BOK 이슈노트

주주환원 정책이 기업가치에 미치는 영향

김선임
전 한국은행 금융시장국 주식시장팀
(현 국민소득총괄팀 차장)
Tel. 02-759-4354
sikim@bok.or.kr

손달호
전 한국은행 금융시장국 주식시장팀
(현 대구경북본부 기획금융팀 과장)
Tel. 053-429-0242
dalho29@bok.or.kr

2025년 3월 17일

1 국내 상장기업 가치 제고 방안(밸류업 프로그램) 중 하나로 주주환원 확대에 대한 관심이 높아지고 있다. 주주환원 확대는 장기적 · 안정적인 투자유인을 높일 수 있으나, 여유자금 감소로 기업 투자가 제약될 소지도 있다. 이에 본고에서는 주주환원이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

2 G20 회원국 중 16개국과 비교하여 파악한 결과, 국내 상장기업 기업가치는 성장성과 안정성 대비 낮은 수준인 것으로 나타났다. 기업 지배구조 및 정부규제가 주주이익을 보호하는 정도 역시 취약하며, 유동주식 비중도 미국, 영국 등 주요 선진국에 비해 낮은 것으로 나타났다. 한편 국내 상장기업의 주주환원율(배당, 자사주매입)이 낮았으나, 현금성자산 보유 역시 활발한 자본적 지출(설비투자, 연구개발 투자)로 인해 주요국 대비 낮은 것으로 나타났다.

3 주주환원이 기업가치에 미치는 영향을 실증분석한 결과, ① 주주보호 수준이 높을수록 주주환원은 확대되고 현금성자산 보유 규모는 축소되었다. 이는 일반주주의 권익이 강화될수록 기업이 주주환원을 적극적으로 실시하는 반면, 반대의 경우 지배주주 혹은 경영자 재량으로 보다 쉽게 사용 가능한 현금보유 유인이 커지는 것으로 해석할 수 있다. 또한 ② 기업의 주주환원은 기업가치와 양의 관계를 보인 가운데 현금성자산은 주주보호 수준이 높은 경우에만 기업가치를 높이는 요인으로 작용하였다. 이러한 결과는 투자자는 주주환원이 높은 기업을 선호하며, 주주보호가 취약한 기업의 현금성자산은 기업가치에 부정적 요인으로 작용할 수 있음을 시사한다. 마지막으로 주주환원이 기업가치에 미치는 영향을 그룹 · 산업별로 추정한 결과, ③ 주주보호 취약그룹에서 주주환원이 기업가치에 미치는 영향이 뚜렷하고 ④ 대규모 자본적지출이 필요한 산업에서는 주주환원의 기업가치 제고 효과가 제한적인 것으로 나타났다.

4 한편, 위의 실증분석 결과에서 기업의 자본적지출은 주주보호 또는 주주환원 정도와 관계없이 기업가치를 높이는 것으로 나타났다. 이는 기업가치를 높이기 위해 기업의 활발한 투자활동이 필수적이라는 사실을 지지하고 있다.

5 이러한 분석 결과는 주주보호 취약 기업을 중심으로 주주환원 확대가 기업가치 제고 효과를 가져올 수 있으나, 정책을 추진하는 과정에서 다음과 같은 점을 유의해야 한다는 점을 시사한다. 기업에 대한 시장평가가 적절히 이루어지도록 기업가치에 영향을 미치는 주주환원 확대, 투자계획 공시 등의 활성화를 유도하는 것이 중요하나 이 과정에서 주주환원이 생산적 투자기회에 대한 자본적지출을 제약하지 않도록 유의해야 한다. 특히 성장속도가 빠른 산업의 경우 주주환원 확대보다 자본적지출을 통한 수익성 · 성장성 개선이 기업가치 제고에 보다 바람직할 수 있음을 고려하여야 한다.

■ 본 자료의 내용은 한국은행의 공식견해가 아니라 집필자 개인의 견해라는 점을 밝힙니다.
따라서 본 자료의 내용을 보도하거나 인용할 경우에는 집필자명을 반드시 명시하여 주시기 바랍니다.
■ 자료 작성 과정에서 유익한 조언을 주신 최용훈 금융시장국장님, 최영주 통화금융부장님, 성병묵 주식시장팀장님께 감사드립니다.

한국은행

Ⅰ. 검토배경

최근 들어 국내 자본시장 선진화를 위한 방안으로 기업가치 제고(밸류업)에 대한 관심이 높아지는 가운데 이에 대한 다양한 논의가 이루어지고 있다. 기업가치 제고 방법으로는 기업의 성장성 강화, 수익성 확대, 연구개발 투자 등 여러 방법이 있는데 최근에는 기업 지배구조 개선, 적극적인 주주환원 등도 함께 부각되고 있다. 금융당국의 기업 밸류업 정책에 대한 노력이 지속되면서 시장에서 저평가 주식에 대한 투자 관심이 집중되기도 하였으나, 주주환원 확대가 중장기적인 기업가치 제고로 이어질지에 대해서는 견해가 엇갈리고 있다. 그간 국내 증시의 저평가 요인으로 낮은 주주환원이 지적되어온 만큼 이의 해소는 우리 증시에 대한 장기적 · 안정적인 투자유인을 높일 것으로 보는 의견이 있는 반면 주주환원 확대로 인한 여유자금 감소는 기업의 투자지출을 제약할 것으로 우려하는 시각도 있다.

이에 본고에서는 우리나라 상장기업의 특징 및 이슈를 주요국과 비교하여 살펴본 후 주주환원 확대가 기업가치에 미치는 영향을 실증분석을 통해 추정하였다. 구체적으로 런던증권거래소그룹(London Stock Exchange Group, 구 Thomson Reuters)에서 제공하는 글로벌 기업 지배구조 및 재무 관련 데이터를 이용하여 16개국 3,560개 기업을 대상[표 1]으로 다양한 측면에서 국제 비교를 실시하였다[1]. 또한 해당 데이터를 활용하여 주주환원과 기업가치 간 관계를 추정하였는데, 분석시 다음 사항을 고려하였다. 첫째, 기업의 주주보호 수준에 따라 여유자금 활용방식이 달라지고 이로 인해 기업가치에 미치는 영향도 차별화될 수 있다. Dittmar and Mahrt-Smith(2007), Pinkowitz et al.(2006), Kalcheva and Lins(2007) 등은 기업이 보유한 현금은 경영자의 재량으로 비교적 용이하게 사용 가능한데, 주주보호가 취약할 경우 이를 유용할 소지가 있어 현금보유액이 기업가치에 부정적으로 작용한다고 분석하였다[2]. 이처럼 일반 주주보호가 취약한 지배구조에서는 지배주주 및 경영인의 대리인 문제(agency theory)가 존재하여 여유자금의 활용방식(주주환원 또는 사내유보)에 따라 기업에 대한 가치평가가 달라질 수 있다. 둘째, 주주환원을 통한 기업가치 제고 효과는 주주보호 수준이나 산업 성격에 따라 차이가 있을 수 있다. Pinkowitz et al.(2006), Kalcheva and Lins(2007), Brockman et al.(2022)은 주주보호가 취약한 상황에서의 배당지급은 대리인 문제를 완화시켜 기업가치를 제고할 수 있음을 보였다. 한편, 기업이 영위하는 업종에 따라 설비투자, R&D 지출 규모 등에 차이가 있어 주주환원이 기업가치에 미치는 영향도 산업별로 상이할 가능성이 있다. 이러한 사항들을 염두에 두고 주주환원과 기업가치간 관계를 단계적으로 분석하였다.

1) G20 회원국 중 중국(국영기업 중심), 호주 · 사우디아라비아(자료 미흡)를 제외하였고 기간은 2019~23년을 대상으로 하였다. 분석대상 상장기업의 시가총액이 각국 주식시장에서 차지하는 비중은 대체로 70%를 상회한다(한국 71.4%).

2) 관련 선행연구들에 대한 자세한 내용은 〈참고 1〉을 참조하기 바란다.

[표 1] 분석대상 기업 수 및 시가총액 비중[1)]

	기업 수	비중
미국	1,738	79.7
일본	419	74.8
영국	262	79.2
캐나다	193	79.9
인도	134	46.6
독일	133	86.6
한국	128	71.4
프랑스	113	88.9
남아공	96	94.9
이탈리아	78	85.2
브라질	71	77.1
튀르키예	47	48.7
멕시코	41	82.0
인도네시아	40	41.6
아르헨티나	38	73.7
러시아	29	67.1

주: 1) 분석대상 기업이 각국 주식시장 시가총액에서 차지하는 비중(23년말 기준)
자료: Bloomberg, LSEG(London Stock Exchange Group)

II. 기업가치, 주주보호, 주주환원, 자금활용의 국제 비교

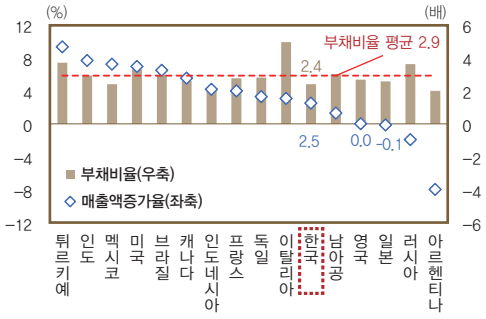
국제 비교를 통해 우리나라 상장기업의 특징을 기업가치, 주주보호, 주주환원, 자금활용 등 네 가지 측면에서 살펴보았다. 결론부터 제시하면 우리나라 기업가치는 성장성 · 안정성에 비해 낮은 수준에 머물러 있으며, 주주보호 및 주주환원도 다른 나라 대비 상대적으로 미흡한 것으로 평가된다.

1. 기업가치

우리나라의 기업가치는 성장성과 안정성에 비해 낮게 평가되는 것으로 나타났다.

기업의 성장성과 안정성은 각각 매출액 증가율과 부채비율로 평가하였다. 매출액 증가율로 평가한 우리나라 기업의 성장률(19~23년 연평균 2.5%)은 튀르키예(9.4%), 인도(7.7%)와 같은 신흥국에 비해서는 낮았으나 일본(-0.1%), 영국(0.0%) 등 일부 선진국 수준을 상회하였다. 부채비율의 경우 우리나라(2.4)가 비교 대상 국가의 평균 수준(2.9)보다 낮아 안정적인 것으로 나타났다[그림 1].

