財務管理硏究 第十四卷 第三號(1997. 12), 231~261

우리나라 상장기업의 차등배당에 대한 이해

정균화*

〈요 약〉

본 연구는 우리나라 상장기업에서 만연하고 있는 대주주와 소액주주간의 차등배당이 결정되는 배경을 이해하기 위하여 투자재원가설, 이익가설 및 특권적소비가설의 세 가지 가설을 설정하고 상장기업 191개사에 대하여 1987년부터 1996년까지 10년간을 자료를 이용하여 실증분석을 실시하였다.

실증분석은 균등배당업체와 차등배당업체간의 기업 특성의 평균차이분석과 차등배당여부를 종속변수로 하고 기업특성변수를 독립변수로 한 Logit 분석의 두 가지를 실시하였는데 실증분석결과를 요약하면 다음과 같다.

먼저 이익가설은 전반적으로 지지되었으나 이익가설의 핵심인 배당감소의 역정보효과가설은 지지하는 뚜렷한 증거를 발견할 수 없었다. 투자 재원가설은 재벌기업과 비재벌기업간에 큰 차이를 보였는데 비재벌기업은 투자재원의 크기가 차등배당가능성에 유의적인 부의 영향을 주는 반면 재벌기업은 투자재원의 크기가 차등배당에 유의적인 영향을 주지 않는 것으로 나타나 재벌기업에는 내부자본시장이 존재함이 간접적으로 입증되었다. 끝으로 특권적소비가설은 제2대주주의 존재여부가 차등배당 가능성에 부의 유의적인 영향을 주는 것으로 나타나 부분적으로 지지되었다.

Ⅰ. 서 론

차등배당은 우리나라 상장기업 특유의 현상으로서 대주주에 대하여는 낮은 배당을 그리고 소액주주에 대하여는 높은 배당을 지급하는 것을 말한다[1]. 이러한

* 고려대학교 경상대학 경영학과 교수

** 본 논문은 한국재무관리학회의 1997년도 연구비 지원에 의해 이루어 졌으며 필자는 재무관리학회 1997년 추계학술발표회에서 좋은 논평을 해 주신 정 진호 교수와 익명의 심사자들에게 감사를 드린다.

1) 우선주의 보통주에 대비한 높은 배당도 차등배당이라고 부를 수 있으나 이는 상법 및 증권거래법상의 명문 규정에 의한 것이므로 본 논문에서는 보통주주간의 배당률의 차이만을 지칭하기로 한다. 또한 차등배당의 법적 근거가 대주주의 배당청구권의 포기에 있는 만큼 차등배당의 경우에도 대주주중 제 1 대주주가 아닌 기타 대주주는 낮은 배당을 받지 않을 수 있으며 따라서 엄격한 의미로 대주주와 소액주주간의 차등배당이라고 볼 수도 없으나 편의상 차등배당을 대-소 주주간의 배당률 차이로 정의하고자 한다.

배당의 차등지급은 상법 464조에 명시된 주주평등의 원칙에 위배된다는 일부의 지적에도 불구하고 관행이라고 할만큼 오랫동안 광범위하게 이루어져 왔으나[2] 이에 대한 학술적인 연구는 Kim-Jeong(1996)의 연구가 유일한 것이었다. 그들은 12월말 결산 제조업체를 대상으로 한 연구에서 1985년부터 1994년까지 10년간 총 913건의 차등배당이 이루어졌으며, 연도별로는 차등배당업체수가 당해 연도 배당기업의 최저 20.7%에서 최고 32.8%에 달하고 있음을 밝혔다.

차등배당은 균등배당에 비하여 대주주에게 명백한 경제적 불이익을 가져옴에도 불구하고 대주주가 직접경영에 참여하고 있는 것이 일반적인 우리나라 상장기업에서 왜 이러한 현상이 지속적으로 발생하고 있는가? 이러한 차등배당 현상에 대하여 Kim-Jeong(1996)은 세금가설과 이익(배당재원)가설의 두 가지 가설로서 설명하려고 하였다. 세금가설에 의하면 대주주에 대한 배당은 소액주주의 분리과세와는 달리 종합소득에 합산되어 종합과세 되므로 대주주가 저율의 배당을 받고 나머지를 유보시켜 자본이득의 형태로 받게되면 세후수익으로 따질 때 오히려 경제적으로 더 유리할 수 있다는 것이다. 그러나 그들의 세금가설 모형에 그들이 조사한 실제 수치(대주주 평균지분율 및 배당률)를 대입하면 대주주의 한계소득세율이 99%이상이어야 한다는 비현실적인 결론에 도달한다는 점과 그들의 모형이 개인의 배당소득에 대한 배당세액공제를 무시하였다는 점이 한계점으로 지적된다. 이익(배당재원)가설은 차등배당을 설명하는 설득력 있는 이론이나 이익이 감소하여 배당재원이 부족한 기업 중에 어떤 특성을 가진 기업이 차등배당을 실시하는가에 대한 분석은 실시하지 않았다. 따라서 차등배당에 대한 원인분석이 상식적인 수준에서 그치고 말았다.

Kim-Jeong(1996)의 연구에 덧붙여 본고에서는 차등배당이 이루어지는 근거를 기업의 소유구조에서 모색하고자 한다. 대주주가 경영에 직접 참여하고 있는 소유경영체제 하에서 배당의사결정도 대주주의 독단적인 결정에 의해 이루어지고 있으므로, 대주주가 경제적인 불이익을 무릅쓰고 차등배당을 실시한다면 그 주된 이유를 소유경영자의 개인적 동기에서 찾아야 할 것이다. 소유경영자는 적은 지

2) 주주의 이익배당청구권은 현실적으로 배당이 이루어지든 아니든 관계없이 주주권의 일 내용을 이루는 추상적인 이익배당청구권과 현실적으로 특정 결산기의 배당이 행해질 때 각 주주가 청구할 수 있는 구체적인 이익배당청구권으로 나눌 수 있는데, 전자는 주주권과 불가분의 관계에 있으나 후자는 주주권과 분리되어 포기, 양도할 수 있는데 차등배당은 대주주가 이 구체적인 배당청구권을 포기한 것으로 해석하여 정당화되고 있다(이 철송:1986).

분으로 기업을 지배하면서 경영을 책임지고 있으므로 선의로 해석하는 경우 이익이 적게 나는 것은 경영실패에서 비롯된 것이며 이에 대한 책임을 지는 하나의 형태로 차등배당을 선택할 수 있을 것이다. 또 하나는 소유경영자가 기업지배에서 오는 특권적 소비를 크게 향유함으로써 차등배당에서 오는 불이익을 상쇄시킬 수 있기 때문일 것이다. 즉 차등배당은 소유경영자가 외부주주의 대리비용을 줄이기 위하여 스스로에게 부과하는 일종의 벌금(self-imposed penalty)의 형태로 이해될 수가 있다.

차등배당의 배경을 또 한편으로는 대주주가 기업을 지배하는 형태에서도 찾을 수 있을 것으로 예상된다. 예를 들어 제 2대주주의 존재여부는 제 2대주주가 소유경영자인 대주주의 기업지배에 따른 특권적 소비에 대하여는 엄격한 감시자의 입장에 설 수 있고, 따라서 대주주는 기업지배에 따른 특권적 소비를 향유하지 못하기 때문에 차등배당의 불이익을 덜 감수하고자 할 수 있을 것이다.

차등배당이 이익 또는 배당재원의 부족에서 비롯되는 것이라면 이러한 재무적 제약에 처하게 되는 환경요인의 분석도 의미가 있을 것이다. 그룹 비서실이나 기조실의 주도하에 그룹 내에 사실상의 내부자본시장을 형성하여 상대적으로 개별기업 차원의 재무제약이 적은 것으로 알려지고 있는 재벌계열기업과 개별기업의 수익성여부가 바로 재무적 제약으로 작용할 수 있는 독립기업 간의 비교, 분석에 의하여 두 집단간의 특징적인 차이분석의 필요성도 제기된다.

따라서 본 연구에서는 차등배당이 이루어지는 배경을 먼저 이익부족에서 찾고 이익이 부족할 경우 차등배당을 하는 기업과 무배당 또는 저율균등배당을 하는 기업간의 특징적 차이를 비교, 관찰한 다음, 표본기업을 재벌기업과 비재벌기업으로 나누어 두 그룹의 행태를 비교, 분석함으로써 차등배당에 대한 이해를 제고하고자 한다.

이를 위하여 먼저 배당과 소유구조와의 관계 및 차등배당, 주식배당에 관한 선행연구를 검토하여 그 문제점을 살펴 본 다음, 우리나라의 특유한 현상인 차등배당이 이루어 지게되는 배경에 대한 가설을 유도하여 실증분석에 의하여 가설의 타당성을 검토할 것이다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. 먼저 2장에서는 차등배당과 관련한 국내외 연구를 살펴보고, 3장에서는 가설과 검증모형을 설정한 다음, 4장에서 실증분석을 실시하고 5장에서 결론을 맺는다.

Ⅱ. 기존의 연구와 이론

차등배당은 우리나라 상장기업 특유의 현상이므로 이와 직접 관련된 외국의 선행연구는 없으며, 국내에서도 Kim-Jeong(1996)의 연구가 유일한 실정이다.

