

所有權構造, 資本調達政策 및 配當政策의 相互關聯性에 관한 研究**

金 喆 中*

〈요 약〉

본 연구는 대리이론과 정보비대칭이론 그리고 패킹오더가설등을 기초로 재무정책의 결정요인과 상호의존관계를 규명하는데 그 목적을 두고 있다. 분석자료가 횡단면적 특성과 시계열적 특성을 동시에 갖고 있는 패널자료인 점을 감안하여 일반적인 OLS에 의한 회귀분석 대신에 동시적인 복합오차 모형과 일반화 최소자승법에 의한 회귀분석을 실시하였다.

자본조달정책 분석으로부터 배당비율과 내부자지분율이 재무레버리지에 각각 음(-) 및 양(+의 영향을 주고 있음을 알 수 있었다. 이외에도 경영위험, 수익성, 성장기회는 재무레버리지와 음(-)의 관계이며, 주식분산성과는 재무레버리지와 제한적으로 음(-)의 관계에 있었다. 그리고 기업규모와 경제적 부가가치는 재무레버리지와 양(+의 영향을 주고 있음도 확인할 수 있었다.

배당정책 분석으로부터 재무레버리지는 대체로 그리고 내부자지분율은 제한적으로만 배당비율에 음(-)의 영향을 주고 있음을 확인하였다. 이외에도 경영위험과 수익성은 일관되게 배당비율과 양(+의 관계를 갖고 있었다. 기업규모, 경제적 부가가치는 배당비율과 대체로 양(+의 영향을 미치는 것으로 확인하였다. 성장기회는 제한적으로만 배당비율과 음(-)의 관계를 유지하고 있었다.

소유권구조 분석으로부터 재무레버리지는 내부자지분율에 대체로 양(+의 영향을 미치는 것으로 확인하였다. 이외에도 기업규모, 경제적 부가가치 및 성장기회는 내부자지분율에 일관되게 음(-)의 관계를 갖고 있었다. 주식분산성과는 내부자지분율에 대체로 양(+의 영향을 주고 있었다.

재무정책간의 상호의존성을 요약하면 다음과 같다. 내부자지분율과 배당비율은 재무레버리지에 각각 양(+과 음(-)의 상호영향을 주고 있었으며, 내부자지분율은 배당비율에 제한적으로만 음(-)의 영향을 미치고 있다는 미약한 결과를 얻었다. 그러나 배당비율이 내부자지분율에 영향을 미친다는 증거는 확인할 수 없었다.

I. 머리말

기업의 자본조달정책, 배당정책 등이 어떤 요인에 의해 영향을 받고 있는가는 재무학자들의

* 홍익대학교 경영학과 부교수

** 본 논문은 한국학술진흥재단의 1994년도 대학교수 국비 해외파견 지원계획에 의한 연구비 지원으로 연구되었음.

지속적인 주요 관심사 중에 하나이다. MM이 부채수준 및 배당수준의 무관련이론을 주장한 이후 수많은 이론이 논의되어 오고 있다. MM(1963), Miller(1977), Warner(1977), Kim(1978), Chen(1979), DeAngelo & Masulis(1980) 등은 세금효과를 통해 부채수준 및 배당수준이 기업가치에 영향을 준다는 이론을 제시한 바 있다. 그리고 Myers(1977), Ross(1977), Myers & Majluf(1982) 등은 기업내부자와 외부자간의 정보비대칭 (information asymmetry)이 자본조달정책 및 배당정책에 영향을 준다는 신호가설을 발표한 바 있다. Rubinstein(1973), Galai & Masulis(1976), Jensen & Meckling (1976), Lintner(1977), Haugen & Senbet(1981), Rozeff(1982), Easterbrook(1984) 등은 대리관계에서 발생하는 대리비용이 기업 재무정책에 영향을 주고 있음을 주장한 바 있다.

또한 Demsetz & Lehn(1985)은 내부자의 지분결정도 다른 재무정책과 마찬가지로 가치극대화를 위한 경영의사결정 과정의 하나라고 주장하여 많은 관심을 끌고 있다. 이런 주장이 나오기 이전에 학자들은 내부자 주식소유수준은 기업의 부채정책이나 배당정책에 영향을 미치는 외생적 기업특성으로 이해하려고 하였다. 그러나 Demsetz와 Lehn에 따르면 내부자지분율이 증가하면 내부경영자는 기업통제 강화에서 얻는 편익과 편중투자로부터 발생하는 비용을 동시에 얻게 된다는 것이다. 결국 내부경영자는 편익과 비용을 저울질하여 자신의 지분율을 선택하게 될 것이다.

지금까지 국내외의 많은 연구들은 주로 자본구조의 결정요인을 탐색하는데 많은 초점을 맞추고 있다. 그리고 배당결정요인에 대한 연구는 그리 많지 않으며 소유권구조의 결정요인에 대한 연구는 비교적 드문 형편이다. 본 연구는 대리이론, 정보비대칭이론 및 패킹오더가설 등을 기초로 소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책을 결정하는 요인을 확인하는데 목적을 두고 있다. 또한 본 연구는 소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책이 상호의존성을 갖고 있는가를 밝히므로써 이들간의 관련성을 확인하는데 목적을 두고 있다.

기존의 거의 모든 연구에서는 OLS회귀분석을 사용하여 결정요인의 유의성을 확인하고 있으나, OLS는 불편추정량(unbiased estimator)을 얻을 수 없다는 한계를 안고 있다. 본 연구에서는 실증분석의 기초자료가 횡단면적 성격과 시계열적 성격을 동시에 갖고 있음을 고려하여 불편추정량 확보를 목적으로 패널자료에 의한 회귀분석 방법을 사용하였다.

II. 국내의 연구동향

기업의 소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책에 영향을 주는 요인은 무엇이며, 이들의 상호관련성은 어떠한지를 지금까지의 연구내용을 바탕으로 살펴보면 다음과 같다.

1. 자본조달 정책에 관한 연구

자본구조의 결정요인을 규명하려는 노력은 그 동안 국내외적으로 많이 있어 왔다. 그동안 몇 가지 요인이 기업 자본구조에 영향을 주는 것으로 토의되고 있다. 그러나 왜 특정요인이 자본구조에 그런 영향을 미치게 되는가에 대한 이론적 규명과 배당정책 및 소유권구조가 자본구조에 미치는 영향에 대한 분석 그리고 기타요인의 개발등에 있어 미흡함을 남겨두고 있다. 여기서 문헌을 기초로 자본구조결정요인에 관한 연구동향을 살펴봄으로써 요인개발을 위한 기초를 마련하고자 한다.

Ferri & Jones(1979), Marsh(1982), Bradley, Jarrell & Kim(BJK, 1984), Long & Malitz(1985), Friend & Lang(1988), Crutchley & Hansen(1989), 그리고 Jensen, Solberg & Zorn(1992) 등은 기업 자본구조에 영향을 주는 요인을 분석한 결과 공통적으로 다음과 같은 사실을 규명하였다. 경영위험 또는 이익변동성이 큰 기업은 낮은 재무레버리지를 갖는 경향이 있다. 이들에 따르면 기업의 이익변동성이 커지면 기대파산비용이 많아지고 그 결과 부채의 대리비용이 늘어나게 되므로, 경영위험이 높을수록 부채를 덜 사용하게 될 것이다. 또한 경영위험이 늘어날수록 부채를 덜 사용하는 것을 위험관리상의 이유로 설명할 수도 있다.

이들은 성장기회가 많은 기업은 낮은 재무레버리지를 갖는 경향이 있다고 보고하고 있다. 투자 및 성장기회가 많으면, 부채의 대리비용이 높게 되고 결국 부채를 적게 쓰게 된다는 것이 그 이유이다. BJK는 연구개발비, 광고비지출의 세금효과는 부채사용의 필요성을 낮춘다고 주장하기도 했다. Ravid(1988)도 시장의 불완전성에 기인하여 경영위험이 클수록, 성장기회가 클수록 사용하는 부채량이 적어지는 사실을 발견한 바 있다.¹⁾

Myers와 Majluf(1984), Jensen, Solberg & Zorn(1992) 등은 수익성이 높을수록 재무레버리지는 낮아지고 있음을 발견한 바 있다. 이들은 수정된 패킹오더(pecking order)법으로 불리우는 가설을 내세워서 수익성과 부채비율은 음(-)의 관계를 갖고 있다고 주장하였다. 그 이유로 드는 근거는 다음과 같다. 기업의 수익성이 좋아질수록 내부유보액의 확보가 용이해지므로, 내부자금으로 신규투자 소요자본을 충당할 수 있는 여력이 커지게 된다. 따라서 수익성이 좋아질수록 부채사용의 필요성은 감소하게 된다.

Crutchley & Hansen(1989)은 주식분산성과, 기업규모 등이 재무레버리지에 영향을 주고 있음을 발견한 바 있다. 주식분산성과는 총위험조정 초과수익률을 의미한다. 주식분산성과가 크다는 것은 주주들이 위험조정 수익률을 많이 얻고 있음을 뜻하므로, 주식분산성과가 클

1) 그러나 Kim & Sorensen(1986)은 성장기회와 부채비율간의 양(+)의 관계를, Ferri & Jones(1979), Kester(1986) 등은 이들간의 유의적 관계가 없음을 규명한 바 있다.