[그림 1] 국가별 기업의 매출액 증가율[1)] 및 부채비율[2)]



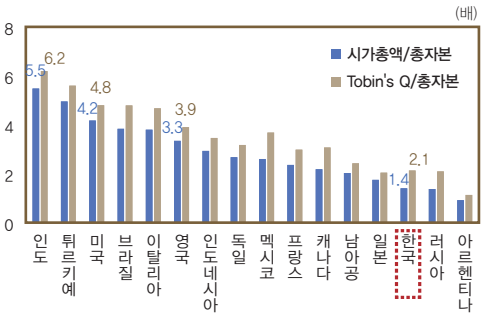
주: 1) 19~23년중 평균
2) 총부채/총자본(19~23년중 평균)
자료: LSEG

이에 반해 자본 대비 시가총액(PBR)과 Tobin's Q[3)]로 평가한 우리나라의 기업가치는 최하위 수준을 기록하였다. 우리나라 기업의 PBR(1.4)은 고성장국가(인도 5.5), 선진국(미국 4.2, 영국 3.3)보다 현저히 낮았으며, 비교 대상국 중 우리나라보다 저조한 나라는 2개국(아르헨티나 0.9, 러시아 1.4)에 불과

3) James Tobin이 만든 개념으로 기업 시가총액에 차입부채, 우선주, 소수주주 지분을 더하고 현금 및 단기투자자산을 제외하여 산출하며 인수합병과 관련된 기업의 청산가치를 나타낸다.

하였다. 또한 Tobin's Q(2.1)도 앞서 언급된 국가들 수준(인도 6.2, 미국 4.8, 영국 3.9)에 크게 미치지 못하였다[그림 2].

[그림 2] 국가별 기업가치



자료: LSEG

2. 주주보호

우리나라 기업의 주주이익 보호 수준은 분석 대상국 내에서 상대적으로 낮은 것으로 평가된다.

주주이익 보호정도는 기업별 지배구조 데이터firm-level를 통해 파악하거나 경영진의 사적 이익 추구를 제재할 수 있는 국가별 규제수준country-level을 바탕으로 판단하였다. 개별 기업의 주주보호 수준을 측정하기 위해 런던증권거래소(LSEG)에서 제공하는 기업 지배구조 관련 데이터 중 주주보호 관련 항목을 선정하여 점수화(0~11점)하였고[표 2], 국가별 규제수준은 Djankov et al.(2008)에서 산출한 사적이익추구 방지지수(Anti-self-dealing index)[4]를 활용하였다[표 3].

[표 2] 주주보호 수준 평가 항목과 점수 시산 방식

평가 항목	시산 방식
이사 선출시 주주총회 내 과반수 투표 방식 적용	True=1 False=0
경영진의 보수에 대한 주주의 투표 권한 보유	True=1 False=0
기업 정관 · 규정 · 내규의 외부 공개	True=1 False=0
소수주주 권한 보호 관련 정책 보유	True=1 False=0
평등한 주주권리 보장	True=1 False=0
주식 보상 방식(Stock Compensation Plan) 채택 전 주주 승인 필요	True=1 False=0
최대주주의 거부권(Veto Power) 보유	True=0 False=1
CEO 및 이사회의장 겸임 (CEO Chairman Duality)	True=0 False=1
기업의 경영권 방어정책 (Anti-takeover devices) 수(2개 초과분 #)	1*(11-#)/11
이사회 내 사외이사 비중(a%)	1*a/100
효율적인 이사회 기능 보장 정책보유	True=0.5 False=0
효율적인 이사회 구성 보장 정책보유	True=0.5 False=0

자료: LSEG, 자체 기준

[표 3] 사적이익추구 방지지수[1] 평가 항목

구분	평가 항목
사전적	거래시행전 주주의 승인 절차
	거래승인전 구매社 또는 지배주주에게 요구되는 공시 수준
	감사 · 재무전문가에 의한 거래내용 검토여부
사후적	기업보고서에 요구되는 공시 수준
	거래로 인한 손해발생시 지배주주 또는 거래승인 주체에 대한 주주의 소송권
	불공정 거래인 경우 거래 무효화 가능성
	지배주주 또는 거래승인 주체에 대한 손해배상 책임부과 용이성
	거래당사자 조사시 관련 증거수집 접근성

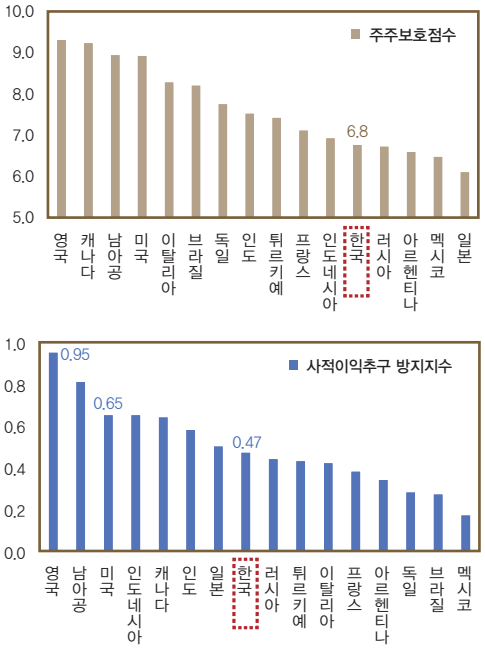
주: 1) 지배주주가 동일한 두 기업간(구매社-판매社) 거래상황에서 지배주주 등의 사적이익 추구를 제한하는 규제 수준을 평가
자료: Djankov et al.(2008)

4) Djankov et al.(2008)에서는 이해관계가 얽힌 기업간 거래 상황에서 지배주주의 사적이익 추구를 방지할 수 있는 사전적 · 사후적 규제수준을 국가별로 평가하여 동 지수를 산출하였다.

개별 기업의 주주보호 점수를 바탕으로 국가별 평균 점수를 산출한 결과 우리나라 기업의 평균 주주보호 점수(6.8)는 16개국 중 12위를 기록하며 하위권에 머물렀다[그림 3]. 특히 주주보호 점수의 기업별 편차(1.70)가 주요 선진국(영국 0.95, 미국 1.05)에 비해 크게 나타났는데[5], 일부 기업은 9점 이상의 우수한 점수를 기록하였으나 최하위 수준인 6점을 하회하는 기업들도 상당 부분 차지하였다[6].

또한 국가별 사적이익추구 방지지수 기준으로 보면 우리나라(0.47)는 비교 국가군 내에서 중위권인 것으로 나타났으나, 주요국(영국 0.95, 미국 0.65) 수준을 크게 하회하였다.

[그림 3] 국가별 주주보호 수준



자료: LSEG, Djankov et al.(2008), 자체 시산

한편 국가별 유동주식 비중을 비교해 본 결과 우리나라는 주요국 수준에 미치지 못하였다[표 4]. 유동주식 비중은 기업의 지배구조 집중 정도를 보여주는 지표로 대주주의 주식보유 비중이 높을수록 낮아지는 특징이 있다. 통상 대주주에 집중된 지배구조하에서는 지배주주 및 경영진의 대리인 문제가 보다 쉽게 발생할 수 있다[7]. 우리나라 유동주식 비중(60.6%)은 선진국(미국 95.0%, 영국 93.9%)과 비교하여 크게 낮은 편인데, 이는 기존 상장기업에서 물적 · 인적분할을 통해 신설된 자회사를 중복상장하는 관행에 주로 기인한 것으로 파악된다. 이와 같은 낮은 유동성은 원활한 주식매매를 저해하여 주식의 가격발견 기능 저하, 주가 변동성 확대 등으로 이어져 기업가치에 부정적으로 작용할 수 있다.

[표 4] 국가별 유동주식 비중[1]

(%)

미국	영국	아르헨티나	캐나다
95.0	93.9	89.9	89.7
일본	**독일**	**남아공**	**이탈리아**
79.0	76.0	72.0	69.0
프랑스	**멕시코**	**한국**	**브라질**
68.4	61.5	60.6	60.0
러시아	**인도**	**튀르키예**	**인도네시아**
48.2	47.0	42.0	39.6

주: 1) 23년말 국가별 MSCI 지수의 유동시총/발행시총 (미국은 S&P500 기준)
자료: Bloomberg

5) 국가별 주주보호 점수 현황 및 분포에 대한 자세한 내용은 〈참고 2〉를 참조하기 바란다.
6) 2023년 기준 주주보호 점수가 9점을 상회하는 기업 비중은 14.8%(영국 75.6%, 미국 60.8%), 6점을 하회하는 기업 비중은 23.4%(영국 0.0%, 미국 1.4%)로 나타났다.
7) Kalcheva and Lins(2007)는 경영층, 이사진 등의 기업 지배권한이 강할수록(managerial entrenchment) 현금보유 유인이 확대되고, 국가 차원의 주주보호 수준이 낮은 경우 이러한 행태는 기업가치를 저하시킨다는 분석 결과를 보여주었다.

3. 주주환원

우리나라 기업들은 주주들에게 배당은 적게 지급하고 자사주 매입도 소극적으로 실시하는 등 주주환원이 비교 대상 국가 중 최하위 수준인 것으로 나타났다. 기업이 벌어들인 순수익 중 배당금을 지급한 비율인 배당성향을 국가별 MSCI 지수에 포함된 기업 기준으로 산출한 결과 우리나라는 16개국 중 가장 낮은 순위를 기록하였다[표 5].

[표 5] 국가별 배당성향[1)]

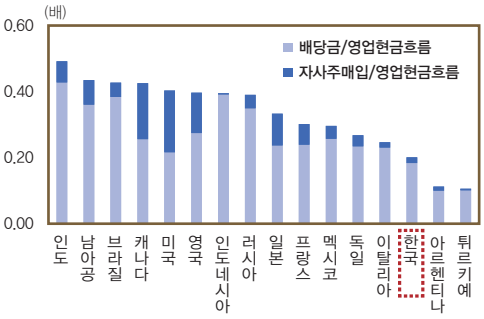
(%)

영국	이탈리아	브라질	러시아
137.4	116.4	91.8	76.3
멕시코	**프랑스**	**캐나다**	**독일**
67.0	65.6	61.6	54.6
남아공	**인도네시아**	**미국**	**인도**
51.7	47.9	42.7	37.9
일본	**튀르키예**	**아르헨티나**	**한국**
36.7	30.0	27.4	27.2

주: 1) 14~23년중 국가별 MSCI 지수에 포함된 기업 기준 배당금/당기순이익 평균(미국은 S&P500 기준)
자료: Bloomberg

배당금 외에 자사주 매입까지 고려한 전체적인 주주환원 현황을 파악하기 위해 영업현금흐름대비 주주환원 규모를 살펴본 결과, 우리나라(0.2)는 튀르키예(0.1), 아르헨티나(0.1) 다음으로 저조한 것으로 나타났다[그림 4]. 또한 주주환원 방식도 자사주 매입보다는 배당금 지급에 편중된 것으로 나타났는데, 이는 주요 선진국 기업들이 주주환원 수단으로 자사주 매입을 적극적으로 활용하는 모습과 대조된다[8)].

