

경영자의 재량적 配當政策이 企業價値에 미치는 影響에 關한 研究

김 영 규* · 이 석 환** · 박 형 중***

A Study on the Effect of Discretionary Dividend Policy by Management on the Firm Value

Young-Kyu Kim · Seok-Hwan Lee · Hyoung-Joong Park

Abstract

The purpose of this study is to examine the relationship between discretionary policy for minor shareholders and the firm value. It is assumed that the favorable dividend policy for minor shareholders would affect the firm value positively.

The empirical results have indicated that the favorable dividend policy for minor shareholders has a positive affect on the firm value, also it show the proportion of inside equity holders and the proportion of management equity holders have significant effect on the firm value.

keyword

소액주주배당률, 차등배당, 지분율, 기업가치

I. 서론

우리나라의 증권시장은 IMF 금융위기를 겪는 과정에서 외국투자자에 완전히 시장을 개방한 데 이어 제도와 법규를 지속적으로 보완하여 괄목할만한 발전을 이루고 있다. 그러나 증권시장의 전반적인 가치를 나타내는 대표지표인 종합주가지수는 아직도 1,000포인트를 넘기지 못하고 있다. 지난 10년간의 증권시장을 돌이켜 보면 종합주가지수가 1994년

* 성균관대학교 경영학부 교수

** 성균관대학교 경영학부 강사

*** 성균관대학교 경영학부 강사

11월에 최고 1,145포인트까지 올라간 이후 많은 하락과 상승을 반복하긴 했으나 실제로 1,000포인트를 넘긴 때는 지금까지 네 번 정도에 불과하다.

상장법인들의 낮은 배당률은 주식시장의 주된 침체요인으로 간주되고 있다. 미국 등의 선진국은 시가배당정책을 채택하여 투자자에게 적지 않은 배당수익을 제공하는 데 반해, 우리나라는 액면기준 배당정책을 고수하고 있어 높은 배당수익을 기대하는 투자자의 투자 의욕을 감퇴시키고 있다. 배당성향을 높이기 위한 노력의 일환으로 증권거래소는 실적이 좋고 배당을 많이 하는 상장회사 50개로 한국배당주가지수(Korea Dividend Stock Price Index : KODI)를 만들어 2003년 7월 21일부터 지수를 발표하고 있다. 배당지수를 구성하는 50개 종목은 10개의 산업별로 수익성, 시장대표성, 유동성, 배당크기를 기준으로 선정하고 있다. 현재 배당지수 채택종목이 KOSPI 200지수 종목보다 상대적으로 수익률이 높은 것으로 나타나, 기업들이 배당을 통한 주주중심 경영을 확대하는 계기가 될 수 있을 것이다.

또한 미약하나마 소액주주에 대한 보상차원으로 우리나라의 기업들은 외국과는 달리 대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 독특한 배당정책을 가지고 있는데, 대주주들이 소액주주들보다 실질적으로 적은 배당금을 지급받는 형태로 운영되고 있다. 대주주들이 차등배당에 대한 거부권을 행사할 충분한 능력이 있음을 전제할 때, 이러한 차등배당 정책은 투자자의 저변확대를 위한 정책으로 보여 진다. 지난 2000년부터 2002년 중 배당을 실시한 기업들의 연도별 주가상승률을 조사한 증권거래소 자료에 따르면, 배당을 실시한 종목의 주가상승률이 종합주가지수상승률보다 평균 13.72% 높았던 것으로 나타났다. 또한 거래소 조사결과 50개 배당지수편입 종목의 2003년(1월 2일 대비 10월 17일 주가) 주가상승률은 26.05%로 종합주가지수상승률 20.87% 보다 5.18%포인트가 높았다. 배당지수에 포함되지 않은 종목의 경우는 그 상승률이 8.26%포인트에 그쳐 종합주가지수상승률에 크게 밀렸었다. 이로 보아서 배당은 주가에 상당한 영향을 미치는 것으로 파악된다.

본 연구의 목적은 소액투자자들의 투자유인을 고취시키기 위한 투자자보호수단으로서의 차등적 배당정책이 기업가치에 어떤 영향을 미치는지 분석하는 데 있다.

Shleifer와 Wolfenzon(2002)(이하 SW라 부름)은 투자자에 대한 보호수준이 높아지면, 주식시장의 건실화, 상장기업수의 증가, 자산가치의 증대, 배당금상승, 소유권 집중의 완화, 지배주주의 사적 통제권 감소 등이 나타난다고 주장하였다. 또한 그들은 투자자보호가 잘된 국가에서는 Tobin의 Q와 소액주주에 대한 배당금지급 수준은 높고 지배주주의 사적이이 추구는 적어진다고 보았다.

우리나라의 투자자보호를 위한 경영자의 재량적 의사결정형태로 차등배당정책 등을 들

수 있다. 경영자는 소액주주우대배당률과 차등배당을 통해 자신들에게 주어진 경영권을 재량적으로 행사함으로써 투자자를 보호하려는 유인효과를 갖게 된다. 이때, 소유구조가 지배주주를 비롯한 임원들에게 편향적으로 집중되어 있다면 소액투자자를 보호하려는 경영자의 의욕정도는 내부지분율의 크기에 따라 다를 것이다. 환언하여 차등배당 등을 통해 소액투자자를 보호하고자 하는 경영자의 재량권은 소유구조에 따라 달리 행사될 수 있다는 것이다. 이 경우 소유구조를 대변하는 대용변수로 내부지분율과 임원지분율을 사용할 수 있다.

투자자 보호 장치로서의 차등배당정책이 일괄적으로 추진되거나 소액투자자들의 권익보호장치가 제대로 기능한다면 투명성은 제고되고 그 결과 기업가치가 높아질 수 있을 것이다. 기업의 가치를 측정하는 데는 여러 대용치가 사용될 수 있으나 가장 보편적인 것으로 시장가치 대 장부가치(이하 M/B로 지칭)비율을 사용될 수 있다. 본 논문은 기업가치의 대용변수로서 M/B 비율을 사용한다.

