

2009 년 공동학술연구발표회 일반 논문 발표

제목 : 한국기업의 배당정책과 기관투자자

고영경(고려대 경영학과 박사과정)

이가연(대구대 경영학과)

kayouni@empal.com

조성욱(서울대 경영학과)

한국기업의 배당정책과 기관투자자

고영경* 이가연** 조성욱***

2009.5

< 요약 >

본 연구에서는 국내외 기관투자자들의 지분율과 배당정책(배당성향과 배당수익률)간의 관계를 살펴보았다. 5%이상의 지분소유를 보고한 투자자들 중에서 기관투자자와 외국인 투자자의 집단으로 구분하여 이들의 행태를 비교 분석하였다. 분석대상은 제조업체로 한정하여 1997년부터 2006년까지의 자료를 이용하여 분석하였다. 분석결과 외국인 투자자들은 되도록이면 시가총액이 높고 배당을 주는 기업의 지분율을 더 많이 보유하고, 반면에 국내 기관투자자들은 오히려 배당을 주지 않는 기업에 더 많은 지분율을 보유하고 있다.

또한 기관투자자지분율과 배당성향(배당수익률)과는 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타나고 있다. 외국인투자자지분율과 배당성향(배당수익률)과는 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타나고 있다. 기업의 투자기회와 연결시켜서 교차항을 통해 살펴본 결과 기관투자자들의 지분율이 있고, 투자기회가 있는 기업일수록 배당성향은 더 높아지는 것으로 나타났다. 그러나 외국인 투자자의 지분율이 있고 투자기회가 있는 기업일수록 배당성향은 더 낮아지는 것으로 나타났다. 본 연구결과에서는 외국인투자자들은 감시자의 역할을 담당하고 국내기관 투자자들은 일시투자자(transient investor)의 역할을 담당하는 것으로 해석될 수 있다.

물론 이러한 현상은 국내기관투자자들과 외국인투자자들간의 투자성향이나 투자기간의 차이 및 home-bias 등의 존재로 인해 나타날 수 있는 결과이다.

주요단어: 기관투자자, 배당성향, 감시자역할, 일시투자자(transient investor)

*고려대학교 박사과정, sakaraka@korea.ac.kr

**대구대학교, kayouni@empal.com

***서울대학교, swjoh@snu.ac.kr

I. 서론

주식시장에 참여하는 많은 투자자군은 크게 개인투자자와 기관투자자로 구분이 된다. 해외 선진국의 시장들은 자본시장의 기능이 더 활성화되고 투자자들도 금융자산 중 주식투자에 대한 관심도가 더 커지면서 기관투자자의 역할에 대해서 많은 관심을 갖고 연구가 진행되어져 왔다. 한국 주식 시장에서도 기관투자자의 움직임이 다양해졌고 이에 따라 그 역할이나 기능이 주목을 받고 있다. 특히 한국과 같은 신흥자본시장에서 기관투자자는 외국인 기관투자자와 내국인 기관투자자로 구분되고 있어 개인투자자와는 구별되는 좀더 전문적인 지식을 갖고 수익자를 위해 자금을 운영하는 투자자층으로 분류할 수 있다.

자본시장의 발전과 더불어 기관투자자의 투자비중은 점차 증가하는 추세에 있으며 이들의 역할과 기능도 점차 그 중요성이 커지고 있다. 물론, 2008년 들어 금융위기가 도래하면서 기관투자자의 자산배분 비중 조정으로 인해 주식투자비중이 다소 위축된 면이 있지만 향후 시장이 회복되면 기관투자자의 역할은 그 중요성이 더 커질 것으로 기대된다.

실제로 2007년 현재 한국한국주식시장에서 시가총액기준으로 살펴볼 때 기관투자자의 소유비중은 21.18%, 일반법인은 21.53%, 외국인투자자는 32.37%, 개인투자자는 21.79%인 것으로 나타났다. 이러한 시가총액 기준 소유비중을 놓고 볼 때 기관투자자의 비중은 시간이 지날수록 더 높아지는 것으로 나타나고 있다.

== <그림 1> 투자자유형별 소유지분율추이(시총기준) =====

일반적으로 해외투자자들 중 대부분의 구성원이 해외기관투자자인 것으로 파악되고 있으며 이들을 국내 기관투자자들과 함께 고려하면 총기관투자자군의 비중은 시가총액기준으로 할 때 총 50%를 넘는 것으로 나타나고 있다.

주주의 권리와 의무는 의결권을 행사할 수 있는 권리가 있고, 배당을 받을 수 있는 권리가 있으며, 유한책임의 의무가 있다는 것이다. 그런데 개인투자자와 기관투자자들은 이러한 권리와 의무에 있어서 선호도가 다를 수 있다. 특히 의결이 필요한 경우 개인투자자의 경우 대주주의 통제권이 높은 상태라면 별다른 영향력을 행사할 수 없지만, 기관투자자들이라면 의결권행사를 통해 역할을 담당할 수 있다. 이러한 기관투자자의 모니터링 역할이 배당에 어떠한 영향을 주는지에 대해서 관심을 갖게 되었다.

실제로 한국증권거래소에서 발표하는 자료에 의해 현금배당수익률의 추이를 보면 외국인투자자지분율이 높아질 때는 배당수익률이 좀더 높았던 것으로 나타나고 있다.

== <그림 2> 현금배당수익률과 투자자별 지분율 추이=====

기관투자자들은 전문적인 운용자들로 볼 수 있으며 이들은 수익자를 위해 좀더 좋은 성과를 얻기 위해서 미래 현금흐름이 좋은 기업에 투자를 할 것이다. 이때 장기적 성향으로

기업의 경영을 개선시켜 미래 현금흐름을 더 키우는 방식으로 접근 할 것인지, 아니면 단기적으로 기업의 단기성과만을 살펴보고 접근할 것인지에 대해서 투자성향이 다를 수 있다.

이에 따라서 만일 기관투자자들이 해당기업의 경영성과를 개선시킨다면 모니터링의 역할을 보다 충실히 이행할 수 있는 가능성이 있고, 이때는 기업의 배당정책에 좀더 큰 관심을 갖고 투자결정과 배당결정을 제대로 이행하는지 살펴볼 것이다. 만일 이게 제대로 이행되지 않는다면 향후 조정할 때까지 그 목소리를 낼 것으로 볼 수 있다.

그러나 단지 배당선호의 입장에서 단기적 성과만을 위해 고배당지급 기업을 선호하는 기관투자자들이 있을 수도 있다.

이를 감안할 때 다음과 같은 질문을 던질 수 있다. 첫째는 기업에서 기관투자자의 감시행태 또는 이익획득(Monitoring 또는 Expropriation)이 배당에 어떤 영향을 주는가? 둘째는 국내 기관투자자와 외국인 투자자간의 차이가 존재하는가? 셋째는 기업이 투자기회가 존재할때도 기관투자자들의 배당정책에 대한 성향은 그대로 유지될까?

이러한 질문에 답을 하기 위해서 본 연구에서는 1997년부터 2006년까지의 제조업을 영위하는 기업중 12월 결산법인 총 4891개 기업을 대상으로 기관투자자의 지분율과 배당정책간의 연관성을 분석하였다. 본 연구에서 사용한 기관투자자와 외국인투자자의 지분율은 증권거래소와 금융감독원의 전자공시시스템에 보고한 5%이상의 지분 취득을 공시한 투자자들에 한해서 고려하였다. 이는 투자자들에 대한 구분을 좀더 명확하게 하기 위해서이다.

본 연구에서는 국내기관투자자와 외국인투자자와는 서로 다른 특성이 나타날 것이라고 보며 이러한 현상에서 볼 때 배당정책에 영향을 미치는 정도도 다를 것으로 예상한다. 무엇보다도 투자기회가 더 많이 존재하는 기업일수록 배당정책에 대해서 갖는 의미가 다를 것이므로 이를 감안하여 좀더 상세한 분석을 실시해 보고자 한다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 구성한다. II. 선행연구를 소개하고, III. 연구설계에서 연구가설을 설정하고 변수에 대한 설정을 한다. IV. 실증분석에서 대상표본을 선정하여 평균 차이분석과 로짓회귀분석을 응용한 모형으로 검증하여 결과를 도출한다. V. 결론부분에서 다시한번 결과를 요약하고 향후 연구에 대해서 더 소개하기로 한다.

II. 선행연구

전세계적으로 기관투자자의 역할에 대한 인식이 높아지고 있다. 한국자본시장에서도 주주들의 역할이 그 중요성을 더해가고 있는 상황이지만 직접투자하는 개인투자자들 외에 간접투자를 실시하는 개인투자자들도 많이 늘어가고 있다. 이러한 상황에서 자본시장은 개인들이 간접투자에 대한 관심이 더 많아지고 있는 상황이다. 이때 주요한 전문적인 지식과 경험을 갖고 있는 펀드매니저라던가 아니면 기금운용자들에게 위탁을 맡기기도 한다. 이들 기관투자자들의 역할이 한국시장에서 이제 점차 관심을 받게 되는 수준에 이르게 되었다. 물론 기존의 해외 연구에서는 해외 기관투자자들의 투자행태나 자본시장에서의 참여행태들이 개인투자자들과는 다를 수 있다는 점에서 상당히 많은 연구가 진척되어져 왔다.

한국주식시장에서는 내국인 기관투자자들과 외국인 기관투자자들로 구분할 수 있을 것이

다. 물론 현재 외국인 투자자들이라고 총칭되어 부르는 투자자군들은 암묵적으로 이러한 외국인 기관투자자들을 의미하는 것이다.

기관투자자의 지분이 기업의 배당정책에 영향을 미치는가에 대해서는 기존의 많은 연구들이 존재하고 있다. 특히 Grinstein-Michaely(2005)의 연구에서는 기관투자자지분율과 배당성향간에 VAR 모형에 의해서 서로 어떠한 영향을 주는지에 대해서 분석하였다.

Short-Zhang-Keasey(2002)의 연구에서는 배당정책과 기관투자자소유지분율간의 관계를 검증하였다. 본 연구에서는 영국의 자료를 사용하여 실증분석하였다. 영국의 패널자료를 사용하여 배당성향을 결정하는데 기관투자자소유지분율의 역할이 어떠한지에 대해서 Lintner, Waud, Fama-Babliak의 연구모형들을 활용하여 분석하였다. 분석결과 이들은 영국의 기업들에 있어서 배당정책과 기관투자자소유지분율간에는 양(+)¹의 연관성이 있다는 가설을 지지하였다. 게다가 양의 이익경향요인(positive earnings trend componet)은 기관투자자와 배당성향비율간의 관계에 존재함을 제안하였다. 그리고 배당정책(배당성향비율)과 경영자의 소유지분율간에는 음(-)²의 관계가 있는 것으로 나타났다.

Rubin-Smith(2009)의 연구에서는 기관투자자의 소유지분율과 변동성간의 상관계수의 부호는 기업의 배당정책에 달려있다는 것을 발견하였다. 기관투자자의 소유지분율은 non-dividend 지급 기업에 있어서는 변동성에 대해서 음(-)³의 관계가 있는 것으로 나타났고, dividend 지급 기업에 있어서는 변동성에 대해서 양(+)⁴의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 실증결과는 기관의 낮은 변동성을 갖는 기업에 대한 선호도와 거래행태를 통해서 변동성을 증가시킬 수 있는 기관투자자의 소유지분율의 더 높은 경향간의 상호작용과 일치하는 것이다. 이러한 결과는 많은 통제변수들과 가능한 내생적 관련성을 고려해서 나타난다. 기관투자자들이 배당신호에 대해서 집단행동을 보인다는 가설을 지지하기 위해 우리는 거래회전율과 기관투자자소유지분율간의 상관계수는 배당지급선언일에 더 높아진다는 것을 발견하였다. 또한 우리는 기관투자자소유지분율의 수준이 기업의 변동성이 증가할때 즉시 떨어지는 것을 발견했는데 이는 배당을 지급하는 기업이나 배당을 지급하지 않는 기업이나 모두 나타나는 것이었다. 변동성은 배당을 지급하는 주식에 대해서 기관투자자 소유지분율이 증가하면 따라서 증가하는 것으로 나타났다.

국내연구 중에서는 손승태-이윤구(2006)의 연구에서는 기관투자자지분율과 배당정책의 관련성에 대해서 분석하였다. 이들은 1995년부터 2000년까지의 기간동안 상장기업을 대상으로 실증분석하였다. 그 결과 현금배당을 지급하는 기업의 기관투자자지분율은 현금배당을 지급하지 않는 기업의 기관투자자지분율보다 유의적으로 높게 나타났다. 그러나 현금배당비율이 높은 기업의 기관투자자지분율은 이 비율이 낮은 기업의 기관투자자지분율보다 유의적으로 낮게 나타났다. 자사주를 매입한 기업의 기관투자자지분율은 자사주를 매입하지 않은 기업의 기관투자자지분율보다 높게 나타났지만 통계적인 유의성은 없었다. 그리고 자사주매입비율이 높을수록 기관투자자지분율은 높았지만 규칙적으로 자사주를 매입하는 기업의 기관투자자지분율은 불규칙적으로 자사주를 매입하는 기업의 기관투자자지분율과 유의적인 차이가 없는 것을 발견했다.

박경서-이은정-이인무(2003)의 연구에서는 국내기관투자자지분율과 배당성향은 양(+)의 관계를 보이는 것으로 나타나고 있다.

이들의 분석과 본 연구의 차이점은 투자기회를 반영하여 배당과 지분율간의 관계를 분석하고자 함이라는 것이다.

기존의 알려진 연구에 의하면 배당성향이 높으면 향후 이익성장율이 작을 것이라고 생각하기 쉽지만 Zhou(2006)의 연구에서는 그렇지 않다는 것이 나타나고 있다.

Zhou(2006)의 연구에서는 배당은 투자에 사용가능한 기금을 감소시키기 때문에 많은 시장참여자나 투자자들은 높은 배당성향은 향후 이익성장율이 작을 것이라고 여긴다. 전체 시장자료를 사용하여 분석하였더니 이러한 인식과는 정반대의 증거들이 나왔다. 전체적인 결과가 기업수준별로 적용되어질수는 없어서, 본 연구에서는 기업의 배당성향과 미래 이익성장율간의 관계를 기업수준으로 분석하였다. Zhou의 연구결과는 또한 높은 배당성향을 보이는 기업들은 약하지 않은 강한 미래 이익성장율을 경험하는 경향이 있음을 보이고 있다. 이러한 결과들은 배당성향과 이익의 추정치에 대한 다양한 변수의 사용, 표본의 구성, 이익에 있어서 평균회귀, 특정산업의 효과, 기간조정, 자사주매입 등과 같은 것을 조정하더라도 나타나는 현상이었다.

III. 연구설계

1. 연구가설의 설정

기관투자자는 일반투자자가 보유하지 않은 사적 정보를 보유하고 세금, 대리인문제, 정보비대칭으로 인해 배당정책과 기관투자자지분율사이에 상호작용이 있을 것으로 기대된다. 기관투자자들이 기업경영을 감시하고 경영감시 능력과 인센티브가 기관투자자가 보유한 지분율에 따라 증가한다면, 배당정책과 기관투자자지분율 사이에 양(+)의 관계가 있을 것이다. 그런데 기관투자자들을 국내기관투자자들과 외국인기관투자자들로 볼 때 그 영향력이 서로 다를 것이다.

