

# 기업의 소유권구조가 배당에 미치는 영향에 관한 연구 - A Study on the Effect of Corporate Ownership Structure on Dividend -

김 형 준\*  
이 재 범\*\*

## Abstract

Firms pay cash dividends to reduce the agency costs, and then insider stock ownership affects the decision of dividend payout ratio. In this study, it is tested that firm's insider stock ownership affects the decision of dividend payout ratio, but the relation between dividend payout ratio and insider stock ownership is nonmonotonic. The empirical evidence shows that at low levels of insider stock ownership, increase in the percentage of stock held by insiders decreases dividend payout ratio, but beyond the point of entrenchment, increase in the percentage of stock held by insiders increases dividend payout ratio. Thus, the dividend payout ratio and the percentage of stock held by insiders are in a parabolic relation. This implies that there may be an optimal insider stock ownership to lead to the minimum dividend payout ratio.

## 1. 서 론

배당에 관한 연구는 Lintner[1]의 배당행위결정모형의 제시에 의하여 자극을 받기 시작하였으며, Modigliani와 Miller[7]의 배당무관론이 제시된 이후 많은 연구가 진행되어 왔다. Elton과 Gruber[3]는 MM의 배당무관론에 근거한 고객효과가설을 제시하였다. Pettit[9]는 배당의 신호전달효과가 존재한다는 것을 최초로 실증적으로 연구하였으며, Ross[10]는 이론적 모형을 제시하였다. 배당의 신호전달모형은 기업의 미래현금흐름에 대한 정보의 불균형이 존재하는 시장의 불안정성에 이론적 근거를 두고 있다. Rozeff[11]는 Jensen과 Meckling[4]이 정립한 대리이론을 배당정책결정연구에 최초로 도입하였다. 그는 대리인인 소유경영자와 위임자인 외부주주가 각자의 이익을 위하여 행동함으로써 발생할 수 있는 이해관계의 다름이 최적배당 성향에 이르게 할 수 있다는 것을 인식하였다.

기업이 부족한 자금을 외부로부터 조달하기 위하여 주식을 발행하거나 매각할 경우 소유경영자와 외부주주사이에는 대리관계가 성립하게 되며, 이들의 이해관계의 다름으로 인하여 대리비용이 발생하게 된다. 대리비용은 여러가지 방법에 의하여 해결할 수 있을 것이다. 대리비용은 감시활동(monitoring activity)이나 자기보증활동(bonding activity)을 통하여 해결할 수 있는데, [4] 배당이 감시활동이나 자기보증활동의 역할을 하기 때문에 경영자는 배당을 통하여 대리비용을 해결할 수 있다는 것이다. [2,11] 경영자는 기업내부의 현금흐름을 배당으로 지급함으로써 인하여 부족한 자금을 외부로부터 조달하기 위하여 자본시장에 참여하게 되는데 이때 경영자는 자본시장의 강력한 감시를 받게 되므로 대리비용이 감소하게 된다. 따라서 배당이 대리비용을 줄이는 감시 또는 자기보증역할을 하게 되는 것이다.

\* 서일전문대학 공업경영과

\*\* 서일전문대학 강사

그런데 대리비용을 줄이기 위하여 지급하는 배당은 기업의 소유권구조와 함수관계를 가지고 있다. Rozeff[11]에 의하면 외부주주가 대량의 주식을 소유하고 있다면 그들은 감시의 대가로 높은 배당을 요구할 수 있으나, 소유경영자가 대량의 주식을 소유하고 있다면 소유경영자와 외부주주사이에 발생하는 정보불균형을 해소하기 위한 배당지급요인이 감소하기 때문에 소유경영자의 소유권구조가 높을수록 배당을 적게 하여도 대리비용을 줄일 수 있다. 이것은 소유경영자의 지분비율과 배당성향(dividend payout ratio)이 단조함수관계에 있음을 의미하는 것이다.

