 순이익/총자산은 평균 5.33%, 순이익/총자본은 11.20%의 격차가 나타남
 - 배당미지급기업은 평균적으로 순손실을 기록하여, 순이익/총자산, 순이익/총자본은 각각 -1.02%, -2.77%임

<표 IV-2> 상장기업 수익성 현황(2)

연도	배당지급기업			배당미지급기업		
	영업이익 /매출액	순이익 /총자산	순이익 /총자본	영업이익 /매출액	순이익 /총자산	순이익 /총자본
2000	7.46%	3.44%	7.31%	3.56%	-1.44%	-3.78%
2001	6.52%	3.58%	7.56%	3.03%	-1.14%	-4.19%
2002	7.44%	4.84%	9.52%	2.43%	0.12%	0.51%
2003	6.52%	4.22%	8.17%	1.71%	0.15%	0.30%
2004	6.43%	4.75%	9.31%	0.64%	-0.70%	-1.27%
2005	6.16%	4.72%	8.95%	0.29%	-0.04%	-0.22%
2006	5.45%	4.43%	8.60%	-0.48%	-1.69%	-4.09%
2007	5.72%	4.42%	8.76%	-0.23%	-0.26%	-0.61%
2008	5.64%	3.63%	7.03%	0.32%	-3.77%	-11.17%
2009	6.33%	4.66%	9.16%	1.78%	0.18%	0.40%
2010	6.86%	5.15%	9.60%	2.38%	-0.05%	-0.12%
2011	5.66%	4.38%	8.14%	0.53%	-2.48%	-6.22%
2012	4.97%	3.82%	7.40%	0.43%	-2.11%	-5.59%

주: 중간값 기준, 금융업종 제외

□ 배당지급의 전제조건인 수익성의 변화추이를 살펴보면, 2000년대에 비해 최근 배당지급 여건이 좋아졌다고 보기 어려움

- 전체 상장기업의 배당수익률이 높았던 2000~2004년과 최근 2008~2012년을 비교해보면, 평균적으로 영업이익/매출액은 0.97%, 순이익/총자산은 0.06%, 순이익/총자본은 0.45% 하락
- 배당지급기업의 수익성 또한 2000~2004년과 2008~2012년을 비교해보면, 순이익/총자본이 0.16% 상승한 것으로 나타났을 뿐 영업이익/매출액, 순이익/총자산은 각각 0.98%, 0.11% 하락함
- 미배당지급기업의 경우 수익률 격차는 더욱 커져 영업이익/매출액, 순이익/총자산, 순이익/총자본이 각각 2000~2004년에 비하여 2008~2012년에 1.19%, 1.04%, 2.85% 감소함

2. 투자활동

- 영업현금흐름에서 투자현금흐름을 차감한 잉여현금흐름은 최근 5년간 매출액대비 -1.04%로, 영업에 따른 현금흐름 유입보다 투자에 따른 현금흐름 유출이 더 큰 것으로 나타남(<표 IV-3>)
 - 100대기업의 경우 최근 5년간 -0.32%로 역시 음(-)의 값을 보임
 - 배당수익률이 높았던 2000~2004년까지 5년간을 보면 2.49%로 양(+)의 잉여현금흐름이 발생

<표 IV-3> 상장기업 투자활동 현황(1)

연도	전체기업		시가총액상위 100대기업	
	잉여현금흐름 / 매출액	자본적지출 / 순유형자산	잉여현금흐름 / 매출액	자본적지출 / 순유형자산
2000	1.14%	7.13%	1.25%	11.18%
2001	3.58%	5.23%	3.88%	9.09%
2002	4.34%	5.02%	6.46%	9.36%
2003	1.98%	6.99%	3.67%	10.70%
2004	1.40%	7.49%	1.66%	11.90%
2005	1.14%	8.87%	3.41%	12.17%
2006	0.38%	9.66%	1.12%	15.66%
2007	-0.84%	10.36%	0.77%	15.51%
2008	-3.37%	10.78%	-2.50%	18.51%
2009	0.69%	8.61%	2.84%	14.36%
2010	-0.84%	9.37%	1.05%	15.22%
2011	-1.57%	11.75%	-1.33%	18.01%
2012	-0.12%	9.41%	-1.68%	16.30%

주: 표본 중간값 기준, 금융업종 제외

- 유형자산의 가치를 증가시키거나 가용연수를 증가시키는 지출인 자본적지출(capital expenditure)의 비중은 순유형자산 규모 대비, 2000년대 초 6% 수준에서 최근 10% 수준으로 증가(<표 IV-3>)
 - 시가총액 100대기업의 경우에는 2000~2004년 10%대에서 2008~2012년 16%대로 증가

- 배당지급기업은 배당미지급기업에 비해 자본적지출이 크고 잉여현금흐름도 큰 것으로 나타남(<표 IV-4>)
 - 배당지급기업은 ‘많은 투자 → 높은 수익(현금흐름) → 배당지급’의 선순환구조가, 배당미지급기업은 ‘부족한 투자 → 낮은 수익(현금흐름) → 배당미지급’의 악순환구조가 내재되어 있기 때문인 것으로 추정됨

- 배당지급기업이나 배당미지급기업 모두, 순유형자산 대비 자본적지출은 점차 늘고 매출액 대비 잉여현금흐름은 점차 감소하고 있어 배당여력의 감소는 주식시장 전반적인 현상으로 보여짐(<표 IV-4>)
 - 배당지급기업의 매출액 대비 잉여현금흐름은 2000~2004년 2.72%에서 2008~2012년 -0.27%로 감소하였으며 순유형자산 대비 자본적지출은 2000~2004년 약 9%에서 2008~2012년 약 12%로 증가
 - 같은 기간, 배당미지급기업의 매출액 대비 잉여현금흐름은 1.81%에서 -3.02%로 감소하였으며 순유형자산 대비 자본적지출은 약 3%에서 약 6%로 증가

<표 IV-4> 상장기업 투자활동 현황(2)