- 1) 가설 1 : 국내기관투자자의 지분율과 외국인투자자의 지분율은 기업의 배당정책에 영향을 미치는 정도가 다르다.

한편, 기업의 배당정책은 해당기업의 투자기회여부와 밀접한 연관이 있는 것으로 나타나고 있다. Stacescu(2007)는 기업이 다른 투자기회를 갖고 있다면 보통은 이러한 투자기회는 투자자들에게 완벽하게 전달되지 않을 것이므로 Miller-Rock(1985)이 주장한 신호가설이 성립하지 않을 것이라고 주장하였다. 따라서 이러한 점을 감안한다면 본 연구에서는 서로 다른 투자기회를 갖고 있는 기업들에서는 기관투자자의 지분율이 배당정책에 미치는 영향이 달라질 것이라고 예상할 수 있다.

- 2) 가설 2 : 기관투자자의 지분율이 기업의 배당정책에 영향을 미치는데 기업의 투자기회가 있느냐의 여부에 따라 그 영향의 정도는 다르다.

2. 변수의 설정

먼저, 배당정책을 나타내는 변수들에 대한 다양한 값들을 소개하도록 하자. 배당정책을 가늠하는 방법은 배당성향을 보거나 배당수익률을 통해 파악할 수 있다.

본 연구에서는 기업의 현금배당금과 주식배당금을 모두 일반배당금으로 고려한다. 이외에 추가적으로 자사주매입금액을 포함한 총배당금을 고려한다.

자사주 매입금액은 배당금이 발생하였던 기간과 동일하게 기간을 일치시켰다.

일반배당금과 총배당금에 대해서 각각 배당성향을 구하고 배당수익률을 구하고자 한다. 배당수익률은 연말의 시가총액값을 이용하여 계산한다. 배당성향은 일반적으로 당기순이익을 이용하여 구한다. 그런데 기업에 따라서는 당기순손실을 기록하는 기업이면서 배당을 지급하는 경우도 존재할 수 있다. 이를 감안하기 위해 총자산대비 배당성향을 계산하였다.

다음으로 관심있는 변수는 투자자유형별 지분율의 정보이다. 본 연구의 주된 관심사항은 기관투자자이든 외국인투자자이든 기업의 중요 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 투자자들이 관심의 대상이다. 이러한 정보를 자세하게 알 수 있으면 무엇보다 더 좋을 것이다. 본 연구에서의 투자자구분은 KRX와 금융감독원에 보고되어 있는 5%이상 지분취득을 신고한 투자자들을 대상으로 구분하였다. 자료입수가 최대한 가능한 정도에서 일단 5%이상의 지분취득 투자자를 대상으로 자료 수집을 실시하였다.

Institutional(기관투자자 지분율)은 5%이상 소유한 모든 국내기관이 포함된다. 여기에는 자산운용사, 은행, 보험, 증권사 등이 포함되며, 비영리법인등과 연기금(사학연금, 국민연금, 군인공제회 등)이 포함된다. 이들 투자자군은 개인투자자와는 구별되는 의미의 국내 기관투자자들을 지칭한다. 이 중에서 특별히 pension(연기금 투자자)는 국민연금, 교원공제회, 사학연금, 군인공제회 등과 같이 명칭을 통해 확연히 구분되는 연기금 투자자군을 의미한다.

Foreign(외국인지분율) 역시 모든 외국계 기업과 펀드 등 5% 이상 소유한 경우만을 사용하였다. 이때 일부 외국인지배기업 가운데 국내에서 오랜 동안 기업집단을 구성한 경우는 가족지배로 보고 외국계에서 제외하였다. 이러한 외국인투자자들은 최대주주로 포함시키는 것이 연구목적에 더 적합한 분류일 것 같다. 외국인투자자군에 속하는 대부분은 해외 연기금(Calpers 등)이나 해외자산운용사, 해외투자은행 등이 포함된다.

“경영자”란 해당 회사의 임원진으로 보고된 분류기준을 준수하여 분류하여 이에 해당하는 투자자들이다.

“최대주주”란 5%이상 보고된 자료 중에서 가족관계에 해당하는 지분을 의미한다.

위의 기관투자자지분율과 외국인지분율을 합하여 Tot_inst(총기관투자자지분율)로 칭하기로 한다.

기타 다른 변수들에 대한 정의는 다음과 같다.

먼저, 기업의 투자기회를 나타내는 지표를 선정하였다. 기업의 현재의 자본지출(capital expenditure)가 많을수록 투자기회와 성장의 기회가 많은 기업으로 선정하였다. 이는 자본지출액비율(Capex)로 나타낸다.

더불어 자본지출액 증가율에 따른 더미변수로 고려할 수도 있다. Dummy_Capex(투자기회 더미변수)는 이후 이 자본지출의 증가율이 0보다 크면 투자기회가 있는 기업으로 구분하고 0보다 작으면 투자기회가 없는 기업으로 구분한다.

다음으로 고려할 변수는 Market to Book Value(시장가치/장부가치 비율)인데 이는 해당기업이 해당연도에 성장성기업인지 아니면 가치성 기업인지를 구분하기 위해 사용하였다. 기존의 연구에 의하면 배당정책에 영향을 미치는 요인 중 하나인 것으로 알려져 있다. (신민식-송준협(2007), 박경서-이은정(2005))

그리고 배당성향이나 배당수익률에 영향을 미칠 수 있는 다른 변수들로 알려진 바와 같이 여유현금흐름(Free Cash flow)가 중요한 변수가 될 수 있다. 이는 기업이 배당정책을 높이는 이유는 현금흐름을 이용하여 대리인비용을 줄이려는 가능성이 있기 때문이다. 본 연구에서는 여유현금흐름의 비율이 기업마다 워낙 큰 차이가 나기 때문에 이보다는 Cashflow(현금보유비율)을 사용하였다.

또한 기업의 규모(Size)에 있어서도 차이가 날 수 있기 때문에 기업의 규모변수도 고려해야 한다. 기업의 규모는 여러가지가 있을 수 있겠지만 본 연구에서는 총자산의 값을 로그값을 취해 사용하였다. (조지호-김천호(2005))

그리고 기업의 총위험을 나타내는 지표로 주가수익률의 표준편차를 사용하였다. (손승태-이윤구(2006))

부채비율(Debt/Asset)도 배당정책에 영향을 미치는 요인 중 하나이므로 이를 감안하였다.

이를 정리하면 다음과 같다.

[배당정책관련 변수]

일반배당성향1 = 일반배당금(현금및주식배당금)/당기순이익

일반배당성향2 = 일반배당금(현금 및 주식배당금)/총자산

총배당성향1 = 총배당금(현금 및 주식배당금과 자사주매입금액)/당기순이익

총배당성향2 = 총배당금(현금 및 주식배당금과 자사주매입금액)/총자산

일반배당수익률=일반배당금(현금 및 주식배당금)/시가총액

총배당수익률=총배당금(현금 및 주식배당금과 자사주매입금액)/시가총액

[투자자별 지분율 변수]

Institutional(기관투자자 지분율)

Foreign(외국인지분율)

Tot_inst(총기관투자자지분율=기관투자자지분율+외국인지분율)

[통제변수]

Capex(자본지출비율) = 자본적 지출/총자산

Cashflow(현금흐름) = 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산

Market to Book(시장가치 대 장부가치 비율) = 시장가치/ 장부가치

Size(기업규모) = 총자산(천억원)

Debt/Asset(부채비율) = 총부채/총자산

RET_STD (주가 표준편차) = 직전년도의 주가수익률 표준편차(주별수익률로 산출)

Sales Growth(매출액성장율) = 직전 2개년간 매출액 성장율의 평균값

Cashhold(현금보유비율) = 현금 및 현금등가물/총자산

3. 실증분석방법과 모형

첫번째 실증분석 방법은 배당지급 유무의 차이에 따라 그룹간 차이가 있는지, 기관투자자가 투자하는 기업과 그렇지 않은 기업간 차이가 있는지, 외국인투자자가 투자하는 기업과 그렇지 않은 기업간 차이가 있는지에 대해서 위에서 언급한 각 변수들에 대해 단일변량 분석을 실시한다. 단일변량분석 방식에는 평균값에 차이가 있는지를 보는 T-Test를 사용한다. 두번째 실증분석 방법은 기업의 배당정책에 영향을 주는 요인들을 분석하고자 한다. 이를 위해서 배당정책에 해당하는 대용변수를 종속변수로 두고 다른 영향을 주는 요인들을 독립변수로 두어 다음과 같은 일차다변량 요인식을 제시한다. (이러한 식은 기존연구들의 모형에 따른다.)

식(1)

$$\begin{aligned} \text{payout}_t = & a + \beta_1 \text{Institutional}_{t-1} + \beta_2 \text{Foreign}_{t-1} + \beta_3 \text{Capex} \\ & + \beta_4 \text{Size} + \beta_5 (\text{MTB}) + \beta_6 \text{RET_STD} + \beta_7 \text{Cashflow} + \beta_8 \text{dum_capex} \\ & + \beta_9 \text{Debt} + \beta_{10} (\text{dumcapex} \times \text{Dum_inst}) + \beta_{11} (\text{dumcapex} \times \text{Dum_for}) \\ & + \sum \gamma_i \text{YearDummy} + \sum \lambda_i \text{IndustryDummy} \end{aligned}$$

Payout : 배당성향 = 현금및주식배당/총자산 (혹은 배당수익률 = 현금및주식배당/시총)

Institutional: 기관투자자지분율 = 5%이상 지분율취득신고자중 기관투자자지분율

Foreign : 외국인투자자지분율 = 5%이상 지분율 취득신고자 중 외국인투자자지분율

Capex : 투자기회 = capex 자본적지출/총자산,

Size : 기업규모 (총자산)

Market to book : 시가가치 대 장부가치 비율

RET_STD : 총위험 = 주가수익률의 전기 표준편차

Cashhold : 현금비율 = 현금등가물/총자산,

Dum_capex : 투자더미 = 투자기회의 증가율이 0보다 크면1, 아니면0

Dum_inst : 기관투자자 더미 = 기관투자자지분율이 있으면 1, 없으면 0

Dum_for : 외국인투자자 더미 = 외국인투자자지분율이 있으면 1, 없으면 0

Year dummy : 연도더미 : 1998년부터 2006년까지 해당연도에 포함되면 1의 값을 아니면 0

Industry dummy : 산업별 더미 :

Cashflow(현금흐름) = 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산

Debt/Asset(부채비율) = 총부채/총자산

Sales Growth(매출액성장율) = 직전 2개년간 매출액 성장율의 평균값

위 식(1)을 통해 가설검증을 실시할 부분은 외국인투자지분율의 회귀계수와 기관투자자지분율의 회귀계수값이 서로 다르다는 것이다. 이와 더불어 투자기회가 존재하는 기업의 회귀계수의 값이 유의적인지를 살펴본다. 또한 투자기회가 존재하는 기업의 경우 기관투자자더미와 외국인투자자더미의 회귀계수가 다를 것이다.

이를 검증하기 위해서는 위의 식(1)의 회귀계수를 추정해야한다. 일반적으로는 회귀분석방식(Ordinary Least Square or Generalized Least Square)을 사용하여 추정한다. 그러나 이때 종속변수의 값인 배당성향과 배당수익률은 0이상의 값을 갖는 것이 대부분이다. 이럴 경우 회귀분석방식으로 추정한 추정치가 효율성이 떨어질 수 있기 때문에 다른 방식을 고려한다.

이때 사용될 수 있는 방법이 종속변수가 0 혹은 1의 값을 갖는 경우라면 로짓분석을 행할 수 있다. (이때는 종속변수가 배당의 지급유무 만으로 구분한다.)

만일 종속변수가 0부터 1사이의 값들을 갖는 다면 토빗분석을 통해 추정할 수 있다.

IV. 실증분석결과

1. 표본기업 선정

해당 표본은 12월 결산 상장기업 중에서 제조업만을 대상으로 한다. 각 연도별로 감사보고서를 제출한 기업들은 모두 대상이 된다. 이때 자본잠식기업의 경우는 비정상적인 행태를 보인 기업이므로 제외한다.

표본대상 기업의 관련 재무제표자료들은 상장협 기업정보를 통해서 입수하였다.

자사주매입과 관련한 정보는 한국증권선물거래소 전자공시시스템에 공시된 자료를 이용하였고, 해당 기업의 재무제표 자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-2000에서 추출하였다. 상장기업의 소유구조에 대한 자료는 상장사협의회(주)의 데이터베이스인 TS-2000의 자료를 사용하였고, 일별 주식수와 주가에 대한 자료는 FNGuide의 자료를 이용하였다. 실제 연구에 사용된 자료는 자사주매입한도가 폐지된 1998년부터의 자료를 이용하였다. 1998년에는 경제위기를 거치면서 M&A가 합법화되고 외국인 지분율에 대한 상한선이 철폐되는 등 법제도적인 측면에서 많은 변화가 일어나기 시작하였다. 분석에 사용된 자료는 자사주매입이 활성화되기 시작한 1997년부터 2006년 12월까지 상장기업의 자사주 관련 공시 자료이며, 이 가운데 금융업에 소속된 기업들과 신규상장으로 재무자료가 없는 기업들은 분석대상에서 제외하였다.

==== <표1> =====

표본의 분석대상기간은 1997년부터 2006년까지의 10년으로 선정하였다. 총 10년의

기간동안 4,891개의 기업이 최종 표본대상 기업으로 선정되었다.

이 기간동안 물론 1997년, 1998년, 1999년의 경우는 IMF 구제 금융기간이므로 비정상적일 수는 있지만 투자자유형별 지분율과 배당간 관계를 함께 보자는 차원에서 통합적으로 분석하고자 한다. 그리고 사실 이 기간 이후로 기관투자자들의 투자도 활발해지고 외국인투자자들의 투자도 활발해짐을 볼 수 있다.

== <그림 3> 표본 중 투자자지분율과 배당성향(배당수익률) ==

2. 시가총액으로 구분한 포트폴리오별 투자자유형지분율 비교

각 연도별로 시가총액을 기준으로 나열하여 20%구간으로 기업들을 구분하여 5개 포트폴리오를 구분하였다. 이들 5개 시총최하위기업, 시총 하위기업, 시총중위기업, 시총상위기업, 시총최상위기업군에 대한 기초통계량을 조사하였다.(<표 2-1> 을 참고)

== <표2-1> ==

먼저 국내기관투자자의 지분율은 시총고저에 관계없이 골고루 투자하는 것으로 나타나 4%내외인 것으로 나타나고 있다. 연기금만 따로 구분하여 살펴볼 경우 시총이 큰 기업군으로 갈수록 지분율이 더 높아지는 경향이 있는 것으로 나타났으나 연기금의 투자는 그 수가 워낙 작아서 통계적 의미성을 찾기엔 다소 문제가 있다.

반면에 외국인 투자자의 지분율은 역시 시총고저에 민감하여 시총이 높은 기업군에서 더 많은 지분율을 보이고 있다. 이러한 현상은 아무래도 외국인 투자자의 home-bias 현상 때문인 것으로 해석되어질 수 있다.