그러나 Schooley와 Barney Jr.[12]에 의하면 배당성향과 최고경영자(chief executive officer)의 지분비율이 단조함수관계가 아니다. 이러한 관계는 어떤 특정 점까지는 최고경영자의 소유권구조가 높을수록 배당이 감소하지만 그 점을 넘어서면 최고경영자의 소유권구조가 높을수록 배당이 증가하고 대리비용도 증가한다는 것이다. 최고경영자의 소유권이 높을수록 최고경영자의 소유권이 집중되기 때문에 위험이 높은 사업계획은 기업의 체계적 위험을 고려해 볼 때 정당한 것일지라도 포기할 수가 있다. 또한 최고경영자는 의결권을 통하여 경영층의 경영권을 증대시킴으로써 외부주주의 이해관계와는 다른 자신의 목적을 추구할 기회를 보다 많이 갖게 된다.

이와같이 기업의 경영자 지분비율이 배당성향의 결정에 미치는 영향에 관한 견해가 다르다. 따라서 본 연구의 목적은 우리나라의 기업현실에서 소유경영자의 소유권구조가 배당성향의 결정에 어떠한 영향을 미치는가를 실증적으로 검증하기 위한 것이다.

## II. 이론적 배경

Rozeff[11]는 대리비용과 거래비용의 합이 최소로 되는 배당성향이 존재할 수 있다는 것을 그래프를 이용하여 설명하였으며 이를 근거로 배당사결정모형을 제시하였다. 그는 소유경영자의 지분비율이 증가할수록 배당성향이 감소한다는 결론을 내렸다. 그러나 Schooley와 Barney Jr.[12]는 배당성향과 최고경영자의 지분비율사이의 관계가 단조롭지 않다는 것을 인식하고 이들사이의 관계를 분석하기 위하여 수학적 모형을 도입하였다. 본 연구에서는 수학적 모형을 이용하여 배당성향과 소유경영자의 지분비율의 관계를 분석하였다.

대리비용은 배당성향(D)과 소유경영자 지분비율( $\alpha$ )의 함수이므로  $F(D, \alpha)$ 로 나타낼 수 있으며, 다음의 조건을 만족시킨다고 가정한다.

$$F_D = \frac{\partial F}{\partial D} < 0 \quad \text{<식 1>}$$

$$F_\alpha = \frac{\partial F}{\partial \alpha} \geq 0 \text{ 또는 } < 0 \quad \text{<식 2>}$$

소유경영자 지분비율증가가 더 이상 대리비용을 감소시킬 수 없는 시점에서  $F_\alpha$ 의 부호는 정(+)에서 부(-)로 바뀌게 된다.

기업이 부족한 자금을 외부로부터 조달하기 위하여 자본시장에 참여할 경우 거래비용이 발생하게 되지만 주식발행을 통하여 외부자금을 보다 용이하게 조달하기 위하여는 배당성향을 증가시켜야 할 것이다. 배당의 증가로 인하여 거래비용이 증가하기 때문에 거래비용은 배당성향의 증가함수이다. 거래비용함수를  $T(D)$ 로 나타낼 때 도함수  $T'(D) > 0$  된다.

거래비용과 대리비용의 합을  $S(D, \alpha)$ 라 할 때 기업의 목표는  $S(D, \alpha)$ 가 최소가 되는 최적 배당성향을 결정하는 것이다. 이의 함수관계는 <식 3>과 같이 나타낼 수 있다.

$$S(D, a) \equiv F(D, a) + T(D) \quad \text{<식 3>}$$

대리비용과 거래비용은 상충관계(trade off)에 있기 때문에 최적배당수준에서 한계대리비용과 한계거래비용이 같기 위하여는 <식 4>가 성립하여야 한다.

$$\frac{\partial S}{\partial D} = F_D + T' = 0 \quad \text{<식 4>}$$

또한  $S(D, a)$ 의 극소값이 존재하기 위하여는 <식 5>가 성립하여야 한다.

$$\frac{\partial^2 S}{\partial D^2} = F_{DD} + T'' > 0 \quad \text{<식 5>}$$

소유경영자 지분비율의 증가가 최적배당성향에 미치는 영향을 알아보기 위하여 <식 4>를 미분하면 <식 6>이 되며, 이를 재정리하면 <식 7>로 나타낼 수 있다.

