

## 대리인비용, 기업지배구조와 배당정책

김 성 민 (한양대학교)

# 대리인비용, 기업지배구조와 배당정책

김성민(한양대학교)\*

## < 요약 >

대리인이론에 따르면 대리인비용이 상대적으로 높을 가능성이 있는 기업의 경우 기업의 지배구조가 더 중요하다는 것을 제기하고 있다. 합리적인 투자자라면 발생할 가능성이 없는 사건에 대한 안전장치에 대해 별로 가치를 부여하지 않을 것이기 때문이다. 이와 관련하여 Jensen(1986)은 잉여현금흐름의 대리인문제는 기업의 재량적인 자금이 상당부분 존재할 경우에만 발생할 수 있음을 주장한다. 그러나 아직까지 지배구조와 배당정책 간의 관계에 대한 선행 연구에서 대리인문제의 가능성에 대한 투자자인식을 통제한 경우는 거의 없었다. 본 연구는 지배구조와 배당정책간의 관계를 지배구조와 잉여현금흐름과의 상호효과(interaction effect)를 고려하여 설정함으로써 Jensen의 주장을 직접적으로 검증하고자 한다.

본 연구는 구체적으로 Jensen의 잉여현금흐름가설의 기반위에 La Porta의 (2000)의 두 가지 형태의 대리인비용가설, 즉 경영자기회가설과 대체가설을 검증하고자 한다. 경영자기회가설에 의하면 주주권리의 강도가 강할 경우 배당을 많이 지급하고, 주주권리의 강도가 약할 경우 배당을 적게 지급한다는 것이다. 즉, 경영자에 대한 감시활동을 통해 주주이익환원을 위한 배당을 증가시킨다는 것이다. 반면 대체가설에 의하면 주주권리의 강도가 강할 경우 대리인문제가 상대적으로 경감될 수 있으므로 대리인비용의 추가절감을 위한 방안으로 굳이 배당을 많이 지급할 필요가 없을 것이다.

2004년과 2005년 한국기업지배구조개선지원센터에서 발표한 기업지배구조 점수와 배당관련 지표, 여타 배당정책에 영향을 미치는 통제변수를 동시에 고려해 실증분석 한 결과 국내의 경우 전반적으로 경영자기회가설을 지지하는 것으로 나타났다. 특히 높은 잉여현금흐름을 가진 기업일수록 상대적으로 낮은 잉여현금흐름을 가진 기업에 비해 지배구조개선에 따른 배당증가효과가 더욱 민감하게 나타나 Jensen의 주장과 일관된 결과를 보여주었다. 이는 국내 기업의 경우 백분율로 환산한 지배구조점수가 2004년 39.2%에서 2005년 38.1%로 여전히 절대적으로 낮은 수준이며, 따라서 지배구조가 개선될수록 주주들의 이익환원에 대한 욕구가 상대적으로 강해진다는 것을 의미한다.

핵심용어: 대리인비용, (기업)지배구조, 배당정책, 잉여현금흐름, 주주권리

본 연구를 위해 기업지배구조점수에 대한 데이터를 제공해주신 최도성 교수님께 감사를 표한다.  
\*한양대학교 경상대학 경영학부 교수, [sminkim@hanyang.ac.kr](mailto:sminkim@hanyang.ac.kr)