Kim-Jeong(1996)은 우리나라의 상장기업의 특이한 현상인 대주주와 소액주주에 대한 차등배당에 대하여 세금가설과 배당재원가설을 제시하고, 85-94년간에 배당을 실시한 3,298건에 대한 *Logit* 분석을 통하여 대주주의 지분율이 높을수록, 그리고 대주주의 한계세율이 높을수록 차등배당의 가능성이 높음을 실증적으로 밝혔다. Logit분석에서는 부채비율과 성장성(투자기회)도 차등배당에 유의적인 정의 영향을 주는 것으로 나타났다. 당기배당의 미래이익에 대한 신호효과와 안정적인 배당이 가져오는 낮은 체계적 위험에 대한 명성효과로 인하여 경영에 책임을 지고 있는 대주주가 이익감소에 직면하여 일률적으로 인하된 배당보다는 배당감소의 역신호효과를 회피하기 의하여 차등배당을 선호한다는 것이다. 그러나 그들이 설정한 세금가설의 모형에서는 대주주가 향유할 수 있는 배당세액공제를 간과함으로써 모형이 현실성을 결할 뿐만 아니라, 그들의 모형에 실제 수치를 대입하면 대주주의 한계소득세율이 99%이상이어야 한다는 비현실적인 결론에 도달한다. 그리고 배당재원가설의 경우에는 차등배당기업과 균등배당기업간에 배당재원의 차이가 존재함은 실증적으로 밝혔으나 기업의 재무적 제약여건에 대한 고려는 없었으며, 차등배당 대신에 주식배당을 행함으로써 기존대주주가 더욱 유리할 수가 있는데도 불구하고 차등배당을 선택한 이유에 대한 뚜렷한 설명이 제시되지 않았다. 또한 배당재원이 부족한 경우에 차등배당 대신에 저율균등 배당을 실시하지 않는 이유를 배당감소의 역정보효과 때문일 것이라는 가설은 설정하였으나 동 가설에 대한 직접적인 검증은 실시하지 않았다.

다음으로는 차등배당과 직접 관련된 것은 아니나 본 연구와 간접적으로 관계되는 기존의 연구 결과를 살펴보면 다음과 같다.

먼저 Rozeff(1982)는 배당과 관련하여 발생하는 외부금융의 대리비용과 거래비용의 합계비용을 극소화하는 방향으로 배당이 결정됨에 착안하여 대리비용의 대용변수로서 내부지분율과 외부주주의 수를 사용하고 거래비용의 대용변수로서 수익성장률과 레버리지(베타)를 사용하여 배당성향을 종속변수로 한 회귀분석을 실시하였다. 실증분석의 결과 모든 독립변수들이 배당성향에 유의적인 부의 영향을

끼치는 것으로 나타나 내부지분율은 배당과 같이 지분의 대리비용을 절감하는 대체적인 수단이며 외부주주의 지분이 높을수록, 그리고 외부주주가 광범위하게 분산될수록 배당에 대한 요구가 강하다는 것을 밝혔다.

Schooley-Barney(1994)는 Rozeff(1982)의 연구를 발전시켜 내부자지분이 낮을 때는 내부자지분의 증가는 대리비용을 감소시켜 배당성향이나 배당수익률과 부의 관계를 보일 것이나, 내부자지분이 일정수준에 달하면 경영자의 안주에 의해 내부자지분의 증대는 대리비용의 증가를 가져오고 따라서 배당의 대리비용 감소효과가 크게 나타나는 내부지분과 배당간의 비선형관계를 실증적으로 밝혔다. 한편 Wansley-Collins-Dutta(1995)는 Rozeff(1982), Schooley-Barney(1994)의 연구를 발전시켜 내부자지분과 배당과는 먼저 낮은 내부지분 하에서는 내부자지분의 상승이 배당의 감소를 가져올 것이나, 내부자지분이 일정수준에 달하면 내부자지분의 증대는 미분산손실을 가져와 대리비용의 절감을 상쇄시켜 버리기 때문에 배당은 증가하게 되고, 마지막으로 높은 내부지분 하에서는 내부지분이 높을수록 내부주주의 이중과세 문제와 특권적 소비 향유를 위하여 배당을 줄이고자 하는 초기의 관계를 보인다는 것이다.

한편 기업의 재무적 제약과 배당과를 연결시킨 최초의 연구에서 Fazzari등(1988)은 기업을 재무적제약이 있는 기업(배당성향이 높은 기업)과 제약이 없는 기업으로 구분하여 재무적 제약이 있는 기업의 투자가 내부현금흐름의 크기에 의해 영향받는지를 실증적으로 분석하여 배당성향이 높은 기업의 투자-현금흐름간의 관계가 보다 밀접함을 밝혔다. 그들에 의하면 내부 현금흐름이 투자재원으로 충분하지 않은 경우 배당감소의 부의 정보효과(adverse signalling)로 인하여 기업은 배당삭감 대신에 투자지출규모를 줄인다는 것이다. 이와 유사한 연구에서 Hoshi등(1991)은 일본계열기업과 독립기업과의 비교분석에서 투자의 현금흐름에 대한 민감도는 독립기업이 계열기업보다 더 크다는 사실을 밝혀 내어 계열기업의 경우에는 내부자본시장이 존재함을 시사하였다. 우리나라에서는 Shin-Park(1997)이 투자와 자금조달정책과의 관계에 대한 분석에서 비재벌기업은 투자결정이 내부현금흐름에 극히 민감한 반면, 30대 재벌기업의 경우에는 개별기업의 투자결정이 해당 기업의 현금흐름과 무관한 반면 그룹내 타기업의 현금흐름과 유관함을 실증적으로 밝힘으로써 우리나라에서도 재벌기업에는 내부자본시장이 존재함을 시사하였다.

Ⅲ. 연구가설 및 모형설정

1. 세금절약 가설

Kim-Jeong(1996)의 세금절약가설에 의하면 무성장과 완전자본시장을 가정할 경우 차등배당과 균등배당으로 인한 대주주의 이득의 차이(ΔY)는 식 (1)으로 주어진다[3].

$$\Delta Y = a \{t_L(D_E - D_L) - (1 - a)(D_S - D_L)\} \quad (1)$$

위의 식이 0보다 크면 차등배당이 균등배당보다 대주주에게 경제적으로 더 유리하다. ΔY가 0보다 클 수 있는 조건은 대주주의 적용세율(t_L)이 아래 조건을 충족하면 성립한다.

$$t_L > \{(D_S - D_L)/(D_E - D_L)\}(1 - a) \quad (2)$$

D_S : 소액주주에 대한 주당배당

D_L : 대주주에 대한 주당배당

D_E : 주당 균등배당액($D_E = a\ D_L + (1 - a)\ D_S$)

a :대주주지분율

t_L :대주주의 한계세율

상기 (2)의 산식에 그들의 표본자료의 실제 수치(D_S = 9.4%, D_E = 7%, D_L = 3.54%, a = 41.05%)를 대입하면 대주주의 한계세율(t_L)이 99.84%이상 되어야만 차등배당이 더 유리하다는 결론에 이르게 된다. 한계세율이 100%에 가깝다는 결론은 극히 비현실적이므로 차등배당을 그들의 세금이론으로써 설명할 수는 없다.

그 외에도 그들의 모형은 배당세액공제(소득세법 56조)를 완전히 무시하고 도출하였기 때문에 대주주가 배당으로 받는 소득에 대한 6-11%에 이르는 세액공제

---

3) 이 식의 도출 배경은 다음과 같다(Kim-Jeong(1996) pp 103-104 참조).
먼저 차등배당하(Y_{UNEQ})와 균등배당하(Y_{EQ})의 대주주에 대한 세금후의 배당과 자본이득의 합계는 각각 아래와 같이 되고 위 식에서 아래 식을 차감하면 본문의 (1) 식을 얻는다(여기에서 E는 주당순이익을 나타낸다).

$Y_{UNEQ} = a\ (1 - t_L)\ D_L + a\ \{E - (1 - a)D_S - aD_L)\}$

$Y_{EQ} = a\ D_E(1 - t_L) + a(E - D_E)$

효과(<표 1> 참조)를 감안할 경우에는 차등배당의 경제적 불이익이 보다 두드러지게 된다. Kim-Jeong의 모형에 배당세액공제를 도입하게 되면 차등배당과 균등배당으로 인한 대주주의 소득은 각각 다음과 같다.

$$Y_{UNEQ} = a\ (1 - t_L)\ D_L + a\ \{E - (1 - a)D_S - aD_L\ \} + d\ a(1 - t_L)\ D_L \qquad (3)$$

$$Y_{EQ} = a\ D_E(1 - t_L) + a(E - D_E) + d\ a(1 - t_L)\ D_E \qquad (4)$$

단, d: 배당세액공제율

따라서 차등배당하와 균등배당하의 대주주 소득의 차이는 (3)에서 (4)를 차감하여 (5)식으로 주어진다.

$$\Delta Y = a\ \{t_L(D_E - D_L) - (1 - a)(D_S - D_L)\} + d\ a(1 - t_L)(D_L - D_E) \qquad (5)$$

(5)식에서 마지막 항은 차등배당과 균등배당에 따른 세액공제효과의 차이를 나타내는데 $D_L < D_E$ 이므로 이 항목은 부(-)의 값을 갖고 따라서 차등배당이 배당세액공제가 없는 경우에 비하여 균등배당보다 대주주에게 더욱 불리하다는 결론에 이르게 된다. 그러므로 차등배당이 대주주에게 경제적인 이익을 가져올 수 있는 소득세율의 조건은 상기 (5)식의 값이 0보다 커야만 하므로 다음과 같은 (6)식으로 주어진다.

$$t_L > \{(1 - a)(D_S - D_L) + d(D_E - D_L)\}/\{(1 + d)(D_E - D_L)\} \qquad (6)$$

예를 들어 배당세액공제율을 20%라고 하고 상기 (6)식에 대입하면(나머지 수치는 (2)식에 대입하였던 수치를 그대로 적용함) 대주주의 한계소득세율이 100%이상이 되어야만 차등배당에 의해 대주주가 경제적으로 더 유리해질 수 있게 되므로 차등배당을 세금절약가설로서는 설명할 수 없다.

이처럼 그들의 세금절약가설에 기초한 모형은 비현실적이기는 하지만 적어도 그들의 비교정학적 결론부분, 즉 대주주의 한계세율이 높을수록 차등배당을 선호한다는 것은 대주주의 경제적 손실을 줄일 수 있다는 점에서 의미 있는 분석이라고 볼 수 있다.[4]

4) 대주주지분율과 대주주소득(ΔY)간의 관계는 일률적으로 규정할 수 없으나 그들은 일정한 조건하에서 정의 관계를 가질 것으로 보았다.