$$F_{DD} dD + F_{Da} da + T'' dD = 0 \quad \text{<식 6>}$$

$$\frac{dD}{da} = - \frac{F_{Da}}{F_{DD} + T''} \quad \text{<식 7>}$$

<식 7>에서 조건식 <식 5>에 의하여 분모  $F_{DD} + T'' > 0$  이기 때문에 소유경영자의 지분비율의 증가가 배당성향에 어떠한 영향을 미치는가 하는 것은  $F_{Da}$ 의 부호에 달려있다. 따라서  $dD/da$ 의 부호는  $F_{Da}$ 의 부호와 관계없이  $F_{Da}$ 의 부호에 달려있다.

$F_{Da}$ 의 부호는 소유경영자 지분비율의 증가가 대리비용에 어떠한 영향을 미치는가에 달려있다.  $F_{Da} < 0$ 인 경우 소유경영자의 지분비율이 증가함으로써 대리비용이 감소하는 것을 의미하며,  $F_{Da} > 0$ 인 경우에는 반대의 현상이 일어나는 것을 의미한다.  $F_D$ 는 배당성향의 증가와 한계대리비용의 관계를 나타낸 것이다. 배당이 대리비용을 감소시키게 될 때 한계대리비용  $F_D < 0$ 이 된다. 따라서  $F_{Da}$ 는 소유경영자 지분비율의 증가가 배당의 한계대리비용에 어떠한 영향을 미치는가를 나타낸 것으로 이해할 수 있다.

대리비용이 소유경영자 지분비율의 증가를 통하여 감소하는  $F_{Da} < 0$ 인 경우, 소유경영자 지분비율의 증가를 통하여 총대리비용을 줄일 수 있기 때문에 대리비용을 줄이기 위한 배당지급액은 훨씬 줄어들게 된다. 수학적으로 볼 때 이러한 관점은  $F_{Da}$ 와  $F_{DD}$ 가 반대의 부호를 가져야 한다는 것을 의미한다. 변곡점까지는 <식 7>에 나타난 바와같이 소유경영자의 지분비율의 증가가 대리비용과 배당성향을 감소시킨다. 그러나 변곡점을 지나게 되면  $F_{Da} > 0$ 이 되어 배당이 대리비용을 감소시킬 수 있는 보다 효과적인 도구가 될 수 있다. <식 7>에서 볼 때 이것은  $dD/da$ 의 부호가 변곡점에서 부(-)에서 정(+)으로 바뀌는 것을 의미한다.

### III. 가설검증과 분석

#### 1. 가설의 설정

소유경영자 지분비율과 배당성향사이에는 부(-)의 관계가 존재한다는 이론은 소유경영자 지분비율이 높을수록 경영자는 의도적으로 자신들의 최대이익을 위하여 의사결정을 한다는 것이 가정되어 있다. 따라서 이러한 소유경영자들은 스스로 감시활동을 하게 되므로 소유경영자의 지분비율이 증가하면 의사결정자의 행동에 대한 추가 감시의 필요성이 없어진다. 또한 정보차이가 감소하여 감시장치로서 배당의 유용성이 보다 작아진다.

그러나 본 연구에서의 가정은 현금배당과 소유경영자의 소유권사이의 관계가 단조롭지 않다는 것이다. 소유경영자 지분비율이 낮을 때에는 지분비율이 증가함으로써 대리비용을 감소시킬 수 있으며, 대리비용이 감소함으로써 현금배당은 대리비용을 줄이기 위한 도구로서의 효용가치가 떨어지기 때문에 배당은 감소하게 된다. 그러나 소유경영자의 소유권구조가 높은 수준에 이르게 되면 자본시장의 감시를 덜 받게 되므로 기업의 여건에 적합하게 평가된 사업계획도 위협이 높은 것은 회피하게 되며, 외부주주의 이해관계와 일치하지 않는 의사결정을 함으로써 대리비용은 증가하게 된다. 그로 인하여 다시 대리비용을 감소시키기 위한 배당이 증가함에 따라 기업에 대한 자본시장의 정밀조사가 필요하게 된다. 따라서 본 연구에서 검증하고자 하는 가설은 배당이 소유경영자 지분비율의 증가에 따라 감소하지만 일정비율을 넘어서게 되면 다시 증가한다는 것이다.