## 1. 서론

외환위기 이전까지 대다수의 한국 기업들은 이익분배의 차원에서 주주에게 배당을 지급하기보다는 투자 여력의 확보 및 여타 다른 이유로 사내유보를 선호했던 것이 사실이다. 그러나 외환위기 이후 외국인들의 국내 자본시장 참여가 확대되면서 주주의 권리에 대한 사회적 인식의 변화와 함께 기업의 배당 정책에도 변화가 생기기 시작했다. 최근에 기업들은 주주권리와 기업지배구조의 개선에 대한 관심이 집중되면서 배당과 자사주매입 등 주주의 이익환원정책에 적극적으로 나서고 있다. 하지만 배당을 과다하게 지급할 경우 이는 곧 투자 여력의 감소로 이어지고, 기업의 경쟁력 악화로 이어질 수 있기 때문에 한편에선 단기적인 배당 증가에 대한 우려의 목소리가 있는 것도 사실이다. 특히 외국인 투자자들은 기업의 지배구조 개선에 상당한 역할을 하고 있는 것이 사실이지만, 한편으론 단기적인 주주의 이익환원정책에 치중하고 있는 것이 아니냐는 주장도 제기되고 있다. 본 연구는 최근의 기업의 배당정책 및 지배구조개선 현황, 그리고 이의 상관관계를 대리인이론에 입각하여 분석하고자 한다.

Miller-Modigliani(1961)는 주지하듯이 완전자본시장하에서 기업의 투자의사결정이 주어진 경우 배당정책의 무관련성을 제기하였다. 이후 완전자본시장가정을 완화한 수많은 논문들이 보고되고 있다. 예를 들어, 정보비대칭(Bhattacharya(1979), Miller & Rock(1985), Ambarish, John & Williams(1987)), 세금(Litzenberger & Ramaswamy(1979), Miller & Sholes(1982, 1978), Kalay(1982), Kalay & Michaely(1993)), 거래비용(Del Guercio(1996)), 대리인비용(Rozeff(1982), Easterbrook(1984), Jensen(1986) Lang & Litzenberger(1989), Agrawal, Jayaraman(1994)) 등이 현실적으로 존재할 경우 배당정책이 기업가치에 어떠한 영향을 줄 것인지에 대한 연구가 진행되어 왔다.<sup>1)</sup>

본 연구는 대리인비용이 배당정책을 결정하는 하나의 요인임을 분석하고자 한다. 대리인이론에 근거하여 배당정책은 심각한 대리인비용에 의해 영향을 받으며,

---

1) 배당정책의 관한 기존문헌 연구는 Allen과 Michaely(2002), 최도성, 김성민(2005) 참조 바람.

대리인비용은 주주권리의 강도와 관련이 있음을 제기한다. 따라서 대리인비용을 매개체로 하여 배당지급과 주주권리의 강도 사이에 관계가 있을 것으로 추정한다. 구체적으로 본 논문은 배당정책이 주주권리의 강도를 나타내는 기업지배구조와 어떻게 연관되는지를 면밀히 조사하고자 한다.

대리인문제는 소유와 경영의 분리로 인해 발생한다. 따라서 주주의 권리가 심하게 제한되어 있을 경우 경영자는 주주의 약한 권리를 이용하여 주주의 이해보다 자신의 사적이익을 우선시하는 방향으로 의사결정을 하게 됨으로써 더 높은 대리인 비용을 유발할 것으로 예상된다. Easterbrook(1984), Jensen(1986) 등에 따르면 배당지급은 주주의 이해를 최우선시하는 방향으로 의사결정을 할 필요가 없는 경영자에게 이용가능한 잉여현금흐름(free cash flow)을 감소시킴으로써 대리인비용을 경감하는 것으로 주장되어 왔다. Easterbrook(1984)은 배당지급이 기업으로 하여금 유상증자나 회사채, 은행차입금 등과 같은 외부자본조달시장에 더 많이 노출시킴으로써 기업가치에 대한 감시가 가능해지며 이를 통해 대리인비용을 절감할 수 있다고 주장한다.