〈표 1〉 연도별 배당세액공제 및 소득세율

연 도	공 제 율	배당세액 공제효과	소득세최고세율	
			소득세	주민, 방위세 포함
1987-1988	1천만원 이하 : 8% 1천만원 초과분: 4%	4%	55%	70.125%
1989-1990	1천만원 이하 : 12% 1천만원 초과분: 6%	6%	50%	62.75%
1991	gross-up후 배당소득 x 17/99	8.6%	55%	59.125%
1992-1993	gross-up후 배당소득 x 17/99	8.6%	50%	53.75%
1994	배당소득 x 22/100	11%	50%	53.75%
1995	배당소득 x 22/100	9.9%	45%	48.375%
1996	배당소득 x 19/100	7.6%	40%	43%

<자료> 정 규언-전 병훈(1995) 254쪽
단, 1994년 이후의 배당세액 공제효과는 세법에 의거하여 공제율 x (1 - 소득세율) 에 의해 산출되었음.

2. 이익제한 가설 및 배당감소의 역정보효과 가설

현실적으로 배당은 이익이 발생하여야만 지급 가능하므로 차등배당의 실시는 이익의 절대크기에 의해 영향을 받을 것이다. 즉 배당가능이익의 크기가 모든 주주에게 전년도 수준 내지 공금리 수준의 배당을 하기에 충분하지 못한 경우 이익의 범위 내에서 대주주인 경영자는 소액주주에게만 고율의 배당(전년수준 내지 공금리수준)을 실시하고 자신에게는 무배당 또는 저율의 배당을 실시할 수 있다.

가설 1: 이익이 적은 기업이 차등배당을 하기 쉽다.

이익감소에 직면하여 기업이 차등배당을 실시하는 것은 Kim-Jeong(1996)에 위하면 배당의 부정적인 신호효과를 회피하기 위한 것이다. 즉 그들은 Lintner(1956)의 논리를 따라 배당은 기업의 미래수익전망에 대한 신호 역할을 수행하며, 따라서 일반투자자는 배당이 미래의 이익과 관련되어 있다고 믿기 때문에 높은 배당 또는 안정적인 배당수준을 유지하는 주식에 대하여 높은 가격을 지급하고자 한다는 것이다.

Kim-Jeong의 이익가설은 배당의 신호효과에 그 이론적 기초를 두고 있는데 그

들은 이 가설의 검증을 직접적인 방법으로 행하지 않고 차등배당기업과 균등배당기업간의 배당재원의 차이를 비교하거나 배당재원을 Logit분석에서 독립변수로 사용하여 그 유의성을 살펴보는 간접적인 방법을 채택하여 행하였다. 그러나 차등배당기업과 균등배당기업간의 배당재원 차이 분석은 균등배당기업의 배당재원이 더 크다는 것을 통계적으로 입증하였을 뿐 배당재원이 적은 기업이 왜 일률적인 배당감소 대신 차등배당을 택했는지에 대한 설명을 해 주지 못하며, Logit분석 결과도 배당재원이 많을수록 차등배당의 가능성이 낮다는 해석만 가능할 뿐, 배당의 역정보효과를 그들의 실증결과로서는 검증할 수 없는 문제점을 남겼다.

따라서 본고에서는 이익이 감소하는 경우에 배당을 실시하지 않거나 일률적으로 감소시키는 기업과 차등배당을 실시하는 기업간, 그리고 차등배당실시 기업과 균등배당 실시기업간의 주가의 움직임을 비교함으로써 차등배당의 신호효과를 살펴보고자 한다.

가설2: 차등배당 실시기업은 무배당기업이나 저율균등배당 실시기업에 비하여 높은 수준의 주가상승을 보인다

각 년도의 배당은 익년도 2월중에 개최되는 주주총회에서 결정되기 때문에 위의 가설을 검증하기 위하여 차등배당기업과 균등배당기업간의 익년도 2월의 주가상승폭을 비교한다.[5)]

일정기간중의 주식투자수익은 배당소득과 시세차익(자본이득)으로 구성된다. 따라서 차등배당을 하는 경우와 균등배당을 하는 경우 각각의 특정 년도의 대주주의 주당이득은 다음과 같이 주어진다.

$R_{UE} = 5{,}000D_L(1 - t_L) + \Delta P_{UE}$

$R_E = 5{,}000D_E(1 - t_L) + \Delta P_E$

$R_{UE}, D_L, \Delta P_{UE}$: 차등배당기업의 투자수익, 대주주에 대한 배당률 및 주가상승폭

$R_E, D_E, \Delta P_E$: 균등배당기업의 투자수익, 대주주에 대한 배당률 및 주가상승폭

따라서 차등배당과 균등배당간의 투자수익의 차이(ΔR)는 다음과 같다.

$$\Delta R(= R_{UE} - R_E) = 5{,}000(D_L - D_E)(1 - t_L) + (\Delta P_{UE} - \Delta P_E)$$

$$= (\Delta P_{UE} - \Delta P_E) - 5{,}000(D_E - D_L)(1 - t_L) \qquad (7)$$

---

5) 보다 정밀하게 이 가설을 검증하기 위하여는 주주총회일 전후의 주가움직임을 비교하여야 한다. 그러나 본고에서는 자료입수의 제약으로 인하여 편의상 2월중의 주가상승폭을 대비하는데 그쳤다.

(7)식에서 만약 $\Delta R > 0$ 이면 차등배당이 대주주에게 경제적으로 더욱 더 유리한 결과를 가져오게 되므로 차등배당으로 인한 시세차익의 차이($\Delta P_{UE} - \Delta P_E$)가 세후배당차액($5{,}000(D_E - D_L)(1 - t_L)$)보다 크면 차등배당이 선호된다. 따라서 차등배당은 대주주지분율과는 무관하며 대주주의 한계세율이 높을수록 적은 자본이득의 차이로도 배당의 불이익을 상쇄시킬 수 있으므로 차등배당의 가능성이 높아진다.

예를 들어, 소액주주에 대한 배당률 10%, 대주주에 대한 배당률 4%, 대주주지분율 40%라면 균등배당시 배당률은 7.6%가 되며, 대주주의 한계세율을 60%라고 하면 차등배당이 유리한 차등배당과 균등배당의 시세차익의 차이는 5,000(1 - 0.6)(0.076 - 0.04) = 72원 이상이 된다. 따라서 차등배당으로 인한 대주주의 경제적 손실은 주당 평균 70원 정도로 크지 않으며 이를 차등배당으로 인한 주가상승에 의해 벌충하지 못하더라도 경영실적 부진에 따른 소액주주의 불만을 해소시켜 주주총회를 원만하게 치르고, 대주주의 경영권(기업지배권)에 대한 시비의 소지를 없애는 등의 간접적인 효과를 감안할 경우 차등배당은 대주주의 경제적 불이익을 충분히 상쇄시키는 긍정적인 효과를 낳을 수도 있다.

3. 투자재원 가설

차등배당에 대한 또 하나의 가설로서는 유동성 내지 현금흐름의 제약으로 인하여 기업이 투자에 필요한 재원을 내부적으로 확보하기 위하여 차등배당을 실시한다는 투자재원가설을 생각해 볼 수 있다. 전통적인 투자와 자금조달의 무관련성(MM:1963)과는 달리 투자가 자금조달과에 의해 영향을 받는다는 가설은 McCabe(1979), Smith-Watts(1992)등에 의해 밝혀진 바가 있다.

가설 3: 투자재원이 부족한 기업이 차등배당을 실시하기 쉽다.

우리나라에서 이 가설을 검증하고자 할 때 독립기업과 재벌기업을 구분하는 것이 필요하다. 재벌기업은 내부자본시장이 존재하고[6], 따라서 재벌기업은 개별기업의 자금이 제약되더라도 타계열사의 유동성이 풍부한 경우 계열사간의 출자 및 그룹내 금융기관을 통한 간접지원을 통하여 투자재원을 확보할 수 있기 때문에

6) 비서실, 회장실, 종합조정실 등을 통하여 그룹전체의 자금수급을 상당부분 조정하는 내부자본시장의 존재에 대하여는 Shin-Park(1997) 참조.

차등배당을 실시하지 않을 수도 있기 때문이다.

위의 가설을 검증하기 위하여 먼저 영업현금흐름(순이익+감가비)에서 투자규모(고정자산 증가분)를 차감한 순여유현금의 크기를 균등배당기업과 차등배당기업 간에 비교하여 그 차이의 유의성을 검정한다.[7] 동시에 차등배당의 투자재원에의 기여정도는 대주주의 지분에 비례하므로 대주주의 지분이 높을수록 차등배당을 하기가 쉬울 것이며, 또한 재벌기업은 내부자본시장이 존재하는 것으로 인식되고 있으므로 동 가설의 검증은 차등배당의 가능성을 종속변수로 하고 여유현금흐름(순현금유입 - 투자소요액), 재벌기업더미(재벌 1, 비재벌 0) 및 대주주지분율을 종속변수로 하는 Logit분석에 의하여도 이루어 질 것이다.

4. 경영책임 및 특권적 소비 가설

대주주가 자신의 경제적 손실을 무릅쓰고 차등배당을 감수한다면 그 이유는 우리나라 특유의 기업지배구조에서 찾는 것이 보다 현실적일 것이다. 즉, 대주주가 경영에 직접 또는 간접으로 참여함으로 인하여, 또는 대주주의 사실상의 경영 전횡으로 인하여 경영성과가 부진한 경우 경영에 대한 책임부담이라는 측면이 하나 있을 수 있으며, 다음으로는 대주주가 경영에 참여함으로써 누리는 특권적 소비가 크기 때문일 것이다. 소유경영자의 성과부진에 대한 경영책임의 문제는 개인의 도덕적 가치기준에 따라 결정되는 주관적인 것이므로 실증검증이 극히 어려운 분야이며 따라서 차등배당은 대주주의 특권적 소비의 과다여부와 관련지어서만 실증분석이 가능하다.

