

기업지배구조 수준과 주주환원에 관한 연구 : 기업지배구조보고서상 핵심지표 준수를 중심으로

이경석* · 남혜정**

〈요 약〉

본 연구는 기업의 지배구조 수준이 주주환원에 영향을 미치는지 실증분석하였다. 최근까지 한국 기업들의 가치가 낮게 평가되고 있고, 그 원인으로 낮은 수준의 주주환원과 기업지배구조가 지목되고 있다. 본 연구는 기업지배구조 수준이 주주환원에 미치는 영향을 실증적으로 분석하기 위하여 2018년부터 2024년까지 공시된 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수 여부를 이용하였다. 주요 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수가 높은 기업일수록 주주환원이 유의하게 높게 나타났다. 구체적으로 핵심지표 합산, 주주 및 이사회 관련 핵심지표 준수가 높은 기업일수록 주주환원이 유의하게 높게 나타났으며, 감사기구 관련 핵심지표 준수는 주주환원에 유의하게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 둘째, 2020년 12월 29일 이후 자산 2조 원 이상 상장기업을 대상으로 한 감사위원 분리선출 의무화 정책은 정책 대상 기업들의 주주환원을 높이는 정책 효과가 있는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조 개선이 주주환원의 증대로 이어질 수 있음을 보여준다. 구체적으로 이사회의 독립성 확보, 주주 권익 보호, 감사위원 분리선출과 같은 기업지배구조 개선을 위한 활동과 제도가 기업의 주주환원 증대시키는 효과적인 수단이 될 수 있음을 의미한다. 본 연구는 기업지배구조 수준이 주주환원에 유의적인 영향을 미치고 있음을 보여주었다는 데에 의의가 있다.

〈주제어〉 기업지배구조 수준, 주주환원, 기업지배구조보고서, 감사위원 분리선출

* 동국대학교 대학원 회계학과 박사과정, ceoleeks@gmail.com, 주저자

** 동국대학교 회계학과 교수, namhj@dongguk.edu, 교신저자

논문접수일 2026년 1월 21일

1차수정일 2026년 2월 10일

게재확정일 2026년 2월 12일

I. 서론

최근 우리나라에서는 기업 가치 제고(Value-up)에 관한 관심이 높아지면서, 주주환원에 대한 논의도 활발하게 진행되고 있다. 자본시장연구원의 보고서(김준석과 강소연 2023)¹⁾에 의하면, 특히 한국기업의 주가-장부가 비율(PBR)이 선진국, 신흥국, 아시아태평양지역의 기업들과 비교하여 뚜렷하게 낮은 것으로 나타나고 있다. 이는 한국기업들의 가치가 낮게 평가되고 있음을 의미하며, 다수의 선행연구는 낮은 기업가치평가의 원인으로 낮은 수준의 주주환원과 기업지배구조²⁾를 지목하고 있다. 국내·외 다수의 선행연구는 배당 및 자사주 취득 등 주주환원이 기업 가치에 긍정적인 영향을 미친다는 결과들을 제시하고 있으며(Bhattacharya 1979 ; Miller and Rock 1985 ; Grullon and Michaely 2002 ; 김우진과 임지은 2022 ; 박진혁과 이장우 2022 ; 허강성 2023 ; 이용대 등 2024), 코리아 디스카운트의 주요 원인으로 한국기업의 상대적으로 낮은 주주환원을 지목하였으며(허강성 등 2024 ; 김준석과 강소연 2023), 기업지배구조가 건전할수록 기업 가치가 높아진다는 실증분석 결과들을 제시하고 있으며(La Porta et al. 2002 ; 이장우 등 2011 ; 조수혜와 정강원 2023), 기업지배구조보고서 주주 핵심지표 준수가 높을수록 배당 수준이 높다고 하였다(최현섭 2024). 이처럼 주주환원 및 기업지배구조가 기업 가치에 영향을 미치는 중요한 요인이지만, 기업지배구조가 주주환원에 미치는 영향에 대한 논의는 여전히 진행 중이며, 이에 대한 추가적인 실증분석이 필요한 상황이다.

최근 우리나라는 코리아 디스카운트를 극복하고 기업지배구조를 개선하기 위하여 기업지배구조 공시 의무화(2019년부터 단계적 시행)하였으며, 대주주의 사익편취 규제를 강화하기 위한 공정거래법을 개정(2020년 12월 29일)하였다. 또한, 이사의 주주이익 보호 충실의무 도입, 집중투표제 의무화, 감사위원 분리선출 강화 등을 주요 내용으로 하는 상법을 개정(2025년 7월 3일,

1) 한국의 주가-장부가 비율(PBR)은 2012년부터 2021년까지 평균 1.2로, 선진국 2.2, 신흥국 2.0, 아시아 태평양 1.7, 세계 2.2에 비해 뚜렷하게 낮다. 또한, 2012년부터 2021년까지 한국의 주가-수익 비율 역시 평균 17.0으로, 선진국 22.2, 신흥국 21.3, 아시아 태평양 20.4에 비해 낮다. 한편, 2012년부터 2021년까지 10년간 45개국 상장기업의 주가-장부가 비율에 대해 가장 설명력이 높은 요인은 주주환원으로 37%이며, 이어서 재무적 특성 36%, 거시경제 13%, 기업지배구조 7%, 회계 투명성 4%, 기관투자자 4% 순으로 나타난다.

2) 기업지배구조(Corporate governance)란 소유주와 경영진 간의 대리인 문제를 해결하고, 대리인 비용을 최소화하여 기업의 전반적인 경영과정이 효율적으로 이루어지도록 감시하고 통제하는 제도와 장치(mechanism)의 집합을 의미하며(Jensen and Meckling 1976), 실무적인 관점에서의 기업지배구조는 투자자인 주주가 자신의 투자를 회수하기 위한 수단으로서 기업의 경영자를 감시하는 장치로 정의할 수 있다(Shleifer and Vishny 1987). 소유구조(Ownership structure)란 일반적으로 회사 주식의 분포를 의미한다. 즉 주식의 소유에 기한 의결권의 분포상황 및 경영권의 소재에 초점이 맞춰진 정적인 개념이라고 볼 수 있으며, 기업지배구조와는 구별되어야 하는 서로 다른 개념이라고 볼 수 있다(한국ESG기준원 정재규).

2025년 8월 25일)하는 등 관련 법령과 제도를 지속해서 정비하고 있다. 그러나, 이러한 지배구조 개선을 위한 다양한 노력에도 불구하고 우리나라 기업들의 주주환원은 여전히 낮은 수준³⁾에 머무르고 있으며, 주주환원과 밀접하게 관련된 지배구조 변수가 무엇인지, 지배구조개선 활동들이 주주환원에 어떠한 영향을 미치는지 등에 대한 논의는 아직 미미한 상황이다.

본 연구는 기업의 지배구조 수준이 주주환원에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 이를 위하여 기업들이 공시한 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수 여부를 이용하였다. 2018년부터 2024년까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장기업을 대상으로 분석한 결과, 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수가 높은 기업일수록 주주환원이 유의하게 높게 나타났다. 구체적으로 핵심지표 합산, 주주 및 이사회 관련 핵심지표 준수가 높은 기업일수록 주주환원이 유의하게 높게 나타났다. 감사기구 관련 핵심지표 준수는 주주환원에 유의하게 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 그리고, 2020년 12월 29일 이후 자산 2조 원 이상 상장기업을 대상으로 한 감사위원 분리선출 의무화 정책은 정책 대상 기업들의 주주환원을 높이는 정책 효과가 있는 것으로 나타났다. 본 연구의 결과는 기업의 지배구조 개선이 주주환원의 증대로 이어질 수 있음을 보여준다. 구체적으로 이사회의 독립성 확보, 주주 이익 보호, 감사위원 분리선출과 같은 기업의 지배구조 개선을 위한 제도가 기업의 주주환원 증대시키는 효과적인 수단이 될 수 있음을 시사한다.

본 연구는 기업지배구조 수준 및 주주환원의 측정에 있어 선행연구들과 차별성을 가진다. 먼저, 기업지배구조 수준을 측정하기 위하여 기업지배구조보고서의 자료를 이용하였다. 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수는 기업지배구조에 대한 포괄적 측정치로 기존 선행연구들이 사용했던 최대 주주 지분율, 외국인 지분율, 사외이사 비율 등 개별변수보다는 기업지배구조 수준을 종합적으로 잘 반영한 우수한 대리변수(Proxy)라고 판단된다. 본 연구는 가장 최근(2024년)까지 공시된 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수를 이용하여 포괄적인 기업지배구조 수준을 측정하였다는 점에서 기존 선행연구들이 단편적으로 사용한 지배구조 변수와 차별된다. 또한, 본 연구는 주주환원을 측정 함에 있어 현금배당과 자기주식 취득액을 동시에 고려하여 측정하였다. 이는 현금배당 또는 자기주식 취득액을 개별적으로 측정한 기존 선행연구들과 구분되는 차별점이다. 이외에도, 본 연구는 감사위원 분리선출 의무화제도가 주주환원에 미치는 정책 효과를 이중차분법(DID) 분석을 통하여 실증 분석하였다. 이러한 다각적인 지배구조 관련 제도변화의 효과를 주주환원 관점에서 실증 분석하였다는 점에서 본 연구의 공헌점이 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 관련 선행연구들을 검토하고, 이를 바탕으로 가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구방법론을 제시하고, 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 결론과 한계점에 관하여 기술한다.

3) 최근 10년(2014-2023) 평균 국내 상장사 배당 성향은 26%이다. 미국 42%, 일본 36% 등 선진국은 물론 대만 55%, 중국 31%, 인도 39% 등 주요 신흥국과 비교해도 낮다(금융위원회 2024).

II. 선행연구 및 가설도출

1. 기업지배구조보고서 공시제도

기업지배구조보고서 공시제도는 상장기업이 지배구조 핵심원칙(10개) 준수 여부를 공시하고, 준수하지 못할 때는 그 사유를 설명(Comply or Explain)토록 하여 자율적인 경영 투명성 개선을 유도하는 제도이다. 한국에서는 2017년 한국거래소의 자율공시로 최초 도입된 이후 2019년 자산규모 2조 원 이상 코스피 상장사를 대상으로 의무화하였고, 2022년부터 자산규모 1조 원 이상 코스피 상장사, 2024년부터는 자산규모 5천억 이상 코스피 상장사, 2026년부터는 코스피 전체 상장사에게 공시의무를 확대할 예정이다.

한편, <Table 1>에서 2025년 금융기관을 제외한 공시 대상 상장기업 501개 사의 자산총액 분포도를 살펴보면4), 자산총액 2조 원 이상인 기업의 수는 225개 사(45%), 자산총액 1조 원 이상 2조 원 미만인 기업의 수는 127개 사(25%), 자산총액 5천억 원 이상 1조 원 미만인 기업의 수는 149개 사(30%)이다.

<Table 1> 연도별 기업지배구조보고서 제출 현황

구 분	자산총액						
	2조 원 이상			1조 원 이상		5,000억 원 이상	
	2019년	2020년	2021년	2022년	2023년	2024년	2025년
금융회사	39	40	40	41	39	38	40
비금융회사	161	171	175	304	327	488	501
전체	200	211	215	345	366	526	541

출처 : 2025.06.04. 한국거래소 보도자료

2025년 7월 3일 국회 본회의에서 의결된 상법 일부 개정 법률안은 한국기업의 지배구조와 주주 권리 보호, 경영 투명성 강화에 중대한 변화를 초래하는 내용5)들로 구성되어 있으며, 주요

4) 출처, 한국거래소 보도자료(2025년 6월 4일)

5) 가. 이사의 충실의무 확대

이사는 직무수행 시 ‘회사 및 주주’를 위한 결정을 해야 하며, 구체적으로는 총주주의 이익을 보호하고 전체 주주를 공평하게 대우하여야 한다.

나. 사외이사 제도 강화 및 명칭 변경

‘사외이사’라는 명칭이 ‘독립이사’로 변경되며, 상장회사의 경우 독립이사 의무선임비율이 기존 1/4에서 1/3으로 상향되었다. 또한, 독립이사는 임원들과 독립적으로 역할을 수행하여야 한다.

다. 감사위원회 선임 관련 3%를 강화

감사위원회 위원 선임 시, 최대주주 및 특수관계인의 행사할 수 있는 의결권이 합산 3%로 제한되었다.

개정 내용은 다음과 같다.

구 분	주요 개정 내용	시행 시기
이사의 '주주에 대한' 충실 의무 명시	이사의 의무 대상을 기존 '회사'에서 '회사 및 주주'로 확대	2025년 7월 22일 공포 즉시
사외이사의 명칭을 독립이사로 명칭 변경	상장사 이사회 1/3 이상 독립이사 선임 필수	2026년 7월 23일
감사위원 3% Rule 확대 적용	최대 주주와 특수관계인 의결권 합산 3% 제한	2026년 7월 23일
전자주주총회 의무화	자산 2조 원 이상 상장사는 현장 병행형 전자주주총회 의무 개최	2027년 1월 1일

또한, 2025년 8월 25일 국회 본회의에서 의결된 상법 일부 개정 법률안은 소수주주의 권익 보호 및 기업 지배구조 개선 등 중대한 변화를 초래하는 내용⁶⁾으로 구성되어 있으며, 주요 개정 내용은 다음과 같다.

구 분	주요 개정 내용	시행 시기
집중투표제 의무화	자산 2조 원 이상 상장기업, 이사 선임에 집중투표제 의무화	공포 후 1년 후부터 시행
감사위원 분리선출 확대	자산 2조 원 이상 상장기업, 분리선출 감사위원 수를 2명 이상으로 확대	공포 후 1년 후부터 시행

라. 전자주주총회 의무화

자산 2조 원 이상 상장사는 현장 병행형 전자주주총회 개최가 의무화되었다.

전자주주총회란 실제 모임 없이 온라인(가상공간)에서만 열리거나, 오프라인 및 온라인 병행 개최하는 것으로, 전자주주총회 참석 주주는 기존 전자투표와 달리 실시간으로 의결권 행사 및 의사결정 과정에 직접 참여할 수 있게 된다. 즉, 단순 참관형이 아니라 실질적 참가형 주주총회로서 기존의 전자투표와는 차이가 있다.

6) 가. 집중투표제 의무화

자산총액 2조 원 이상 상장회사는 정관으로 집중투표제를 배제할 수 없도록 의무화하였다. 집중투표제도란 주주총회에서 여러 명의 이사를 선임할 때, 각 주주가 1주당 이사 수만큼의 의결권을 갖고 원하는 후보자에게 표를 몰아줄 수 있는 투표 제도이다. 즉, 여러 표를 하나의 후보(혹은 소수 후보)에게 집중적으로 행사할 수 있어 단순 투표제에 비해 소액주주의 권리를 더 많이 보장하게 된다.

