

配當政策의 規範的 模型에 관한 研究

吳 煥 鍾*

目 次

第 1 章 序 論	第 1 節 資料의 選定
第 1 節 研究의 目的	第 2 節 標本의 設計
第 2 節 研究의 方法	第 3 節 資料의 分析方法
第 2 章 配當信號와 情報效果에 관한 先行 研究結果의 要約	및 結果
第 3 章 研究模型의 設定	第 5 章 結 論
第 1 節 模型의 設定	第 1 節 要約 및 結論
第 2 節 假說의 設定	第 2 節 研究의 限界
第 3 節 要約	및 向後의 研究課題
第 4 章 研究模型의 檢證	參考文獻

第 1 章 序 論

第 1 節 研究의 目的

펠드스타인과 그린(K. Feldstein and J. Green)¹⁾이 “배당정책은 기업의 재무관리 분야에서 가장 먼저 당면하게 되는 문제이다”라고 지적한 것처럼 지난 10여년 동안 재무관리 분야의 많은 연구가 배당정책에 관심을 두어왔다. 배당정책에 관한 많은 이론중에서 널리 받아들여지고 있는 이론은 配當信號傳達理論이다. 配當信號傳達이란 배당을 통하여 기업의 정보가 주주에게 전달된다는 것을 의미한다. 기업이 주주에게 배당을 통하여 현금을 전달하면 정보의 왜곡을 감소시킬 수 있을 뿐만 아니라 기대수익에 대한 투자자의 불확실성도 감소시킬 수

* 群山水産專門大學 水産經營學科 副教授

1) M. Feldstein and J. Green, “Why Do Companies Pay Dividends”, *American Economic Review* 73 (March 1983), pp. 17-30.

있다. 배당정책에 관한 많은 연구가 수행되었음에도 불구하고 경영자가 내려야 할 최선의 배당사결정 방법에 대하여는 의견의 일치가 이루어지지 않고 있다.

배당을 “영리를 목적으로하는 기업이 영업이익을 주주에게 출자액 또는 소유주식수에 비례하여 주주평등의 원칙하에 정기적으로 지급하는것”으로 정의할 때 기업 수익 원천의 중요한 부분은 매출액이라 할 수 있다. 또한 주주는 배당의 신호전달수단으로서 매출액의 변화에 상당한 관심을 가지고 있다. 이에 본 연구는 배당정책에 관한 규범적 모형을 설정한 후 다음의 관계를 확인하여 경영자의 配當意思決定에 도움을 주려는 데 그 목적을 두고 수행하였다.

첫째, 매출액 규모에 따라 배당정책을 변화시켜야 하는가?

둘째, 기업의 固定營業費와 固定財務費의 변동에 따라 기업의 배당정책을 변화시켜야 하는가?

第 2 節 研究의 方法

본 연구는 문헌 연구와 실증 연구를 병행하였다.

문헌연구는 선행 관련연구를 중심으로 여러 학자들의 연구 결과를 검토하여 이를 토대로 배당신호 및 정보효과에 관한 이론을 요약하였다.

실증연구는 配當信號傳達效果가 존재한다는 가정하에서 수행되었다. 배당은 기업의 이익으로부터 나오고 그 이익은 두가지 구성부분 즉, 수익과 비용으로 분해가 가능하다. 정보 불균형이 두 구성요소 모두에 존재하지만 연구의 목적을 위하여 주주는 수익흐름 특히 매출액에 대한 불확실성을 정보 불균형의 중요한 원천으로 인지하고 있는 것으로 가정하고 매출액에 있어서의 정보 불균형과 세율차이에 기인하는 信號傳達效果가 존재하는 不完全市場下에서 경영자가 취해야 하는 배당정책에 대한 규범적 모형을 설정하였다. 연구목적으로 설정된 규범적 모형의 검증을 위하여 1982년 1월 1일부터 1988년 12월 31일까지 韓國證券去來所에 상장된 기업에서 사전에 설정한 선정기준에 따라 표본기업을 선정하여 그 기업에서 자료를 수집하였다.

수집한 자료의 분석에 주로 이용된 통계기법은 SAS의 다변량 분석과 공분산 분석인데 다변량 분석은 두 종속변수의 동시적 분석을 위하여, 그리고 공분산 분석은 연속적인 독립변수들과 집단대리치 모두를 포함하는 배당정책 모형의 분석을 가능하게 해주기 때문에 이용하였다. 또한 誤差分散에서 초래되는 공분산과 관계있는 배당정책변수내의 변동을 제거하기 위하여 배당정책변수와 관련된 공변량에 포함된 정보를 이용하였다. 또한 F檢證 및 t檢證을 수행하여 모형과 집단의 통계적 유의성을 검증하였으며 변수의 재정의를 통한 敏感度分析도 실시하였다.

第 2 章 配當信號와 情報效果에 관한 先行 研究結果의 要約

초기의 일반적 배당연구들 가운데서 린트너(J. Lintner)의 연구와 파마와 바비크(E. F. Fama and H. Babieck)의 연구는 현재까지도 별 저항없이 받아들여져서 배당의 행태 예측을 위한 모형으로 사용되고 있다. 그러나 이것은 안정배당과 이익과 비례한 배당의 적절한 조화속에서 배당정책을 취하고 있는 미국에 대한 것이라 하겠다. 또한 상기 연구결과에서 지적할 수 있는 하나의 공통적인 사실은 기업이 배당정책을 변경시키고자 하는 경우 새로이 설정된 배당수준을 유지하는데 필요한 충분한 현금흐름이 장래에 보장된다는 확신이 있을 때에만 배당수준을 조정한다는 사실이라 하겠다.

1960년대 중반까지의 실증적 연구에서는 株價를 배당과 유보이익에 관련시켜, 배당성향이 높을수록 株價收益率이 높다고 하면서 배당성향과 株價收益率 사이에 정(+)의 상관관계가 있다고 주장하고 있으나 이와 관련된 연구들은 몇가지 점에서 아래와 같은 비판을 받고 있다.²⁾

1) 배당성향과 株價收益率은 기업의 내용과 관계없이 같은 방향으로 움직인다. 기업의 이익수준이 변동함에 따라서 배당성향과 株價收益率은 같이 움직이므로 양자의 상관은 단순히 통계적 현상으로 배당과 株價사이에 어떤 인과관계가 없는 경우에도 나타날 수 있다.

2) 기업의 이익은 배당성향 및 株價收益率과는 관련이 없는 것으로 가정하고 있으나 위험이 높은 기업일수록 보다 낮은 배당성향과 株價收益率을 나타내고 투자자들은 위험이 높을수록 미래예측이 어려운 것으로 판단하여 위험이 높을수록 株價는 하락하는 경향이 있다. 이와같은 문제점으로 배당이 株價에 미치는 영향에 관한 초기단계의 실증적 연구들은 그 타당성을 의심받고 있다 할 수 있다.

배당신호와 정보효과에 관한 이론적 연구의 내용을 요약하면 다음과 같다.

1) 個人所得稅와 정보 불균형이 존재하는 불완전시장에서 내부경영자들은 배당정책을 통하여 그들이 소유하고 있는 내부정보를 시장에 전달하는 신호전달균형이 존재하며 이와 같은 배당정책의 신호전달균형이 존재할 수 있는 필수조건은 신호전달 비용이 기업의 평균 현금흐름과 부(-)적 상관관계를 가져야 하며, 특별한 이유가 없는 한 내부경영자들이 배당삭감을 기피해야 한다는 점이다.

2) 기업이 배당을 지급하는 경우 신호전달 이익과 신호전달 비용이 발생하는데 이때 최적 배당정책은 限界信號傳達 이익과 限界信號傳達 비용의 상치관계에서 결정되며 모든 경영자들은 재무정책 결정에서 限界信號傳達이익과 限界信號傳達비용의 차이를 극대화하는 의사 결정을 한다.

2) Thoms E. Copeland and F. Fred Weston. "Financial Theory and Corporate Policy, 2nd ed., Reading, Mass : Addison-Wesley Publishing Company(1983), pp. 512-513.