본 논문은 소액주주를 위한 차등배당정책과 같은 투자자보호 장치가 확립되어 있을수록 기업의 가치는 증진될 수 있을 것이라고 가정하여 이에 대한 연관관계를 분석하고 투자자보호 장치로서의 배당정책과 소유구조의 연관성을 부수적으로 분석하는데 그 목적이 있다.

II. 이론적 고찰

1. 선행연구

본 장에서는 투자자보호의 한 수단인 배당정책의 효율성과 차등배당에 관한 선행연구를 요약하여 소개하고 이어 우리나라 기업들의 배당현황 등을 제시한다.

1) 투자자보호와 배당에 관한 연구

La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer와 Vishny(이하 LLSV로 명명)(2000)는 33개국의 4,103개 기업을 대상으로 두 가지의 배당에 대한 대리인 가설을 검증했다. 첫 번째 가설

은 효과적인 법적 보호를 받는 외부주주들이 기업의 내부자에게 현금을 지급하게 하는 압력을 행사하여 배당이 지급된다는 이익가설(outcome model)이다. 두 번째 가설은 대체 가설(substitute model)로서 미래의 신주발행을 통한 자금조달을 용이하게 하기 위하여 법적 보호를 받지 못하는 소액주주의 보호에 대한 기업의 신뢰도를 얻을 목적으로 배당을 지급한다는 가설이다. 이러한 가설 중 첫 번째 가설을 따를 경우 소액주주권이 강할수록 높은 배당성향을 보일 것이고, 두 번째 가설을 따를 경우 소액주주권이 강할수록 낮은 배당성향을 보일 것이다. LLSV는 소액주주에 대한 보호의 차이가 있는 33개국에 대하여 횡단면 분석을 한 결과 이익가설을 지지한다는, 즉 소액주주권이 강할수록 높은 배당성향을 보인다는 결론을 도출했다.

SW(2002)는 외부주주의 법적 보호가 미약한 환경 하에서 기업가의 주식공개에 대한 단 순모형을 제시하였다. 이 모형의 중평을 통하여 기존문헌에서 설명하고 있는 투자자보호와 기업재무정책의 관련성, 즉 투자자 보호가 법적으로 잘 되어 있으면 주식시장의 고평가, 상장기업 수 증가, 매출과 자산이 큰 상장기업 수 증가, 상장기업의 자산가치 증가, 배당금의 증가, 소유권집중도 하락, 지배주주의 사적향유권이 낮아지고, 투자기회와 실질 투자가 증가되는 것과 높은 상관관계가 있다는 것을 보여주었다.

2) 차등배당에 관한 선행연구

배당에 대하여 우리나라 기업들은 외국과는 달리 대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 독특한 배당정책을 가지고 있으며, 대주주들이 소액주주들보다 실제적으로 적은 배당금을 지급받는 형태로 운영되고 있다.

김성민·정진호(1997)는 차등배당의 지급동기에 관하여 한계세율가설과 배당재원가설을 제시하여 두 가설에 대한 검정을 하였다. 연구대상기간은 1985년부터 1994년까지의 12월 말 결산법인 제조업체의 보통주만을 고려하였다. 배당지급의 결정이 차등배당에 대한 결정정보보다 먼저 이루어지기 때문에 무배당기업은 표본에서 제거하였으며, 최종표본 수는 유 배당사 3,298개였다. 상기한 두 가지 가설에 대한 검정을 Logit모형을 이용하여 실증분석 하였으며, 그 결과 대주주의 지분율과 한계세율이 높을수록 차등배당의 가능성이 높음을 실증적으로 밝혔다. Logit분석에서는 부채비율과 성장성(투자기회)도 차등배당의 의사결정에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

정근화(1997)는 우리나라 상장기업의 차등배당이 결정되는 배경을 이해하기 위하여 1987년부터 1996년까지 10년간을 표본기간으로 하여 차등배당과 균등배당을 실시하는 기

업의 행태를 비교하였다. 1987년 이후로 계속 상장되어 있는 금융업 및 관리대상업체를 제외한 191개 기업에 대하여 세금가설, 이익 및 배당감소의 역정보효과가설, 투자재원가설 및 특권적 소비가설을 검정하였다. 균등배당업체와 차등배당업체간의 기업특성에 대한 평균차이분석과 기업특성변수와 차등배당여부간의 Logit분석의 결과 차등배당에 대한 뚜렷한 하나의 가설을 지지하는 증거를 발견할 수는 없었으나, 우리나라 상장기업이 이익이 적게 발생하는 경우에는 이익가설이 지지되었다. 투자재원가설은 비재벌의 경우에 지지되어 우리나라 재벌기업에 내부자본시장이 존재한다는 것을 시사해 주었으나, 세금가설은 그 자체가 타당하다기보다는 세율이 높을수록 차등배당에 대한 대주주의 경제적 손실이 적다는 점에서 이론적인 시사점이 제시되었다.

김성민(2000)은 김성민, 정진호(1997)와 정균화(1997)의 연구가 우리나라 상장기업의 배당정책 특성상 재무변수만을 통해 차등배당을 이해하는 데는 한계가 있다고 하면서, 실질적으로 기업의 배당정책결정에 영향력을 행사하고 있는 재무담당경영자를 대상으로 차등배당실시 등에 관해 설문조사하였다. 연구결과, 기업이 대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 동기로서 '소액주주에 대한 보상'이 가장 중요한 것으로 부각되었다. 또한 '배당재원의 부족'(이익가설)은 선행연구에서와 같이 일관되게 중요하였으며, 그룹별로 차이는 존재하지만 '주가관리차원'(신호효과), '대주주의 양보'(경영책임 또는 특권적 소비가설), '차기투자재원의 내부적 확보'(투자재원가설)의 순으로 중요한 것으로 나타났다. 이러한 차등배당에 관한 연구들은 배당의 실시가 투자자 보호의 역할을 수행하고 있음을 나타내 주고 있다.

2. 배당현황

일반적으로 이익배당은 배당형태에 따라 현금배당과 주식배당으로 구분되며, 배당시기에 따라 결산기 배당과 중간배당, 배당금 결정기준에 따라 액면배당과 시가배당으로 구분된다.