#### 2. 검증방법

가설은 다음의 OLS다중회귀분석모형을 설정하여 검증하였다.

$$DPR_i = C_0 + C_1(GRATE)_i + C_2(SIZE)_i + C_3(STKH)_i + C_4(INST)_i + C_5(INSQ)_i + C_6(INSQ)_i + \epsilon_i \quad <식 8>$$

DPR	=	배당성향
C <sub>0</sub>	=	상수
GRATE	=	매출성장율
SIZE	=	기업규모
STKH	=	외부주주 분산도
INST	=	기관투자자 지분비율
INSQ	=	소유경영자 지분비율
INSQ	=	소유경영자 지분비율제곱
ε	=	오차항

다중회귀분석모형의 설명변수에 소유경영자 지분비율이외에도 배당성향의 결정에 영향을 미치는 매출성장율, 기업규모, 기관투자자 지분비율, 외부주주 분산도, 그리고 소유경영자 지분비율제곱을 포함하였다.

첫째, 높은 매출성장율을 가지고 있는 기업은 성장율이 낮은 기업보다 더 많은 자금이 필요하게 됨으로 낮은 배당성향을 갖게 된다.[11]

둘째, 규모가 큰 기업이 외부자금조달을 위하여 자본시장에 참여하게 될 경우 규모가 작은 기업보다는 상대적으로 낮은 거래비용이 발생하기 때문에 높은 배당을 지급할 수 있을 뿐만 아니라 경영자에 대한 감시가 어렵기 때문에 높은 배당을 지급함으로써 대리비용을 줄일 수

있다.[4]

셋째, 기관투자자는 기업을 단기적인 투자의 대상이 아니라 소유의 개념으로 생각하고 있기 때문에 자본이득보다 배당을 선호함으로 기관투자자의 지분비율이 높을수록 높은 배당을 지급한다.[13]

넷째, 외부주주가 소유한 주식이 분산된 기업은 경영자에 대한 감시가 어렵기 때문에 높은 배당을 지급함으로써 대리비용을 줄일 수 있다.[11]

다섯째, 소유경영자 지분비율제곱은 배당성향과 소유경영자의 소유권구조가 포물선관계(parabolic relation)에 있음을 검증하기 위하여 포함하였다. 설명변수인 소유경영자 지분비율의 회귀계수부호가 부(-)이고 소유경영자 지분비율제곱의 회귀계수부호가 정(+)이라면 가정에서의 관계가 성립하는 것이다.

### 3. 자료의 선정

#### 1) 표본기업

분석대상표본기업은 1990년부터 1994년까지 5년간 계속하여 한국증권거래소에 상장된 기업 중 정부의 통제를 받지않는 업종에 속하는 기업으로 분석대상기간동안 계속하여 현금배당을 실시한 81개 기업을 선정하였다.

#### 2) 변수

다중회귀분석모형에 이용한 변수는 상장회사총감[15]에 수록된 자료를 이용하였으며 분석대상기간동안의 산술평균값을 사용하였다. 변수의 평균과 중간값은 <표 1>과 같다.

<표 1> 변수의 평균과 중간값

변 수	평 균	중 간 값	비 고
DPR(%)	42.0	38.5	
GRATE(%)	14.3	14.8	
SIZE	12.44	12.40	매출액의 자연대수
INST(%)	26.5	27.5	정부투자기관, 금융기관, 증권기관, 보험회사 지분비율
STKH	4,469	2,277	총주주수
INSD(%)	27.9	26.9	대주주 지분비율
INSDSQ	936.8	723.6	