대주주가 기업을 지배함으로써 누리는 특권적 이득은 개인적 효용과 경제적 이득으로 나눌 수 있다. 먼저 개인적 효용은 대표이사나 회장 등의 지위에서 오는 사회적 대우, 개인의 자아실현 및 성취 욕구의 충족 등을 들 수 있고, 다음으로 경제적 이득에는 대표이사의 과시적 소비, 과다한 급여, 친 인척 채용, 자신이 좋아하는 사업 추구(unprofitable pet project), 대주주가 이해관계를 갖고 있는 기업과의 유리한 거래 등이 포함된다(Pegano-Roell:1996).

가설4: 대주주가 특권적 소비를 많이 할수록 차등배당을 하기 쉽다.

---

7) Kim-Jeong(1996)은 배당재원가설의 검증 시에 투자규모의 크기는 무시하고 단순히 두 그룹간의 영업현금흐름의 크기만을 비교하였다.

위의 가설을 검증하기 위하여 특권적 소비의 대용변수로는 대주주지분율, 기업규모, 30대 재벌기업여부 및 제2 대주주의 존재여부 등을 사용한다. 기업 규모가 클수록 특권적 소비는 커질 수 있을 것이며, 대주주의 지분이 높을수록 특권적 소비에 따른 자신의 부의 손실이 커질 수 있기 때문에 특권적 소비를 하고자 하는 인센티브가 낮아질 것이다(Jensen-Meckling:1976). 김 정국등(1996)은 우선주와 보통주의 가격차이에 대한 실증연구에서 경영권 보유에서 파생되는 사적 혜택이 재벌소속기업의 경우가 더 크다는 점을 지적하였다. 그러나 재벌기업의 경우 전문경영자는 그룹본부의 감시감독과 사후평가 등으로 인하여 특권적 소비의 인센티브가 더 적을 수도 있을 것이다. 제2대주주의 존재 여부가 대용변수로 사용된 것은 소액주주와는 달리 제2대주주는 무임승차의 문제가 적기 때문에 2대주주가 소유경영자에 대한 감시자로서 기능할 수 있으므로, 제 2대주주가 존재하는 경우 소유경영자의 특권적 소비는 줄어들 것으로 예상되기 때문이다. 제 2 대주주는 차등배당에 의한 경제적 불이익은 당하지 않기 때문에 제 2대주주가 차등배당 여부에 직접적인 영향력을 행사하지는 않을 것이나 제 1대주주(소유경영자)의 과도한 특권적 소비에 대한 감시자의 역할은 수행할 것으로 기대된다.

이 가설을 검증하기 위하여 독립변수로는 특권적 소비의 대용변수인 기업규모, 대주주지분율, 제2 대주주의 존재여부 및 재벌더미를 사용한다[8]. 그러나 대주주지분율과 재벌기업여부는 여유현금흐름과 함께 투자재원가설을 검증하는 독립변수로도 이해될 수 있으므로 실증결과에 따라 해석을 달리하게 될 것이다[9]. 그 외에 자기자본순이익률(수익성이 낮은 기업이 차등배당을 실시하기 쉽다는 이익가

8) 소유경영 여부도 특권적 소비의 대용변수의 하나로 사용될 수 있을 것이다. 증권거래소에서 발표한 상장법인 최대주주와 임원과의 특수관계 분석자료에 의하면(보도자료 1997. 8.11.) 분석대상 법인 485개사 중 최대주주가 형식적으로 경영에 참여하지 않는 업체 수는 13.0%인 63개사에 달한다. 그러나 동 기준을 본 연구의 표본기업에 적용시켰을 때 1996년말을 기준으로 최대주주가 경영에 참여하지 않는 기업 수는 총 191개사의 약 5%에 불과한 10개사였다. 더구나 형식적으로 대주주가 이사로 등재되어 있지 않더라도 실질적인 경영참여는 이루어 질 수 있으며 또한 10년전에는 소유경영이 보다 일반적이었다는 점을 감안하면 본 표본을 소유경영기업과 전문경영기업으로 구분하는 것은 의미가 없는 것으로 판단되어 동 변수를 제외하였다.

9) 보다 엄격한 검증을 위하여는 대주주지분율로서 특권적소비가설의 검증 시에는 개인지분율을 사용하고 투자재원가설 검증 시에는 개인지분과 기업지분을 합한 총지분을 사용하는 것이 타당할 것이나 본 연구에서는 자료입수의 어려움으로 인하여 양자를 구분하지 않았다.

설의 검증), 부채비율(부채가 지분의 대리비용을 통제하는 대체적인 수단으로 작용하는지 여부의 검증), 총자산증가율(성장기회가 적은 기업이 높은 배당을 유지한다는 Smith-Watt(1992)의 주장 검증 목적 및 여유현금흐름과 재원가설검증을 위해 대체적으로 사용)이 통제변수로 사용될 것이며 소득세율은 세금가설의 부분적인 검증을 위하여 사용된다.

또한 전체 표본기업을 재벌기업과 비재벌기업으로 구분한 분석도 추가적으로 이루어질 것이다. 이러한 추가적인 분석을 실시하는 이유는 첫째가 재벌기업의 내부자본시장 존재여부에 대한 투자재원가설을 검증하는 것이며, 다음으로는 재벌기업에 대하여는 여신관리규정 등에서 엄격한 감시 및 규제를 행하고 있고(외부감시), 내부적으로는 사장단회의 및 그룹 기조실을 통한 통제 및 감시가 이루어지고 있기 때문에(내부감시) 특권적소비가설의 결과도 비재벌기업과 상이할 것으로 예상되기 때문이다.

방법론으로는 Logit분석을 실시한다. 종속변수가 균등배당(1), 차등배당(0)처럼 (1, 0)의 값을 갖는 질적인 변수일 때 양자의 특징을 비교 분석하는 기법으로 Probit과 Logit분석이 있다. 전자는 누적정규확률함수를 이용하는 방법이고 후자는 로지스틱 함수를 이용하는 방법인데 계산의 편의상 후자가 더 많이 이용된다[10].

Y = f(SIZE, OWN, MINOR, JAEBUL, ROE, DEBT, GROWTH, FCF, TAXDUM)

Y(반응변수): 차등배당기업 1, 균등배당기업 0

SIZE: 총자산의 자연대수 값

OWN: 대주주 1인의 지분(계열사 지분 포함)

MINOR: 지분 1% 이상[11]을 가진 제2 대주주 존재 시 1, 기타 0

JAEBUL: 30대 재벌계열기업 1, 비재벌기업 0

---

10) Logit분석은 분류의 목적으로 사용되는 다변량 판별분석에 비하여 독립변수의 정규성을 가정하지 않는다는 점에서 보다 우수한 방법이나 모형의 잘못된 규정(misspecification)에는 특히 민감하다는 문제점을 갖는다(Kennedy:1992, p236).

11) 상법상 5% 이상의 지분을 소유해야 소수주주권을 행사할 수 있으며, 또한 외부주주의 경영자에 대한 감시의 인센티브도 크겠지만, 본고에서 제 2대주주의 기준을 지분 1% 이상 보유자로 한 것은 1995년 이전에는 상장회사 공시자료에서 입수 가능한 자료가 지분 1% 이상의 개인에 관한 자료(주주별 주식분포 현황에서 기타주주의 개인란)뿐이었기 때문임. 1996년부터 대주주현황이 추가되어 동 내역에 1인 대주주와 그 특수관계인이 아닌 5%이상의 지분을 가진 주요주주가 나타나고 있으나 본 연구의 표본 기간이 1987-1996년이므로 동 자료를 이용할 수 없었음.

ROE: 자기자본순이익률(당기순이익/자기자본)

DEBT: 부채구성비율(부채/총자산)

GROWTH: 총자산증가율

FCF: 여유현금흐름(순이익 + 감가상각비 - 고정자산증가액)

TAXDUM: 각 년도의 소득세 최고세율 - 배당세액공제비율

로지스틱 함수는 아래와 같은 모양으로 주어지며 0과 1 사이의 값을 가지므로 함수가 독립변수의 양극단에서 음의 값이나 1보다 큰 값을 갖지 않도록 하는 분류의 목적으로 많이 사용된다.

$$f(\theta) = e^{\theta}/ (1 + e^{\theta})$$

위의 식에서 $f(\theta)$ 대신에 $p(Y = 1)$를 넣고 θ 대신에 XB를 대입하면

$$p(Y = 1) = e^{XB} /(1 + e^{XB})$$
$$p(Y = 0) = 1 - p(Y = 1) = 1/(1 + e^{XB})$$

위의 로지스틱 함수를 선형전환에 의해 아래의 함수 모양으로 변형시키고 패러미터는 최우추정법(maximum likelihood)에 의해 일반적으로 추정한다.[12]

$$p(Y = 1)/p(Y = 0) = e^{XB}$$
$$Ln[p(Y = 1)/p(Y = 0)] = XB = \beta_0 + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 \cdots\cdots + \beta_k X_k$$

Ⅳ. 실증분석

1. 표본의 선정

실증분석을 위하여 먼저 분석대상기간은 1987년-1996년의 10년간을 표본기간으로 설정하였으며 대상기업으로는 상장기업 중 12월말 결산법인으로서 금융업과 관리대상 기업을 제외한 전 기업을 표본기업으로 선정하였다. 1986년말 이후에 계속 상장되어 있는 기업을 대상으로 한 것은 1987년 이후 증권시장의 호황과 함

12) 이때 종속변수가 $p(Y = 1)$이 아니기 때문에 추정된 계수는 독립변수 1단위의 변화에 대한 차등배당의 확률[$p(Y = 1)$]의 변화를 직접적으로 말해 주지는 않는다.

께 상장기업이 급증하였으므로 연도별 비교가능성의 측면에서 표본의 순수성을 유지하고자 하기 위한 것이며 12월말 결산기업을 대상으로 한정한 것은 재무자료의 시점의 통일성을 기하고 지나치게 많은 표본에서 오는 비용문제를 고려하여서이다. 금융업을 표본에서 제외한 것은 동 업종에 속하는 기업은 업종의 성격상 자산구성이나 규모 등에서 타 업종과의 비교가능성이 현저히 떨어지기 때문이고 관리대상종목을 제외한 것은 동 기업이 일일 가격제한폭 등 여러 가지 규제를 받고 있어 비교대상으로 부적절하기 때문이다. 이렇게 하여 기준에 적합한 표본을 선정할 결과 총 191개의 기업이 표본으로 선정되었다. 사용한 모든 재무자료는 상장회사협의회의 데이터 베이스에서 입수하였으며 통계처리는 Microsoft Excel 7.0판과 SPSS RELEASE 6판을 사용하여 행하였다.