나. 감사위원 분리선출 대상 확대

자산총액 2조 원 이상 상장회사는 감사위원 분리 선출 대상을 기존 1명에서 2명 이상으로 확대하였다. 감사위원 분리선출 제도란 주주총회에서 감사위원이 될 이사 1인 이상을 다른 이사들과 분리하여 별도로 선임하는 제도이다. 이는 감사위원 선임 시 대주주의 의결권을 3%로 제한함으로써, 대주주로부터 감사위원의 독립성을 확보하는 데 있다.

한편, 2025년 7월 9일, 김남근 의원은 자사주를 대주주 경영권 방어와 지배력 강화에 악용하지 못하도록 예방하고 주주가치 제고를 목적으로 상장회사가 자기주식을 취득할 경우⁷⁾ 원칙적으로 1년 이내에 소각하도록 하고, 임직원 보상 등 예외적으로 보유가 필요한 경우에는 정기주주총회의 승인을 받도록 하는 내용의 상법 개정안(의안번호 ; 2211373)을 발의했다.

또한, 2025년 7월 14일 차규근 의원이 발의한 법안(의안번호 ; 2211460)은 자기주식의 보유기간을 원칙적으로 6개월로 제한하고, 임직원 보상 등 예외 사유가 있는 경우에만 보유를 허용하는 내용이 포함되어 있으며, 2025년 7월 22일 김현정 의원이 발의한 법안(의안번호 ; 2211631)은 자기주식 취득의 원칙 소각, 예외적 허용 시 정기주주총회 승인을 받도록 하는 등의 내용이 포함되어 있다.

2. 선행연구

가. 주주환원 관련 선행연구

배당 및 자사주 취득 등 주주환원 정책에 대한 논의는 오랜 기간 논의되었던 연구 주제이며, 대표적으로 주주환원의 유인으로 제시되고 있는 이론들을 살펴보면, 배당신호 이론과 대리인 이론이 있다.⁸⁾ 배당신호 이론에 의하면, 정보 비대칭(Asymmetric Information)하에서 배당이 경영

7) 상법 제341조(자기주식의 취득)

- ① 회사는 다음의 방법에 따라 자기의 명의로 자기의 주식을 취득할 수 있다. 다만, 그 취득가액의 총액은 직전 결산기의 대차대조표상의 순자산액에서 제462조 제1항 각 호의 금액을 뺀 금액을 초과하지 못한다.
 1. 거래소에서 시세(時勢)가 있는 주식의 경우에는 거래소에서 취득하는 방법
 2. 제345조 제1항의 주식의 상환에 관한 종류주식의 경우 외에 각 주주가 가진 주식 수에 따라 균등한 조건으로 취득하는 것으로서 대통령령으로 정하는 방법
- ② 제1항에 따라 자기주식을 취득하려는 회사는 미리 주주총회의 결의로 다음 각 호의 사항을 결정하여야 한다. 다만, 이사회의 결의로 이익배당을 할 수 있다고 정관으로 정하고 있는 경우에는 이사회의 결의로써 주주총회의 결의를 갈음할 수 있다.
 1. 취득할 수 있는 주식의 종류 및 수
 2. 취득가액의 총액 한도
 3. 1년을 초과하지 아니하는 범위에서 자기주식을 취득할 수 있는 기간
- ③ 회사는 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 제462조 제1항 각 호의 금액의 합계액에 미치지 못할 우려가 있는 경우에는 제1항에 따른 주식의 취득을 하여서는 아니 된다.
- ④ 해당 영업연도의 결산기에 대차대조표상의 순자산액이 제462조 제1항 각 호의 금액의 합계액에 미치지 못함에도 불구하고 회사가 제1항에 따라 주식을 취득한 경우 이사는 회사에 대하여 연대하여 그 미치지 못한 금액을 배상할 책임이 있다. 다만, 이사가 제3항의 우려가 없다고 판단하는 때에 주의를 게을리하지 아니하였음을 증명한 경우에는 그러하지 아니하다.

8) 남혜정, 지배구조와 회계정보가 보험회사의 배당정책에 미치는 영향, 보험학회지 138(2024)

자가 시장 참여자에게 기업의 미래 현금흐름과 이익에 관한 신뢰성 있는 정보를 전달하는 신호(Signal)로 작동한다고 하였다. 즉, 미래 현금흐름이 양호한 기업만이 높은 배당금을 지급할 유인이 있으며, 재무 상황이 좋지 않은 기업이 이를 모방할 때 세금, 현금흐름 위험, 채투자 기회 상실 등 상당한 경제적 비용을 감수해야 한다. 따라서 경영진의 배당 증액은 미래 수익성에 대한 강한 자신감을 시장에 표출하는 행위로 해석된다고 하였다. 또한, 배당의 증가가 기업의 수익 실현 등 현재 상태가 견고함을 나타내어 시장은 이를 현금흐름의 실질적 개선으로 해석하는 반면, 배당 감소는 경영진이 기업 상태에 대해 부정적 정보를 보유하고 있음을 알리는 신호로 간주된다고 하였다(Bhattacharya 1979 ; Miller and Rock 1985).

한편, 대리인 이론에 의하면, 기업지배구조가 현금성 자산의 운용 효율성과 주주환원 여력에 미치는 영향을 미친다고 하였다. 즉, 기업지배구조가 취약할 경우 경영진 및 대주주가 유보된 자금을 사익 추구를 위해 사외로 유출할 위험이 커진다고 하였으며, 지배구조가 열악한 기업에 현금이 과도하게 축적될 때 기업 가치에 미치는 긍정적 효과가 미미하거나 오히려 부정적으로 작용한다고 보았다. 반면, 지배구조가 견실한 기업일수록 경영진의 사적 이익 유출이나 터널링 위험이 낮아지므로 불필요하게 현금을 유보할 유인이 감소한다고 하였다(Dittmar et al. 2003 ; Pinkowitz et al. 2006).

이러한 논의를 바탕으로, 다수의 실증연구는 지배구조 특성이 주주환원(배당 및 자사주) 정책에 영향을 미친다고 하였다. 즉, 이사회 독립성 수준, 사외이사 비율 및 외국인 지분율이 높을수록 경영자의 사적 유용 행위가 줄고 현금성 자산을 적게 보유하면서도 이를 더욱 효율적으로 배분하여 기업의 배당 수준이 높은 경향을 보인다고 하였다(이장우 등 2011 ; 강운식 등 2015 ; 남혜정 2024). 또한, 자사주 관련 행위들이 소유구조를 포함한 다양한 기업지배구조 변수에 영향을 받는다고 하며, 자사주의 취득과 소각은 기업 가치에 긍정적인 영향을, 처분은 부정적인 영향을 미친다고 하였다. 또한 기업의 ESG 활동이 주로 자사주의 취득과 소각에 긍정적인 영향을 미침으로써 기업 가치 제고에 기여한다고 하였다(박진혁과 이장우 2022).

나. 기업지배구조 관련 선행연구

기업지배구조(Corporate governance)란 소유주와 경영진 간의 대리인 문제를 해결하고, 대리인 비용을 최소화하여 기업의 전반적인 경영과정이 효율적으로 이루어지도록 감시하고 통제하는 제도와 장치의 집합을 의미하며(Jensen and Meckling 1976), 실무적인 관점에서의 기업지배구조는 투자자인 주주가 자신의 투자를 회수하기 위한 수단으로서 기업의 경영자를 감시하는 장치로 정의할 수 있다(Shleifer and Vishny 1987).

기업지배구조에 관한 논의는 주로 대리인 이론(Agency Theory)에 기초한다. 즉, 경영자가 자신의 이익을 극대화하려는 유인을 가짐으로써 주주 이익과 충돌하게 되며, 이러한 이해관계의 불일치와 정보 비대칭으로 인해 대리인 비용이 발생한다고 하였다. 대리인 비용을 줄이기 위하

여 이사회, 감사기구, 법적 규제와 같은 제도적 감시 장치와 주식 지분, 스톡옵션 등의 경영자 인센티브가 필요하며, 효율적인 기업지배구조가 경영진에 대한 감시 및 감독 기능을 수행함으로써 기업 가치를 제고할 수 있다고 하였다. 한편, 이러한 대리인 문제는 지배주주와 소수주주 간의 이해 상충 문제로도 확장된다고 하면서 지배주주가 소수주주의 부를 탈취하기 위해 특수관계인 간에 부를 이전시키는 행위를 터널링(Tunneling)으로 정의하고, 법적 투자자 보호 제도가 취약한 국가일수록 대주주가 자산 유출, 배당 축소, 내부거래 등을 통해 사익을 추구할 유인이 크다고 하였다. 이와 관련하여 투자자 보호가 취약할수록 터널링 유인이 강해져 기업 가치 하락을 초래하는 반면, 법적 견제와 외부 감시가 강한 환경에서는 소수주주 권익 보호와 시장의 신뢰가 확보되어 기업 가치가 상승한다고 하였다(Jensen and Meckling 1976 ; Johnson et al. 2000 ; La Porta et al. 2002 ; Shleifer and Wolfenzon 2002).

또한, 지배구조의 질적 수준이 기업 가치에 미치는 다수의 실증연구가 있었다. 주주권 보호가 강하고 경영진 방어장치가 적은 기업일수록 기업 가치와 경영 성과가 높다고 하였다. 주주의 직접적인 참여 수단으로서 집중투표제 채택이 소수주주의 이사회 진입 장벽을 낮추어 경영 감시 기능을 강화한다고 하였으며, 이사 선출 과정에서 재무 전문성을 갖추거나 독립적인 감사위원이 주주들의 높은 지지를 받는다고 하였다(Gompers et al. 2003 ; Zhao and Brehm 2011 ; Gal-Or et al. 2017).

국내 기업을 대상으로 한 연구에서는 기업지배구조와 기업소유구조 특성을 함께 고려한 연구들도 다수 있었다. 즉, 대주주 지분을 증가가 기업 가치 감소로 이어질 수 있으나, 우수한 기업지배구조(특히 이사회)가 갖춰졌을 때 대주주와 소액주주 간의 대리인 비용을 감소시켜 이러한 부정적 효과를 상쇄하는 조절 효과가 있다고 하였다. 재벌 기업의 경우 총수 일가의 지배력으로 인해 이사회의 독립성 효과가 제한적인 반면, 비재벌 기업에서는 이사회 독립성과 공시 투명성이 기업 가치에 긍정적으로 작용한다고 분석하여 기업 집단 특성에 따른 차별적 효과가 있다고 하였다(신민식과 김수은 2010 ; 송중기와 우태우 2020). 또한, 이사회 규모, 사외이사 비율, 외국인 지분을 등 감독 장치가 경영진에 대한 모니터링을 통해 정보 비대칭을 완화하고 기업 가치를 증대시킨다고 하였으며, 기업지배구조 중 이사회 항목이 우수한 기업은 기업 가치를 가장 크게 증가시킨다고 하였다(조수혜와 정강원 2023 ; 김기영과 이용환 2024). 한편, 기업지배구조보고서 주주 관련 핵심지표 준수가 높을수록 배당 수준이 높고, 이사회와 감사기구 관련 핵심지표는 배당과 관련성이 없다고 하였으며, 감사기구 관련 핵심지표 준수가 높을수록 재량적 발생액이 낮아져 회계 투명성이 제고된다고 하였다(최현섭 2024 ; 김미리 등 2024).

3. 가설설정

기업지배구조와 주주환원과 관련된 선행연구들은 다음과 같은 연구 결과를 제시하고 있다.

먼저, 기업지배구조는 기업의 대리인 문제를 완화하는 데 중요한 역할을 한다. Jensen and Meckling (1976)는 경영자와 주주 간의 대리인 비용은 지배구조의 미흡으로 인해 심화할 수 있으며, Johnson et al.(2000)과 La Porta et al.(2002)은 대주주의 지분율이 높을수록 소수 주주의 권익이 침해되고 대주주의 사익 추구(터널링) 유인이 커진다고 하였다. 한편, 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수가 높을수록 주주, 이사회 및 감사기구의 외부 감시 및 견제 기능의 활성화 등 제도적 장치가 잘 작동하며, 이는 대리인 비용을 효과적으로 감소시켜 주주의 이익을 보호한다고 할 수 있다(신민식과 김수는 2010 ; 김기영과 이용환 2024 ; 조수혜와 정강원 2023).

또한, 높은 기업지배구조 수준은 주주환원 증가로 직접적으로 연결될 가능성이 높음을 알 수 있다. Bhattacharya(1979)와 Miller and Rock(1985)은 배당이 기업의 미래 현금 흐름과 이익에 대한 긍정적인 신호로 작동한다고 보았으며, Dittmar et al.(2003)와 Pinkowitz et al.(2006)은 기업 지배구조가 건실한 기업은 현금을 불필요하게 유보하기보다 주주환원에 활용할 유인이 커진다고 하였다. 최현섭(2024)은 기업지배구조보고서의 주주 관련 핵심 지표가 배당 수준과 양(+)의 관련성을 갖는다고 하였으며, 이장우 등 (2011)과 남혜정(2024)은 외국인지분율 등 외부 감시 및 견제와 관련된 기업지배구조 수준이 높을수록 배당 수준이 증가한다고 하였다. 박진혁과 이장우 (2022)는 기업지배구조 수준에 따라 자사주 매입 및 소각과 같은 주주환원이 영향을 받는다고 하였다. 한편, 김성민(2014)과 조영석(2007)은 기업의 성장기에는 미래 높은 수익성을 가진 투자 기회가 많아지고, 이에 따른 추가적인 자금 수요는 증대할 것이므로, 성장기 기업일수록 주주환원 수준이 낮을 것이라고 하였다.

이러한 선행연구들을 종합하면, 기업지배구조보고서의 핵심 지표 준수가 높은 경우 대리인 비용을 감소시키고, 기업 가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이며, 소수주주의 권익보호가 강화되어 배당 증가 및 자사주 매입 및 소각과 같은 주주환원 수준이 높아질 것이라는 논리적 추론이 가능하다. 따라서 본 연구는 기업 지배구조보고서의 핵심지표 준수가 높은 기업일수록 주주환원이 증가할 것이라는 가설을 설정하였다.

가설 1 : 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수 수준이 높은 기업일수록 주주환원 수준은 높을 것이다.

한편, 감사위원 분리선출 제도는 주주총회에서 감사위원이 될 이사를 다른 이사와 별도로 선임하고, 이 과정에서 지배주주와 특수관계인의 의결권을 3%로 제한함으로써 지배주주로부터 독립적인 인물이 감사위원으로 선임될 가능성을 높인다. 이에 따라 감사위원 분리선출은 감사기구의 독립성을 확보하여 경영진에 대한 감시 및 견제 기능을 강화할 것이다. 이처럼 강화된 경영진에 대한 감시 및 견제 기능은 지배주주 및 경영진의 사적 이익 추구 행위와 잉여현금흐름의 비효율적 사용을 효과적으로 통제하며(강윤식 등 2015), 배당이나 자사주 매입 등의 주주환원을 증가시킬 것이다. 또한, 감사기구의 독립성 확보는 회계정보의 신뢰성을 증대시켜 정보 비대칭

을 완화하고, 이는 주주환원 정책의 긍정적 신호 효과로 작용할 것이다(Bhattacharya 1979 ; Miller and Rock 1985). 이러한 선행연구들을 종합하면, 감사위원 분리선출 실시는 주주환원을 높일 것이라는 논리적 추론이 가능하다. 따라서 본 연구는 감사위원 분리선출을 실시한 기업일수록 주주환원 수준을 높일 것이라는 가설을 설정하였다.

