

## 소유구조에 따른 외부 자본조달 제약과 배당정책<sup>†</sup>

지성권\*

### 〈요 약〉

본 연구는 외부 자본조달 제약의 크기가 현금배당 수준에 미치는 영향을 검증하고, 특히 이들의 영향관계에 소유구조(5%이상 주식을 보유한 외부 대주주 지분율, 외국인 투자자 지분율, 내부자 지분율)가 어떤 조절효과를 가지는 지를 분석하였다.

2000년부터 2011년까지 유가증권 시장에 상장된 370개 기업-연도 자료를 바탕으로 다중회귀분석 모형에 의해 가설검증한 결과, 먼저 외부 자본조달 제약이 큰 기업의 경우 현금배당 수준이 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 기업이 잉여금을 배당을 통해 유출시키기 보다는 내부에 유보시킴으로써 미래 발생할 외부 자본조달 비용을 완화시키기 위해 노력한다고 해석할 수 있다. 또한 외부 자본조달 제약이 큰 기업에서 상당수(5% 이상)의 주식을 보유한 외부 대주주 지분율이 높은 기업, 외국인 투자자 지분율이 높은 기업에서 현금배당 수준이 높아지는 것으로 나타났다. 이는 경영자 대리인 비용의 절감을 위해 배당 수준을 높인다는 경영자 기회주의 가설을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 마지막으로 내부자 지분율의 조절효과를 검증한 결과 이전 소유구조 변수의 결과와는 달리 현금배당 수준이 낮아지는 것으로 나타났는데, 이는 내부자의 경우 배당을 통한 사외유출 보다는 기업의 내부에 자금을 유보시킴으로써 미래 자본비용을 절감하고자 하는 것으로 대체가설이 지지되는 결과라 할 수 있다.

본 연구는 부채를 통한 자본조달 제약이 현금배당 수준에 미치는 영향과 이런 영향관계에 소유구조가 미치는 조절효과를 검증해 보았다는 데 연구의 의의를 둘 수 있다.

핵심주제어: 소유구조, 외부 자본조달 제약, 현금배당

## I. 서론

기업 운영에 있어 배당은 기업이 주주에게 투자한 대가를 지급하는 주요 수단 중의 하나이다. 경영자와 주주 사이의 정보비대칭이 존재하는 상황에서, 기업에 충분한 잉여현금흐름이 존재할 경우 경영자는 잉여현금흐름을 자신의 효익을 극대화 시킬 수 있는 투자안에 투자할 유인이 존재한다. 이럴 경우 주주는 자신의 효익과는 관계없는 비효율적인 투자안에 경영자가 잉여현금흐름을 투입함으로써 발생할 수 있는 투자의 낭비를 줄이기 위해 배당을 선호할 수 있다. 즉, 배당은 기업의 대리인 문제를 완화시키는 수단으로써의 역할도 수행하게 되는 것이다.

그러나 보다 높은 수준의 배당은 경영자로 하여금 실제 미래 투자에 있어 외부 자금을 의존하게 만듦으로써 미래 외부자금 조달비용을 높여 기업 경영의 비효율성을 야기시킬 수도 있다. 즉, 경영자와 주주 사이에 대리인 문제가 존재하더라도 외부자금 조달비용을 높여 기업 경영의 비효율성을 야기시킬 수도 있다. 즉, 경영자와 주주 사이에 대리인 문제가 존재하더라도 외부 자본조달에 있어 제약이 존재하는 기업은 단순히 대리인 문제를 완화시키기 위해 배당정책을 조심스럽게 사용할 필요가 있는 것이다.

외부 자본조달 제약이 있는 상황에서 경영자는 미래 발생할 외부 자본조달 비용을 최소화하기 위해 기업의 잉여금을 외부로 유출시키기 보다는 내부로 유보시킬 가능성이 높다. 특히, 채권자들도 자신의 투자금을 통해 발생한 잉여금이 배당을 통해 외부로 유출되기 보다는 내부에 유보되어 안정적 기업 운영에 사용되기를 원한다. 합리적인 채권자들은 이런 경영자들의 행태에 따른 기업위험 변화를 미래 자본비용 수준을 선택하는 데 반영함으로써 채권자들의 부가 주주에게로 이전되는 것을 견제할 수 있다(부채의

대리비용). 그러나 반대로 주주는 자신의 효익 극대화를 위해 기업의 배당정책을 선택할 수 있다. 기업의 소유주 외의 기관, 외국인 투자자들은 단기 매매차익 혹은 높은 배당 수준을 선호하기 때문에 배당으로 인해 야기될 수 있는 미래 자금조달 상의 제약 보다는 단기 배당을 통한 효익 증대에 보다 관심이 많을 수 있다. 이럴 경우 잉여금의 내부 유보보다는 현금배당을 통해 사적효익을 추구할 가능성이 높아질 수 있다.

지금까지 현금배당 수준에 영향을 미칠 수 있는 결정요인이 무엇인지, 본 연구와 밀접한 관련성이 있는 잉여현금흐름과 배당, 외부 자본조달 제약과 배당 사이의 관련성을 분석한 국내외 많은 연구들이 존재한다. 그러나 기업의 소유구조 특성을 바탕으로 소유구조가 외부 자본조달 제약이 현금배당 수준에 미치는 영향관계에 어떤 역할을 수행하는 지에 대한 체계적인 연구는 미진하였다. 이는 기업 지배구조가 배당정책에 어떠한 역할을 수행하는지에 대한 포괄적 연구를 보다 세밀하게 구분하여 기업의 소유구조(기업의 지분을 누가, 얼마나 보유하고 있는지)에 따라 배당정책이 어떻게 달라질 수 있는 살펴보는 의미 있는 연구주제일 수 있다.

따라서 본 연구는 기업의 배당수준의 선택에 있어 외부 자본조달 제약, 소유구조가 어떠한 영향을 미치는지를 분석하고자 한다. 구체적인 연구목적은 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서는 외부 자본조달 제약의 크기에 따라 기업의 현금배당 수준이 어떠한 영향을 받는 지를 분석해 보고자 한다.