[그림 4] 국가별 주주환원[1)]

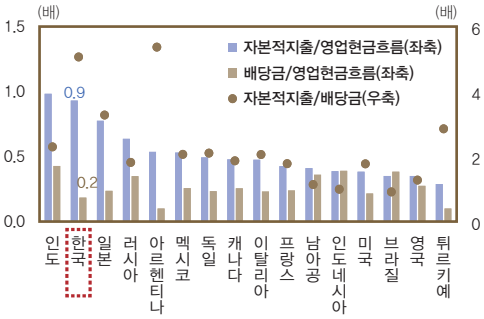


주: 1) 19~23년중 평균(이탈리아는 20~23년중 평균)
자료: LSEG

4. 자금활용

우리나라 기업들은 배당지급에는 소극적이나 기업 성장을 위한 자본적지출 활동은 활발한 것으로 평가된다. 영업현금흐름 대비 자본적지출 비중을 보면 우리나라(0.9)는 비교 대상 국가 중 인도 다음으로 두 번째로 높은 것으로 나타났다[그림 5].

[그림 5] 국가별 자본적지출 및 배당 현황[1)]



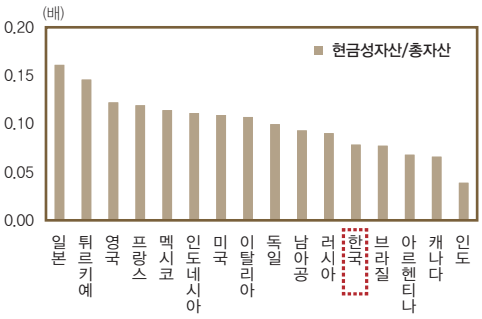
주: 1) 19~23년중 각국별 기업 재무자료를 합산하여 산출
자료: LSEG

이와 같이 높은 자본적지출로 인해 우리나라 기업의 현금성자산 규모는 저조한 주주환원에도 불구하고 비교적 낮은 수준을 기록하였다.

8) 주주환원 중 자사주 매입이 차지하는 비중은 미국 46%, 캐나다 40%, 영국 31% 등인 반면 우리나라는 9%에 불과하다.

총자산 중 현금성자산 비중을 살펴보면 우리나라(0.08)가 주주환원을 활발히 하는 주요국(영국 0.12, 미국 0.11)에 비해 적은 것으로 나타났다[그림 6].

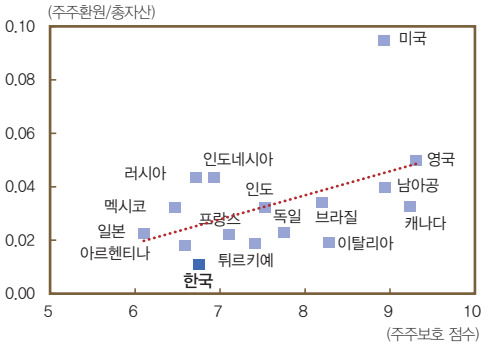
[그림 6] 국가별 평균 기업 현금성자산 비중[1)]



주: 1) 19~23년중 평균
자료: LSEG

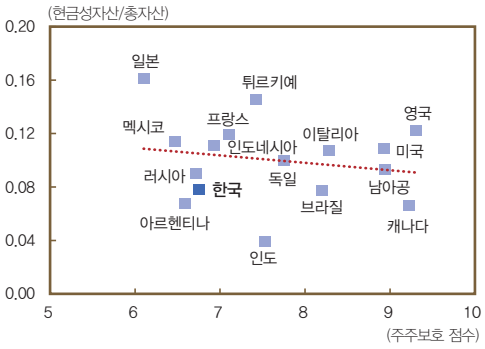
현금성자산은 주주환원, 자본적지출 등에 활용될 경우 기업가치를 높일 수 있으나, 기업 지배구조가 취약하거나 주주보호가 미흡한 상황에서는 사적으로 유용될 가능성이 있어 기업가치에 부정적 영향을 미칠 소지가 있다. 일반적으로 주주보호 수준이 미흡한 경우 여유자금을 주주환원에 활용하는 데 소극적이고 기업이 보유한 현금성자산 규모가 많은 경향이 있다. 이러한 현상은 국가별 평균 주주보호 수준과 주주환원, 현금성자산 규모 간 관계를 보여주는 [그림 7]과 [그림 8]에서도 확인할 수 있다[9)]. 다만, 전술한 바와 같이 우리나라는 주주보호가 취약하고 주주환원이 저조함에도 설비투자, 소프트웨어 개발, 무형자산 투자 등을 위한 자본적지출이 커 현금성자산 보유 비중이 낮은 모습을 보이고 있다.

[그림 7] 국가별 평균 주주보호 수준과 주주환원



자료: LSEG

[그림 8] 국가별 평균 주주보호 수준과 현금성자산



자료: LSEG

[표 6] 그룹별 현금성자산 및 배당금액

(개, 배)

	취약군 (A)	양호군 (B)	B/A
기업수	855	2,705	–
현금성자산[1)]	0.111	0.089	0.8
배당금액[1)]	0.026	0.041	1.5
자본적지출[1)]	0.045	0.039	0.9

주: 1) 자산규모로 표준화
자료: LSEG

9) 〈[표 6] 참조〉 국가별 평균 주주보호 점수의 중간값을 기준으로 주주보호 양호그룹(8개국 2,705개 기업)과 취약그룹(8개국 855개 기업)으로 나누어 비교해 보면, 양호그룹이 취약그룹에 비해 평균적으로 기업의 주주환원 규모가 크고(1.5배) 현금성자산 보유 규모는 적은 것(0.8배)으로 파악된다.

Ⅲ. 실증분석 개요 및 결과

본고의 핵심 관심사인 주주환원이 기업가치에 미치는 영향을 파악하기 위해 다음과 같은 질문에 관련된 모형을 순차적으로 설정하여 분석하였다.

- 기업의 주주보호 수준은 주주환원 규모와 현금성자산 보유에 어떠한 영향을 미치는가?
- 주주환원 확대는 기업가치를 높일 수 있는가? 주주보호 수준에 따라 현금성자산이 기업가치에 기여하는 바가 달라지는가?
- 주주환원 확대 효과는 현재의 주주보호 수준이나 산업별 특징에 따라 차이가 있는가?

1. 분석 개요

본고에서는 Kalcheva and Lins(2007), Ni and Zhang(2019)의 방법론을 원용하여 주주보호 수준이 주주환원과 현금성자산 보유 규모에 미치는 영향을 먼저 살펴보고 주주보호 수준 · 현금성자산 · 주주환원과 기업가치 간 관계를 추정하였다. 구체적으로 런던증권거래소그룹(LSEG)에서 제공하는 2019~23년중 글로벌 기업 지배구조 및 재무사항 관련 데이터를 활용하였으며, 16개국 3,560개 상장기업을 대상으로 연도 · 산업 · 국가 영향을 통제[10]한 고정효과 패널회귀(fixed-effects regression for multi-dimensional panel data) 방식을 이용하여 실증분석하였다. 이는 국가별, 산업별로 구분한 5개년 기업 데이터를 활용하여 분석했다는 점에서 1996년중 31개국 5,102개 기업을 대상으로 횡단면 분석을 실시한 Kalcheva and Lins(2007)와 차이가 있다.

분석의 기초변수인 주주보호 수준 지표로는 앞서 자체 시산한 기업별 주주보호 점수를 기본으로 삼았으며, 이 외에도 각국내 기업의 주주보호 백분율 순위, 기업별 유동주식 비중 등도 함께 활용하였다[표 7].

[표 7] 주주보호 수준 지표

지표	설명
주주보호 점수 (A)	■ LSEG에서 제공하는 기업 지배구조 관련 데이터 중 주주보호 관련 항목(12개)을 선정하여 자체 시산
주주보호 상대점수 (B1)	■ LSEG에서 개별 기업의 소속 국가내 백분율 순위로 평가한 Shareholder score
▸ 조정 상대점수 (B2)	■ 주주보호 상대점수(B1) × 국가별 주주보호 점수(D)
유동주식 비중 (C1)	■ 지배주주의 지분 보유 비중이 높을수록(유동주식 비중이 낮을수록) 일반주주보호 수준이 취약할 가능성이 상승
▸ 조정 유동주식 비중 (C2)	■ 유동주식 비중(C1) × 국가별 주주보호 점수(D)
국가별 주주보호 점수 (D)	■ 자체 시산한 주주보호 점수(A)의 국가별 평균

자료: LSEG, 자체 기준

첫번째로 기업의 주주보호 수준과 주주환원 간 관계를 파악하기 위한 다음과 같은 추정식을 설정하였다.

10) 주주환원 규모, 현금성자산 규모, 전체표본 · 주주보호수준별 기업가치 추정모형에서는 연도 · 산업 고정효과를 포함하였고, 산업별 기업가치 추정모형에서는 연도 · 국가 고정효과를 포함하였다.

• [회귀모형 (1)] 주주환원 결정식

$$SR_{i,t} = \alpha + \beta_1 SP_{i,t} + \beta_2 FV1_{i,t} + \beta_3 OV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

SR(Shareholder Return)은 배당금과 자사주 매입 합산액을 총자산으로 나눈 값으로 주주환원 규모를 측정한다. *SP*(Shareholder Protection)는 [표 7]에 기술된 주주보호 수준 지표이며 *FV*1(Financial Variables)과 *OV*(Other Variable)는 각각 재무지표와 GDP대비 민간신용 비율(private credit ratio)을 의미한다. 참고로 재무지표(*FV*1)로는 총자산(로그변환), 부채비율, PBR, 매출액 증가율, 총자산 대비 영업활동현금흐름 · 현금성자산 · 영업이익을 사용하였다.

두 번째 식은 주주보호 수준이 기업의 현금성자산 보유규모에 미치는 영향을 추정하기 위한 다음과 같은 회귀모형을 설정하였다.

• [회귀모형 (2)] 현금성자산 결정식

$$Cash_{i,t} = \alpha + \beta_1 SP_{i,t} + \beta_2 FV2_{i,t} + \beta_3 OV_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

*Cash*는 현금 및 현금성자산을 총자산으로 나눈 값으로 기업의 현금자산 보유규모를 나타낸다. *SP*, *FV*2, *OV*는 주주환원 결정식과 마찬가지로 각각 주주보호 수준, 재무지표, GDP대비 민간신용 비율을 의미한다. 해당 식에서는 재무지표(*FV*2)로 총자산(로그변환), 매출액 증가율, 총자산대비 차입부채 · 자본적지출 · 잉여현금흐름 · 운전자본을 포함하였다.