수록 대리비용을 최소화하기 위해 부채사용을 억제하려 한다는 것이다. 또한 기업규모가 큰 기업일수록 파산의 한계비용이 낮아지므로, 기업규모와 레버리지수준은 양(+)의 관계를 갖고 있음도 발견하였다.

Jensen, Solberg & Zorn(1992)은 배당비율이 높을수록 재무레버리지는 낮아짐을 보여 주고 있다. 배당비율이 높은 기업은 부채발행을 통한 자금조달보다는 자기자본조달을 선호하고 있음을 보여주는 결과이다. 다시 말해서 고정재무비용과 배당금지급은 상충관계에 있다고 할 수 있다.

내부자지분율과 레버리지와의 관계에 대해서는 의견이 상이하다. Kim & Sorensen (1986)의 주장이 일반적으로 널리 받아들여 지고 있다. Kim & Sorensen은 내부자지분율이 높은 기업일수록 재무레버리지가 높게 된다고 주장한다.²⁾ 채권자들은 자신의 富가 주주의 富로 이전됨을 방지하기 위해 부단히 노력할 것이며, 이 때 부채의 대리비용이 급격히 늘어날 것이다. 내부자지분율이 높은 경우에 내부경영자는 채권자의 부를 주주의 부로 이전함으로써 많은 손실을 직접 부담하게 된다. 그러므로 내부자지분율이 높을수록 경영자는 채권자의 부를 주주의 부로 이전시키려는 의사결정을 회피하려 할 것이다. 결국 내부자지분율이 높을수록 부채의 대리비용이 감소하게 되어 부채를 증가시키는 경향이 있을 것이다.

자본구조결정요인에 관한 국내연구로는 임웅기(1982), 김철중(1987), 김홍식(1988), 윤봉한(1989), 선우석호(1990), 김해진·이해영(1995) 등의 연구가 있다. 이들은 연구자에 따라 차이는 있지만 대체로 수익성, 성장성, 기업규모, 절세효과, 채무불이행위험 등의 요인이 자본구조에 미치는 영향을 분석하였다. 대체로 수익성과 성장성은 재무레버리지와 음(-)의 관계를, 그리고 기업규모, 절세효과, 채무불이행위험은 재무레버리지와 양(+)의 관계에 있음을 보고하고 있다. 그러나 이들 요인의 유의성과 관계성은 연구자에 따라 차이가 나고 있다.

2. 배당정책에 관한 연구

배당정책의 결정요인을 규명하려는 연구는 자본구조 관련연구와 비교할 때 충분한 연구가 이루어지지 않고 있다. 그동안 몇 가지 요인이 배당정책에 영향을 주는 것으로 토의되고 있다. 그러나 결정요인의 이론적 설명이 명료하지 않고 단순관계를 분석하고 있는 등 향후 많은 연구과제를 남겨놓고 있다. 여기서는 문헌을 통해 배당결정요인에 관한 국내의 연구동향을 살펴보기로 한다.

Bhattacharya(1979), Hakansson(1982), Miller & Rock(1985), John & Williams

2) Friend & Hasbrouck(1987), Friend & Lang(1988), 그리고 Jensen, Solberg & Zorn(1992)은 소유경영자의 지분율이 커질수록 레버리지가 감소한다고 주장하기도 함.

(1985) 등은 정보신호표시시설에 의거한 최적배당수준의 존재를 설명하고 있다. 이들은 기대 이상의 배당지급이 주는 양(+)의 신호가치효과가 배당수령에 따른 부수적인 세금손실을 보전할 수 있다고 보고 최적배당수준이 존재함을 주장하였다.

Rozeff(1982), Hansen, Kumar & Shome(1989), Crutchley & Hansen(1989) 등은 기대자기자본발행경비가 많은 기업일수록 배당수준이 낮아지고 있음을 발견한 바 있다. 이들에 따르면, 기업위험에 기인하여 자기자본조달경비가 많이 소요될 것으로 기대할 때, 경영자는 많은 비용의 부담을 회피할 목적으로 배당을 줄인다.

Easterbrook(1984)과 Crutchley & Hansen(1989)은 경영위험과 주식분산성도가 배당정책에 미치는 영향을 대리문제에 기초하여 설명하고 있다. 이들은 기업의 경영위험이 클수록 대리비용을 통제하기 위하여 배당지급을 늘리려는 경향이 있음을 발견한 바 있다. 또한 경영자는 주식분산성도가 낮을수록(즉 분산투자비용이 클수록) 자기자본대리비용을 통제하기 위하여 배당지급을 늘리려 한다는 것이다.

Crutchley와 Hansen(1989), Jensen, Solberg & Zorn(1992) 등은 기업규모가 클수록 배당비율이 늘어나고 있음도 보고하고 있다. 기업규모가 클수록, 소유경영자의 유동성비용(liquidation costs)이 증가하여 내부지분을 증가로부터 얻을 수 있는 대리비용에 대한 통제 효과는 감소한다. 이 때에 경영자는 배당지급을 늘리려 한다는 것이다. Jensen, Solberg & Zorn(1992)은 재무레버리지와 성장기회는 배당비율에 각각 음(-)의 관계를 갖고 있음도 확인한 바 있다.

Jensen, Solberg & Zorn(1992)은 내부자의 주식보유비율과 부채비율이 배당비율에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 부분적으로 규명하였다. 이들에 따르면 내부자지분율이 낮을수록 자기자본의 대리비용이 커지게 마련인데, 배당지급을 늘리므로써 대리비용을 감소시킬 수 있다는 것이다. 또한 재무레버리지가 배당비율에 음(-)의 관계를 갖는 것은 재무고정비용은 배당지급액과 상충관계에 있음을 보여주는 결과이기도 하다.

배당정책에 관한 국내의 연구로는 조지호(1990), 김원기·심성식(1990) 그리고 이정도·공정택(1994) 등의 연구가 있다. 이들은 성장성, 경영위험, 수익성, 연구개발비, 주주수, 안전성, 기업규모 등이 기업의 배당정책에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과 대체로 성장성, 경영위험, 안전성 등은 배당과 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있었으며, 연구개발비, 수익성, 기업규모, 주주수 등과는 유의적으로 양(+)의 관계를 갖는 것으로 검증되었다. 그리고 주상용(1993)의 연구는 배당조정계수 속도를 중심으로 내부자 소유구조가 배당정책에 미치는 영향을 분석한 바 있다. 그러나 이들 요인의 유의성과 관계성은 연구자에 따라 차이가 나고 있는 실정이다.

3. 소유권구조에 관한 연구

소유권구조의 결정요인을 규명하려는 연구는 자본구조나 배당과 관련된 연구와 비교할 때 드문편이다. 소유권구조에 관한 연구는 자료의 제약과 이론적 배경이 명료하지 않은 부분이 많아 향후 더 많은 연구가 이루어져야 할 것이다. 여기서는 문헌을 통해 소유권구조 결정요인에 관한 국내외 연구동향을 살펴보기로 한다.

Demsetz & Lehn(1985)은 경영자가 주식을 소유하여 얻을 수 있는 편익으로 경영에 직접 참여하여 얻는 배타적 이익을 들고 있다. 기업경영에 참여하여 얻는 편익은 내부자와 외부자간에 정보비대칭이 심화될수록 커진다. 그러나 경영자가 주식을 소유함으로써 편익만을 얻는 것이 아니라 비용도 부담하게 된다. Beck & Zorn(1982)은 내부자가 주식을 소유함으로써 부담하는 비용으로 경영자가 가지고 있는 富를 특정 기업에 편중투자함으로써 발생하는 위험을 들고 있다.

Demsetz와 Lehn에 따르면, 기업의 고유위험이 클수록 기업경영에 직접 참여하는 경영자의 편익은 커지게 된다. 그리고 외부투자자는 연구개발비의 규모가 크거나 기업내 사업의 수가 많을수록 경영통제 강화의 필요성을 느끼고 통제비용을 늘릴 것이다. 기업의 규모가 커질수록, 경영자가 내부소유지분을 늘려서 얻는 편익보다는 편중투자 및 외부투자자의 통제강화로 인한 손실이 더 크므로, 경영자는 자신의 주식소유비율을 낮추려고 할 것이다.

Crutchley & Hansen(1989)은 기업규모가 커질수록 경영자의 주식소유비율은 낮아지는 경향을 발견한 바 있다. 이로부터 내부경영자는 자신이 통제가능하다고 예측하는 경우 기업의 소유권을 많이 차지하려 한다는 추론이 가능하다. Crutchley & Hansen은 주식분산성과가 클수록 경영자의 지분율은 늘어나며, 경영위험이 커질수록 경영자지분율은 증가함을 보여주고 있다. Jensen, Solberg & Zorn(1992)은 기업규모와 사업부수가 소유경영자지분율에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 알아낸 바 있다.³⁾

소유권구조에 관한 국내의 연구로는 임용기(1989), 김석용(1991) 등의 연구가 있다. 이들은 기업규모, 사업년수, 경영위험, 수익성, 자본구조 그리고 정부규제가 기업의 소유권구조에 미치는 영향을 분석하였는데, 기업규모와 사업년수, 정부규제 등이 대주주1인지분율과 유의적인 관계에 있음을 밝혀내었다.