가설 2 : 감사위원 분리선출을 실시한 기업일수록 주주환원 수준을 높일 것이다.

III. 연구 설계

1. 변수의 측정

가. 주주환원의 측정

본 연구는 기업의 주주환원 정책을 측정하기 위해 주주환원 수준(Share_return)을 종속변수로 사용하였다. 전통적인 배당정책 연구들이 현금배당만을 고려했던 것과 달리, 최근 기업들은 자사주 매입을 주주환원 수단으로 적극 활용하고 있다. 이에 본 연구는 우승엽 등(2025), 박진혁과 이장우(2024), 박진혁 등(2025) 등 선행연구의 접근 방식을 따라, 현금배당(중간 배당 포함)과 자사주 매입을 모두 포괄하는 총 주주환원 개념을 적용하였다. 구체적으로 주주환원 수준은 당기 현금배당액과 자사주 매입액의 합을 총자산으로 나누어 산출하였으며, 그 식은 다음과 같다.

$$Share_return_{i,t} = DV_{i,t} + Share_repur_{i,t}$$

Where,

$Share_return_{i,t}$ = t기 주주환원 수준(DV+Share_repur) ;

$DV_{i,t}$ = t기 현금 배당액(중간 배당 포함) / t기 총자산 ;

$Share_repur_{i,t}$ = t기 자기주식 취득액 / t기 총자산.

나. 독립변수의 측정

현행 기업지배구조보고서의 핵심원칙⁹⁾은 10개로 구성되어 있으며, 기업지배구조보고서 핵심

-
- 9) ① 주주는 권리행사에 필요한 충분한 정보를 시의적절하게 제공받고, 적절한 절차에 의해 자신의 권리를 행사할 수 있어야 한다.
 ② 주주는 보유주식의 종류 및 수에 따라 공평한 의결권을 부여받아야 하고, 주주에게 기업정보를 공평하게 제공하는 시스템을 갖추는 노력을 해야 한다.
 ③ 이사회는 기업과 주주이익을 위하여 기업의 경영목표와 전략을 결정하고, 경영진을 효과적으로 감독하여야 한다.
 ④ 이사회는 효율적으로 의사를 결정하고 경영진을 감독할 수 있도록 구성하여야 하며, 이사는 다양한

지표¹⁰⁾는 주주, 이사회, 감사기구의 핵심지표로 구성되며 주주 핵심지표는 5개, 이사회 핵심지표는 6개, 감사기구 핵심지표는 4개로 총 15개로 구성된다.

대분류	중분류
주주 (5개)	1. 주주총회 4주 전에 소집공고 실시
	2. 전자투표 실시
	3. 주주총회의 집중일 이외 개최
	4. 현금배당 관련 예측가능성 제공 (2023년 10월 개정)
	5. 배당정책 및 배당계획 연 1회 이상 주주 통지
이사회 (6개)	6. 최고경영자 승계정책 마련 및 운영
	7. 위험관리 등 내부통제정책 마련 및 운영
	8. 이사회 의장의 사외이사 여부
	9. 집중투표제 채택 여부
	10. 기업 가치 훼손, 주주권익 침해자 임원 선임 방지 정책 수립
	11. 이사회 성별 다양성(단일성 회피) (2023년 10월 개정)
감사기구 (4개)	12. 독립적 내부감사부서 설치
	13. 내부감사기구 내 회계 또는 재무 전문가 존재
	14. 내부감사기구가 분기별 1회 이상 경영진 불참 외부감사인과 회의 개최
	15. 경영 관련 중요정보 접근 절차 마련 및 운영

본 연구는 안성희(2021), 두서영과 윤성수(2023), 최현섭(2024), 김미리 등(2024) 등 선행연구의 접근 방식을 따라 독립변수를 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수로 설정하였으며, 한국거

주주의견을 폭넓게 반영할 수 있는 투명한 절차를 통하여 선임되어야 한다.

- ⑤ 사외이사는 독립적으로 중요한 기업경영정책의 결정에 참여하고 이사회의 구성원으로서 경영진을 감독 지원할 수 있어야 한다.
- ⑥ 사외이사의 적극적인 직무수행을 유도하기 위하여 이들의 활동내용은 공정하게 평가되어야 하고, 그 결과에 따라 보수지급 및 재선임 여부가 결정되어야 한다.
- ⑦ 이사회는 기업과 주주의 이익을 위한 최선의 경영의사를 결정할 수 있도록 효율적이고 합리적으로 운영되어야 한다.
- ⑧ 이사회는 효율적인 운영을 위하여 그 내부에 특정 기능과 역할을 수행하는 위원회를 설치하여야 한다.
- ⑨ 감사위원회, 감사 등 내부감사기구는 경영진 및 지배주주로부터 독립적인 입장에서 성실하게 감사업무를 수행하여야 하며, 내부감사기구의 주요 활동내역은 공시되어야 한다.
- ⑩ 기업의 회계정보가 주주 등 그 이용자들로부터 신뢰를 받을 수 있도록 외부감사인은 감사대상기업과 그 경영진 및 지배주주 등으로부터 독립적인 입장에서 공정하게 감사업무를 수행하여야 한다.

10) 기업지배구조보고서 가이드라인(2024년 6월)

래소의 기업지배구조보고서 가이드라인에 따라 기업이 공시하는 15개 핵심지표 중 해당 기업이 준수하고 있다고 보고한 항목의 개수로 측정하였다. 구체적으로, 기업지배구조보고서 핵심지표 합산 준수 개수와 지배구조의 세부적인 특성이 주주환원에 미치는 영향을 파악하기 위해 주주, 이사회, 감사기구 부문의 핵심지표 준수 개수를 별도로 산출하여 분석하였다.

$Gov_Report_Total_{i,t} = t$ 기 기업지배구조보고서 핵심지표 합산 준수 개수 ;
 $Gov_Report_SCO_{i,t} = t$ 기 기업지배구조보고서 주주 핵심지표 준수 개수 ;
 $Gov_Report_DCO_{i,t} = t$ 기 기업지배구조보고서 이사회 핵심지표 준수 개수 ;
 $Gov_Report_ACO_{i,t} = t$ 기 기업지배구조보고서 감사기구 핵심지표 준수 개수.

기업지배구조보고서 핵심지표의 준수가 높다는 것은 기업 내부적으로 경영진에 대한 견제 장치가 강화되고, 이사회 독립성이 제고되며, 정보 공시의 투명성이 개선됨을 시사한다. 최현섭(2024)은 양호한 기업지배구조를 유지하는 기업은 주주환원 정책에 충실하고, 투자자들도 해당 수준이 높은 기업을 선호한다고 하면서, 바람직한 지배구조와 주주환원 정책을 높이는 경영을 함으로써 투자자가 선호하는 기업이 될 수 있어 궁극적으로 기업의 지속가능성을 높일 수 있다고 하였다. 따라서, 기업지배구조보고서 핵심지표(합산, 주주, 이사회, 감사기구)의 준수가 높을 수록 기업의 주주환원 수준에 유의한 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다.

2. 연구모형

본 연구의 가설 1을 검증하기 위하여 아래 식(1)의 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} Share_return_{i,t} = & \beta_0 + [\beta_1 Gov_Report_Total_{i,t}, \beta_2 Gov_Report_SCO_{i,t}, \\ & \beta_3 Gov_Report_DCO_{i,t}, \beta_4 Gov_Report_ACO_{i,t}] + \beta_6 OWN_{i,t} \\ & + \beta_7 Share_return_dum_{i,t-1} + \beta_8 SIZE_{i,t} + \beta_9 LEV_{i,t} + \beta_{10} CFO_{i,t} \\ & + \beta_{11} SALES_GR_{i,t} + \beta_{12} ROA_{i,t} + \beta_{13} AGE_{i,t} + \beta_{14} BIG4_{i,t} \\ & + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(1)}$$

Where,

$Share_return_{i,t}$ = t기 주주환원 수준(DV+Share_repur) ;
 $DV_{i,t}$ = t기 현금 배당액(중간 배당 포함)/t기 총자산 ;
 $Share_repur_{i,t}$ = t기 자기주식 취득액 / t기 총자산 ;
 $Gov_Report_Total_{i,t}$ = t기 기업지배구조보고서 핵심지표 합산 준수 개수 ;
 $Gov_Report_SCO_{i,t}$ = t기 기업지배구조보고서 주주 핵심지표 준수 개수 ;
 $Gov_Report_DCO_{i,t}$ = t기 기업지배구조보고서 이사회 핵심지표 준수 개수 ;
 $Gov_Report_ACO_{i,t}$ = t기 기업지배구조보고서 감사기구 핵심지표 준수 개수 ;
 $OWN_{i,t}$ = t기 최대주주 지분율, t기(최대주주 주식수 + 자본시장법상 특수관계인 주식수) / 총발행주식 수 ;

$Share_return_dum_{i,t-1}$	=t-1기 주주환원이 0보다 큰 경우 '1'; 아니면 '0';
$SIZE_{i,t}$	=t기 총자산의 자연로그값;
$LEV_{i,t}$	=t기 부채비율(총부채 / 총자산);
$CFO_{i,t}$	=t기 유동성(영업활동 현금흐름 / 총자산);
$SALES_GR_{i,t}$	=t기 매출액증감율{(t기 매출액-t-1기 매출액) / t-1기 매출액};
$ROA_{i,t}$	=t기 수익성(당기순이익[손실] / 총자산);
$AGE_{i,t}$	=t기 기업연령([t기 연도-설립연도]의 자연로그값);
$BIG4_{i,t}$	=t기 회계감사인이 Big4회계법인인 경우 '1'; 아니면 '0';
$YEAR$	=연도더미;
$INDUSTRY$	=산업더미(대분류).

연구모형의 통제 변수는 선행연구를 참조하여 주주환원 수준에 영향을 미치는 요인으로 파악된 최대주주 지분율(OWN), 전기 주주환원 유무(Share return_dum t-1), 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 유동성(CFO), 매출액증감율(SALES_GR), 총자산이익률(ROA), 기업의 연령(AGE), 대형회계법인 여부(BIG4)을 포함하였다. 이 외에도 연도와 산업에 따른 차이를 통제하고자 연구모형에 연도더미(YEAR)와 산업더미(INDUSTRY)를 포함하였다.

대주주 지분율이 높은 경우 기업자산 유출, 배당의 축소, 내부거래 등 사익추구 행위(터널링)와 소수주주의 권익이 침해될 유인이 높아질 것이다. 따라서, 대주주 지분율이 높은 경우 주주환원 수준에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(Johnson et al. 2000; La Porta et al. 1999, 2000; 김병기 2020). 전기의 배당을 실시한 기업은 투자자의 신뢰, 배당정책의 안정성, 시장 반응을 중시하는 경영자 선택의 사유로 전기 주주환원 수준에 따라 당기 주주환원 수준을 결정하는 경향이 강하게 나타날 것이다. 따라서, 전기의 배당 여부는 주주환원 수준에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(Baker et al. 1985; 원정연과 김성민 1999; 남혜정 2024). 기업의 규모가 크고 이익이 안정적으로 창출되는 기업은 지속적 배당이 가능하므로, 적극적인 배당실시가 용이하며, 배당은 경영진의 사익추구를 억제하고 기업 가치 제고 및 주주 신뢰를 강화하는 수단으로 작용하게 될 것이다. 따라서, 기업 규모는 주주환원 수준에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(남혜정 2024; 이장우 등 2011). 부채비율이 높을수록 자금제약 및 파산위험 증가하고, 기업은 내부 현금흐름을 우선적으로 부채상환에 사용하게 되고, 채권자의 감시 기능 강화될 것이다. 따라서, 부채비율은 주주환원 수준에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(Jensen 1986; Stulz 1988; 김병기 2022). 유동성이 양호한 기업은 배당할 수 있는 재무적 여력이 크고, 배당은 잉여 현금흐름을 주주에게 환원하여 대리인 문제를 완화하고, 기업 효율성을 높이는 역할을 수행할 것이다. 따라서, 유동성은 주주환원 수준에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(Jensen 1986; 박진혁과 이장우 2022). 매출액성장률이 높을수록 기업의 내·외부 자금 조달 및 재투자 필요성이 확대되기에 배당보다는 미래 성장에 필요한 유보금(내부자금) 확보에 집중하려고 할 것이다. 따라서, 매출액성장률은 주주환원 수준에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(남혜정

2024 ; 최헌섭 2024). 수익성이 높을수록 경영 효율성과 이익창출력이 양호하다고 할 수 있으므로, 주주환원을 통해 주주가치 증대 및 외부 투자자에게 신뢰를 제공할 유인이 클 것이다. 따라서, 수익성은 주주환원 수준에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(박진혁과 이장우 2022 ; 우승엽 2025). 기업의 성숙기에 가까워진 기업일수록 성장 기회가 감소하고, 주주환원에 대한 강한 인센티브를 가질 것이므로, 주주환원 수준이 높을 것이다(목남희와 송동섭 2014). 반면, 기업의 성장기에는 미래 높은 수익성을 가진 투자 기회가 많아지고, 이에 따른 추가적인 자금 수요는 증대할 것이다. 이 경우 유보된 이익은 기업의 저렴한 자기자본의 조달 원천으로 활용될 수 있으므로 배당은 상대적으로 억제될 것이다. 즉, 미래 높은 수익성을 가진 투자 기회가 많은 성장기 기업일수록 주주환원 수준이 낮을 것이다(김성민 2014 ; 조영석 2007). 일반적으로 높은 감사품질을 유지하는 감사인일수록 확대된 감사절차를 취하며, 이에 따라 경영진에 대한 견제와 감시, 모니터링을 통해 정보 비대칭을 완화할 것이다. 따라서, BIG4 감사인 여부는 주주환원 수준에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다(김다은과 강평경 2018).

본 연구의 가설 2를 검증하기 위하여 아래 식(2)의 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} \Delta_{Share_return_{i,t}}^{MA} = & \beta_0 + \beta_1Treat_{i,t} + \beta_2POST_{i,t} + \beta_3Treat_{i,t}*POST_{i,t} \\ & + \beta_4Share_return_dum_{i,t-1} + \beta_5SIZE_{i,t} + \beta_6LEV_{i,t} + \beta_7CFO_{i,t} \\ & + \beta_8SALES_GR_{i,t} + \beta_9ROA_{i,t} + \beta_{10}AGE_{i,t} + \beta_{11}BIG4_{i,t} \\ & + \sum YEAR + \sum INDUSTRY + \varepsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식(2)}$$

Where,

$\Delta_{Share_return_{i,t}}^{MA}$ = 3년 중심 이동평균 증분 주주환원 수준 ;

$Treat_{i,t}$ = t-1기 자산총액 2조 원 이상이면 1 ; 아니면 0 ;

$POST_{i,t}$ = t기 2021년 이후이면 1 ; 아니면 0.