마지막으로 주주보호 수준, 현금성자산, 주주환원 규모가 기업가치에 미치는 영향을 추정하기 위한 모형은 다음과 같다.

• [회귀모형 (3)] 기업가치 결정식

$$EV_{i,t} = \alpha + \beta_1 SP_{i,t} + \beta_2 Cash_{i,t} + \beta_3 SR_{i,t} + \beta_4 FV3_{i,t} + \beta_5 OV_{i,t} + \beta_6 SP_{i,t} \times Cash_{i,t} + \epsilon_{i,t}$$

EV(Enterprise Value)는 Tobin's Q를 총자산으로 나눈 값으로 기업가치를 나타내며 *SP*, *Cash*, *SR*은 전술한 바와 같이 주주보호 수준, 현금성자산 보유규모, 주주환원을 의미한다. 한편 현금성자산은 기업의 주주보호 수준에 따라 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있는 점을 고려하여 주주보호 수준과의 교차항(*SP* × *Cash*)도 모형에 포함하였다. *FV*3, *OV*는 일부 재무지표를 제외[11]하고 앞의 모형과 동일한 변수로 구성하였다.

2. 분석 결과[12]

주주환원 결정식$_{\text{회귀모형 (1)}}$ 추정 결과$_{\text{[표 8]}}$, 주주보호 수준이 높을수록 주주환원은 확대되는 것으로 나타났다. 주주보호 점수를 비롯한 모든 주주보호 수준 지표는 주주환원 규모에 유의하게 양(+)의 영향을 미치는 것으로 추정되었다. 이는 통념과 같이 일반주주의 권익이 강화될수록 기업이 주주이익 환원을 적극적으로 실시함을 의미한다.

11) 기업가치 결정식의 재무지표(*FV*3)는 (2) 현금성자산 결정식의 재무지표(*FV*2)에서 매출액 증가율, 운전자본/총자산을 제외한 것과 동일하다.
12) 본문에는 추정 결과 중 주요 설명변수 부분만을 표시하였으며, 전체 추정 결과 및 강건성 점검 결과는 〈참고 3〉을 참조하기 바란다.

[표 8] 주주환원과 주주보호 수준 관계[1)]

	(1) 주주 환원	(2) 주주 환원	(3) 주주 환원	(4) 주주 환원
국가별 주주보호(D)	0.013*** (6.58)			
주주보호 점수(A)		0.009*** (6.29)		
조정상대점수 (B2)			0.004*** (2.46)	
조정유동 주식비중(C2)				0.006*** (4.63)
관측치 수	17,473	17,473	17,473	17,473
조정 R^2	0.054	0.055	0.053	0.054

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미. ( )내는 robust t-statistics
자료: LSEG, 자체 시산

[표 9] 현금성자산과 주주보호 수준 관계[1)]

	(1) 현금성 자산	(2) 현금성 자산	(3) 현금성 자산	(4) 현금성 자산
국가별 주주보호(D)	-0.010*** (-7.59)			
주주보호 점수(A)		-0.004*** (-4.66)		
조정상대점수 (B2)			-0.001* (-1.92)	
조정유동 주식비중(C2)				-0.003*** (-5.44)
관측치 수	14,219	14,219	14,219	14,219
조정 R^2	0.428	0.423	0.421	0.425

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미. ( )내는 robust t-statistics
자료: LSEG, 자체 시산

이와 대조적으로 현금성자산 결정식회귀모형 (2) **추정 결과**[표 9], **주주보호 수준 강화는 현금성자산 보유규모 축소로 이어지는 것으로 분석되었다.** 주주보호 수준과 현금성자산 보유규모는 음(-)의 관계를 갖는 것으로 추정되었는데, 이는 주주보호가 미흡할수록 지배주주와 경영자의 재량으로 용이하게 사용할 수 있는 현금보유 유인이 커지는 것으로 해석할 수 있다. Kalcheva and Lins(2007)도 기업의 지배구조가 취약할수록 현금보유가 증가하고 이러한 경향은 주주보호 수준이 낮은 국가에서 더 심화된다는 것을 보여주었는데, 이는 본고의 분석 결과와 유사하다.

이처럼 주주보호 수준이 높을수록 주주환원은 확대되고 현금성자산 보유규모는 축소되는데 다음에서는 주주환원 규모 및 현금성자산 보유규모가 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석해 보았다.

기업가치 결정식회귀모형 (3) **추정 결과**[표 10] **기업의 주주환원 규모는 모든 모형에서 기업가치와 유의하게 양의 관계를 보이며, 주주보호 수준 지표도 대체로 기업가치에 긍정적 영향을 미치는 것으로 나타났다**(모형 1, 3). 이는 주주환원 성향이 높거나 일반주주 보호수준이 양호한 기업에 대한 투자가 선호되며, 그 결과 주가 상승[13)] 등을 통해 기업가치 제고를 견인하는 것으로 해석된다.

13) 고든성장모형(Gordon Growth Model)에 따르면 기업의 주식가치는 배당규모, 배당성장률이 높을수록 상승한다.

$P = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$, P : 주당 가치, D_0 : 현재시점 주당 배당금, k: 요구수익률, g: 배당성장률

현금성자산은 주주보호 수준이 충분히 높은 기업에게만 긍정적으로 작용하는 것으로 나타났다. 현금성자산을 독립항으로 포함한 모형(모형 1,3,5,7)에서는 현금성자산이 많을수록 기업가치는 제고되는 것으로 나타나 기업이 보유한 현금이 자본적지출, 배당, 예비적 자금 등으로 활용되면서 대체로 기업가치를 높일 수 있음을 보여주었다. 그러나 주주보호 수준과의 교차항을 포함하여 분석한 결과(모형 2,4,6,8)를 보면, 주주보호 점수가 일정 수준에 미치지 못하여 현금성자산이 대리인비용으로 해석될 여지가 있는 경우 기업가치에 부정적으로 작용하는 것으로 추정되었다[14].

[표 10] 주주환원과 기업가치 관계[1]

	(1) 기업가치	(2) 기업가치	(3) 기업가치	(4) 기업가치	(5) 기업가치	(6) 기업가치	(7) 기업가치	(8) 기업가치
주주환원	0.362*	0.339*	0.364*	0.358*	0.375*	0.365*	0.374*	0.369*
	(1.78)	(1.69)	(1.80)	(1.79)	(1.86)	(1.83)	(1.85)	(1.85)
자본적지출	8.024***	8.097***	7.925***	7.974***	7.864***	7.862***	7.982***	7.987***
	(5.09)	(5.13)	(5.03)	(5.07)	(5.02)	(5.05)	(5.05)	(5.07)
현금성자산(E)	1.874***	−7.874***	1.790***	−4.979***	1.708***	0.174	1.754***	−2.088
	(3.71)	(−3.00)	(3.57)	(−2.63)	(3.45)	(0.22)	(3.50)	(−1.39)
국가별주주보호(D)	0.110***	−0.038						
	(3.53)	(−0.78)						
현금성자산× 국가별주주보호(E×D)		1.175***						
		(3.48)						
주주보호점수(A)			0.058***	−0.034				
			(2.87)	(−1.11)				
현금성자산× 주주보호점수(E×A)				0.833***				
				(3.28)				
조정 상대점수(B2)					0.019	−0.020		
					(1.42)	(−1.11)		
현금성자산× 조정 상대점수(E×B2)						0.375*		
						(1.75)		
조정 유동주식비중(C2)							0.023	−0.041*
							(1.60)	(−1.71)
현금성자산× 조정유동주식비중(E×C2)								0.602**
								(2.52)
관측치수	16,987	16,987	16,987	16,987	16,987	16,987	16,987	16,987
조정 R^2	0.201	0.204	0.201	0.204	0.199	0.201	0.200	0.203

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미. ( )내는 robust t-statistics
자료: LSEG, 자체 시산

14) 추정모형별로 현금성자산이 기업가치에 플러스로 작용하기 위한 조건은 다음과 같다.

모형	현금성자산의 플러스 효과 조건
2	Cash × (−7.874) + Cash × SP × (1.175) > 0 ⇒ SP ≥ 6.7
4	Cash × (−4.979) + Cash × SP × (0.833) > 0 ⇒ SP ≥ 6.0
6	조정상대점수가 상승할수록 현금성자산과의 교차항을 통해 기업가치 플러스 효과가 확대
8	(−0.041) × δ + (0.602) × δ × Cash > 0 ⇒ Cash ≥ 0.068(표본 내 평균 기업 현금성자산은 0.109)

주주환원이 기업가치에 미치는 영향이 기업의 주주보호 수준이나 영위하는 업종 특징에 따라 차이가 있는지 살펴보기 위해 기업가치 결정식회귀모형 (3)을 주주보호 수준별, 산업별로 나누어 추정해 보았다. 우선 주주보호 수준에 따른 기업가치에 대한 주주환원 효과 차이를 파악하기 위해 기업 표본을 주주보호 점수 중간값을 기준으로 주주보호 취약그룹과 양호그룹으로 구분하여 분석하였다.