3) 복수의 신호전달 수단이 공존하는 보다 현실적 세계에서도 역시 배당정책이 신호전달 수단으로 사용될 수 있기 때문에 정(+)¹의 배당공시 효과가 기대된다.

따라서 배당정책의 신호전달이론은 미래 사업전망이 밝은 기업일수록 보다 많은 배당을 지급할 것이므로 기대이상의 배당을 지급하는 경우 株主의 富에 긍정적인 영향을 미친다는 실증적 암시를 갖는다.

또한 실증적 연구의 내용은 아래와 같이 요약할 수 있다.

1) 대부분의 실증적 연구에서 배당공시의 정보내용을 지지하는 실증적 증거가 발견되었으나 배당공시의 정보내용에 대한 설명으로서 사건기간 전후의 위험변화에 대한 근거는 아직까지 충분하지 않다.

2) 배당공시의 지배적인 효과는 정보내용효과이며, 富의 移轉效果에 대한 실증적 증거는 발견되지 않았다.

3) 배당지급을 일시적으로 중단한 후 최초로 배당을 지급한다는 공시가 株主의 富에 미치는 영향이 매우 강력하다는 실증적 증거가 발견되었다.

4) 배당공시의 효율적 시장 가설에 대한 증거는 일관성있게 나타나지 않고 있다.

상기의 연구들에서 배당의 정보효과 가설에 대한 실증적 연구의 검증결과가 상충하는 것은 다음과 같은 이유로 설명할 수 있다.

1) 모든 연구들이 각각 다른 이론적 모형을 사용하고 있다는 점이다. 특히 기대배당과 기대치 않은 배당을 구별하기 위하여 서로 다른 모형을 사용하는 것은 배당신호에 포함된 정보를 관찰하는데 있어서 서로 상이한 검증결과와 원인이 될 수도 있다.

2) 모든 모형에서 서로 다른 변수를 사용했다는 점이다. 즉, 이익, 위험조정수익율, 현금흐름 등 관심의 대상이 된 변수가 다른 경우가 있다는 것이다.

3) 배당이 유일한 신호의 유형이 아니므로 배당효과를 다른 신호효과와 분리시키는 것이 매우 곤란하다는 점이다.

4) 市場收益率 모형의 결합 검증이므로 市場效率性 정도에 따라 연구결과가 달라질 수 있다는 것이다.

우리나라에서 배당신호와 정보효과에 관한 연구가 본격적으로 이루어진 것은 1980년대에 들어서이다. 물론 이전에도 부분적으로 이 분야에 대한 연구가 없었던 것은 아니지만 1980년대 들어서야 비로소 활발한 연구가 이루어졌다고 할 수 있다. 우리나라 연구의 대부분은 配當落 時點에서 배당의 정보효과가 존재한다고 하면서 대부분의 실증적 연구가 배당의 정보효과를 인정하고 있다.

지금까지 살펴본 연구결과에 의하면 기업가치에 영향을 미치는 재무적 신호로 이용될 수 있는 수단은 財務레버리지, 경영자 및 기업가의 持株比率, 株式分割, 株式配當, 自社株 再買入 그리고 利益등으로 볼 수 있다. 이와함께 여러가지 형태의 재무적 신호수단이 정의되고 검

증되었으나 그 가운데서도 기업의 현금배당이 경영자들의 재무적 전망을 시장에 전달하는 유효한 수단으로 널리 인식되어 왔다고 할 수 있다.

第 3 章 研究模型의 設定

第 1 節 模型의 設定

바다차리아(S. Bhattacharya)를 비롯한 여러 학자들은 완전시장이론의 가정하에 정보불균형, 상이한 세율 그리고 비용이 드는 신호효과를 확인하는 모형을 개발하였다. 신호이론에 따르면 다른 조건이 일정할 때, 경영자가 주주에게 진정한 수익흐름에 대한 정보를 제공하면 그에 따라서 기업의 실질가치도 변화한다. 특히 배당정책이 수익에 대한 미래의 불확실성을 감소시키는 정보나, 미래수익의 상승을 초래하는 정보를 제공하면 기업의 가치는 상승한다.

본 연구의 특징은 상기의 信號傳達理論을 보완하는 모형을 앤더슨(T. R. Anderson)의 모형³⁾을 근거로 규범적 모형을 설정하여 우리나라 증권시장의 자료를 토대로 매출액 변동에 따른 배당정책 결정방법과 기업의 고정영업비(특히 감가상각비) 및 고정재무비와 기업의 배당지

급수준과 배당성향사이에는 어떠한 관계가 존재하는가를 파악하는데 있다. 배당정책 결정방법의 기준으로 매출액을 설정한 것은 배당이 기업 수익을 기초로 하여 수행되고 기업수익의 주 원천이 매출액이기 때문이고 고정영업비(특히 감가상각비)는 기업의 비용부문에 중요한 부분을 차지하고 있을 뿐만 아니라 정보의 수집이 다른 비용에 비하여 용이하기 때문이다.

설정된 모형은 상이한 소득세율에서 초래되는 비용과 配當信號利益을 균형있게 조화시킬 수 있는 경영자(주주의 대리인)가 존재하고 경영자는 株價의 극대화를 통하여 주주의 富의 예상효용을 극대화시키는 것을 임무로 하는 주주의 대리인으로 가정한다.⁴⁾

이것은 경영자가 平均分散效果收益基準(mean variance efficient return criteria)⁵⁾에 따라 행동한다는 것을 의미하며 株價는 주주의 장기적이고 경제적인 수익흐름에 대한 투자자의 신념에 의하여 결정되는 것으로 가정한다. 즉, 주어진 불확실성하에서 투자자가 그들의 장기적이고 경제적인 평균수익흐름을 높게 인식하면 할수록 株價는 보다 더 상승하게 된다. 이 모형은 경영자가 주주보다 더 많은 정보를 가지고 있는 경우 경영자가 배당지급 메카니즘을

3) T. R. Anderson, A Normative Model of Dividend Policy in the Presence of Dividend Signalling Conditions, Syracuse University, ph. D. (1985), pp. 78-85.

4) 이 경우 株主를 위한 代理人로서 행동한다는 것은 道德的 危險을 피할 수 있다는 것을 의미한다.

5) 平均分散效果(mean-variance efficiency)는 토빈(J. Tobin, 1958)과 마코비츠(H. Markowitz, 1952)에 의하여 서술된 후 문헌에서 표준화 되었다.

통하여 그 정보를 신호함으로써 장기수익에 대한 투자자의 확률분포에 어떻게 영향을 미치는가를 보여준다. 그러나 배당지급을 망설이게 하는 세율차이가 존재하는 경우 경영자는 주주의 조세비용과 잠재적 이익을 비교함으로써 신호활동에 제약을 받게된다.

정보 불균형은 기업의 장기 매출액 수준에 대하여 주주보다 경영자가 보다 더 잘 알고 있다는 가정에서 나왔다. 매출액은 기업의 수익을 좌우하는 주요 요인으로 재무계획의 기초적 변수로서 매출액의 중요성은 잘 알려져 있을 뿐만 아니라 매출액 예측은 다른 재무적변수의 측정에 기초적 변수로서 사용되기도 한다. 또한 기업예산은 판매예측에 기초를 두고 작성되며 대부분의 기업은 재무예측, 기업활동 그리고 연구개발에 상당한 자원을 투입하고, 주주들이 이용할 수 없는 미래 매출수익에 관한 정보를 가지고 있으며 경영자의 비밀인 기업의 투자나 재무의사결정의 주요한 영향은 미래의 매출수익에 나타난다. 더우기 기업은 미래의 주문에 대하여 계약을 맺을 수 있을 뿐만 아니라 주주에게는 별로 유용하지 않는 정보를 가질 수 있으므로 비록 다른 재무적 변수내에도 주주의 장기소득에 영향을 미칠 수 있는 정보 불균형이 존재하더라도 매출액이 정보 불균형의 가장 중요한 원천중의 하나라는 데는 이론의 여지가 없다 하겠다.

1. 기본가정

연구모형은 기업의 비용구조에서 발생할 수 있는 정보 불균형을 독립적으로 고려하지 않고 다음과 같은 전제하에 설정하였다.