연도	배당지급기업		배당미지급기업	
	잉여현금흐름 /매출액	자본적지출 /순유형자산	잉여현금흐름 /매출액	자본적지출 /순유형자산
2000	1.75%	9.07%	0.13%	3.05%
2001	3.81%	8.29%	2.87%	2.34%
2002	4.40%	8.20%	4.24%	0.95%
2003	2.00%	8.27%	1.72%	3.89%
2004	1.66%	9.11%	0.09%	3.61%
2005	1.46%	10.25%	-0.08%	4.33%
2006	1.23%	10.53%	-3.04%	4.81%
2007	-0.14%	11.45%	-4.21%	5.82%
2008	-2.22%	13.13%	-5.74%	6.49%
2009	1.99%	10.23%	-2.53%	4.52%
2010	-0.26%	10.36%	-3.21%	5.04%
2011	-1.09%	13.47%	-2.80%	6.61%
2012	0.21%	12.41%	-0.80%	5.03%

주: 표본 중간값 기준, 금융업종 제외

- 이러한 결과를 고려할 때, 최근 한국 상장기업들은 이익을 배당하는 대신 투자활동에 투입하고 있는 것으로 파악됨

3. 경영위험

- 금융위기의 여파로 매출액성장률의 변동성과 총자산성장률의 변동성 모두 최근 다소 높아져 있는 상황(<표 IV-5>)
 - 매출액성장률과 총자산성장률의 변동성은 2000년대 중반 낮은 수준에서 안정적인 모습을 보였으나 금융위기가 진전되던 2008년부터 급증하여 2010년 최고조에 이름

— 이후 감소추세에 있으나 여전히 2000년대 중반에 비해 높은 수준을 유지하고 있음

<표 IV-5> 상장기업 경영위험 현황(1)

연도	전체기업		시가총액상위 100대기업	
	총자산성장률 표준편차(3년)	매출액성장률 표준편차(3년)	총자산성장률 표준편차(3년)	매출액성장률 표준편차(3년)
2000	16.77%	17.67%	20.28%	17.29%
2001	13.07%	14.46%	11.60%	15.14%
2002	9.68%	13.37%	7.02%	14.30%
2003	8.54%	11.89%	6.74%	10.31%
2004	8.16%	11.96%	8.31%	10.63%
2005	8.29%	12.53%	7.95%	12.49%
2006	8.40%	11.68%	7.59%	9.44%
2007	9.55%	11.27%	8.84%	10.22%
2008	12.58%	13.38%	10.16%	9.67%
2009	14.32%	15.70%	11.72%	11.52%
2010	17.39%	18.26%	16.06%	15.16%
2011	13.05%	16.73%	11.11%	13.33%
2012	12.21%	13.43%	10.12%	11.08%

주: 표본 중간값 기준, 금융업종 제외

□ 배당지급기업은 배당미지급기업에 비해 총자산성장률과 매출액성장률의 표준편차가 작게 나타나, 경영위험이 상대적으로 작은 것으로 보임(<표 IV-6>)

— 경영환경이 안정적인 기업이 배당을 지급할 가능성이 높다는 사실을 확인할 수 있음

<표 IV-6> 상장기업 경영위험 현황(2)

연도	배당지급기업		배당미지급기업	
	총자산성장률 표준편차(3년)	매출액성장률 표준편차(3년)	총자산성장률 표준편차(3년)	매출액성장률 표준편차(3년)
2000	15.96%	16.85%	18.76%	20.62%
2001	11.49%	13.61%	14.82%	18.38%
2002	8.87%	11.91%	12.36%	16.00%
2003	7.58%	10.62%	11.98%	15.17%
2004	7.63%	11.02%	10.50%	16.01%
2005	7.73%	11.68%	10.03%	15.35%
2006	7.77%	10.84%	12.22%	16.98%
2007	8.71%	10.32%	12.89%	13.97%
2008	10.70%	12.17%	16.87%	16.61%
2009	11.82%	13.64%	21.75%	20.18%
2010	15.56%	17.83%	21.13%	20.04%
2011	12.23%	14.91%	15.38%	19.55%
2012	11.58%	12.36%	13.31%	17.59%

주: 표본 중간값 기준, 금융업종 제외

- 한국 상장기업들은 최근 금융위기와 함께 경영환경 불확실성 증가에 직면해 있는 것으로 파악됨
 - 총자산과 매출액의 변동성은 금융위기와 함께 급증

4. 재무구조

- 전체 상장기업의 부채비율은 최근 10년간 50% 수준에서 매우 안정적으로 유지되고 있음(<표 IV-7>)
 - 2003~2012년 사이 부채비율의 변동범위는 49%~53%

- 100대 기업의 부채비율은 최근 10년간 평균 57%로 여타 기업에 비해 다소 높게 나타나나 여전히 낮은 수준
- 90년대 후반 외환위기 이후 국내 상장기업들은 상당히 엄격하게 부채비율을 관리해 오고 있는 것으로 보임

□ 반면, 총자본 대비 이익잉여금의 비중은 2000년대 초반 20~30%에서 지속적으로 증가하여 최근 50~60% 수준에 이르고 있음(<표 IV-7>)

- 부채비율을 일정하게 유지하면서 자산규모를 키우려면 부채가 증가하는 만큼 이익을 유보하거나 주식을 발행해야 함
- 이익잉여금 비중의 증가는 자금조달에 있어 주식발행보다는 유보 이익을 선호한다는 의미임

<표 IV-7> 상장기업 재무구조 현황(1)

연도	전체기업			시가총액상위 100대기업		
	총부채 / 총자산	이익잉여금 / 총자본	현금성자산 / 총자산	총부채 / 총자산	이익잉여금 / 총자본	현금성자산 / 총자산
2000	56.62%	23.00%	2.53%	62.90%	19.69%	2.44%
2001	55.36%	23.52%	3.22%	61.29%	22.10%	3.52%
2002	52.26%	24.88%	3.64%	59.54%	25.65%	4.20%
2003	51.26%	28.27%	3.90%	58.32%	32.09%	5.41%
2004	49.32%	32.78%	3.77%	56.77%	36.98%	4.65%
2005	48.99%	34.40%	4.89%	57.99%	42.10%	6.27%
2006	49.13%	37.77%	4.42%	55.69%	40.67%	5.36%
2007	49.50%	39.12%	4.11%	57.75%	44.31%	6.02%
2008	52.86%	36.28%	4.96%	58.67%	50.18%	6.10%
2009	50.14%	36.03%	5.40%	58.62%	50.62%	7.80%
2010	49.02%	57.61%	4.96%	55.95%	68.56%	6.35%
2011	50.83%	57.61%	4.85%	56.11%	70.70%	6.78%
2012	49.14%	58.89%	4.80%	55.29%	73.11%	5.61%