또한 최대주주의 지분율은 시가총액이 낮은 기업군에 있어서 더 지분율이 높은 것으로 나타나고 있어서, 정보공개를 많이 하지 않고 시장에서 주목받지 못하고 있는 기업군에서 내부자의 지분율이 더 높은 것을 확인할 수 있다.

== <표 2-2> ==

마찬가지로 시총구분별로 5개 그룹군으로 나누었을 때 해당 포트폴리오별 기초통계량 정보가 나타나고 있다. 이때 배당성향²의 경우는 시가총액이 커질수록 더 커지는 것으로 나타나고 있다. 반면에 배당수익률은 시총의 고저와는 별로 무관한 것으로 나타나고 있다. (<표2-2> 참고)

시가총액이 큰 기업일수록 주가수익률 변동성은 점점 줄어드는 경향이 있으며, 1년간 보유수익률은 점점 더 증가하는 경향이 있는 것으로 나타나고 있다.

ROA나 ROE의 값은 시총이 작은 기업군에 있어서는 음(-)의 값을 나타내고 있어서 기업의 경영성과가 워낙 안좋았던 기업군들로 파악되어진다.

또한 기업들의 투자기회를 파악할 수 있는 지표로 자본지출비율(Capex : 자본지출/총 자산)을 사용하였다. 그 결과 시총이 커질수록 투자기회도 더 커지는 것으로 나타나고 있다.

3. 시총별 배당유무별 포트폴리오 구분

위에서 살펴 본 바와 같이 각 기업군을 시가총액별로 구분해야지 배당성향(배당수익률)에 있어서나 기관투자자의 지분율에 있어서나 좀더 신중한 구별이 이루어질 수 있을 것으로 기대된다.

이에 따라서 앞서 구분한 시가총액을 기준으로 구성된 5개 포트폴리오에 대해서 각각 배당을 지급했는지 안했는지의 여부에 따라 세부적으로 구분하였다.(<표 3-1> 참고)

== <표 3-1> ==

먼저, 시가총액 최하위 기업군이 총 974개 포함되는데 이를 일반 배당금(현금배당 및 주식배당)을 지급한 기업군 346개와 지급하지 않은 기업군 628개로 구분할 수 있다. 이러한 식으로 시가총액 최상위 기업군에 대해서 일반배당금 지급기업군과 지급하지 않은 기업군으로 구분할 수 있다. (<표 3-1> 참조)

기관투자자지분율을 먼저 살펴보자. 시총의 고저에 관계없이 배당 무지급기업의 경우가 배당지급의 경우에 비해 기관투자자의 지분율이 더 높은 것으로 나타나고 있다.

외국인 지분율의 경우는 역시 배당지급기업의 경우 지분율이 더 높은 것으로 나타나고 있다. 특히나 시총최상위 기업군의 경우에 있어서는 더 두드러지게 나타나고 있다. 또한 외국인 지분율은 시총최상위 기업군과 시총최하위 기업군간에도 차이가 구별될 정도이다. 이는 역시 외국인 투자시 경험할 수 있는 홈바이어스 때문일 수 있다.

반면, 최대주주의 경우는 시가총액이 작으면서 배당을 지급하는 기업군에서 가장 큰 지분율을 나타내고 있다. 반대로 시가총액이 크며선 배당을 지급하지 않는 기업군에서는 지분율이 가장 작게 나타나고 있다. 이러한 현상은 외국인의 경우와 대조적인 현상으로 파악된다.

또한 국내기관투자자들은 대체로 배당을 지급하지 않는 기업들에 대한 지분율이 높으며, 특히 중위권 시가총액을 갖는 그룹군 중 배당지급을 하지 않는 기업군에서 지분율이 높다. 외국인투자자들은 반대로 배당을 지급하지 않는 기업들에 대한 지분율이 높는데 특히나 시가총액이 제일 높은 기업군에서 배당지급을 행하는 기업군에서의 지분율이 높다. 이와는 또 전혀 다르게 최대주주의 경우는 배당지급기업군에 대한지분율이 더 많은데, 최대주주들은

특히 시가총액이 작으면서 배당을 지급하는 기업군에서 제일 지분율이 높다.

== <표 3-2> ==

시총별 배당유무별 포트폴리오를 구분한 결과, 배당수익률의 경우 시가총액이 커질수록 더 줄어드는 것을 알 수 있는데 이는 한국시장에서 기업들이 지급하는 배당금의 수준은 한정되어 있고 1주당 가격은 워낙 차이가 많이 나기 때문인 것으로 해석할 수 있다. (<표 3-2> 참고)

또한 투자기회를 많이 갖고 있는 기업의 여부를 CAPEX로 활용한다고 할 때 역시 시가총액이 높은 기업군에 시가총액이 낮은 기업군에 비해 더 높은 투자기회를 갖고 있는 것으로 나타나고 있다. 그리고 배당지급유무 기업간에 있어서는 투자기회의 여부가 유의미한 차이를 시총그룹별로 갖고 있는 것으로 나타난다.

한편, 기업의 총위험을 나타내는 주가수익률 변동성은 역시 시가총액이 높은 기업군이 좀더 안정적인 것으로 나타나고 있어 이는 규모효과를 반영한 결과이다. 다만 배당지급유무에 따라 구분할 경우 배당을 지급하는 기업군이 변동성 값이 작게 나와 배당지급을 하지 않는 기업에 비해 더 안정적인 것으로 나타났다.

한편 바로 직전 년도 시장에서의 단순주가수익률을 살펴보니 시가총액이 큰 기업군일수록 시장에서의 평가가 훨씬더 좋았던 것으로 나타나고 있다. 특히나 시총이 제일 높으면서 배당을 지급했던 기업군은 평균적으로 46%의 수익률을 달성했는데 시총이 제일 낮으면서 배당을 지급하지 않는 기업은 시장에서 -2%의 수익률을 달성하는 것으로 나타나 시장참여자들의 평가가 확연히 구분된다는 것이 확인되었다.

한편, 포트폴리오별로 현금비율은 배당지급 유무기업간에 차이가 있어서 배당을 지급하는 기업들은 현금비율이 더 높은 것으로 나타났다. 이러한 현상은 시총별 차이에 따라서는 크게 다르지 않고 골고루 나타나는 현상이다.

4. 시총별 전기기관투자자지분율별 포트폴리오 구분

다음으로 시총별-전기기관투자자지분율유무 별로 포트폴리오를 구분하였다. 그 결과 전기기관투자자지분율이 없었던 포트폴리오들이 다음기인 (t)기에 있어서는 기관투자자의 지분율이 다소 증가되는 현상을 발견할 수 있다. 물론 전기기관투자자지분율이 있었던 기업군은 그 비율이 상대적으로 줄어든 것으로 나타나고 있다. 이러한 현상은 차기인 (t+1)기의 지분율 추이를 보면 더욱 명확해진다. (<표 4-1> 참조)

== <표 4-1> ==

한편, 외국인투자자의 지분율은 기관투자자의 지분율과는 사뭇 다른 행보를 보이고 있

다. 먼저, 시총이 높은 포트폴리오 군에서 전기기관투자자지분율이 없었던 기업군의 경우 전기 외국인지분율은 6.05%였던 반면, 전기기관투자자지분율이 있었던 기업군에서는 3.52%였다. 그러던 것이 (t)기와 (t+1)기에도 비슷한 비율을 갖는 것으로 나타나고 있다. 반면에 시총이 낮은 포트폴리오군에서 전기기관투자자지분율이 없었던 기업군에서는 (t-1)기 외국인지분율은 0.69%이고, 전기기관투자자지분율이 있었던 기업군에서는 전기외국인 지분율이 0.58%로 별다른 차이가 없었다. 그러던 것이 (t)기와 (t+1)기에는 다소 증가된 외국인 지분율을 확인할 수 있다.

특이한 점은 최대주주의 지분율이 전기기관투자자지분율의 유무에 따라 다르게 나타난다는 점이다. 먼저 시가총액이 제일 큰 포트폴리오 중에서 전기 기관투자자지분율이 존재하는 기업군에서는 최대주주의 전기지분율은 7.36%인 것으로 나타난 반면, 전기기관투자자지분율이 존재하지 않는 기업군에서는 최대주주의 전기지분율은 13.37%인 것으로 나타났다. 시가총액이 제일 높은 기업군을 제외하고 나머지 네개의 기업군들 중 특히 기관투자자 지분율이 없는 기업군에서는 최대주주 지분율이 21%~24%를 차지하는 것으로 나타나고 있다. 반면에 전기기관투자자 지분율이 존재하는 기업군에서는 최대주주지분율이 13.7%~15.5%를 차지하는 것으로 나타나고 있다.

이와 같이 전기기관투자자 지분율이 존재하느냐의 여부에 따라서는 외국인 투자자의 지분율과 최대주주의 지분율이 사뭇 다른 횡보를 보이고 있다.

시총별로 전기기관투자자 지분율의 유무에 따라 포트폴리오를 구분할 경우 기업의 특성별 차이가 존재하는지를 살펴보도록 하자. (<표4-2> 참조)

== <표 4-2> ==

먼저, 일반배당성향1을 보면 시가총액별 차이와 더불어 전기기관투자자의 유무에 따라서 다르다는 것을 알 수 있다. 먼저 시가총액이 가장 작은 기업군 중에서 전기기관투자자지분율이 없었던 기업은 배당성향1이 12.43%이고 전기기관투자자지분율이 있었던 기업군은 그 값이 5.78%인 것으로 나타나고 있다. 이러한 현상은 시가총액 하위 그룹에서도 유사하게 나타나고 있어서 이때도 전기기관투자자지분율이 존재하지 않는 기업군은 28.94%, 전기기관투자자지분율이 존재하는 기업군은 6.41%인 것으로 나타나고 있다. 반면에 시가총액 최상위 그룹에 있어서는 전기기관투자자 지분율이 존재하지 않는 기업군에서는 배당성향1이 24.5%, 전기기관투자자지분율이 존재하는 기업군에서는 24.3%인 것으로 나타나고 있다. 배당수익률의 경우도 마찬가지로의 현상을 보이고 있다. 시가총액의 차이에 따라 기관투자자의 지분율의 유무에 따라 배당성향에 있어서 차이가 나는 것을 발견할 수 있었다. 그러나 자사주매입액을 포함시켜 배당금을 산정하여 계산한 총배당금성향이나 총배당수익률 경우라면 큰 유의한 차이를 발견할 수는 없었다.

또한 투자기회를 나타내는 정보에 있어서는 시가총액의 고저에 따라서는 전기기관투자자지분율의 존재유무에 따라서는 별다른 차이가 없는 것으로 나타났다.

기업의 총위험을 나타내는 표준편차는 역시나 시가총액이 작은 포트폴리오에서 큰 값을

갖는 것으로 나타났다. 특이한 점은 기관투자자의 지분율이 있는 기업일수록 총위험은 더 큰 값을 갖는 것으로 나타났다. 시총최하위 기업군 중에서 전기기관투자자지분율이 존재하지 않는 기업군은 변동성이 71.48%인 반면에 전기기관투자자의 지분율이 존재하는 경우에 있어서는 77.62%인 것으로 나타났다. 시총최상위 기업군을 제외하고는 다른 기업군에서는 모두 전기기관투자자 지분율이 존재하는 경우 변동성이 더 커지는 것으로 나타나고 있다.

시장에서의 평가가 반영되어 있는 부분을 나타내는 전기 1년간의 단순주가수익률을 살펴보면 통계적으로 유의한 차이는 없는 것으로 나타났다. 현금보유비율의 경우도 마찬가지이다.

5. 시가총액별로 전기외국인투자자지분율유무별로 구분

이번에는 시총별로 전기 외국인 지분율 별로 포트폴리오를 구성하였다.(〈표 5-1〉 참조)

== <표 5-1> ==

먼저, 전기외국인투자자지분율을 살펴보니 시가총액 최하위 기업군에서는 15.5%의 지분율을 기록하였지만 다른 기업군에서는 17.5%~21%의 지분율을 기록하였다. (t)기에 들어서는 외국인 지분율이 다소 줄어들고 오히려 외국인 지분율이 없었던 기업군들에서 지분율이 증가하는 현상을 보이고 있다. (t+1)기에 들어서는 특이하게도 시가총액이 낮은 기업군들에서는 전기외국인지분율이 있었던 기업군에 비해 현저히 큰 값으로 줄어든 것을 볼 수 있다. 시총최하위그룹 중 (t-1)기 외국인 지분율이 존재하는 기업군의 (t-1)기 지분율은 15.53%였다가 (t)기에는 12.15%였다가 (t+1)기 지분율은 7.16%로 점차 줄어들고 있다. 시총최상위그룹 중 (t-1)기 외국인 지분율이 존재하는 기업군의 (t-1)기 지분율은 17.54%였다가 (t)기에는 16.57%, (t+1)기에는 14.17%로 줄어든 것과 비교해보면 다소 흥미롭다.

다음으로 기관투자자의 행태를 살펴보면, (t-1)기 외국인투자자지분율이 없는 기업군에 좀더 많은 지분율을 나타내고 있다.

시총별 (t-1)기 외국인 지분율별 포트폴리오를 구성하였을 때 기업특성을 살펴보면 다음과 같다. (〈표 5-2〉를 참조)

== <표 5-2> ==

먼저 배당성향을 살펴보자. 배당성향의 경우 시가총액 규모에 관계없이 전기외국인 지

분율이 존재하는 기업들이 전기 외국인 지분율이 존재하지 않는 기업군에 비해 더 높은 값을 갖는 것으로 나타나고 있다.

반면에 배당수익률의 경우는 시가총액이 낮은 기업군에 있어서는 전기외국인지분율이 존재하는 기업군이 더 높은 값을 갖는 것으로 나타났다. 그러나, 시가총액 최하위 기업군을 제외하고는 전기외국인 지분율의 유무에 따라 배당수익률의 차이가 있지는 않다.

또한 투자기회를 나타내는 지표(Capex)도 살펴보면 시가총액최하위 기업군의 경우 전기 외국인지분율이 존재하는 기업군의 경우 투자기회가 더 큰 것으로 나타나고 있다.

총위험을 나타내는 주가수익률 변동성도 역시나 시가총액이 큰 기업군들이 상대적으로 변동성이 더 작은 것으로 나타났다. 그러나 전기 외국인지분율이 존재하는 기업군일수록 전기 외국인 지분율이 존재하지 않는 기업군에 비해 변동성이 더 작은 것으로 나타나고 있다.

또한 직전년도의 단순주가수익률을 살펴보면 시가총액 최상위 기업군을 제외하고는 다른 기업군에서는 전기외국인지분율이 존재하는 기업군이 성과가 더 좋게 평가받았다. 이는 주식시장에서 전기외국인투자자 지분율의 존재여부만으로도 더 긍정적으로 평가한다는 점을 반영하는 것이다. 그러나 시가총액 최상위기업군에 있어서는 단지 전기외국인투자자 지분율만으로 긍정적 평가를 하기 보다는 다른 복합적인 요소를 통해 평가하기 때문에 주된 요인이 아닐 수 있다는 걸 나타내고 있다.

현금비율의 경우는 시총의 고저를 막론하고 전기외국인지분율이 존재하는 기업군에 있어서 현금비율이 더 많은 것으로 나타나고 있다.