추정 결과[표 11] 주주보호 취약그룹에서는 주주환원이 확대될수록 기업가치가 높아지는 모습을 보였으나, 양호그룹에서는 유의하지 않은 것으로 나타나 주주환원 확대의 기업가치 상승효과는 주주보호가 취약한 그룹에서 뚜렷한 것으로 나타났다. 또한 주주보호 취약그룹에서는

[표 11] 그룹별 주주환원과 기업가치 관계[1)]

주주보호 취약군	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
주주환원	0.290*	0.257*	0.296*	0.28*	0.307**	0.303*	0.312**	0.295*
자본적지출	5.649***	5.677***	5.503***	5.511***	5.458***	5.461***	5.443***	5.460***
현금성자산(E)	0.306	−4.151**	0.186	−1.613	0.139	−0.008	0.125	−2.190**
국가별주주보호(D)	0.081**	0.006						
현금성자산×국가별 주주보호(E×D)		0.568**						
주주보호점수(A)			0.049*	0.018				
현금성자산×주주보호점수 (E×A)				0.252				
조정 상대점수(B2)					0.009	0.003		
현금성자산×조정 상대점수 (E×B2)						0.046		
조정 유동주식비중(C2)							−0.008	−0.054**
현금성자산×조정유동주식 비중(E×C2)								0.443***
관측치수	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520
조정 R^2	0.203	0.205	0.203	0.203	0.202	0.202	0.202	0.205

주주보호 양호군	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
주주환원	0.330	0.336	0.331	0.330	0.329	0.326	0.330	0.335
자본적지출	11.219***	11.259***	11.233***	11.264***	11.242***	11.192***	11.167***	11.263***
현금성자산(E)	4.070***	17.757	4.080***	19.607**	4.084***	2.655	4.079***	11.245
국가별주주보호(D)	−0.132	0.017						
현금성자산×국가별 주주보호(E×D)		−1.541						
주주보호점수(A)			−0.105**	0.052				
현금성자산×주주보호점수 (E×A)				−1.650*				
조정 상대점수(B2)					0.002	−0.025		
현금성자산×조정 상대점수 (E×B2)						0.275		
조정 유동주식비중(C2)							−0.033	0.051
현금성자산×조정유동주식비중 (E×C2)								−0.905
관측치수	8,467	8,467	8,467	8,467	8,467	8,467	8,467	8,467
조정 R^2	0.235	0.235	0.235	0.236	0.234	0.235	0.235	0.237

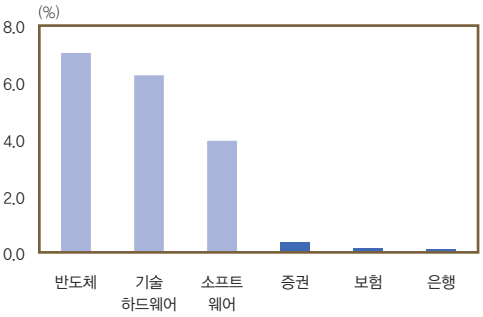
주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
자료: LSEG, 자체 시산

현금성자산이 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않거나 오히려 부정적으로 작용하는 반면 양호한 그룹에서는 기업가치 제고에 도움이 되는 것으로 나타났다. 이는 주주보호 수준이 미흡한 기업의 경우 보유 현금이 일반주주 이익에 부합하는 방식으로 사용될 것이라는 기대가 적어 기업가치 상승요인으로 작용하지 못함을 보여주는 것으로 해석된다. 다만, 주주보호 취약그룹 대상 일부 추정결과(모형 2)에서는 주주보호 점수와 현금성자산 교차항 계수가 양으로 나타나 주주보호가 강화될수록 현금성자산의 마이너스 효과를 완화하는 것으로 분석되었다.

이러한 결과는 Fama and French(1998) 방식을 원용하여 주주보호가 취약한 경우 기업의 현금자산이 낮게 평가되고 주주환원의 기업가치 제고 효과가 높음을 보여준 Pinkowitz et al.(2006)의 분석 결과와 유사하다. 즉 주주보호가 미흡한 상황에서는 지배주주와 경영자가 모든 투자자의 부(wealth)를 극대화하기보다는 사적이익을 추구하는 경향(대리인문제)이 있어 투자자들은 기업의 현금자산을 평가절하하고 주주환원은 더욱 환영하는 것으로 해석된다.

다음으로 주주환원 확대 효과가 산업별 특성에 따라 차별화될 가능성을 살펴보았다. 시설투자, 연구개발과 같은 자본적지출이 기업 성장의 핵심 요소인 산업의 경우 여유자금을 주주환원에 과도하게 사용하면 오히려 기업가치 제고를 저해할 수 있다. 분석대상 기업들을 산업별로 분류[15]하여 총자산대비 자본적지출 비중을 살펴본 결과[그림 9], 반도체, 기술 하드웨어, 소프트웨어 등 IT산업은 자본적지출 비중이 높은 반면 증권, 보험, 은행 등 금융업종은 낮은 것으로 나타났다[16].

[그림 9] 주요 산업의 자본적지출[1]



주: 1) 2023년 기준 자본적지출/총자산
자료: LSEG

이처럼 자본적지출 수준이 다른 산업간 주주환원 효과가 상이한지를 파악하기 위해 산업별로 기업가치 결정식을 추정한 결과[표 12], 자본적지출 규모가 큰 IT산업의 경우 주주환원이 기업가치에 미치는 영향이 뚜렷하지 않았다. 이는 유무형자산에 대한 대규모 자본적지출이 필요한 업종 특성상 주주환원보다 자본투자를 통한 기업가치 제고 효과가 더 클 수 있음을 보여준다. 이와 대조적으로 자본투자 필요성이 낮은 금융업종은 주주환원과 기업가치간 유의하게 양의 관계를 시현하였는데, 이는 금융업이 타업종에 비해 미래성장성이 낮아 배당 확대를 통해 투자자를 유인하고 기업가치를 높일 수 있음을 보여준다.

15) 글로벌산업분류기준(Global Industry Classification Standard)의 69개 산업분류체계(2016년 기준)에 따라 구분하였다.
16) 반도체, 기술하드웨어, 소프트웨어, 은행, 증권, 보험 등 6개 업종이 전체 표본에서 차지하는 비중은 시가총액 기준 약 30.1%이다.

[표 12] 산업별 기업가치 결정요인[1)]

IT산업	소프트웨어	반도체	기술하드웨어
자본적지출	57.61***	1.31	9.74*
잉여현금흐름	22.23***	14.18***	8.34***
매출액증가율	3.04*	4.66***	1.34*
주주환원	−2.98	−0.45	10.99**
관측치 수	286	277	88
조정 R^2	0.358	0.206	0.786

금융업	은행	증권	보험
자본적지출	2.16	51.87*	23.89
잉여현금흐름	0.10**	5.65***	9.80***
매출액증가율	0.02**	0.00	−0.07
주주환원	8.94***	4.26*	0.67***
관측치 수	1,690	503	420
조정 R^2	0.691	0.334	0.442

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
자료: LSEG, 자체 시산

한편 지금까지의 기업가치 결정요인 추정 결과로부터 자본적지출이 기업가치에 대체로 유의하게 양의 영향을 미치는 것을 알 수 있다[표 10]. 이러한 결과는 주주보호가 양호한 기업과 취약한 기업 모두에서 동일하게 나타났는데[표 11] 이는 기업가치를 높이기 위해서는 기업의 활발한 투자활동이 매우 중요하다는 점을 시사하고 있다.

Ⅳ. 시사점

우리나라 기업가치는 기업의 성장성, 안정성에 비해 저평가되어 있다. 기업가치 저평가 원인으로는 미흡한 주주환원과 취약한 기업 지배구조가 주로 거론되는데, 이를 해소하기 위해 주주환원을 확대할 경우 기업가치가 제고될 수 있는지에 대해서는 의견이 엇갈린다. 이에 착안하여 본고에서는 런던증권거래소그룹에서 제공하는 기업별 주주보호 수준 및 재무관련 데이터를 활용하여 주주환원이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다.

실증분석 결과 주주보호를 강화하고 주주환원을 확대하는 것은 대체로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업의 주주보호 수준이 높을수록 현금성자산을 보유하기보다는 주주환원을 확대하는 경향이 있으며, 주주환원 확대는 기업가치를 높이는 것으로 확인되었다. 특히 기업가치 제고 효과는 주주보호가 미흡한 그룹에서 더 뚜렷하였는데, 이는 주주보호 수준이 취약한 기업은 여유자금을 현금성자산으로 보유하는 것보다 주주환원으로 활용하는 것이 대리인 문제를 완화할 수 있음을 시사한다. 또한 산업별 분석 결과 미래 성장을 위해 지속적인 대규모 자본적지출이 필요한 산업의 경우 주주환원 확대시 자본투자 기회가 제약되어 기업가치 제고 효과가 제한적인 것으로 나타났다. 아울러 전반적인 추정 결과로부터 자본적지출이 기업가치에 대체로 유의하게 양의 영향을 미치는 것을 알 수 있었는데 이는 기업의 활발한 투자활동이 기업가치 제고에 중요하다는 사실을 지지한다.

이와 같은 분석 결과는 주주보호가 취약한 우리나라의 경우 주주환원 확대를 통해 기업가

치를 높일 수 있으며, 이 과정에서 몇 가지 사항을 유념해야 함을 보여준다. 우선 기업에 대한 시장평가가 적절히 이루어질 수 있도록 기업가치에 영향을 미치는 주주환원 확대, 투자계획 공시 등의 활성화를 지원하는 한편 주주환원에 적극적인 기업에 대한 인센티브를 마련할 필요가 있다. 또한 성장 속도가 빠른 산업의 경우 자본적지출이 기업가치에 중요한 요소인 만큼 업종별 특성을 감안하여 기업가치 제고 방안으로 주주환원뿐만 아니라 자본투자의 중요성도 함께 고려되어야 한다. 무엇보다 기업가치 제고와 주주이익 성장이 병행되도록 지배주주 위주의 의사결정에서 벗어나 일반주주의 권익을 강화하고 기업 분할 · 합병 과정에서의 투자자 신뢰 제고 등을 위한 기업 지배구조 개선 노력도 중장기적인 시계에서 꾸준히 뒷받침되어야 한다.

〈참고 1〉

기업 지배구조와 현금보유, 기업가치 등에 관한 연구

기업이 보유한 현금은 자본적지출, 배당, 예비적 자금 등으로 활용 가능하여 기업가치에 대체로 긍정적인 영향을 미친다. 다만, 지배주주나 경영자 재량으로 비교적 용이하게 사용될 수 있어 내부 감시체계가 미흡하거나 일반주주의 권익 수준이 낮은 상황에서는 기업 전체의 이익을 제고하기보다는 사적으로 유용될 소지가 있다. 따라서 현금성자산이 기업가치에 미치는 영향은 기업의 주주보호 수준에 따라 달라질 수 있다.

Dittmar and Mahrt-Smith(2007)는 1990~2003년중 미 주식시장에 상장된 1,952개 기업을 대상으로 지배구조를 고려하여 현금이 기업가치에 미치는 영향을 추정하였다. 경영권 방어(anti takeover) 수단이 적을수록, 일반투자자보다 기업을 면밀히 모니터링할 수 있는 기관 및 연금투자자 비중이 높을수록 지배구조 수준이 높은 것으로 간주하였다. 추정 결과, 현금 1달러의 가치는 기업 지배구조가 취약한 경우 0.42~0.88달러 수준으로 평가되는 반면 양호한 경우에는 1.27~1.62달러로 평가되는 것으로 분석되었다.

Pinkowitz et al.(2006)은 1988~98년중 35개국 연평균 6,912개 기업을 대상으로 국가별 제도적 수준, 금융시장 발전정도, 경제발전 수준 등을 측정하는 지표들을 기준으로 상위그룹과 하위그룹으로 구분하여 회귀분석 후 양 집단간 추정계수를 비교해 보았다. 분석 결과 주주보호가 취약한 국가에서는 기업이 보유한 현금 가치가 낮게 평가되는 것으로 나타났으며 이 경우 배당지급을 통해 기업가치 제고가 가능한 것으로 제시하였다.