주: 표본 중간값 기준, 금융업종 제외

- 현금성자산의 비중도 2000년대 초반 3~4% 수준에서 최근 4~5% 수준으로 증가한 상황(<표 IV-7>)
 - 시가총액 100대기업의 경우 3~5% 수준에서 6~7%로 증가
 - 투자의 증가와 경영환경의 불확실성 증가 추세를 고려할 때, 자본조달비용을 최소화하고 향후 투자를 대비하기 위한 목적으로 현금성자산을 증가시키고 있는 것으로 추정됨

- 재무적으로 안정적이고 배당가능 이익이 많은 기업일수록 배당을 지급 유인이 높은 것으로 파악됨
 - 배당지급기업은 배당미지급기업에 비해 부채비율은 낮고, 이익잉여금비중이 높음(<표 IV-8>)

<표 IV-8> 상장기업 재무구조 현황(2)

연도	배당지급기업			배당미지급기업		
	총부채 /총자산	이익잉여금 /총자본	현금성자산 /총자산	총부채 /총자산	이익잉여금 /총자본	현금성자산 /총자산
2000	50.52%	34.89%	2.86%	72.46%	0.57%	2.06%
2001	47.97%	37.17%	3.37%	68.72%	-0.57%	2.84%
2002	46.91%	39.65%	4.02%	66.95%	-7.39%	3.03%
2003	45.36%	42.00%	4.36%	65.60%	-14.22%	3.44%
2004	46.40%	43.39%	3.93%	57.88%	-7.16%	3.47%
2005	46.26%	44.93%	4.87%	57.21%	-2.37%	5.26%
2006	46.55%	46.63%	4.53%	59.58%	-3.31%	4.17%
2007	46.70%	46.41%	4.38%	60.39%	0.12%	3.61%
2008	48.10%	48.64%	5.81%	60.97%	-0.43%	3.58%
2009	45.31%	48.21%	5.88%	58.07%	1.43%	4.55%
2010	44.94%	65.27%	5.39%	56.45%	18.86%	3.63%
2011	45.84%	67.30%	5.44%	58.98%	16.64%	3.59%
2012	44.66%	68.22%	5.43%	60.27%	13.41%	3.38%

주: 표본 중간값 기준, 금융업종 제외

□ 유가증권시장에서 유상증자금액은 시가총액 대비 매우 미미한 수준으로 주식발행을 통한 자금조달은 매우 부진(<표 IV-9>)

— 최근 5년간 유상증자금액은 시가총액 대비 연평균 0.43%에 불과

<표 IV-9> 상장기업 유상증자 및 신규공모 현황

연도	유상증자		신규공모	
	금액(조원)	시가총액대비	금액(조원)	시가총액대비
2001	5.1	1.99%	0.2	0.08%
2002	6.2	2.39%	0.6	0.23%
2003	7.2	2.03%	0.5	0.14%
2004	4.5	1.09%	0.6	0.15%
2005	1.9	0.29%	0.5	0.08%
2006	2.4	0.34%	1.1	0.16%
2007	10.5	1.10%	1.5	0.16%
2008	1.5	0.26%	0.3	0.05%
2009	5.7	0.64%	0.5	0.06%
2010	3.1	0.27%	2.9	0.25%
2011	8.8	0.84%	1.4	0.13%
2012	1.4	0.12%	0.2	0.02%

주: 유가증권시장 상장기업 전체 기준

□ 이러한 결과를 고려할 때, 한국 상장기업은 부채비율을 엄격하게 관리하고 있으며, 주식을 통해 자금을 조달하기보다는 이익을 유보하여 활용하는 경향이 강해지고 있는 것으로 파악됨

5. 과거 배당정책

□ 국내 상장기업은 배당을 쉽게 변화시키지 않는 경향이 있음(<표 IV-10>)

- 전기에 배당을 지급한 기업 중, 전기 흑자기업은 당기에 적자로 전환하더라도 55%가 당기에 배당을 지급하고, 전기 적자기업은 당기에 적자가 지속되더라도 58%가 당기에 배당을 지급
- 전기에 배당을 지급하지 않은 기업 중, 전기 적자기업은 흑자로 전환하더라도 71%가 당기에 배당을 지급하지 않으며, 흑자기업은 당기에 흑자가 지속되더라도 72%가 배당을 지급하지 않음

<표 IV-10> 상장기업 배당변화 양상(1)

패널A. 적자전환기업			
전기	당기	순손실발생	
		배당지급	배당미지급
순이익발생	배당지급	55%	45%
	배당미지급	3%	97%
패널B. 흑자전환기업			
전기	당기	순이익발생	
		배당지급	배당미지급
순손실발생	배당지급	97%	3%
	배당미지급	29%	71%
패널C. 적자지속기업			
전기	당기	순손실발생	
		배당지급	배당미지급
순손실발생	배당지급	58%	42%
	배당미지급	1%	99%
패널D. 흑자지속기업			
전기	당기	순이익발생	
		배당지급	배당미지급
순이익발생	배당지급	97%	3%
	배당미지급	28%	72%

□ 또한 상장기업은 배당을 감소시키기보다는 증가시키려는 경향이 강함(<표 IV-11>)

- 순이익이 증가한 경우 67%의 기업이 배당을 증가시키는 반면, 순이익이 감소한 경우 51%만이 배당을 감소시킴
- 순이익이 증가한 기업의 17%, 순이익이 감소한 기업의 20%는 배당을 동결하는 것으로 나타남

<표 IV-11> 상장기업 배당변화 양상(2)