- 1) 변동비는 매출액의 일정 비율이고 고정비는 일정하며, 이자율과 같은 거시적 비용은 경영자가 인지하고 있는 만큼 주주도 인지하고 있어서 정보 불균형의 원천이 아니다.
- 2) 경영자는 투자자의 분포에 대하여 알고 있을 뿐만 아니라 투자자에게 알려지면 투자자 분포의 분산과 평균의 변경등과 같은 투자자의 신념을 변화시킬 수 있는 정보를 가지고 있으며 투자자의 분포는 (식 3-1)의 처음 두 요소에 의하여 완전하게 표현된다.

$$S = E(S) + \bar{S}\bar{\mu} = \bar{S} + M \dots\dots\dots (3-1)$$

여기에서

S = 기업의 장기적이고 경제적인 매출액에 대한 투자자의 확률분포를 의미하는 확률변수

$$E(\bar{\mu}) = 0$$

E(S), \bar{S} : S의 기대값

μ 는 분산 $\sigma^2(\bar{\mu})$ 를 갖는다.

- 3) 다음 변수는 특별히 언급하는 경우를 제외하고는 경영자와 투자자 모두에게 확실하게 알려져 있다.

V = 매출액 단위당 변동비

\tilde{V}_S	= 총변동비(확률변수)
F	= 총고정영업비(감가상각비)
B	= 부채
r	= 이자율
t	= 법인세율
c	= 발행주식수
T_p	= 주주의 개인소득세
T_g	= 주주의 자본소득세, (단, $T_g < T_p$)
D	= 주당배당액
\tilde{E}	= 주당이익의 기대값(확률변수)
q	= 배당성향(목표배당지급율) ⁶⁾
E	= 주당이익

4) 연구모형에 기본적으로 사용되는 3개의 변수는 다음과 같이 정의한다.

재무레버리지(FL) = 총부채 / 총자산

영업레버리지(OL) = 감가상각비 / 매출액

배당성향(DIPAY) = 배당 / 당기순이익

5) 경영자는 항상 정직한 신호를 제공하기 때문에 도덕적 위험은 존재하지 않으며 주주는 샤프-린트너-토빈이 주장한 위험-수익 공간상에서 행동한다.

2. 模型의 設定

장기적이고, 경제적인 주당이익에 대한 투자자의 분포는 다음과 같이 주어진다.

$$\tilde{E} = EPS = \frac{[S - \tilde{V}_S - F - rB](1-t)}{C} \dots\dots\dots (3-2)$$

여기에서

x = (1 - v)로 높으면

$$\tilde{E} = \frac{[\tilde{x}S - F - rB](1-t)}{C} \dots\dots\dots (3-3)$$

이 된다.

6) 配當性向은 財務管理에서 잘 정립된 개념으로 린트너(J. Lintner)와 브리테인(J. A. Brittain)에 의하여 검토된 이후 널리 사용되어 왔다.

(식 3-3)의 평균과 표준편차는⁷⁾ 다음 (식 3-4)와 (식 3-5)이다.

$$\bar{E} = \frac{[x\bar{S} - F - rB](1-t)}{C} \dots\dots\dots (3-4)$$

$$\sigma E = [(1-t)/C][x][\sigma u] \dots\dots\dots (3-5)$$

즉, 주당이익의 표준편차에 의하여 표현되는 주당이익의 불확실성에 대한 인지는 (식 3-5)에서 보는 바와 같이 3개의 항에 의하여 표현된다.

웨스턴과 브리감(J. F. Weston and E. F. Brigham)에 의하여 정립된 개념에 따라 처음의 두 변수를 각각 財務레버리지⁸⁾, 營業레버리지⁹⁾ 그리고 세번째 변수는 매출액에 대한 불확실성의 척도라 명명하였다.¹⁰⁾ 개인소득세와 자본소득세만으로는 주주의 경제적 소득인 세후수익흐름을 완전하게 나타낼 수 없으며, 투자자의 세후수익흐름의 분포는 (식 3-6)과 같이 주어진다.

$$\tilde{Y} = D(1 - T_p) + (1 - q) \tilde{E}(1 - T_g) \dots\dots\dots (3-6)$$

첫번째 항은 개인소득세가 부과되는 투자자의 稅後配當所得이고 두번째 항은 자본소득세가 부과되는 稅後資本所得이다. 配當性向 q는 투자자의 소득분포 E와 독립적이다. E의 분포가 기업의 공표된 配當性向(目標配當支給率) q의 수준에 의존할 수도 있으나 이것은 경영자와

$$7) \ E = \frac{[xS - F - rB](1-t)}{C}$$

$$\sigma E = \sigma \left\{ \frac{[xS - F - rB](1-t)}{C} \right\}$$

σ(상수) = 0 이므로

$$\sigma E = \sigma \left\{ \frac{[xS](1-t)}{C} \right\}$$

$$\sigma E = \frac{(x)(1-t)}{C} \sigma S$$

$$\sigma E = \frac{(x)(1-t)}{C} \sigma u$$

- 8) [(1-t)/c]는 代理人 費用이나 破産費用등에 의해서 발생하는 조세효과와 같은 재무레버리지를 경영자가 사용하고 있음을 반영한 것이다. 때문에 기업은 약간의 부채를 사용하여야 하며 C가 작으면 작을수록(높은 負債를 의미) 株當利益의 변동은 증가한다.
- 9) 일반적으로 기업이 고정비를 증가시키면 변동비는 그에 따라 감소한다.(그러나 損益分岐點은 높아진다) 그러므로 단위당 매출액의 공헌이익 x가 증가하면 株當利益의 分散도 증가한다.
- 10) 여기에서 營業레버리지와 財務레버리지의 대리치는 보통 乘數의 관계에 있으며 σE에 乘數的 공헌을 하는 세번째 요소가 매출액에 대한 情報不均衡 결과이다.

투자자에게 동일하게 알려져 있다.

(식 3-4)의 E를 (식 3-6)에 대입하면

$$\bar{Y} = D(1 - T_p) + (1 - q)(1 - T_g) \frac{[(x\bar{S} - F - rB)(1 - t)]}{C} \dots\dots\dots (3-7a)$$

가 된다.

또한 (식 3-6)에서 살펴보면 E의 변동에 따라 Y가 변동하므로¹¹⁾

$$\begin{aligned} \sigma Y &= (1 - q) \sigma E(1 - T_g) \\ \sigma Y &= (1 - q)(1 - T_g) [(1 - t) / C] [x] [\sigma u] \dots\dots\dots (3-7b) \end{aligned}$$

이다.

일반적으로 배당지급의 증가는營業레버리지, 財務레버리지 또는 매출액 증가에서 초래되는 주주의 주당순이익에 대한 불확실성을 감소시키는 잠재력을 가지고 있으므로 다른 조건이 일정하다면 (식 3-7b)에서 配當性向 q의 증가는 σY 의 감소를 초래한다.

(식 3-7b)를 재정리하면

$$x = C / (1 - T_g)(1 - q)(1 - t) \sigma \bar{Y} / \sigma u \text{ 이고}$$

이 x를 (식 3-7a)에 대입하면

$$\bar{Y} = D(1 - T_p) + [(\bar{S}) / \sigma u] \sigma Y - [(1 - q)(1 - T_g)(1 - t) \{(F + rB) / C\}] \text{ 이다.}$$

또한 σu 에 대한 \bar{S} 의 비율을 $h = \bar{S} / \sigma u$ 라 놓으면

$$\bar{Y} = h\sigma Y + d(1 - T_p) - [(1 - q)(1 - T_g)(1 - t) \{(F + rB) / C\}] \dots\dots\dots (3-7c)$$

가 된다.

株價는 주주의 장기세후수익흐름 Y에 대한 투자자의 신념에 따라 상승하거나 하락하며, 특히 투자자는 세후수익흐름에 대한 그들의 효용에 근거하여 株價를 결정한다. 期待效用公準에 따르면 수익흐름은 확률변수이기 때문에 불확실한 수익흐름 Y의 선호도는 수익흐름의 期待效用價値에 따라 등급이 매겨진다 할 수 있다. 이 점에서 경영자는 배당정책을 통하여

11) D는 확실하게 알려져 있다.