배당은 기업가치에 영향을 주는 다양한 요인에 의해 영향을 받으므로 배당정책은 기업자산의 특성을 고려한 자의적인 의사결정에 속한다. 또한 기업의 배당정책은 주주우선의 환경 하에서는 배당이 많고 적음이 아니라 기업가치를 증가시킬 수 있느냐에 의해 평가된다.

경영자의 재량적 수단으로서 배당제도를 살펴보기 위해 1993년부터 2002년까지 10년간

의 12월말 결산법인 배당현황과 차등배당에 대하여 살펴보았다.

〈표 1〉 우리나라 12월 결산 상장법인 배당현황

(단위 : 사, 억원, %)

결산년도	회사수(유배사)		당기순이익(A)		배당금총액(B)		배당성향 B/A	
	개사	비율	금액	증감율	금액	증감율		
1993	462	(375)	81.2	21,942	-11.7	9,335	+6.4	42.5
1994	480	(399)	83.1	44,470	+102.7	11,941	+27.9	26.9
1995	500	(404)	80.8	68,162	+53.3	14,979	+25.4	22.0
1996	528	(403)	76.3	24,343	-64.3	14,840	-0.9	61.0
1997	485	(299)	61.6	-4,859	-	9,623	-35.2	-
1998	445	(286)	64.3	-30,517	-	15,113	+57.1	-
1999	440	(324)	73.6	148,285	-	28,514	+88.7	19.2
2000	419	(299)	71.4	130,877	-11.7	33,586	+17.8	25.7
2001	450	(291)	64.7	52,859	-59.6	33,290	-0.9	63.0
2002	487	(332)	68.2	241,791	+357.4	49,469	+48.6	20.5

주) 12월 결산 상장법인 중 금융업, 관리종목, 감사의견이 적정이 아닌 회사 등은 제외.

출처 : 2003년 증권통계연보

<표 1>을 보면, 우리나라 상장기업의 배당성향은 1990년대 초반에는 30~40% 수준을 유지하다가 1996년 61%를 제외하고는 1990년대 중반이후부터 20%로 낮은 성향을 보였다. 그러나 2001년에는 63%로 상승하다가, 다시 2002년에는 20.5%를 나타냈다. 전체적으로 보면, 우리나라 상장기업의 배당성향은 외환위기 기간과 2001년을 제외하고는 대체적으로 감소하는 모습을 보이고 있다.

이러한 배당은 주주가 가진 주식수의 비율에 따라 이른바 「주주평등의 원칙」에 따라 행해져야 하는데 이러한 평등성에서 벗어나 다른 기준에 의해 행해지는 배당을 넓은 의미에서 차등배당이라 할 수 있다. 이러한 차등배당은 일반주주들의 배당액을 결정하기 전에 특정주주에게 행해질 배당액을 먼저 결정하고 남은 금액을 일반주주에게 배당하는 우선주 배당과 우리나라 기업의 특수한 배당형태로서대주주와 소액주주간에 다른 배당률을 적용하는 좁은 의미에서의 차등배당이 있다.

본 논문에서는 대주주와 소액주주에게 다른 배당률을 적용하는 좁은 의미의 차등배당에 대하여 1993년부터 2002년까지의 기간동안 12월말 결산 제조업체를 대상으로 233사의 차등배당여부를 살펴보았다.

〈표 2〉 표본기업의 배당현황

(단위 : 사, %)

연도	균등배당 업체수(A)	차등배당 업체수(B)	무배당 업체수(C)	합계 (D)	B/D(%)	B/(A+B)(%)
1993	155	39	39	233	16.7	20.1
1994	163	39	31	233	16.7	19.3
1995	167	33	33	233	14.2	16.5
1996	163	24	46	233	10.3	12.8
1997	148	21	64	233	9.0	12.4
1998	153	19	61	233	8.2	11.0
1999	169	22	42	233	9.4	11.5
2000	157	21	55	233	9.0	11.8
2001	157	16	60	233	6.9	9.2
2002	164	17	52	233	7.3	9.4
평균	159.6	25.1	48.3	233	10.8	13.4

<표 2>에서는 표본기업 233개사에 대해 1993년부터 2002년까지의 균등배당업체수, 차등배당업체수, 무배당업체수를 나타냈다. 표본기업 233개사 중에서 평균 10.8%(배당기업대비 13.4%)의 기업이 차등배당을 실시하였는데 이러한 차등배당은 점차 감소하는 추세를 보인다. 최근 2002년에는 7.3%(배당기업대비 9.4%)의 기업이 차등배당을 실시하였다.

Ⅲ. 가설의 설정 및 연구모형의 설계

1. 가설의 설정

본 논문의 주제인 재량적 배당정책이 기업가치에 영향을 미치는지 실증적으로 검증하기 위해 다음 세 가지의 가설을 설정한다.

[가설 1] 소액투자자에 대한 배당률이 높을수록 기업가치가 높아질 것이다.

[가설 2] 차등배당을 실시하면 기업가치가 낮아질 것이다.

[가설 3] 소액투자자에 대한 배당률이 높고, 내부지분율이 증가함에 따라 기업가치가 더욱 하락한다.

LLSV(2000)는 이익가설(outcome model)과 대체가설(substitute model) 중 33개국에 대하여 횡단면 분석을 한 결과 소액주주권이 강할수록 높은 배당성향을 보인다는 결론을 도출했다. 따라서 <가설 1>에서는 소액주주배당률이 높을수록, 즉 투자자보호가 잘 될수록 기업가치가 높다는 가설을 설정하여 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

<가설 2>에서는 차등배당업체와 무배당·균등배당업체간의 기업가치의 차이를 보고자 한다. 차등배당은 우리나라에만 있는 제도로서 차등배당을 하는 기업은 대주주가 소액주주에 비해 지분이상의 통제권향유에 대한 대가를 지급한다고 할 수 있으므로 더미변수로 처리하여 차등배당여부에 따른 기업가치간의 차이를 살펴보고자 한다.