3) 이밖에도 이들은 자본조달경비가 클수록 경영자는 비싼 경비를 회피하기 위해 배당을 줄이고 경영자지분율은 높이라는 경향이 있음도 보여주고 있다.

Ⅲ. 재무정책결정요인과 가설설정

본 연구에서는 지금까지의 논의를 통해 재무정책의 결정요인과 상호관련성을 다음과 같이 예상하고 실증분석 하였다.⁴⁾

〈표 1〉과 같이 재무정책의 결정요인을 선정하고, 상호의존성을 예상한 근거를 살펴보도록 하자.

첫째, 재무레버리지를 설명하는 변수를 선정한 근거를 살펴보면 다음과 같다. 배당비율이 높은 기업은 대체로 타인자본의존도가 낮으므로 즉, 재무고정비용은 배당금과 상충관계에 있으므로 배당비율은 재무레버리지에 음(-)의 영향을 줄 것이다. 내부자지분율이 높을수록 경영자가 채권자의 부를 주주의 부로 이전함으로써 부담하는 비용이 커져 부채대리비용은 상대적으로 적게 되므로 내부자지분율은 재무레버리지에 양(+)의 영향을 줄 것이다.

경영위험이 클수록 경영자는 전체적인 기업위험의 관리라는 면에서 재무위험을 낮추려고 할 것이므로, 경영위험은 재무레버리지에 음(-)의 영향을 줄 것이다. 기업의 수익성이 좋아질수록 내부금융에 의한 자본조달이 용이해져서 부채를 적게 쓰게 되므로, 수익성은 재무레버리지에 음(-)의 영향을 줄 것이다. 규모가 클수록 기업은 금융방법의 다양화, 높은 신용등급, 담보력향상 등의 이유로 부채사용에 상대적으로 유리한 조건을 갖게 된다. 따라서 기업규모는

〈표 1〉 변수간의 예상관련성

구 분	재무 레버리지	배 당 비 율	내부자 지분율
재 무 레 버 리 지		-	+
배 당 비 율	-		-
내 부 자 지 분 율	+	-	
경 영 위 험	-	+	+
수 익 성	-	+	
기 업 규 모	+	+	-
주 식 분 산 성 과	-		+
경 제적 부가 가 치	+	+	-
성 장 기 회	-	-	-

4) 국내의 연구동향에서 살펴본 변수들을 일부 감안하여 대체로 분석목적에 맞게 변수를 새롭게 정의하였으며, 신규로 개발하여 정의한 변수들도 있고, 특히 재무정책 변수를 상호사용하였다.

재무레버리지와 양(+)⁵⁾의 관계를 유지할 것이다.

주식분산성과는 총위험을 조정한 주식의 위험프리미엄을 의미한다. 주식분산성과가 클수록 자기자본의 대리비용이 적어지므로, 대리비용을 줄이기 위해 자기자본을 사용하려 할 것이다. 따라서 주식분산성과는 재무레버리지에 음(-)의 영향을 미칠 것이다. 기업 富의 증가분을 나타내는 경제적 부가가치(economic value added ; EVA)는 기업의 실질적 부채수용능력 또는 신용력을 의미하므로, 경제적 부가가치는 재무레버리지와 양(+)⁵⁾의 관계를 유지할 것이다. 기업의 성장기회가 클수록 이를 감시하기 위한 부채의 대리비용은 늘어나게 되므로 성장기회가 많은 기업이 부채를 조달하는데에는 많은 비용을 부담하게 된다. 따라서 성장기회는 재무레버리지에 음(-)의 영향을 줄 것이다.

둘째, 배당비율을 설명하는 변수를 선정한 근거를 살펴보면 다음과 같다. 재무레버리지 높을수록 재무고정비용과 상충관계에 있는 배당금은 낮아질 것이므로, 부채의존도는 배당비율에 음(-)의 영향을 줄 것이다. 배당비율을 늘리면 경영자와 주주간의 대리갈등 관계는 줄어들게 된다. 내부자지분율이 낮으면 자기자본대리비용이 커지므로, 이를 해소하는데 배당비율을 높이는 정책이 유용할 것이다. 따라서 내부자지분율은 배당비율에 음(-)의 관계를 유지할 것이다.

경영위험이 커질수록 자기자본대리비용은 증가하므로 이를 줄이기 위해서 배당지급을 늘려 할 것이다. 따라서 경영위험은 배당비율에 양(+)⁵⁾의 관계를 가질 것이다. 수익성이 높을수록 기업의 배당여력이 많아지므로 수익성은 배당비율과 양(+)⁵⁾의 관계를 유지할 것이다. 기업 규모가 클수록 내부경영자는 자신의 지배권을 확보하기 위해서 많은 자본을 투하하여야만 하므로 지분확보에 비교적 소극적일 것이다. 배당지급을 늘리는 것이 낮은 내부자지분율로 인해 발생하는 대리비용을 줄이는데에는 유용할 것이다. 따라서 기업규모는 배당비율과 양(+)⁵⁾의 관계를 가질 것이다.

일반 주식투자자들은 정확한 경제적 부가가치(EVA) 정보를 가지지 못하는 경향이 있다. 경영자는 EVA가 클 때 배당지급을 늘리는 신호를 보냄으로써 기업가치의 증가를 알리려는 유인을 갖게 될 것이다. 따라서 EVA는 배당비율에 양(+)⁵⁾의 관계를 가질 것이다. 성장기회가 많다는 것은 채투자의 당위성이 인정되는 것이므로 내부유보의 필요성이 커질 것이다. 따라서 성장기회는 배당비율에 음(-)의 관계를 가질 것으로 추론할 수 있다.

셋째, 내부자지분율을 설명하는 변수를 선정한 근거를 살펴보면 다음과 같다. 대리이론에서는 부채의존도가 커질수록 기업의 재무위험이 커져서 대리비용이 많이 발생한다고 주장한다.

5) 기업 富의 증가분을 나타내 주는 경제적 부가가치는 단순한 수익성 변수와 상당히 다른 속성을 갖고 있다. 특히 대리이론과 관련하여 시사점을 많이 가지고 있을 것으로 생각하여 본 연구에서는 경제적 부가가치를 모든 분석의 독립변수로 이용하고 있다.

이때 대리비용을 줄이는 방법으로 내부자지분율을 늘리는 것은 유용할 것이다. 따라서 재무레버리지는 내부자지분율에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 추론한다. 배당비율이 줄어들수록 대리비용은 늘어나기 마련이다. 이때 내부자지분율을 늘리는 것은 또한 대리비용을 줄이는 방법으로 유용할 것이다. 따라서 배당비율은 내부자지분율에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

경영위험이 늘어나면 대리비용은 증가하게 되고 이를 줄이기 위해 내부자지분율을 강화할 것이므로, 경영위험은 내부자지분율에 양(+)의 관계를 가질 것이다. 기업규모가 커질수록 소유지분을 늘려서 얻는 경영자의 편익보다는 편중투자 및 외부투자자의 통제강화로 인한 손실이 더 크게 될 것이다. 따라서 기업규모는 내부자지분율과 음(-)의 관계를 가질 것이다. 기업의 주식분산성도가 클 때 내부자가 주식을 소유함으로써 얻는 손실은 감소하므로 주식분산성도는 내부자지분율에 양(+)의 관계를 가질 것이다.

경제적 부가가치가 클수록 자기자본의 대리비용은 감소하므로, 대리비용 통제를 위해 내부자지분율을 증가시키려는 유인을 덜 갖게 된다. 따라서 경제적 부가가치는 내부자지분율에 음(-)의 관계를 유지할 것이다. 성장기회가 큰 기업에 집중투자하면 위험이 커지므로, 내부자는 분산투자기회를 잃게 되고 따라서 손실을 많이 부담하게 된다. 내부경영자는 그 손실을 줄이기 위해 자신의 지분율을 감소시킬 것이다. 결국 성장기회는 내부자지분율과 음(-)의 관계를 가질 것이다.

Ⅳ. 모형설정과 분석방법

소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 결정요인과 이들의 상호관련성을 검증하기 위해서 본 연구가 사용한 표본기업과 검증모형 그리고 분석방법을 설명하면 다음과 같다.

1. 표본기업 선정과 분석기간

본 연구의 분석대상기업은 14개 제조업종에 속한 145개 기업이다. 분석대상이 되는 표본기업은 분석기간 중 계속 상장되어 있고, 완전한 자본잠식이 없으며, 자산재평가 및 합병이 없는 기업으로 하였다. 물론 회계자료의 비교성 유지를 위해 결산일을 매년 12월말로 한 기업을 대상으로 하였으며, 분석대상기간 중 업종을 변경한 기업과 3개월 이상 주식거래가 없는 기업은 제외하였다.