투자자의 세후수익의 확률분포에 영향을 미칠 수 있으며 주어진 效用選好函數, $I(\bar{Y})$ 하에서 경영자는 세후수익흐름의 기대효용을 극대화시키기 위하여 배당을 하여야 한다. 효용함수 $I(\bar{Y})$ 가 평균-분산계수라 가정하면, 이것은 $I(\bar{Y}, \sigma\bar{Y})$ 로 표현되는 효용함수가 세후수익흐름의 평균과 분산에 따라 특화한다는 것을 의미하며 효용함수 $I(\sigma\bar{Y}, \bar{Y})$ 는 다음과 같은 특성을 가진다.('는 도함수를 의미한다)

$I'(\sigma\bar{Y}) < 0$ 인 경우 불확실성 $\sigma\bar{Y}$ 가 증가함에 따라 효용은 감소하고 $I'(\bar{Y}) > 0$ 인 경우 평균 \bar{Y} 가 증가함에 따라 효용은 증가한다.

즉, $\sigma\bar{Y}$ 의 불확실성 수준하에서 세후수익흐름의 효용은 기대수익 \bar{Y} 의 등급기준에 따라 등급이 매겨질 수 있다.

(식 3-7c)를 재정리하여 效用函數內的 변수를 상수로 놓으면

$$\bar{Y} - h\sigma\bar{Y} = D(1 - T_p) - [(1 - q)(1 - t) \{ (F + rB) / c \}] \dots\dots\dots (3-8)$$

이 된다.

주주의 기대효용을 극대화시키는 것과 같이 기업 경영자의 통제하에 있는 변수들을 고려하여 최적의 배당정책을 수행하기 위해서는 (식 3-8)의 제약조건에 따라 $I(\sigma\bar{Y}, \bar{Y})$ 를 극대화시켜야 한다. 매출액의 확률변수가 정규분포를 이룬다고 가정하면 이것은 Y 의 기대효용을 극대화시키는 것과 같다.

第 2 節 假說의 設定

본 연구는 조세효과와 정보 불균형이 완화된 완전시장조건하에서 경영자의 배당행위에 관한 規範的 制約最適化模型을 설정하였다.

만약 설정된 모형이 타당하다면 배당정책에 관련된 변수사이에는 다음의 관계가 성립할 것이다.

1. 가설 I (h1)의 설정

가설 I (h1) : 투자자의 무차별곡선이 일정하다면 배당지급수준 및 배당지급성향은 기울기계수 h (기업형태의 대리치)가 증가함에 따라 증가한다.

즉 경영자가 주주의 대리인으로서 점점 상승하는 기대효용 수준에서 제약된 최적상태를 달성하려는 목적으로 행동하면 매출액에 대한 주주의 인지된 불확실성보다 많은 예상 매출액을 가진 기업은 그 불확실성보다 적은 예상매출액을 가진 기업에 비하여 배당변화에서 초래되는 주주의 위험인지에 보다 덜 민감하기 때문에 기울기계수(h)가 큰 기업은 기울기계수가 작은 기업이 적은 배당으로 달성할 수 있는 인지된 효용을 동일하게 달성하기 위해서는 더 많은 배당을 하여야 한다는 것이다. 이것은 상대적 매출액 변동율이 일정할 때 다양한

매출액 규모에 의하여 기업의 배당정책이 결정되어야 한다는 것을 의미한다.

2. 가설 II(h2)의 설정

가설 II(h2) : h 와 투자자의 무차별곡선이 일정하다면 고정영업비나 고정재무비가 증가함에 따라 배당지급수준과 배당성향도 증가한다.

즉, 고정영업비나 고정재무비가 변화할 때 경영자의 반응이 부족하면 주주가 그것을 정보적 내용을 가지고 있는 것으로 인지하게 되기 때문에 고정영업비나 고정재무비의 증가가 주주의 위험 인지에 미치는 영향을 완화하기 위해서는 배당지급수준과 배당성향을 증가시켜야 한다는 것을 의미한다.

第 3 節 要約

M. M은 완전시장이 존재할 경우 배당정책은 별 문제가 없다고 주장하였으나 세율의 차이가 없고 완전시장이라는 조건이 맞지 않으면 투자자는 정보 불균형 상황하에서는 배당지급을 선호하는 반면 조세효과적 측면에서는 유보를 선호하게 된다.

본 연구모형은 불완전한 자본시장내에서 발생하는 변동적인 영업 및 재무적 환경하에서 주주의 기대효용을 극대화시키기 위하여 배당정책과 관련된 경영자의 행동을 탐색할 수 있게 해준다. 본 모형은 규범적 모형이기 때문에 이와 같은 상황하에서 경영자가 실제로 행동하는 방식보다는 경영자가 어떻게 행동해야 하는가에 대한 방법을 설명한다. 모형이 가정하고 있는 기본조건이 변하게 되면 주주의 기대효용을 극대화하기 위해서 경영자가 취할 수 있는 예상된 행동을 변화시킬 수도 있다. 규범적 모형의 가치는 모형이 얼마나 현실을 정확하게 설명하느냐에 있지않고 규범적 모형에 의하여 묘사된 현상적인 상태와 현실이 얼마나 다르냐 하는 것을 발견하게 해주는데 있다. 현실은 완전자본시장과 다르기 때문에 배당의사결정이 어려운 문제로 등장하게 되고 본 연구모형은 조세차이와 정보불균형 상태하에서 배당정책이 어떻게 문제가 되며 왜 문제가 되는가를 설명하려는 것이다.

이처럼 규범적 모형의 타당성 조사는 불가능하기 때문에 본 연구에서는 모형의 타당성은 검증하지 않고 설정된 모형이 제시하는 행위와 경영자의 실제행위를 비교하였다.

第 4 章 研究模型의 檢證

第 1 節 資料의 選定

본 연구에서 이용한 자료는 1982년 1월 1일 부터 1988년 12월 31일 까지 韓國證券去來所에서 상장된 기업 중 동 기간에 韓國證券協會가 매일 발간하는 『證券市場紙』를 통하여 배당내용을 공시한 기업을 대상으로 수집하였으며 다음의 조건을 가진 기업은 제외하였다.

- 1) 동 기간중 管理對象種目으로 지정된 기업.
- 2) 최근 몇년간을 제외하고는 거래가 활발하지 못했을 뿐만 아니라 정부가 상당부분의 주식을 소유하고 있기 때문에 배당정책의 자율성이 결여되었다고 판단되는 전력, 금융 및 보험산업.
- 3) 동 기간 중 단 한번이라도 배당자료를 제출하지 않아서 전 기간의 자료를 수집할 수 없는 기업.

第 2 節 標本의 設計

이 장에서는 제3장에서 설정한 규범적모형의 가설을 검증하기 위하여 표본으로 선정된 기업을 대리치 $h^{12)}$ 값을 사용하여 6개 집단으로 구분하였고 이들 집단은 함축적인 관계가 있는 것으로 가정하고 검증하였다. h 값은 측정할 수 없으므로 본 연구는 2개의 대리치를 사용하였다.

첫번째 대리치는 1982-1988년 동안에 조사된 매출액의 변화율로써 이 대리치를 사용하여 표본기업을 3개의 범주로 구분하였다. 첫번째 범주에는 주주가 실질 매출액을 정확하게 알기 어려운 기업들이 속하는 데 본 연구에서는 1982-1988년 동안에 명목 매출액이 적어도 매년 10% 이상의 증가를 한 기업들이 이 범주에 속하는 것으로 가정한다. 이 기업들은 매출액의 증가율이 가장 높고 3개의 범주중 가장 낮은 매출액 수준의 기업이기 때문에 낮은 h 기업이라 하였다.

두번째 범주에는 주주가 볼 때 1982-1988년 사이에 명목 매출액이 증가하지 않은 기업으로 투자자가 기업의 실질 매출액을 비교적 확실하게 알 수 있고 그에 따라 h 값이 매우 큰 것으로 가정하여 높은 h 기업이라 하였다. 인플레이션(inflation)을 반영하게 되면 두번째 범주에 속하는 기업의 실질 매출액은 감소될 것이며, 매출액 감소기업으로 간주된다. 이들 두 범주에 속한 기업은 이 기간동안에 표본집단의 약 10%에 달했다.