<가설 3>에서는 소액주주배당률은 경영자의 재량적 의사결정의 수단이므로 소액주주배당률과 지분율의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 즉, 소액주주배당률과 내부지분율, 임원지분율의 상호작용간의 관계가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고 지분율의 변화에 따른 소액주주배당률과 기업가치간의 관계를 살펴보고자 한다.

2. 연구모형의 설계

1) 변수의 정의와 분석기간

본 논문에서 관련변수들을 선정함에 있어서 사전에 선행연구에서 검정이 된 변수들을 우선적으로 고려하여 본 연구와 관련이 있는 변수들을 선정하였으며, 각 변수들 간의 다중공선성이나 이분산성유무 및 상호간의 상관관계도 사전에 검토하였다.

종속변수로는 M/B 비율을 사용하였으며, 설명변수로는 소액주주배당률, 내부지분율, 임원지분율(대표이사포함), 임원지분율(대표이사제외), 통제변수로는 기업규모, 기업설립년수, 성장성, 더미변수로는 차등배당여부와 30대계열더미 등을 사용하였다.

기업가치를 측정하는 대표적인 변수는 Tobin의 Q를 실증연구에서 가장 많이 사용하나,

우리나라에서는 기업의 경영환경의 특성상 이에 대한 정확한 계산이 어려워 Lehn, Netter와 Poulsen(1990), Chung과 Pruitt(1994), 김우택, 장대홍, 김경수와 박상수(1996), 이해영과 이재춘(1999)의 연구에서와 같이 M/B 비율을 채택하였다. M/B 비율을 주식의 시장가치와 부채의 장부가치의 합을 기업의 총 자산가치로 나눈 값으로 정의하고, M/B 비율은 다음과 같이 계산하였다.

M/B 비율

$$= \frac{(\text{보통주의 연말종가} \times \text{발행주식수} + \text{우선주의 연말종가} \times \text{발행주식수} + \text{부채의 장부가액})}{\text{총자산의 장부가액}}$$

본 논문의 분석대상 표본기업은 2002년도 12월 31일 현재 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 683개 기업 중에서 금융기관, 공기업, 기업개선작업(work-out) 또는 관리대상종목, 감사의견이 부적정 등 의견제한 표시를 받은 기업 등을 제외하고 제조기업을 중심으로 233개 기업을 그 대상으로 선정하였다.

〈표 3〉 변수의 정의 및 요약

변 수		변수의 정의 요약
종속변수	M/B 비율	기업가치의 대용변수
설명변수	① 소액주주배당률 ② 내부지분율 ③ 임원지분율(대표이사포함) ④ 임원지분율(대표이사제외)	발행주식총수 1% 미만 주주배당률 대주주1인 또는 최대주주와 친족, 특수 관계인 지분율 대표이사가 포함된 등기임원지분율(감사제외) 대표이사가 제외된 등기임원지분율(감사제외)
통제변수	① 기업규모 ② 기업설립년수 ③ 성장성	자산규모에 자연로그를 취하여 분석 기업역사에 자연로그를 취하여 분석 (당기매출액 - 전기매출액) ÷ 전기매출액 × 100
더미변수	① 계열별 ② 차등배당	30대계열기업여부(30대계열기업-1, 30대계열이 아니면 0) 차등배당실시여부(차등배당기업-1, 아니면 0)

본 논문의 분석기간은 1993년부터 2002년까지이다. 이 기간 중 경제의 상황에 큰 영향을 끼친 IMF기간이 포함되어 있으므로 분석 연도를 IMF체제의 시점을 기준으로 IMF 이전기간 5년(1993~1997)과 IMF 이후기간 5년(1998~2002), 전체기간 10년(1993~2002)으로 구분하여 기간간의 변화추세와 내용을 살피고 그 결과를 비교 검토하는 방식을 취하였다.

2) 연구모형

가설을 검증하기 위해 소액주주배당률과 지분율관련 변수, 통제변수, 더미변수를 포함하여 기업가치의 대응변수 M/B 비율에 대하여 다중회귀분석을 실시한다. 또한 우리나라의 특수한 제도인 차등배당의 여부에 따라 기업가치의 차이가 있는가를 검증하기 위하여 더미변수에 차등배당여부를 포함한다.

$$V = \alpha + \beta_1 OD + \beta_2 DD + \varepsilon \quad (1)$$

$$V = \alpha + \beta_1 OD + \beta_2 DD + \beta_3 AG + \beta_4 SI + \beta_5 SG + \beta_6 JD + \varepsilon \quad (2)$$

$$V_j = \alpha_j + \beta_{1j} OD_j + \beta_{2j} DD_j + \beta_{3j} OR_j + \beta_{4j} AG_j + \beta_{5j} SI_j + \beta_{6j} SG_j + \beta_{7j} JD_j + \varepsilon_j \quad (3)$$

$$V_j = \alpha_j + \beta_{1j} OD_j + \beta_{2j} DD_j + \beta_{3j} OR_j + \beta_{4j} OD \cdot OR_j + \beta_{5j} AG_j + \beta_{6j} SI_j + \beta_{7j} SG_j + \beta_{8j} JD_j + \varepsilon_j \quad (4)$$

여기서, V : M/B 비율, OD : 소액주주배당률,

DD : 차등배당여부(차등배당기업=1, 아니면 0), AG : $\ln(\text{기업역사})$,

SI : $\ln(\text{기업규모})$, SG : 매출액성장율,

JD : 30대계열기업더미(30대계열기업=1, 30대계열이 아니면 0)

OR_j ($j=1$ 내부지분율, $j=2$ 임원지분율(대표포함), $j=3$ 임원지분율(대표제외))

식 (1)은 경영자의 재량적인 의사결정에 의한 소액주주배당률, 차등배당여부와 기업가치의 대응변수인 M/B 비율간의 다중회귀모형이다. 식 (2)는 통제변수를 고려하여 소액주주배당률, 차등배당여부가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기위한 다중회귀모형이고, 식 (3)은 통제변수를 고려하여 소액주주배당률, 차등배당여부와 지분율이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기위한 다중회귀모형이다. 식 (4)는 식 (3)에 소액주주배당률과 지분율간의 상호작용을 포함한 다중회귀모형이다.