대리인이론에 따르면 대리인비용이 상대적으로 높을 가능성이 있는 기업의 경우 기업의 지배구조가 더 중요하다는 것을 제기하고 있다. 합리적인 투자자라면 발생할 가능성이 없는 사건에 대한 안전장치에 대해 별로 가치를 부여하지 않을 것이기 때문이다. 그러나 아직까지 지배구조와 배당정책 간의 관계에 대한 선행연구에서 대리인문제의 가능성에 대한 투자자인식을 통제한 경우는 거의 없었다. Jensen(1986)은 대리인비용이 기업이 '상당한' 잉여현금흐름을 발생할 경우 특히 심각하다고 주장하고 있다. (agency costs "are especially severe when the organization generates 'substantial' free cash flow.") 본 연구는 '상당한'이란 단어를 주목하고자 한다. 왜냐하면 기존의 선행연구에서 기업지배구조와 배당정책과의 관계에 대한 분석 시 일반적으로 이 점이 무시되어 왔기 때문이다. 본 연구는 배당정책과 지배구조와의 관계를 파악할 때 기업 간의 가능한 대리인비용의 차이를 고려하지 않을 경우 상당부분 통계적인 유의성이 결여될 수 있거나 해석에 오류가 생길 수 있음을 보여주고자 한다. 극단적으로 잉여현금흐름수준이 매우 낮을 경우 대리인비용이 낮게 인식되므로 지배구조와 배당정책간의 관계는 비유의적일 것으로 추정된다.

그럼에도 불구하고 기존 연구의 대부분은 지배구조와 배당정책이라는 단순한 2차원의 관계에서 실증분석이 실시되었다. 그러나 Jensen이 주장한 것은 3차원의 관계이다. 즉, 잉여현금흐름의 대리인문제는 기업의 재량적인 자금이 상당부분 존재할 경우에만 발생할 수 있음을 주장한다. 본 연구는 지배구조와 배당정책간의 관계를 지배구조와 잉여현금흐름과의 상호효과(interaction effect)를 고려하여 설정함으로써 Jensen의 주장을 직접적으로 검증하고자 한다.

본 연구는 구체적으로 Jensen의 잉여현금흐름가설의 기반위에 La Porta의(2000)의 두 가지 형태의 가설, 즉 경영자기회가설("outcome model")과 대체가설("substitute model")을 검증하고자 한다. 경영자기회가설에 의하면 주주권리의 강도가 강할 경우 배당을 많이 지급하고, 주주권리의 강도가 약할 경우 배당을 적게 지급한다는 것이다. 즉, 경영자에 대한 감시활동(monitoring)을 통해 주주이익 환원을 위한 배당을 증가시킨다는 것이다. 반면 대체가설에 의하면 주주권리의 강도가 강할 경우 대리인문제가 상대적으로 경감될 수 있으므로 대리인비용의 추가절감을 위한 방안으로 굳이 배당을 많이 지급할 필요가 없다는 것을 시사한다. La Porta의(2000)는 33개국 4,000여개의 기업을 대상으로 실증분석 한 결과 해당 국가의 주주를 보호하기 위한 법과 배당정책과의 연관성을 통해 대리인 문제와 배당에 관한 주주의 권리를 효과적으로 보호하는 관련법이 제도적, 관습적으로 마련되어있는 국가들은 대체적으로 배당을 많이 지급하여 경영자기회가설을 지지하는 것으로 나타났다.

본 연구는 Jensen(1986)의 주장을 근거로 대리인비용을 인식할 수 있는 대용변수로서 잉여현금흐름을 사용하고자 한다. 잉여현금흐름의 실체가 자의적일 수 있음을 고려하여 매년 총자산대비 잉여현금흐름의 비율을 분류하여, 상위 1/4 이상에 위치한 기업들은 '상당한' 잉여현금흐름을 보유한 것으로 구분하였다. 이러한 과정을 2004년, 2005년 2년간 반복하여 변수의 횡단면 변동성뿐만 아니라 기업 내의 동적인 시계열 변동성에 대한 실증분석을 실시하였다.