세번째 범주의 기업은 성장이나 쇠퇴의 범주에 속하지 않는 기업으로 예상 매출액에 대한 불확실성이 동질적이며 중간정도의 h 값을 가지는 것으로 가정하고 중간 h 기업이라 하였다. 중간 h 기업이 표본집단의 약 90%를 차지하기 때문에 또 다른 차별화가 필요하였다. 지갈(D. Zeghal, 1984)¹³⁾은 “기업의 규모는 정보의 양과 비례관계에 있으며 기업이 크면 클수록 이용할 수 있는 정보도 더 많아진다고 하였다.” 따라서 본 연구에서는 매출액의 규모를 이용하여

12) $h = \bar{S}/\sigma_u$ (제 3 장 1 절 p. 14 참조)

13) D. Zegahl, "Firm Size and the Informational Content of Financial Statement", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19(Sept 1984), pp. 290-310.

중간 h기업에 속한 기업을 차별화하였다. 중간 h기업군에서는 가장 큰 매출액을 갖는 기업이 가장 높은 h값을 갖는다.

h의 두번째 대리치는 연구대상기간 동안에 발생한 명목 매출액의 분산에 대한 平均 名目 賣出額의 比率이다. 범주 1 (높은 h기업-집단5)과 범주 2 (낮은 h기업-집단6)에 포함된 기업집단의 구성은 이 두번째 대리치를 사용하여 구분한 결과와 동일한 것으로 나타났다. 두번째 대리치에 따르면, 집단 1은 가장 낮은 h값을 가지고 집단 4는 가장 높은 h값을 갖게 되어 첫번째 대리치와는 반대현상이 나타나는데 이것은 집단을 매출액 규모에 따라 역순으로 측정할 데서 오는 이상현상으로 두번째 대리치가 명목 매출액의 표준편차에 대한 평균 명목 매출액의 비율이라고 할 때, 집단은 또 다시 집단 4에서 집단 1로 갈수록 h값이 증가한다. 또한, h는 양으로 관찰할 수 없는 것이기 때문에 어떠한 합리적 대리치도 모형의 의미를 검증하는 데 사용될 수 있다. 본 연구에서 사용한 두개의 대리치는 규범적 모형을 검증하는 데 필요한 기업들을 동일하게 구분하여 주었다.

세번째 범주에 속하는 기업의 차별화는 대상기업이 연구기간동안 다음의 특정매출액수준 내에 적어도 5번은 들어야 한다는 (표 4-1) 조작적 규칙하에서 실시하였다.

(표 4-1) 조작적 규칙

구 분	매 출 액 (100만원)
집단 1	500,000이상
집단 2	100,000-500,000
집단 3	50,000-100,000
집단 4	1,000-50,000

이러한 구분을 토대로 하여 표본집단을 6개 집단으로 나누었으며 이 6개 집단을 대상으로 가설 I 과 가설 II를 검증하였으며 선정된 기업의 수는 (표 4-2)와 같다.

(표 4-2) 표본의 크기

집 단	1	2	3	4	5	6
표 본 크 기	43	52	55	61	14	17

h의 변화와 매출액의 상대적 규모에 따라 표본집단을 6개의 집단으로 구분한 결과가 측정상의 오류로 인하여 왜곡되지 않도록 하기 위하여 년도별, 기간별 및 통합자료를 사용하여 기간간 및 기간별 분석을 하였다.

第3節 資料의 分析方法 및 結果

1. 가설검증을 위한 사전분석

제3장에서 설정한 규범적 모형의 함축적 의미대로 배당지급결정이 信號傳達 效果를 가지고 있으며 이 信號傳達 效果가 통제되지 않은 다른 요인에 의하여 왜곡되지 않고 투자자의 效用函數가 동일하다면 營業레버리지나 財務레버리지의 증가를 상쇄시키기 위해서는 높은 h 기업은 낮은 h기업보다 많은 배당을 지급하여야 하기 때문에

- 1) 가설 I(h₁)은 집단 4에서 집단 1로 갈수록 배당지급수준이 높아진다는 것을 의미하고
- 2) 가설 II(h₂)는 營業레버리지와 財務레버리지의 結合效果가 커질수록 더 많은 배당지급을 하여야 한다는 것을 의미한다.

가설의 검증을 위하여 표본으로 부터 수집한 자료를 이용하여 연구기간의 마지막 해 (1988)와 전체적인 7년 동안에 걸쳐 기업이 h와 배당정책, 그리고 배당정책과 營業 및 財務레버리지 사이에 함축된 관계를 가지고 있는지를 알아보기 위하여 1차분석을 수행하였으며 그 결과는 (표 4-3)과 (그림 4-1)에 나타나 있다.

또한 몇몇 측정값의 비현실성을 제거하기 위하여 매년의 자료를 통합하였는데, 배당이 부분적으로 2-4년의 시간대를 기준으로 하여 조정된다는 린트너(L. Lintner)의 연구결과에

(표 4-3) 1차 분석결과

1988

	1	2	3	4	5	6
FL	2.349	2.550	2.211	1.899	3.162	3.387
OL	.041	.036	.030	.029	.032	.055
DP	.401	.247*	.360	.312	.265	.201

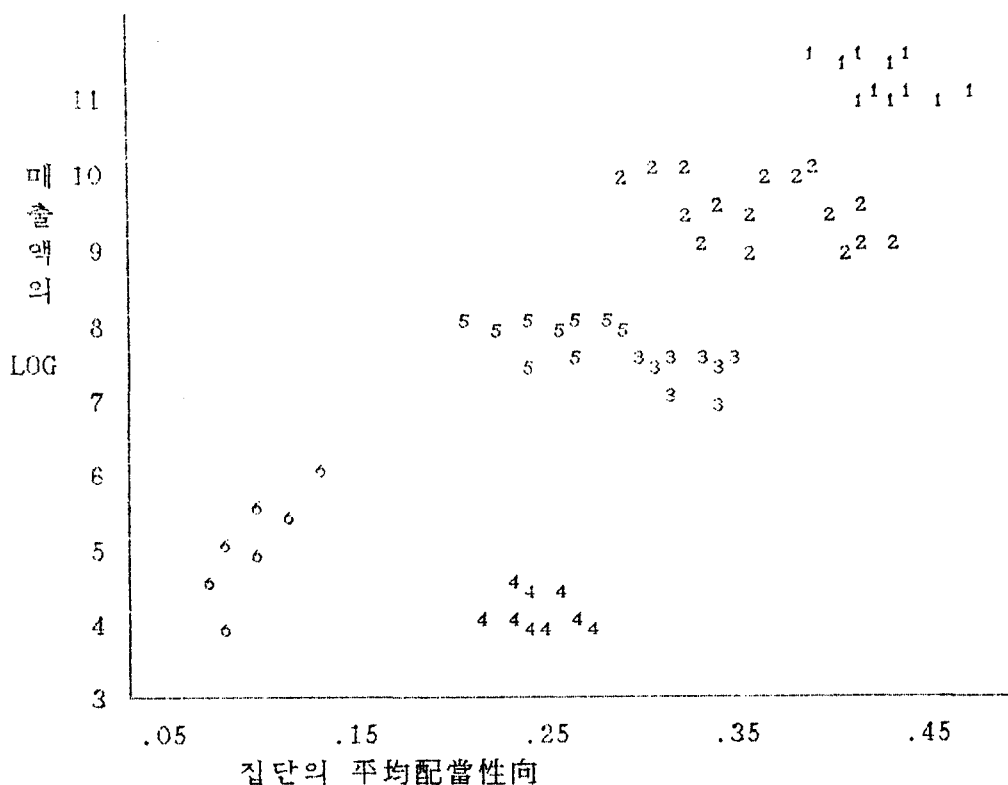
1982-1988

	1	2	3	4	5	6
FL	2.35	2.43	2.03	1.90	3.60	3.18
std.dev.	(.96)	(.89)	(.62)	(.69)	(5.01)	(2.89)
OL	.054	.42	.31**	.35	.35	.53
std.dev	(.035)	(.029)	(.210)	(.027)	(.063)	(.059)
DP	.456	.354	.331	.268	.253	.162
std.dev	(.233)	(.231)	(.351)	(.419)	(.598)	(.874)

FL : 財務레버리지
 OL : 營業레버리지
 DP : 配當性向

근거하여 3년 단위의 이동평균을 사용하였고 다른 변수들도 3년 단위의 이동평균에 따라 조정하여 6개 집단 각각과 새로이 형성된 5기간에 대하여 집단 통합 기준에 적합한 모든 변수를 이용하여 2차 분석을 수행하였고 그 결과는 (표 4-4)와 같다.