추가적으로 시총별로 투자기회별로 기업군을 구분한 결과에 대해서도 분석하였으며 이 결과는 <표A1>에 제시되어 있다. 그 결과 투자기회가 많은 기업군에 대한 기관투자자의 지분율과 외국인 투자자의 지분율은 다소 차이가 있는 것으로 나타나고 있다.

6. 투자자 유형별 지분율이 배당정책에 미치는 영향 분석

본 절에서는 투자자유형별로 배당정책에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이때 투자기회의 존재여부에 따라 그 영향력이 다른지에 대해서도 고려하여 분석한다.

기업의 배당정책을 판단하는 지표를 계산하기 위해서는 배당금에 대한 정의를 두가지로 한다. 일반적으로 사용하는 현금배당과 주식배당을 고려하는 경우와 이외에 추가적으로 자사주매입도 배당으로 함께 고려한 경우를 사용하고자 한다.

일반배당성향1(현금배당과 주식배당을 모두 고려한 배당금을 당기순이익에 대비한 비율로 계산), 일반배당성향2(현금배당과 주식배당을 모두 고려한 배당금을 총자산에 대비한 비율로 계산), 일반배당수익률(현금배당과 주식배당을 모두 고려한 배당금을 시가총액에 대비한 비율로 계산)에 대해서 각각을 종속변수로 두었다. 물론 이후에는 총배당금을 고려한 총배당성향1과 총배당성향1와 총배당수익률을 종속변수로도 이용하였다. 여기에 투자자유형별 지분율을 독립변수로 사용하여 그 회귀계수값의 유의성을 살펴보았다.

<표 6>에서는 국내기관투자자와 외국인투자자의 지분율을 모두 합하여 독립변수로 두

고 분석결과를 실시하였다.

== <표 6> ==

분석결과에 의하면 국내외기관투자자 총지분율의 전기값과 당기배당성향(총배당성향)간에는 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 즉, 국내외 기관투자자의 지분율이 전기에 높았던 기업이라면 당기에 배당성향이 큰 것으로 나타났다. 이때, 현재 이 기업이 투자기회가 더 많이 존재하는 기업일수록 배당성향이 커지는 지를 살펴본 결과 유의적이지 않은 것으로 나타났다.

그러나, 국내외 기관투자자의 총지분율 전기값이 당기 배당수익률에 미치는 영향은 유의적이지 않은 것으로 나타났다.

두번째로 로짓분석을 통해 추정하였다. 여기서는 종속변수값이 배당을 지급하였느냐 아니냐에 따라 0과 1 두가지 중 한가지의 값만을 가지게 된다.

로짓분석결과에 의하면 <표7>에서 알 수 있는 바와 같이 국내외기관투자자 총지분율은 배당지급과 음(-)의 연관성이 있는 것으로 나타났다. 즉, 기관투자자의 지분율이 전기에 더 높았던 기업이라면 당기에는 배당을 지급하지 않을 확률이 높다는 것이다.

== <표 7> 투자자지분율 전기값이 배당지급유무에 미치는 영향 : 로짓분석 ==

이를 국내기관투자자와 외국인투자자로 구분할 경우 다음과 같은 결과를 나타내었다.(<표 7> 패널 B 참고) 국내기관투자자들의 전기 지분율이 높았던 기업들은 당기배당을 지급하지 않을 확률이 더 높은 것으로 나타났다. 반면에, 외국인투자자의 전기 지분율이 높았던 기업들은 당기배당금지급확률이 더 높았던 것으로 나타났다.

배당성향이나 배당수익률은 사실 0이상의 값을 가지며 1을 초과하는 경우는 거의 없을 것으로 예상된다. 이에 따라서 종속변수는 한정된 값을 가지는 것을 알 수 있다. 따라서 본 연구에서는 이러한 tobit model에 대한 분석을 실시하여 자료의 한계성을 반영하고자 하였다.

== <표 8> 투자자지분율 전기값이 배당성향에 미치는 영향 : 토빗분석 ==

<표 8>의 패널A에 나와 있는 바와 같이 국내외 기관투자자 총지분율의 전기값과 당기 배당성향(배당금/총자산)간에는 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타나고 있다. 즉, 기관투자자의 지분율이 전기에 높았던 기업이라면 당기에는 배당성향이 증가한다는 것이다. 그러나 이러한 현상은 배당수익률에 있어서는 반대의 관계인 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 기관투자자의 지분율이 높았던 기업들이라면 향후에는 오히려 배당수익률이 더 줄어들 가능성이 높은 것으로 나타나고 있다.

이렇게 배당성향인지 아니면 배당수익률인지에 따라 기관투자자가 미치는 영향이 다른 것으로 나타나고 있어서 이를 좀더 확실히 구분하기 위해 <가설1>을 검증하기 위해 국내기관투자자와 외국인 투자자의 지분율을 각각 포함 시킨 경우의 tobit 분석을 실시하였다. 그 결과는 <표8>의 패널B에 나와 있는 바와 같이 국내기관투자자의 지분율이 전기에 더 높았던 기업들이라면 향후에는 배당성향이나 배당수익률이 더 줄어드는 경향이 있는 것으로 나타나고 있다. 반면에 외국인 투자자의 지분율은 배당성향을 더 증가시키는 것으로 나타났다.

국내기관투자자들은 배당성향이 적은 기업을 오히려 더 선호했던 것으로 이후 배당성향 보다는 시세차익을 통해 투자성과를 받기를 원했던 것으로 보여지고, 외국인투자자들은 배당성향이 높은 기업에 미리 투자했던 것으로 투자전략상 배당수익률을 고려한 투자를 실시했던 것으로 보여진다. 이러한 현상은 결국은 외국인투자자는 기관투자자의 역할을 담당하여 감시자의 역할을 충분히 수행하는 것으로 해석이 가능하고, 국내기관투자자의 경우는 감시자의 역할보다는 단기성 투자자의 역할을 수행하는 것으로 해석이 가능할 것이다.

다음으로 기업마다 투자기회가 다르기 때문에 이를 반영하여 투자자의 역할을 검증해보고자한다. 이에 토빗 모형에 근거하여 앞서 설정한 <가설 2>를 검증하기 위해 분석을 실시하였다. 투자기회가 존재하는 기업의 경우와 아닌 경우에 따라 배당정책이 서로 다르게 결정될 것이므로 이를 반영한 변수들(투자기회 더미변수, 투자기회더미변수와 기관투자자지분율 더미변수의 교차항, 투자기회 더미변수와 외국인투자자지분율 더미변수의 교차항)의 회귀계수값을 통해 검증할 수 있다.

==<표 9> 투자자유형별 지분율이 배당성향에 미치는 영향 : 투자기회고려시 토빗 분석

분석 결과 <표8>에서와 마찬가지로 국내기관투자자의 지분율이 높았던 기업들은 배당성향이나 배당수익률이 감소하는 경향이 있는 것으로 나타났다. 또한 외국인투자자의 지분율이 높았던 기업들은 배당성향(배당수익률)을 증가시키는 경향이 있는 것으로 나타났다.

투자기회가 평균적으로 더 높게 존재하는 기업의 경우에 있어서는 오히려 배당성향(배당수익률)을 증가시키는 경향이 있는 것으로 나타났다. 이러한 현상은 Zhou(2006)이 언급한 것처럼 향후 이익성장이 높은 기업의 경우 배당도 증가시킨다는 것과 유사한 현상이다.

다음으로 기관투자자의 지분율이 있었던 기업이면서 투자기회가 존재하는 기업(투자증가율이 0보다 큰 기업)의 경우에 있어서는 배당성향(배당수익률)은 오히려 더 증가하는 경향이 있는 것으로 나타나고 있다. 반면에 외국인투자자의 지분율이 있었던 기업이면서 투자기회가 존재하는 기업(투자증가율이 0보다 큰 기업)의 경우에 있어서는 배당성향(배당수익률)은 오히려 더 감소하는 것으로 나타나고 있다.

이러한 현상은 앞서 기관투자자지분율과 배당성향간의 음(-)의 관계와 외국인투자자지분율과 배당성향간의 양(+),의 관계와 일치되지 않는 것으로 파악할 수 있어서, 기관투자자

들의 행태가 투자기회가 존재하는 기업에 있어서는 다르게 나타나는 것으로 해석할 수 있다.

즉, 일반적으로는 기관투자자지분율이 높았던 기업의 경우 배당성향이 더 줄어들지만 해당기업이 투자기회를 갖고 있다면 기관투자자는 오히려 배당성향을 더 높이는 경향이 있다. 이는 기관투자자들이 감시자의 역할을 담당하는 것으로 해석할 수 있다. 반면에 외국인 투자자들은 투자기회가 더 높은 기업에 있어서는 오히려 배당성향을 더 줄이는 행동을 보이고 있다. 이는 외국인 투자자들이 투자기회가 더 높은 기업의 경우 배당성향을 더 감소시켜 투자에 몰입하여 투자기회가 주식에 반영되어 시세차익의 증대를 가져올 수 있어서 그럴 수도 있다.

이러한 현상은 국내기관투자자와 외국인투자자의 행태가 다름과 더불어 투자기회가 있는 기업이나 아니냐에 따라 배당정책이 달라짐은 보여주고 있다.

V. 결론

한국의 기업들은 그 소유구조가 다양하게 구성된다. 자본시장의 성숙으로 인해 일반투자자들의 직접적인 투자 이외에도 간접투자가 증대하고 있다. 이러한 상황에서 간접투자들 전문적으로 운용해주는 기관투자자들의 역할이 큰 자리매김을 하고 있음은 확인한 것 같다.

그런데 이러한 기관투자자들은 과연 장기투자를 통해 기업에 대한 모니터링이나 감시자의 역할을 수행하는지에 대해서는 다른 나라에서도 논란의 여지가 있는 상황이다.

한국의 시장은 자본시장 개방화로 많은 외국인 투자자들의 자금유출입이 활발한 상황에서 외국인 기관투자자들과 내국인 기관투자자들간에 이러한 역할에 있어서 차이가 나는지를 살펴보는 것도 의미있는 일인 것으로 파악된다.

이에 따라 본 연구에서는 5%이상의 지분소유를 보고한 투자자들 중에서 기관투자자와 외국인 투자자의 집단으로 구분하여 이들의 행태를 비교 분석하였다.

그 결과 외국인 투자자들은 되도록이면 시가총액이 높고 배당을 주는 기업의 지분율을 더 많이 보유하고 있는 것으로 나타나고 있다. 반면에 국내기관투자자들은 오히려 배당을 주지 않는 기업에 더 많은 지분율을 보유하고 있는 것으로 나타나고 있다.

또한 기관투자자들의 지분율은 시간이 지나면서 지분율이 많던 기업에서는 점점 더 줄어들고 지분율이 적었던 기업에서는 점점 더 늘어나는 것으로 나타났다. 외국인 투자자의 지분율도 시간이 지남에 따라 지분율이 많던 기업에서는 줄어들고 지분율이 없던 기업에서는 더 늘어나는 것으로 나타났다.

특이한 점은 기관투자자지분율이 있는 기업군에 비해 기관투자자지분율이 없는 기업군에서 배당성향이 더 높은 것으로 나타나고 있다. 반면에 외국인투자자지분율이 있는 기업군에서의 배당성향은 지분율이 없는 기업군보다 더 높은 것으로 나타나고 있다.

이러한 점들을 놓고 볼 때 국내기관투자자들은 시장에서 감시기능을 담당하기 보다는 다분히 단기적 성과를 내기 위해 종목선정하여 투자하는 일시적 투자자의 역할을 담당하는 것으로 해석되어질 수 있다. 그러나 외국인 투자자들은 시장에서 감시기능을 담당하여 좀더 장기적인 성과에 관심을 갖고 종목선정하여 투자하는 것으로 나타나고 있다.

토빗분석을 통해 살펴보면, 국내외 기관투자자지분율과 배당성향간에는 양(+)¹의 유의적인 관계가 있고 국내외기관투자자지분율과 배당수익률간에는 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이러한 사실은 Short-Zhang-Keasey(2002)의 연구와 일맥상통한다.

특히 국내외 기관투자자를 구분할 경우 국내기관투자자지분율과 배당성향(배당수익률)과는 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 Grinstein-Michaely(2005)의 연구결과와 유사한 부분으로 볼 수 있다. 반면에 외국인투자자지분율과 배당성향(배당수익률)과는 양(+)²의 관계를 갖는 것으로 나타나고 있다. 이는 박경서-이은정-이인무(2003)의 연구결과와 유사한 결과로 볼 수 있다.

기업의 투자기회와 연결시켜서 교차항을 통해 살펴본 결과 기관투자자들의 지분율이 있고, 투자기회가 있는 기업일수록 배당성향은 더 높아지는 것으로 나타났다. 그러나 외국인 투자자의 지분율이 있고 투자기회가 있는 기업일수록 배당성향은 더 낮아지는 것으로 나타났다.

이러한 현상은 기관투자자들이 일시적 투자자로서 단기적 성과만을 관심을 갖고 있다는 하지만 투자기회가 있는 기업에 있어서는 오히려 배당에 더 관심이 있기 때문에 이러한 기업에 투자한다는 것이다.

반면에 외국인 투자자들은 장기적 성과에 어느 정도 관심이 있으므로 투자기회가 있는 기업에 대해서는 배당을 적게 주더라도 해당 기업에 투자하게 된다는 것이다.

물론 이러한 해석에 있어서는 투자기회가 많은 기업은 배당을 적게 준다는 가정을 암묵적으로 하고 있기 때문일 수 있다.

본 연구의 결과에 의하면 외국인 투자자들은 모니터링, 감시자의 역할을 담당하고 있고, 기관투자자들은 이보다는 일시적 투자자의 역할을 담당하는 것으로 해석할 수 있다.

그 이유에 대해서는 기본적으로 국내투자자들과 외국인투자자들의 투자성향의 차이에 기인할 수 있다. 즉, 국내투자자들의 투자기간은 1년미만일 수 있으므로 시장의 변동성에 기인한 투자에 좀더 관심이 많을 수 있다. 국내기관투자자들은 수익자에게 단기에 좀더 성과를 보여줘야 하는 압박감이 존재할 수 있다. 이에 따라 장기적 투자보다는 단기성투자에 더 관심을 가질 수 있다. 반면에 외국인 투자자들은 일단 해외투자를 결심한 투자자들이기 때문에 장기간의 투자를 염두에 두고 투자하는 것일 수 있다.

이와 같은 논문의 결과를 좀더 확실히 하기 위해서는 좀더 다양한 부분의 연구를 추가시켜야 할 것이다.

먼저, 여기서는 지분율 자체만을 사용하여 분석하였는데, 지분율 증감분을 이용한 분석이 필요하다. 또한 배당성향과 배당수익률 자체만을 이용하였는데 마찬가지로 배당성향이나 배당수익률의 증감분이나 혹은 배당중단이나 배당개시 등과 같은 다양한 다른 요인을 고려할 수도 있을 것이다.

두번째로는 본 연구에서 사용한 투자자유형별 지분율은 5%이상의 주주만으로 한정하였는데 이를 좀더 확장하여 1%이상의 주주만으로 한정할 경우 좀더 보완된 자료를 이용한 분석이 이루어질 수 있을 것이다. 이와 더불어 국내외 기관투자자에 대해 투자기간별로 구분하여 투자자성향을 반영하는 노력이 덧붙여진다면 더 좋을 것이다.