Kalcheva and Lins(2007)는 1996년중 31개국 5,102개 기업을 대상으로 횡단면분석을 실시하였으며, 일반주주 보호가 취약한 경우 기업이 많은 현금을 보유하는 것은 기업가치에 부정적으로 작용하고 배당지급을 통한 기업가치 제고가 가능함을 확인하는 등 선행연구와 유사한 결과를 보여주었다.

Brockman et al.(2022)은 2001~15년중 21개국 연평균 1,268개 기업을 대상으로 지속적인 배당지급을 통한 기업가치 제고 가능성을 보여주었다. 해당 기업군 내에서 여유현금으로 배당을 지속적으로 지급하는 기업의 가치가 높았으며 특히 일반주주 보호가 취약한 국가에서는 꾸준한 배당지급이 경영인의 재량적인 현금 사용 등 대리인 문제를 해소할 수 있어 배당평탄화 프리미엄이 높다는 결과를 제시하였다.

〈참고 2〉

국가별 주주보호 점수 현황 및 분포

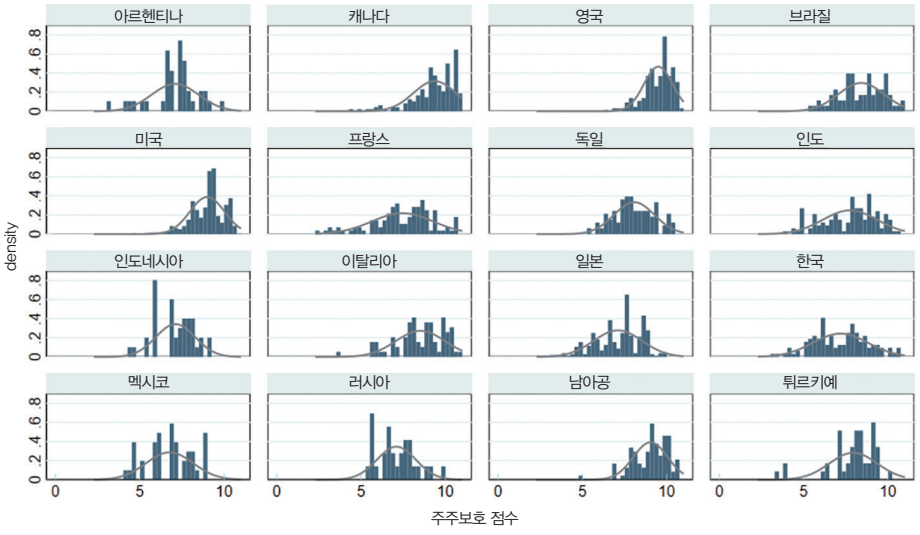
국가별 주주보호 수준을 비교해 보기 위해 런던증권거래소그룹(London Stock Exchange Group)에서 제공하는 글로벌 기업 지배구조 데이터 중 주주보호 관련 항목을 선정하여 2019~23년중 기업별 주주보호 점수를 연도별로 자체 시산한 후 이를 국가별로 합산하여 평균과 표준편차를 산출하였다. 산출 결과 영국, 캐나다, 미국 등 주요 선진국의 경우 상장기업의 주주보호 점수가 높은 반면 일본, 멕시코, 아르헨티나 등은 낮은 것으로 나타났다.

[표 A1] 국가별 주주보호 점수 현황 요약[1)]

	평균	표준편차		평균	표준편차
아르헨티나	6.59	1.61	인도네시아	6.92	1.21
캐나다	9.23	1.30	이탈리아	8.28	1.46
영국	9.31	0.95	일본	6.10	1.65
브라질	8.20	1.45	한국	6.76	1.70
미국	8.92	1.05	멕시코	6.47	1.39
프랑스	7.11	1.93	러시아	6.72	1.10
독일	7.75	1.25	남아공	8.94	1.06
인도	7.52	1.58	튀르키예	7.42	1.39

주: 1) 2019~2023년 기준
자료: LSEG

2023년 기준으로 작성된 국가별 주주보호 점수 분포도를 보면 영국, 미국, 캐나다 등의 상장기업 주주보호 점수는 높은 구간에 집중되어 있는 반면 우리나라를 비롯한 일본, 이탈리아 등은 다양한 점수대에 골고루 분포되어 있는 모습이다.



〈참고 3〉

실증분석 세부 결과

[표 A2] 주주환원 결정식 추정결과

	(1) 주주환원	(2) 주주환원	(3) 주주환원	(4) 주주환원
총자산	−0.019***	−0.021***	−0.022***	−0.021***
	(−6.73)	(−7.11)	(−7.24)	(−7.11)
부채비율	0.000	0.000	0.001	0.001
	(0.60)	(0.65)	(0.77)	(0.82)
PBR	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.93)	(0.95)	(0.97)	(0.91)
매출액증가율	0.000	0.000	0.000	0.000
	(0.56)	(0.56)	(0.57)	(0.58)
영업활동현금흐름	−0.045	−0.041	−0.034	−0.04
	(−0.68)	(−0.63)	(−0.52)	(−0.61)
현금성자산	0.250***	0.243***	0.231***	0.244***
	(3.66)	(3.66)	(3.49)	(3.60)
영업이익	0.089	0.088	0.084	0.092
	(0.99)	(0.97)	(0.93)	(1.02)
국가별주주보호	0.013***			
	(6.58)			
주주보호점수		0.009***		
		(6.29)		
조정 상대점수			0.004**	
			(2.46)	
조정 유동주식비중				0.006***
				(4.63)
상수항	0.349***	0.433***	0.503***	0.467***
	(5.49)	(6.48)	(7.12)	(6.89)
관측치수	17,473	17,473	17,473	17,473
조정 R^2	0.054	0.055	0.053	0.054

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
2) ( )내는 robust t-statistics
자료: 자체 추정

[표 A3] 현금성자산 결정식 추정결과

	(1) 현금성 자산	(2) 현금성 자산	(3) 현금성 자산	(4) 현금성 자산	(5) 현금성 자산	(6) 현금성 자산	(7) 현금성 자산	(8) 현금성 자산
총자산	−0.004***	−0.004***	−0.006***	−0.006***	−0.006***	−0.006***	−0.004***	−0.004***
	(−4.01)	(−3.69)	(−5.63)	(−5.55)	(−5.67)	(−5.53)	(−3.77)	(−4.08)
차입부채	−0.035***	−0.037***	−0.032***	−0.031***	−0.032***	−0.031***	−0.039***	−0.035***
	(−3.48)	(−3.62)	(−3.14)	(−3.09)	(−3.16)	(−3.09)	(−3.81)	(−3.46)
자본적지출	0.04	0.03	0.03	0.03	0.03	0.03	0.039	0.025
	(0.97)	(0.82)	(0.69)	(0.72)	(0.72)	(0.71)	(1.09)	(0.70)
운전자본	0.323***	0.325***	0.320***	0.319***	0.319***	0.320***	0.325***	0.323***
	(20.59)	(20.65)	(20.48)	(20.47)	(20.46)	(20.48)	(20.69)	(20.60)
잉여현금 흐름	0.064**	0.061**	0.069***	0.070***	0.070***	0.070***	0.060**	0.062**
	(2.45)	(2.36)	(2.66)	(2.70)	(2.68)	(2.72)	(2.32)	(2.42)
매출액 증가율	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
	(−0.13)	(−0.21)	(−0.06)	(−0.08)	(−0.07)	(−0.09)	(−0.22)	(−0.17)
민간신용/ GDP	0.009***	0.011***	0.010***	0.010***	0.010***	0.010***	0.009***	0.012***
	(2.87)	(3.48)	(3.21)	(3.17)	(3.26)	(3.22)	(2.85)	(3.71)
주주보호 점수(A)	−0.004***							
	(−4.66)							
유동주식 비중(C1)		−0.000***		0.000		0.000		
		(−4.02)		(−0.17)		(0.92)		
주주보호 상대점수(B1)			0.003		0.051*			
			(0.58)		(1.74)			
국가별 주주보호(D)			−0.010***	−0.010***	−0.007***	−0.006		
			(−7.59)	(−6.78)	(−3.02)	(−1.29)		
(B1)×(D)					−0.006			
					(−1.64)			
(C1)×(D)						0.000		
						(−0.96)		
조정 상대점수							−0.001*	
							(−1.92)	
조정유동 주식비중								−0.003***
								(−5.44)
상수항	0.175***	0.152***	0.263***	0.263***	0.240***	0.230***	0.144***	0.162***
	(6.82)	(6.01)	(9.12)	(9.00)	(7.39)	(5.20)	(5.72)	(6.40)
관측치 수	14,219	14,204	14,219	14,204	14,219	14,204	14,219	14,219
조정 R^2	0.423	0.423	0.428	0.429	0.429	0.429	0.421	0.425

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
2) ( )내는 robust t-statistics
자료: 자체 추정