### 4. 실증분석 결과

변수간의 상관관계를 분석한 결과 <표 2>와 같이 나타났다. 상관관계를 분석해 보면, 매출성장율, 기관투자자 지분비율, 외부부주 분산도, 소유경영자 지분비율 등은 이론적 예측과 동일한 결과를 나타내고 있어 이들이 배당성향에 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으나 매출성장율은 통계적 유의성이 없어 미치는 영향이 매우 미약한 것으로 나타났다. 그러나 기업규모와 소유경영자 지분비율제곱은 이론적 예측과 상이한 결과를 나타내고 있어 기업규모는 설명변수로서의 유효성에 의문을 갖게 하며, 소유경영자 지분비율제곱이 소유경영자 지분비율과 동일

<표 2> 상관관계

변 수	DPR	GRATE	SIZE	INST	STKH	INSD	INSDSQ
DPR	1.0000						
GRATE	0.0783	1.0000					
SIZE	0.2927	0.3441	1.0000				
INST	0.2270**	0.3821	0.5628	1.0000			
STKH	0.3333**	0.2321	0.4974	0.2578	1.0000		
INSD	-0.2111**	-0.3350	-0.3781	-0.5544	-0.1921	1.0000	
INSDSQ	-0.1399	-0.25429	-0.3037	-0.5131	-0.0977	0.9685	1.0000

\*\* 유의수준 5%에서 유의

한 부호를 나타내고 있는 것은 배당성향과 소유경영자 지분비율이 단조함수관계에 있지 않다는 가설에 의문을 갖게 한다.

소유경영자의 지분비율과 배당성향사이에는 포물선관계가 존재한다는 가설을 다중회귀분석 모형을 이용하여 검증한 결과는 <표 3>과 같다.

<표 3> 다중회귀분석 결과

변 수	회귀계수	T	F	R <sup>2</sup>	N
CONSTANT	43.953	1.123	2.730*	0.181	81
GRATE	- 0.422	- 1.086			
SIZE	1.866	0.644			
INST	0.216	0.539			
STKH	0.001	1.604			
INSD	- 1.943	- 1.816*			
INSDSQ	0.026	1.652*			

\* 는 유의수준 10%에서 유의

회귀분석결과 종속변수에 대한 설명변수의 회귀계수부호가 이론적 예측과 동일한 부호를 가지고 있다. 즉, 배당성향과 매출성장율, 소유경영자 지분비율사이에는 부(-)의 관계가 존재하고 있으며, 기업규모, 기관투자자 지분비율, 외부주주 분산도, 소유경영자 지분비율제공사이에는 정(+)의 관계가 존재하고 있다. 소유경영자 지분비율과 소유경영자 지분비율제공은 이론적 예측과 동일한 부호를 가지고 있을 뿐만 아니라 통계적 유의성도 가지고 있다. 그러나 매출성장율, 기업규모, 기관투자자 지분비율, 외부주주 분산도 등은 이론적 예측과 동일한 부호를 가지고 있으나 통계적으로 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이는 우리나라 기업의 배당정책이 정부와 주거래은행의 지도와 간접적인 규제로 인하여 기업이 자기실정에 맞는 배당정책을 임의로

결정할 수 없을 뿐만 아니라 소유경영자가 기업정책을 주도적으로 결정하고 있기 때문에 소유경영자이외의 변수가 배당성향에 미치는 영향은 미약한 것으로 생각된다.

소유경영자 지분비율과 소유경영자 지분비율제곱의 부호가 이론적 예측과 동일한 결과를 나타내고 있어 배당성향과 소유경영자 지분비율의 관계가 단조롭지 않다는 가설이 검증되었다. 소유경영자의 지분비율이 낮은 수준에서 배당성향과 부(-)의 관계를 나타내고 있으나 높은 수준에서는 정(+)의 관계를 나타내고 있는 것이다. 소유경영자 지분비율에 대한 최소배당성향을 구하기 위하여 다중회귀분석모형 <식 8>을 소유경영자 지분비율로 미분하면 <식 9>가 된다.

$$\frac{dDPR}{dINSD} = -1.943 + 2(0.026)(INSD) \quad \text{<식 9>}$$

최소값은 <식 9>가 0일 때 존재하므로 소유경영자 지분비율이 37.4%정도일 때 배당성향이 최소가 되는 것으로 나타났다.