세번째로, 본 연구에서는 투자기회를 나타내는 지표로 자본지출의 값을 사용하였는데

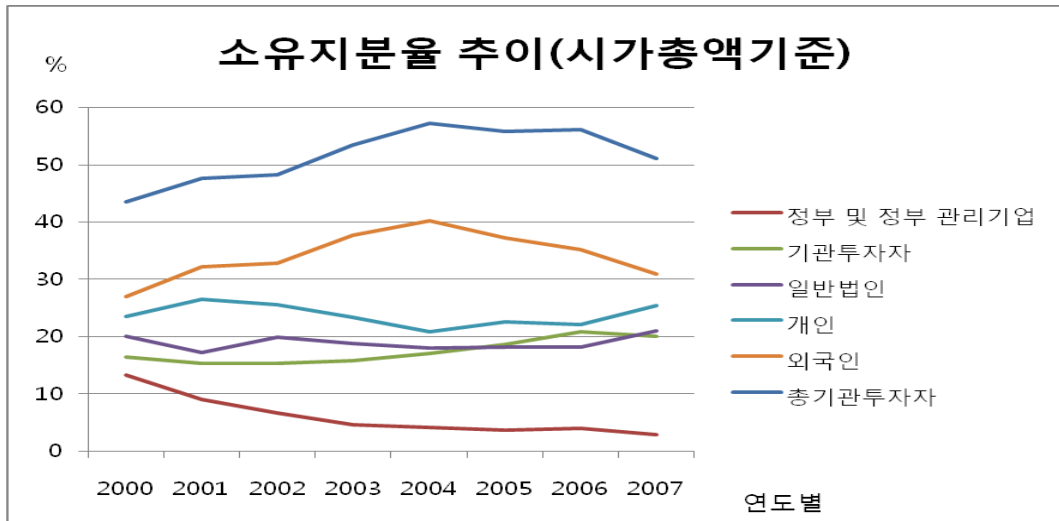
이를 보완할 수 있는 지표의 개발이 필요하다. 투자기회를 나타내는 다른 값으로는 아예 미래 이익증가를 사용하기도 하는데 이러한 방법을 어떻게 도입하여 활용할 것인지도 고민하면 좋을 것 같다.

이상과 같은 한계점에도 불구하고 본 연구에서는 국내기관투자자들과 외국인투자자들간의 차이를 분석하였다는 점에서 그 의의를 갖는다.

참고문헌

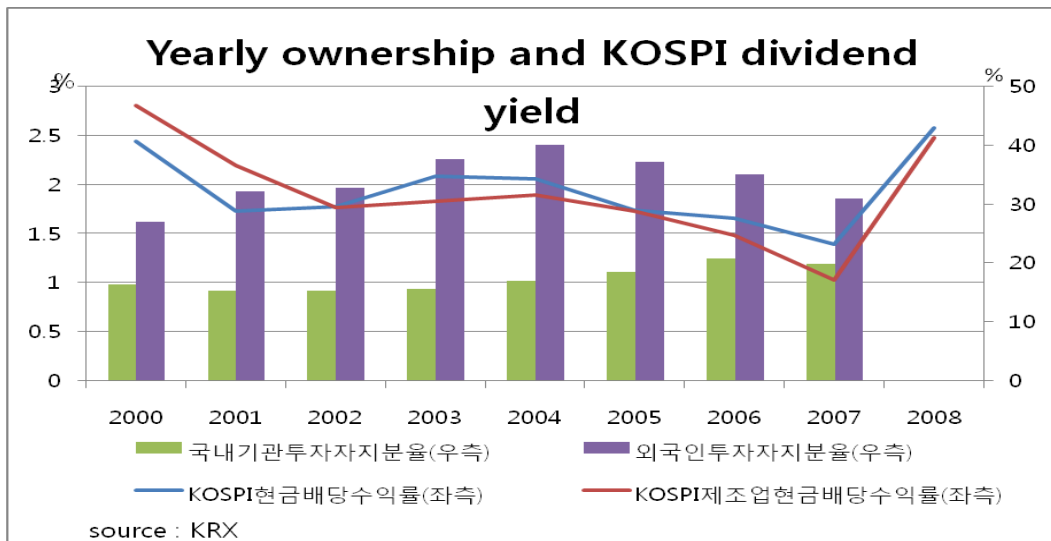
- 고영경, 조성욱(2008), “소유지배구조가 지급정책에 미치는 영향”, working paper
- 박경서, 이은정(2006), “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 금융연구, 20 권 2 호, pp. ,
- 박경서, 이은정, 이인무(2003), “국내기업의 배당투자행태와 투자자의 반응에 관한 연구”, 재무연구, 16(2), pp.195-230
- 설원식, 김수정(2005), “외국인 투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”, 한국증권학회 제 1 차 정기학술발표회 발표논문
- 손승태, 이윤구(2006), 기관투자자지분율과 배당정책의 관련성, 대한경영학회, 제 19 권 제 1 호, 113~139
- 신민식, 송준협(2007), 소유집중도와 배당정책간의 관계분석, 대한경영학회
- 조지호-김천호(2005), 기업소유구조와 재무정책의 상호관련성에 관한 연구, 재무관리연구
- Yaniv Grinstein and R.Michaely(2005), “Institutional Holdings and Payout policy”, *Journal of Finance*, Vol. 60, pp. 1389-1426
- Amir Rubin and Daniel R. Smith (2009), "Institutional Ownership, volatility and dividends", *Journal of Banking & Finance*, Vol.33, pp.627-639
- Helen Short, Hao Zhang, Kevin Keasey, (2002), The Link between dividend policy and institutional ownership, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 8 pp.105~122
- Bogdan Stacescu(2007), “Payout and Investment Decisions under Managerial Decretion”, *Working paper*, University of Zurich
- Ping, Zhou(2006) " Dividend payout and Future earnings growth", *Financial Analysts Journal*, Vol.62, No.3, pp.58-69

<그림 1> 투자자유형별 소유지분율 추이-시가총액기준



(자료:KRX)

<그림 2> 현금배당수익률과 투자자별 지분율 추이



source : KRX

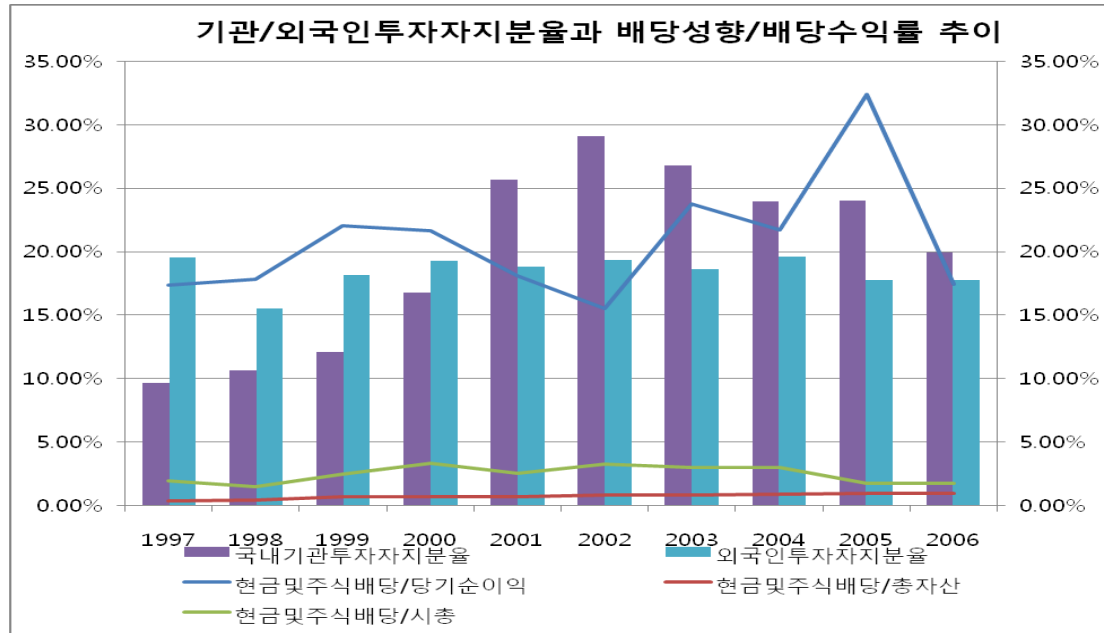
<표1> 표본대상 기업의 특성

각 연도별로 자본잠식이 아닌 12월 결산의 제조업체임. 이중에서 지분율은 평균값을 의미한다.

연도	표본기업수 (4891)	기관투자자지분율존재기업		외국인지분율 존재기업	
		지분율(%)	기업수	지분율(%)	기업수
1997	456	9.62	139	20.22	31
1998	460	10.65	94	15.48	44
1999	446	11.75	72	18.12	50
2000	453	16.27	83	19.77	59
2001	473	25.89	74	17.66	74
2002	488	29.46	96	19.81	74
2003	513	26.01	117	18.57	83
2004	522	23.65	116	18.61	93
2005	534	23.27	117	17.17	114
2006	546	20.01	132	17.76	123

<그림 3> 표본 중 투자자지분율과 배당성향(배당수익률)

표본대상 기업에 대해 연도별로 배당성향(배당수익률)과 투자자지분율의 평균을 구하였다. 이때 투자자지분율은 존재하는 기업에 대해서만 산출하였다.



<표2 -1 > 시가총액그룹별 투자자형태별 지분율(%)

T 시점연말의 시가총액기준으로 나열하여 20% 구분하여 낮은기업군부터 높은 기업군으로 분류한다.
t시점이 당기, (t-1)은 전기시점, (t+1)은 차기시점을 의미한다. 각 지분율은 평균값을 의미한다.

Type of Investors	t 시점의 market value 기준 포트폴리오				
	Lowest	Low	Middle	High	Highest
No. of observations	974	980	982	980	975
Institutional(t-1)	3.556	3.502	4.112	4.419	5.298
Institutional(t)	3.451	2.923	4.031	4.105	4.858
Institutional(t+1)	4.747	2.841	3.763	3.800	4.515
Foreign(t-1)	0.670	1.801	2.776	3.209	5.414
Foreign(t)	0.761	1.944	3.016	3.626	5.986
Foreign(t+1)	1.043	1.707	3.083	3.367	5.889
Family(t-1)	21.751	22.374	22.217	19.450	11.858
Family(t)	21.496	22.922	22.215	19.528	11.786
Family(t+1)	21.327	23.080	21.727	19.725	12.798
Managerial(t-1)	0.838	1.155	1.369	1.350	0.831
Managerial(t)	0.843	1.124	1.227	1.276	0.770
Managerial(t+1)	1.066	1.123	1.208	1.198	0.832
Pension(t-1)	0.020	0.028	0.096	0.097	0.342
Pension(t)	0.006	0.026	0.124	0.205	0.448
Pension(t+1)	0.014	0.031	0.128	0.191	0.426

Institutional : 기관투자자로 은행, 투신, 자산운용사, 증권사, 연기금등이 포함되며 일반법인도 포함된다.

Foreign : 외국인 투자자를 의미하며 앞서 언급한 바와 같이 장기최대주주는 제외하였다.

Family는 최대주주와 가족지분율을 합한 지분율이다.

Managerial 은 경영자지분율을 의미한다.

Pension은 기관투자자중 연기금만 따로 구분한것이다.

<표2-2> 시가총액그룹별 기업경영상태분석

T 시점연말의 시가총액기준으로 나열하여 20% 구분하여 낮은기업군부터 높은 기업군으로 분류한다. t시점이 당기, (t-1)은 전기시점을 의미한다. 각 변수의 값들은 평균값이다. 표본수는 해당표본수의 합을 의미한다.

	t 시점의 market value 기준 포트폴리오				
	Lowest	Low	Middle	High	Highest
No. of observations	974	980	982	980	975
일반배당성향 1	0.112	0.249	0.226	0.213	0.245
총배당성향 1	0.150	0.269	0.266	0.340	0.361
일반배당성향 2	0.003	0.006	0.009	0.009	0.010
총배당성향 2	0.005	0.008	0.011	0.013	0.016
일반배당수익률	0.015	0.028	0.029	0.027	0.022
총배당수익률	0.024	0.037	0.038	0.041	0.034
Capex at t-1	0.042	0.041	0.049	0.051	0.062
Capex at t	0.038	0.043	0.049	0.052	0.060
Capex Growth at t-1	-0.022	0.008	0.025	0.071	0.151
Capex Growth at t	-0.083	-0.002	0.042	0.066	0.100
R&D at t-1	0.002	0.003	0.003	0.003	0.005
R&D at t	0.003	0.003	0.004	0.004	0.006
Sales Growth at t-1	-0.011	0.016	0.032	0.052	0.131
Sales Growth at t	-0.093	0.012	0.050	0.063	0.095
RET_STD	0.046	0.041	0.039	0.037	0.035
Pre1yr_RET	0.063	0.150	0.261	0.373	0.426
Size at t-1	1.276	1.606	2.534	5.452	39.135
Size at t	1.055	1.559	2.464	5.524	42.089
Market to Book	2.793	1.029	0.794	0.834	1.142
Debt/Asset	0.611	0.530	0.518	0.509	0.551
Cashhold/Asset	0.050	0.062	0.065	0.060	0.050
Cashflow/Asset	0.001	0.027	0.051	0.057	0.087
ROA	-0.023	0.042	0.027	0.035	0.039
ROE	-2.206	-0.054	-0.061	0.029	0.040
Earnings Growth at t-1	-0.396	0.056	-0.063	0.057	2.263
Earnings Growth at t	-0.226	-0.224	0.104	-0.252	0.521

일반배당성향 1 at t : 일반배당금/ 당기순이익

총배당성향 1 at t : 총배당금/당기순이익

일반배당성향 2 at t : 일반배당금/총자산

총배당성향 2 at t : 총배당금/총자산

일반배당수익률 at t : 일반배당금/시가총액

총배당수익률 at t : 총배당금/시가총액

Size at t, t-1: 총자산(천억원)

Capex at t-1 or at t : 자본적지출/총자산

Capex Growth at t-1 or t : 자본적지출비율의 증가율

R&D at t-1 or t : (연구개발비 + 경상개발비)/ 총자산

Sales Growth at t-1 or t : 매출액 성장율

RET_STD at t-1 : 직전 1년 동안 주가수익률의 표준편차

Compounding stock return at t-1 : 직전1년 동안 단순 주가수익률 (일별 Compounding)