본 연구의 분석기간은 1986년 1월 1일부터 1994년 12월 31일까지로 하였다. 9년간의 기간은 3개의 하위기간으로 세분하여 분석하였다. 1986년 1월 1일부터 1988년 12월 31일까지

의 1988년 기준분석과 1989년 1월 1일부터 1991년 12월 31일까지의 1991년 기준분석 및 1991년 1월 1일부터 1994년 12월 31일까지의 1994년 기준분석으로 분류된다. 이같이 분석 기간을 세 가지로 분류해 본 것은 경기변동에 따른 변화와 분석결과의 일관성 여부를 살펴보기 위함이다.

연구에 필요한 주가수익률 자료는 한국신용평가(주)의 'KIS-SMAT' 수익률 데이터를 사용했다. 그리고 기업의 회계자료도 동사의 'KIS-FAS' 재무자료비율을 사용했다. 또한 분석에 필요한 기초자료는 한국상장회사협의회회의 '상장회사 총람' 과 동서경제연구소에서 발간한 '상장기업 재무분석' 에서 얻었다. 이밖에도 본 연구에 필요한 자료는 대한증권업협회의 '증권시장지' 와 '증권통계연보' 및 '주식' 지를 이용했으며, 한국은행의 각종 자료를 사용했다.

2. 검정모형의 설정과 변수의 정의

본 연구에서는 그동안의 연구에서 주로 사용한 단일방정식과 OLS회귀분석을 사용하지 않고, 동시적 방정식과 패널자료 회귀분석을 사용하여 실증분석 하였다.⁶⁾ 본 연구에서 사용한 검정 모형은 다음과 같다.

자본조달정책 분석	$DLLE = a_0 + a_1 \cdot DID + a_2 \cdot INS + a_3 \cdot BRI + a_4 \cdot NOA + a_5 \cdot TOA + a_6 \cdot DVS + a_7 \cdot EVA + a_8 \cdot SAI$
배당정책 분석	$DDID = a_0 + a_1 \cdot TLE + a_2 \cdot INS + a_3 \cdot BRI + a_4 \cdot NIS + a_5 \cdot TOA + a_6 \cdot EVA + a_7 \cdot RDA$
소유권구조 분석	$DINS = a_0 + a_1 \cdot TLE + a_2 \cdot DID + a_3 \cdot BRI + a_4 \cdot TOA + a_5 \cdot DVS + a_6 \cdot EVA + a_7 \cdot RDA$

본 연구의 검정모형에서 사용한 변수는 다음과 같이 정의된다.⁷⁾

LLE(재무레버리지) : 고정부채/자기자본 (DLLE는 종속변수)

6) 횡단면적 성격과 시계열적 성격이 혼합되어 있는 자료를 OLS회귀분석 하면 분산의 異時性문제와 자기상관문제에 봉착하게 된다. 이런 문제를 해결하는 방법으로 패널자료 회귀분석이 이용된다(다음의 IV-3 참조).

7) NOA와 RDA간의 상관관계가 비교적 크므로 이들을 한 검정모형의 독립변수로 동시에 쓰지 않기 위해 수익성과 성장기회의 대용변수를 두 가지로 하였다.

TLE(재무레버리지)	: 총부채/자기자본 (DTLE는 종속변수)
DID(배당비율)	: 배당금/영업이익 (DDID는 종속변수)
INS(내부자지분율)	: 대주주1인지분율 (DINS는 종속변수)
BRI(경영위험)	: $\beta_L / [1 + (1-T) B_j / S_j]$ 단, β_L : 부채사용 기업의 보통주 베타 T : 법인세율 B_j : 부채가치 S_j : 자기자본가치
NOA(수익성)	: $\ln(\text{영업이익}/\text{총자산})$
NIS(수익성)	: $\ln(\text{순이익}/\text{매출액})$
TOA(기업규모)	: \ln 총자산
DVS(주식분산성과)	: $[E(R_i) - R_f] / \delta_i$ 단, $E(R_i)$: 평균주식수익률 R_f : 무위험자산수익률 δ_i : 주식수익률의 표준편차
EVA(경제적 부가가치)	: 「총투자자본 × (ROIC - WACC)」 / 발행주식수 • ROIC = NOPLAT/총투자자본 • NOPLAT = Free Cash Flow + 순투자액 • WACC = 가중평균자본비용
SAI(성장기회)	: 매출액증가율
RDA(성장기회)	: $\ln(\text{연구개발비} \cdot \text{광고비}/\text{총자산})$

검정모형에서 사용한 변수는 그간 연구되어온 재무이론적 배경과 한국의 현실을 감안하여 선정하였다. 재무레버리지, 배당비율 및 내부자지분율이 종속변수로 사용될 때에는 분석기준인 3개년도 각 시점을 기준으로 하였다. 3년간의 독립변수가 분석기준시점의 종속변수에 평균적으로 어떤 영향을 줄 것인가를 횡단면·시계열적 회귀분석을 통하여 검정하였다.

검정모형에 사용한 변수를 좀 더 구체적으로 살펴보면 다음과 같다. 재무레버리지 변수는 두 가지로 하였다. 하나는 LLE로서 고정부채/자기자본이고 다른 하나는 TLE로서 총부채/자기자본으로 측정하였다. 장부가치와 시장가치의 어느 기준으로 하든지 변수간의 유의성도 거의 비슷하고 기존의 대부분의 연구가 장부가치로 이루어짐을 고려하여 연구간의 비교성을 높이기 위해 본 연구에서도 장부가치를 기준으로 부채비율을 측정하였다.

배당비율은 일반적으로 순이익중 배당금비율인 배당성향을 많이 사용하고 있다. 그러나 일시적으로 결손이 나더라도 배당금을 지급하는 경우가 있어서, 배당성향이 의미를 갖지 못할 때도 있다. 따라서 본 연구에서는 배당비율 DID를 배당금/영업이익으로 측정하였다.

내부자지분율은 그 추정이 매우 어려운 실정에 있다. 이사회지분율, 관계법인지분율 등을 포

함할 것인가에 대하여 많은 논란이 있다. 본 연구에서는 제한적 자료의 객관성을 확보하기 위해서 대주주1인지분을 INS로 내부자지분율을 대응하였다.

경영위험 BRI는 미래영업이익의 변동가능성으로 정의된다. 본 연구에서는 Hamada-Rubinstein 모형(1973)을 근거로 경영위험을 부채사용이 없는 기업의 보통주 $\beta(=\beta_M)$ 로 하였다. 기업의 보통주 β 는 한신평 KIS-SMAT의 주가수익률 자료에서 구하고 이를 조정하여 β_M 를 구하였다. 수익성은 두 가지로 측정하였다. 하나는 총자산영업이익률에 자연로그값을 취한 NOA이고, 다른 하나는 매출액순이익률 NIS로 구했다. 그리고 기업규모는 총자산에 자연로그값을 취한 TOA로 측정하였다.

주식분산성과 DVS는 총위험으로 조정한 주식초과수익률로서, DVS가 높다는 것은 위험이 조정된 분산성과가 양호한 것을 의미한다. DVS가 높다는 것은 편중투자의 손실이 작다는 것을 뜻한다.

기업의 실질적 부의 증가를 나타내는 경제적 부가가치 EVA는 다음과 같이 측정된다. EVA는 재무이론에서 기본이 되는 투자수익률과 자본비용의 개념으로 이해하면 그 의미가 명확해 진다.⁸⁾ EVA는 투자수익률에 해당하는 ROIC(return on invested capital)와 WACC의 차이에 총투자자본을 곱해서 구할 수 있다.⁹⁾

기업의 성장기회를 나타내는 변수로는 두 개의 변수를 사용하였다. 하나는 매출액증가율인 SAI이고 다른 하나는 연구개발비·광고비를 총자산으로 나눈 값에 자연로그를 취하여 구한 RDA이다.

3. 분석방법

본 연구에서는 '86~'88년, '89~'91년 그리고 '92~'94년까지의 3개년을 기준으로 한 분석 기간 동안 시계열자료와 횡단면자료를 결합시킨 패널자료(panel data)를 이용하여 회귀분석을 실시하고자 한다. 이와 같이 시계열자료와 횡단면자료를 결합시킨 패널자료를 이용하는 것은 추정에 사용할 자료가 충분하지 않다고 판단되기 때문이다. 자료의 수가 부족한 경우에 패널자료분석을 이용하면 상대적으로 통계적 효율성을 증가시키며, 계수값의 편의(bias)를 통제하여 불편성과 일관성을 유지할 수가 있다.

패널자료를 이용하여 회귀분석을 실시하는 경우에 오차항은 횡단면자료상의 교란요인과 시계열자료상의 교란요인 그리고 횡단면·시계열자료상의 결합교란요인으로 구성되어 있을 가

8) 김철중, "경영성과지표로서 경제적 부가가치의 유용성에 관한 연구," 재무관리논총, 제2권 제1호(1995. 5), pp. 101~123.

9) 여기서 EVA는 경제적 부가가치를 발행주식수로 나눈 주당 경제적 부가가치로 측정한다.

능성이 매우 높다. 따라서 단순 OLS회귀분석으로는 이런 횡단면자료상의 異分散性(heteroskedasticity)과 시계열자료상의 계열상관성(serial correlation) 문제를 해결하기 어렵다.¹⁰⁾

따라서 본 연구에서는 그러한 문제를 해결하기 위한 방법으로 복합오차모형(error components model)과 일반화최소자승법(Generalized Least Squares : GLS)을 사용하여 분석하기로 한다. 통계처리는 계량경제학적 통계프로그램인 EView(Econometric View)를 이용하였다.