#### IV. 결 론

대리이론하에서 배당성향은 소유권구조와 함수관계를 가지고 있을 뿐만 아니라 이들은 대리비용과 함수관계를 가지고 있다. 기업은 대리비용을 줄이기 위하여 배당을 지급하게 되는데, 이때 배당성향은 소유경영자의 지분비율에 의하여 결정되기 때문이다. 배당성향과 소유경영자 소유권구조와의 관계를 수학적 모형을 이용하여 가설을 설정하고, 이를 다중회귀분석모형을 이용하여 검증한 결과 배당성향과 소유경영자 지분비율이 단조함수관계가 아니라는 것으로 나타났다.

결정적인 요인은 소유경영자 지분비율( $\alpha$ )이 배당의 한계대리비용( $F_D$ )에 미치는 영향이다. 소유경영자 지분비율이 증가할 경우  $F_{D\alpha} > 0$ 이면 배당이 감소하고  $F_{D\alpha} < 0$ 이면 배당이 증가한다. 실증분석결과  $F_{D\alpha}$ 가  $dD/d\alpha$ 의 부호를 정(+)이나 부(-)로 바꿀 수 있는 것으로 나타나 배당성향과 소유경영자 지분비율사이에 포물선관계가 존재한다는 것이 입증되었다. 그러므로 기업의 소유경영자의 소유권구조가 낮은 수준에서 소유경영자 지분비율이 증가할수록 배당성향은 낮아지므로 배당성향과 소유경영자 지분비율사이에 부(-)의 관계가 존재한다. 그러나 소유경영자의 소유권구조가 높은 수준에서는 소유경영자의 지분비율이 증가할수록 배당성향이 높아짐으로 배당성향과 소유경영자 지분비율사이에는 정(+)의 관계가 존재한다. 또한  $F_{D\alpha} = 0$ 에서  $dD/d\alpha = 0$ 이 되어 배당성향이 최소가 되므로 이때 최적의 소유경영자 소유구조가 존재하게 되며, 대리비용도 최소로 줄일 수 있게 된다.

## 参 考 文 献

1. Crutchley, C. E. and R. S. Hansen, "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends", *Financial Management*, Winter 1989. pp.36-46.
2. Easterbrook, F., "Two Agency Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review* 74, September 1984. pp.650-659.
3. Elton, E. and M. Gruber, "Marginal Stockholders, Tax Rates and the Clientele Effect", *Review of Economics and Statistics* 52, February 1970. pp.68-74.
4. Jensen, M. C. and W. H. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial Economics* 3, October 1976. pp.305-360.
5. Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes", *American Economic Review* 46, May 1956. pp.97-113.
6. Mehran, H., "Executive Compensation Structure, Ownership, and Firm Performance", *Journal of Financial Economics* 38, 1995. pp.163-184
7. Modigliani, F. and M. H. Miller, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business* 34, October 1961. pp.411-433.
8. Murali, R. and J. Welch, "Agents, Owners, Control and Performance", *Journal of Business Finance and Accounting* 16, Summer 1989. pp.355-398.
9. Pettit, R., "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency", *Journal of Finance* 27, December 1972. pp.993-1008.
10. Ross, S. A., "The Determination of Financial Structure : the Incentive Approach", *Bell Journal of Economics* 8, Spring 1977. pp.23-40.
11. Rozeff, M., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research* 5, Fall 1982. 249-259.
12. Schooley, D. and L. Barney Jr., "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", *Journal of Financial Research* 17, Fall 1994. pp.363-373.
13. Shleifer, A. and R. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control", *Journal of Political Economy* 94, 1986. pp.461-488.
14. Winton, A., "Limitation of Liability and the Ownership Structure of the Firm", *Journal of Finance* 48, June 1993. pp.487-512
15. 한국상장회사협의회, 상장회사초간, 1991, 1992, 1993, 1994, 1995.