ROA at t-1 : Return on Asset

ROE at t-1 : Return on Equity

Cashhold/Asset at t-1 : 현금 및 현금등가물/총자산

Debt/Asset at t-1 : 총부채/총자산

Cashflow /Asset at t-1 : 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산

Earnings Growth at t-1, t : 영업이익 증가율

<표 3-1> 시가총액-배당유무 포트폴리오 구분

Type of Investors	t 시점의 market value 기준 포트폴리오														
	Lowest			Low			Middle			High			Highest		
	No DIV	DIV>0	t-test	No DIV	DIV>0	t-test	No DIV	DIV>0	t-test	No DIV	DIV>0	t-test	No DIV	DIV>0	t-test
N	628	346		382	598		245	737		202	778		175	800	
Institutional(t-1)	4.87	1.17	5.27 ***	6.26	1.74	6.16 ***	9.96	2.17	9.58 ***	8.72	3.30	5.82 ***	7.46	4.82	2.32 ***
Institutional(t)	4.74	1.12	5.23 ***	5.65	1.18	6.89 ***	9.29	2.28	8.94 ***	8.30	3.02	5.95 ***	7.65	4.25	3.23 ***
Institutional(t+1)	6.52	1.53	5.8 ***	5.33	1.25	6.3 ***	7.87	2.40	7.58 ***	6.05	3.22	3.34 ***	7.16	3.94	3.13 ***
Foreign(t-1)	0.26	1.41	-4.38 ***	0.59	2.57	-4.1 ***	1.18	3.31	-3.05 ***	2.65	3.35	-1 ***	3.64	5.80	-2.28 **
Foreign(t)	0.51	1.22	-2.09 **	0.75	2.71	-3.87 ***	1.34	3.57	-3.18 ***	2.73	3.86	-1.56 ***	4.40	6.33	-1.92 *
Foreign(t+1)	1.04	1.04	0	0.63	2.40	-3.78 ***	1.38	3.65	-3.25 ***	2.58	3.57	-1.45 ***	4.29	6.24	-1.91 *
Family(t-1)	18.98	26.78	-7.23 ***	16.30	26.25	-9.75 ***	12.98	25.29	-10.21 ***	11.35	21.55	-8.36 ***	6.12	13.11	-6.33 ***
Family(t)	17.93	27.97	-9.26 ***	15.98	27.36	-11.03 ***	12.88	25.32	-10.26 ***	10.53	21.86	-9.37 ***	5.65	13.13	-6.83 ***
Family(t+1)	17.79	27.74	-8.96 ***	16.77	27.11	-10.01 ***	13.62	24.42	-8.97 ***	11.94	21.74	-8.05 ***	7.34	13.99	-5.64 ***

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

매해 시가총액을 기준으로 20%순서대로 기업들을 구분하여 최하위부터 최상위까지 5개 그룹으로 구분한다. 각 그룹에 대해서 다시 배당(현금배당+주식배당)을 지급한 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분한다. 따라서 시총별 5개 그룹 각각에 대해 배당지급유무별로 그룹을 다시 세분화하여 총 10개의 포트폴리오를 형성하였다.

<표 3-2> 시가총액-배당유무 포트폴리오 구분

	t 시점의 market value 기준 포트폴리오															
	Lowest			Low			Middle			High			Highest			
	No DIV	DIV>0	t-test	No DIV	DIV>0	t-test	No DIV	DIV>0	t-test	No DIV	DIV>0	t-test	No DIV	DIV>0	t-test	
	628	346		382	598		245	737		202	778		175	800		
일반배당성향 1	0.00	31.47	-14.09	***	0.00	40.84	-2.99	***	0.00	30.08	-9.75	***	0.00	29.86	-5.22	***
총배당성향 1	0.11	42.10	-7.86	***	-4.81	47.18	-3.56	***	0.72	35.18	-6.76	***	5.44	41.39	-3.55	***
일반배당성향 2	0.00	0.88	-33.67	***	0.00	1.00	-22.13	***	0.00	1.15	-12.96	***	0.00	1.22	-14.4	***
총배당성향 2	0.04	1.31	-6.14	***	0.09	1.25	-15.83	***	0.10	1.39	-11.81	***	0.15	1.55	-9.44	***
일반배당수익률	0.00	4.34	-42.66	***	0.00	4.58	-25.33	***	0.00	3.87	-24.59	***	0.00	3.43	-18.55	***
총배당수익률	0.28	6.36	-5.82	***	0.61	5.72	-16.21	***	0.88	4.73	-11.76	***	1.03	4.92	-8.03	***
Capex at t-1	3.85	4.85	-2.67	***	3.97	4.24	-0.8		4.12	5.18	-2.6	***	5.28	5.11	0.38	
Capex at t	3.45	4.57	-2.98	***	3.83	4.54	-2.12	**	4.27	5.09	-1.8	*	4.84	5.26	-0.89	
Capex Growth at t-1	-0.91	-4.51	1.06		-2.48	2.88	-1.98	**	4.70	1.75	0.74		14.25	5.30	2.58	**
Capex Growth at t	-10.47	-4.36	-1.92	*	-1.46	0.63	-0.86		1.14	5.21	-1.56		0.21	8.31	-2.8	***
Sales Growth at t-1	-2.36	1.17	-1.01		0.51	2.25	-0.65		2.93	3.28	-0.1		9.44	4.04	1.4	
Sales Growth at t	-12.52	-3.59	-2.43	**	-1.85	3.21	-1.94	*	3.32	5.57	-0.82		1.92	7.45	-1.88	*
RET_STD	4.95	3.95	10.05	***	4.71	3.73	10.8	***	4.57	3.63	9.77	***	4.52	3.47	10.65	***
Pre1yr_RET	-2.09	21.61	-4.71	***	8.17	19.39	-2.02	**	19.28	28.41	-1.36		54.53	32.85	1.62	
Debt/Asset	67.50	49.52	14.06	***	62.81	46.66	12.92	***	65.86	47.07	14.17	***	64.82	47.30	11.55	***
Cashhold/Asset	5.16	4.72	1.07		5.61	6.58	-2.09	**	6.32	6.57	-0.48		4.96	6.29	-2.35	**
Cashflow	-2.62	4.94	-6.87	***	-1.19	5.13	-9.09	***	-0.27	6.94	-11.72	***	1.25	6.91	-8.98	***

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

매해 시가총액을 기준으로 20%순서대로 기업들을 구분하여 최하위부터 최상위까지 5개 그룹으로 구분한다. 각 그룹에 대해서 다시 배당(현금배당+주식배당)을 지급한 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분한다. 따라서 시총별 5개 그룹 각각에 대해 배당지급유무별로 그룹을 다시 세분화하여 총 10개의 포트폴리오를 형성하였다.

<표 4-1> 시가총액-전기기관투자자 지분율별 포트폴리오

지분율(%)	t 시점의 market value 기준 포트폴리오																			
	Lowest				Low				Middle				High			Highest				
Type of Investors	Institutional ownership(t-1)				Institutional ownership(t-1)				Institutional ownership(t-1)				Institutional ownership(t-1)			Institutional ownership(t-1)				
	Non	>0	t-test		Non	>0	t-test		Non	>0	t-test		Non	>0	t-test	Non	>0	t-test		
N	791	183			805	175			774	208			751	229			730	245		
Institutional(t-1)	0.00	18.93	-30.19	***	0.00	19.61	-27.43	***	0.00	19.41	-29.72	***	0.00	18.91	-28.01	***	0.00	21.08	-28.21	***
Institutional(t)	1.32	12.65	-14.54	***	0.85	12.45	-15.26	***	1.32	14.13	-16.84	***	1.19	13.66	-16.23	***	0.98	16.43	-19.4	***
Institutional(t+1)	3.62	9.64	-5.71	***	1.62	8.45	-8.41	***	2.03	10.22	-11.05	***	1.88	10.11	-10.68	***	1.48	13.55	-14.57	***
Foreign(t-1)	0.69	0.58	0.33		1.78	1.90	-0.19		3.12	1.48	2.21	**	3.93	0.85	4.63	***	6.05	3.52	3.02	***
Foreign(t)	0.67	1.15	-1.15		1.97	1.81	0.24		3.30	1.98	1.78	*	4.31	1.40	4.25	***	6.41	4.72	1.89	*
Foreign(t+1)	1.05	1.00	0.11		1.70	1.75	-0.09		3.29	2.31	1.32		3.79	1.97	2.82	***	6.23	4.86	1.52	
Family(t-1)	23.62	13.65	7.55	***	24.25	13.74	7.97	***	24.01	15.55	6.43	***	21.20	13.70	6.34	***	13.37	7.36	6.14	***
Family(t)	23.12	14.47	6.38	***	24.62	15.12	6.99	***	23.79	16.37	5.58	***	21.17	14.15	5.91	***	13.20	7.58	5.76	***
Family(t+1)	22.69	15.45	5.18	***	24.62	16.01	6.36	***	23.10	16.60	4.96	***	20.91	15.85	4.24	***	13.80	9.80	3.81	***

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

매해 시가총액을 기준으로 20%순서대로 기업들을 구분하여 최하위부터 최상위까지 5개 그룹으로 구분한다. 각 그룹에 대해서 다시 전기기관투자자지분율이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분한다. 따라서 시총별 5개 그룹 각각에 대해 전기기관투자자지분율 유무 별로 그룹을 다시 세분화하여 총 10개의 포트폴리오를 형성하였다.

<표 4-2> 시가총액-전기기관투자자 지분율 포트폴리오

(단위,%)	t 시점의 market value 기준 포트폴리오														
	Lowest			Low			Middle			High			Highest		
	Institutional ownership(t-1)			Institutional ownership(t-1)			Institutional ownership(t-1)			Institutional ownership(t-1)			Institutional ownership(t-1)		
	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test
	791	183		805	175		774	208		751	229		730	245	
일반배당성향 1	12.43	5.78	2.22 **	28.94	6.41	1.29	24.49	15.47	2.65 ***	21.97	18.99	0.47	24.56	24.32	0.05
총배당성향 1	16.61	8.18	1.25	31.11	7.61	1.26	28.27	20.34	1.44	34.97	30.72	0.44	36.25	35.55	0.07
일반배당성향 2	0.34	0.21	2.75 ***	0.66	0.41	3.55 ***	0.94	0.57	3.64 ***	0.92	0.78	1.8 *	1.02	0.96	0.74
총배당성향 2	0.55	0.25	1.13	0.83	0.65	1.73 *	1.16	0.75	3.29 ***	1.30	1.16	0.91	1.58	1.58	-0.02
일반배당수익률	1.68	0.94	3.52 ***	2.94	2.12	2.78 ***	3.09	2.21	4.15 ***	2.70	2.80	-0.49	2.28	2.14	0.84
총배당수익률	2.75	1.07	1.29	3.81	3.33	1.06	3.97	3.01	2.61 ***	4.05	4.34	-0.6	3.42	3.42	0.02
Capex at t-1	4.20	4.23	-0.05	4.08	4.35	-0.63	5.17	3.97	2.79 ***	5.26	4.75	1.23	6.37	5.87	1.24
Capex at t	3.90	3.63	0.58	4.19	4.61	-0.99	5.04	4.29	1.58	5.21	5.04	0.39	6.05	6.01	0.09
Capex Growth at t-1	-1.11	-6.85	1.38	-0.06	4.70	-1.38	2.69	1.74	0.23	6.69	8.62	-0.58	15.03	15.34	-0.06
Capex Growth at t	-8.64	-6.82	-0.47	0.80	-4.74	1.79 *	3.95	5.13	-0.43	6.21	8.06	-0.67	10.39	8.65	0.74
Sales Growth at t-1	-1.56	0.86	-0.56	0.77	5.27	-1.33	3.28	2.87	0.11	5.65	3.55	0.57	13.69	11.48	0.51
Sales Growth at t	-10.28	-5.31	-1.1	0.90	2.77	-0.56	5.02	4.96	0.02	5.99	7.39	-0.5	9.26	10.33	-0.46
RET_STD	4.52	4.91	-3.04 ***	4.07	4.30	-1.83 *	3.79	4.16	-3.49 ***	3.65	3.82	-1.73 *	3.56	3.45	1.3
Pre1yr_RET	6.32	6.34	0	16.23	9.41	0.96	27.67	20.41	1.02	38.95	32.00	0.54	42.86	41.85	0.1
Debt/Asset	59.70	67.21	-4.41 ***	51.13	61.38	-6.07 ***	50.27	57.27	-4.58 ***	49.28	56.27	-4.57 ***	54.67	56.51	-1.29
Cashhold/Asset	5.02	4.91	0.22	6.08	6.79	-1.2	6.53	6.42	0.2	5.86	6.53	-1.23	4.76	5.60	-2.01 **
Cashflow	0.27	-0.83	0.8	2.67	2.62	0.06	5.45	3.99	2.1 **	5.69	5.92	-0.37	9.00	7.93	1.66 *

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

매해 시가총액을 기준으로 20%순서대로 기업들을 구분하여 최하위부터 최상위까지 5개 그룹으로 구분한다. 각 그룹에 대해서 다시 전기기관투자자지분율이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분한다. 따라서 시총별 5개 그룹 각각에 대해 전기기관투자자지분율 유무 별로 그룹을 다시 세분화하여 총 10개의 포트폴리오를 형성하였다.

<표5-1> 시가총액-전기외국인투자자 지분율 포트폴리오

Type of Investors	t 시점의 market value 기준 포트폴리오														
	Lowest			Low			Middle			High			Highest		
	Foreign ownership(t-1)		t-test	Foreign ownership(t-1)		t-test	Foreign ownership(t-1)		t-test	Foreign ownership(t-1)		t-test	Foreign ownership(t-1)		t-test
N	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test
Institutional(t-1)	932	42	-0.03	885	95	0.87	852	130	2.11 **	803	177	4 ***	674	301	2.95 ***
Institutional(t)	3.55	3.60	0.83	3.61	2.53	0.93	4.41	2.13	1.28	5.13	1.18	3.48 ***	6.16	3.38	2.6 ***
Institutional(t+1)	4.78	3.98	0.39	2.91	2.21	0.64	4.21	2.87	0.89	4.15	2.22	2.16 **	5.14	3.11	2.38 **
Foreign(t-1)	0.00	15.53	-41.45 ***	0.00	18.57	-34.51 ***	0.00	20.97	-35.23 ***	0.00	17.77	-37.68 ***	0.00	17.54	-31.43 ***
Foreign(t)	0.25	12.15	-16.85 ***	0.38	16.49	-24.31 ***	0.85	17.23	-22.45 ***	0.92	15.89	-25.39 ***	1.26	16.57	-22.53 ***
Foreign(t+1)	0.77	7.16	-6.76 ***	0.45	13.42	-19.69 ***	1.28	14.87	-17.32 ***	1.44	12.13	-17.02 ***	2.19	14.17	-15.83 ***
Family(t-1)	22.01	16.06	2.29 **	22.80	18.37	2.52 **	23.14	16.15	4.36 ***	19.71	18.29	1.06	12.88	9.57	3.56 ***
Family(t)	21.64	18.27	1.27	23.27	19.65	2.01 **	22.97	17.26	3.53 ***	19.64	19.02	0.47	12.65	9.86	3.01 ***
Family(t+1)	21.40	19.75	0.6	23.29	21.12	1.21	22.44	17.08	3.36 ***	19.58	20.37	-0.59	13.13	12.05	1.09

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

매해 시가총액을 기준으로 20%순서대로 기업들을 구분하여 최하위부터 최상위까지 5개 그룹으로 구분한다. 각 그룹에 대해서 다시 전기 외국인투자자지분율이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분한다. 따라서 시총별 5개 그룹 각각에 대해 전기외국인투자자 지분율 유무별로 그룹을 다시 세분화하여 총 10개의 포트폴리오를 형성하였다.