둘째, 외부 자본조달 제약의 크기가 기업의 현금배당 수준에 미치는 영향에 기업의 소유구조가 어떠한 영향을 미치는지를 분석해 보고자 한다. 구체적으로 기업의 소유구조로 상당수의 주식을 보유한 외부대주주가 소유하고 있는 지분율, 외국인 투자자 지분율, 내부자 지분율을 고

려하여 기업마다 외부 자본조달 제약의 크기와 소유구조의 상호작용이 기업의 현금배당 수준에 미치는 영향을 분석해 보고자 한다.

이하 논문의 구성은 다음과 같다. 먼저 2장에서는 본 연구와 밀접한 관련성이 있는 이론적 배경과 선행연구를 소개하고 이를 바탕으로 연구가설을 설정하였다. 3장에서는 연구모형, 변수의 조작적 정의, 그리고 연구표본에 대해 기술하였고, 4장에서는 연구가설 검증을 위한 실증분석 결과를 제시하였다. 마지막 5장에서는 연구의 결론 및 한계점, 미래 연구방향에 대해 제시하였다.

## II. 이론적 배경 및 가설설정

### 1. 기업의 배당정책

기업 운영에 있어 배당은 모두 기업이 주주에게 투자한 대가를 지급하는 주요 수단 중의 하나이다. 기업의 배당은 현금배당과 주식배당으로 구분되어 시행되는데, 현금배당과 자사주매입을 통한 주식배당은 모두 기업이 주주에게 투자한 대가를 지급하는 주요 수단 중의 하나이며 주주들은 자신의 보유하고 있는 주식가치의 증대를 통한 투자수익 확보와 더불어 배당도 투자가치 회수를 위한 증대한 수단 중의 하나이다(신성욱, 2011).

기업은 잉여 현금이 발생했을 경우 재투자에 필요한 부분을 제외하고 나머지 부분을 주주에게 배분하게 되는 데 대표적으로 현금배당(dividends)과 자사주 매입(stock repurchase)를 들 수 있다.

주주에게 현금을 돌려주기 위한 주요 수단인 배당은 현금배당과 자사주 매입은 여러 측면에서 유사하지만, 현금배당은 완전자본시장 가정하에서 주당 배당액만큼 시장주가 하락을 가져오

는 반면 자사주 매입은 시장에 유통되고 있는 자사주를 매입하는 것으로 유통보통 주식 수를 감소시킴으로 시장주가에는 영향을 미치지 않는다(설원식과 김수정, 2003; 신성욱, 2011). 즉, 주주에게 현금을 돌려주기 위한 주요 수단인 현금배당과 자사주 매입은 여러 측면에서 유사하지만 현금배당은 현금자체를 주는 것인데 반해 자사주 매입은 주가의 상승으로 인한 자본이득 형태로 수익을 가져다준다는 측면에서 양자 간의 차이가 있다(신성욱, 2011).

현금배당과 자사주 매입을 통한 주식배당은 주주에게 실현되는 소득의 기간 및 방법상의 차이는 존재하지만 주주의 입장에서 볼 때 자신이 투자한 대가를 받는다는 측면에서 주주에게 이득이 되는 투자자금회수 방법이다.

주주의 입장에서 기업에 투자한 투자금의 회수 차원인 배당은 기업의 잉여현금흐름이 많을 경우 이로 인해 발생할 수 있는 대리인 문제를 통제하기 위한 중요한 수단으로써의 역할도 수행할 수 있으며 한편으로는 배당을 통한 잉여금의 사외유출은 추후 미래 외부 자본의 확보에 있어 자본비용의 크기에도 영향을 미칠 수 있다(Chae et al. 2009). 이런 맥락에서 기업의 배당 수준의 결정은 기업 내 존재하는 다양한 대리인 문제와 밀접한 관련이 있다.

기업이 자금조달 상의 제약과 배당사이의 관련성을 분석한 기존의 선행연구들의 결과에 의하면 그 대부분이 자금조달 상의 제약은 배당지급과 음(-)의 관련성을 가지는 것으로 분석되었다. 대표적으로 Jensen et al.(1992)의 연구에서는 부채비율과 배당지급 사이에 음(-)의 관련성이 있다는 실증결과를 보였는데 이들은 부채비율이 높은 기업에서 배당지급을 줄임으로써 미래 자본비용 상승에 대비한다고 주장하였다. Rozeff(1982)의 연구에서도 배당의 증가는 잉여금의 내부 유보에 비해 미래 외부로부터의 자본

조달 비용을 증가시키는 부정적 측면이 존재한다고 주장하면서 기업이 자금을 확보할 수단이 용이하지 않거나 정보비대칭 문제가 심각한 경우 배당의 증가로 인한 잉여금의 사외유출은 외부로부터의 자본조달 금액을 증가시킴으로써 내부 유보에 비해 미래 자본조달 비용을 높이는 결과를 초래할 수 있어 배당수준을 감소시킴으로써 미래 자본비용 상승에 대비한다고 주장하였다.

김성민과 이은정(2008)의 연구에서는 자본조달 제약이 큰 기업의 경우 배당을 감소시킨다는 실증결과를 제시하였는데 특히 외부 자본조달 제약이 크고 잉여현금흐름이 많은 기업에서 기업 지배구조가 좋을수록 배당을 감소시키는 것으로 나타났다.

이상의 선행연구들의 결과를 종합하면 외부 자금조달 제약과 현금배당 수준 간에 음(-)의 관련성을 기대할 수 있다. 구체적인 연구가설은 다음과 같다.

[가설 1] 외부 자본조달 제약은 현금배당 수준에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

외부 자본조달 제약과 현금배당 사이의 관련성은 다양한 기업특성 요인에 따라 달라질 수 있다. 앞에서 밝힌 바와 같이 기업이 상당한 수준의 잉여현금흐름을 보유하고 있는 상황이라면 경영자의 기회주의적 행위로 인한 대리인 비용을 감소시키기 위해 배당을 보다 적극적으로 지급함으로써 대리인 문제를 완화시키려 할 것이다. 반대로 외부 자본조달 제약으로 인한 자본조달 비용의 상승이 기업 경영에 큰 부담으로 작용하는 기업의 경우에는 굳이 배당을 통해 잉여금을 사외에 유출시킴으로써 자본조달 비용을 상승시킬 필요가 없을 것이다. 이런 맥락에서 Rozeff(1982)는 기업의 대리인 비용과 외부 자본조달 비용의 합계가 최소화되는 점에서 합리적

배당 수준이 존재하게 된다고 주장하였다.