[표 A4] 기업가치 결정식 추정결과

	(1) 기업가치	(2) 기업가치	(3) 기업가치	(4) 기업가치	(5) 기업가치	(6) 기업가치	(7) 기업가치	(8) 기업가치
총자산	−0.074***	−0.070***	−0.092***	−0.088***	−0.096***	−0.095***	−0.092***	−0.088***
	(−2.92)	(−2.83)	(−4.11)	(−3.97)	(−4.31)	(−4.31)	(−4.06)	(−3.92)
차입부채	−0.176	−0.210	−0.162	−0.193	−0.124	−0.135	−0.132	−0.162
	(−0.61)	(−0.74)	(−0.57)	(−0.69)	(−0.44)	(−0.49)	(−0.47)	(−0.59)
자본적지출	8.024***	8.097***	7.925***	7.974***	7.864***	7.862***	7.982***	7.987***
	(5.09)	(5.13)	(5.03)	(5.07)	(5.02)	(5.05)	(5.05)	(5.07)
잉여현금흐름	6.512***	6.578***	6.551***	6.568***	6.606***	6.559***	6.595***	6.673***
	(3.92)	(3.98)	(3.97)	(4.02)	(4.03)	(4.09)	(4.00)	(4.07)
주주환원	0.362*	0.339*	0.364*	0.358*	0.375*	0.365*	0.374*	0.369*
	(1.78)	(1.69)	(1.80)	(1.79)	(1.86)	(1.83)	(1.85)	(1.85)
민간신용/GDP	−0.286***	−0.251***	−0.274***	−0.249***	−0.270***	−0.264***	−0.293***	−0.252***
	(−3.88)	(−3.33)	(−3.69)	(−3.39)	(−3.65)	(−3.58)	(−4.15)	(−3.38)
현금성자산(E)	1.874***	−7.874***	1.790***	−4.979***	1.708***	0.174	1.754***	−2.088
	(3.71)	(−3.00)	(3.57)	(−2.63)	(3.45)	(0.22)	(3.50)	(−1.39)
국가별 주주보호(D)	0.110***	−0.038						
	(3.53)	(−0.78)						
(E)×(D)		1.175***						
		(3.48)						
주주보호 점수(A)			0.058***	−0.034				
			(2.87)	(−1.11)				
(E)×(A)				0.833***				
				(3.28)				
조정 상대점수(B2)					0.019	−0.020		
					(1.42)	(−1.11)		
(E)×(B2)						0.375*		
						(1.75)		
조정유동 주식비중(C2)							0.023	−0.041*
							(1.60)	(−1.71)
(E)×(C2)								0.602**
								(2.52)
상수항	1.880***	2.991***	2.704***	3.339***	3.186***	3.323***	3.066***	3.333***
	(2.63)	(3.86)	(5.07)	(5.99)	(6.82)	(6.93)	(5.84)	(6.39)
관측치수	16,987	16,987	16,987	16,987	16,987	16,987	16,987	16,987
조정 R^2	0.201	0.204	0.201	0.204	0.199	0.201	0.200	0.203

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
2) ( )내는 robust t-statistics
자료: 자체 추정

[표 A5] 기업가치 결정식 추정결과 〈robustness check 1〉

▶ 종속변수인 기업가치를 시가총액으로 대체

	(1) 시가총액	(2) 시가총액	(3) 시가총액	(4) 시가총액	(5) 시가총액	(6) 시가총액	(7) 시가총액	(8) 시가총액
총자산	−0.077***	−0.074***	−0.095***	−0.090***	−0.099***	−0.098***	−0.095***	−0.091***
	(−3.05)	(−2.96)	(−4.23)	(−4.08)	(−4.43)	(−4.43)	(−4.18)	(−4.04)
차입부채	−1.217***	−1.252***	−1.205***	−1.236***	−1.168***	−1.178***	−1.176***	−1.207***
	(−4.25)	(−4.44)	(−4.25)	(−4.42)	(−4.16)	(−4.26)	(−4.19)	(−4.37)
자본적지출	7.963***	8.039***	7.867***	7.917***	7.809***	7.806***	7.927***	7.932***
	(5.05)	(5.10)	(5.00)	(5.04)	(4.99)	(5.01)	(5.02)	(5.04)
잉여현금흐름	6.522***	6.589***	6.558***	6.576***	6.613***	6.565***	6.600***	6.679***
	(3.93)	(4.00)	(3.98)	(4.04)	(4.04)	(4.10)	(4.01)	(4.09)
주주환원	0.376*	0.352*	0.377*	0.371*	0.388*	0.378*	0.386*	0.382*
	(1.82)	(1.74)	(1.84)	(1.83)	(1.90)	(1.87)	(1.89)	(1.88)
민간신용/GDP	−0.299***	−0.264***	−0.287***	−0.262***	−0.284***	−0.277***	−0.307***	−0.266***
	(−4.03)	(−3.48)	(−3.85)	(−3.55)	(−3.81)	(−3.74)	(−4.33)	(−3.54)
현금성자산(E)	2.785***	−7.088***	2.705***	−4.248**	2.624***	1.08	2.672***	−1.243
	(5.48)	(−2.70)	(5.37)	(−2.24)	(5.27)	(1.38)	(5.30)	(−0.82)
국가별주주보호(D)	0.106***	−0.043						
	(3.40)	(−0.89)						
(E)×(D)		1.190***						
		(3.52)						
주주보호점수(A)			0.057***	−0.038				
			(2.82)	(−1.22)				
(E)×(A)				0.855***				
				(3.37)				
조정상대점수(B2)					0.018	−0.021		
					(1.35)	(−1.18)		
(E)×(B2)						0.378*		
						(1.76)		
조정유동주식비중(C2)							0.023	−0.042*
							(1.62)	(−1.73)
(E)×(C2)								0.613**
								(2.56)
상수항	2.035***	3.161***	2.823***	3.474***	3.298***	3.436***	3.172***	3.444***
	(2.84)	(4.07)	(5.27)	(6.22)	(7.06)	(7.18)	(6.05)	(6.60)
관측치수	16,982	16,982	16,982	16,982	16,982	16,982	16,982	16,982
조정 R^2	0.228	0.231	0.228	0.231	0.227	0.228	0.227	0.23

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
2) ( )내는 robust t-statistics
자료: 자체 추정

[표 A6] 기업가치 결정식 추정결과 〈robustness check 2〉

▶ 설명변수 중 주주환원을 배당금으로 대체

	(1) 기업 가치	(2) 기업 가치	(3) 기업 가치	(4) 기업 가치	(5) 기업 가치	(6) 기업 가치	(7) 기업 가치	(8) 기업 가치
총자산	−0.048***	−0.047***	−0.048***	−0.046**	−0.050***	−0.049***	−0.049***	−0.048**
	(−2.64)	(−2.58)	(−2.67)	(−2.57)	(−2.69)	(−2.66)	(−2.71)	(−2.58)
차입부채	0.419	0.407	0.41	0.387	0.409	0.377	0.434*	0.422*
	(1.61)	(1.57)	(1.60)	(1.53)	(1.62)	(1.54)	(1.72)	(1.69)
자본적지출	6.419***	6.431***	6.421***	6.446***	6.393***	6.437***	6.367***	6.377***
	(5.65)	(5.66)	(5.57)	(5.58)	(5.55)	(5.59)	(5.57)	(5.60)
잉여현금 흐름	7.834***	7.812***	7.803***	7.770***	7.796***	7.715***	7.913***	7.885***
	(4.01)	(4.02)	(4.03)	(4.05)	(4.08)	(4.16)	(4.11)	(4.16)
배당금	13.216***	13.120***	13.209***	13.139***	13.202***	13.132***	13.198***	13.180***
	(6.47)	(6.47)	(6.50)	(6.48)	(6.51)	(6.53)	(6.54)	(6.57)
민간신용/ GDP	−0.208***	−0.198**	−0.208***	−0.196***	−0.208***	−0.200***	−0.191***	−0.177**
	(−2.70)	(−2.52)	(−2.70)	(−2.58)	(−2.70)	(−2.63)	(−2.61)	(−2.23)
현금성 자산(E)	−0.522	−3.819*	−0.488	−3.811**	−0.492	−2.367***	−0.614	−2.078
	(−1.09)	(−1.94)	(−1.04)	(−2.20)	(−1.11)	(−2.65)	(−1.37)	(−1.34)
국가별 주주보호(D)	0.000	−0.048						
	(0.00)	(−1.13)						
(E)×(D)		0.416*						
		(1.78)						
주주보호 점수(A)			0.010	−0.034				
			(0.48)	(−1.11)				
(E)×(A)				0.426*				
				(1.95)				
조정 상대점수(B2)					0.016	−0.025		
					(1.23)	(−1.52)		
(E)×(B2)						0.454**		
						(2.19)		
조정유동 주식비중(C2)							−0.017	−0.042*
							(−1.23)	(−1.75)
(E)×(C2)								0.258
								(1.14)
상수항	1.756***	2.119***	1.669***	1.975***	1.725***	1.887***	1.865***	1.970***
	(2.91)	(3.63)	(3.17)	(3.77)	(3.09)	(3.44)	(3.22)	(3.66)
관측치수	13,620	13,620	13,620	13,620	13,620	13,620	13,620	13,620
조정 R^2	0.291	0.292	0.291	0.292	0.292	0.294	0.292	0.292

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
2) ( )내는 robust t-statistics
자료: 자체 추정

[표 A7] 기업가치 결정식 추정결과 〈주주보호 그룹별 추정〉

▶ 주주보호 취약그룹

	(1) 기업가치	(2) 기업가치	(3) 기업가치	(4) 기업가치	(5) 기업가치	(6) 기업가치	(7) 기업가치	(8) 기업가치
총자산	−0.105***	−0.103***	−0.126***	−0.124***	−0.131***	−0.131***	−0.133***	−0.129***
	(−3.69)	(−3.62)	(−5.22)	(−5.07)	(−5.30)	(−5.29)	(−5.06)	(−4.89)
차입부채	−0.369	−0.392	−0.343	−0.353	−0.313	−0.315	−0.304	−0.319
	(−1.48)	(−1.56)	(−1.37)	(−1.41)	(−1.24)	(−1.25)	(−1.22)	(−1.28)
자본적지출	5.649***	5.677***	5.503***	5.511***	5.458***	5.461***	5.443***	5.460***
	(5.53)	(5.57)	(5.38)	(5.40)	(5.32)	(5.33)	(5.37)	(5.41)
잉여현금 흐름	4.812***	4.888***	4.853***	4.890***	4.884***	4.881***	4.888***	5.062***
	(6.61)	(6.66)	(6.67)	(6.72)	(6.71)	(6.73)	(6.69)	(6.79)
주주환원	0.290*	0.257*	0.296*	0.284*	0.307**	0.303*	0.312**	0.295*
	(1.87)	(1.67)	(1.92)	(1.84)	(1.97)	(1.90)	(1.99)	(1.91)
민간신용/ GDP	−0.296***	−0.286***	−0.285***	−0.282***	−0.295***	−0.296***	−0.292***	−0.270***
	(−3.46)	(−3.35)	(−3.30)	(−3.29)	(−3.43)	(−3.43)	(−3.46)	(−3.26)
현금성 자산(E)	0.306	−4.151**	0.186	−1.613	0.139	−0.008	0.125	−2.190**
	(0.65)	(−2.13)	(0.42)	(−0.98)	(0.31)	(−0.01)	(0.27)	(−2.22)
국가별 주주보호(D)	0.081**	0.006						
	(2.32)	(0.14)						
(E)×(D)		0.568**						
		(2.18)						
주주보호 점수(A)			0.049*	0.018				
			(1.89)	(0.45)				
(E)×(A)				0.252				
				(1.11)				
조정 상대점수(B2)					0.009	0.003		
					(0.55)	(0.16)		
(E)×(B2)						0.046		
						(0.31)		
조정유동 주식비중(C2)							−0.008	−0.054**
							(−0.44)	(−2.37)
(E)×(C2)								0.443***
								(2.63)
상수항	3.152***	3.689***	3.900***	4.078***	4.349***	4.363***	4.454***	4.579***
	(3.76)	(4.30)	(6.81)	(7.04)	(7.84)	(7.87)	(6.80)	(6.98)
관측치수	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520	8,520
조정 R^2	0.203	0.205	0.203	0.203	0.202	0.202	0.202	0.205