	배당증가	배당동결	배당감소
순이익증가	67%	17%	16%
순이익감소	29%	20%	51%

- 상장기업은 배당을 급격히 변화시키거나 감소시키지 않으려는 뚜렷한 경향을 가지고 있음

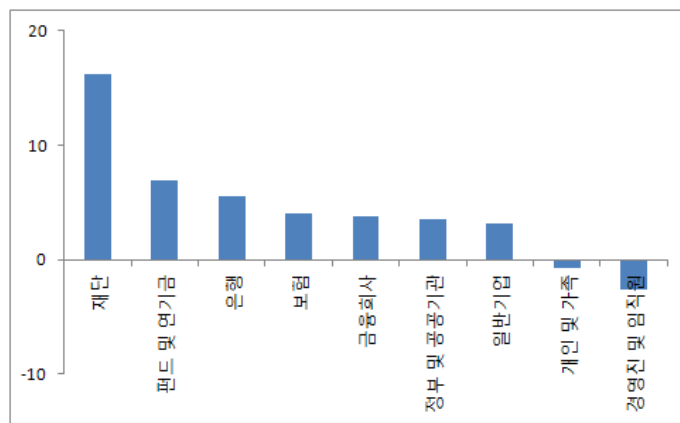
6. 소유구조

- 실증연구에 따르면, 기업의 주요주주가 배당을 선호하는 투자자일 경우에 배당성향이 높게 나타남(<그림 IV-1>)
 - 차병섭·이영(2007)의 연구에 따르면 최종소유자³⁾가 재단(foundation), 펀드·연기금(mutual and pension fund), 금융회사(financial company, bank, insurance company), 국가·공공기관(state or public authority)인 경우 배당성향이 높으며,

3) 해당기업의 지분 50%이상을 소유한 소유구조 피라미드의 최상위에 있는 소유자(ultimate owner)로 정의

- 최종소유자가 개인·가족(individuals or families) 또는 경영자·종업원(employee or manager)일 경우 배당성향이 낮음

<그림 IV-1> 최종소유자 유형별 배당성향



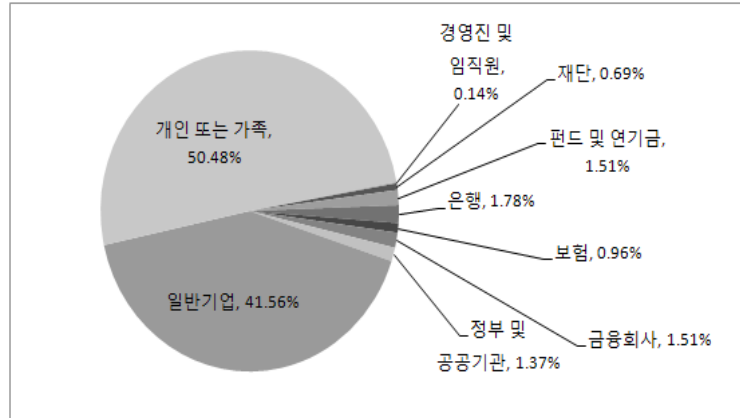
자료: 차병섭, 이영(2007) 재구성

주: 분산화 된 소유구조를 가진 기업의 배당성향을 0으로 간주하고 상대 비교

- 유가증권시장 상장기업의 최대주주 구성을 살펴보면(2012년 기준), 배당을 선호하는 재단, 펀드·연기금, 은행이 최대주주인 기업의 비중은 4%에 불과(<그림 IV-2>)

- 보험, 금융, 또는 국가·공공기관이 최대주주인 비중은 4%, 일반기업이 최대주주인 비중은 42%
- 배당선호도가 낮게 나타나는 개인이 최대주주인 비중이 50%

<그림 IV-2> 투자자유형별 상장기업 최대주주 비중

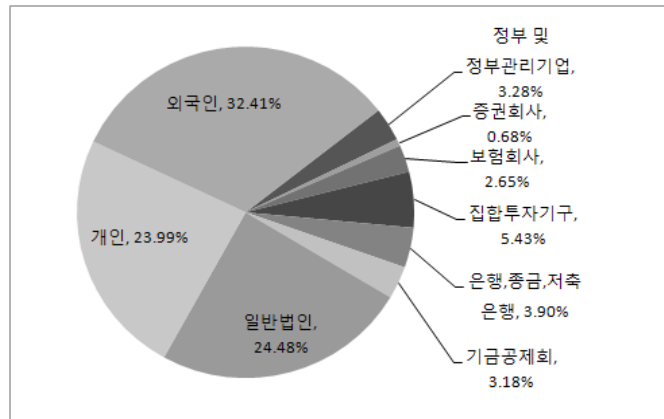


- 유가증권시장에서 배당을 선호하는 투자자의 주식보유비중이 낮다고 볼 수는 없으나 이들이 최대주주인 경우가 적고 주주권행사에 소극적이라는 평가가 일반적
 - 투자자유형별 보유비중은 2012년말 기준으로, 기관투자자(보험, 집합투자기구, 기금공제회) 11.26%, 금융기관(은행, 증권) 4.58%, 정부·정부관리기업 3.28%, 대부분 기관투자자로 추정되는 외국인의 보유비중이 32.41%로 나타남(<그림 IV-3>)
 - 일반법인(일반기업)과 개인의 보유비중은 48.47%

- 일각에서는 외국인투자자가 과도한 배당을 요구한다는 지적을 제기하고 있는데, 실증적으로는 그렇지 않다는 결과가 다수
 - 박경서·이은정(2007), 이병기(2006), 강신애·민상기(2009), 정성창·김영환(2007), 정성창·김영환·전선애(2009), 빈기범·조성훈(2005) 등의 실증연구결과에 따르면, 외국인이 투자기회를 희생하여 과도한 배당을 요구한다는 실증적 증거가 뚜렷하지 않다고 밝히고 있음

— 반면, 설원식·김수정(2006), 김아리·조명현(2008)은 외국인투자자가 배당을 증가시키도록 영향력을 미친다는 실증분석 결과를 보고

**<그림 IV-3> 투자자유형별 상장기업
주식보유비중**



- 국내 상장기업 주주구성을 살펴보면 현재로서는 **배당선호도가 높은 주주의 영향력이 크다고 보기 어려움**
- 다만, 저금리, 고령화, 기관화(institutionalization) 추세를 고려할 때 향후 배당에 대한 요구는 점차 높아질 것으로 전망됨
 - 고령화가 급속도로 진행되고 저금리기조가 장기화되면서 배당소득에 대한 의존도가 점차 높아질 것으로 전망
 - 연금기금, 보험회사 등 배당을 선호하는 장기기관투자자의 주식투자비중이 점차 확대되고 있으며, 개인투자자의 평균보유기간도 증가하는 추세