실증분석은 10년간의 시계열 자료를 각 연도별로 차등배당기업과 균등배당기업 내지 무배당기업과 그 평균치를 대비하는 평균차이분석과 시계열자료를 횡단면 자료와 함께 동일한 풀(pool)로써 사용하여(panel data) Logit분석을 실시하는 두 가지 방법을 사용하여 행하였다.

2. 기초통계량 및 배당실적 분석

연도별 표본 수와 차등배당, 균등배당, 무배당업체에 대한 통계자료는 <표 2>에, 그리고 차등배당의 내역은 <표3>에 나타나 있다. 또한 기업별로 과거 10년간 차등배당을 실시한 횟수와 차등배당업체의 업종별 통계자료는 <표 4>에 나타나 있다.

〈표 2〉 표본기업의 배당현황

연도	균등배당 업체수(A)	차등배당 업체수(B)	무배당업 체수(C)	합계(D)	B/D (%)	B/(A +B)(%)	소득세 율*(%)	주식배당 업체수
1987	133	36	22	191	18.8	21.3	66.125	1
1988	142	30	19	191	15.7	17.4	66.125	3
1989	133	37	21	191	19.4	21.7	56.75	9
1990	145	29	17	191	15.2	16.6	56.75	10
1991	151	20	20	191	10.5	11.7	50.525	16
1992	141	22	28	191	11.5	13.6	45.15	11
1993	142	20	29	191	10.5	12.3	45.15	11
1994	141	23	27	191	12.0	14.0	42.75	13
1995	140	19	32	191	10.0	11.9	38.375	11
1996	129	14	58	191	7.3	9.8	35.4	6

*소득세율은 소득세 최고세율에서 배당세액공제의 실질적인 효과를 차감한 율임.

<표 2>에서 보면 지난 10년간 표본기업 191개사 중에서 평균 13.1%(배당기업대비 15.0%)의 기업이 차등배당을 실시하였는데 이 차등배당의 추세는 90년대 들어 감소해서 1996년에는 불과 7.3%(배당기업대비 9.8%)의 기업만이 차등배당을 실시하였다. 또한 차등배당폭도 80년대 후반에는 6-7% 수준이었으나 90년대에는 4-5% 수준으로 감소하였다. 이러한 변화는 소득세 최고세율이 80년대에는 최고 70%에서 90년대에는 40%대로 하락한 반면 배당세액공제는 80년 후반 4-6%에서 90년대에 8% 이상으로 상향조정된 것과 무관하지 않음을 보여주고 있다. 이와는 대조적으로 배당을 실시하지 않는 기업의 숫자는 대체로 증가하고 있는데 이는 경영성과의 불량 또는 투자재원의 부족으로 인하여 배당이 여의치 못할 때, 과거와는 달이 대주주들이 차등배당에 의한 불이익을 감내하지 않으려는 경향을 반영한 것으로 이해된다.

한편 차등배당의 내역을 살펴보면, 주식 차등배당은 총 250건의 차등배당 중 7.2%인 18건에 불과하였으며 대부분 현금 차등배당이 실시되었다. 그러나 현금과 주식을 동시에 배당하는 기업에 있어서 현금차등배당을 실시한 경우는 없는 반면 주식 차등배당은 80년대에 더러 있었으나 이것도 90년대 들어서는 거의 없는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 차등배당 내역

연도	현금차등 업체수	주식차등 업체수			합계	현금배당 차등율(%)	주식배당 차등율(%)	평균차등 율(%)*
		현금 균등	현금 무배당	합계				
1987	32	3	1	4	36	2-15	3-20	7.75
1988	28	2	0	2	30	2-16	10-20	7.13
1989	30	5	2	7	37	1-20	2-10	5.41
1990	25	4	0	4	29	2-20	4-10	6.12
1991	20	0	0	0	20	2-13		5.45
1992	22	0	0	0	22	1.5-14		5.34
1993	20	0	0	0	20	2-14		4.60
1994	22	0	1	1	23	2-15	2	4.30
1995	19	0	0	0	19	1-15		5.74
1996	14	0	0	0	14	1-15		5.64
합계(평균)	232	14	4	18	250			5.75

*평균차등율은 현금배당과 주식배당차등율의 합계에 대한 것임.

표본 기간 10년에 걸쳐 차등배당을 1회라도 실시한 기업은 총 78개사이며 따라서 10년간 총 차등배당회수를 차등배당기업수로 나눈 평균 차등배당횟수는 3.2회이다. 차등배당을 실시한 기업을 그 횟수별로 나누어 보면 3회 이내의 기업이 68.0%를 점하며 5회 이상 차등배당을 실시한 기업은 19개사였다. 업종별로는 건설업이 가장 많았으며 다음으로 화학과 전자업체에서 차등배당이 많이 발생하였으나 전체적으로는 전 업종에 걸쳐 차등배당이 발생함으로써 차등배당이 특정 업종에만 집중적으로 발생하는 업종 고유의 현상은 아님을 나타내고 있다(<표 4> 참조).

〈표 4〉 회수별 및 업종별 차등배당 현황

차등배당회수	업체수	비중(%)	업종	업체수	비중(%)
1회	24	30.8	음식료품	6	7.7
2	13	16.7	섬유	6	7.7
3	16	20.5	화학	10	12.8
4	6	7.7	고무,프라스틱	4	5.1
5	4	5.1	비금속광물	4	5.1
6	5	6.4	1차금속	4	5.1
7	4	5.1	전자	9	11.5
8	4	5.1	운수장비	4	5.1
9	1	1.3	건설	15	19.2
10	1	1.3	기타	16	20.5
계	78	100	계	78	100

3. 실증결과 분석

(1) 이익제한 및 배당감소의 역정보효과 가설에 대한 검증

<표 5>에서 살펴보면 차등배당업체의 주당순이익이 균등배당업체에 비하여 1996년을 제외하고는 모두 유의적으로 낮은 수준을 보이고 있어 이익제한으로 인한 차등배당의 일면이 관찰된다. 그러나 대부분의 연도에 있어서 차등배당업체들도 균등배당업체의 평균배당률(10.73%)을 훨씬 상회하는 이익[13]을 발생시키고도 차등배당을 실시한 것도 또한 관찰된다.

차등배당이 소액주주에 대한 배당감소가 주가에 대해 끼치는 역정보효과를 차단하기 위하여 실시된다는 가설은 균등배당업체와 차등배당업체의 배당후 주가움직임을 관찰함으로 검증할 수 있는데 배당이 이루어지는 2월중의 주가상승의 차이를 분석한 결과는 <표 6>과 같다. 배당의 결정은 12월 결산법인의 경우 2월중에 열리는 주주총회에서 이루어지므로 <표 6>은 익년도 2월의 주가상승폭을 균등배당업체와 차등배당업체 및 무배당업체간에 그 평균치를 대비한 것이다. 표

13) 균등배당업체의 평균배당률이 10.73%이므로 법정준비금을 고려한다 하더라도 주당순이익이 600원 이상이면 10%정도의 균등배당은 가능하다.

에서 보듯이 균등배당업체의 주가상승폭이 차등배당업체의 주가상승폭보다 9개년 중 7개년이 높게 나온 반면, 차등배당업체의 주가상승폭이 무배당업체의 주가상승폭보다 높은 경우는 9개년 중 4개년(차이가 유의한 경우는 2개년)에 불과하여 차등배당의 역정보효과에 대한 가설은 받아들이기 어려운 것으로 나타났다[14]. 1년간 주가상승폭의 차이도 대동소이하여 무배당업체에 비하여 차등배당업체가 더 높은 경우가 9연 중 5개년(차이가 유의한 경우는 2개년)에 머물렀다.

〈표 5〉 기업군별 주당순이익 및 배당률

연도	주당순이익(원)			평균 배당률(%)		
	균등배당업체	차등배당업체	무배당업체	균등배당	차등배당(소)	차등배당(대)
1987	2,365	1,516	-1,861	12.95	11.11	3.36
1988	2,133	1,513	-109	12.96	10.87	3.73
1989	1,792	989	-439	11.68	8.43	3.03
1990	1,677	1,515	-181	10.97	9.00	2.88
1991	2,244	816	-4,441	10.47	7.45	2.00
1992	2,299	796	-337	9.88	6.98	1.64
1993	2,244	1,258	-1,588	9.98	6.95	2.35
1994	2,240	1,472	-3,012	9.53	7.35	3.04
1995	2,298	1,253*	-1,839	9.27	6.89	1.37
1996	1,354	1,850*	-3,600	9.60	6.50	0.86
평균**	2,072	1,290	-1,993	10.73	8.53	2.64

* (주)비와이씨가 94, 95년 중에 차등배당을 실시하였는데 동사의 주당순이익이 예외적으로 높아서 동사를 제외한 평균 주당순이익은 각각 413원과 302원이었음.

** 평균치는 10년간의 자료를 풀로 사용하여 산출하였음.

*** 균등배당업체와 차등배당업체간의 주당순이익은 1988년을 제외하고는 모두 5% 유의수준에서 유의한 차이를 나타냄.

14) 배당감소의 역정보효과를 검증하기 위하여는 차등배당업체와 저율균등배당업체간의 주가상승폭을 비교하여야 하나 연도별 대응업체의 선정에 어려움이 따르기 때문에 본 연구에서는 먼저 차등배당업체와 균등배당업체간, 그리고 차등배당업체와 무배당업체간의 주가상승폭의 차이를 살펴보고 그 결과여부에 따라 추후에 정밀한 분석을 하고자 하였는데 차등배당업체와 무배당업체간에도 주가상승폭에 유의적인 차이가 발생하지 않아 추가적인 분석은 실시하지 않았다. 그러나 보다 정밀한 분석은 역시 사건연구에 의하여야 할 것이다.