(그림 4-1) 配當性向과 賣出額의 관계



(표 4-4) 2차 분석결과

변수	기간	집단 1	집단 2	집단 3	집단 4	집단 5	집단 6
평균 배 당 성 향	1	.490	.460	.345	.287	.290	.078
	2	.432	.419	.307	.261	.235	.061
	3	.437	.343	.305	.246	.310	.059
	4	.465	.348	.325	.237	.250	.067
	5	.461	.334	.346	.334	.237	.078
영업 레 버 리 지	1	.065	.041	.033	.031	.028	.065
	2	.061	.043	.030	.031	.030	.058
	3	.052	.037	.028	.029	.027	.049
	4	.047	.035	.027	.029	.025	.048
	5	.045	.033	.027	.029	.024	.051

재무	1	.162	.287	.247	.179	.289	.340
레	2	.163	.277	.232	.186	.301	.339
버	3	.161	.270	.239	.193	.309	.337
리	4	.159	.270	.233	.197	.312	.339
지	5	.158	.265	.238	.197	.312	.333

2. 가설의 검증

1) 가설 I의 검증

h와 배당지급 사이에 정(+)의 상관관계가 존재한다는 가설 I(h1)을 검증하기 위하여 매 기간별로 총 표본으로 부터 얻은 자료를 SAS의 일반선형모형(Generalized Linear Model; GLM)중 일원 공분산기법(one-way multivariate analysis of covariance)을 사용하여 분석하였으며, 5개 시간대 각각에 대해서도 분석하였다. 종속변수는 平均配當水準과 배당성향이고 독립변수는 집단, 營業레버리지, 財務레버리지, 그리고 結合레버리지이다. SAS의 다변량분석은 두 종속변수의 동시적 분석이 가능하기 때문에 사용되었고 공분산분석(analysis of covariance)은 연속적인 독립변수 즉, 營業레버리지, 財務레버리지, 結合레버리지와 집단 대표치를 포함하는 배당정책을 모형화하기 위하여 사용하였다. 配當政策模型上의 종속변수의 공변량을 이용함으로써 오차분산이 감소하였고 모형상의 계수가 좀더 정확하게 측정되었다. 또한 F檢證 및 t檢證을 사용하여 모형의 통계적 유의성 및 집단계수의 통계적 유의성을 검증하였으며 그 결과는 (표 4-5)와 (표 4-6)에 나타나있다.

(표 4-5) 다변량 공분산 분석의 결과
(관찰된 유의수준)

종속변수 : 평균배당지급수준

구 분	기간 1	기간 2	기간 3	기간 4	기간 5
MODEL F	.00	.00	.00	.00	.00
집 단	.00	.00	.00	.00	.00
FL	.40	.41	.32	.25	.30
OL	.00	.00	.00	.00	.00
FL·OL	.01	.01	.00	.00	.00

종속변수 : 평균배당성향

구 분	기간 1	기간 2	기간 3	기간 4	기간 5
MODEL F	.00	.00	.00	.00	.00
집 단	.00	.00	.00	.00	.00
FL	.67	.57	.67	.21	.73

OL	.07	.03	.09	.23	.56
FL·OL	.16	.17	.07	.08	.48

(표 4-6) 집단별 분석 결과

기간 1

구 분	1	2	3	4	5	6
	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN
절 편	+ .45	+ .92	+ .47	+ .39	- .25	+ .46
FL	- .78	+ .79	- .11	- .50	+ .39	- .97
OL	+ .94	- .20	+ .01	- .97	+ .04	+ .29
FL·OL	- .84	- .45	- .10	+ .93	- .06	- .34
R ²	.36	.16	.35	.06	.12	.06
MODEL						

기간 2

구 분	1	2	3	4	5	6
	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN
절 편	+ .39	+ .91	+ .13	+ .36	+ .53	+ .37
FL	- .66	+ .85	- .08	- .41	- .70	- .93
OL	+ .96	+ .13	+ .15	- .87	+ .67	+ .19
FL·OL	- .96	- .35	.45	+ .82	- .79	- .25
R ²	.37	.22	.23	.06	.07	.07
MODEL	.65	.05	.05	.77	.51	.36

기간 3

구 분	1	2	3	4	5	6
	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN
절 편	+ .33	- .83	+ .08	+ .02	+ .33	+ .31
FL	- .83	+ .99	- .06	- .20	- .56	- .97
OL	+ .87	+ .98	+ .29	- .43	+ .90	+ .35
FL·OL	- .80	- .92	- .73	+ .60	- .90	- .32
R ²	.47	.00	.24	.12	.03	.03
MODEL	.57	.99	.07	.29	.63	.56

기간 4

구 분	1	2	3	4	5	6
	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN
절 편	+ .17	+ .58	+ .01	+ .02	+ .58	+ .31
FL	+ .53	- .87	- .02	- .13	- .89	+ .89
OL	+ .41	+ .13	+ .44	- .75	+ .69	+ .62
FL·OL	- .29	- .29	- .85	+ .77	- .72	- .41
R ²	.65	.27	.27	.18	.02	.02
MODEL	.33	.02	.03	.19	.80	.76

기간 5

구 분	1	2	3	4	5	6
	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN	CS SIGN
절 편	+ .20	+ .71	+ .01	+ .06	+ .11	+ .37
FL	- .93	- .92	- .01	- .21	- .31	+ .85
OL	+ .93	+ .07	+ .27	+ .51	- .56	+ .68
FL·OL	- .71	- .21	- .63	- .57	+ .65	- .49
R ²	.53	.28	.31	.26	.06	.01
MODEL	.47	.01	.01	.08	.59	.81

** CS : 모형계수의 부호(+, -)

SIGN : 유의수준

2) 가설 I의 검증결과

가설 I의 검증결과는 다음과 같다.

배당지급수준과 대리치 h사이의 관계를 보면 배당이 증가할 때 대리치 h 값도 증가하였다. 이는 매출액 규모가 배당정책에 미치는 효과가 규범적 모형이 암시하는 것처럼 존재하고 있다는 것을 의미한다.

즉 1차 분석결과인 (표 4-3)을 살펴보면 1982-1988년의 7년 동안의 배당성향은 집단 4의 26.8%에서 집단 1의 45.6%로 증가하였다.

그러나 1988년의 자료만 이용한 분석결과를 살펴보면 집단 2의 배당성향이 타집단에 비하여 낮았는데 자료를 자세히 조사해 보면 이것은 배당지급에 대하여 단일 년도의 자료를 사용하였기 때문에 이례적으로 생긴 것이라는 것을 알수 있다. 3년간의 이동평균을 사용한 두 번째 분석의 결과인 (표 4-4)는 "가설 1"의 관계를 보다 더 확실하게 입증하여 주었다.

한편 F 檢證과 t 檢證을 통하여 모형과 집단의 유의성을 검증한 결과인 (표 4-5)와 (표

4-6)을 살펴보면 집단이나 변수를 변화시키더라도 해당지급수준과 해당성향은 $p=0.001$ 수준에서 통계적으로 유의성이 있었다.

3) 가설 II의 검증

가설 II는 다음의 모형에 근거하여 일반선형모형기법의 2원 분산분석 방법을 사용하여 검증하였다.

$$Y = \mu + \alpha + \alpha\beta + \varepsilon$$

이 모형에서 종속변수 Y는 $Y=D/(1-q)$ 이며 이것은 독립변수 α , β , $\alpha\beta$ 의 선형함수임을 나타내주는 것이다.