2004년, 2005년 한국기업지배구조개선지원센터(KCGS)에서 발표하는 기업지배구조점수(CGI)와 배당관련 지표, 여타 배당정책에 영향을 미치는 통제변수를 동시에 고려해 실증분석 한 결과 국내의 경우 전반적으로 경영자기회가설을 지지하는 것으로 나타났다. 특히 배당지표는 높은 잉여현금흐름을 가진 기업들일수록

상대적으로 낮은 잉여현금흐름을 가진 기업들에 비해 지배구조개선에 따른 배당 증가효과가 더욱 민감하게 나타났다. 질적인 성격에도 불구하고 ‘상당한’이라는 개념은 여타 다른 측정치에 비해 robust 한 것으로 나타나 Jensen의 주장과 일관된 결과를 보여주었다. 이는 국내 기업의 경우 외환위기 이후 주주권리의 강도가 강해지면서 주주들의 이익환원에 대한 욕구가 상대적으로 강해졌다는 것을 의미한다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 2장에서는 대리인비용, 배당정책 및 지배구조에 관한 기존연구를 정리하고 본 연구의 공헌 및 차별성을 제시한다. 3장에서는 본 연구의 가설을 설정하며, 4장에서는 실증모형을 설명하고자 한다. 5장은 표본 및 주요 변수를 설명하고, 6장은 실증분석결과를 보여준다. 요약 및 한계점은 7장에 제시한다.

## 2. 선행 연구 및 본 연구의 차별성

본 장에서는 1장에서 설명한 La Porta외(2000), Jensen(1986), Easterbrook (1984)외에 본 연구와 관련 있는 선행연구를 요약하고 본 연구의 차별성을 제시하고자 한다.

Agrawal & Jayaraman(1994)은 부채기업과 무부채기업의 배당정책을 비교하였다. 배당정책이 경영자들이 잉여현금을 과대투자 하는 문제에 의해 영향을 받는다면 무부채기업은 영업이익의 일부를 이자로 지급하는 부채기업 보다 더 많은 이익을 배당의 형태로 분배하여야 한다고 주장한다. 이러한 예측의 연장선상에서 무부채기업의 배당지급비율이 부채기업의 배당지급비율에 비해 유의적으로 높다고 보고하였다. 또한 경영자가 상당한 주식을 보유한 무부채기업(아마도 경영자와 주주의 이해관계가 더욱 일치하는 기업)의 경우 주식을 거의 소유하지 않은 기업에 비해 더 낮은 배당을 지급하는 것으로 나타났다. 대체적으로 이러한 결과는 배당이 잉여현금의 사용과 관련하여 경영자와 주주간의 이해관계의 상충을 감소시키는 방법으로 사용된다는 것을 의미하고 있다.

Lie(2000)는 현금배당의 공시효과에 대해 정보효과가설과 잉여현금흐름가설로

나누어 분석하였다. 현금배당은 미래 기업의 수익성에 대한 신호를 한다는 것이 정보효과가설이며, 현금배당이 경영자와 주주의 대리인문제를 완화시켜준다는 것이 잉여현금흐름가설이다. 특별배당, 정기배당의 증가, 자사주 매입의 세 가지 형태로 분류하여 검증한 결과, 이 중 하나를 실시한 회사는 산업평균 보다 사건일 전에 더 많은 잉여현금을 가지고 있는 것으로 나타났다. 대규모의 현금배당은 주가에 긍정적인 영향을 미쳐 대리인 문제를 약화시키는데 기여하고 있다고 주장하면서 특히 주가는 자사주매입과 대규모 특별배당에 긍정적으로 반응하지만, 정기배당의 증가나 소규모 특별배당에는 긍정적으로 반응하지 않는다는 사실을 통해 잉여현금흐름가설을 지지하였다.

Jensen, Solberg & Zorn(1992)은 배당정책, 내부자의 주식소유비율, 레버리지에 대한 동시적인 결정에 관한 연구를 수행하였다. 이들은 배당이 경영자와 주주들 간의 이해상충문제를 줄이는 방법으로 사용된다는 실증적 증거를 제공하고 있으며, 서로 다른 이익률과 성장잠재력, 그리고 투자기회를 통제한 후 배당지급이 레버리지와 내부자 지분과 부(-)의 관계에 있음을 보여 주었다. 이러한 결과는 배당정책에 대한 Jensen의 잉여현금흐름가설과 일치한다.