이외의 변수는 식(1)과 동일함.

상기 이중차분법(Difference-in-Differences, DID) 분석은 감사위원 분리선출 의무화¹¹⁾라는 정책(이벤트)이 실제로 주주환원 수준에 인과적인 영향을 미쳤는지, 그 순수한 효과(net effect)를 검증하는 데 목적이 있다. 동 분석에서 가장 중요한 변수는 상호작용 항(TREAT*POST)이다. 해당 변수는 정책(감사위원 분리선출)의 순수한 효과를 나타내는 것으로, 구체적으로 TREAT는 자산 2조 원 이상 상장기업(정책 대상 기업)인 경우 1, 아니면 0으로 설정하였다. POST는 정책

11) 상법 제542조의12(감사위원회의 구성 등)

② 제542조의11 제1항의 상장회사는 주주총회에서 이사를 선임한 후 선임된 이사 중에서 감사위원회 위원을 선임하여야 한다. 다만, 감사위원회위원 중 1명(정관에서 2명 이상으로 정할 수 있으며, 정관으로 정한 경우에는 그에 따른 인원으로 한다)은 주주총회 결의로 다른 이사와 분리하여 감사위원회위원이 되는 이사로 선임하여야 한다. <개정 2020. 12. 29.>

이 시행¹²⁾된 2021년 이후인 경우는 1, 아니면 0으로 설정하였다. 즉, 상호작용항은 정책 대상 기업(TREAT=1)이 정책 시행 이후(POST=1)에 나타나는 주주환원 수준(이동평균)을 정책 대상이 아닌 기업(TREAT=0)과 비교한 것이다.

본 연구에서는 종속변수인 증분 주주환원 수준(Delta_Share_return)을 측정함에 있어, 단기적 변동성의 영향을 완화하고 정책 효과의 추세적 변화를 더욱 명확하게 포착하기 위해 3년 중심 이동평균(3-year centered moving average) 값을 사용하였다. 이는 기업의 주주환원 정책이 단일 회계연도의 경영 성과나 일시적인 외부 충격으로 급격히 변동하기보다는, 중기적인 관점에서 수립되고 안정적으로 유지되는 경향이 있다는 특성을 고려한 분석 방법이다.

이동평균법을 적용한 구체적인 논리적 근거는 다음과 같다. 첫째, 주주환원(배당, 자사주 매입 등)은 특정 연도의 이익 변동, 일시적인 투자 지출, 거시경제의 단기적 충격 등 다양한 요인에 의해 영향을 받아 연도별로 상당한 변동성을 보일 수 있다. 이러한 단기적이고 비정상적인 noise를 통제하지 않고 원시 자료(raw data)를 그대로 사용할 경우, 감사위원 분리선출이라는 제도적 변화가 가져온 구조적인 효과를 정확히 식별하기 어렵고 회귀분석 결과의 신뢰도가 저하될 수 있다. 3년 이동평균법은 이러한 단기적 변동성을 평활화(smoothing)함으로써, 일시적 요인에 의한 영향을 최소화하고 정책 도입 전후의 근본적인 추세 변화를 더욱 강건하게 측정할 수 있게 한다.

둘째, 3년이라는 기간 설정은 정책 효과의 즉각적인 반영과 측정의 안정성 간의 균형을 고려한 합리적인 선택이다. 만약 2년 등 더 짧은 기간의 이동평균을 사용할 경우, 연도별 극단치의 영향을 충분히 완화하지 못하여 평활화의 목적을 달성하기 어려운 것을 확인하였다. 반면, 5년 등 지나치게 긴 기간을 적용할 경우, 정책이 시행된 특정 시점(2021년)의 효과가 과거 여러 기간의 값들과 평균화되면서 그 영향력이 희석되어 정책의 순수한 효과를 제대로 포착하지 못할 위험이 존재하는바, 따라서 3년 이동평균은 단기적 변동성을 효과적으로 제어하면서도, 2021년 이후 정책의 효과가 종속변수에 비교적 신속하게 반영되도록 하는 절충적인 기간이라 판단하였다.

본 연구에서 사용한 3년 중심 이동평균 종속변수(Delta_Share_return_{it}^{MA})의 산식은 식(3)과 같다. 이는 특정 기업(i)의 특정 시점(t)에서의 이동평균값을 계산하기 위해, 해당 시점(t)을 중심으로 이전 연도(t-1)와 이후 연도(t+1)의 값을 포함하여 평균을 산출하는 방식이다.

12) 상법 부칙(법률 17764호)

제2조(감사위원회위원이 되는 이사의 선임에 관한 적용례) 제542조의12 제2항 단서, 같은 조 제4항(선임에 관한 부분으로 한정한다) 및 제8항의 개정규정은 이 법 시행 이후 새로 감사위원회위원을 선임하는 경우부터 적용한다.

$$\Delta_{Share_return_{i,t}}^{MA} = (\Delta_{Share_return_{i,t-1}} + \Delta_{Share_return_{i,t}} + \Delta_{Share_return_{i,t+1}}) / 3 \quad \text{식(3)}$$

$\Delta_{Share_return_{i,t}}^{MA}$ = 기업 i의 t기 3년 중심 이동평균 증분 주주환원 수준 ;
 $\Delta_{Share_return_{i,t}}$ = 기업 i의 t기 증분 주주환원 수준.

이처럼 이동평균법을 통해 평활화된 종속변수를 사용함으로써, 본 연구는 일시적 요인에 의한 추정의 오류를 줄이고 감사위원 분리선출 의무화라는 정책 이벤트가 주주환원 수준에 미치는 인과적 효과를 보다 명확하고 신뢰성 있게 검증하고자 한다.

3. 표본의 선정

본 연구는 2018년부터 2024년까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장기업 중 다음과 같은 요건을 충족하는 기업들을 표본으로 선정하였다.

- 1) 12월 결산기업이면서, 비금융업을 영위하는 기업
- 2) 한국신용평가정보(주) 및 TS2000에서 재무자료 입수 가능 기업
- 3) 한국거래소의 KIND자료 입수 가능 기업

본 연구에서는 결산월과 업종에 따른 영향을 배제하기 위해, 12월 결산을 채택한 비금융업 기업을 표본으로 선정하였다. 또한, 완전자본잠식 상태인 기업은 분석에서 제외하였다.

실제로 본 연구에서는 KIND에서 제공하고 있는 기업지배구조보고서의 자료를 사용하였으며, 본 연구 기간의 KIND 자료의 현황(Table 2)은 아래와 같다.

〈Table 2〉 연도별 현황

Year	Full size	percentage(%)
2018	149	7.65
2019	164	8.42
2020	165	8.47
2021	261	13.41
2022	303	15.56
2023	443	22.75
2024	462	23.73
Total	1,947	100.00

Note. 12월 이외의 결산기업 및 통계청 표준산업분류표에서 금융업 및 보험업 영위기업은 제외하였다.

먼저, KIND에서 제공하고 있는 본 연구의 기간의 표본을 추출하였다. 이후 12월 결산기업 및 통계청 표준산업분류표에서 금융업 및 보험업 영위기업을 제거하였으며, 본 연구의 모형에 삽입된 종속변수 및 통제 변수의 결측치를 제거하고, 의무 공시기업과 자율 공시기업을 구분 후 자율 공시기업을 제외하여, 최종 표본은 의무 공시 대상¹³⁾ 연도-기업별 1,947개로 확인되었다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계분석

<Table 3>은 본 연구에서 사용한 변수의 기술통계량을 요약한 것이다. 결과는 다음과 같다. 최종 분석 표본은 총 1,947개의 기업-연도(firm-year) 관측치로 구성되어 있다. 분석 결과의 강건성을 확보하고 회귀분석 시 발생할 수 있는 편의(bias)를 최소화하기 위해, 일부 변수에서 나타날 수 있는 극단치(outlier)의 영향을 통제하였다. 이를 위해 본 연구에서는 종속변수와 주요 재무 관련 통제 변수에 대하여 상·하위 1% 수준에서 윈저 화(winsorization)를 실시하였다.

먼저, 종속변수인 주주환원 수준(Share_return)의 평균값은 0.014로, 표본 기업들은 평균적으로 총자산 대비 약 1.4%를 주주환원을 하고 있음을 보여준다. 이는 주로 현금배당(DV)의 평균값 0.011(1.1%)에 기인하며, 자기주식 취득(Share_repur)의 평균은 0.002(0.2%)로 상대적으로 비중이 작았다. 또한, 주주환원 수준의 중앙값(Median)이 0.009로 평균값보다 낮게 나타나, 일부 기업의 높은 주주환원이 전체 평균을 견인하는 우측으로 치우친 분포가 확인된다. 독립변수인 기업지배구조보고서 핵심지표 합산 준수 개수(Gov_Report_Total)의 평균은 8.381개, 최소값은 0.000, 최대값은 15.000으로 나타나 표본 내 기업들의 지배구조 준수 수준에 다소 편차가 존재함을 확인하였다. 세부적으로는 주주(Gov_Report_SCO, 평균 2.232개), 이사회(Gov_Report_DCO, 평균 2.737개), 감사기구(Gov_Report_ACO, 평균 3.412개) 순으로 준수 개수가 높아지는 경향을 보였는데, 이는 기업들이 상대적으로 감사기구 관련 지표를 충족하기 용이했음을 보여준다. 또한, 가설 2에서 사용한 종속변수인 3년 이동평균 증분 주주환원 수준($\Delta \text{Share_return}_{i,t}^{\text{MA}}$)의 평균은 0에 가까운 값을 보이며, 표준편차는 0.007으로 나타났다. 이는 주주환원 수준의 ‘변화량’을 측정하는 변수의 특성을 반영하며, 전년 대비 증감을 모두 포함하고 있음을 시사한다. 이 중차분법 분석의 핵심 변수인 처리 집단 더미(TREAT) 평균은 0.456로, 전체 표본의 약 45.6%가 자산총액 2조 원 이상으로 정책의 직접적인 영향을 받는 처리 집단에 해당함을 의미한다. 정책

13) 의무고시 대상 기업은 2019-2021년은 자산 2조 원 이상, 2022-2023년은 자산 1조 원 이상, 2024년부터는 자산 5천억 원 이상인 기업을 의무고시 대상 기업으로 선정하였다. 한편, 최종 표본에서 제외된 자율 공시기업의 기업지배구조보고서 개수는 총 66개이다.

시행 더미(POST)의 평균은 0.754로, 전체 관측치의 약 75.4%가 정책이 시행된 2021년 이후 기간에 해당함을 보여준다.

〈Table 3〉 기술통계량

Variables	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Median	Max
<i>Share_return</i>	1947	0.014	0.017	0.000	0.009	0.092
<i>DV</i>	1947	0.011	0.013	0.000	0.008	0.066
<i>Share_repur</i>	1947	0.002	0.007	0.000	0.000	0.043
<i>Gov_Report_Total</i>	1947	8.381	2.872	0.000	9.000	15.000
<i>Gov_Report_SCO</i>	1947	2.232	1.337	0.000	2.000	5.000
<i>Gov_Report_DCO</i>	1947	2.737	1.380	0.000	3.000	6.000
<i>Gov_Report_ACO</i>	1947	3.412	1.080	0.000	4.000	5.000
<i>Delta_Share_return_{i,t}^{MA}</i>	1947	0.001	0.007	-0.042	0.000	0.092
<i>TREAT</i>	1947	0.456	0.498	0.000	0.000	1.000
<i>POST</i>	1947	0.754	0.430	0.000	1.000	1.000
<i>Share_return_Dum_{t-1}</i>	1947	0.852	0.356	0.000	1.000	1.000
<i>OWN</i>	1947	0.435	0.168	0.031	0.431	0.917
<i>SIZE</i>	1947	21.452	1.270	18.165	21.283	26.417
<i>LEV</i>	1947	0.437	0.243	0.020	0.440	1.145
<i>CFO</i>	1947	0.058	0.072	-0.204	0.049	0.312
<i>SALES_GR</i>	1947	0.092	0.343	-0.700	0.040	1.878
<i>AGE</i>	1947	3.459	0.836	0.693	3.784	4.852
<i>ROA</i>	1947	0.035	0.069	-0.331	0.031	0.310
<i>BIG4</i>	1947	0.696	0.460	0.000	1.000	1.000

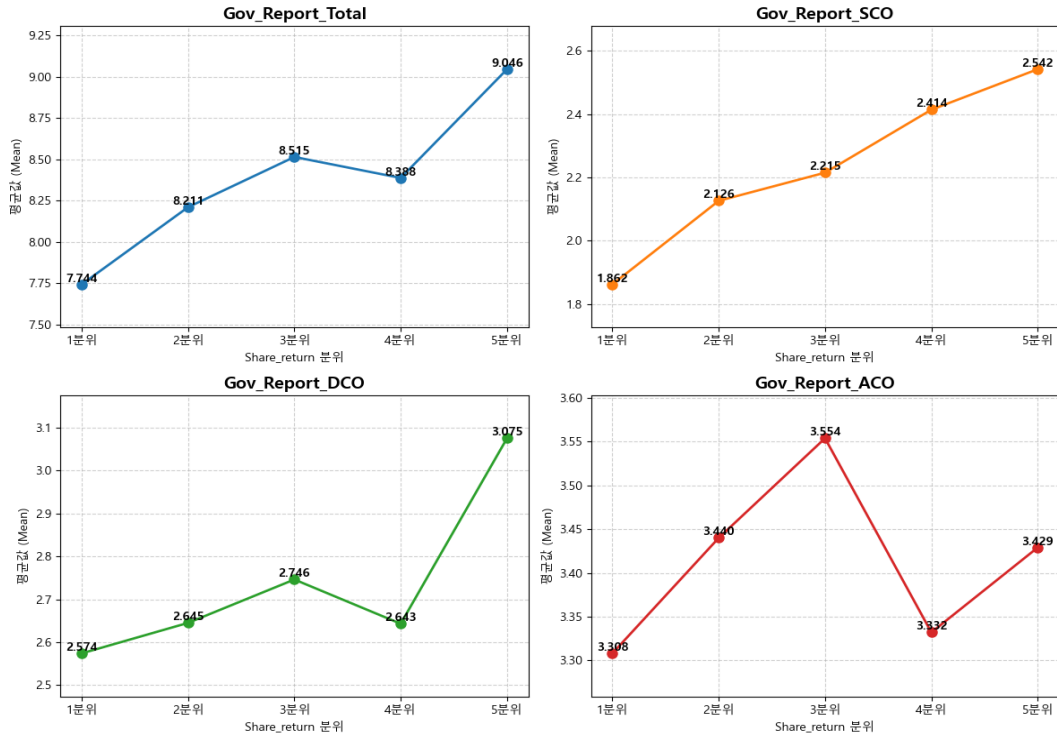
Note. *Share_return*=t기 주주환원 수준($DV + Share_repur$) ; *DV*=t기 현금 배당액((중간 배당 포함) / t기 총 자산) ; *Share_repur*=t기 자기주식 취득액 / t기 총자산 ; *Gov_Report_Total*=t기 기업지배구조보고서 핵심지표 합산 준수 개수 ; *Gov_Report_SCO*=t기 기업지배구조보고서 주주 핵심지표 준수 개수 ; *Gov_Report_DCO*=t기 기업지배구조보고서 이사회 핵심지표 준수 개수 ; *Gov_Report_ACO*=t기 기업지배구조보고서 감사기구 핵심지표 준수 개수 ; *Delta_Share_return_{i,t}^{MA}*=3년 중심 이동평균 증분 주주환원 수준 ; *Treat*=t-1기 자산총액 2조 이상이면 1 ; 아니면 0 ; *POST*=t기 2021년 이후이면 1 ; 아니면 0 ; *Share_return_dum_{t-1}*=t-1기 주주환원이 0보다 큰 경우 '1' ; 아니면 '0' ; *OWN*=t기 최대 주주 지분율=t기(최대 주주 주식수+자본시장법상 특수관계인 주식수)÷총발행주식 수 ; *SIZE*=총자산의 자연로그값 ; *LEV*=부채비율(총부채/총자산) ; *CFO*=유동성(영업활동 현금흐름/총자산) ; *SALES_GR*=매출액증감율((당기매출액-전기매출액)/전기매출액) ; *ROA*=수익성(당기순이익(손실)/총자산) ; *AGE*=기업연령((당해연도-설립연도)의 자연로그값) ; *BIG4*=회계감사인이 Big4회계법인인 경우 '1' ; 아니면 '0'.