기업의 대리인 문제와 외부 자본조달 제약으로 인한 배당 정책의 선택은 La Porta et al.(2000)이 제시한 경영자 기회주의 가설과 대체 가설로 설명이 가능할 수 있으며 기업의 배당정책인 이런 다양한 측면들이 동시에 고려되어야 한다(김성민과 이은정, 2008; 지성권 등, 2009).

먼저 배당이 대리인 문제를 통제하기 위한 수단으로써의 역할은 경영자 기회주의 가설로 설명이 가능하다. 기업에 잉여현금흐름이 많을 경우 경영자는 우월한 사적정보를 이용하여 자신의 효용을 극대화 시킬 수 있는 투자안에 투자할 유인이 존재한다. 주주 가치의 극대화가 아닌 경영자 자산의 효익 극대화 추구로 인한 대리인 문제를 완화시키기 위해 주주는 보다 높은 수준의 배당을 결의함으로써 경영자의 사적효익 추구 유인을 완화시키려고 할 것이다(Chae et al., 2009 등). 즉, 경영자 기회주의 가설은 경영자가 기업의 잉여현금흐름이 있을 경우 정보비대칭, 도덕적 해이로 인해 경영자 자신을 위한 효익 증대로 잉여금을 사용할 유인을 가지게 되고 주주는 배당을 늘려 기업의 과도한 잉여현금흐름의 보유를 제한함으로써 경영자의 대리인 문제를 감소시키려 노력한다는 것이다(Jensen, 1986; Chi and Lee, 2005; La Porta et al., 2000; Chae et al., 2009; 김성민과 이은정, 2008). 비슷한 맥락에서 Easterbrook(1984)의 연구에서는 배당지급이 추가적인 자본조달을 위해 기업을 자본시장에 노출시킴으로써 외부주주들의 경영자에 대한 감시가 가능해지도록 하여 대리인 비용을 절감할 수 있는 효과가 존재한다고 주장하였다. Dittmar et al.(2003)의 연구에서도 주주권리의 강도가 높을수록 기업의 현금보유수준이 낮아진다는 실증분석 결과를 제시하면서 잉여현금의 과다보유를 통한 대리인 문제를 통제하기 위해 기업이 적극적으로 배당을 실시한다고 주장하였다.

한편 대체 가설은 주주권리 보호가 강할 경우 대리인 문제가 상대적으로 경감될 수 있으므로 대리인 비용의 추가절감을 위한 배당을 과다하게 지급할 필요가 없다는 것이다. 즉, 지배구조가 대리인 문제의 통제에 효과가 있을 경우 배당지급에 대한 필요성이 경감되어 오히려 배당을 줄이는 경향을 기업들이 보일 수 있다는 것이다(La Porta et al., 2000). 특히 외부 자본조달 제약이 있을 경우 과다한 배당은 미래 자본조달 비용을 증대시킬 수 있으므로 배당이 기업의 대리인 비용 절감에 미치는 영향을 다른 지배구조 통제장치가 대체할 수 있다는 맥락에서의 가설이다.

이렇듯 배당이 기업의 경영 의사결정에 미치는 영향은 다양하다. 배당이 경영자의 대리인 비용의 절감에 영향을 미칠 수 있으나 반대로 미래 자본비용의 증대를 야기시킬 수도 있다. 특히 기업의 배당의사결정에 영향을 미칠 수 있는 소유주들의 이해관계에 따라 경영자의 대리인 문제 통제에 보다 많은 주안점을 둘 수 있고, 반대로 배당으로 인한 높아지는 자본비용 증대를 감안한 배당정책을 선택할 수도 있다. 미래 발생할 자본비용 증대보다 단기 현금배당을 통한 투자금 회수에 주안점을 둔다면 외부 자본조달 비용의 상승을 감안하지 않고 현금배당을 늘일 수 있을 것이다. 이런 맥락에서 지금까지 기업지배구조가 배당정책에 미치는 포괄적인 효과를 검증한 연구보다는 소유구조에 초점을 맞추어 소유구조를 구성하는 개별 투자자들의 특성에 따라 외부 자금조달 제약과 현금배당 사이의 관련성을 살펴보는 것은 의미있는 주제일 것으로 판단된다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하여 외부 자금조달 제약이 현금배당 수준에 미치는 영향에 소유구조 변수가 어떠한 역할을 수행하는지 분석해 보고자 한다.

[가설 2] 외부 자본조달 제약과 소유구조 상호작용은 현금배당 수준과 관련이 없을 것이다.

### III. 연구설계

#### 1. 연구모형

본 연구의 목적은 외부 자본조달 제약이 있는 상황에서 기업의 소유구조에 따라 기업의 배당수준이 어떻게 달라지는지를 분석하는 데 있다. 2장에서 제시된 연구가설의 실증검증을 위한 분석모형은 다음과 같다.

<식 3-1>

$$DIV/E_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * LEV_{i,t} + \alpha_2 * SIZE_{i,t} + \alpha_3 * FCF_{i,t} + \alpha_4 * MTBR_{i,t} + \epsilon$$

여기서,  $DIV/E$  : 당기순이익 대비 현금배당수준,  $LEV$  : 부채비율,  $SIZE$  : 기업규모,  $FCF$  : 영업현금흐름,  $MTBR$  : 성장가능성.

<식 3-2>

$$DIV/E_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{i,t} + \beta_2 * 5\%BH_{i,t} + \beta_3 * FOR_{i,t} + \beta_4 * OWN_{i,t} + \beta_5 * LEV_{i,t} * 5\%BH_{i,t} + \beta_6 * LEV_{i,t} * FOR_{i,t} + \beta_7 * LEV_{i,t} * OWN_{i,t} + \beta_8 * SIZE_{i,t} + \beta_9 * FCF_{i,t} + \beta_{10} * MTBR_{i,t} + \epsilon$$

여기서,  $DIV/E$  : 당기순이익 대비 현금배당수준,  $LEV$  : 부채비율,  $5\%BH$  : 5%이상 주식을 보유한 외부대주주 수,  $FOR$  : 외국인 투자자 지분율,  $OWN$  : 내부자 지분율,  $SIZE$  : 기업규모,  $FCF$  : 영업현금흐름,  $MTBR$  : 성장가능성.