Black, Kim & Jang(2006)은 지배구조와 배당정책이라는 2차원의 관계에서 국내자료를 이용하여 실증분석 한 결과 지배구조점수가 높을수록 배당을 많이 지급하는 것으로 나타났으나 지배구조와 잉여현금흐름에 대한 상호효과를 고려하지 않았다.

박광우, 박래수, 황이석(2005)은 지배구조와 대리인비용의 대응변수( $if$   $MTB < \text{중앙값} \ \& \ EBITDA > \text{중앙값}$ , 대리인비용=1로 표기한 더미변수) 간의 상호효과를 고려하여 기업지배구조와 배당정책과의 연관성을 분석하고자 하였다. 실증분석결과 2003년도 국내시장의 경우 지배구조와 배당정책에 관해 경영자 기회가설을 지지하는 것으로 보인다. 다만, 실증결과에 대한 해석에 일부 주의가 요구된다.<sup>2)</sup>

2) 해당 논문의 <표 7>의 실증분석결과 ( $CGI * \text{대리인비용}$ ) 추정계수가 유의한 음(-)의 값을 보여 “대리인문제가 심각한 기업군에서는 기업지배구조가 좋은 기업일수록 배당을 적게 지급하는 것으로 나타났다”고 해석하였는데 실증모형에서 매출액대비 배당수익률을 기업지배구조지수에 대해 1차 편미분 한 값은 (+)0.0001로 나타나 대리인문제가 심각한 기업군에서도 기업지배구조가 좋은 기업일수록 배당을 많이 지급하는 것으로 나타났다. 다만 기업지배구조변화로 인한 매출액 대비배당수익률에 대한 민감도가 (+)0.0002에서 +(0.0001)로 감소한 것을 볼 수 있다.

Chi and Lee(2005)는 잉여현금흐름을 많이 보유하고 있는 기업의 경우 지배구조가 개선될수록 기업가치가 증가할 것으로 추정하였다. 반면 지배구조의 개선을 통한 기업가치 증가의 효과는 대리인비용이 낮게 인식되는(잉여현금흐름수준이 적을 경우) 기업의 경우에는 거의 없을 것으로 추정되었다. 이러한 기업가치와 지배구조와의 조건부 관계는 기존 선행연구에서 두 변수 간에 관계가 없다는 잘못된 결론을 도출할 수 있음을 경고하였다.

본 연구는 기존 연구와 다음과 같은 차별성이 있다. 첫째, 대리인이론에 입각한 Jensen(1986)의 주장을 직접적으로 검증하고자 한다. Jensen은 기업의 잉여현금흐름이 충분할 경우 경영자는 자신의 사적 이익을 위한 의사 결정을 내릴 요인이 강해지며 이러한 경우 주주와 경영자간의 이해상충이 더욱 심화된다고 주장하였다. 따라서 주주와 경영자간의 대리인비용 이론을 이해하는데 있어서 잉여현금흐름은 중요한 핵심 요인이다. 기존 연구에서 기업지배구조와 잉여현금흐름의 상호효과를 고려하지 않고 분석할 경우 실증 분석의 유의성을 떨어뜨리거나, 분석결과에 대한 해석에 오류가 초래할 수 있다고 판단하는 바 본 연구에서는 기업지배구조와 잉여현금흐름의 상호효과를 통해 기업지배구조와 배당정책과의 관계를 살펴볼 것이다. 본 연구는 대리인비용의 대용변수로서 박광우외(2006)와 달리 Jensen(1986)이 주장한 잉여현금흐름수준을 지속변수(continuous variable)로 직접 사용하였다.

둘째, 본 연구는 2004년, 2005년도 2개년 시계열자료를 이용하여 이 기간 동안의 기업지배구조 개선정도에 따른 배당정책의 변화를 분석하고자 한다. 기존의 박광우 외(2004), Black 외(2006) 등의 연구에서는 시계열분석을 통한 기업지배구조와 배당정책의 변화에 대한 연구 결과가 제시되지 않았으며 본 연구는 주어진 시점의 횡단면분석뿐만 아니라 두 기간 동안 기업의 동적인 시계열 변화를 살펴볼 수 있는 기회를 가짐으로써 실증분석방안의 적정성을 제고하고자 하였다.