통제 변수들을 살펴보면, 평균 최대 주주 지분율(OWN)은 43.5%로 나타나 표본 기업들이 비교적 안정적인 소유구조로 되어 있으며, 전기 주주환원 경험에 있는 기업(Share_return_Dum_{t-1})의 비율은 85.2%로 매우 높게 나타나, 대부분의 표본 기업이 주주환원 정책의 연속성을 가지고 있음을 알 수 있다. 재무적 특성을 살펴보면, 평균 부채비율(LEV)은 43.7%이며, 평균 수익성(ROA)은 3.5% 수준이다. 특히, 유동성(CFO), 매출액성장률(SALES_GR), 수익성(ROA)의 최소값이 음(-)으로 나타나, 표본에 영업손실이나 역성장을 경험한 기업들도 포함되어 있음을 확인하였다. 마지막으로, 전체 표본의 69.6%가 BIG4 회계법인으로부터 외부감사를 받는 것으로 나타나, 표본이 주로 외부감사 품질이 높은 대규모 상장기업들로 구성되어 있을 가능성을 시사한다.

본격적인 다중회귀분석에 앞서, 주주환원 수준에 따른 기업 특성의 차이를 직관적으로 파악하기 위해 평균 차이 분석(t-test) 및 중위수 차이 분석(z-test)을 하였다. 구체적으로, 전체 표본을 종속변수인 주주환원 수준(Share_return)의 5분위(Quintiles)로 나누어, 주주환원 수준이 가장 낮은 집단(1분위, Q1)과 가장 높은 집단(5분위, Q5) 간의 주요 변수 평균값 및 중위수 값에 통계적으로 유의한 차이가 존재하는지를 검증하였다. 이는 주주환원 정책에 적극적인 기업과 소극적인 기업이 어떠한 지배구조 및 재무적 특성을 보이는지에 대한 탐색적 증거를 제공한다. 분석 결과는 <Table 4>에 요약되어 있다.

분석 결과, 주주환원 수준이 가장 높은 5분위 집단은 가장 낮은 1분위 집단과 비교하여 본 연구의 주요 관심 변수인 지배구조 특성에서 차이가 확인되었다. 먼저, 기업지배구조보고서 핵심 지표 합산 준수 개수(Gov_Report_Total)의 경우, 5분위 집단의 평균은 1분위 집단의 평균보다 많았으며, 이 차이는 1% 유의수준에서 통계적으로 매우 유의한 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조 수준이 높은 기업일수록 주주환원에 더 적극적인 경향이 있음을 의미한다. 이러한 경향은 세부 지표에서도 확인할 수 있었다. 주주 관련 핵심 지표(Gov_Report_SCO)의 경우 5분위 집단의 평균 준수 개수가 1분위 집단보다 유의하게 많았으며, 이사회 관련 핵심 지표(Gov_Report_DCO)의 평균 준수 개수 역시 5분위 집단이 1분위 집단보다 통계적으로 유의하게 많았다. 이는 주주 친화적인 정책을 수립하고 이사회가 효과적으로 기능하는 기업일수록 실제 주주환원 수준이 높다는 논리적 개연성을 뒷받침한다. 반면, 감사기구 관련 핵심 지표(Gov_Report_ACO)의 경우 두 집단 간 평균 차이가 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 한편, 5분위 집단은 1분위 집단에 비해 기업지배구조 보고서 핵심 지표 합산(Gov_Report_Total), 주주 관련 핵심 지표(Gov_Report_SCO) 및 이사회 관련 핵심 지표(Gov_Report_DCO)의 중위수 준수 개수에서 통계적으로 유의하게 더 많으며, 감사기구 핵심 지표(Gov_Report_ACO)에서는 두 집단 간에 유의미한 차이가 발견되지 않았다.

〈그림 1〉 주주환원 수준(Share_return) 분위별 기업지배구조보고서 변수 평균 변화추이



〈Table 4〉 t-test 및 z-test 결과

Dependent Variable : Share_return _t						
Variables	Share_return 1분위 (n=390)		Share_return 5분위 (n=389)		t-value	z-value
	Mean	Median	Mean	Median		
DV	0.000	0.000	0.029	0.026	34.71***	34.71***
Share_repur	0.000	0.000	0.009	0.000	13.45***	13.45***
Gov_Report_Total	7.744	8.000	9.046	9.000	6.20***	6.40***
Gov_Report_SCO	1.862	2.000	2.542	3.000	7.49***	7.49***
Gov_Report_DCO	2.574	3.000	3.075	3.000	4.84***	4.84***
Gov_Report_ACO	3.308	3.000	3.429	4.000	1.50*	1.50*

- 1) This table represents Pearson correlations among variables used in this study.
- 2) ***, **, * denote significance at 1%, 5%, and 10% level, respectively (two-tailed).
- 3) Please refer to <Table 3> for variable definitions.

〈Table 5〉 피어슨 상관분석

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19
1. <i>Share_return</i>	1.000																		
2. <i>DV</i>	0.870***	1.000																	
3. <i>Share_repur</i>	0.582***	0.143***	1.000																
4. <i>Gov_Report_Total</i>	0.132***	0.147***	0.045**	1.000															
5. <i>Gov_Report_SCO</i>	0.133***	0.152***	0.038*	0.705***	1.000														
6. <i>Gov_Report_DCO</i>	0.136***	0.138***	0.059***	0.837***	0.345***	1.000													
7. <i>Gov_Report_ACO</i>	0.013	0.027	-0.002	0.717***	0.196***	0.521***	1.000												
8. <i>Delta_Share_return_{it}^{MA}</i>	0.251***	0.140***	0.243***	0.038*	0.042*	0.038*	0.000	1.000											
9. <i>TREAT</i>	-0.041*	-0.031	-0.021	0.476***	0.188***	0.480***	0.420***	-0.035	1.000										
10. <i>POST</i>	0.047**	0.035	0.031	-0.071***	0.276***	-0.216***	-0.255***	0.025	-0.288***	1.000									
11. <i>Share_return_Dum_{it-1}</i>	0.255***	0.301***	0.067***	0.088***	0.096***	0.055**	0.044*	-0.042*	-0.007	-0.050**	1.000								
12. <i>OWN</i>	-0.092***	-0.024	-0.151***	-0.160***	-0.046**	-0.205***	-0.106***	-0.063**	-0.235***	0.134***	-0.001	1.000							
13. <i>SIZE</i>	-0.004	0.015	-0.014	0.569***	0.272***	0.557***	0.465***	-0.033	0.803***	-0.263***	0.051**	-0.281***	1.000						
14. <i>LEV</i>	-0.327***	-0.327***	-0.187***	-0.019	-0.066***	0.003	0.027	-0.102***	0.116***	-0.009	-0.256***	-0.065***	0.105***	1.000					
15. <i>CFO</i>	0.218***	0.240***	0.051**	0.121***	0.116***	0.105***	0.044*	0.079***	0.052**	-0.015	0.107***	-0.098***	0.104***	0.040*	1.000				
16. <i>SALES_GR</i>	-0.021	-0.021	-0.014	0.025	0.008	0.012	0.043*	0.024	-0.066***	0.111***	-0.054**	0.040*	-0.053**	0.120***	0.154***	1.000			
17. <i>AGE</i>	-0.024	-0.006	-0.025	-0.108***	-0.067***	-0.078***	-0.106***	-0.061***	-0.004	0.034	0.131***	-0.074***	-0.006	-0.071***	-0.114***	-0.056**	1.000		
18. <i>ROA</i>	0.343***	0.343***	0.130***	0.098***	0.124***	0.061***	0.029	0.172***	-0.033	0.088***	0.185***	-0.051**	0.005	-0.226***	0.478***	0.160***	-0.060***	1.000	
19. <i>BIG4</i>	0.064***	0.084***	-0.007	0.269***	0.177***	0.248***	0.180***	-0.003	0.223***	-0.122***	0.061***	0.015	0.288***	-0.020	0.054**	-0.024	-0.125***	0.052**	1.000

1) This table represents Pearson correlations among variables used in this study.

2) ***, **, * denote significance at 1%, 5%, and 10% level, respectively (two-tailed).

3) Please refer to <Table 3> for variable definitions.

<Table 5>는 본 연구에서 사용한 변수들의 피어슨 상관분석을 실시한 결과이다. 분석 결과, 종속변수인 주주환원 수준(Share_return)은 주요 독립변수인 기업지배구조보고서 핵심 지표 합산 준수(Gov_Report_Total)와 양(+)의 상관관계를 보였으며, 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 이는 기업지배구조 수준이 높을수록 주주환원에 적극적일 것이라는 가설 1의 방향성과 일치하는 결과이다. 세부 지표를 살펴보면, 주주 핵심 지표 준수(Gov_Report_SCO) 및 이사회 핵심 지표 준수(Gov_Report_DCO) 또한 주주환원 수준과 각각 유의한 양(+)의 상관관계를 보여, 주주권의 보호와 이사회적 효과적 작동이 주주환원과 밀접한 관련이 있음을 시사한다. 반면, 감사기구 핵심 지표 준수(Gov_Report_ACO)는 주주환원 수준과 통계적으로 유의한 상관관계를 보이지 않아, 단 변량 수준에서는 직접적인 관련성이 뚜렷하지 않음을 알 수 있다. 주주환원 수준과 주요 통제 변수 간의 관계 또한 이론적 예측과 대체로 부합하는 결과를 보였다. 수익성(ROA)과 유동성(CFO)은 각각 강한 양(+)의 상관관계를 보여, 높은 수익성과 풍부한 현금 창출 능력이 주주환원의 중요한 기반임을 재확인시켜 주었다. 반대로, 부채비율(LEV)은 강한 음(-)의 상관관계를 나타내어, 재무적 제약이 클수록 주주환원에 소극적임을 명확히 보여주었다. 또한, 최대 주주 지분율(OWN)은 주주환원과 유의한 음(-)의 관계를 보여, 대리인 문제 관점에서 지배주주의 통제력이 강할수록 소수 주주를 위한 환원이 감소할 수 있다는 가능성을 시사한다. 한편, 독립변수 간의 상관관계를 통해 다중공선성 문제를 검토한 결과, 기업지배구조보고서 핵심 지표 합산(Gov_Report_Total)변수는 세부 지표인 주주(SCO), 이사회(DCO), 감사기구(ACO) 변수와 각각 매우 높은 양(+)의 상관관계를 보였다. 특히 핵심 지표 합산 준수와 이사회 핵심 지표 준수 간의 상관관계수는 0.8을 웃돌아 다중공선성의 우려가 존재하므로, 이들 변수를 같은 회귀모형에 동시에 투입하는 것은 추정의 안정성을 저해할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 핵심 지표 합산 변수와 세부 변수를 별도의 모형으로 나누어 분석을 진행하는 것이 타당하며, 그 외 통제 변수 간의 상관관계수는 대부분 다중공선성을 우려할 만한 수준은 아닌 것으로 판단된다.

가설 2의 종속변수인 증분 주주환원 수준($\Delta \text{Share_return}_{i,t}^{\text{MA}}$)은 처리 집단 더미(TREAT)와 정책 시행 더미(POST)와는 통계적으로 유의한 상관관계를 보이지 않음을 확인하였다. 이러한 결과는 정책의 순수한 효과를 분리해 내기 위해 통제집단을 활용하는 이중차분법분석의 필요성이 확인된다. 종속변수와 수익성(ROA)과 유동성(CFO)은 각각 매우 유의한 양(+)의 상관관계를 보여, 기업의 수익성과 현금 창출 능력이 주주환원 증가의 중요한 동인임을 나타냈다. 반대로 부채비율(LEV)과 기업연령(AGE)는 매우 유의한 음(-)의 상관관계를 보여 재무 레버리지가 높을수록, 기업의 연령이 많을수록 주주환원을 증대하기 어려움을 나타낸다. 한편, 처리 집단 더미(TREAT)와 기업 규모(SIZE) 간의 상관관계수가 0.803으로 매우 높게 나타나는데, 이는 처리 집단의 정의 자체가 자산 2조 원 이상인 대규모 기업을 대상으로 해서 발생하는 당연한 결과이다.

2. 가설 1의 분석 결과

<Table 6>은 가설 1, 즉 기업지배구조보고서의 핵심 지표 준수가 높은 기업일수록 주주환원은 증가할 것인지를 검증하기 위해 다중회귀분석을 실시한 결과이다. 종속변수는 주주환원 수준(Share_return)이며, 독립변수인 기업지배구조보고서 핵심 지표를 합산 지표와 세부 지표(주주, 이사회, 감사기구)로 나누어 각각 분석하였다. 모든 모형에는 선행연구를 바탕으로 선정한 통제 변수와 함께 연도 및 산업 고정효과를 포함하여 관찰되지 않는 이질성을 통제하였다. 분석 결과는 다음과 같다.