- 기관투자자의 역할이 강화되고 기업지배구조의 중요성이 점차 강조되면서 잉여현금흐름에 따른 대리인비용을 최소화하기 위한 배당요구도 높아질 것으로 전망됨

7. 세율구조

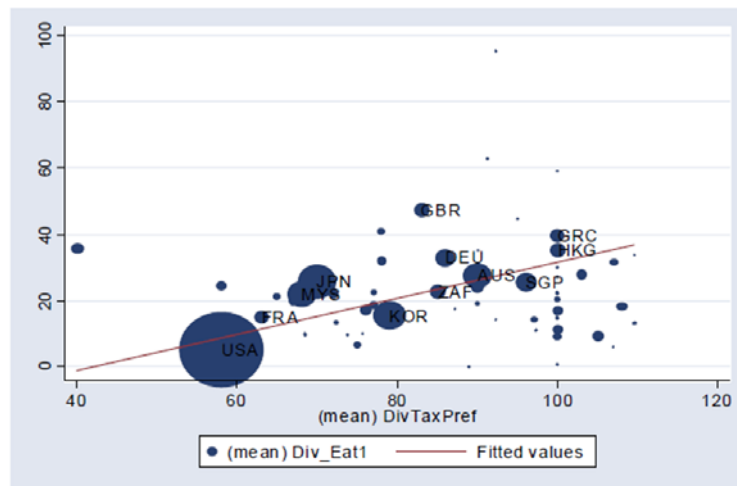
- 한국에서는 금융소득 중 이자소득과 배당소득에 대해서는 과세하는 반면, 상장기업 주식의 자본이득에 대해서는 면세
 - 단, 비상장주식에 대한 자본이득과 상장주식에 대한 대주주의 자본이득에 대해서는 과세대상에 포함됨
 - 상장기업 주식의 자본이득에 대한 면세는 자본시장을 육성하기 위한 정책적 판단에 따른 것
- 반면, 대부분의 국가에서는 주식의 자본이득(양도차익)에 대해 과세가 이루어지고 있음
 - 주식의 자본이득에 대해, 미국, 스페인, 독일, 오스트리아, 룩셈부르크, 덴마크, 호주, 캐나다에서는 종합과세, 영국, 일본, 이탈리아, 아일랜드, 포르투갈, 스웨덴, 핀란드, 폴란드, 노르웨이, 아이슬란드, 헝가리, 멕시코에서는 분리과세
 - 이들 대부분 국가에서 자본손실에 대해 공제 또는 통산을 허용
 - 멕시코는 비상장주식에 대해서만 과세
 - 네덜란드, 뉴질랜드, 스위스, 홍콩, 싱가포르, 대만, 터키, 그리스에서는 주식 자본이득에 대해 과세하지 않음

- 터키는 2009년 과세제도를 폐지하였으며, 그리스는 향후 과세 예정

□ 따라서 한국은 세율구조 측면에서 다른 국가에 비해 상대적으로 배당에 대한 선호도가 높다고 보기 어려움(<그림 IV-4>)

— 차병섭·이영(2007)의 연구결과에 따르면 한국의 배당선호지수는⁴⁾ 67개국 중 중간 수준

<그림 IV-4> 배당성향과 배당선호지수의 관계



자료: 차병섭, 이영(2007)
 주: 가로축은 배당선호지수, 세로축은 배당성향

4) 배당선호지수 = $\frac{1 - \text{Dividend tax rate}}{1 - \text{Capital gains tax rate}}$, 배당세율이 자본이득세율보다 높을수록 배당선호지수는 낮아짐

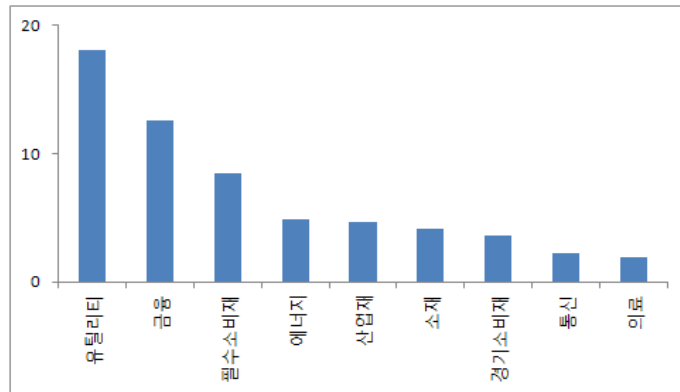
- 한국은 배당소득에 대해서는 과세하는 반면 상장주식에 대한 자본이득에 대해서는 면세가 적용되므로, **세율측면에서 배당보다는 자본이득을 선호하는 것이 타당**

8. 산업구조

- 67개국 16,000여개의 기업의 배당정책을 분석한 차병섭, 이영(2007)의 연구에 따르면, 산업별로 배당성향의 차이가 크게 나타남(<그림 IV-5>)
 - 유틸리티, 금융, 필수소비재산업의 배당성향이 높고, 의료, 기술, 경기소비재산업의 배당성향이 낮음

- 동일 산업내의 기업들이 유사한 수익전망, 영업위험에 노출되어 있고, 경쟁기업의 배당정책을 중요하게 고려하고 있기 때문에 나타나는 현상
 - 안정적인 현금수입이 있거나, 경기변동에 영향을 덜 받는 산업의 배당성향이 전반적으로 높게 나타남

<그림 IV-5> 산업별 배당성향



자료: 차병섭, 이영(2007) 재구성

주: Technology 산업의 배당성향을 0으로 간주하고 상대 비교

□ 국내 유가증권 상장기업의 산업별 배당현황을 비교해 보면, 유틸리티, 통신서비스, 소재산업의 배당수익률이 높고, 기술(IT), 경기소비재, 필수소비재의 배당수익률이 낮음(<표 IV-12>)