IV. 실증분석결과

1. 분석자료의 기술통계량

실증분석에 앞서서 <표 4>에 본 논문의 분석 자료로 활용된 모든 변수의 기술통계량을 전체기간(1993~2002), IMF 이전(1993~1997), IMF 이후(1998~2002)로 나누어 각 변수들의 변화를 나타내었다.

M/B 비율은 IMF 이전보다 IMF 이후에 하락하는 특징을 보이고 있다. 전체기간 평균은 0.9466인데 IMF 이전기간은 1.0813, IMF 이후기간은 0.8119로 하락하였다.

설명변수 중 소액주주배당률은 IMF 이전보다 IMF 이후에 더욱 개선된 결과를 보인다. 전체기간동안 평균 8.65%인데, IMF 이전기간 동안은 7.36%, IMF 이후기간 동안은 9.94%로 개선되었다. 소액주주배당률이 증가한 이유는 경영자의 투자자에 대한 배당의 중요성을 인식하기 시작했음을 의미한다.

투자자보호와 관련한 상호작용을 보기 위한 내부지분율과 임원지분율은 서로 IMF 이전과 이후에 다른 양상을 보인다. 우선 최대주주지분율을 의미하는 내부지분율은 전체기간 동안은 31.46%인데 IMF 이전기간동안은 27.13%, IMF 이후는 35.79%로 IMF 기간이후에 8.66%의 증가를 보였다. 그런데 대표이사를 포함한 이사회를 구성하는 등기이사의 임원지분율은 전체기간은 15.48%, IMF 이전기간은 16.90%, IMF 이후기간은 14.06%로 2.84%포인트가 감소하였고, 대표이사제외 임원지분율은 전체기간 7.42%, IMF 이전기간 7.92%, IMF 이후기간 6.92%로 역시 1%포인트 감소하였다.

내부지분율이 증가한 이유는 IMF 이후에 우리나라 기업들이 주가의 하락으로 인한 적대적 M&A를 방지하고자 한 결과로 보인다. 임원지분율이 감소한 이유는 경영권이 최대주주에서 이사회로 이전되는 기업이 많았음을 암시한다.

통제변수와 관련한 기술통계량을 살펴보면, 기업규모는 전체기간 2,285억원, IMF 이전 기간에는 1,817억원, IMF 이후기간에는 2,874억원으로 IMF 이후기간에 1,057억원이 증가하였다. 이러한 결과는 IMF 이후에 기업의 결합, 매각, 합병 등이 활발히 진행된 결과로 유추된다. 매출액성장율을 의미하는 성장성은 전체기간동안 12.04%, IMF 이전기간 15.87%, IMF 이후기간 8.21%로 우리나라 기업의 성장성이 둔화된 양상을 보여준다. 이는 우리나라가 고속성장기를 지나 안정성장기에 접어든 결과라고 해석된다.

〈표 4〉 변수의 기술통계량

변수 구분	변수명	기간	평균	중앙값	표준편차	최빈값	최소값	최대값
종속 변수	M/B 비율	전체	0.9466	0.9030	0.3304	N/A	0.2071	4.8137
		IMF전	1.0813	1.0396	0.2775	N/A	0.4936	3.5016
		IMF후	0.8119	0.7628	0.3240	N/A	0.2071	4.8137
독립 변수	① 소액주주 배당률(%)	전체	8.65	8.00	13.77	0.00	0.00	360.00
		IMF전	7.36	8.00	6.03	0.00	0.00	50.00
		IMF후	9.94	7.00	18.43	0.00	0.00	360.00
	② 내부지분율(%)	전체	31.46	29.80	15.03	33.40	1.80	92.95
		IMF전	27.13	26.63	12.43	33.40	1.80	82.30
		IMF후	35.79	33.33	16.12	22.28	1.80	92.95
	③ 임원지분율(%) (대표이사포함)	전체	15.48	14.55	12.74	0.00	0.00	81.42
		IMF전	16.90	16.60	13.23	0.00	0.00	81.42
		IMF후	14.06	13.16	12.05	0.00	0.00	70.84
	④ 임원지분율(%) (대표이사제외)	전체	7.42	3.11	9.76	0.00	0.00	81.42
		IMF전	7.92	3.72	10.10	0.00	0.00	81.42
		IMF후	6.92	2.50	9.38	0.00	0.00	70.84
통계 변수	① 기업규모(억원)	전체	2285.74	1763.54	0.00	N/A	64.37	3443960
		IMF전	1817.44	1432.36	0.00	N/A	64.37	2306557
		IMF후	2874.72	2153.48	0.00	N/A	80.47	3443960
	② 기업설립연수*	2002년	36.34	35.94	1.33	46.89	16.91	75.94
	③ 성장성(%)	전체	12.04	9.30	54.25	11.95	-95.54	2250.75
		IMF전	15.87	12.05	68.52	11.95	-62.02	2250.75
IMF후		8.21	6.22	34.09	2.95	-95.54	885.70	

* 설립연수는 2002년도말을 기준으로 함.

2. 다중회귀분석 결과

<표 5>와 <표 6>에서는 가설 1, 2, 3을 검정하기 위한 회귀분석 결과를 IMF 이전, IMF 이후, 전체기간으로 나누어 제시하고 있다.

먼저, <표 5>에서는 소액주주배당률과 M/B 비율의 관계를 보였다. 모형의 적합성을 살펴보기 위한 F값은 식 (1)의 IMF 이전기간의 다중회귀모형에서 10% 수준에서 유의한

것을 제외하고는 모든 회귀모형이 1% 수준에서 유의하였다. 식 (1), (2), (3)의 회귀분석 결과 일관되게 소액주주배당률의 회귀계수는 IMF 이전, 이후기간과 전체기간에 IMF 이전기간의 단순회귀분석에서 5%인 것을 제외하고는 1% 수준에서 유의한 정의 관계를 보였고, 차등배당더미는 음의 회귀계수를 나타냈다. 차등배당더미는 IMF 이후기간에는 5% 수준에서 유의하였다. 식 (3)에서 내부지분율은 세 기간 모두 1%이내 수준에서 유의한 음의 관계를 보였고, 대표이사포함 임원지분율은 일관되게 IMF 이전, 이후, 전 기간에 음의 관계를 보였으나, 통계적으로 유의하지 않았다. 반면에 대표이사제외 임원지분율은 IMF 이전기간에 양의 관계를 보였으나 그 통계적 유의성은 떨어졌고, IMF 이후기간과 전 기간에는 음의 관계를 보였으나, IMF 이후기간에만 5%수준에서 유의하였다.