복합오차모형과 GLS를 구체적으로 이해하기 위해 다음의 회귀모형을 생각해 보자.¹¹⁾

$$\begin{aligned}
 Y_{it} &= \alpha + \beta X_{it} + \epsilon_{it} \\
 \epsilon_{it} &= \mu_{it} + \nu_{it} + w_{it} \\
 \epsilon_{it} &: \text{오차항} \\
 \mu_{it} &\sim N(0, \delta \mu^2) : \text{횡단면 단위오차요인} \\
 \nu_{it} &\sim N(0, \delta \nu^2) : \text{시계열 단위오차요인} \\
 w_{it} &\sim N(0, \delta w^2) : \text{복합적 오차요인}
 \end{aligned}$$

위의 식은 복합오차모형의 오차항이 세 가지 독립적인 요인, 즉 시계열 단위, 횡단면 단위, 그리고 두 항목의 복합적 요인으로 구성되었음을 보여주고 있다. 또한 각 오차요인간에는 다 음과 같이 상관관계가 없고 또 각 오차요인내에서도 계열상관이 없다고 가정한다.

$$\begin{aligned}
 E \lceil \mu_i \mu_j \rceil &= 0 & (i \neq j) \\
 E \lceil \nu_t \nu_s \rceil &= 0 & (t \neq s) \\
 E \lceil w_{it} w_{is} \rceil &= E \lceil w_{it} w_{jt} \rceil = E \lceil w_{it} w_{jt} \rceil = 0 \\
 E \lceil \mu_i \nu_t \rceil &= E \lceil \mu_i w_{it} \rceil = E \lceil \nu_t w_{it} \rceil = 0
 \end{aligned}$$

위와 같은 가정하에서 복합오차모형을 이용해 일차적으로 OLS를 적용하여 잔차항을 식별 해 내고, 두 번째 단계로 구해진 잔차항을 이용하여 구성요인별 오차항의 추정치를 산출한 다 음 일반화최소자승법(GLS)을 실시한다

한편, 독립변수간의 다중공선성의 문제를 검토하기 위해서 변수간의 상관계수를 구한 결과

10) 패널자료를 이용한 회귀분석 기법에 대한 보다 자세한 내용은 Badi H. Baltagi(1995)의 「Econometric Analysis of Panel Data」, Kmenta(1990)의 「Elements of Econometrics」을 참조.

11) 이종원, 「계량경제학」, 박영사, 1985. pp. 504~506.

〈표 2〉 독립변수간의 상관계수

구분	DID	INS	TLE	BRI	NOA	RDA	TOA	DVS	EVA	SAI	NIS
DID	1										
INS	-0.0257	1									
TLE	-0.0683	0.1149	1								
BRI	0.0813	0.1869	-0.2824	1							
NOA	0.0328	0.0847	-0.0708	-0.0454	1						
RDA	-0.0615	-0.1633	-0.0615	0.0181	0.3902	1					
TOA	-0.0083	-0.2939	0.1764	-0.0626	-0.1833	-0.0435	1				
DVS	-0.0730	0.0958	-0.0929	0.0910	-0.1226	-0.0464	-0.0645	1			
EVA	0.0274	0.2622	0.0814	-0.0135	-0.1968	0.1121	0.1104	-0.0011	1		
SAI	-0.0027	-0.0409	-0.0361	-0.0607	-0.0197	0.3723	0.1423	0.0690	0.0536	1	
NIS	0.0205	0.0518	-0.0396	-0.1023	0.3995	-0.0517	0.0430	0.0896	-0.0240	0.2963	1

는 다음과 같다.

〈표 2〉에서 볼 수 있듯이, 동일 검정모형내에 있는 독립변수간의 상관성은 크지 않은 것으로 나타났다. 그리고 VIF(variance inflation factor) 검정을 실시한 결과 전체 검정모형에서 VIF값이 1에 근접하고 있어 다중공선성의 문제가 크지 않음을 알 수 있었다.

V. 실증분석결과와 토의

기업 재무정책의 결정요인과 이들 상호간의 관련성을 알아보기 위해 분석기간동안 표본기업의 자료를 사용하여 통계처리한 결과를 토의해 보기로 한다.

1. 자본조달정책 분석

기업의 자본조달정책을 결정하는 요인을 확인해 본 결과는 다음 〈표 3〉과 〈표 4〉와 같다.

〈표 3〉 자본구조등식의 회귀계수(종속변수 DLLE)

독립변수 \ 기준년도	1988년	1991년	1994년	예상부호
Constant	0.182581 (0.323)	0.495389 (0.965)	-0.093062 (-0.162207)	
DID	-1.229680** (-5.799)	-0.500880** (-9.212)	-0.211055** (-2.839)	-
INS	3.282272** (9.676)	0.468430 (1.339)	1.277840** (3.236)	+
BRI	-9.812697** (-41.181)	-12.44556** (-57.348)	-17.54970** (-59.169)	-
NOA	-0.548440** (-8.066)	-0.216418** (-5.778)	-0.630738** (-17.302)	-
TOA	0.224656** (7.193)	0.319660** (11.908)	0.517728** (17.649)	+
DVS	-0.010957 (-0.629)	-0.488050** (-27.453)	-0.040816 (-1.298)	-
EVA	0.075375** (6.133)	0.077353** (7.861)	0.083713** (13.513)	+
SAI	-0.877338** (-3.093)	0.340068 (1.559)	-0.335482* (-2.058)	-
Adj. R ²	0.240	0.398	0.380	
F	311.4	650.6	602.3	

• 유의수준 : ** 0.01, * 0.05 . • ()속은 t-value임.

〈표 3〉과 〈표 4〉에서 볼 수 있는 바와 같이 기업의 자본조달정책에 영향을 미칠 것으로 기대한 요인들이 대체로 예상했던 바와 동일한 유의적인 관계에 있음을 알 수 있었다. 특히 배당정책, 소유권구조가 기업의 자본조달정책에 비교적 강한 유의적 관계에 있음을 발견한 것은 큰 수확이었다. 이들을 세부적으로 검토해 보면 다음과 같다.

배당정책의 대용변수 DID는 모든 기준년도에서 재무레버리지 DLLE, DTLE와 유의적인 음(-)의 영향을 주고 있음을 알 수 있었다. 이는 배당금과 고정재무비용은 상충관계에 있음을 보여주는 결과이다.

〈표 4〉 자본구조등식의 회귀계수(종속변수 DTLE)

독립변수 \ 기준년도	1988년	1991년	1994년	예상부호
Constant	-0.465884 (-0.568421)	0.895373 (0.797)	-7.494528** (-4.707)	
DID	-3.616355** (-11.737)	-1.172026** (-9.853)	-0.378923* (-1.987)	-
INS	8.101670** (16.435)	3.766688** (4.921)	3.664672** (3.345)	+
BRI	-15.47561** (-44.693)	-25.91703** (-54.591)	-41.06304** (-49.895)	-
NOA	-1.788131** (-18.097)	-0.284446** (-3.471)	-1.013018** (-10.015)	-
TOA	0.398093** (8.771)	0.718577** (12.237)	1.619894** (19.902)	+
DVS	-0.085649** (-3.384)	-1.212701** (-31.182)	-0.039757 (-0.717)	-
EVA	0.322120** (18.03628)	0.017784 (0.826)	0.182432** (10.613)	+
SAI	0.232928 (0.565)	-10.18586** (-21.356)	-2.475701** (-5.475)	-
Adj. R ²	0.333	0.425	0.305	
F	490.9	724.8	430.9	

• 유의수준 : ** 0.01, * 0.05 • ()속은 t-value임.

소유권구조의 대응변수인 INS는 DLLE 기준의 1991년도 분석만을 제외하고 재무레버리지(DLLE, DTLE)와 유의적인 양(+)의 관계에 있음을 알 수 있었다. 이를 대리이론으로 설명하면 다음과 같다. 내부자지분율이 높을수록 경영자는 채권자의 부를 주주의 부로 이전시키려는 행동을 자제하려 할 것이다. 왜냐하면 채권자보호조항의 위반으로 인해 지불해야 하는 내부경영자의 비용이 훨씬 더 부담스럽기 때문이다. 따라서 내부자지분율이 높을수록 부채대리 비용이 적으므로 부채를 많이 쓰게 된다는 것이다.¹²⁾

12) 또한 INS와 재무레버리지간의 관계에 대해 다음과 같은 추론도 가능할 것이다. 지난 10여년간 지속적인 성장을

재무정책이외의 기타요인들이 기업 재무레버리지에 미치는 영향을 간략히 설명하면 다음과 같다. 경영위험의 대용변수 BRI는 모든 기준년도에서 예상한대로 재무레버리지와 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 이는 경영위험이 큰 기업은 전체적인 위험관리 측면에서 재무위험을 낮추기 위해서 부채조달을 억제하려 함을 보여주는 결과이다. 다시 말해서 경영위험과 재무위험간의 상충관계에서 비롯되어, 경영위험은 재무레버리지에 음(-)의 영향을 주고 있는 것으로 해석할 수 있다.