— 배당성향을 기준으로 보면, 유틸리티, 통신서비스, 금융산업의 배당성향이 높고, 기술, 경기소비재, 필수소비재의 배당성향이 낮음

— 배당지급기업 비중을 기준으로 보면, 유틸리티, 에너지, 필수소비재의 배당지급기업 비중이 높고, 기술, 경기소비재, 통신서비스의 배당지급기업 비중이 낮음

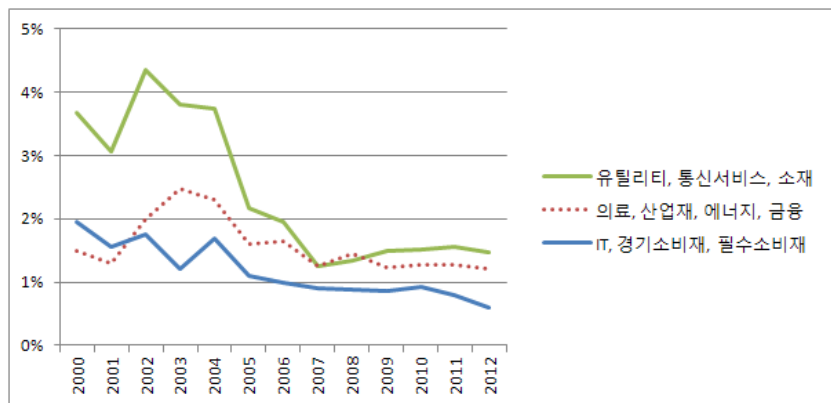
<표 IV-12> 산업별 상장기업 배당현황

산업	배당수익률	배당성향	배당지급기업비중
기술(IT)	0.25%	0.00%	50.26%
경기소비재	1.15%	7.82%	64.86%
필수소비재	1.20%	9.61%	73.10%
의료	1.36%	13.67%	72.25%
산업재	1.40%	11.00%	67.68%
에너지	1.40%	10.33%	74.85%
금융	1.63%	17.21%	67.37%
소재	1.94%	12.57%	71.04%
통신서비스	1.99%	21.31%	65.00%
유틸리티	3.43%	27.38%	95.68%

주: 배당수익률과 배당성향은 중간값 기준

- 산업별 배당수익률의 추이를 보면, 모든 산업의 배당수익률이 전반적으로 하락하는 양상을 볼 수 있는데, 유틸리티, 통신서비스, 소재 등 배당수익률이 높은 산업의 하락폭이 더 크게 나타남(<그림 IV-6>)
- 그럼에도 불구하고, 기술, 경기소비재, 필수소비재의 배당수익률이 대부분의 기간에서 가장 낮음

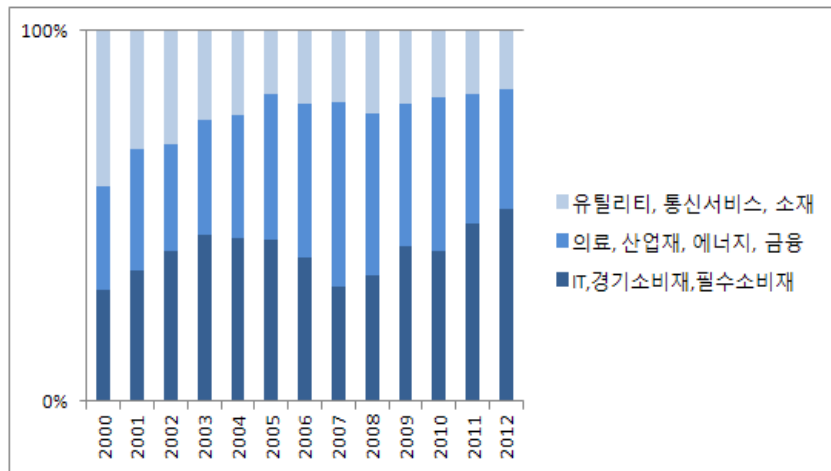
<그림 IV-6> 산업별 상장기업 배당수익률 추이



□ 유가증권시장 상장기업의 산업별 시가총액 비중을 살펴보면, 배당수익률이 높은 산업의 비중이 지속적으로 하락한 반면, 배당수익률이 낮은 산업의 비중은 증가한 것으로 나타남(<그림 IV-7>)

- 배당수익률이 높은 유틸리티, 통신서비스, 소재산업의 시가총액 비중은 2000년 42%에서 2012년 16%로 크게 감소
- 반면, 배당수익률이 낮은 기술, 경기소비재, 필수소비재산업의 비중은 2000년 30%에서 2012년 52%로 증가

<그림 IV-7> 산업별 상장기업 시가총액 비중추이



□ 이는 한국주식시장이 점차 배당수익률이 낮은 산업이 주도하는 시장으로 점차 변화하고 있음을 의미

9. 국제비교

□ 한국 상장기업 배당수익률의 적절성을 평가하기 위해 한국을 포함한 17개국의 상장기업 배당수익률을 비교

- 2008년부터 2012년까지의 자료를 Datastream에서 추출하여 이용
- 한국, 미국, 영국, 일본, 이탈리아, 독일, 프랑스, 캐나다, 터키, 남아프리카공화국, 사우디아라비아, 멕시코, 인도네시아, 인도, 중국, 브라질, 아르헨티나 등 17개국을 비교

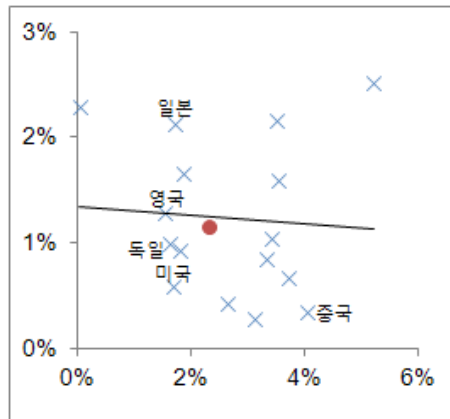
□ 수익성, 투자활동, 성장성, 경영위험 측면을 고려하여 배당수익률을 비교해보면 한국시장의 배당수익률이 낮다고 판단할만한 근거는 나타나지 않음(<그림 IV-8>~<그림 IV-11>)