셋째, 본 연구는 지배구조와 배당정책간의 관계가 1차 선형이 아닌 비선형관계임을 검증하고자 한다. 기존 연구에서는 지배구조와 배당정책간의 1차 선형함수관계 여부에 초점을 맞추었으며 비선형관계에 대한 논의는 없었다. 실증분석결과 배당정책이 지배구조와 2차 비선형관계임을 나타내었다.



### 3. 가설의 설정

본 연구는 Jensen(1986)의 잉여현금흐름가설을 기반으로 지배구조를 통해 주주 권한의 강도에 따라 기업의 배당정책이 어떠한 변화를 보이는지에 대해 분석할 것이다. 잉여현금흐름이 많은 경우 기업의 경영자는 사적 이익을 위한 의사결정을 내릴 유인이 더욱 커질 것이며, 반면에 잉여현금흐름이 적은 기업은 주주들이 배당을 무리하게 요구한다고 해도 지급할 여력이 없을 것으로 기대된다. 따라서 본 연구에서는 지배구조와 잉여현금흐름과의 상호효과를 고려하여 지배구조가 배당정책에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

본 연구는 La Porta외(2000)의 연구를 토대로 경영자기회주의가설과 대체가설을 설정하여 한국 기업의 배당정책에 대해 살펴보고자 한다. La Porta외(2000)는 한국은 주주의 권리를 보호하는 법이 제대로 마련되어있지 않기 때문에 주주들은 이러한 권리를 배당을 통해 확보하고자 다소 무리한 배당을 요구한다고 주장하였다. 따라서 경영자는 이러한 주주의 배당 압력에 의해 기업의 성장성과는 관계없이 많은 배당을 지급하고 있다는 것이다. 다음의 [가설 1]과 [가설 2]를 설정하여 한국 기업의 배당정책이 경영자기회가설에 의해 결정되는지, 아니면 대체가설에 의해 결정되는지에 대해 살펴볼 것이다.

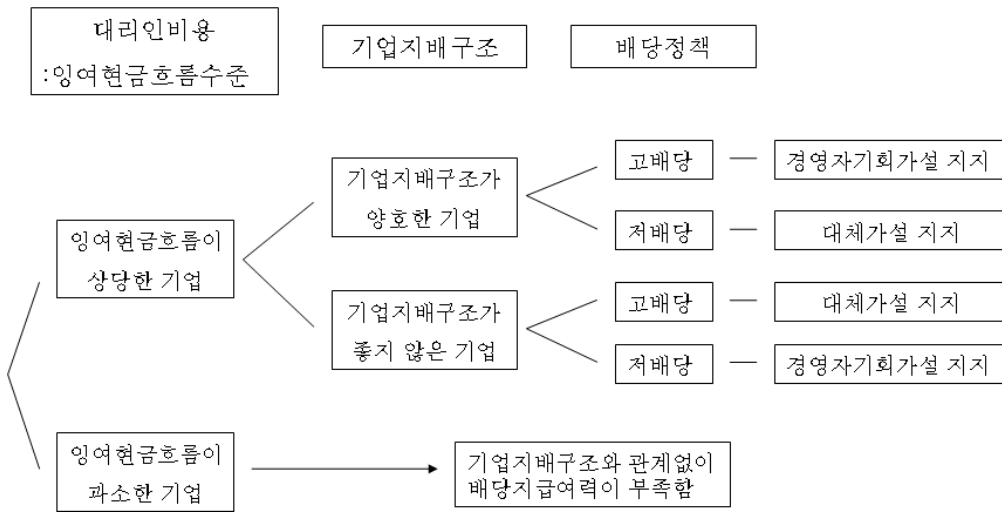
[가설 1] 경영자기회가설에 의하면 기업의 잉여현금흐름이 풍부한 경우 주주의 권한이 강한 기업은 배당을 많이 지급하고, 주주의 권한이 약한 기업은 배당을 적게 지급한다.