〈표 5〉 소액주주배당률과 M/B 비율의 회귀분석(식 (1), (2), (3))결과

회귀모형식	식 (1)	식 (2)	식 (3)		
종속변수	M/B 비율(IMF 이전)				
상수항	1.05185***	1.99611***	2.10256***	2.02779***	1.97796***
소액주주배당률	0.00424**	0.00559***	0.00605***	0.0056***	0.00566***
차등배당	-0.02591	-0.05354	-0.04313	-0.04968	-0.05823
내부지분율			-0.00167		
임원지분율				-0.00086	
임원지분율(제외)					0.00107
F값	2.98	7.61***	6.93***	6.63***	6.62***
조정결정계수	0.0168	0.146	0.1517	0.1453	0.145
종속변수	M/B 비율(IMF 이후)				
상수항	0.7812***	1.33585***	1.54789***	1.36884***	1.32488***
소액주주배당률	0.00439***	0.00423***	0.00513***	0.00431***	0.00427***
차등배당	-0.1589**	-0.1802**	-0.14902**	-0.17899**	-0.17605**
내부지분율			-0.00541***		
임원지분율				-0.00209	
임원지분율(제외)					-0.00417**
F값	9.76***	11***	16.24***	9.83***	10.25***
조정결정계수	0.0702	0.2055	0.315	0.2105	0.2182

종속변수	M/B 비율(전체기간)				
	상수항	0.91775***	1.53782***	1.71529***	1.56317***
소액주주배당률	0.00446***	0.00483***	0.00575***	0.00487***	0.00484***
차등배당	-0.09033	-0.10279 [*]	-0.08139	-0.09794 [†]	-0.10068 [†]
내부지분율			-0.00327***		
임원지분율				-0.00101	
임원지분율(제외)					-0.00041
F값	5.88***	14***	14.44***	12.14***	11.96***
조정결정계수	0.0404	0.2516	0.2885	0.2515	0.2485

주) *, **, ***은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의적임을 나타냄.

<표 5>의 결과를 볼 때, LLSV(2000)의 연구결과와 같이 배당이 높을수록, 즉 투자자보호가 잘 될수록 기업가치는 증가한다는 가설은 성립하는 것을 볼 수 있다. 이는 투자자들이 배당을 많이 주는 기업은 지배주주의 사적이익추구가 적고 투자자보호가 잘 된다는 것으로 인식하고 있다는 것을 의미하며, 차등배당을 실시하는 기업은 투자자의 사적이익추구에 대한 대가로 이해한다는 것을 의미한다고 볼 수 있다.

(표 6) 소액주주배당률과 M/B 비율의 회귀분석(식 (4))결과

회귀모형식	식 (4)		
	종속변수	M/B 비율(IMF 이전)	
상수항	2.19199***	1.97299***	1.95903***
소액주주배당률	-0.00305	0.00829***	0.00633***
차등배당	-0.04090	-0.04040	-0.05153
내부지분율	-0.0038**		
내부지분율*소액주주배당률	0.00031		
임원지분율		0.00136	
임원지분율*소액주주배당률		-0.00031**	
임원지분율(제외)			0.00226
임원지분율(제외)*소액주주배당률			-0.00020
F값	6.35***	6.57***	5.87***
조정결정계수	0.1557	0.161	0.1439

종속변수	M/B 비율(IMF 이후)		
	상수항	1.55128***	1.34044***
소액주주배당률	0.00777***	0.00647***	0.00627***
차등배당	-0.15233**	-0.16598**	-0.16095**
내부지분율	-0.00462***		
내부지분율*소액주주배당률	-0.00007		
임원지분율		-0.00005	
임원지분율*소액주주배당률		-0.00018***	
임원지분율(제외)			-0.00105
임원지분율(제외)*소액주주배당률			-0.00031***
F값	14.37***	9.69***	10.15***
조정절정계수	0.3155	0.2306	0.2398
종속변수	M/B 비율(전체기간)		
	상수항	1.71085***	1.52036***
소액주주배당률	0.00669*	0.00797***	0.00633***
차등배당	-0.08127	-0.08094	-0.08588
내부지분율	-0.00301**		
내부지분율*소액주주배당률	-0.00003		
임원지분율		0.00136	
임원지분율*소액주주배당률		-0.00026***	
임원지분율(제외)			0.00150
임원지분율(제외)*소액주주배당률			-0.00023
F값	12.59***	11.95***	10.87***
조정절정계수	0.2855	0.2741	0.2539

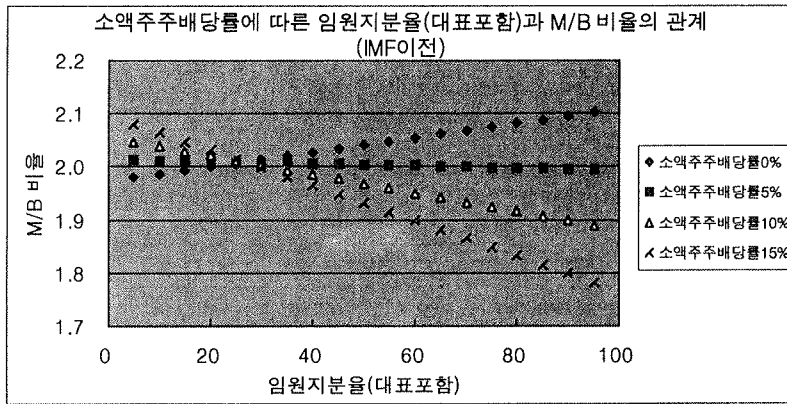
주) *, **, ***은 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의적임을 나타냄.