〈표 6〉 기업군별 주가상승폭 대비표

연도	배당구분	2월중 주가상승폭	1년간 주가상승폭
1987	무배당업체	-651(0.394)	2,435(0.086)
	균등배당업체	-432(0.408)	2,500(0.022)
	차등배당업체	-527	3,663
1988	무배당업체	778(0.155)	1,857(0.003)
	균등배당업체	1,721(0.000)	1,282(0.004)
	차등배당업체	490	-987
1989	무배당업체	29(0.069)	-2,897(0.000)
	균등배당업체	-114(0.074)	-5,087(0.374)
	차등배당업체	-424	-5,261
1990	무배당업체	325(0.016)	-1,277(0.174)
	균등배당업체	1,417(0.162)	-2,724(0.332)
	차등배당업체	1,107	-2,337
1991	무배당업체	190(0.259)	1,218(0.164)
	균등배당업체	-586(0.480)	2,966(0.230)
	차등배당업체	-611	2,354
1992	무배당업체	350(0.030)	3,842(0.016)
	균등배당업체	-252(0.124)	3,065(0.000)
	차등배당업체	-802	5,798
1993	무배당업체	-2,305(0.347)	3,879(0.001)
	균등배당업체	-1,277(0.202)	2,459(0.010)
	차등배당업체	-1,950	-812
1994	무배당업체	-1,185(0.450)	-5,718(0.002)
	균등배당업체	-1,802(0.162)	-4,293(0.022)
	차등배당업체	-1,293	-2,231
1995	무배당업체	-2,114(0.002)	-1,371(0.204)
	균등배당업체	-1,390(0.012)	-2,208(0.059)
	차등배당업체	358	-241

*괄호 안의 수치는 차등배당업체에 대비한 평균차이의 유의수준(p-value)을 나타냄.

(2) 투자재원 및 특권적소비가설의 검증

먼저 투자재원가설 검증의 첫 번째 단계로서 차등배당업체와 균등배당업체간의 여유현금흐름의 차이를 분석하였다[15]. <표 7a>에서 보듯이 지난 10년간 차등배당업체의 여유현금흐름은 평균적으로 균등배당업체의 1/8 정도에 불과하였으나 그

15) 그 이전의 단계로서 차등배당으로 인한 배당절감액이 얼마나 큰 비중을 갖는지를 살펴보기 위하여 차등배당으로 인한 배당절감액과 당기순이익의 크기를 비교한 결과 1993년의 7.19%를 제외하고는 모두 10%에서 20% 사이의 비중을 보였으며, 전체 평균은 13.97%로서 차등배당이 현금흐름에 기여하는 정도가 상당함을 시사해 주었다.

차이는 통계적으로 크게 유의하지는 못한 것으로 나타났다. 10년전의 수치와 10년후의 수치를 동일한 비중으로 비교하는 문제점을 보완하기 위하여 당해연도의 해당기업의 총자산으로 나눈 상대적인 크기를 사용하여 차등배당기업과 균등배당기업간의 FCF의 크기를 비교한 결과는 <표 7b>와 같으며 절대치를 사용했을 경우와 대동소이하게 차등배당업체와 균등배당업체의 여유현금흐름의 차이는 한계적으로 유의하였다.

〈표 7a〉 여유현금흐름 차이분석표 (단위: 백만원)

	건수	평균	표준편차	t값	
				등분산	이분산
차등배당업체	250	1,984	99,613	-1.16	-1.84
균등배당업체	1,397	17,364	205,914	(0.124)	(0.033)

*괄호 안의 수치는 t값의 유의도를 나타냄

〈표 7b〉 여유현금흐름 차이 분석표 (단위: %)

	건수	평균	표준편차	t값	
				등분산	이분산
차등배당업체	250	4.137	7.908	-1.33	-1.60
균등배당업체	1,397	5.056	10.437	(0.093)	(0.055)

*괄호 안의 수치는 t값의 유의도를 나타냄

다음으로는 Logit분석에 의하여 차등배당에 대한 투자재원 및 특권적소비가설을 검증하였는데, 여기에서는 독립변수로는 투자재원의 대용변수인 여유현금흐름, 대주주지분율, 제2 대주주 존재여부 및 재벌기업여부와, 특권적 소비의 대용변수인 기업규모, 대주주지분율 및 재벌기업여부[16]를, 그리고 기타가설 검증을 위한 자기자본순이익률[17], 부채구성비율[18], 총자산증가율[19] 및 각 년도의 소득세율을 사용하고, 차등배당여부를 종속변수로 사용하였다. 분석대상은 표본기업 중 배당

16) 재벌기업은 특권적 소비와는 별개로 내부자본시장의 존재로 인하여 유동성제약을 적게 받는다는 점에서 차등배당과 부의 관계를 가질 수도 있다.
17) 수익성이 낮은 기업이 차등배당을 실시하기 쉽다는 이익제한가설의 검증을 위하여 사용함.
18) 부채는 배당과 함께 지분의 대리비용을 줄이는 대체적인 수단임(Crutchley-Hansen:1989).
19) 성장기회가 없는 기업이 높은 배당과 높은 부채비율을 유지한다(Smith-Watt:1992).

을 실시하지 않은 기업을 제외한 1647개 기업을 풀로 사용하였으며 변수의 기초통계량 및 독립변수간의 상관계수는 <표 8>, <표 9>와 같으며 Logit분석 결과는 <표 10>과 같다.

<표 10>에서 사용된 다섯 개의 모형은 각각 독립변수를 조금씩 달리하여 설정된 것인데 (모형 2)는 (모형 1)에서 총자산증가율 대신에 투자재원의 대용변수인 여유현금흐름을 사용하였으며, (모형 3)은 (모형 2)에 소득세율을 추가한 것이며, (모형 4)는 규모변수와 부채구성비율간의 상관계수가 높기 때문에 (모형 3)에서 규모변수를 제거한 것이다. 그리고 (모형 5)는 (모형 2)에 제2 대주주 더미변수를 추가한 것이다.

〈표 8〉 기초통계량 (단위:%, 단 TA와 여유현금흐름은 백만원)

변수명	평균	표준편차	최저치	최고치
규모(Ln TA)	12.21	1.39	8.19	16.58
대주주지분율	32.27	14.11	1.66	96.20
자기자본순이익률	9.08	9.34	0.09	200.31
부채구성비율	67.67	13.24	16.29	96.72
총자산증가율	19.53	20.11	0.02	320.51
여유현금흐름	15,029	193,629	-1,496,849	6,041,535

〈표 9〉 상관계수표

	SIZE	OWN	JAEBUL	ROE	DEBT	GROWTH	SOURCE	MINOR
SIZE	1							
OWN	-0.150	1						
JAEBUL	0.258	-0.101	1					
ROE	-0.132	0.132	-0.071	1				
DEBT	0.443	-0.110	0.227	-0.029	1			
GROWTH	0.134	-0.032	0.005	0.070	0.051	1		
FCF	0.132	-0.039	0.069	0.169	0.013	-0.123	1	
MINOR	-0.083	0.036	-0.034	0.016	-0.098	-0.009	-0.037	1

Logit분석 결과 모형의 X^2값이 자유도 6-7에서 60 이상의 높은 값을 보여 모형의 전반적인 타당성은 인정되는 것으로 나타났다.

개별 독립변수에 대한 추정된 계수를 구체적으로 살펴보면, 먼저 대주주지분율

(OWN)은 정의 유의적인 관계를 보여 특권적소비가설보다는 투자재원가설을 지지하는 것으로 나타났으며[20], 재벌더미(JAEBUL)는 부호는 특권적소비가설과 일치하나 유의하지 못한 것으로 나타났다. 한편 기업규모(SIZE)는 특권적소비가설과는 반대로 부의 유의적인 관계를 나타내었다. 유일하게 제2 대주주의 존재여부(MINOR)만이 특권적소비가설과 일치하는 부의 유의적인 관계를 보였는데 이는 외부 대주주의 감시활동(직접적인 감시 및 주주총회에서의 견제)으로 인하여 소유경영자의 특권적소비가 제한되며 따라서 차등배당의 인센티브가 줄어드는 점을 뒷받침하는 것으로 해석할 수 있다[21]. 반면에 성장성변수(GROWTH)와 재원변수(FCF)가 둘다 계수는 투자재원가설과 상응하는 마이너스(-)로 나타났으나 비유의적인 관계를 보였다.

따라서 Logit분석 결과 특권적소비가설과 투자재원가설은 부분적으로 지지되는 것으로 나타났다.

그밖에 통제변수 및 기타 가설과 관련되는 변수들을 살펴보면 세율변수는 예상했던 대로 정의 유의적인 관계를 보였으며, 수익성변수(ROE)는 부의 유의적인 관계를 보여 이익제한 가설을 지지해 주었다. 한편 유의적인 정의 관계를 보인 부채비율(DEBT)은 부채의존도가 높은 기업일수록 차등배당을 하기 쉽다는 것을 말해주고 있는데 이는 부채비율이 높을수록 채권약관상의 배당제약이 커지거나 (Eckbo-Verma:1994) 또는 외부자금조달비용이 상승하기 때문에 기업이 외부금융을 회피하거나 억제하기 위하여 기업이 배당을 줄이는데서 기인한 것으로 보인다 (Rozeff:1982).

---

20) Rozeff(1982), Crutchley-Hansen(1989), 주 상룡(1993)에 의하면 배당은 내부자지분과 함께 지분의 대리인비용을 줄이는 대체적인 수단으로 작용하기 때문에 배당성향과 내부지분율은 부의 관계를 갖는데 차등배당도 이러한 이유로 해서 대주주지분율이 차등배당 가능성과 정의 관계를 갖는 측면도 있을 것이다.

21) 그러나 본 연구에서는 제2 대주주의 숫자나 지분의 크기와는 관계없이 더미변수를 사용하여 1% 이상의 지분을 가진 외부대주주가 존재하는 경우에는 모두 동일하게 처리한 문제점이 있으며, 또한 자료를 주주명세서상의 기타 대주주중 개인의 지분만 보고 일률적으로 행하였기 때문에 대주주가 법인인 경우에는 기타 대주주가 대체로 소유경영자와 동일한 경우가 많다는 점에서 변수의 측정오차도 다소 있을 것으로 예상된다.