먼저 <식 3-1>은 외부 자본조달 제약이 현금배당에 미치는 영향을 분석하기 위한 회귀모형이다. 주된 독립변수인 부채비율은 외부 자본조달 제약을 나타내는 변수로 외부 자본조달 제약이 클 경우 기업의 배당수준은 감소할 것으로 예상되어 음(-)의 관련성을 보일 것으로 기대할 수 있다. 통제변수로 고려한 기업규모의 경우 일반적으로 기

업규모가 클수록 현금배당수준이 높을 것으로 기대되고, 영업현금흐름의 경우도 잉여현금을 보다 많이 보유하고 있는 기업의 경우 보다 높은 수준의 배당을 기대할 수 있을 것이므로 현금배당수준과 양(+의) 관련성을 보일 것으로 예측할 수 있다. 반대로 성장가능성의 경우 미래 보다 높은 수준의 성장을 위해 기업의 이익을 사내 유보시킬 가능성이 높아 현금배당수준과 음(-)의 관련성을 보일 것으로 기대할 수 있겠다.

한편 본 연구의 주된 가설인 자본제약 하에서 소유구조가 배당정책에 미치는 영향을 분석하기 위해 독립변수로 외부 자본조달 제약 변수와 3개의 소유구조 변수를 고려하였다. <식 3-2>에서 주된 관심의 대상이 되는 부분은 외부 자본조달 제약 변수인 부채비율(*LEV*)과 소유구조 변수와의 상호작용 변수이다. 소유구조 변수의 특성에 따라 외부 자본조달 제약이 있는 상황에서도 기업의 배당정책에 미치는 영향은 상이할 것으로 기대할 수 있다. 앞에서 제시한 연구가설에서도 밝힌바와 같이 배당을 통해 경영자 대리인 비용을 절감하고자 할 것인지(경영자 기회주의 가설) 아니면 앞으로의 자금조달 상의 제약(보다 많은 자본조달 비용이 발생)으로 인해 현금배당을 줄임으로써 미래 발생할 수 있는 자본비용을 절감할 것인지(대체가설)는 실증적 문제로 귀결될 수 있다. 만약 외부 자본조달 제약과 소유구조 변수의 상호작용 변수의 계수값이 양(+의) 관련성을 보인다면 경영자 기회주의 가설이 지지되는 결과로 볼 수 있고, 반대로 음(-)의 관련성을 보인다면 대체 가설이 지지되는 결과로 해석할 수 있다.

## 2. 변수의 조작적 정의

### 2.1 종속변수

배당수준에 대한 대리변수로 당기순이익 대비 현금배당액을 고려하였다. 선행연구에서는 배당

을 나타내는 변수로 매출액 대비 현금배당, 총자산 대비 배당액, 또는 당기순이익 대비 현금배당수준 등을 활용한 바 있다(최원주, 2014). 본 연구에서도 배당수준에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$DIV_{i,t}$  : 배당 ( 현금배당 / 당기순이익 )

### 2.2 설명변수

#### 1) 부채비율

본 연구에서는 외부 자본조달 제약에 대한 대리변수로 부채비율을 고려하였으며 기업의 총부채를 총자산으로 나눈 비율로 측정하여 분석모형에 사용하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$LEV_{i,t}$  : 부채비율(총부채/총자산)

#### 2) 5%이상 주식보유 외부대주주 지분율

상대적으로 많은 주식을 보유한 투자자 소액으로 투자한 투자자에 비해 기업 성과가 자신의 부(wealth)와 보다 밀접한 관련성을 가지기 때문에 기업 의사결정이 효율적으로 진행될 수 있도록 경영진에 대한 감시통제 활동을 보다 면밀히 수행할 유인이 높다. 따라서 자신이 가지고 있는 대규모 보유주식을 이용하여 주주총회에서 의결권을 행사함으로써 자신에게 유리한 방향으로 기업 의사결정이 진행될 수 있도록 영향력을 행사할 수 있다.

Finkelstein and Hambrick(1989), Core et al.(1999)의 연구에서는 기업 경영에 영향력을 행사할 수 있는 지분율의 크기로 5% 기준을 제시하였다. 따라서 본 연구에서도 기업경영에 중대한 영향력을 행사할 수 있는 지분의 크기를 5%로 보고, 5%이상 주식을 보유한 외부대주주 지분율을 측정하여 이들이 외부 자본조달 제약하의 현금배

당 수준에 어떠한 영향을 미치는지를 분석하였다. 변수의 구체적인 정의는 다음과 같다.

$5\%BH_{i,t}$  : 5%이상 주식보유 외부 대주주 수

### 3) 외국인 투자자 지분율

국내 시장참여자들의 정보, 감시통제 도구 측면에서 기업에 대한 견제 기능이 미흡함을 고려할 때 외국인 투자자는 기업 경영의 감시역할을 하는 중요한 주체가 될 수 있다(신성욱 2007). 특히, 외국인 투자자는 우량기업에의 투자를 통해 단기 매매차익과 배당수익 증대에 관심이 높다는 국내 실증연구들의 결과를 바탕으로 외국인 투자자 지분율이 높은 기업은 기업의 배당수준에 충분히 영향을 미칠 수 있다. 이런 영향력을 감안하여 본 연구에서는 소유구조 변수로 외국인 투자자 지분율을 고려하였다(신준용과 변동현, 2002). 외국인 투자자 지분율에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$FOR_{i,t}$  : 외국인 투자자 지분율  
(외국인 투자자 지분 / 총지분)

### 4) 내부자 지분율

내부자 지분율은 기업경영에 실질적으로 참여하는 경영진이 보유한 지분율을 의미한다(박종일 2003). 국내 기업의 경우 대주주 혹은 그 특수관계인이 경영진으로 참여하는 소유경영자 기업이 다수임을 감안할 때 일반적으로 경영진으로 정의하는 등기임원이 보유하고 있는 지분율을 내부자 지분율에 대한 대리변수로 사용하기에는 다소 문제가 있다. 따라서 본 연구에서는 신준용과 변동현(2002), 박종일(2003)의 연구에서 사용한 측정방법을 준용하여 내부자 지분율을 사업보고서에 제시된 최대주주 및 특수관계자 지분율을 합산하여 측정하였다. 변수의 구체적인 정

의는 다음과 같다.