여기에서

α = 영업레버리지

β = 재무레버리지

$\alpha\beta$ = 결합레버리지

μ = 절편

ε = 오차

본 연구에서는 SAS의 일반선형모형을 사용하였는데 이 방법은 분산분석을 처리하기 위하여 필요한 더미(dummy)변수를 사용한 회귀분석을 가능케 해주었다.

가설 II의 검증을 통하여 다음 사항을 확인하고자 한다.

- 재무레버리지에 대한 추정계수는 정의 값을 가지고 유의한가?
- 영업레버리지에 대한 추정계수는 정의 값을 가지고 유의한가?
- 결합레버리지에 대한 추정계수는 정의 값을 가지고 유의한가?

위의 검증결과는 (표 4-6)에 나타나 있다.

4) 가설 II의 검증결과

(표 4-3)에 나타나 있는 것처럼 1988년의 자료에 의하면 집단 4에서 집단 1로 갈수록 영업레버리지(OL)가 예상했던대로 증가했지만 7년 전체를 기준으로 한 결과는 집단 3에서 1까지만 증가하였고 집단 4에서 집단 3은 오히려 감소하였으나 감소폭은 매우 적었다. 재무레버리지는(FL)는 집단 4에서 2로 갈수록 예상한대로 증가하였지만 집단 1에서는 증가하지 않았다. 집단 전체의 3년 이동평균을 사용한 분석의 결과인 (표 4-4)를 살펴보면 영업레버리지(OL)를 (감가상각비/매출액)으로 정의할 때는 앞의 분석결과를 확인시켜 주었으며, 영업레버리지(OL)를 (감가상각비/총자산)으로 정의하여 분석한 결과인 (표 4-8)에서도 전 기간에 있어서 연구모형이 제시한 관계를 지지하여 주었다. (표 4-3)을 보면 재무레버리지가 전 기간에 걸쳐서 집단 4에서 집단 2로 갈수록 예상한 대로 증가하였지만 집단 1에서는 증

가하지 않았다. 이와 같은 이유는 대기업이 필요로 하는 투자규모에 비하여 내부금융으로 조달된 자금이 훨씬 크기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 또한 (표 4-5)에 나타난 것처럼 배당지급수준과 영업레버리지(OL) 그리고 배당지급수준과 재무레버리지(FL)간의 함수적 관계는 입증되었지만 일관성은 없었다. 즉, 영업레버리지(OL)는 배당지급수준과 $p=0.001$ 수준에서 유의성이 있었으나, 배당성향과는 $p=0.10$ 수준에서 기간 1-3 사이에서만 유의성이 있었고 기간 4와 5에서는 유의성이 없었다. 그리고, 영업레버리지(OL)와 재무레버리지(FL)의 승수인 결합레버리지는 $p=0.05$ 수준에서 배당성향과는 유의성이 없는 반면 배당지급수준과는 유의성이 있었다. (표 4-6)에 나타난 분산분석 결과는 모델의 계수가 유의적인 기간에는 영업레버리지(OL)계수의 부호는 정(+)인 경향을 보이고 있는 반면 재무레버리지(FL)의 부호는 변동적이었다.

5) 敏感度 分析

가설의 검증은 규범적 모형에서 정의된 기본 변수를 이용하여 수행하였으며, 변수정의에 대한 모형의 민감도를 분석하기 위해서 모형상의 몇몇 기본변수를 가능하면 설정된 모형에 근사하게 재 정의하여 두가지 통계적 분석(분산분석과 공분산분석)을 이용하여 민감도 분석을 수행하였으며 그 결과는 (표 4-7)과 (표 4-8)에 나타나 있다.

(표 4-7)

敏感度 分析

변수	기간	집단 1	집단 2	집단 3	집단 4	집단 5	집단 6
평균 배 당 성 향	1	.490	.460	.329	.259	.274	.078
	2	.432	.402	.291	.262	.239	.061
	3	.437	.343	.290	.241	.273	.059
	4	.465	.341	.301	.233	.202	.067
	5	.461	.325	.315	.209	.207	.078
영업 레 버 리 지	1	.069	.044	.038	.031	.035	.033
	2	.067	.044	.37	.030	.037	.037
	3	.061	.043	.038	.029	.034	.037
	4	.061	.043	.037	.029	.033	.040
	5	.058	.043	.037	.033	.034	.040
재무 레 버 리 지	1	.162	.287	.247	.179	.289	.340
	2	.163	.277	.232	.186	.301	.339
	3	.161	.270	.239	.193	.309	.337
	4	.159	.270	.233	.197	.312	.339
	5	.158	.265	.238	.297	.312	.333

**재 정의된 영업레버리지
배당성향이 .8 이상인 기업을 제외하고 영업레버리지의 대리치는 (감가상각비/총자산)으로 정의하였다.

6) 敏感度 分析의 結果

(표 4-7)에 나타난 것처럼 재 정의된 변수를 이용한 민감도 분석도 가설 I 을 다시 지지하였다. 즉 집단과 배당정책사이에 강한 상관관계가 있음을 보여주었을 뿐만 아니라, (표 4-8)의 결과도 집단 $p=0.01$ 수준에서 통계적으로 유의함을 확인하여 주었다.

(표 4-8)

敏感度 分析의 結果

(관찰된 유의수준)

종속변수 : 平均配當支給水準

구 분	기간 1	기간 2	기간 3	기간 4	기간 5
MODEL F	.00	.00	.00	.00	.00
집 단	.00	.00	.00	.00	.00
FL	.40	.41	.32	.25	.30
OL	.00	.00	.00	.00	.00
FL·OL	.01	.01	.00	.00	.00

종속변수 : 平均配當性向

구 분	기간 1	기간 2	기간 3	기간 4	기간 5
MODEL F	.00	.00	.00	.00	.00
집 단	.00	.00	.00	.00	.00
FL	.67	.57	.67	.21	.73
OL	.07	.03	.09	.23	.56
FL·OL	.16	.17	.07	.08	.48

**재 정의된 영업레버리지

배당성향이 .8 이상인 기업을 제외하고 영업레버리지의 대리치는 (감가상각비/총자산)으로 정의하였다.

第 5 章 結 論

第 1 節 要約 및 結論

M. M(1961)은 완전자본시장에서는 배당이 기업의 가치에 영향을 미치지 못한다고 주장하였다. 그러나 1970년대와 1980년대의 많은 재무적 문헌이 경영자와 주주사이에 정보불균

형이 존재하고 조세차이가 주주에게의 현금배당을 경제적으로 비용을 부담시키는 불완전시장에 있어서는 配當信號效果가 존재한다고 주장하였다. 이러한 配當信號效果는 주주가 현금을 소비한다는 현실에서 나온 결론이다. 경영자가 고의적으로 비효과적 방법(보다 양호한 資本所得稅率보다는 보통세율)을 통하여 주주에게 현금을 이전시키려면 그와 같은 행위를 정당화시킬 수 있는 이유가 있어야만 한다. 기업이 현금을 주주에게 이전시킴으로서 발생하는 효과는 주주의 불확실성을 감소시키거나 주주의 기대수익 인지를 증가시키는 것이다.