<표5-2> 시가총액-전기외국인지분율 포트폴리오

(단위, %)	t 시점의 market value 기준 포트폴리오														
	Lowest			Low			Middle			High			Highest		
	Foreign ownership(t-1)			Foreign ownership(t-1)			Foreign ownership(t-1)			Foreign ownership(t-1)			Foreign ownership(t-1)		
	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test	Non	>0	t-test
932	42		885	95		852	130		803	177		674	301		
일반배당성향 1	10.56	25.02	-2.51 **	24.85	25.53	-0.03	22.42	23.59	-0.28	21.96	18.16	0.54	22.73	28.48	-1.19
총배당성향 1	14.53	26.10	-0.89	26.61	29.75	-0.13	26.66	26.14	0.08	35.01	29.31	0.53	31.19	47.01	-1.78 *
일반배당성향 2	0.30	0.61	-3.37 ***	0.58	0.92	-3.7 ***	0.75	1.59	-7.03 ***	0.82	1.18	-4.25 ***	0.85	1.35	-6.56 ***
총배당성향 2	0.38	2.88	-5.09 ***	0.78	1.01	-1.72 *	0.95	1.83	-5.96 ***	1.19	1.58	-2.36 **	1.23	2.35	-5.74 ***
일반배당수익률	1.49	2.61	-2.76 ***	2.74	3.28	-1.4	2.87	3.11	-0.95	2.74	2.64	0.43	2.27	2.18	0.57
총배당수익률	1.91	14.11	-4.93 ***	3.73	3.72	0.01	3.76	3.84	-0.19	4.24	3.58	1.25	3.49	3.27	0.69
Capex at t-1	4.10	6.57	-2.8 ***	4.15	3.94	0.38	4.82	5.54	-1.39	5.06	5.54	-1.06	5.84	7.15	-3.48 ***
Capex at t	3.80	4.93	-1.28	4.13	5.51	-2.49 **	4.83	5.24	-0.71	5.11	5.45	-0.66	5.71	6.78	-3.04 ***
Capex Growth at t-1	-1.57	-15.93	1.8 *	0.96	-0.79	0.39	3.34	-3.11	1.27	7.20	6.90	0.08	17.11	10.62	1.43
Capex Growth at t	-7.24	-31.77	3.28 ***	0.03	-2.26	0.57	4.79	0.32	1.34	6.64	6.65	0	11.41	6.70	2.13 **
Sales Growth at t-1	-0.56	-13.30	1.54	1.71	0.29	0.32	3.90	-1.42	1.22	5.95	1.55	1.08	13.57	12.17	0.34
Sales Growth at t	-8.35	-31.42	2.67 ***	0.78	5.47	-1.09	5.87	-0.64	1.86 *	6.62	4.90	0.55	10.20	8.03	1
RET_STD	4.62	3.97	2.65 ***	4.15	3.75	2.51 **	3.93	3.42	3.99 ***	3.77	3.30	4.35 ***	3.63	3.32	3.87 ***
Pre1yr_RET	5.90	15.74	-0.82	14.86	16.46	-0.17	24.86	34.49	-1.13	33.76	53.47	-1.4	43.89	39.75	0.45
Debt/Asset	61.57	51.03	3.2 ***	53.43	48.57	2.19 **	52.77	45.08	4.18 ***	52.39	44.19	4.88 ***	57.70	49.38	6.3 ***
Cashhold/Asset	5.00	5.10	-0.1	6.05	7.68	-2.13 **	6.37	7.42	-1.59	5.96	6.30	-0.57	4.67	5.64	-2.47 **
Cashflow	-0.01	1.80	-0.68	2.53	3.94	-1.19	4.82	7.25	-2.91 ***	5.55	6.65	-1.61	7.71	11.02	-5.55 ***

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

매해 시가총액을 기준으로 20%순서대로 기업들을 구분하여 최하위부터 최상위까지 5개 그룹으로 구분한다. 각 그룹에 대해서 다시 전기 외국인투자자지분율이 존재하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분한다. 따라서 시총별 5개 그룹 각각에 대해 전기외국인투자자 지분율 유무별로 그룹을 다시 세분화하여 총 10개의 포트폴리오를 형성하였다.

<표 A1-1> 시가총액-Capex 포트폴리오

(단위,%) Type of Investors	t 시점의 market value 기준 포트폴리오																			
	Lowest				Low				Middle				High				Highest			
	Low	Med	High	L-H	Low	Med	High	L-H	Low	Med	High	L-H	Low	Med	High	L-H	Low	Med	High	L-H
N	455	291	228		369	352	259		325	338	319		301	321	358		178	330	467	
Institutional(t-1)	0.05	0.05	0.04	2.06 **	0.04	0.04	0.04	0.69	0.04	0.04	0.04	3.89 ***	0.04	0.04	0.04	2.95 ***	0.04	0.04	0.03	0.19
Institutional(t)	4.05	3.73	2.34	2.77 ***	3.91	3.25	3.26	0.98	5.75	4.18	2.37	4.17 ***	5.46	5.18	2.86	3.43 ***	5.78	4.70	5.53	0.55
Institutional(t+1)	4.37	3.20	1.94	1.22	3.33	2.79	2.52	1.01	5.46	4.49	2.10	3.79 ***	5.52	4.54	2.52	2.09 **	5.64	4.27	4.98	0.66
Foreign(t-1)	5.34	4.41	4.00	-1.43	3.04	3.06	2.26	-3.17 ***	4.61	4.68	1.93	-1.43	4.69	3.91	2.95	1.79 *	5.17	4.30	4.41	-0.93
Foreign(t)	0.43	0.90	0.85	-0.86	1.03	1.68	3.05	-2.73 ***	2.10	3.13	3.09	-0.44	4.18	2.69	2.86	1.22	5.11	4.60	6.11	-0.48
Foreign(t+1)	0.49	1.17	0.78	1.08	1.26	1.82	3.08	-2.38 **	2.58	3.57	2.88	-1.71 *	4.42	3.02	3.50	0.56	6.23	4.72	6.78	0.38
Family(t-1)	1.36	0.76	0.77	-1.35	1.15	1.59	2.67	-0.3	2.20	3.71	3.32	-3.37 ***	3.86	2.80	3.46	-0.32	6.82	4.70	6.38	-0.27
Family(t)	21.07	21.92	22.90	-2.27 **	22.42	21.98	22.84	-1.27	20.22	21.65	24.85	-3.55 ***	18.93	20.07	19.33	-0.21	11.11	12.87	11.43	-0.44
Family(t+1)	20.30	21.86	23.41	-2.11 **	22.23	22.85	24.01	-1.35	20.18	21.45	25.09	-3.29 ***	19.00	20.31	19.27	0.02	10.71	13.15	11.23	-0.76

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

매해 시가총액을 기준으로 20%순서대로 기업들을 구분하여 최하위부터 최상위까지 5개 그룹으로 구분한다. 각 그룹에 대해서 다시 당기 Capex의 크기에 따라 세 그룹으로 기업 구분한다. 따라서 시가총액별 5개 그룹 각각에 대해 당기 Capex를 Low, Med, High 세 그룹으로 다시 세분화하여 총 15개의 포트폴리오를 형성하였다.

<표 A1-2> 시총-당기 Capex 포트폴리오

N	Lowest				Low				Middle				High				Highest			
	Low	Med	High	L-H	Low	Med	High	L-H	Low	Med	High	L-H	Low	Med	High	L-H	Low	Med	High	L-H
455	291	228			369	352	259		325	338	319		301	321	358		178	330	467	
일반배당성향 1	1.63	2.16	0.00	0.3	3.16	0.00	7.24	0.36	8.84	20.98	8.30	-2.19 **	2.54	29.43	23.72	-0.69	48.36	51.10	34.33	3.27 ***
총배당성향 1	1.26	1.65	1.96	0.38	2.37	3.00	3.14	0.21	2.66	3.16	2.87	-2.21 **	2.65	2.77	2.75	-0.79	2.56	2.43	1.98	2.73 ***
일반배당성향 2	25.68	6.74	6.17	-1.87 *	10.06	8.55	18.58	-3.9 ***	11.28	17.59	54.32	-2.5 **	15.83	17.91	23.17	-0.99	14.82	13.50	31.69	-0.89
총배당성향 2	42.03	6.69	8.78	-2 **	15.52	9.40	37.40	-3.53 ***	14.08	20.04	66.55	-3.4 ***	25.51	30.84	36.55	-1.38	21.57	19.74	40.40	-1.57
일반배당수익률	0.28	0.33	0.37	-3.3 ***	0.48	0.65	0.75	-2.59 ***	0.68	0.98	0.93	-1.02	0.84	0.87	0.93	-0.46	0.98	0.91	1.08	3.22 ***
총배당수익률	0.34	0.36	0.95	-1.84 *	0.64	0.80	1.02	-2.58 **	0.78	1.25	1.18	-0.37	1.17	1.20	1.40	-0.91	1.39	1.32	1.83	1.6
Capex at t-1	1.68	1.75	4.52	-11.74 ***	3.09	3.63	4.23	-10.84 ***	3.45	3.93	3.51	-14.17 ***	3.74	4.12	4.21	-14.89 ***	3.70	3.53	3.10	-15.75 ***
Capex at t	2.34	4.68	7.33	-26.32 ***	2.24	4.20	6.73	-28.72 ***	2.27	4.71	7.82	-22.25 ***	2.10	4.53	8.25	-22.55 ***	2.03	4.52	9.07	-23.77 ***
Capex Growth at t-1	-8.57	-8.49	-64.48	-1.13	-3.79	-2.69	-15.24	-2.71 ***	-0.96	-0.80	-98.17	-3.46 ***	-5.36	-0.36	-0.63	-1.68 *	3.23	3.02	4.49	-2.06 **
Capex Growth at t	-1.43	-7.44	2.97	-1.32	-5.21	4.12	4.83	-3.05 ***	-6.21	4.49	9.24	-2.71 ***	5.11	4.67	11.07	-1.87 *	8.01	9.47	21.80	-1.24
Sales Growth at t-1	0.20	0.24	0.39	-2.6 ***	0.19	0.32	0.36	-1.56	0.19	0.42	0.45	-3.27 ***	0.19	0.38	0.47	-1.17	0.19	0.40	0.80	-1.94 *
Sales Growth at t	-4.13	-2.62	6.84	-1.39	-3.36	6.02	2.56	-2.52 **	-3.28	3.12	9.86	-1.48	3.36	3.54	8.11	-1.84 *	7.52	7.34	19.37	-2.31 **
RET_STD	-14.0	-3.72	-7.29	2.45 **	-2.63	1.52	6.36	-0.79	1.72	6.50	6.76	2.69 ***	3.32	5.68	9.40	3.65 ***	5.85	7.03	12.70	2.76 ***
Pre1yr_RET	0.98	7.41	15.62	-2.32 **	11.50	15.61	19.21	-1.11	28.10	20.59	30.00	-0.25	46.11	33.32	33.53	0.82	49.80	39.35	42.17	0.57
Debt/Asset	61.03	62.02	60.13	0.53	54.32	51.56	52.92	0.8	55.52	50.47	49.27	4.01 ***	52.57	49.69	50.61	1.22	60.28	56.84	51.97	4.97 ***
Cashhold/Asset	5.12	4.45	5.48	-0.71	5.94	5.94	6.94	-1.73 *	6.41	6.72	6.39	0.03	6.56	5.68	5.87	1.15	6.31	4.79	4.59	3.45 ***
Cashflow	-0.13	1.00	-0.75	0.42	1.73	3.20	3.26	-1.57	3.05	5.05	7.38	-6.19 ***	3.95	5.38	7.58	-5.41 ***	5.62	6.89	11.22	-7.38 ***

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

매해 시가총액을 기준으로 20%순서대로 기업들을 구분하여 최하위부터 최상위까지 5개 그룹으로 구분한다. 각 그룹에 대해서 다시 당기 Capex의 크기에 따라 세 그룹으로 기업 구분한다. 따라서 시가총액별 5개 그룹 각각에 대해 당기 Capex를 Low, Med, High 세 그룹으로 다시 세분화하여 총 15개의 포트폴리오를 형성하였다.

<표 6> 기관투자자지분율이 배당성향에 미치는 영향 : 회귀분석(OLS)

현금 및 주식배당이 0보다 큰 경우를 대상으로 회귀분석한 결과임. (표본수 = 3259)

Panel A : 종속 변수 = 배당성향

	(1) 종속변수 일반배당성향 1	(2) 종속변수 총배당성향 1	(3) 일반배당성향 2	(4) 총배당성향 2
	Estimator (t-value)	Estimator (t-value)	Estimator (t-value)	Estimator (t-value)
Intercept	0.35759 (0.59)	0.39248 (0.53)	0.03377 *** (7.77)	0.03747 *** (3.23)
Tot_inst	-0.0553 (-0.3)	0.52101 (0.23)	0.01403 *** (10.55)	0.1404 *** (3.96)
Size	0.6718 (0.11)	6.2693 (0.85)	-0.1808 *** (-4.16)	0.3732 *** (3.22)
Cashhold	-0.3038 (-0.79)	-0.2348 (-0.5)	0.00855 *** (3.11)	0.01168 (1.59)
Cashflow	-0.4739 (-1.54)	-0.6043 (-1.61)	0.0224 *** (10.13)	0.03475 *** (5.9)
Capex	-0.2279 (-0.48)	-0.4399 (-0.75)	-0.011 *** (-3.19)	-0.0061 (-0.66)
Debt/Asset	0.01021 (0.07)	-0.0774 (-0.41)	-0.0148 *** (-13.12)	-0.0247 *** (-8.22)
Market to Book	0.00538 (0.16)	0.02136 (0.52)	0.00298 *** (12.31)	0.00531 *** (8.24)
RET_STD	-2.9547 (-1.05)	-2.3831 (-0.69)	-0.0693 *** (-3.43)	-0.1262 ** (-2.34)
Sales Growth	0.01643 (0.34)	0.0177 (0.3)	0.03567 (1.02)	0.0011 (1.17)
R-Square	0.005	0.0075	0.2521	0.1176
F Value	0.47	0.69	31.03	12.27

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

Panel B : 종속 변수 = 배당수익률

	(5) 종속변수 일반배당수익률 Estimator (t-value)	(6) 종속변수 총배당수익률 Estimator (t-value)
Intercept	0.05532 *** (4.94)	0.07239 * (1.66)
Tot_inst	0.001497 (0.44)	0.00608 (0.05)
size	-0.5208 *** (-4.65)	-0.166 (-0.38)
cashhold	0.000757 (0.11)	0.0115 (0.42)
Cashflow	0.00796 (1.4)	0.00178 (0.08)
Capex	-0.02488 *** (-2.8)	-0.02155 (-0.63)
Debt/Asset	0.01311 *** (4.52)	0.00514 (0.46)
Market to Book	-0.00662 *** (-10.63)	-0.0062 ** (-2.57)
RET_STD	-0.33041 *** (-6.33)	-0.58375 *** (-2.88)
Sales Growth	0.082189 (0.91)	0.00215 (0.61)
R-Square	0.2102	0.0412
F Value	24.51	3.95

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

<표 7> 투자자지분을 전기값이 배당지급유무에 미치는 영향 : 로짓분석 (표본수 = 4891)