$OWN_{i,t}$  : 내부자 지분율  
(최대주주 및 특수관계자 지분율)

## 2.3 통제변수

### 1) 기업규모

기업규모에 대한 대리변수로 많은 선행연구들에서는 총자산, 매출액 등을 사용하고 있다. 총자산, 매출액 등 기업규모를 측정하기 위한 변수는 회귀분석에 포함될 경우 이분산성을 야기시킬 수 있고 기업마다 편차가 커서 강력한 선형관계 유도가 힘들 수 있으므로 일반적으로 이들 변수에 자연로그를 취한 값을 분석모형에 포함시켜 사용하고 있다. 본 연구에서도 기업규모가 현금배당 수준에 미치는 영향을 통제하고자 매출액에 자연로그를 취한 값을 기업규모에 대한 대리변수로 측정하여 분석모형에 포함시켰다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$\ln(Sales)_{i,t}$  : 기업규모 (매출액의 자연대수)

### 2) 영업활동으로 인한 현금흐름

일반적으로 기업이 보유하고 있는 잉여현금흐름이 많을 경우 현금배당 수준은 높아질 수 있다. 잉여현금흐름의 크기가 현금배당 수준에 미치는 영향을 통제하기 위해 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)을 측정하여 분석모형에 포함시켰다. 영업활동으로 인한 현금흐름의 크기는 기업규모에 영향을 받을 수 있으므로 총자산으로 나누어 기업규모에 대한 영향을 통제한 후 사용하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$CFO_{i,t}$  : 영업현금흐름  
(영업활동으로인한현금흐름 / 총자산)

3) 성장가능성

일반적으로 성장가능성이 높은 기업은 기업 내 정보비대칭 수준이 높고, 미래 성장동력에 대한 투자로 인해 연구개발비중이 높으며, 미래 성장에 대한 투자로 인해 단기적 현금배당 보다는 내부 유보를 통한 재투자 의사결정을 수행할 가능성이 높다(Smith and Watts 1992 등). 따라서 기업의 성장가능성은 현금배당 수준에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 이에 대한 영향을 통제하고자 통제 변수로 고려하여 분석모형에 포함시켰다.

Smith and Watts(1992), 지성권 등(2009)의 연구에서 사용한 변수측정 방법을 원용하여 본 연구에서는 성장가능성에 대한 대리변수로 자산의 장부가치 대비 시장가치를 측정하여 분석에 사용하였다. 변수에 대한 구체적인 정의는 다음과 같다.

$MTBR_{it}$  : 성장가능성  
(자산의 장부가치 대비 시장가치 비율)

3. 연구표본

본 연구에서는 상기에 제시된 연구모형의 실증분석을 위해 2000년부터 유가증권시장에 상장된 제조기업 중 12월 결산법인이 아닌 기업, 표본기간 중 자본잠식 상태 등 관리대상 기업에 한번이라도 속한 기업, 본 연구에서 사용할 변수들에 관한 자료를 제시하지 않은 기업을 제외한

총 370개 기업-연도 자료를 바탕으로 표본을 구성하였다.

표본기업의 선정에 있어 제조업과 12월 결산법인으로 한정된 이유는 자료의 동질성과 비교가능성, 기간별 정확한 대응을 확보하기 위함이며, 자본잠식 등 관리대상종목으로 한번이라도 선정된 기업은 정상적인 기업환경에서 경영이 이루어졌다고 보기 어려우므로 제외시켰다. 나머지 본 연구에서 사용하고자 하는 변수들에 대한 자료를 구할 수 없거나 공시 상에 제시된 재무자료들이 정확하게 제시되어 있지 않은 기업들도 분석자료의 정확성 확보를 위해 표본에서 제외시켰다.

분석에 필요한 자료는 금융감독원 전자공시시스템 내에서 개별 기업이 보고한 사업보고서와 FnGuide 등을 이용하여 수집하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 기초통계량 및 상관관계

가설검증에 앞서 기초통계량 및 상관관계 분석을 실시하였고 그 결과를 <표 1>과 <표 2>에 제시하였다.

먼저 <표 1>에는 회귀분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 제시하였다.

<표 1> 변수에 관한 기술통계량

	평균	표준편차	최소값	중앙값	최대값
<i>DIV/E</i>	0.247	0.808	-4.547	0.147	6.056
<i>LEV</i>	0.483	0.192	0.009	0.508	0.937
<i>5%BH</i>	0.091	0.098	0.000	0.070	0.431
<i>FOR</i>	0.216	0.213	0.000	0.162	0.875
<i>OWN</i>	0.357	0.185	0.022	0.351	0.900
<i>SIZE</i>	27.813	2.201	22.964	28.120	32.425
<i>FCF</i>	0.092	0.164	-0.455	0.073	0.816
<i>MTBR</i>	1.180	0.591	0.347	1.051	6.027



주) 1) *DIV/E* : 당기순이익 대비 현금배당 비율, *LEV* : 부채비율, *5%BH* : 5%이상 주식을 보유한 외부대주주 수, *FOR* : 외국인 투자자 지분율, *OWN* : 내부자 지분율, *SIZE* : 기업규모, *FCF* : 잉여현금흐름. *MTBR* : 성장가능성.

분석결과를 살펴보면 대부분 변수들의 평균값과 중앙값에 큰 차이를 보이지 않는 것으로 나타났다. 먼저 당기순이익 대비 현금배당 비율을 살펴보면 최대값이 6.056으로 당기순이익에 비해 6배 정도의 현금배당을 실시하는 기업이 표본에 포함되어 있는 것으로 나타났고 반대로 최소값이 -4.547로 나타나 손손실이 났음에도 불구하고 배당을 지급한 기업들도 표본에 다수 포함되어 있음을 알 수 있다.