〈표 10〉 Logit 분석 결과-I

변수명	모형1	모형2	모형3	모형 4	모형 5
Intercept	1.2955(0.086)	1.2812(0.091)	-0.8057(0.404)	-5.0522(0.000)	2.0443(0.010)
SIZE	-0.4361(0.000)	-0.4363(0.000)	-0.3706(0.000)		-0.4631(0.000)
OWN	0.0157(0.001)	0.0157(0.001)	0.0181(0.000)	0.0208(0.000)	0.0162(0.001)
MINOR					-0.6401(0.000)
JAEBUL	0.2385(0.108)	0.2422(0.102)	0.2141(0.154)	0.0287(0.844)	0.2703(0.071)
ROE	-0.0608(0.000)	-0.0599(0.000)	-0.0720(0.000)	-0.0639(0.000)	-0.0619(0.000)
DEBT	0.0310(0.000)	0.0311(0.000)	0.0303(0.000)	0.0165(0.005)	0.0301(0.000)
GROWTH	-0.0002(0.954)				
FCF		-9.1E-07(0.365)	-9.6E-07(0.328)	-7.2E-07(0.308)	-1.1E-06(0.293)
TAXDUM			0.0267(0.001)	0.0393(0.000)	
X^2	83.640(0.000)	84.399(0.000)	96.632(0.000)	64.648(0.000)	103.77(0.000)

반응변수(Y): 차등배당기업 1, 균등배당기업 0

SIZE: Ln TA

OWN: 대주주 1인의 지분(계열사 지분 포함)

MINOR: 지분 1% 이상을 가진 제2 대주주 존재시 1, 기타 0

JAEBUL: 30대 재벌계열기업 1, 비재벌기업 0

ROE: 자기자본순이익률(당기순이익/자기자본)

DEBT: 부채구성비율(부채/총자산)

GROWTH: 총자산증가율

FCF: 여유현금흐름(순이익 + 감가상각비 - 고정자산증가액)

TAXDUM: 각 년도의 소득세 최고세율 - 배당세액공제비율

(3) 재벌기업과 비재벌기업의 비교

전체 표본(1647개)을 재벌계열기업(695개)과 비재벌기업(952개)으로 구분하여 두 개의 하위표본 각각에 대한 Logit분석 결과는 <표 11>과 같다. 이러한 추가적인 분석이 필요한 것은 가설 수립 시에 지적한 것처럼 우리나라 재벌기업에 내부자본시장이 존재하여 재벌기업과 비재벌기업간에는 재무적제약이 상이할 것이라는 이유 외에도, 앞의 분석에서 재벌더미는 특권적 소비와 투자재원가설에서 공통적으로 작용하는 변수로 사용되었기 때문에 실증결과의 해석에 어려움이 따른다는 점과 아울러 <표 9>에서 보듯이 재벌더미가 규모(0.258) 및 부채비율(0.443)과 높은 상관관계를 보이고 있기 때문에 거기에서 비롯되는 다중공선성의 문제를 해결

하기 위한 목적에서이다.

재벌기업과 비재벌기업간의 분석결과에서 특기할 사항은 먼저 여유자금변수(FCF)가 차등배당에 끼치는 영향이다. 재벌기업은 전체 표본에서와 마찬가지로 비유의적인 관계를 보였으나 비재벌기업은 유의적인 부의 관계를 나타내어 비재벌기업은 투자재원이 부족할 경우에 차등배당을 하기 쉽다는 투자재원가설이 지지되었으며 이 결과는 재벌기업의 경우에는 그룹내에 내부자본시장이 존재하여 특정기업의 투자재원이 그 기업의 투자에 큰 영향을 끼치지 않는 반면 비재벌기업은 당해기업의 투자재원이 그 기업의 투자결정에 영향을 끼친다는 Shin-Park(1997)의 연구결과와 일치한다. 수익성이 차등배당에 미치는 영향에 있어서 두 표본 모두 부의 관계를 보였으나 유의도에 있어서 재벌기업이 떨어지며 또한 그 영향의 정도(계수의 크기)는 비재벌기업(0.0792-0.0817)이 재벌기업(0.0400-0.0457)의 두배 정도 높은 것으로 나타나고 있는 것도 재벌기업의 경우에는 차등배당 여부가 수익성에 의해 상대적으로 크게 영향받지 않음을 나타내는 것으로 앞의 배당재원가설과 맥을 같이 한다.

다음으로 부채비율이 차등배당에 미치는 영향에 있어서도 비재벌기업은 비유의적인 관계를 보인 반면 재벌기업은 정의 유의적인 관계를 보였는데(계수의 절대크기도 재벌기업이 7배 이상 높음) 이는 재벌기업은 정부의 공정거래법 및 금융기관의 계열기업군 여신관리규정[22] 등에 의해 여러 가지 규제를 받고 있기 때문에 부채의존도가 높을수록 자기자본을 충실히 하기 위하여 이익의 사외유출을 최대한 억제하고자 노력한 데서 기인한 것으로 보인다.[23] 이것은 특히 재벌기업에 있어서, 부채의 사용이 은행이나 정부의 엄격한 감시를 초래하여 경영자의 대리인 비용을 절감시키는 배당에 대한 대체적인 수단으로 작용한다는 가설(Jensen:1986)을 지지하는 증거로 볼 수 있다.

제2 대주주의 존재여부가 차등배당에 미치는 영향에 있어서도 재벌기업보다는 비재벌기업에서 더 크게 나타나고 있는 점도 주목된다. 이는 재벌기업의 경우에는 내부적으로는 비서실이나 기조실에서, 그리고 외부적으로는 은행이나 정부의

22) 여신관리규정은 1996. 1. 1.일부터 '금융기관 감독규정'과 '금융기관 여신관리업무 시행세칙'으로 대체되었음.

23) 그러나 금융기관에 의한 재벌기업의 규제나 감독은 1994년 11-30대 계열기업군에 대한 기업투자 및 부동산 취득 규제 폐지, 1995년 10대 계열에 대한 투자승인제 폐지, 1996년 11-30대 계열에 대한 basket관리제 폐지 등으로 지속적으로 완화되어 오고 있다.

감시가 강하기 때문에 제2 대주주의 소유경영자에 대한 감시역할이 비재벌기업에서 더 큰데서 비롯된 것으로 보인다.

〈표 11〉 Logit분석 결과-II

변수명	재벌기업(695개사)			비재벌기업(952개사)		
	모형1	모형2	모형 5	모형1	모형2	모형 5
Intercept	-0.4997 (0.691)	-0.4045 (0.750)	0.1651 (0.901)	2.1075 (0.032)	2.2182 (0.025)	3.1022 (0.003)
SIZE	-0.5214 (0.000)	-0.5383 (0.000)	-0.5689 (0.000)	-0.3708 (0.000)	-0.3803 (0.000)	-0.3914 (0.000)
OWN	0.0199 (0.008)	0.020 (0.008)	0.0212 (0.005)	0.0146 (0.029)	0.0142 (0.033)	0.0136 (0.044)
MINOR	-	-	-0.4291 (0.060)	-	-	-0.8707 (0.000)
ROE	-0.0400 (0.028)	-0.0429 (0.020)	-0.0457 (0.014)	-0.0817 (0.000)	-0.0792 (0.000)	-0.0806 (0.000)
DEBT	0.0706 (0.000)	0.0708 (0.000)	0.0715 (0.000)	0.0092 (0.228)	0.0100 (0.196)	0.0068 (0.384)
GROWTH	-0.0063 (0.366)	-	-	0.030 (0.491)	-	-
FCF	-	3.93E-07 (0.717)	4.21E-07 (0.703)	-	-1.5E-06 (0.025)	-1.6E-06 (0.127)
χ^2	66.244(0.000)	65.470(0.000)	68.99(0.000)	41.70(0.000)	42.97(0.000)	63.25(0.000)

V. 요약 및 결론

본 연구는 우리나라 상장기업의 차등배당의 관행을 이해하기 위하여 1987년부터 1996년까지의 10년간을 대상기간으로 하여 차등배당과 균등배당 및 무배당을 실시하는 기업의 행태를 비교하였다. 1987년 이후 계속 상장되어 있는 금융업 및 관리대상업체를 제외한 191개 기업에 대한 실증분석(평균차이검증 및 Logit분석)을 통하여 세금가설, 이익 및 배당감소의 역정보효과가설, 투자재원가설 및 특권적소비가설을 검증하였다.

분석 결과 우리나라 상장기업의 차등배당의 관행은 특정업종에 한정된 것이 아니고 모든 업종에 걸쳐 광범위하게 발생하나 80년대에 비하여 90년대에는 감소하는 추세를 보이고 있음이 먼저 관찰되었다.

그리고 실증분석 결과 차등배당에 대한 뚜렷한 하나의 가설을 지지하는 증거를

발견할 수는 없었으나 우리나라 상장기업이 이익이 적게 발생하는 경우에 차등배당을 실시하기 쉽다는 이익가설은 평균차이 및 Logit분석을 통하여 대체로 지지되었다. 투자재원가설은 전반적으로 지지되기보다는 비재벌기업의 경우에 지지되어 우리나라 재벌기업에 내부자본시장이 존재한다는 것을 시사해 주었으며, 또한 부채의존도가 차등배당에 미치는 영향에 있어서 재벌기업의 경우가 현저히 높은 것으로 드러남으로써 재벌기업에 대한 주거래은행 및 각종법규의 제재 및 감시가 심한 것이 실증적으로 증명되었다. 그러나 세금가설은 그 자체가 타당하다기보다는 세율이 높을수록 차등배당에 의한 대주주의 경제적 손실이 적다는 점에서 이론적인 시사점이 제시되었고 실증적으로도 뒷받침되었는데, 소득세 최고세율이 표본기간 중 지속적으로 하락해 왔기 때문에 이러한 실증 결과가 세율에 의한 것인지 시간의 경과에 따른 대주주 의식의 전환에 의한 것인지는 추가적인 분석이 필요한 것으로 보인다.