Panel A			Panel B		
	(1) 중속변수 현금및주식배당 >0, =0	(2) 현금과주식배당 과 자사주매입>0, =0		(3) 현금및주식배당 >0, =0	(4) 현금과주식배당 과 자사주매입>0, =0
Intercept	4.7063 *** (5.86)	4.6852 *** (5.91)	Intercept	4.6022 *** (5.8)	4.5831 *** (5.87)
Tot_inst	-0.0073 ** (-2.48)	-0.0087 *** (-2.96)	Inst_own	-0.0173 *** (-4.77)	-0.0187 *** (-5.15)
			Foreign_own	0.01857 *** (2.97)	0.01754 *** (2.76)
size	0.00223 (1.07)	0.00326 (1.49)	size	0.00214 (1.02)	0.00313 (1.43)
cashhold	1.4532 ** (2.13)	1.77213 *** (2.57)	cashhold	1.47704 ** (2.15)	1.80528 *** (2.6)
Cashflow	7.91853 *** (16.26)	7.10352 *** (14.93)	Cashflow	7.85817 *** (16.09)	7.04243 *** (14.77)
Capex	1.72931 ** (2.34)	2.08475 *** (2.77)	Capex	1.50938 ** (2.04)	1.85774 ** (2.47)
Debt/Asset	-4.3971 *** (-16.78)	-4.3772 *** (-16.63)	Debt/Asset	-4.2949 *** (-16.33)	-4.2709 *** (-16.17)
Market to Book	-0.0171 (-0.55)	-0.0202 (-0.66)	Market to Book	-0.0198 (-0.62)	-0.023 (-0.74)
RET_STD	-85.827 *** (-19.42)	-85.636 *** (-19.37)	RET_STD	-83.362 *** (-18.67)	-83.216 *** (-18.64)
Sales Growth	-0.005 (-0.06)	0.06146 (0.78)	Sales Growth	0.0049 (0.06)	0.07118 (0.91)
Pseudo R2	0.3212	0.3161	Pseudo R2	0.3259	0.3209

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

<표 8> 투자자지분을 전기값이 배당성향에 미치는 영향 : Tobit 분석 (표본수 = 4891)

Panel A : 배당성향(수익률) = f(국내외기관투자자 총지분율)

	(1) 일반배당성향1 추정치 (chisq-값)	(2) 총배당성향 추정치 (chisq-값)	(3) 일반배당성향2 추정치 (chisq-값)	(4) 총배당성향2 추정치 (chisq-값)	(5) 일반배당수익률 추정치 (chisq-값)	(6) 총배당수익률 추정치 (chisq-값)
Intercept	0.5476 *** (5.05)	0.5983 *** (4.37)	0.0320 *** (8.74)	0.0448 *** (4.86)	0.0578 *** (5.19)	0.0744 *** (3.35)
Tot_inst	-0.0558 (-1.49)	-0.0614 (-1.33)	0.0078 *** (5.97)	0.0052 * (1.65)	-0.0109 *** (-2.79)	-0.0216 *** (-2.84)
size	-0.0086 (-0.63)	0.0185 (1.08)	-0.0010 ** (-2.03)	0.0052 *** (4.36)	-0.0044 *** (-2.99)	0.0011 (0.37)
cashhold	0.0335 (0)	6.8874 (0.69)	1.3143 *** (4.61)	2.2297 *** (3.28)	0.4135 (0.49)	0.9949 (0.61)
Cashflow	0.6055 *** (10.51)	0.7923 *** (11.04)	0.0435 *** (20.38)	0.0540 *** (12.23)	0.0861 *** (13.99)	0.0908 *** (8.82)
Capex	0.0932 (0.95)	0.1108 (0.91)	0.0019 (0.54)	0.0230 *** (2.79)	0.0014 (0.13)	0.0258 (1.31)
Debt/Asset	-0.4253 *** (-13.52)	-0.5277 *** (-13.52)	-0.0237 *** (-21.23)	-0.0438 *** (-16.36)	-0.0348 *** (-10.6)	-0.0624 *** (-9.9)
Market to Book	-1.4614 *** (-2.77)	-1.5717 ** (-2.49)	0.0009 (0.63)	-0.0001 (-0.01)	-0.4791 *** (-6.94)	-0.5753 *** (-4.8)
RET_STD	-9.7234 *** (-17.73)	-11.603 *** (-17.1)	-0.3484 *** (-18.14)	-0.6740 *** (-14.68)	-1.2395 *** (-21.5)	-1.9726 *** (-18.19)
Sales Growth	0.4195 (0.41)	1.2792 (1.02)	0.0509 (1.39)	0.1665 * (1.92)	0.1311 (1.23)	0.3340 (1.62)
Pseudo R2	0.2311	0.1828	-0.1397	-0.1146	-0.1846	-0.2103

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

Panel B : 배당성향(수익률) = f(국내기관투자자 지분율, 외국인투자자지분율)

	(1) 일반배당성향1 추정치 (chisq-검)	(2) 총배당성향 추정치 (chisq-검)	(3) 일반배당성향2 추정치 (chisq-검)	(4) 총배당성향2 추정치 (chisq-검)	(5) 일반배당수익률 추정치 (chisq-검)	(6) 총배당수익률 추정치 (chisq-검)
Intercept	0.5480 *** (508)	0.5990 *** (44)	0.0316 *** (884)	0.0446 *** (49)	0.0577 *** (521)	0.0745 *** (336)
Inst_own	-0.1738 *** (-353)	-0.1821 *** (-299)	-0.0040 ** (-23)	-0.0115 *** (-272)	-0.0247 *** (-48)	-0.0380 *** (-38)
Foreign_own	0.0957 * (175)	0.0958 (141)	0.0233 *** (1223)	0.0264 *** (571)	0.0070 (122)	-0.0005 (-0.04)
size	-0.0186 (-0.13)	0.2537 (147)	-0.0034 (-0.69)	0.0611 *** (514)	-0.0357 ** (-243)	0.0200 (0.7)
cashhold	-0.0015 (-0.02)	0.0667 (0.67)	0.0128 *** (457)	0.0218 *** (322)	0.0040 (0.47)	0.0097 (0.59)
Cashflow	0.5932 *** (1031)	0.7798 *** (1087)	0.0419 *** (1991)	0.0525 *** (1193)	0.0847 *** (1377)	0.0896 *** (8.69)
Capex	0.0751 (0.77)	0.0918 (0.76)	-0.0003 (-0.09)	0.0200 ** (243)	-0.0008 (-0.08)	0.0231 (1.17)
debt	-0.4147 *** (-1316)	-0.5168 *** (-132)	-0.0225 *** (-204)	-0.0423 *** (-158)	-0.0336 *** (-102)	-0.0610 *** (-9.64)
Market to Book	-1.5395 *** (-289)	-1.6460 *** (-259)	0.0008 (0.53)	-0.0003 (-0.06)	-0.4922 *** (-71)	-0.5887 *** (-4.88)
RET_STD	-9.4224 *** (-1703)	-11.2929 *** (-1648)	-0.3148 *** (-1649)	-0.6320 *** (-13.69)	-1.2034 *** (-20.68)	-1.9312 *** (-17.61)
Sales Growth	0.0047 (0.47)	0.0133 (1.06)	0.0006 (1.57)	0.0017 ** (201)	0.0014 (1.3)	0.0034 * (1.66)
Pseudo R2	0.2338	0.1842	-0.1473	-0.1179	-0.1866	-0.2115

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

<표 9> 투자자유형별 지분율이 배당성향에 미치는 영향 : 투자기회고려시 Tobit 분석

배당성향(배당수익률) = $f(\text{기관투자자지분율}(t-1), \text{외국인투자자지분율}(t-1), \text{투자기회변수}, \text{기업규모}, \text{Market to Book Value}, \text{총위험}, \text{현금비율}, \text{투자더미}, \text{투자기회*기관투자자지분율}, \text{투자기회*외국인투자자지분율}, \text{연도더미}, \text{산업더미})$

	일반배당성향 1		총배당성향 1		일반배당성향 2		총배당성향 2		일반배당수익률		총배당수익률	
Intercept	0.5221	***	0.5571	***	0.0303	***	0.0414	***	0.0536	***	0.0644	***
	(4.83)		(4.09)		(8.48)		(4.54)		(4.83)		(2.9)	
Institution	-0.0018	***	-0.0022	***	-0.0001	***	-0.0001	***	-0.0003	***	-0.0005	***
	(-3.26)		(-3.22)		(-2.59)		(-2.66)		(-5.3)		(-4.12)	
Foreign	0.0017	***	0.0018	**	0.0003	***	0.0002	***	0.0002	***	0.0002	***
	(2.68)		(2.23)		(12.08)		(4.31)		(3.26)		(1.27)	
Size	-0.0004		0.2680		-0.0024		0.0582	***	-0.0311	**	0.0225	
	(0)		(1.55)		(-0.48)		(4.87)		(-2.1)		(0.78)	
Cash/Asset	0.0134		0.0873		0.0135	***	0.0228	***	0.0062		0.0143	
	(0.17)		(0.88)		(4.82)		(3.36)		(0.73)		(0.87)	
Cashflow	0.6031	***	0.7935	***	0.0425	***	0.0531	***	0.0864	***	0.0920	***
	(10.44)		(11.02)		(20.14)		(12.03)		(14.03)		(8.91)	
Capex	0.0215		0.0022		-0.0027		0.0109		-0.0070		0.0022	
	(0.21)		(0.02)		(-0.75)		(1.29)		(-0.67)		(0.11)	
Debt	-0.4105	***	-0.5104	***	-0.0223	***	-0.0416	***	-0.0331	***	-0.0594	***
	(-13)		(-13.02)		(-20.21)		(-15.53)		(-10.08)		(-9.37)	
Mtb	-0.0152	***	-0.0163	***	0.0000		0.0000		-0.0048	***	-0.0058	***
	(-2.85)		(-2.56)		(0.59)		(-0.03)		(-7.03)		(-4.84)	
Retstd	-9.3265	***	-11.0517	***	-0.3095	***	-0.6081	***	-1.1841	***	-1.8745	***
	(-16.73)		(-16.03)		(-16.1)		(-13.09)		(-20.25)		(-16.93)	
Sales Growth	-0.0002		0.0055		0.0003		0.0011		0.0007		0.0016	
	(-0.02)		(0.43)		(0.92)		(1.28)		(0.65)		(0.79)	
Dum_Capex	0.0361	***	0.0492	***	0.0016	***	0.0034	***	0.0046	***	0.0113	***
	(3.03)		(3.32)		(3.7)		(3.34)		(3.68)		(4.66)	
Dum_Capex*Dum_Ins	0.0056		0.0310		0.0008		0.0014		0.0043	**	0.0068	*
	(0.32)		(1.41)		(1.27)		(0.89)		(2.32)		(1.88)	
Dum_Capex*Dum_For	-0.0445	**	-0.0466	*	-0.0022	***	0.0019		-0.0087	***	-0.0095	**
	(-2.21)		(-1.85)		(-3.09)		(1.11)		(-4.08)		(-2.36)	
Pseudo R2	0.2361		0.1868		-0.1487		-0.1197		-0.1904		-0.2174	
Log likelihood	-2054.3416		-2796.9613		9147.4238		6557.7439		5425.4858		3487.6556	
N	4891		4891		4891		4891		4891		4891	

주) *** 1% 유의수준, ** 5% 유의수준, * 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함

Dum_Capex : capital expenditure 값의 증가율이 >0 이면 1, <=0 이면 0 을 갖는 더미 변수

Dum_Capex * Dum_Ins : 자본적지출증가율의 더미*기관투자자지분율이 있으면 1을 갖는 더미변수

Dum_Capex * Dum_Ins : 자본적지출증가율의 더미*외국인 투자자지분율이 있으면 1을 갖는 더미변수

<표 A2> 투자자유형별 지분율이 배당성향에 미치는 영향 : 현금보유 고려시 Tobit 분석

	일반배당성향 1		총배당성향 1		일반배당성향 2		총배당성향 2		일반배당수익률		총배당수익률	
Intercept	0.5218	***	0.5616	***	0.0310	***	0.0422	***	0.0570	***	0.0734	***
	(4.83)		(4.12)		(8.7)		(4.63)		(5.13)		(3.3)	
Institution	-0.2486	***	-0.2948	***	-0.0055	**	-0.0179	***	-0.0258	***	-0.0521	***
	(-3.29)		(-3.15)		(-2.11)		(-2.75)		(-3.34)		(-3.43)	
Foreign	0.0157		0.0170		0.0084	**	0.0110		-0.0011		-0.0157	
	(0.15)		(0.13)		(2.31)		(1.24)		(-0.1)		(-0.74)	
Size	0.0802		0.0982		0.0000		0.0205	**	-0.0005		0.0234	
	(0.82)		(0.81)		(0)		(2.49)		(-0.05)		(1.18)	
Cash/Asset	0.0495		0.3535	**	-0.0017		0.0672	***	-0.0342	**	0.0290	
	(0.35)		(2)		(-0.33)		(5.5)		(-2.27)		(0.99)	
Cashflow	-0.4003	***	-0.4975	***	-0.0219	***	-0.0407	***	-0.0330	***	-0.0604	***
	(-12.55)		(-12.56)		(-19.63)		(-15.06)		(-9.88)		(-9.4)	
Capex	-1.5970	***	-1.7242	***	0.0007		-0.0004		-0.4957	***	-0.5962	***
	(-2.98)		(-2.69)		(0.5)		(-0.1)		(-7.14)		(-4.93)	
Debt	-9.4894	***	-11.3803	***	-0.3169	***	-0.6390	***	-1.2063	***	-1.9339	***
	(-17.14)		(-16.61)		(-16.66)		(-13.84)		(-20.71)		(-17.62)	
Mtb	0.5834	***	0.7655	***	0.0415	***	0.0519	***	0.0845	***	0.0889	***
	(10.14)		(10.68)		(19.83)		(11.8)		(13.72)		(8.63)	
Retstd	-0.1403		-0.1268		0.0087	***	0.0085		-0.0006		0.0034	
	(-1.53)		(-1.11)		(2.7)		(1.08)		(-0.06)		(0.18)	
Sales Growth	0.0045		0.0131		0.0005		0.0017	**	0.0014		0.0034	*
	(0.45)		(1.04)		(1.52)		(1.98)		(1.28)		(1.65)	
Dummy_Cashhold	0.0288	**	0.0408	***	0.0004		0.0025	**	0.0008		0.0002	
	(2.27)		(2.6)		(0.92)		(2.33)		(0.61)		(0.07)	
Dummy_Cashhold*Institution	0.1306		0.1951		0.0028		0.0111		0.0020		0.0248	
	(1.33)		(1.61)		(0.83)		(1.32)		(0.2)		(1.25)	
Dummy_Cashhold*Foreign	0.1036		0.1009		0.0200	***	0.0204	**	0.0109		0.0209	
	(0.85)		(0.66)		(4.74)		(1.98)		(0.85)		(0.85)	
Pseudo R2	0.2359		0.1863		-0.149		-0.1193		-0.1868		-0.2119	
Log likelihood	-2054.9066		-2798.8243		9149.8627		6555.5643		5408.978		3471.8123	
N	4891		4891		4891		4891		4891		4891	

Dummy cashhold : cash hold비율값이 연도별로 평균보다 높으면 1, 아니면 0을 갖는 더미 변수