외부 자본조달 제약 변수로 고려한 부채비율(총자산 대비 부채 비율)의 경우 평균값이 0.483으로 나타났으나 부채가 거의 없는 무부채 기업(최소값 0.009)과 거의 대부분의 외부 자금을 부채를 통해 조달하는 기업(최대값 0.937)도 표본에 포함되어 있음을 알 수 있다. 5%이상 주식을 소유하고 있는 외부 대주주의 평균 지분율은 약

9% 수준으로 나타났고, 외국인 투자자 지분율, 내부자 지분율(최대주주 및 특수관계자 지분율)의 평균값도 각각 22%와 36%로 나타났다.

통제변수로 고려한 기업규모(매출액의 자연대수 값)와 영업현금흐름(총자산 대비 영업현금흐름 비율), 성장가능성(자산의 장부가치 대비 시장가치의 비율)은 대부분 평균값과 중앙값 사이에 큰 차이를 보이지 않아 정규성은 크게 문제되지 않을 것으로 판단된다.

한편 1차적으로 종속변수인 현금배당 수준과 독립변수, 통제변수들 사이의 관련성을 확인하고, 다중회귀분석 시 독립변수들의 다중공선성으로 인한 영향을 살펴보기 위해 우선적으로 모든 변수들을 대상으로 상관관계 분석을 실시하였고 그 결과를 <표 2>에 제시하였다.

<표 2> 상관관계 분석

	<i>DIV/E</i>	<i>LEV</i>	<i>5%BH</i>	<i>FOR</i>	<i>OWN</i>	<i>SIZE</i>	<i>FCF</i>	<i>MTBR</i>
<i>DIV/E</i>	1							
<i>LEV</i>	-0.148**	1						
<i>5%BH</i>	0.093	0.034	1					
<i>FOR</i>	0.106*	-0.143**	0.126*	1				
<i>OWN</i>	-0.022	0.106*	-0.031	-0.276**	1			
<i>SIZE</i>	0.029	0.021	0.126*	0.361**	-0.357**	1		
<i>FCF</i>	0.195**	-0.173**	0.175**	0.252**	-0.076	0.251**	1	
<i>MTBR</i>	-0.121*	-0.033	0.167**	0.258**	-0.183**	0.165**	0.237**	1

주) 1) *DIV/E* : 당기순이익 대비 현금배당 비율, *LEV* : 부채비율, *5%BH* : 5%이상 주식을 보유한 외부대주주 지분율, *FOR* : 외국인 투자자 지분율, *OWN* : 내부자 지분율, *SIZE* : 기업규모, *FCF* : 잉여현금흐름. *MTBR* : 성장가능성.

2) \*, \*\* 는 각각 유의수준 0.05, 0.01에서 유의적임.

<표 2>를 살펴보면 부채비율(*LEV*), 성장가능성(*MTBR*)은 종속변수인 현금배당 비율(*DIV/E*)가 통계적으로 유의한 음(-)의 상관관계를 보이는 것으로 나타났고, 외국인 지분율, 잉여현금흐름의 경우 현금배당 비율과 양(+)의 관련성을 보

이는 것으로 나타났다. 이는 부채비율이 높거나 성장가능성이 높은 기업에서 현금배당 보다는 잉여금의 내부유보를 선호하는 것으로 해석할 수 있고, 반대로 외국인 지분율이 높거나 잉여현금흐름이 많은 기업에서 보다 많은 현금배당을

지급한다는 것을 의미한다.

외부 자본조달 제약 변수로 고려한 부채비율의 경우 외국인 지분율, 잉여현금흐름과 음(-)의 관련성을 보였고, 내부자 지분율과는 양(+)의 관련성을 보였다. 이는 외국인 투자자들이 부채를 통한 자금조달을 많이 한 기업에 투자를 선호하지 않으며 내부자 지분율이 높을수록 부채를 통한 자금조달을 보다 많이 하는 것으로 해석할 수 있다.

소유구조 변수들 사이에는 외국인 지분율과 5%이상 주식을 보유한 외부대주주 지분율 사이에 양(+)의 관련성이 반대로 내부자 지분율과는 음(-)의 관련성을 보이는 것으로 나타났다. 특히 외국인 지분율은 통제변수로 고려한 기업규모, 잉여현금흐름, 성장가능성과 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성을 보였는데, 이는 기업규모가 크고 영업현금흐름 수준이 높으며 성장가능성이 높은 기업에 외국인들이 보다 많은 투자가 이루어지고 있음을 의미하는 결과라 할 수 있다.

상관관계 분석결과 0.6이상의 상관계수값을 보이는 변수들이 발견되지 않아 다중공선성이 크게 의심되는 수준은 아닌 것으로 판단되나 회귀분석 시 VIF 검증을 실시하여 다중공선성 여부를 탐지한 결과 2이하의 값이 제시되어 다중공선성은 크게 문제되지 않을 것으로 보인다.

## 2. 가설검증 결과

본 연구의 제반 가설의 실증분석을 위한 회귀분석을 실시하였고 그 결과를 <표 3>과 <표 4>에 제시하였다. <표 3>은 외부 자본조달 제약이 현금배당 수준에 미치는 영향을 검증한 결과이고, <표 4>는 소유구조 변수를 고려하여 외부 자본조달 제약과 소유구조 변수의 상호작용이 현금배당 수준에 미치는 영향을 분석한 결과이다.

먼저 <표 3>을 살펴보면 외부 자본조달 제약 변수인 부채비율(LEV)의 계수값이 기대부호와 동일하게 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 보이는 것으로 나타났다([가설 1] 채택). 이는 외부 자본조달 제약이 큰 기업일수록 현금배당을 선호하지 않는다는 것으로 기업은 배당으로 인해 미래 자본비용이 증가되는 것을 선호하지 않으며, 반대로 미래 자본비용의 상승을 막기 위해 현금배당 보다는 잉여금의 내부 유보를 선호하는 것으로 해석할 수 있다.