- 한국 상장기업의 총자산순이익률(ROA) 대비 배당수익률, 잉여현금흐름/매출액 대비 배당수익률, 매출액성장률 대비 배당수익률, 매출액성장률의 표준편차(3년) 대비 배당수익률 모두 평균적인 수준을 보임
- 수익성과 배당수익률 사이에는 약한 음의 상관관계가 나타나는데, 이는 배당수익률이 높은 선진국이 금융위기로 인하여 수익성이 일시적으로 급감했기 때문으로 추정됨
- 잉여현금흐름/매출액과 배당수익률 사이에는 양(+)의 관계가 나타나, 투자활동에 따른 현금유출이 영업활동에 의한 현금유입보다 많을수록 배당을 적게 하는 것으로 나타남
- 매출액성장률과 배당수익률 사이에는 음(-)의 관계가 나타나 성장성이 높을수록 배당보다는 유보를 통한 재투자를 우선하는 것으로 보임

— 매출액성장률 표준편차와 배당수익률 역시 음(-)의 관계로, 경영 위험이 높을수록 배당을 적게 하는 것으로 분석됨

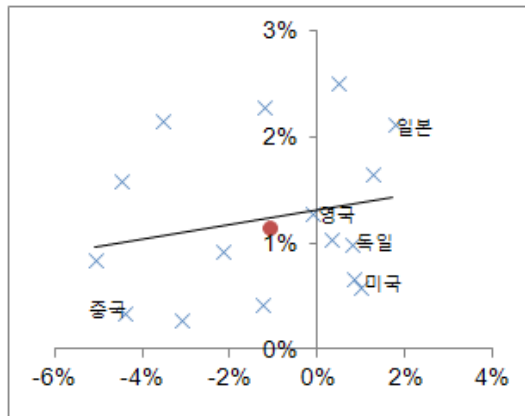
<그림 IV-8>

ROA-배당수익률 분포

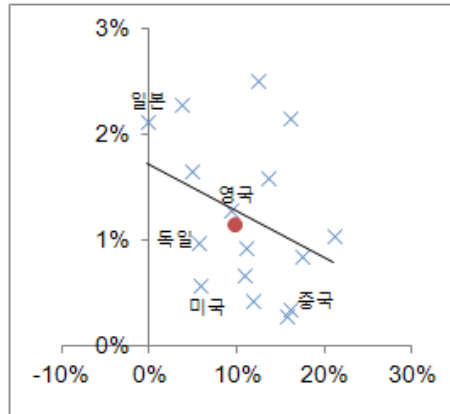


<그림 IV-9>

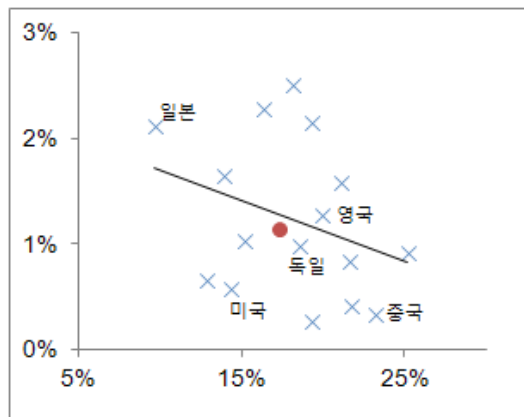
잉여현금흐름-배당수익률 분포



<그림 IV-10>
매출액성장률-배당수익률 분포



<그림 IV-11>
매출액변동성-배당수익률 분포



- 국제비교를 통해 살펴보면, 수익성, 투자활동, 성장성, 영업위험을 고려할 때 한국 상장기업의 배당수익률이 낮다고 보기 어려움

V. 결론 및 시사점

- 배당정책은 기업고유의 재무적 의사결정으로, 기업내외부의 다양한 요인을 고려하여 결정됨
 - 배당할 수 있는 이익이 있는가?
 - 자금이 소요되는 투자기회가 있는가?
 - 경영상의 불확실성 및 재무위험이 높은가?
 - 과거 배당규모는 어느 정도였는가?
 - 주주가 배당을 선호하는가? 등 다양한 요인이 영향을 미침

- 배당의 높고 낮음을 평가하는 절대적인 기준은 존재하지 않음
 - 주식투자를 통한 이익은 배당이득과 자본이득의 합이므로 배당이득이 상대적으로 적거나 많다고 해서 문제가 될 수 없으며, 투자 위험 대비 배당이득과 자본이득을 합산한 총 수익률로 평가하는 것이 합리적
 - 다시 말하면, 배당정책이 기업가치 극대화의 관점에 최적이나 아니냐가 중요한 사항

- 한국 유가증권시장 상장기업은 배당하는 기업의 비중은 높으나 배당 성향은 낮으며 배당성향과 배당수익률은 최근 더욱 하락한 상황
 - 전체 배당금규모는 2000년대 초반 4~8조원 수준에서 최근 13~15조 수준으로 증가한 반면, 배당수익률은 2000년대 초반 2%내외에서 최근 1%대 초반으로 하락

- 그러나 현재 한국 상장기업이 배당을 적게 하는 데는 다음과 같은 합리적인 이유가 있는 것으로 판단됨
 - 낮은 수익성과 활발한 투자활동에 따른 낮은 배당여력
 - 최근 성장성 둔화와 불확실성 증가에 따른 보수적 배당정책
 - 급격한 배당의 변화를 회피하는 경향
 - 재무적 안정성 관리와 투자자금 확보에 있어서 유보이익의 선호
 - 배당성향이 높은 산업의 비중이 감소하는 추세
 - 자본이득세율에 비해 불리한 배당소득세율 구조

- 다만, 저금리, 고령화, 기관화와 함께 배당에 대한 수요는 향후 더욱 높아질 것으로 전망됨
 - 고령화가 급속히 진전되고 저금리 기조가 장기화됨에 따라 배당 소득에 대한 수요는 지속적으로 증가할 것
 - 이러한 수요는 기관투자자, 특히 보험과 연기금과 같은 장기기관 투자자의 영향력을 토대로 구체화될 가능성이 높음