<표 6>의 식 (4)에서는 식 (3)에 경영자의 재량적 의사결정 장치로서의 설명변수인 소액주주배당률과 지분율간의 상호작용을 보기위하여 설명변수에 「소액주주배당률×지분율」을 포함하여 M/B 비율에 대하여 다중회귀분석을 하였다. 모든 다중회귀모형의 F값은 1% 수준에서 유의하였다. 임원지분율에 대하여 소액주주배당률은 IMF 이전기간, 이후기간, 전체기간에 걸쳐 일관되게 1% 수준에서 유의한 정의 상관관계를 보였다. 내부지분율은

IMF 이전기간에는 음의 관계를 보이다가 IMF 이후기간, 전체기간에는 양의 관계를 보였고 유의성은 IMF 이후기간에 1%, 전체기간에 5% 수준에서 유의하였다. 경영자의 재량적 의사결정 장치로서의 소액주주배당률과 지분율의 상호작용을 살펴보기 위한 회귀계수는 대표이사포함 임원지분율의 경우 IMF 이전과 이후, 전체기간에 모두 유의적인 관계를 보였다.

따라서 다른 통제변수의 조건이 동일하다고 가정하고 상수항과 회귀계수값을 이용하여 소액주주배당률에 따라 대표이사포함 임원지분율의 변화가 M/B 비율에 어떠한 영향을 미치는지의 상호작용을 IMF 이전과 IMF 이후기간에 대하여 <그림 1>과 <그림 2>에 나타내었다.

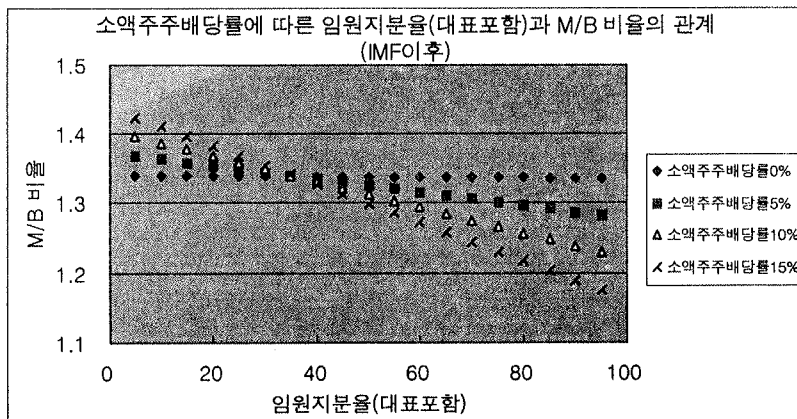
IMF 이전기간에 해당하는 <그림 1>을 보면 소액주주배당률이 0%, 5%, 10%, 15%로 고정되어 있을 때, 임원지분율이 약 28% 이상의 구간에서는 소액주주배당률이 0%인 경우에는 대표이사포함 임원지분율이 증가함에 따라 M/B 비율이 증가하였고, 소액주주배당률이 5%로 증가하였을 때 대표이사포함 임원지분율이 증가함에 따른 M/B 비율의 하락은 시작되다가 소액주주배당률이 10%, 15%로 계속 증가하면서 대표이사포함 임원지분율이 상승함에 따라 M/B 비율의 하락률은 급격히 커지는 것을 볼 수 있다. 이는 경영자의 재량적 의사결정 수단인 소액주주배당률이 낮을 때는 대표이사포함 임원지분율에 따라 M/B 비율은 상승하지만, 소액주주배당률이 높아짐에 따라 대표이사포함 임원지분율의 상승은 M/B 비율의 하락을 가져온다 할 수 있다. 그러나, 대표이사포함 임원지분율은 <표 4>에서 본 바와 같이 평균이 15.48%이므로 대표이사포함 임원지분율이 28%이하인 구간에서는 반대의 현상이 나타난다고 볼 수 있고, 이러한 경우가 보편적이라고 할 수 있다. 이러한 양상은 내부지분율의 경우에는 다르게 나타난다. 이러한 결과는 대표이사포함 임원지분율이 28% 이하인 구간에서는 소액주주배당률이 높은 기업이 기업가치가 높지만, 대표이사포함 임원지분율이 28% 이상인 구간에서는 소액주주배당률이 높은 경우는 오히려 임원지분율의 상승이 기업가치를 떨어뜨리는 것을 볼 수 있다.



(그림 1) 소액주주배당률에 따른 임원지분율(대표포함)과 M/B 비율의 관계(IMF 이전)

주) 그림은 통제변수가 일정하다는 전제하에서 <표 6>의 식 (4) 대표이사포함 임원지분율에 대한 추정회귀식 중 IMF 이전기간에 대하여 소액주주배당률이 0%에서 15%까지 각각 주어졌을 때, 대표이사포함 임원지분율이 0%에서 100%까지 변함에 따라 M/B 비율이 어떻게 달라지는가를 다음의 식으로 계산하였음.

$$M/B \text{ 비율} = 1.97299 + 0.00829 * \text{소액주주배당률} - 0.00136 * \text{대표이사포함 임원지분율} - 0.00031 * \text{소액주주배당률} * \text{대표이사포함 임원지분율}$$



(그림 2) 소액주주배당률에 따른 임원지분율(대표포함)과 M/B 비율의 관계(IMF 이후)

주) 그림은 통제변수가 일정하다는 전제하에서 <표 6>의 식 (4) 대표이사포함 임원지분율에 대한 추정회귀식 중 IMF 이후기간에 대하여 소액주주배당률이 0%에서 15%까지 각각 주어졌을 때, 대표이사포함 임원지분율이 0%에서 100%까지 변함에 따라 M/B 비율이 어떻게 달라지는가를 다음의 식으로 계산하였음.

$$M/B \text{ 비율} = 1.34044 + 0.00647 * \text{소액주주배당률} - 0.00005 * \text{대표이사포함 임원지분율} - 0.00018 * \text{소액주주배당률} * \text{대표이사포함 임원지분율}$$

MF 이후기간에 해당하는 <그림 2>를 보면, 소액주주배당률이 낮을 때의 대표이사포함 임원지분율의 상승에 따른 M/B 비율의 하락이 소액주주배당률이 높을 때의 하락보다 상대적으로 적다는 것을 볼 수 있다. 전체 기간에 대하여도 IMF 이후기간과 동일한 양상을 볼 수 있다.