<Table 6> 가설 1 검증 결과

Dependent Variable : Share_return _t				
Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>Intercept</i>	0.031*** (3.967)	0.024*** (3.193)	0.032*** (4.283)	0.021*** (2.809)
<i>Gov_Report_Total</i>	0.001*** (3.859)			
<i>Gov_Report_SCO</i>		0.001** (1.981)		
<i>Gov_Report_DCO</i>			0.002*** (5.214)	
<i>Gov_Report_ACO</i>				0.000 (0.717)
<i>Share_return_dum_{t-1}</i>	0.007*** (6.890)	0.007*** (6.932)	0.007*** (7.020)	0.007*** (7.090)
<i>OWN</i>	-0.010*** (-4.621)	-0.010*** (-4.680)	-0.009*** (-4.393)	-0.010*** (-4.718)
<i>SIZE</i>	-0.001*** (-2.608)	-0.000 (-1.295)	-0.001*** (-3.039)	-0.000 (-0.859)
<i>LEV</i>	-0.015*** (-9.609)	-0.016*** (-9.633)	-0.016*** (-9.750)	-0.016*** (-9.683)
<i>CFO</i>	0.026*** (4.674)	0.027*** (4.780)	0.026*** (4.601)	0.027*** (4.854)
<i>SALES_GR</i>	-0.002** (-1.996)	-0.002* (-1.911)	-0.002** (-1.972)	-0.002* (-1.902)
<i>AGE</i>	-0.001 (-1.624)	-0.001* (-1.896)	-0.001* (-1.710)	-0.001** (-1.982)

〈Table 6〉 가설 1 검증 결과 (계속)

Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>ROA</i>	0.044*** (7.489)	0.044*** (7.445)	0.044*** (7.547)	0.044*** (7.528)
<i>BIG4</i>	0.001 (1.186)	0.001 (1.400)	0.001 (1.173)	0.001 (1.634)
No. of observations	1947	1947	1947	1947
YEAR and INDUSTRY Effects	included	included	included	included
F-value	24.06***	23.5***	24.63***	23.39***
R ²	0.267	0.263	0.271	0.261
Mean VIF	1.99	2.01	1.97	1.97

1) This table presents results from Regression Model

2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.

3) Variable definitions refer to <Table 3>

[Model 1]은 핵심 지표 합산 준수(Gov_Report_Total)가 주주환원에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 종속변수인 주주환원 수준(Share_return)은 독립변수인 기업지배구조보고서 핵심 지표 합산 준수(Gov_Report_Total)과 양(+)의 상관관계를 보였으며, 이는 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 기업지배구조보고서의 전반적인 준수 수준이 높을수록 기업의 주주환원 수준이 유의하게 증가함을 의미한다. 이러한 결과는 가설 1을 강력하게 지지하며, 우수한 지배구조가 경영진에 대한 감시와 균형을 통해 주주의 이익을 증대시키는 방향으로 작동한다는 이론적 논의와 일치한다. [Model 2]에서는 주주 핵심 지표 준수(Gov_Report_SCO)은 주주환원에 양(+)의 상관관계를 보였으며, 이는 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보였다. 이는 전자투표 실시, 배당정책 공시 등 주주의 권익을 실질적으로 보호하기 위한 노력이 실제 주주환원 확대로 이어진다는 것을 시사하며, 가설 1을 부분적으로 지지한다. [Model 3]의 결과는 이사회 핵심 지표 준수(Gov_Report_DCO)는 주주환원에 1% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 이사회 의장의 독립성, 집중투표제 채택, 이사회의 다양성 확보 등 이사회의 효과적인 작동과 견제 기능이 주주환원을 결정하는 핵심적인 지배구조 메커니즘임을 의미한다. 따라서 이 결과는 가설 1을 지지한다. 반면, [Model 4]에서 감사기구 핵심 지표 준수(Gov_Report_ACO)는 주주환원에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이는 본 연구의 표본 내에서 독립적인 내부 감사부서 설치 등 감사기구 관련 지표의 준수 여부가 주주환원 수준을 직접적으로 변화시키는 요인으로 작

용하지는 않았음을 의미한다. 따라서 감사기구 지표에 한해서는 가설 1이 기각되었다. 이는 주주 및 이사회 관련 지표는 기업의 자율적 의지에 따라 도입 여부가 결정되는 반면, 감사기구 관련 지표 즉, 독립적 내부감사부서 설치, 회계·재무 전문가 존재 등은 상법이나 외부감사법에 의해 이미 의무화되는 등 법적 규제를 맞추기 위한 형식적인 요건에 집중되어 있고, 그 적용이 의무화되어 있기 때문에 기업들 간에 질적 차이가 반영된 변별력이 낮기 때문이라고 판단된다. 또한, 주주 및 이사회 관련 지표에는 배당정책 통지나 최고경영자 승계, 주주권익 침해 방지 등은 기업의 이익을 어떻게 주주에게 환원하고 주주권을 보호할 것인가라는 의사결정에 직접적으로 관련된 지표인 반면, 감사기구 관련 지표는 경영진의 부정 방지, 회계 투명성 확보 등을 감시하는 감독적 성격이 강하므로 주주환원에 직접 연결되기 어렵기 때문이라고 판단된다. 따라서, 감사기구 관련 지표가 기업간 질적 차이가 반영된 변별력 있는 지표가 되기 위해서는 감사위원 분리선출 등과 같은 감사기구의 독립성을 강화하고 감사기구가 실질적으로 역할을 하도록 인적 및 절차적 보장을 강화하며 감사기구 성과평가와 보상을 기업의 경영 성과나 경영진과 분리하여 독립적인 감시활동이 가능하도록 제도적 개선이 필요하며, 현행 기업지배구조보고서 감사기구 관련 지표의 개선이 필요하다고 판단된다.

통제 변수들의 분석 결과는 대부분 선행연구의 예측과 일관된 방향성을 보였다. 전기 주주환원 여부(Share_return_dum_{t-1}), 유동성(CFO), 수익성(ROA)은 주주환원에 유의한 양(+)의 영향을 미쳤고, 최대 주주 지분율(OWN)과 부채비율(LEV)은 유의한 음(-)의 영향을 미쳐, 주주환원 정책이 기업의 과거 정책, 재무적 능력, 소유구조 등에 크게 의존함을 재확인시켜 주었다. 모든 모형의 F-값은 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하여 모형 전체의 설명력이 높음을 보여주며, 평균 VIF 값 역시 2 미만으로 다중공선성 문제는 없는 것으로 판단된다.

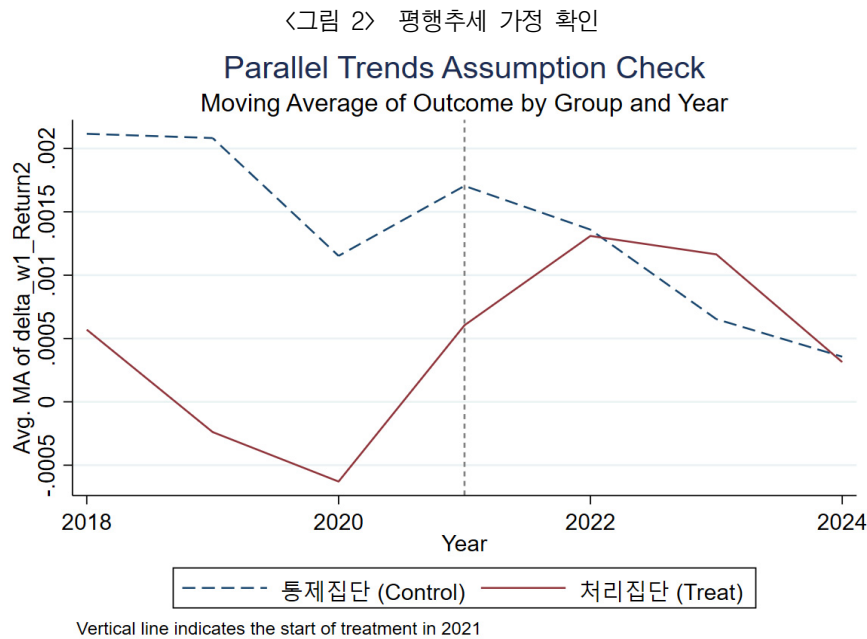
결론적으로, 본 분석을 통해 기업지배구조보고서의 전반적인 준수 수준, 특히 주주 권익 보호와 이사회에 효과적인 작동은 기업의 주주환원을 유의미하게 증대시킨다는 사실을 확인하였다. 이는 가설 1이 대체로 지지됨을 의미하며, 기업지배구조 개선 노력이 단순한 규제 준수를 넘어 실질적인 주주가치 제고로 이어질 수 있음을 시사한다.

3. 가설 2의 분석 결과

가설 2, 즉 감사위원 분리선출을 실시한 기업일수록 주주환원 수준을 높일 것임을 검증하기 위한 이중차분법분석(Difference-in-Differences, DID)을 사용하였다. 본 연구의 분석 방법인 이중차분법을 적용하기에 앞서, 핵심 선행 조건인 평행추세 가정(Parallel Trends Assumption)¹⁴⁾이

14) 본 연구는 이중차분법 분석모형(DID) 분석의 신뢰도를 확보하기 추가로 회귀분석을 통한 검증하였다. 이를 위해 정책이 시행된 2021년의 직전 연도인 2020년을 기준 연도(base year)로 설정하고, 처치 집단 더미와 연도별 더미의 상호작용 항을 포함한 회귀모형을 구성하였다. 평행추세 가정의 충족 여부는 정책 시행 이전 기간(Pre-treatment period)의 상호작용한 계수가 통계적으로 0과 유의한 차이를 보이는

충족되는지 시각적으로 확인하였다. 하단의 <그림 2> 그래프는 처치 시점인 2021년을 기준으로, 처치 이전(Pre-treatment) 기간과 이후(Post-treatment) 기간에 걸쳐 처리 집단(Treat)과 통제집단(Control)의 종속변수(Delta_Share_return) 이동평균 추이를 나타낸 그래프이다.



점선으로 표시된 수직선 이전의 처치 이전 기간(2018년-2020년)을 살펴보면, 처리 집단과 통제집단의 종속변수 평균값 수준에는 다소 차이가 존재하지만, 두 집단의 변화 추세는 매우 유사한 궤적(parallel trend)이 보임을 확인할 수 있다. 시각적으로 정책 실시 이전의 추이는 그 기울기가 거의 평행하다. 반면, 처리가 시작된 2021년 이후에는 두 집단의 추세가 명확히 갈라지는 형태(크로스)를 보인다. 통제집단의 이동평균은 2021년 이후 하락하는 반면, 처리 집단의 평균은 급격히 상승하며 상반된 움직임을 나타낸다.

지 확인하여 판단할 수 있다. 분석 결과에 따르면, 처치 이전 기간인 2018년과 2019년의 상호작용항($treat \times Year=2018$, $treat \times Year=2019$) 계수는 각각 0.0002, -0.0005로 나타났으며, 이들의 p-값은 각각 0.893, 0.747로 통계적으로 전혀 유의하지 않은 것으로 확인되었다. 또한, 두 계수에 대한 공동 유의성 검정 결과 역시 p-값이 유의수준을 크게 웃돌아 통계적 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 정책이 시행되기 이전에 처리 집단과 통제집단 간 종속변수의 변화 추세에 체계적인 차이가 존재하지 않았음을 의미한다. 따라서 본 회귀분석 결과는 이중차분법 모형의 핵심 선행 조건인 평행추세 가정이 충족되었음을 보여준다. 이는 2021년 이후 관찰되는 두 집단 간의 성과 차이가 정책 시행 이전부터 존재하던 추세의 차이에서 기인한 것이 아니라, 정책 도입의 순수한 효과로 해석될 수 있음을 보여주며, 이어지는 이중차분법 분석 결과의 타당성을 확보해 준다.

이러한 시각적 증거는 처리 이전 기간 관찰되지 않은 외생적 충격이 처리 집단에만 영향을 미치지 않았음을 시사하며, 이는 이중 차분 분석의 기본 가정이 충족됨을 강력하게 뒷받침한다. 따라서 본 연구의 분석 모델을 통해 추정된 처리 효과(treatment effect)가 정책 도입의 순수한 효과일 가능성에 대한 타당성을 확보하였다고 볼 수 있다.

<Table 7>에서는 가설 2를 본격적으로 검증하기 위해 이중 차분 분석(DID)을 하였다. 이 분석은 감사위원 분리 선출 의무화라는 정책 이벤트가 실제로 기업의 주주환원 증감에 인과적인 영향을 미쳤는지 확인하고자 한다.

<Table 7> 가설 2 검증 결과

Dependent Variable : $\Delta Share_return_{i,t}^{MA}$	
Variables	Model 1
<i>Intercept</i>	0.011** (2.500)
<i>TREAT</i>	-0.002** (-2.062)
<i>POST</i>	-0.001* (-1.848)
<i>TREAT*POST</i>	0.002** (2.548)
<i>Share_return_dum_{t-1}</i>	-0.002*** (-3.758)
<i>OWN</i>	-0.003*** (-3.294)
<i>SIZE</i>	-0.000 (-1.017)
<i>LEV</i>	-0.003*** (-3.802)
<i>CFO</i>	0.001 (0.360)
<i>SALES_GR</i>	-0.000 (-0.038)
<i>AGE</i>	-0.000** (-2.185)
<i>ROA</i>	0.016*** (5.844)

〈Table 7〉 가설 2 검증 결과 (계속)

Variables	Model 1
<i>BIG4</i>	-0.000 (-0.222)
No. of observations	1947
F-value	9.09***
R ²	0.053
Mean VIF	2.27

1) This table presents results from Regression Model

2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.

3) Variable definitions refer to <Table 3>

분석 결과에서 가장 핵심적인 변수는 정책의 순수한 효과를 나타내는 상호작용 항(TREAT*POST)이다. 이 변수의 회귀계수는 양(+)의 값을 가지며, 5% 유의수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 이는 감사위원 분리 선출 제도가 시행된 이후, 정책 대상인 처리 집단(자산 2조 원 이상 상장기업)의 주주환원 증감 수준이 통제집단에 비해 유의미하게 더 증가했음을 의미한다. 특히, 본 연구의 종속변수가 주주환원의 3년 이동평균 변화량($\Delta \text{Share_return}_{i,t}^{MA}$)이라는 점을 고려할 때, 이는 단순히 특정 연도에 주주환원이 일시적으로 증가한 것이 아니라, 정책 시행 이후 처리 집단의 주주환원 증가 추세가 통제집단에 비해 연평균 지속적으로 높아지는 구조적 변화가 발생했음을 시사한다. 즉, 단기적 변동성을 평활화한 추세적 관점에서 볼 때, 감사위원 분리 선출 의무화라는 정책이 기업으로 하여금 주주환원을 더욱 적극적으로 확대하도록 하는 긍정적인 동인으로 작용했음을 보여주는 강력한 증거이다. 이는 감사위원 분리선출 제도의 시행으로 인해 시행 전 주주총회에서 이사들을 한 번에 선임하고 그 중에서 감사위원을 선출하는 방식에서, 감사위원이 되는 사외이사 중 최소 1명 이상은 다른 이사와 분리하여 선임함에 따라 대주주의 이사선임 단계의 영향력을 줄일 수 있고, 대주주와 특수관계인의 의결권을 모두 합산하여 총 3%까지만 인정함으로써 소액주주나 기관투자자가 추천한 인물이 감사위원으로 선임될 가능성이 높아졌으며, 이렇게 선임된 감사위원은 대주주나 경영진을 실질적으로 견제하고 주주권을 보호하는 내부 감시자의 역할이 강화되고 결과적으로 주주환원에도 긍정적인 영향을 미치는 것으로 판단된다. 따라서 이 결과는 가설 2를 강력하게 지지하며, 감사위원 분리 선출 의무화가 기업의 주주환원 정책에 긍정적인 인과적 효과를 미쳤음을 보여준다.