- 배당이 증가하기 위해서는 기본적으로 기업의 수익성이 개선되고 미래 현금흐름의 불확실성이 완화되어야 할 것
 - 기업은 충분한 배당여력, 배당을 지속할 수 있을만한 안정적인 미래의 기대현금흐름이 있어야 배당을 증가시킬 수 있음
 - 상장기업의 배당을 인위적으로 변화시키고자 하는 시도는 합리적이지 않을 뿐만 아니라 기업에게 큰 부담으로 작용

- 또한 배당의 신호효과에 대한 고려와 안정적 배당소득에 대한 주주의 선호에 따라 배당이 증가하더라도 점진적인 증가의 양상을 띠게 될 것

- 기업의 현금흐름이 남용되지 않고 배당으로 지급될 수 있도록 경영투명성과 기업지배구조가 개선되고 주주의 역할이 강화되어야 함
 - 과잉투자 또는 사적이익의 추구, 즉 잉여현금흐름으로 인한 대리인비용의 완화를 위해서는 기업지배구조를 개선하고 경영투명성을 높여야 하며, 주주가 현금흐름의 남용을 피해 배당을 요구할 수 있도록 하는 제도적 기반이 갖춰져야 함
 - 배당수요가 높고 경영감시의 유인이 높은 기관투자자 및 장기투자자 기반이 확대된다면 이에 도움이 될 수 있을 것

- 배당소득세율과 자본이득세율의 조정을 통해 배당선호도가 제고된다면 배당수준 상향에 도움이 될 것
 - 배당소득이 자본이득에 비해 불리한 현재의 세율구조 상에서, 배당보다 자본이득을 선호하는 것이 합리적인 선택
 - 물론 주주 간 배당기피의 정도는 다를 수 있으나, 배당소득세율의 상대적 인하는 전반적인 배당선호도의 상승을 가져올 수 있음

참 고 문 헌

<국내문헌>

- 강신애·민상기, 2009, 한국기업의 배당과 투자에 대한 외국인 투자자의 영향력 연구, 한국증권학회 학술대회,
- 김아리·조명현, 2008, 외국인투자자 유형과 기업의 배당 및 투자의 관계에 관한 연구, 『전략경영연구』 11-1, 25-42.
- 박경서·이은정, 2006, 외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향, 『금융연구』 20-2.
- 빈기범·조성훈, 2005, 『외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석』 한국증권연구원, Issue Paper 05-02
- 설원식·김수정, 2006, 외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향, 『증권학회지』 35(1), 1-40;
- 이병기, 2006, 『외국인투자자가 배당 및 R&D투자에 미치는 영향』 한국경제연구원
- 이한득, 2012, 국내 기업 배당지급 여력 낮다, LG Business Insight 2012 5 2.
- 정성창·김영환, 2007, 외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향에 관한 연구, 한국증권학회 학술대회;
- 정성창·김영환·전선애, 2009, 외국인 투자자가 국내 유가증권시장 상장기업의 배당 행태에 미치는 영향에 대한 연구: 다양한 계량경제 모형의 적용, 『재무관리연구』 26(1), 1-29.
- 차병섭·이영, 2007, 국제비교를 통한 배당성향 결정요인에 대한 실증분석, 『경제학연구』 55-4, 165-186.

<해외문헌>

- Allen, F., Bernardo, A.E., Welch, I., 2000, A theory of dividends based on tax clienteles, *Journal of Finance* 55-6, 2499-2536.
- Baker, M., Wurgler, J., 2004, A catering theory of dividends, *Journal of Finance* 59-3, 1125-1165.
- Banerjee, S., Gatchev, V.A., Spindt, P. A., 2007, Stock market liquidity and firm dividend policy, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 42-2, 369-397.
- Bhattacharya, S., 1979, Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand' fallacy, *Bell Journal of Economics* 10, 259-270.
- Brav, A., Graham, J.R., Harvey, C.R., Michaely, R., 2005, Payout policy in the 21st century, *Journal of Financial Economics* 77, 483-527.
- Chetty, R., Saez, E., 2005, Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut, *Quarterly Journal of Economics* 120-3, 791-833.
- Crutchley, C., Hansen, R., 1989, A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends, *Financial Management* 18, 36-76.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., 1990, Dividend policy and financial distress: An empirical investigation of troubled NYSE firms, *Journal of Finance* 45-5, 1415-1431.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., Stulz, R.M., 2006, Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory, *Journal of Financial Economics* 81, 227-254.

- Easterbrook, F.H., 1984, Two agency-cost explanations of dividends, *American Economic Review* 74, 650-659.
- Fama, E., French, K., 2001, Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics* 60, 3-43.
- Graham, J.R., Kumar, A., 2006, Do dividend clienteles exist? Evidence on dividend preferences of retail investors, *Journal of Finance* 61-3, 1305-1336.
- Grinstein, Y., Michaely, R., 2005, Institutional holdings and payout policy, *Journal of Finance* 60-3, 1389-1426.
- Grullon, G., Michaely, R., Swaminathan, B., 2002, Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity? *Journal of Business* 75-3, 387-424.
- Jensen, G.R., Solberg, D.P., Zorn, T.S., 1992, Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies, *Journal of Financial and Quantitative analysis* 27-2, 247-263.
- La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W., 2000, Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance* 55-1, 1-34.
- Leary, M.T., Michaely, R., 2011, Determinants of dividend smoothing: Empirical evidence. *The Review of Financial Studies* 24-10, 3197-3249.
- Lie, E., Lie, H.J., 1999, The Role of Personal Taxes in Corporate Decisions: An Empirical Analysis of Share Repurchases and Dividends, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 34-4, 533-552.

Miller, M., Modigliani, 1961, Dividend policy growth and the valuation of shares, *Journal of Business* 34, 411-433.

Nissim, D., Ziv, A., 2001, Dividend changes and future profitability, *Journal of Finance* 56-6, 2111-2133.

Porterba, J.M., Summers, L.H., 1984, New Evidence that Taxes Affect the Valuation of Dividends, *Journal of Finance* 39-5, 1397-1415.

Short, H., Zhang, H., Keasey, K., 2002, The link between dividend policy and institutional ownership, *Journal of Corporate Finance* 8-2, 105-122.

Smith, C.W., Watts, R.L., 1992, The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and compensation policies, *Journal of financial Economics* 32-3, 263-292.