또한 경영위험이 재무레버리지에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 부채의 대리비용으로 설명할 수 있다. 경영위험이 크다는 것은 이익변동성이 크다는 것을 의미하고, 이익변동성이 클수록 파산비용은 증가하므로 결국 부채의 대리비용은 증가한다. 따라서 경영위험이 클수록 기업은 부채를 덜 선호한다는 것이다.

수익성의 대용변수 NOA는 모든 분석에서 재무레버리지와 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 이는 수익성이 좋은 기업이 내부금융에 의한 자본조달이 비교적 용이하므로 부채를 덜 쓰게 된다는 것을 보여주는 결과이다. 이같은 결과는 일종의 수정된 패킹오더(pecking order)법에서 설명하는 내용과 일치한다.

기업규모의 대용변수인 TOA는 모든 분석에서 재무레버리지와 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있었다. 규모가 큰 기업은 다양한 금융방법을 이용하는데 유리하며 자본시장에서 신용있는 기업으로 평가될 수 있다. 그리고 담보력에 있어서도 대기업이 훨씬 앞서고 있는 실정이다. 이와 같은 이유로 대규모 기업은 부채조달에 상대적으로 유리한 조건을 가지고 있다 할 수 있다. 또한 대리이론에서는 대규모 기업일수록 파산의 한계비용(부채의 대리비용)이 낮아지므로 기업규모가 클수록 부채의존도가 높아진다고 설명하고 있다.

주식분산성과의 대용변수인 DVS는 부분적으로 재무레버리지와 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 대리이론에서는 이를 다음과 같이 설명한다. 주식분산성도가 클수록 자기자본의 대리비용이 적어지므로, 대리비용을 줄이기 위해 자기자본을 사용하려 할 것이다.

EVA는 재무레버리지와 대체로 유의적인 양(+)의 관계를 보여주고 있다. 경제적 부가가치는 기업의 실질적 부채수용능력 또는 미래 신용력을 의미하므로, EVA가 큰 기업은 부채를 상대적으로 용이하게 조달할 수 있을 것이다.

기업 성장기회의 대용변수인 SAI는 재무레버리지와 대체로 유의적인 음(-)의 관계를 보여주었다. 성장기회가 클 때 기업은 특수자산에 많은 자본을 투자하게 될 것이고, 채권자는 이

해 온 한국 기업들은 평균적으로 양(+)의 레버리지효과를 얻어 오고 있다. 내부경영자지분율이 높을수록 경영자는 양(+)의 레버리지효과를 더 누릴 수 있으므로 부채를 선호하게 된다는 추론도 가능하다. 부채증가에 따른 재무위험의 증가 내지는 자기자본비용의 즉시적인 상승효과는 상대적으로 비효율적인 한국 자본시장에서 기대하기가 어려운 실정이다.

〈표 5〉 배당등식의 회귀계수(종속변수 DDID)

독립변수 \ 기준년도	1988년	1991년	1994년	예상부호
Constant	-0.431276** (-8.026)	0.536100** (3.643)	0.050804 (1.374)	
TLE	-0.004517** (-6.343)	-0.000243 (-0.153)	-0.001749** (-6.085)	-
INS	-0.048918 (-1.177)	-0.051011 (-1.189)	-0.056251* (-2.18)	-
BRI	0.090397** (3.548)	0.069339* (2.304)	0.313015** (14.392)	+
NIS	0.725629** (5.561)	0.363084** (3.493)	0.140841** (5.579)	+
TOA	0.024841** (8.623)	0.016240** (3.442)	-0.000769 (-0.402)	+
EVA	0.011302** (9.822)	0.030309** (10.709)	-0.000487 (-1.222)	+
RDA	-0.001118 (-0.637)	0.006722 (1.440)	-0.013328** (-11.534)	-
Adj. R ²	0.128	0.121	0.102	
F	133.0	124.0	90.5	

• 유의수준 : ** 0.01, * 0.05 . • ()속은 t-value임.

를 감시하기 어려우므로 수익률을 높게 요구하게 된다. 그 결과 부채의 대리비용은 커지게 된다. 즉 성장기회가 클수록 부채의 대리비용이 커지게 되므로 이를 회피하기 위해 기업은 신규 자본조달시 자기자본에 의존하려 한다는 것이다.

2. 배당정책 분석

기업의 배당정책에 영향을 주는 요인을 확인해 본 결과는 다음 〈표 5〉와 같다.

〈표 5〉에서 볼 수 있는 바와 같이, 배당정책에 영향을 미칠 것으로 기대했던 요인들이 예상한 것 만큼은 아니지만 대체로 유의적 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 재무레버리지는 배당비율에 대체로 음(-)의 관계를 유지하고 있었으며, 대주주1인지분율은 제한적으로만 배당비

율과 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이들을 세부적으로 검토하면 다음과 같다.

자본조달정책의 대응변수인 TLE(LLE를 사용해도 대체로 같은 결과임)는 대체로 배당비율(DDID)에 유의적인 음(-)의 관계에 있음을 알 수 있었다. 이는 배당금이 재무고정비용과 상충적 관계에 있음을 확인시켜 주는 것이다. TLE와 DDID간의 음(-)의 관계로부터 다음의 내용을 추론할 수 있을 것이다. 이들이 음(-)의 관계를 갖는다는 것은 재무레버리지가 높을수록 배당금증가는 영업성과 증가에 미치지 못함을 의미하는데 그 이유가 무엇일까? 영업이익이 증가함에도 배당비율이 감소하는 이유는 이자비용공제후 이익을 내부유보 하려는데서 비롯된다고 볼 수 있다.

소유권구조의 대응변수 INS는 오직 1994년 기준분석에서만 제한적으로 배당비율과 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 이를 대리이론으로 해석해 보면 다음과 같다. 대주주1인지분율이 낮을수록 자기자본대리비용이 커지기 마련인데, 배당지급을 늘리므로써 대리비용을 감소시킬 수 있다는 것이다. 다시 말해서 높은 배당비율은 경영자와 주주간의 대리갈등을 해소시킬 수 있다는 것이다.¹³⁾

경영위험의 대응변수인 BRI는 모든 분석에서 배당비율과 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 이를 대리이론으로 해석해 보면 다음과 같다. 경영위험이 커질수록 자기자본의 대리비용이 증가하게 되므로 이를 줄이기 위해서 배당지급률을 늘리려 할 것이다. 이들간의 양(+)의 관계는 이익변동성이 강할수록 높은 배당을 회피할 것이라는 일반적 생각을 지지하지 않는 결과이다.

수익성의 대응변수인 NIS는 모든 분석에서 예상대로 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 이는 수익성이 좋은 기업은 배당여력이 많다고 하는 일반적 사실이 반영된 결과로 볼 수 있다.

기업규모의 대응변수인 TOA는 1994년 기준분석을 제외한 2개년도 기준분석에서 배당비율과 예상한대로 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 이를 대리이론에 기초하여 추론하면 다음과 같다. 기업의 규모가 클수록 내부경영자가 경영지배권을 유지하기 위해서는 많은 자본을 투자해야 하므로 지분을 확보에 소극적이다. 지분율이 낮으면 대리비용이 많이 발생하게 되고 이를 줄이기 위해서 배당지급을 늘리려 할 것이다.

기업가치 증가분의 대응변수인 EVA는 1988년, 1991년 기준분석에서 배당비율과 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있었다. 물론 이로부터 기업의 가치가 실질적으로 증가할수록 배당비율도 늘어남을 알 수 있었다. 회계적 이익성과가 좋더라도 EVA성과는 그렇지 않은 경우가

13) 내부경영자지분율이 배당비율에 음(-)의 영향을 주고 있음은, 대주주1인소유비율이 큰 기업은 주주들이 자본이득을 통한 감세효과를 얻게하기 위하여 배당비율을 늘리려는 현상으로 이해할 수 있다. 또한 대주주와 소액주주의 차등배당지급이라는 한국적 현실이 반영된 것이 아닌가 하는 추론도 가능할 것이다.

발생할 수 있다.¹⁴⁾ 일반적으로 일반주주는 경영자와 EVA정보를 공유하지 못한다. 주식투자자들은 EVA에 대한 정보를 가지고 있지 못하고, 오직 회계적 이익정보를 활용하여 투자의사 결정을 한다. 따라서 EVA정보를 가지고 있는 경영자는, EVA가 클 때 배당지급을 늘리므로써 기업가치가 증가하였음을 신호표시하려는 유인을 갖게 된다는 추론도 가능한 것이다.

성장기회의 대응변수인 RDA는 1994년 기준분석에서만 제한적으로 배당비율과 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 성장기회가 클수록 배당보다는 내부유보를 선택하려 한다는 것은 일반적으로 인정될 수 있는 사실이다. 또한 성장기회가 많은 기업일수록 배당을 적게 지급하려는 이유를 대리이론으로 설명하면 다음과 같다. 성장기회가 많은 기업이 내부자금을 확보함으로써 얻는 편익이, 배당을 더 많이 지급하여 자기자본의 대리비용을 줄임으로부터 얻는 편익보다 더 크다는 것이다.