본 연구는 배당에는 경영자와 주주 사이의 정보 불균형을 감소시키는 정보가 존재한다는 가정하에 어떠한 정보가 이와 같은 배당신호에 의하여 전달되는가를 중심으로 진행하였다. 배당은 기업의 이익으로부터 나오기 때문에 信號는 배당으로부터 시작된다고 보는 것이 논리적이다. 린트너(J. Lintner)의 배당에 관한 연구에서 배당은 수익이 명백하게 전달해주지 못하는 정보까지도 주주에게 신호해 준다고 하였다. 그러므로, 배당에는 수익을 통하여 전달되지 못하는 정보가 존재한다고 할 수 있다. 그래서 이익을 수익과 비용으로 분해하였다. 정보 불균형이 두 부분에 존재할 가능성이 있지만 본 연구의 목적을 위하여 주주는 수익흐름 특히 매출액을 불확실성의 주요한 원천으로 인지한다고 가정하였다. 본 연구는 불완전시장의 정보 불균형과 조세차이 때문에 발생하는 配當信號效果에 근거를 두고 경영자의 배당정책에 관한 규범적 모형을 설정하였다. 다시 말하면 주주가 샤프-린트너-토빈(Sharp-Litner-Tobin)이 주장한 위험-수익 공간상에서 행동하고 경영자가 주주의 대리인으로서 주주의 기대효용을 극대화하려고 노력한다는 가정하에서 경영자는 제한된 최적상태를 유지하기 위하여 배당을 어떻게 통제해야 하는가 하는 모형이 설정되었다. 이 모형은 4가지 기초적 변수 즉, 배당 지급수준, 배당성향, 고정영업비, 그리고 고정재무비를 통제하는 것을 중심주제로 하여 고정영업비와 고정재무비의 증가는 매출액에서 나오는 주주의 기대수익에 대한 불확실성을 증가시키며, 이와 같은 불확실성은 배당지급수준과 배당성향을 적절하게 사용하여 완화시킬 수 있으며 그에 따라 제약된 최적상태를 회복할 수 있다는 것을 보여 주었다. 규범적 모형으로부터 유도된 가설을 검증한 결과 집단(h에 따라 분류된)과 배당지급수준사이의 관계는 유의성이 강하게 나타난 반면, 집단과 배당성향사이의 유의성은 약하였다. 배당정책과 고정영업비사이의 정(+)의 상관관계도 입증되었으며 고정재무비와 배당정책사이의 정(+)의 상관관계는 매출액 성장율이 높은 기업에서만 유의성이 있었다.

본 연구의 결론은 신호효과와 주 원인인 정보불균형과 조세차이가 존재하는 경우 기업의 경영자는 모형의 함축적 의미에 따라 많은 투자 의사결정의 고정영업비와 고정재무비상의 증가에서 초래되는 주주의 수익에 대한 불확실성을 완화시키기 위해서는 배당지급수준이나 배당성향을 증가시켜야 한다는 것이다.

第 2 節 研究의 限界 및 向後의 研究課題

본 연구는 모형이 전제로 하고 있는 기본 가정과 검증에 이용된 자료에서 기인되는 다음과 같은 한계를 가지고 있다고 할 수 있다.

첫째, 변동비가 매출액의 일정 비율이라는 가정으로 이는 대량구매에 따른 할인효과 등을 고려할 때 현실성이 뒤떨어 진다고 할 수 있다. 그러나 변동비를 정확하게 측정할 수 있는 방법이 아직까지 발견되지 않은 상황에서는 변동비를 매출액의 일정 비율로써 측정하는 것이 일반적인 경향일 뿐 아니라 보다 합리적이라 할 수 있을 것이다.

둘째, 경영자가 투자자의 분포에 대하여 정확하게 알고 있다는 가정은 투자자의 위험-기대수익에 대한 서로 다른 특성을 동질적으로 취급하게 될 뿐만 아니라 현실적으로 경영자가 투자자의 분포를 확실하게 안다는 것은 거의 불가능하기 때문에 비합리적이라 할 수 있다.

셋째, 모형의 타당성 검증에 사용된 고정영업비의 값은 감가상각비의외에도 무형자산의 상각비와 같이 고정영업비의 성격을 가진 변수들이 많으나 자료 수집의 어려움 때문에 감가상각비만을 사용하여 검증결과가 왜곡될 가능성이 있다. 그러나 감가상각비가 기업의 고정영업비에서 차지하는 비중이 크기 때문에 결과가 크게 왜곡될 가능성은 적다.

네째, 우리나라의 증권시장이 최근에 들어서야 활성화되었을 뿐만 아니라 경영자의 자율성이 정부의 규제나 공금리 수준등과 같은 외부적 요인에 의하여 제약받아 기업의 배당정책이 경영자의 자율성에 근거하여 이루어졌다고 보기 어려우나 최근들어 금융시장도 시장의 원리에 의하여 운영되어 가고 있으므로 차후의 연구에서는 보다 더 신뢰성있는 연구가 가능할 것이다.

다섯째, 경영자의 임무를 주주의 富의 극대화에 있고 道德的 危險이 존재하지 않는 것으로 가정하고 있으나 우리나라의 경우 아직 전문경영자가 기업을 경영하는 경우는 별로 많지 않고 대개는 大株主이면서 경영자인 경우가 많아서 도덕적 위험이 완전히 배제된다는 데는 의문이 있다 하겠다.

마지막으로 본 연구는 기업의 이익흐름을 비용과 수익으로 분해하여 기업의 수익 원천을 매출액으로 가정하였으나 우리나라의 경우 최근들어서도 문제가 되고 있는 기업 財-테크 등으로 인하여 수익의 원천을 매출액으로 보는 견해에는 문제가 있을 수도 있지만 근본적으로 기업의 수익원천이 매출액이라는데는 이론의 여지가 없다 하겠다.

한편 본 연구는 기업의 이익흐름 중 수익부분 특히 매출액만을 고려하였고 또한 전체 산업을 동질적인 성격을 가진 것으로 취급하여 통합자료를 사용하여 진행하여 모형의 타당성이 다소 미약하다고 할 수 있을 것이다. 그러나 배당정책에 관한 새로운 모형을 설정 제시함으로써 배당정책을 수행하는 경영자에게 하나의 의사결정기준을 제시하였다는데 그 의의를 찾을 수 있을 것이다. 향후에는 수익흐름외에 비용흐름도 동시에 고려한 모형이 개발되면 경영자의 配當意思決定에 도움을 줄 수 있으리라 생각된다.

參 考 文 獻

- 具孟會, 現代財務管理, 法文社(1986).
- 金暎圭, 禹春埴 共譯, 財務理論과 企業政策, 法文社(1987).
- 沈昞求, 李正圭, 徐相龍, 財務管理 博英社(1986).
- 吳淵甲, 財務管理, 瑩雪出版社(1989).
- 李鍾演, 姜柄皓, 金錫龍, 財務管理論, 貿易經營社(1987).
- 李弼商, 財務管理, 博英社(1987).
- _____, 財務論, 博英社(1984).
- 池清, 現代財務管理論, 貿易經營社(1986).
- 金東沃, “配當의 情報效果에 관한 研究”, 博士學位論文, 慶熙大學校 大學院(1989. 2).
- 李弼商, 鄭綱元, “配當의 信號表示理論에 관한 研究”, 經營論叢, 高麗大學校(1986).
- 崔仁台, “情報의 非對稱性下에서 配當-信號行爲 假說에 관한 實證的 研究”, 博士學位論文, 全南大學校 大學院(1989. 2).
- 禹春埴, “現金配當政策의 情報效果에 관한 實證的 研究”, 博士學位論文, 成均館大學校 大學院(1989. 2).
- _____, “配當政策의 決定要因과 그 效果에 대한 經營者의 見解”, 新평저널(1988년 겨울호), p. 10.
- Anderson, T. R. “A Normative Model of Dividend Policy in the Presence of Dividend Signalling Conditions”, Syracuse University ph.D.(1985).
- Bhattacharys, S., “Imperfect Information Dividend Policy, and ‘The Birds in the Hand’ Fallacy”, *The Bell Journal of Economics* 10(Spring 1979), pp. 259-270.
- Brittain, J. A., “Corporate Dividend Policy”, Washington D. C., The Bookings Instruction (1966).
- Copeland, T. E. and F. Fred Weston, “Financial Theory and Coporate Policy”, 2nd ed., Reading, Mass : Addison-Wesley Publishing Company(1983).
- Fama E and H. Babiak, “Dividend Policy : A Empirical Analysis”, *Journal of American Statistics Asociation* 63(Dec. 1968), pp. 1132-1161.
- Feldstein, M and Green, “Why Do Company Pay Dividends”, *Americal Economic Review* 46(May 1956), pp. 97-113.
- Modigliani F. and M. H. Miller, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares”, *Journal of Business* 34(Oct. 1961), pp. 411-433.

- _____, "The Cost of Capital, Corporation Financing and the Theory of Investment", *American Economic Review* 48(June 1958), pp. 261–297.
- Zegahl, D. "Firm Size and the Informational Content of Financial Statement", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 19(Sept 1984), pp. 290–310.