한편, 처리 집단 더미(TREAT)의 회귀계수는 음(-)의 값을 가지며, 5% 유의수준에서 통계적으로 유의하였다. 이는 정책 시행 이전 기간(Pre-period)에는 처리집단(자산 2조원 이상 상장기업)의 주주환원 증가 추세가 통제집단(자산 2조원 미만 상장기업)에 비해 오히려 낮았음을 의미

한다. 이는 처리집단이 사전에 더 나은 추세를 보이지 않았다는 점에서 이중차분법분석의 평행 추세가정을 간접적으로 뒷받침하며, 정책 도입 이후 나타난 긍정적 효과가 정책 자체에 기인했을 가능성을 더욱 높여준다. 결론적으로, 이중차분법 분석 결과는 감사위원 분리선출 의무화라는 지배구조 개선 정책이 정책 대상 기업들의 주주환원 확대 추세를 유의하게 강화시키는 긍정적인 정책효과를 가져왔음을 명확히 보여준다.¹⁵⁾ 이는 감사위원회의 독립성 강화가 경영진에 대한 감시 기능을 강화하여, 기업의 잉여자원이 주주에게 환원되도록 유도하는 효과가 있음을 시사한다.

4. 추가분석 결과

가. 내생성 통제를 위한 시차 변수 분석

본 연구의 주된 분석에서는 당기(t)의 기업지배구조 수준과 당기(t)의 주주환원 간의 관계를 분석하였다. 그러나 두 변수 간에 존재할 수 있는 역인과관계나 누락 변수로 인한 내생성(endogeneity) 문제를 완전히 배제하기 어렵다. 예를 들어, 주주환원을 확대하려는 기업이 사전에 의도적으로 지배구조 준수를 높일 가능성도 존재한다.

〈Table 8〉 시차 변수 분석

Dependent Variable : Share_return _t				
Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>Intercept</i>	0.027*** (3.095)	0.022** (2.564)	0.029*** (3.349)	0.018** (2.137)
<i>Gov_Report_Total_{t-1}</i>	0.001*** (3.019)			
<i>Gov_Report_SCO_{t-1}</i>		0.001* (1.708)		
<i>Gov_Report_DCO_{t-1}</i>			0.001*** (3.684)	
<i>Gov_Report_ACO_{t-1}</i>				0.000 (0.253)
Control Variables	included	included	included	included

15) 참고 목적으로 정책시행 이전의 기간과 정책시행 이후의 기간을 일치시킨 경우(이전 3년[2018년~2020년]과 이후 3년[2021년~2023년])의 회귀분석을 추가로 분석하였으며, 그 결과 상호작용항(TREAT*POST)의 회귀계수는 0.002로 1% 유의수준에서 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 확인되었다.

〈Table 8〉 시차 변수 분석 (계속)

Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
No. of observations	1467	1467	1467	1467
YEAR and INDUSTRY Effects	included	included	included	included
F-value	17.49***	17.22***	17.90***	17.05***
R ²	0.254	0.251	0.258	0.249
Mean VIF	1.90	1.91	1.89	1.89

1) This table presents results from Regression Model

2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.

3) Variable definitions refer to <Table 3>

이러한 지배구조 수준과 주주환원 간의 상호작용성 검토 즉, 내생성 문제를 완화하고 변수 간의 선후 관계를 보다 명확히 하여 분석 결과의 강건성을 확보하기 위해, 주된 분석 모형의 관심 변수를 1기 전($t-1$) 값으로 대체하여 추가 분석을 실시하였다. 이는 전기($t-1$)에 확립된 지배구조 수준이 차기(t)의 주주환원 정책에 미치는 영향을 검증하는 것으로, 동시성으로 인한 편의(simultaneity bias)를 통제하는 데 효과적인 방법이다. 분석 결과는 <Table 8>과 같다.

분석 결과, 전기($t-1$)의 핵심지표 합산 준수(Gov_Report_Total _{$t-1$})은 차기(t) 주주환원 수준에 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 세부 지표인 전기 이사회 준수(Gov_Report_DCO _{$t-1$}) 역시 1% 유의수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 이러한 결과는 주된 분석 결과와 일관되며, 시간적 선후 관계를 고려했을 때도 우수한 지배구조가 향후 주주환원 확대에 이어진다는 본 연구의 핵심 주장이 여전히 강건하게 유지됨을 보여준다. 따라서 본 시차 분석 결과는 주된 분석에서 발견된 관계가 단순한 동행 관계 즉, 지배구조수준과 주주환원 간의 상호작용 효과가 아닌, 지배구조가 주주환원에 선행하는 인과적 관계일 가능성을 뒷받침한다.

나. 종속변수 : 현금배당률

본 연구의 주된 분석 결과, 즉 기업지배구조 수준이 높을수록 주주환원에 긍정적인 영향을 미친다는 발견의 강건성을 확인하기 위한 두 번째 추가분석에서는 종속변수를 Share_return 대신 현금배당률(액면가액 기준)로 대체하여 추가분석을 수행하였다. 분석 결과는 <Table 9>와 같다.

〈Table 9〉 종속변수를 현금배당률로 적용

Dependent Variable : 현금배당률(액면가액 기준)				
Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>Intercept</i>	-5.398*** (-5.010)	-7.428*** (-6.026)	-5.603*** (-5.615)	-6.148*** (-6.245)
<i>Gov_Report_Total</i>	0.041* (1.843)			
<i>Gov_Report_SCO</i>		0.105** (1.982)		
<i>Gov_Report_DCO</i>			0.069* (2.124)	
<i>Gov_Report_ACO</i>				0.003 (0.084)
Control Variables	included	included	included	included
No. of observations	1947	1947	1947	1947
YEAR and INDUSTRY Effects	included	included	included	included
R ²	0.093	0.082	0.092	0.091
Mean VIF	1.96	1.98	1.94	1.94

1) This table presents results from Regression Model

2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.

3) Variable definitions refer to <Table 3>

분석 결과, 핵심지표 합산 준수(Gov_Report_Total)는 현금배당률에 10% 유의수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, 주주 핵심지표 준수(Gov_Report_SCO)은 현금배당률에 5% 유의수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 이사회 준수(Gov_Report_DCO) 역시 10% 유의수준에서 유의한 양(+)의 관계를 보였다. 이러한 결과는 주된 분석 결과와 일관되며, 우수한 지배구조가 주주환원 확대에 이어진다는 본 연구의 핵심 주장이 여전히 강건하게 유지됨을 보여준다.

다. 성향점수매칭(PSM) 분석

본 연구의 핵심 분석 결과인 기업지배구조 수준과 주주환원 사이의 양(+)의 관계가 기업 규모(Firm Size)에서 기인하는 내생성(Endogeneity) 문제로부터 자유로운지 검증하기 위해 성향점수매칭(Propensity Score Matching, 이하 PSM)을 실시하였다. 기업지배구조 보고서 공시 제도는

자산 규모에 따라 단계적으로 의무화되었으며, 주주환원 정책 또한 기업의 규모와 재무적 여력에 의존하는 경향이 짙다. 이러한 제도적 특성으로 인해 독립변수인 정책 대상 여부(TREAT)와 통제변수인 기업 규모(SIZE) 사이에는 높은 상관관계(0.803)가 존재하며, 이는 단순 선형 회귀분석만으로는 규모 효과에 의한 추정치 편의(Selection Bias)를 완벽히 제거하는 데 한계가 있을 수 있음을 시사한다. 이에 본 연구는 지배구조 보고서 공시 의무화 여부에 따라 집단을 조작적으로 정의하여 분석을 재설계하였다. 즉, 자산 2조 원 이상의 공시 의무화 기업을 처리집단(Treatment Group)으로, 자산 2조 원 미만이지만 기준선에 인접하여 재무적 특성이 처리집단과 매우 유사한 기업들을 통제집단(Control Group)으로 설정하였다. 집단 간 동질성을 확보하기 위해 1 : 1 최근접 이웃 매칭(Nearest Neighbor Matching, 복원추출 미허용)을 시행하였다. 성향점수 산출을 위한 공변량으로는 내생성 해결의 핵심인 기업 규모(SIZE)를 포함하여 수익성(ROA), 영업활동현금흐름(CFO), 재무 건전성(LEV) 등을 반영하였다. 이는 유사한 자산 규모와 재무 상태를 가진 기업군 내에서 지배구조 개선이라는 독립적인 요인이 주주환원에 미치는 순수한 인과적 효과를 식별하기 위함이다.

〈Table 10〉 가설 1 검증 결과

Dependent Variable : Share_return _t				
Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>Intercept</i>	0.032*** (3.944)	0.025*** (3.229)	0.034*** (4.342)	0.022*** (2.834)
<i>Gov_Report_Total</i>	0.001*** (3.520)			
<i>Gov_Report_SCO</i>		0.001* (1.765)		
<i>Gov_Report_DCO</i>			0.002*** (5.044)	
<i>Gov_Report_ACO</i>				0.000 (0.265)
<i>Share_return_dum_{t-1}</i>	0.007*** (6.677)	0.007*** (6.726)	0.007*** (6.792)	0.007*** (6.881)
<i>OWN</i>	-0.010*** (-4.494)	-0.010*** (-4.567)	-0.009*** (-4.254)	-0.010*** (-4.576)
<i>SIZE</i>	-0.001** (-2.483)	-0.000 (-1.284)	-0.001*** (-3.051)	-0.000 (-0.751)
<i>LEV</i>	-0.015*** (-8.763)	-0.015*** (-8.760)	-0.015*** (-8.927)	-0.015*** (-8.844)

〈Table 10〉 가설 1 검증 결과 (계속)

Variables	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>CFO</i>	0.024*** (3.966)	0.024*** (4.057)	0.023*** (3.923)	0.025*** (4.128)
<i>SALES_GR</i>	-0.003*** (-2.835)	-0.003*** (-2.761)	-0.003*** (-2.848)	-0.003*** (-2.732)
<i>AGE</i>	-0.001* (-1.865)	-0.001** (-2.158)	-0.001* (-1.872)	-0.001** (-2.233)
<i>ROA</i>	0.049*** (7.860)	0.049*** (7.852)	0.049*** (7.905)	0.050*** (7.921)
<i>BIG4</i>	0.001 (0.788)	0.001 (1.000)	0.001 (0.755)	0.001 (1.229)
No. of observations	1774	1774	1774	1774
YEAR and INDUSTRY Effects	0.279	0.275	0.284	0.273
F-value	23.22***	22.78***	23.84***	22.64***
R ²	0.279	0.275	0.284	0.273
Mean VIF	1.94	1.96	1.92	1.92

1) This table presents results from Regression Model

2) ***, **, * represent significance at 1%, 5%, and 10%, respectively. T-values are based on two-tailed tests using firm and year clustered standard errors.

3) Variable definitions refer to <Table 3>

<Table 10>은 성향점수매칭(PSM)을 통해 추출된 동질적 표본을 대상으로 가설 1을 재검증한 결과이다. 기존 전체 표본을 대상으로 한 <Table 6>과 매칭된 표본을 대상으로 한 <Table 10>을 비교 분석한 결과, 본 연구가 제시한 가설 1에 대해서 강건성이 매우 높은 수준에서 확보되었음을 확인하였다. 우선, 기업 규모의 영향력을 통제하기 위해 표본 수가 1,947개에서 1,774개로 감소하였는데, 이는 1배수 매칭을 하였기 때문으로 판단되었다. 핵심 독립변수인 지배구조 합산 지표(Gov_Report_Total)와 이사회 지표(Gov_Report_DCO)의 회귀계수 및 통계적 유의성은 기존 결과와 동일하게 1% 수준에서 강하게 유지되었다. 또한 주주 지표(Gov_Report_SCO) 역시 유의미한 양(+)의 방향성을 지속적으로 유지하고 있는데, 이는 관측된 주주환원의 증대가 단순히 대형 기업의 규모나 풍부한 자본에 기초한 통계적 착시가 아님을 방증한다. 즉, 기업 규모라는 외생적 요인을 엄격히 격리한 상태에서도 지배구조 개선이라는 독립적 메커니즘이 주주환원을 견인하는 인과적 경로가 존재함이 확인되었다고 판단된다. 통계적 적합도 측면에서도 PSM 분석 결과는 우수한 수치를 기록하였다. 모델의 설명력을 나타내는 결정계수(R²)는 <Table 6>의

0.267에서 <Table 10>의 0.279(Model 1 기준)로 상승하였는데, 이는 매칭을 통해 재무적 이질성이 높은 표본들이 제거됨으로써 모델의 예측력이 강화되었음을 의미한다. 또한 다중공선성을 나타내는 평균 VIF 지수 역시 기존 2.01 수준에서 1.96으로 낮아져, 변수 간 상관성에 의한 추정치편의 우려를 감소시켰다. 결론적으로 기업의 규모 효과라는 강력한 내생성 변수를 통제한 분석에서도 지배구조와 주주환원 사이의 양(+)의 관계가 일관되게 나타난다는 사실은, 본 연구의 정책적 함의가 특정 규모의 기업군에 국한되지 않는 보편적이고 강건한 근거임을 뒷받침한다.

V. 결 론

본 연구는 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수와 감사위원 분리선출 제도가 기업의 주주환원 수준에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 2018년부터 2024년까지 한국거래소 유가증권 시장에 상장된 기업을 대상으로 한국거래소의 기업지배구조보고서상 핵심지표 준수 여부를 수집하여 분석하였다. 주요 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수가 높은 경우 기업의 주주환원을 유의미하게 증가하는 것을 확인하였다. 구체적으로 기업지배구조보고서 핵심지표 합산 준수, 주주 관련 핵심지표 준수 및 이사회 관련 핵심지표 준수가 높을수록 주주환원이 증가하는 유의한 양(+)의 관계가 있음을 확인하였다. 다만, 감사기구 관련 핵심지표 준수는 주주환원에 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 이는 감사기구 관련 핵심지표가 형식적 요건에 집중되어 있고 그 적용이 용이함에 따라 기업간 질적 차이를 나타내는 변별력이 낮기 때문이며, 감사기구의 성격상 이사회나 주주총회와는 다르게 기업의 주주환원 의사결정에 직접적으로 관여하지 않고 경영진의 감시적 역할을 수행하기 때문이라 판단된다. 둘째, 이중차분법(DID) 분석을 통하여 2020년 12월 29일 이후 자산 2조 원 이상 상장기업을 대상으로 감사위원 분리선출 의무화 정책이 정책 대상 기업들의 주주환원 확대 추세를 유의하게 증가시키는 긍정적인 정책 효과를 가져왔음을 확인하였다.