3. 소유권구조 분석

기업의 대주주1인지분율에 영향을 주는 요인을 확인해 본 결과는 다음 <표 6>과 같다.

<표 6>에서 볼 수 있는 바와 같이, 배당비율을 제외하고는 예상변수들이 기업의 소유권구조에 대체로 유의적인 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 배당정책은 모든 분석에서 대주주1인지분율과 어떤 유의적인 관계도 존재하지 않음을 알 수 있었다. 즉 배당비율이 커질수록 내부경영자지분율이 낮아질 것이라는 대리이론에 입각한 가설이 채택되지 않는 결과를 얻었다.

자본조달정책의 대응변수인 TLE(LLE를 사용해도 대체로 같은 결과임)는 대체로 DINS에 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 대리이론적인 관점에서 볼 때, 부채의존도가 커지면 재무위험이 커지게 되어 대리비용이 많이 발생한다. 따라서 내부자지분율을 높이는 것은 대리비용을 줄이는데 유익할 것이다.

경영위험의 대응변수인 BRI는 모든 분석에서 예상과는 달리 대주주1인지분율에 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다.

기업규모의 대응변수인 TOA는 모든 분석에서 예상한대로 대주주1인지분율과 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 내부경영자는 자신이 통제가능하다고 예측하는 경우 기업의 소유권을 많이 차지하려고 한다는 가설을 생각해 볼 수 있다. 기업규모가 커질수록 소유지분을 늘려서 얻는 경영자의 편익보다는 편중투자 및 외부투자자의 통제강화로 인한 손실이 더 크게 되어 결국 경영자는 소유지분율을 낮추려 한다는 추론도 가능하다.

14) EVA는 자본조달 총비용이 공제된 실질적 수익성이란 점에서 앞에서 설명한 NOA나 NIS와 다르다. EVA는 일반적 기업 수익성과와는 다른 의미를 지니고 있어, 회계적 경영성과와 EVA는 항상 일치하지는 않는다. 예를 들면 회계적 이익이 양(+)의 값을 갖더라도 EVA는 음(-)의 값을 갖는 경우도 종종있다.

(표 6) 소유권구조등식의 회귀계수(종속변수 DINS)

독립변수 \ 기준년도	1988년	1991년	1994년	예상부호
Constant	0.466799** (28.494)	0.522045** (33.313)	0.417658** (26.889)	
TLE	0.003250** (14.532)	0.000232 (1.250)	0.000587** (4.582)	+
DID	-0.001279 (-0.224)	-0.003223 (-1.934)	-0.002332 (-1.092)	-
BRI	-0.114287** (-14.833)	-0.181673** (-22.716)	-0.110327** (-11.499)	+
TOA	-0.014422** (-15.734)	-0.014220** (-16.736)	-0.010925** (-13.115)	-
DVS	0.002953** (5.576)	0.000297 (0.487)	0.003661** (6.060)	+
EVA	-0.002921** (-7.852)	-0.004325** (-13.626)	-0.002890** (-16.823)	-
RDA	-0.007619** (-13.995)	-0.005351** (-10.331)	-0.005895** (-11.650)	-
Adj. R ²	0.118	0.148	0.112	
F	149.8	195.1	142.2	

• 유의수준 : ** 0.01 . • ()속은 t-value임.

주식분산성과의 대응변수인 DVS는 1991년을 제외한 분석에서 대주주1인지분율과 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 내부자가 특정 기업의 주식을 소유해서 입게 되는 손실은 자신의 富를 한 기업에 편중투자함으로써 발생한다. 기업의 주식분산성과가 클수록 내부자가 입게 되는 손실은 감소한다. 따라서 주식분산성과(손실)가 클수록(작을수록) 내부경영 자지분율은 늘어나는 경향이 있다는 추론이 가능하다.

기업 富의 증가분을 의미하는 EVA는 모든 분석에서 내부자지분율과 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있는 것으로 나타났다. 이를 대리이론으로 해석하면 다음과 같다. 경제적 부가가치가 큰 기업의 자기자본대리비용은 상대적으로 작으므로, EVA가 클수록 내부자지분율을 증가해서 대리비용을 통제하려는 유인을 덜 갖게 될 것이다.

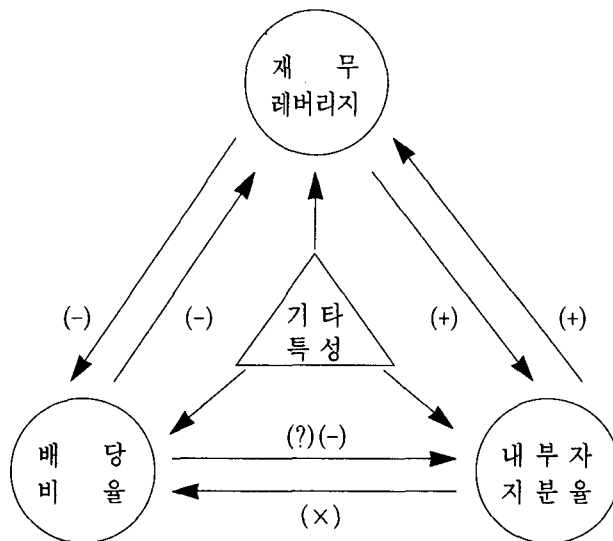
성장기회의 대응변수인 RDA는 모든 분석에서 예상한대로 내부경영자지분율에 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 경영자는 성장기회가 클 때 그 기업에 집중투자하면 위험이 커지므로 분산투자기회를 잃게되어 손실을 많이 부담하게 된다. 내부경영자는 그 손실을 줄이기 위해 자신의 지분율을 감소시키는 것으로 추론할 수 있다.

4. 상호관련성 분석

지금까지의 재무정책 결정요인의 분석결과로부터 소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책간의 상호의존성을 정리해 보면 다음과 같다.

[그림 1]은 본 연구의 분석결과로부터 재무정책 상호간의 관련성을 요약한 그림이다. 자본조달정책과 배당정책간에는 대체로 강한 상호의존성이 있음을 알 수 있었다. 즉 재무레버리지와 배당비율은 상호 음(-)의 영향을 주고 받는 것으로 확인하였다.

자본조달정책과 소유권구조간에도 대체로 강한 상호의존성이 있음을 알 수 있었다. 즉 재무레버리지와 내부자지분율은 상호 양(+)의 영향을 주고 받는 것으로 확인하였다. 그러나 배당정책과 소유권구조 분석을 통해서 내부자지분율이 배당비율에 제한적으로만 음(-)의 영향을 미친다는 결과만을 얻었을 뿐 배당비율이 내부자지분율에 영향을 미친다는 증거는 확인할 수 없었다.



(그림 1) 상호관련성 분석결과

VI. 맺음말

본 논문이 재무정책의 결정요인을 분석한 기존의 연구와 다른 점은 다음과 같다. 첫째, 재무정책 상호간의 상호의존성을 규명한 점이다. 즉, 병행적 연구를 통하여 재무정책간의 관련성을 규명하였다. 둘째, 패널자료 회귀분석을 사용한 점이다. 횡단면적 성격 및 시계열적 특성과 적은 표본의 수를 감안하여 시계열적 OLS대신 패널회귀분석을 사용하였다.

자본조달정책 분석을 통하여 배당비율과 내부자지분율은 각각 재무레버리지와 유의적인 음(-)의 관계와 양(+)의 관계를 갖는 것으로 확인하였다. 이는 높은 배당비율을 갖는 기업은 부채조달보다는 자기자본조달을 선호하는 경향을 보여주는 결과이다. 또한 이런 결과로부터 내부자지분율이 높은 기업은 부채를 보다 선호함으로써 대리비용을 통제할 수 있음도 알 수 있었다.

소유권구조와 배당정책 이외의 기타요인이 재무레버리지에 미치는 영향을 요약하면 다음과 같다. 경영위험, 수익성 및 성장기회는 당초 예상했던 대로 재무레버리지와 음(-)의 관계를 갖고 있었다. 기업규모 및 경제적 부가가치는 재무레버리지와 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 그리고 주식분산성과는 재무레버리지와 제한적으로 음(-)의 관계에 있었다.

배당정책분석을 통하여, 재무레버리지는 대체로 그리고 내부자지분율은 제한적으로만 배당비율에 유의적인 음(-)의 관계를 갖는 것으로 확인하였다. 이는 재무고정비용은 배당금지급과 상충적 관계에 있음을 확인시켜 주는 결과이다. 또한 배당금지급을 늘리므로써 대리비용을 감소시킨다는 대리이론을 부분적으로나마 지지하는 근거로도 이해된다.

소유권구조와 자본조달정책 이외의 기타요인이 배당비율에 미치는 영향을 요약하면 다음과 같다. 경영위험과 수익성은 배당비율과 각각 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 기업규모와 경제적 부가가치는 배당비율과 대체로 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것으로 확인하였다. 성장기회는 제한적으로만 배당비율과 유의적인 음(-)의 관계를 유지하고 있었다.

소유권구조 분석을 통하여, 재무레버리지는 예상대로 내부자지분율과 유의적인 양(+)의 관계를 갖고 있음을 알 수 있었다. 이는 부채의존도가 높을수록 내부자지분율이 높아지는 경향을 보여주는 결과이다.