결론적으로, 소액주주배당률이 높을수록 기업가치가 올라간다는 가설 1은 통계적으로 유의하게 받아들여진다. 이 결과는 LLSV(2000)의 연구와 같이 소액주주배당률이 높으면 투자자보호 수준이 높아져 기업가치는 상승한다는 결론과 일치한다. 또한 지분율이 소액주주배당률과 기업가치간의 관계에서 매개변수의 역할을 한다는 것을 알 수 있었으며 대표이사포함 임원지분율의 경우는 통계적으로 유의하였다. 이는 소액주주배당률을 결정하는 이사회에서 소액주주배당률을 높게 유지할 때 대표이사포함 임원지분율이 낮은 경우보다 높은 경우에는 오히려 기업가치를 하락시킨다는 것을 알 수 있다.

IV. 결 론

본 논문은 경영자의 재량적 의사결정 측면에서의 투자자 보호와 기업가치간의 관계를 실증적으로 규명하는 것을 그 목적으로 하고 있다.

본 논문에서 다루는 실증분석기간은 1993년 1월부터 2002년 12월 까지 10년간이며 추출된 표본 기업 수는 233개이다. 본 논문에서는 기업가치를 나타내는 대용변수로 시장가치 대 장부가치비율을 사용하고 있으며, 독립변수로는 소액주주 배당률, 내부지분율, 임원지분율을 사용하였다. 또한 통제변수로는 기업규모, 기업설립 연수, 매출액 증가율로서 성장성, 30대 재벌·비재벌의 가변수, 차등배당 실시여부의 가변수를 사용하였다.

실증분석 결과, 소액주주배당률은 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다으며, 내부지분율 및 임원지분율은 투자자 보호와 기업가치간의 관계에 있어서 매개변수의 역할을 하고 있는 것으로 나타났다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 소액주주배당률이 기업의 가치에 미치는 영향을 살펴본 결과, 소액주주배당률은 기업의 가치와 정의 방향을 보였다. 이 결과는 LLSV(2000)가 제시한 배당률이 높으면 투자자보호가 잘 되고 기업가치는 상승한다는 이

론과 일치한다. 둘째, 차등배당에 대한 더미변수는 기업가치와 음의 관계를 보여 차등배당을 실시하는 기업에 대하여 투자자의 시각이 냉담하다는 것을 나타낸다. 그 이유는 차등배당을 실시하는 유인이 지배주주의 사적이익추구에 대한 보상이라고 생각하기 때문으로 보인다. 셋째, 소액주주배당률과 지분율과의 상호작용을 살펴보면, 소액주주배당률이 높을 때는 지분율의 상승이 기업가치를 하락시키지만, 소액주주배당률이 낮을 때는 지분율의 상승이 기업가치를 상승시켰다.

본 연구는 경영자의 재량적 의사결정 관점에서 투자자 보호를 파악하여 배당과 기업가치간의 관계를 파악하고 있다는 점에 특징이 있다.

본 논문이 지니고 있는 한계점은 다음과 같다. 첫째, 표본 기업을 10년간 계속 상장된 기업으로서 12월 결산법인 중 제조업종을 중심으로 하였으므로 본 논문의 결과는 금융업 등 다른 산업으로의 일반화에는 제약이 따른다. 둘째, 자료의 수집에 있어서 지분율에 관련된 자료는 주로 한국상장회사 협회의 데이터베이스를 이용하였고 특히, 2000년에서 2002년까지의 기간에는 금융감독원의 전자공시시스템에 대한 인터넷 검색을 통해 보충하였다. 그러나 1993년부터 1997년까지의 자료는 한국상장회사협회의 데이터베이스에 수록되지 않은 관계로 상장회사 총람 및 감사보고서에 의해 수작업 방식에 의해 편집 및 가공되어 오류의 가능성이 존재한다.

참고문헌

[1] 국내문헌

- 1) 김성민, 정진호(1997), “대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 동기에 관한 연구”, 재무관리연구 제14권 제3호, pp. 57~72.
- 2) 김성민(2000), “우리나라 상장기업의 차등배당에 관한 경영자 인식”, 재무연구 제13권 제1호, pp. 63~98.
- 3) 김우택, 장대홍, 김경수, 박상수(1996), “Tobin의 Q와 대체적 성과측정변수의 관계”, 재무관리연구 제13권 제1호, pp. 185~202.
- 4) 이해영, 이재춘(1999), “기업소유구조와 기업가치와의 관계-패널자료로부터근거-”, 재무관리연구 제16권 제2호, pp. 91~118.
- 5) 정균화(1997), “우리나라 상장기업의 차등배당에 대한 이해”, 재무관리연구 제14권 제3호, pp. 231~261.
- 6) 「CGS 리뷰」, 2003-4/5, 한국기업지배구조개선지원센터.
- 7) 「상장회사 협의회 연구보고서」, 2003-2, 한국 상장회사 협의회.
- 8) 「증권통계연보」, 2002, 한국증권거래소.

[2] 외국문헌

- 1) Chung, Kee H. and S. W. Pruitt(1994), “A Simple Approximation of Tobin’s Q”, Financial Management 23, pp. 70~74.
- 2) Credit Lyonnais Security Asia(2001), Corporate Governance Watch.
- 3) La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert Vishny(2000), “Agency problems and Dividend policies around the World”, Journal of Finance 55, pp. 1~33.
- 4) Lehn, K., Jeffrey Netter, and Annette Poulsen(1990), “Consolidating Corporate Control, Dual-class Recapitalizations Versus Leveraged Buyouts”, Journal of Financial Economics 27, pp. 557~580.
- 5) Shleifer, Andrei and Daniel Wolfenzon(2002), “Investor Protection and Equity Markets”, Journal of Financial Economics 66, pp. 3~27.