경영자기회가설에 의하면 기업의 경영자는 잉여현금흐름이 발생할 경우 이를 주주의 이익을 위해 사용하기보다는 자신의 사적인 이익을 위해 사용하거나 주주의 이익과 일치하지 않는 투자안에 투자할 소지가 있다.(Jensen(1986)) 따라서 주주들은 기업의 이익이 발생하면 사내유보보다는 배당을 선호하게 되며, 주주의 권한이 강한 기업은 이러한 배당 압력에 의해 배당을 많이 지급할 것이다.

[가설 2] 대체가설에 의하면 기업의 잉여현금흐름이 풍부한 경우 주주의 권한이

강한 기업은 배당을 적게 지급하고, 주주의 권한이 약한 기업은 배당을 많이 지급한다.

대체가설에 의하면 기업의 잉여현금흐름이 ‘상당한’ 경우 주주의 권리를 보호하는 법이 제대로 마련되어있지 않다면 기업은 이를 대체하기 위해 배당을 많이 지급할 것이다. 충분한 배당을 지급받은 주주들은 자신들의 권리가 배당을 통해 보장받고 있다고 느낄 것이며 기업의 입장에서는 충분한 배당 지급을 통해 쌓은 평판을 바탕으로 향후에 발생할 외부 자금 조달을 수월하게 할 수 있을 것이다. 반면에 주주의 권한이 강하다면 이들의 권리는 충분히 보장받고 있기 때문에 경영자는 배당을 많이 지급할 유인이 감소할 것이다. 따라서 본 연구의 가설은 [그림 1]과 같이 도표로 나타낼 수 있다.



[그림1] 대리인비용, 지배구조, 배당정책에 대한 가설 설정 흐름도

## 4. 실증모형

Jensen(1986)의 잉여현금흐름가설을 분석하기 위해 먼저 CGI(1) 및 FCF의 각 변수 상위1/4, 하위1/4에 위치한 기업을 두 그룹으로 분류하여 주요변수간의 차이를 분석하고자 한다. 다음으로 여타 다른 통제변수와 함께 다중회귀분석모형을 이용하여 기업지배구조지수가 배당관련지표에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 2004년, 2005년 각 연도를 대상으로 다음의 실증모형 (1)을 이용하여 CGI(1)이 배당관련지표에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

$$\begin{aligned} \text{배당지표} = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{CGI}(1) + \beta_2 \cdot \text{CGI}(1)^2 + \beta_3 \cdot \text{CGI}(1) \times \text{FCF} + \beta_4 \cdot \\ & \text{CGI}(1) \times \text{FCF} \times \text{Top1/4} + \beta_5 \cdot \text{대주주지분율} + \beta_6 \cdot \text{외국인} \\ \text{지분율} & + \beta_7 \cdot \text{자기자본수익률} + \beta_8 \cdot \text{주가대장부가치비율} + \\ \beta_9 \cdot \text{부채} & \text{비율} + \beta_{10} \cdot \text{30대기업집단더미} + \varepsilon \\ \text{-----} & \text{(1)} \end{aligned}$$

- 배당지표: 배당성향, 매출액현금배당률, 총자산현금배당률, 배당수익률
- $\text{CGI}(1)_{2004} = \frac{\text{CGI}}{285}$ ,  $\text{CGI}(1)_{2005} = \frac{\text{CGI}}{290}$
- $\text{CGI1} = \text{CGI} - \text{경영의 과실배분}$
- FCF가 Top1/4이면, Top1/4=1, 그렇지 않을 경우 Top1/4=0

실증모형 (1)에서 경영자기회가설에 의하면 CGI(1)과 종속변수인 배당지표와는 양(+)의 관계를 나타낼 것이며, 대체가설에 의하면 음(-)의 관계를 나타낼 것이다. 또한 CGI(1)<sup>2</sup>항의 회귀계수  $\beta_2$ 의 유의수준을 살펴봄으로써 명시적으로 배당정책이 기업지배구조지수와 2차 비선형관계임을 검증하고자 한다.