통제변수로 고려한 기업규모, 영업현금흐름, 성장가능성은 기대한 바와 동일하게 현금배당 수준에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 구체적으로 기업규모가 클수록, 잉여현금흐름이 많을수록 보다 높은 수준의 현금배당을 실시하는 것으로 나타났고(통계적으로 유의한 양(+))의 관련성을 보임), 반대로 성장가능성이 큰 기업에서는 미래 성장을 위해 필요한 자금을 확보하는 차원에서 배당을 통한 사외유출 보다는 잉여금의 사내 유보를 선호하는 것으로 해석할 수 있겠다.

<표 3> 외부 자본조달 제약이 현금배당 수준에 미치는 영향

$DIV/E_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 * LEV_{i,t} + \alpha_2 * SIZE_{i,t} + \alpha_3 * FCF_{i,t} + \alpha_4 * MTBR_{i,t} + \epsilon$			
변수	기대부호	계수값	t값
절편		0.008	0.177
LEV	-	-1.317	-6.235***
SIZE	+	0.036	1.976**
FCF	+	0.682	2.672***
MTBR	-	-0.239	-3.489***

ID	포함
YD	포함
수정결정계수	0.15
F-값	17.294***

주) 1)  $DIV/E$  : 당기순이익 대비 현금배당 비율,  $LEV$  : 부채비율,  $5\%BH$  : 5%이상 주식을 보유한 외부대주주 수,  $FOR$  : 외국인 투자자 지분율,  $OWN$  : 내부자 지분율,  $SIZE$  : 기업규모,  $FCF$  : 잉여현금흐름.  $MTBR$  : 성장가능성.  
 2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.

한편 외부 자본조달 제약과 소유구조가 현금 배당 수준에 미치는 영향을 다중회귀분석을 통해 실증 분석하였고 그 결과를 <표 4>에 제시하였다.

우선 외부 자본조달 제약과 5%이상 주식을 소유한 외부 대주주 지분율의 상호작용 ( $LEV*5\%BH$ ), 외국인 투자자 지분율의 상호작용 ( $LEV*FOR$ )이 현금배당 수준에 미치는 영향을 분석한 결과 통계적으로 유의한 양(+)의 관련성이 확인되었다. 이는 외부 자본조달 제약이 있는 상황에서 5%이상 주식을 소유한 외부 대주주의

지분율이 높을수록, 외국인 투자자 지분율이 높을수록 현금배당 수준이 높다는 것으로 경영자 기회주의 가설이 지지되는 결과라 할 수 있다. 그러나 외부 자본조달 제약과 내부자 지분율의 상호작용 변수( $LEV*OWN$ )의 경우 현금배당 수준에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났는데, 이는 내부자 지분율이 높은 기업의 경우에는 외부 자본조달 제약이 있는 상황에서 현금배당 수준을 낮춤으로써 현금배당을 통해 미래 자본비용 부담이 높아지는 것을 완화시키려 한다는 것으로 대체가설이 지지되는 결과라 할 수 있다.

<표 4> 외부 자본조달 제약과 소유구조가 현금배당 수준에 미치는 영향

$$DIV/E_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * LEV_{i,t} + \beta_2 * 5\%BH_{i,t} + \beta_3 * FOR_{i,t} + \beta_4 * OWN_{i,t} + \beta_5 * LEV_{i,t} * 5\%BH_{i,t} + \beta_6 * LEV_{i,t} * FOR_{i,t} + \beta_7 * LEV_{i,t} * OWN_{i,t} + \beta_8 * SIZE_{i,t} + \beta_9 * FCF_{i,t} + \beta_{10} * MTBR_{i,t} + \epsilon$$

변수	기대부호	계수값	t값
절편		1.839	3.187
LEV	-	-0.738	-3.226***
5%BH		-0.659	-1.463
FOR		-0.105	-0.471
OWN		0.365	1.541
LEV*5%BH	+/-	4.625	5.396***
LEV*FOR	+/-	2.107	4.199***
LEV*OWN	+/-	-1.122	-2.823***
SIZE	+	-0.043	-2.126**
FCF	+	0.616	2.444**
MTBR	-	-0.294	-4.375***
ID		포함	
YD		포함	
수정결정계수		0.222	
F-값		11.545***	

주) 1)  $DIV/E$  : 당기순이익 대비 현금배당 비율,  $LEV$  : 부채비율,  $5\%BH$  : 5%이상 주식을 보유한 외부대주주 수,  $FOR$  : 외국인 투자자 지분율,  $OWN$  : 내부자 지분율,  $SIZE$  : 기업규모,  $FCF$  : 영업현금흐름.  $MTBR$  : 성장가능성.  
 2) \*, \*\*, \*\*\*는 각각 유의수준 0.1, 0.05, 0.01에서 유의적임.

통제변수로 고려한 잉여현금흐름은 예상한 바와 동일하게 현금배당 수준과 양(+)의 관련성을 보였고, 성장가능성은 기대부호와 동일하게 종속변수와 음(-)의 관련성을 보였다. 그러나 <표 3>에 제시된 결과와는 달리 소유구조 변수를 포함시킬 경우 기업규모는 음(-)의 관련성을 보이는 것으로 나타났다.

## V. 결 론

본 연구는 외부 자본조달 제약의 크기가 현금배당 수준에 미치는 영향을 검증하고, 특히 이들의 영향관계에 소유구조(5%이상 주식을 보유한 외부 대주주 지분율, 외국인 투자자 지분율, 내부자 지분율)가 어떤 조절효과를 가지는지를 분석하였다.

2000년부터 2011년까지 유가증권 시장에 상장된 370개 기업-연도 자료를 바탕으로 다중회귀 분석 모형에 의해 가설검증한 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 외부 자본조달 제약이 큰 기업의 경우 현금배당 수준이 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 기업이 잉여금을 배당을 통해 유출시키기 보다는 내부에 유보시킴으로써 미래 발생할 외부 자본조달 비용을 완화시키기 위해 노력한다는 것을 간접적으로 규명한 결과라 할 수 있다.

둘째, 외부 자본조달 제약이 큰 기업에서 상당수(5% 이상)의 주식을 보유한 외부대주주 지분율이 높을수록 현금배당 수준이 높아지는 것으로 나타났다. 이는 외부 자본조달 제약과는 상관없이 높은 현금배당을 실시함으로써 잉여현금흐름의 보유를 통한 대리인 문제를 완화시키려 노력한다고 해석할 수 있다(경영자 기회주의 가설).