본 연구의 결과에서 상장기업의 차등배당에 대한 뚜렷한 이유를 발견하지 못한 것은 주식배당업체 표본수의 부족으로 차등배당기업과 주식배당기업간의 비교검토가 이루어지지 않은 데서도 일부 기인할 수도 있으나, 아마도 우리나라 기업주들이 개인적으로 엄청난 부를 이미 소유하고 있기 때문에 자신의 부의 증대보다는 기업지배 그 자체에 큰 가치를 두고 있기 때문에 차등배당으로 인한 경제적 손실은 무시하는데서 비롯된 것으로도 보인다(Shleifer-Vishny:1997). 그리고 특히 80년대 후반에는 주가가 급상승하였으므로 액면에 기초한 현금배당률의 근소한 차이는 경제적으로 그다지 중요한 고려사항이 아니었기 때문에, 기관투자가를 비롯한 소액주주들에게 정기예금금리에 상응하는 배당을 해 주고 대주주 자신은 그보다 적은 배당을 함으로써 주주총회에서 일부 소액주주나 기관투자가들로부터 부실 경영에 대한 책임추궁을 당하는 일없이 원만히 주주총회를 치르는 긍정적인 효과를 겨냥하고 차등배당을 실시하였을 것으로도 추정된다. 즉 차등배당은 소유경영이 일반적인 우리나라의 경영환경하에서 소유경영자가 외부주주의 대리비용을 절감하기 위한 수단으로 채택하는 자기부과적 벌칙(self-imposed penalty)으로 이해될 수 있을 것이다. 이는 경영자가 배당을 증가시키거나 부채를 발행함으로써 외부의 감시를 자청하는 것처럼 차등배당은 소유경영자가 회사 경영상의 책임을 스스로 지려고 하는 선량한 관리자의 의무(due diligence)의 역할을 하는 것을 외부주주들에게 인식시키기 위한 수단으로 이용될 수 있다는 것이다.[24]

이와 관련하여 본 연구의 한계점 및 향후 이 분야의 연구방향을 제시하면 다음

과 같다.

첫째, 본 분석에서 대주주의 기업지배에서 오는 특권적 소비의 대용변수가 제2대주주의 존재여부만 제외하고는 유의하지 않거나 예상과 다른 부호를 나타낸 것은 부적절한 대용변수의 사용에서 기인하였을 지 모르므로 향후 특권적 소비의 적절한 대용변수의 사용에 의한 심층적인 분석이 요청된다. 예를 들어 소유경영이 일반적인 현상이나 최근 들어 전문경영의 추세가 나타나고 있기 때문에 소유경영기업과 전문경영기업의 구분에 의한 특권적 소비의 차이를 분석하는 것도 향후의 과제로 흥미로울 것이다.

둘째, 본 연구에서는 대주주지분율로서 개인지분과 법인지분을 합친 총지분을 사용하였으나 이는 배당재원가설의 검증에는 타당한 척도일 수 있으나 특권적소비가설의 검증을 위하여는 개인지분만을 사용하는 것이 보다 타당시 되므로 향후 양자를 구분한 검증이 요망된다.

셋째, 본 연구에서는 배당감소의 역정보효과를 검증하기 위하여 배당이 확정되는 2월의 주가상승폭을 단순히 비교하였으나 이러한 배당의 정보효과에 대한 연구는 배당이 시장에 공시되는 시점에서 이루어지는 사건연구가 보다 타당할 것이며[25], 그리고 차등배당을 빈번하게 실시하는 기업과 균등배당만을 실시하는 기업간의 비교는 표본의 제약으로 인하여 이루어지지 못하였는데 두 집단간의 특징비교나 차등배당을 실시하다가 균등배당으로 전환하는 기업 및 그 반대의 기업들의 특징적인 행태파악도 차등배당을 이해하는데 도움이 되리라 생각된다.

끝으로 차등배당 의사결정은 오너에 의해 이루어질 것이므로 오너를 비롯한 기

---

24) 대주주가 기업지배에서 오는 사적인 이득을 향유하는 대신에 소액주주에게는 높은 배당을 해 주고 자신은 저율의 배당으로 만족하는 것은 자신이 이미 높은 수준의 부를 향유하고 있으므로 배당이 가져오는 부의 한계효용은 크지 않기 때문이라는 점도 작용할 것으로 보인다.

25) 12월말 결산법인의 경우 배당에 대한 주가조정은 배당예측의 불확실성으로 인하여 1월 첫 거래일과 2월 주주총회일의 양쪽에서 발생하기 때문에 주주총회일을 기준으로 한 주가분석으로도 배당의 역정보효과를 검증하기 어렵다는 지적이 있다. 그러나 배당에 관한 사건연구에서 이러한 문제는 현실적으로 완전하게 해결하기는 매우 어려운 것이므로 차등배당여부에 대한 정보는 정기주주총회에서 비로소 일반투자자들에게 전해진다는 가정 하에 주주총회일을 전후한 사건연구를 통해 이를 검증하는 것이 바람직하다고 본 것이다. 이러한 차등배당의 사전예측의 불확실성은 과거 10년 사이에 차등배당을 한번밖에 실시하지 않은 기업이 약 1/3이며, 3회 이내 실시한 기업이 53개사로 전체(78개사)의 2/3이상을 점하고 있는 사실(<표 4> 참조)에서 어느 정도 뒷받침되는 것으로 보인다.

업의 최고경영자를 대상으로 한 설문조사 또는 면접조사가 2차자료를 이러한 이용한 실증분석보다 더 좋은 분석 방법이 될 수도 있을 것이다. 따라서 향후에는 방법론을 달리한 연구도 기대된다.

〈참고문헌〉

김 정국, 박 상수, 최도성, "우선주의 가격차이율에 관한 실증연구," 재무연구 제11호, 1996. 4, 65-96

김 철중, "소유구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구", 재무관리연구 제13권 1호, 1996. 6, 51-78

김 병수, 변 영훈, "배당에 대한 신호가설과 대리인비용 가설의 실증분석," 재무관리연구 12권 1호, 1995. 6, 57-74

라 성채, "상장기업 배당정책의 정보가치에 대한 실증연구," 주식, 1996. 11, 35-65

송 자, "優先配當,差等配當,日割配當등의 合理的인 改善方案;株式配當의 合理化對策," 상장협 21, 1990. 5, 20-36

오 유선, 최 운열, 『한국상장기업의 배당정책에 관한 연구』, 상장협연구보고서 92-4, 한국상장회사협의회, 1992. 11

이 철송, "新株에 대한 日割配當과 大小株主에 대한 差等配當의 適法性", 월간고시 1986. 5, 46-57

정 규언, 전 병훈, "조세유인제도의 변동과 기업의 재무구조," 경상논집 13집 2호, 1995. 12, 247-260

주 상룡, "내부자 소유구조가 배당정책에 미치는 영향에 관한 실증적 고찰", 재무관리연구 제10권 제1호, 1993. 6 125-140

Crutchley, C.E. & R.S.Hansen, "A test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividend", Financial Management, Winter 1989, 36-46

----------, R.H. Jensen, J.S. Jahera, Jr. & J.E. Raymond, "Agency Problems and the Simultaneity of Financial Decision Making", Working Paper, Arburn University, 1995

Dempsey, S.J. & G. Laber, "Effects of Agency and Transaction costs on Dividend

Payout Ratios:Further Evidence of the Agency-Transaction Cost Hypothesis", Journal of Financial Research(JFR) 15, Winter 1992, 317-321

Easterbrook, F.H., "Two Agency-cost Explanations of Dividend" American Economic Review(AER) 74 1984, 650-659

Eckbo, B.E. & S. Verma, "Managerial Share Ownership, Voting Power, and Cash Dividend Policy", Journal of Corporate Finance(JCF) 1, March 1994, 33-62

Jensen, M.C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers", AER 76 1986, 323-329

---------- & W.H. Meckling, "Theory of the Firm:Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure", JFE Oct. 1976, 305-360

John, K. & J. Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium," Journal of Finance(JF), Sept. 1985, 1053- 1070

Kalay, A., "Stockholder-Bondholder Conflict and Dividend Constraint", Journal of Financial Economics(JFE) 10, 1982, 211-233

Kennedy, P., *A Guide to Econometrics*, 3rd ed., MIT Press, 1992

Kim, Sungmin & Jinho Jung, "Why do Korean firms pay unequal dividends between large and small shareholders?", 한국재무학회 발표논문, 1996. 11. 9

Lintner, J.H., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," AER 46, 1956, 97-113

McCabe, G.M., "The Empirical Relationship Between Investment and Financing:A New Look," Journal of Financial and Quantitative Analysis 14, 1979, 119-135

Miller, M.H. & F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", Journal of Business 34, 1961, 411-433

---------- & Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information," JF 40, 1985, 1031-1051

Noranha, M.G., D.K. Shome & G.E. Morgan, "The Monitoring Rationale for Dividends and the Interaction of Capital Structure and Dividend Policy", Journal of Banking and Finance , 1995

Pagano, M. & A. Roell, "The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to go public," LSE Market Group Discussion Paper #243, 1996

Rozeff, M.S., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", Journal of Financial Research(JFR) Fall 1982, 249-259

Schooley, D.R. & L.D.Baney Jr., "Using Dividend Policy and Managerial Ownership to Reduce Agency Costs", JFR 17, 1994, 363-373

Shin, Hyun-Han & Young S. Park, "On the Efficiency of Korean Conglomerates' Investment and Financing Policy," 한국금융학회 발표논문, 1997. 6. 13.

Shleifer, A. & R. W. Vishny, "A Survey of Corporate Governance," JF 52, June 1997, 737-784

Smith Jr., C.W & R.L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensating Policies", JFE 32, 1992, 263-292

Wansley, J.W., M.C. Collins & A.S. Dutta, "Evidence of Nonlinear Relation between Corporate Ownership Structure and Dividend Policy", Working Paper, University of Tennessee, 1995