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
2) ( )내는 robust t-statistics
자료: 자체 추정

[표 A8] 기업가치 결정식 추정결과 〈주주보호 그룹별 추정〉

▶ 주주보호 양호그룹

	(1) 기업 가치	(2) 기업 가치	(3) 기업 가치	(4) 기업 가치	(5) 기업 가치	(6) 기업 가치	(7) 기업 가치	(8) 기업 가치
총자산	−0.062*	−0.062*	−0.053	−0.052	−0.056	−0.056	−0.053	−0.052
	(−1.75)	(−1.75)	(−1.56)	(−1.55)	(−1.61)	(−1.62)	(−1.56)	(−1.55)
차입부채	−0.430	−0.436	−0.411	−0.421	−0.431	−0.433	−0.445	−0.434
	(−0.90)	(−0.91)	(−0.86)	(−0.88)	(−0.90)	(−0.91)	(−0.92)	(−0.90)
자본적지출	11.219***	11.259***	11.233***	11.264***	11.242***	11.192***	11.167***	11.263***
	(3.62)	(3.63)	(3.62)	(3.64)	(3.63)	(3.63)	(3.61)	(3.66)
잉여현금 흐름	8.118***	8.190***	8.074***	8.200***	8.055***	8.019***	8.081***	8.173***
	(3.03)	(3.06)	(3.02)	(3.07)	(3.01)	(3.04)	(3.02)	(3.06)
주주환원	0.330	0.336	0.331	0.330	0.329	0.326	0.330	0.335
	(1.11)	(1.13)	(1.11)	(1.08)	(1.11)	(1.10)	(1.11)	(1.13)
민간신용/ GDP	−0.092	−0.118	−0.117	−0.131	−0.134	−0.131	−0.089	−0.110
	(−0.79)	(−0.81)	(−0.86)	(−0.94)	(−0.97)	(−0.96)	(−0.91)	(−1.00)
현금성 자산(E)	4.070***	17.757	4.080***	19.607**	4.084***	2.655	4.079***	11.245
	(4.07)	(0.81)	(4.09)	(2.12)	(4.07)	(1.52)	(4.08)	(1.43)
국가별 주주보호(D)	−0.132	0.017						
	(−1.15)	(0.10)						
(E)×(D)		−1.541						
		(−0.62)						
주주보호 점수(A)			−0.105**	0.052				
			(−2.05)	(0.72)				
(E)×(A)				−1.650*				
				(−1.79)				
조정 상대점수(B2)					0.002	−0.025		
					(0.09)	(−0.98)		
(E)×(B2)						0.275		
						(0.77)		
조정유동 주식비중(C2)							−0.033	0.051
							(−0.72)	(0.86)
(E)×(C2)								−0.905
								(−0.95)
상수항	3.155**	1.882	2.826***	1.334	1.905***	2.058***	2.039**	1.393*
	(2.07)	(1.26)	(3.08)	(1.49)	(2.65)	(2.71)	(2.48)	(1.86)
관측치수	8,467	8,467	8,467	8,467	8,467	8,467	8,467	8,467
조정 R^2	0.235	0.235	0.235	0.236	0.234	0.235	0.235	0.237

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
2) ( )내는 robust t-statistics
자료: 자체 추정

[표 A9] 기업가치 결정식 추정결과 〈산업별 추정〉

	카드 등	은행	통신	증권	보험	소프트웨어	기술 하드웨어
총자산	−0.078	−0.006**	−0.115***	−0.042	−0.022	−0.01	0
	(−1.60)	(−2.04)	(−2.79)	(−0.73)	(−0.85)	(−0.05)	(0.00)
차입부채	0.545**	0.971***	0.692*	1.419*	0.807	−3.313**	−0.198
	(2.10)	(12.25)	(1.81)	(1.88)	(0.70)	(−2.18)	(−0.33)
자본적지출	5.861	2.16	0.882	51.866*	23.892	57.613***	9.742*
	(0.51)	(1.04)	(0.67)	(1.69)	(1.44)	(3.62)	(1.82)
잉여현금흐름	0.413	0.098**	1.082	5.646***	9.799***	22.234***	8.340***
	(0.62)	(2.11)	(1.55)	(3.27)	(3.05)	(4.72)	(5.64)
매출액증가율	−0.003	0.021**	−0.101	0	−0.066	3.037*	1.337*
	(−0.03)	(2.32)	(−0.41)	(−1.21)	(−0.82)	(1.75)	(1.99)
주주환원	4.776**	8.944***	12.037***	4.260*	0.674***	−2.975	10.989**
	(2.65)	(7.95)	(5.66)	(1.86)	(4.74)	(−0.83)	(2.35)
현금성자산	−2.121***	−0.918***	−0.482	2.386	−2.189***	−0.126	−1.924
	(−2.95)	(−13.57)	(−0.45)	(1.12)	(−4.07)	(−0.06)	(−1.72)
주주보호점수	−0.061	0.006	0.002	−0.191	−0.007	−0.181	−0.283***
	(−0.88)	(1.45)	(0.05)	(−1.20)	(−0.14)	(−0.85)	(−4.46)
상수항	2.938**	0.170**	2.982***	2.399	0.59	2.944	2.668
	(2.20)	(2.42)	(3.08)	(1.50)	(0.99)	(0.71)	(1.45)
관측치수	175	1,690	152	503	420	286	88
조정 R^2	0.49	0.691	0.803	0.334	0.442	0.358	0.786

	헬스케어 장비	헬스케어 서비스	IT서비스	자동차	반도체	무선통신	정보 서비스
총자산	−0.323	−0.427***	0.088	0.306*	0.167	0.093*	0.627
	(−1.13)	(−3.02)	(0.69)	(1.72)	(0.38)	(1.73)	(1.38)
차입부채	−0.313	−1.25	0.174	−5.173***	−2.244	−0.159	0.377
	(−0.12)	(−1.29)	(0.08)	(−2.75)	(−0.96)	(−0.46)	(0.15)
자본적지출	30.031**	6.09	18.332**	21.651*	1.31	−0.301	−18.564
	(2.25)	(1.56)	(2.43)	(1.98)	(0.30)	(−0.36)	(−1.28)
잉여현금흐름	5.634	7.671***	14.407***	0.281	14.183***	3.617***	23.537***
	(1.11)	(2.73)	(4.92)	(0.08)	(3.71)	(4.56)	(7.49)
매출액증가율	−0.076	0.762	3.120**	0.829	4.656***	−0.016	−1.456
	(−0.37)	(1.03)	(2.49)	(1.34)	(3.02)	(−0.17)	(−0.86)
주주환원	−0.956*	−0.515*	0.54	10.194*	−0.449	4.216***	1.74
	(−1.70)	(−1.89)	(1.43)	(1.79)	(−1.35)	(3.33)	(0.48)
현금성자산	6.648**	1.857	6.420***	12.517**	5.044	−0.599	10.645
	(2.04)	(1.00)	(3.53)	(2.06)	(1.06)	(−1.16)	(1.30)
주주보호점수	0.843**	−0.028	−0.347**	0.505**	0.279*	−0.026	−0.143
	(2.47)	(−0.24)	(−2.18)	(2.39)	(1.70)	(−0.68)	(−0.74)
상수항	1.525	10.991***	0.012	−11.172**	−5.057	−1.306	−13.605
	(0.36)	(3.17)	(0.00)	(−2.07)	(−0.51)	(−0.99)	(−1.11)
관측치수	345	304	209	162	277	105	85
조정 R^2	0.191	0.401	0.607	0.546	0.206	0.683	0.911

주: 1) ***,**,*은 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함을 의미
2) ( )내는 robust t-statistics
자료: 자체 추정

〈참고문헌〉

금융위원회 (2024), “자본시장 정책과제 추진 방향”, 보도자료(2024.2.6.)

금융위원회 (2024), “상장기업의 「기업가치 제고(밸류업) 계획」 수립 · 공시를 지원하기 위해 가이드라인(안)을 마련했습니다.”, 보도자료(2024.5.2.)

김준석, 강소현 (2023), “코리아 디스카운트 원인 분석”, 자본시장연구원 이슈보고서, 23-05

한국거래소 (2024), “기업가치 제고 계획 가이드라인 확정”, 보도자료(2024.5.27.)

Brockman,P., Hanousek,J., Tresl,J., & Unlu,E. (2022), “Dividend Smoothing and Firm Valuation”, Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.57, No.4, pp.1621-1647

Chen,C.X., Lu, H., & Sougiannis, T. (2012), “The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behavior of Selling, General, and Administrative Costs”, Contemporary Accounting Research, Vol.29, No.1, pp.252-282

Dittmar, A., & Mahrt-Smith, J. (2007), “Corporate Governance and the Value of Cash Holdings”, Journal of Financial Economics, Vol.83, Issue 3, pp. 599-634

Djankov,S., La Porta,R., Lopez-de-Silanes,F., & Shleifer, A. (2008), “The Law and Economics of Self-Dealing”, Journal of Financial Economics 88 (3), pp.430-465

Kalcheva,I., & Lins,K.V. (2007), “International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems”, The Review of Financial Studies, Vol.20, No.4, pp.1087-1112

Larkin,Y., Leary,M.T., & Michaely, R. (2017), “Do Investors Value Dividend-Smoothing Stocks Differently?”, Management Science, Vol.63, No.12, pp.4114-4136

Ni, X., & Zhang, H. (2019), “Mandatory Corporate Social Responsibility Disclosure and Dividend Payouts: Evidence from a Quasi-Natural Experiment”, Accounting and Finance, 58, pp.1581-1612

Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R. (2006), “Does the Contribution of Corporate Cash Holdings and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-country Analysis”, The Journal of Finance, Vol. LXI, No. 6, pp.2725-2751

Copyright © BANK OF KOREA. All Rights Reserved

■ 본 자료의 내용을 인용하실 때에는 반드시 “BOK 이슈노트 No.2025-5에서 인용”하였다고 표시하여 주시기 바랍니다.

■ 자료 내용에 대하여 질문 또는 의견이 있는 분은 커뮤니케이션국 커뮤니케이션기획팀(02-759-4759, 4649)으로 연락하여 주시기 바랍니다.

■ 본 자료는 한국은행 홈페이지(http://www.bok.or.kr)에서 무료로 다운로드 받으실 수 있습니다.