셋째, 외부 자본조달 제약과 외국인 투자자 지

분율의 상호작용이 현금배당 수준에 미치는 영향을 검증한 결과 외부 자본조달 제약의 크고, 외국인 투자자 지분율이 높은 기업일수록 현금배당 수준이 높아지는 것으로 나타났다. 이는 앞서 제시한 경영자 기회주의 가설을 지지하는 결과라 할 수 있다.

마지막으로 내부자 지분율의 조절효과를 검증한 결과 이전 소유구조 변수의 결과와는 달리 현금배당 수준이 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 내부자의 경우 배당을 통한 사외유출 보다는 기업의 내부에 자금을 유보시킴으로써 추후 발생할 수 있는 자본비용을 절감하고자 하는 것으로 대체가설이 지지되는 결과라 할 수 있다.

이런 결과에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 한계점이 존재한다. 연구의 한계점은 본 연구 결과를 해석함에 있어 주의해야 할 부분임과 동시에 유사 분야에 대한 미래 연구과제이기도 할 것이다.

먼저 본 연구의 실증분석을 위한 자료를 입수하는 과정에서 상당수의 기업들이 분석 표본에서 제외되었다. 추후 보다 많은 기업자료를 확보하여 분석을 수행한다면 보다 의미있는 결과를 도출할 수 있을 것으로 보인다.

또한 현금배당 외에 자사주 매입을 통한 주식배당도 기업이 시행할 수 있는 중요한 배당 수단임에도 불구하고 본 연구는 현금배당에 초점을 맞추어 분석이 수행되었다. 연구를 확장하여 외부 자본조달 제약과 소유구조가 기업의 배당정책에 미치는 영향을 살펴보는 것도 중요한 연구 주제일 수 있을 것이다.

이런 연구의 한계에도 불구하고 본 연구는 부채를 통한 자본조달 제약이 현금배당 수준에 미치는 영향과 이런 영향관계에 소유구조가 미치는 효과를 검증해 보았다는 데 연구의 의의를 둘 수 있다.

## 참고문헌

1. 김성민·이은정(2003), 대리인문제 및 외부자본조달제약 하에서 지배구조와 배당정책, 증권학회지, 37(5), 949-981.
2. 박종일(2003), 기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로, 회계학연구, 28(2), 135-172.
3. 설원식·김수정(2003), 스톡옵션 부여 기업의 장기성과에 관한 연구, 증권학회지, 32(1), 173-217.
4. 신성욱(2007), 기업지배구조가 경영자보상과 미래경영성과에 미치는 영향. 부산대학교 박사학위논문.
5. 신성욱(2011), 경영자 보유 스톡옵션 가치가 기업의 배당정책에 미치는 영향, 경영과 정보연구, 30(3), 217-239.
6. 신준용·변동현(2002), 기업소유구조와 대리인비용의 관계에 관한 연구. 회계저널, 11(3), 67-85.
7. 지성권·신성욱·변설원(2009), 자본구조가 경영자 성과-보상 민감도에 미치는 영향, 관리회계연구, 9(2), 1-30.
8. 최원주(2013), 기업지배구조와 경영자 유인보상제도의 관련성, 부산대학교 박사학위논문.
9. Chae, J., Kim, S. M., Lee, E. J(2009), How corporate governance affects payout policy under agency problems and external financing constraints, Journal of Banking & Finance, 33, 2093-2101.
10. Chi, J. and Lee, D. S(2005), The Conditional nature of the value of corporate governance, Financial Management Association, Chicago, Illinois.
11. Core, J. E., Holthausen. R. W., Larcker, D. F(1999), Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance. Journal of Financial Economics, 51, 371-406.
12. Dittmar, A., Mahrt-Smith, J., Servaes, H(2003), International corporate governance and corporate cash holdings, Journal of Financial and Quantitative Analysis, 38, 111-133.
13. Easterbrook, F(1984), Two agency cost explanations of dividends, American Economic Review, 74, 650-659.
14. Finkelstein, S. and Hambrick. D(1989), Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. Strategic Management Journal, 10, 121-134.
15. Jensen, G., Solberg, D., Zorn, T(1992), Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies. Journal of Finance and Quantitative analysis, 27, 247-264.
16. Jensen, M(1986), Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers, American Economic Review Papers and Proceedings 76, 323-329.
17. La Porta, R., Shleifer, Lopez-de-Silanes. A., Vishny, R(2000), Agency problems and dividend policies around the world, Journal of Finance, 55(1), 1-33
18. Rozeff, M. S(1982), Growth, beta and agency cost as determinants of dividend payout ratios, Journal of Financial Research, 5, 249-259.
19. Smith. C. and Watts, R(1992), The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies. Journal of Financial Economics, 32, 263-2

## Abstract

### External financing constraints and Dividend Policy in accordance with the ownership structure<sup>†</sup>

Chi, Sung-Kwon\*

This paper investigate the impact of external financing constraints(EFC) on the dividend policy(cash dividend ratio) and the impact of interaction of ownership structure(①the percentage of shares held by external blockholder who owns at least 5% of equity(5% BHR), ② the percentage of shares held by foreign investors(Foreign), ③ the percentage of shares by insider shareholders(Insider)) and external financing constraints on the dividend policy.

The purpose mentioned above are empirically tested using 370 firm-year data listed on the Korean Exchange(KRX) with multiple regression method. Summarizing the results of analysis as following;

Firstly, we find that EFC has negative relationship with cash dividend ratio.

Secondly, interaction of 5% BHR and EFC has positive relationship with cash dividend ratio. Also, interaction of Foreign and EFC has positive relationship with cash dividend ratio. But, Insider and EFC has negative relationship with cash dividend ratio.

This study contributes to research related to dividend policy by recognizing that ownership structure influences the dividend policy.

Key Words: Dividend policy, Exter financing constraints, Ownership structure

---

<sup>†</sup> This study was supported by the Fund for Humanities & Social Studies at Pusan National University 2013.

\* Professor, Dept. of Business Administration, Pusan National University, chisk@pusan.ac.kr