이러한 연구 결과들은 기업의 지배구조 개선이 주주환원의 증대로 이어질 수 있음을 보여준다. 구체적으로 이사회의 독립성 확보, 주주권의 보호, 감사위원 분리선출과 같은 기업의 지배구조 개선을 위한 활동 및 제도가 기업의 주주환원 증대시키는 효과적인 수단이 될 수 있음을 시사한다. 한편, 기업지배구조보고서의 감사기구 관련 핵심지표는 실질적인 지배구조 수준을 나타낼 수 있는 지표로 개선이 필요함을 나타낸다. 즉, 감사위원의 분리선출 실시 등을 통한 감사기구의 독립성과 전문성 강화하고, 감사위원에 대한 인적 및 절차적 보장 강화, 감사위원의 성과평가와 보상을 기업의 경영 성과나 경영진과 분리하여 독립적인 감시활동이 가능하도록 하는 제도적 개선과 이를 반영한 현행 기업지배구조보고서 감사기구 관련 지표의 개선이 필요하다고 판단된다.

본 연구는 다음과 같은 측면에서 한계점이 있다. 한국거래소의 기업지배구조보고서의 핵심지표 준수 여부를 사용하기 위해 연구 대상 기간을 2018년부터 2024년까지로 설정하였다. 따라서 실증연구 결과의 타당성을 증대시키기 위해서는 이후 공시되는 내용을 입수하여 기간을 확대하여 추가적인 검증을 할 필요성이 있다. 향후 연구에서는 이러한 한계점들을 보완하여 지배구조와 주주환원 간의 관계를 더 심층적이고 포괄적으로 탐구할 필요가 있다.

참고문헌

- 곽영민 · 백정환. 2021. “기업지배구조 보고서 의무공시에 따른 시장반응 및 공시 품질에 관한 연구.” 국제회계연구 제96권 : 249-270.
- 고유선 · 김수현. 2020. “한국의 배당정책과 이익에 대한 신호가설 분석.” 대한경영학회지 제33권 제5호 : 913-934.
- 김기영 · 이용환. 2024. “지배구조가 대주주 지분율과 기업가치 관계에 미치는 조절효과.” 전산회계연구 제22권 제1호 : 91-114.
- 김다운 · 강평경. 2018. “기업의 지배구조와 자기주식소각과의 관련성에 대한 연구.” 관리회계연구 제18권 제3호 : 109-140.
- 김도성 · 양준선 · 황승찬. 2010. “기업의 배당정책과 지배 및 소유구조에 관한 연구.” 회계연구 제15권 제3호 : 10-28.
- 김동욱 · 김소라 · 김병곤. 2016. “지배주주의 지분율 변동과 재무적 터널링.” 금융공학연구 제15권 제4호 : 83-103.
- 김동욱 · 전영환 · 김병곤. 2014. “한국 가족기업의 지배구조와 투자기회가 배당정책에 미치는 영향에 관한 연구.” 재무관리연구 제31권 제2호 : 107-140.
- 김문태 · 박원. 2019. “소유지배피리도에 의한 배당성향이 이익조정에 미치는 영향.” Review of Accounting and Policy Studies 제24권 제2호 : 121-143.
- 김병기. 2022. “자사주보유 결정요인에 관한 연구.” 대한경영학회지 제35권 제3호 : 583-595.
- 김여진 · 안성희 · 황문호. 2020. “소유구조가 기업지배구조보고서의 자발적 공시에 미치는 영향.” 지역산업연구 제43권 제2호 : 181-205.
- 김우진 · 임지은. 2022. “자사주 보유가 기업가치에 미치는 영향.” 한국증권학회지 제51권 제6호 : 787-819.
- 김종희. 2022. “기업의 적극적인 주주환원정책과 기업위험 간의 관계에 대한 연구.” 산업경제연구 제35권 제4호 : 775-799.
- 김준석 · 강소현. 2023. “코리아 디스카운트 원인분석.” 자본시장연구원 이슈보고서 23-05 : 5-20.
- 김준석 · 강소현. 2024. “지배구조가 대주주 지분율과 기업가치 관계에 미치는 조절효과.” 전산회계연구 제22권 제1호 : 91-114.
- 김지연 · 위사기. 2024. “상장기업 소유구조가 기업의 사회적책임과 기업가치에 미치는 영향.” 경영컨설팅연구 제24권 제1호 : 221-231.
- 남기만 · 이건. 2024. “복수경영자 구조가 배당의사결정에 미치는 영향.” 한국경영교육학회 제39권 제2호 : 121-140.
- 남혜정. 2023. “지속가능경영보고서의 공시와 기업가치.” 보험학회지 제134권 : 55-82.
- 남혜정. 2024. “지배구조와 회계정보가 보험회사의 배당정책에 미치는 영향.” 보험학회지 제138

- 권 : 147-170.
- 노준화·신유진. 2017. “내생적 관계를 고려한 기업지배구조의 영향 : 회계정보의 질 및 기업가치를 중심으로.” 세무와회계저널 제18권 제3호 : 9-39.
- 목남희·송동섭. 2014. “기업의 경영성과가 배당성향에 미치는 영향.” 국제회계연구 제58권 : 126-142.
- 문승진·정민규·김병곤. 2022. “한국 재벌 기업집단의 내부자본시장과 지배주주의 터널링.” 금융공학연구 제21권 제3호 : 87-107.
- 박광우·박래수·황이석. 2005. “기업 지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구.” 증권학회지 제34권 제4호 : 149-176.
- 박진혁·이장우. 2022. “ESG 평가가 기업가치에 미치는 영향에 대한 연구 : 기업의 지배구조 특성을 중심으로.” 재무관리연구 제39권 제2호 : 147-184.
- 박진혁·이장우. 2024. “기업의 지배구조 특성 및 ESG활동을 고려한 자사주 취득, 처분 및 소각 행위에 관한 실증연구.” 한국증권학회지 제53권 제1호 : 5-43.
- 박진혁·이장우·최재원. 2025. “자사주를 통한 주주 환원 정책이 기업과 주주 간 정보 비대칭에 미치는 영향에 대한 연구.” 한국증권학회지 제54권 제1호 : 7-31.
- 백길주·여영준. 2022. “기업의 ESG성과가 회계투명성에 미치는 영향.” 경영컨설팅연구 제22권 제4호 : 201-211.
- 백상미·최정미. 2021. “ESG 평가등급과 기업특성에 관한 연구.” 국제회계연구 제99권 : 147-167.
- 변희섭. 2022. “지배주주의 사적이익추구 유인과 기업의 부도 가능성 : 소유-지배 괴리도와 부도거리의 관계.” 보험금융연구 제33권 제4호 : 3-41.
- 송동섭. 2016. “잉여현금흐름과 배당성향이 기업가치에 미치는 영향.” 상업교육연구 제30권 제6호 : 199-217.
- 송병연·황인섭. 2020. “상장기업의 소유구조와 정보비대칭이 기업가치 및 위험에 미치는 영향.” 산업경제연구 제33권 제6호 : 1981-1998.
- 송준기·우태우. 2020. “한국 재벌에서 지배괴리도, 이사회 및 감사의 독립성, 공시의 투명성이 기업가치에 미치는 효과.” 전문경영인연구 제23권 제1호 : 85-104.
- 우동호·구자은. 2019. “지배구조와 외국인지분율이 지배주주의 터널링에 미치는 영향.” 회계정보연구 제37권 제1호 : 177-206.
- 우승엽·김누리·김혜민. 2025. “자사주 매입과 지배구조 : 한국 시장에서의 실증 증거.” 한국증권학회지 제54권 제1호 : 48-67.
- 유정민·양동훈. 2022. “ESG 성과는 대리인 비용이 기업가치에 미치는 부정적 영향을 완화하는가?” 국제회계연구 제104권 : 136-163.
- 이세원·김경호·임현우. 2015. “기업지배구조가 기업 위험에 미치는 영향 : 소유구조와 이사회

- 특성을 중심으로.” 기업경영연구 제22권 제5호 : 187-200.
- 이용대 · 김유상 · 김병집. 2024. “기업의 지배구조와 배당이 기업가치에 미치는 영향.” 한국콘텐츠학회논문지 제24권 제8호 : 219-226.
- 이상규 · 김동욱 · 김병곤. 2018. “특수관계자간 거래와 지배주주의 터널링.” 금융공학연구 제17권 제1호 : 57-77.
- 이장우 · 지성권 · 김용상. 2011. “지배구조 고려하의 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구.” 금융공학연구 제10권 제3호 : 137-167.
- 정성창 · 김영환. 2022. “한국기업의 ESG활동과 배당정책.” 재무연구 제35권 제2호 : 107-145.
- 조수혜 · 정강원. 2023. “구조방정식을 이용한 지배구조, 자본구조, 기업가치의 관계에 관한 실증적 연구.” 기업경영리뷰 제14권 제2호 : 259-280.
- 조지호 · 김천호. 2005. “기업소유구조와 재무정책의 상호관련성에 관한 연구 : 자본구조, 투자 및 배당을 중심으로.” 재무관리연구 제22권 제2호 : 1-41.
- 지성권. 2025. “소유구조에 따른 외부 자본조달 제약과 배당정책.” 경영과 정보연구 제33권 제5호 : 173-182.
- 최동권 · 최성호. 2021. “기업의 소유지배과리도가 자본구조에 미치는 영향.” 대한경영학회지 제34권 제3호 : 447-464.
- 최정혁. 2021. “ESG 성과와 기업가치에 관한 연구 : 소유구조의 조절효과를 중심으로.” 여성경제연구 제18권 제2호 : 91-115.
- 최향미 · 안지영 · 임병권. 2024. “기업의 소유구조와 선택적 CSR에 대한 연구.” 경영경제연구 제46권 제1호 : 23-42.
- 추형석 · 문태곤 · 문두철. 2023. “기업지배구조 공시제도가 실제이익조정에 미치는 영향에 대한 연구 : 기업지배구조보고서의 자발적 공시와 의무공시의 비교분석을 중심으로.” 회계저널 제32권 제1호 : 283-314.
- Abdennadher, A., and Cheffi, W. 2020. The effectiveness of e-corporate governance : An exploratory study of internet voting at shareholders' annual meetings in France. *Corporate Governance* 20(4) : 673-702.
- Atanasov, V., Black, B., Ciccotello, C. S., and Gyoshev, S. B. 2010. The laws and economics of self-dealing in Bulgaria. *Journal of Financial Economics* 96(1) : 155-173.
- Baker, H. K., Farrelly, G. E., and Edelman, R. B. 1985. What do firms think about dividends. *Financial Management* 14(3) : 78-84.
- Baker, H. K., Powell, G. E., and Veit, T. E. 1985. Understanding dividend policy - A survey of US firms. *Financial Management* 14(3) : 78-84.
- Beasley, M. S., Carcello, J. V., Hermanson, D. R., and Lapides, P. D. 2000. Fraudulent financial reporting : Consideration of industry traits and corporate governance mechanisms.

- Accounting Horizons* 14(4) : 441–454.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect information, dividend policy, and ‘the bird in the hand’ fallacy. *Journal of Finance* 34(3) : 255–273.
- Dittmar, A. K., Mahrt-Smith, J., and Servaes, H. 2003. Corporate governance and the value of cash holdings. *Journal of Financial Economics* 61(3) : 679–723.
- Gal-Or, R., Hoitash, R., and Hoitash, U. 2017. Shareholder elections of audit committee members. *Contemporary Accounting Research* 34(3) : 1306–1342.
- Gompers, P. A., Ishii, J. L., and Metrick, A. 2003. Corporate governance and equity prices. *Quarterly Journal of Economics* 118(1) : 107–155.
- Grullon, G., and Michaely, R. 2002. Dividends, changes and firm value. *Journal of Finance* 57(4) : 1649–1684.
- Jensen, M. C. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76(2) : 323–329.
- Jensen, M. C., and Meckling, W. H. 1976. Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305–360.
- Johnson, S., Boone, P., Breach, A., and Friedman, E. 2000. Corporate governance in the Asian financial crisis. *Journal of Financial Economics* 58(1–2) : 141–186.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 1999. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 58(1–2) : 3–27.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55(1) : 1–33.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 2002. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 57(1) : 1–33.
- Lemmon, M., and Lin, L. 2003. Ownership structure, corporate governance, and firm value : Evidence from the East Asian financial crisis. *Journal of Finance* 58(4) : 1445–1468.
- Miller, M. H., and Rock, K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance* 40(4) : 1031–1051.
- Pearce II, J. A., and Zahra, S. A. 1991. Board of director roles as foresight strategy : Integrating agency and stewardship perspectives. *Journal of Management* 17(2) : 399–417.
- Pinkowitz, L., Williamson, R., and Stulz, R. M. 2006. Does the value of corporate cash depend on investor protection? A cross-country analysis. *Journal of Finance* 61(3) : 2725–2751.
- Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52(2) : 737–783.

- Shleifer, A., and Wolfenzon, D. 2002. Investor protection and corporate governance. *Journal of Financial Economics* 66(1) : 3–27.
- Stulz, R. M. 1988. Managerial control of voting rights : Financing policies and the market for corporate control. *Journal of Financial Economics* 20(1/2) : 25–54.
- Zhao, A., and Brehm, A. J. 2011. Cumulative voting and the conflicts between board and minority shareholders. *Management Research Review* 37(5) : 465–473.

A Study on Corporate Governance Quality and Shareholder Returns

: Focusing on Compliance with Key Indicators in Corporate Governance Reports

Kyung Suk Lee* · Hye jeong Nam**

〈Abstract〉

This study empirically analyzes the impact of corporate governance quality on shareholder returns. Korean firms have persistently suffered from undervaluation, a phenomenon often attributed to low levels of shareholder returns and weak corporate governance. In order to empirically analyze the impact of corporate governance quality on shareholder returns, this study uses data on compliance with the Key Indicators in Corporate Governance Reports disclosed from 2018 to 2024.

The main empirical results are as follows. First, we find that companies with higher compliance rates for the Key Indicators in Corporate Governance Reports exhibited significantly higher shareholder returns. Specifically, higher compliance with the aggregate Key Indicators, as well as indicators related to shareholders and the board of directors, was associated with significantly higher shareholder returns. However, compliance with indicators related to audit body did not have a significant effect on shareholder returns. Second, we find that the mandatory policy for the “separate election of audit committee members”, applicable to listed companies with assets exceeding 2 trillion KRW after December 29, 2020, have a positive policy effect, increasing shareholder returns for the subject firms.

These findings suggest that improvements in corporate governance can lead to increased shareholder returns. Specifically, activities and institutional mechanisms for improving governance—such as securing board independence, protecting shareholder rights, and the separate election of audit committee members—can serve as effective means to enhance shareholder payouts. The significance of this study is that the quality of corporate governance significantly influences shareholder returns.

〈Key words〉 Corporate Governance Quality, Shareholder Returns, Key Indicators in Corporate Governance Reports, Separate Election of Audit Committee Members

* Ph.D. Student, Department of Accounting, Dongguk University, ceoleeks@gmail.com, First Author

** Professor, Department of Accounting, Dongguk University, namhj@dongguk.edu, Corresponding Author