자본조달정책과 배당정책 이외의 기타요인이 내부자지분율에 미치는 영향을 요약하면 다음과 같다. 기업규모, 경제적 부가가치와 성장기회는 예상한대로 일관되게 내부자지분율에 유의적인 음(-)의 영향을 주고 있음을 알 수 있었다. 주식분산성과는 대체로 내부자지분율에 유의적인 양(+)의 영향을 주고 있는 것으로 나타났다. 그러나 경영위험은 내부자지분율과 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있어, 당초 예상과는 반대의 관계성을 보여주고 있다. 이 부분에 대한 논리적 설명은 향후 과제로 남는다.

지금까지의 결과로부터 소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책 간에 존재하는 상호의존성을 정리하면 다음과 같다. 내부자지분율과 배당비율은 재무레버리지에 각각 양(+)과 음(-)의 상호영향을 주고 있었다. 그리고 내부자지분율은 배당비율에 제한적으로만 음(-)의 영향을 주는 미약한 결과를 얻었으나 배당비율이 내부자지분율에 영향을 미친다는 증거는 얻지 못했다.

본 연구에서 제시된 독립변수이외에 충분한 자료를 기초로 한 새로운 시계열변수 등을 추가 보완하는 연구가 향후 이루어져야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김석용, “기업소유의 결정요인에 관한 실증연구,” 경영학연구, 1991, 5.
- 김원기·심성식, “배당정책에 국적은 있는가?,” 재무관리연구, 제7권, 제2호, 1990. 12, 153-163.
- 김해진·이해영, “패널자료를 이용한 자본구조 결정요인의 추정,” 재무관리연구, 제12권, 제1호, 1995, 33-56.
- 김철중, “자본구조와 관련된 AGENCY이론의 검증,” 성균관대, 박사학위논문, 1987.
- _____, “경영성과지표로서 경제적 부가가치의 유용성에 관한 연구,” 재무관리논총, 제2권, 제1호, 1995. 5, 101-123.
- _____, “대리비용과 기업의 재무정책,” 경영연구, 제17집, 홍익대 경영연구소, 1993, 17-31.
- 김흥식, “대리비용이 자본구조결정에 미치는 영향,” 신평저널, 1989 여름호, 26-36.
- 선우석호, “한국기업의 재무구조 결정요인과 자본비용,” 재무연구, 제3호, 1990. 12, 61-80.
- 이종원, 「계량경제학」, 박영사, 1995, 500-511.
- 윤봉한, “우리나라 제조업의 자본구조결정요인에 대한 실증적 연구,” 신평저널, 1989 봄호, 38-54.
- 이정도·공정택, “기업의 재무적 요인과 현금배당을 수준의 관련성에 관한 연구,” 증권학회지, 제16집, 1994, 437-465.
- 임웅기, “한국기업 소유구조의 결정요인,” 재무연구, 제2호, 1989, 1-27.
- _____, “Ownership and Control Structure of Korean Firms : with Application of Agency Cost Theory,” paper submitted for the presentation at Pan Pacific Conference, (May 1985).
- 조지호, “배당중심으로 본 주주-경영자간의 대리문제에 관한 연구,” 경제연구, 제11권, 제1호, 한양대학교, 1990, 75-89.
- 주상용, “내부자 소유구조가 배당정책에 미치는 영향에 관한 실증적 고찰 : 배당성향과 배당조정계수속도를 중심으로,” 재무관리연구, 제7권, 제1호, 1993, 125-140.
- Badi H. Baltagi, *Econometric Analysis of Panel Data*, John Wiley & Sons Ltd., (1995).
- Baxter, N. “Leverage, Risk of Ruin, and the Cost of Capital,” *Journal of Finance* 22, (Sept. 1967), 395-403.
- Beck, P., and T. Zorn, “Managerial Incentives in a Stock Market Economy,”

- Journal of Finance* 37, (Dec. 1982), 1151-1167.
- Bhattacharya, S. "Imperfect Information, Dividend Policy, and 'The Bird in the Hand' Fallacy," *Bell Journal of Economics* 10, (Spring 1979), 259-270.
- Bradley, M., G. A. Jarrell, and E. H. Kim, "On the Existence of an Optimal Capital Structure : Theory and Evidence," *Journal of Finance* 39, (July 1984), 857-880.
- Chen, A. and E. H. Kim, "Theories of Corporate Debt Financing : A Synthesis," *Journal of Finance* 34, (June 1979), 371-384.
- Crutchley, C., and R. Hansen, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends," *Financial Management* 18, (Winter 1989), 36-46.
- DeAngelo, H., and R. Masulis, "Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation," *Journal of Financial Economics* 8, (March 1980), 90-118.
- Demsetz, H., and K. Lehn, "The Structure of Corporate Ownership Causes and Consequences," *Journal of Political Economy* 93, (Dec. 1985), 1155-1177.
- Easterbrook, F. "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, (September 1984), 650-659.
- Ferri, M., and W. Jones, "Determinations of Financial Structure : A New Methodological Approach," *Journal of Finance* 34, (June 1979), 631-644.
- Friend, I., and J. Hasbrouck, "Determinants of Capital Structure," *In Research in Finance*, Vol. 7, Andy Chen, ed. Greenwich, CT : JAI Press, Inc., (1987).
- _____, and L. H. P. Lang, "An Empirical Test of the Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance* 43, (June 1988), 271-281.
- Galai, Dan. and Ronald W. Masulis, "The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock," *Journal of Financial Economics* 3, (January-March 1976), 53-81.
- Hamada, R. S., "Financial Theory and Taxation in an Inflationary World : Some Public Issues," *Journal of Finance* 34, (May 1979), 13-31.
- Hansen, R. S., Kumer, P., and Shome, D., "Dividends and Agency Costs :

- Empirical Evidence from the Electric Utilities Case,” Working Paper, The University of Michigan, (1989).
- Hakansson, U., “To Pay or Not to Pay Dividends,” *Journal of Finance*, (May 1982), 415-428.
- Haugen, R. A. and L. W. Senbet, “Resolving the Agency Problems of External Capital Through Options,” *Journal of Finance* 36, (June 1981), 629-647.
- Jensen, M., and W. Meckling, “Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 4, (Oct. 1976), 305-360.
- Jensen, M. and Solberg, D. P., and T. S. Zorn, “Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (June 1992), 517-529.
- Kester, W. C., “Capital and Ownership Structure : A Comparison of United States and Japanese Manufacturing Corporations,” *Financial Management* 16, (Spring 1986), 5-16.
- Kim, E. H. “A Mean-Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debts Capacity,” *Journal of Finance* 33, (March 1978), 789-810.
- Kim, W. S., and E. H. Sorensen, “Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 21, (June 1986), 131-144.
- Kmenta, Jan, *Elements of Econometrics*, second ed., Macmillan Publishing Co., (1990).
- Lim Ung-Ki, “Capital Structure Decision of Korean Firms in Relation to their Corporate Ownership Structure and Other Key Variables,” *Social Science Journal*, Vol. Ⅸ, (1982), 121-141.
- Lintner, J., “Bankruptcy Risk Market Segmentations and Optimal Capital Structure,” *In Risk and Return in Finance*, Vol. Ⅱ. Ed. I. Friend and J. L., Bicksler, Cambridge, Mass : Ballinger Publishing Company, (1977).
- Long, M. S., and I. B. Malitz, “Investment Patterns and Financial Leverage,” *In Corporate Capital Structure in the United States*, B. M. Friedman,

- ed. Chicago : The Univ. of Chicago Press, NBER(1985).
- Marsh, P., "The Choice Between Equity and Debt : An Empirical Study," *Journal of Finance* 37, (March 1982), 121-144.
- Modigliani, F. and M. H. Miller, "Taxes and the Cost of Capital to the Electric Utility Industry," *American Economic Review* 53, (June 1963), 433-443.
- Miller, M., "Debt and Taxes," *Journal of Finance* 32, (May 1977), 261-275.
- _____, and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance* 40, (Sept. 1985), 1031-1052.
- Myers, S., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics* 5, (Nov. 1977), 147-176.
- _____, and N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do not Have," *Journal of Financial Economics* 13, (June 1984), 187-222.
- Ravid, S. A., "On Interactions of Production and Financial Decisions," *Financial Management* 17, (Autumn 1988), 87-99.
- Ross, S. A., "The Determination of Financial Structure : The Incentive Signalling Approach," *Bell Journal of Economics* 8, (Spring 1977), 23-40.
- Rozeff, M., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research* 3, (Fall 1982), 249-257.
- Rubinstein, M. E., "A Mean-Variance Synthesis of Corporate Finance Theory," *Journal of Finance* 28, (March 1973), 167-181.
- Smith, C. W., and Warner, J., "On Financial Contracting : An Analysis of Bond Covenants," *Journal of Financial Economics*, (June 1979), 117-161.
- Spence, M., and R. Zeckhauser, "Insurance Information and Individual Action," *American Economic Review*, (1971), 380-397.
- Warner, J., "Bankruptcy Costs : Some Evidence," *Journal of Finance* 32, (May 1977a), 337-347.