다음의 독립변수로서 CGI(1)×FCF는 기업지배구조와 잉여현금흐름의 상호효과를 고려하기 위해 산정하였다. CGI(1)×FCF×Top1/4은 잉여현금흐름이 전체 표본기업의 상위 1/4에 속하는 기업들, 즉 ‘상당한’ 잉여현금흐름을 보유한 기업

의 경우 지배구조와 배당정책과의 관계를 분석함으로써 Jensen의 주장을 직접 검증하고자 한다.

다음으로 배당에 영향을 주는 통제변수를 설정하기 위해 배당정책에 대한 기존의 선행 연구를 참조하였다.<sup>3)</sup> 선행 연구에 따르면 현금흐름, 수익성, 성장성, 투자기회, 부채비율 등의 변수가 기업의 배당에 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 이를 반영하여 실증모형 (1)에서는 통제변수를 다음과 같이 산정하였다; 대주주 지분율, 외국인지분율, FCF(총자산대비 영업활동현금흐름비율), 자기자본수익률, 주식시장가치/주식장부가치, 유형자산증가율, 부채비율, 30대 기업집단 그룹더미.

대주주지분율은 대주주 및 특수관계인 지분율로 기업의 소유구조를 통제하기 위해 설정하였다. 대주주지분율이 높은 기업들은 상대적으로 소액주주들의 권한이 약해지며, 취약한 기업지배구조로 인해 대리인비용을 경감시키는 방안으로 배당금을 더욱 증가시켜야 할 필요성이 있을 것으로 추론한다.

외국인지분율은 최근 외국인의 소유비중이 점점 증가하는 추세에서 이들의 지분율이 배당정책에 미치는 효과를 파악하기 위해 도입하였다. 외국인지분율은 대리인이론의 관점에서 보았을 때 추가적인 기업의 감시기능을 가능하게 함으로써 배당정책에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대한다. 자기자본이익률은 기업의 수익성을 나타내는 지표로서 사용되었다. 기업의 수익성이 좋으면 배당을 많이 지급할 것으로 기대한다. 주가대장부가치비율 변수는 자기자본의 시장가치를 장부가치로 나눈 비율이며, 일반적으로 기업의 성장성을 나타내는 지표이다. 성장성이 높게 기대되는 기업은 배당지급여력이 더 많을 것으로 추정된다. 잉여현금흐름수준은 영업활동으로 인한 현금흐름을 총자산가치로 나눈 수치이다. 기업의 잉여현금흐름이 많을수록 배당여력의 증가로 더 많은 배당을 지급할 것으로 기대한다. 부채비율은 기업의 부채가 많을수록 배당 지급에 대해 보수적인 의사결정을 할 것으로 예상된다. 30대 기업집단더미 변수는 30대 기업집단의 특성을 추가로 파악하기 위해 도입하였다.

다음의 실증모형 (2)는 2004년, 2005년 2개년의 시계열자료를 이용하여 이 기간 동안의 기업지배구조 개선정도가 배당지급변화율에 미치는 영향을 분석하고자 한

---

3) Allen & Michaely(2002), 최도성·김성민(2005), 박광우외(2005), Black외(2006), 설원식·김수정(2005), La Porta외(2000) 등을 참조하였다.

다. 이를 통해 두 기간 동안 CGI(1) 및 배당지표의 동적인 변화를 추가로 살펴볼 수 있는 기회를 가짐으로써 실증분석방안의 적정성을 제고하고자 하였다.

$$\Delta \text{배당지표} = \beta_0 + \beta_1 \cdot \Delta \text{CGI}(1) + \beta_2 \cdot \Delta \text{CGI}(1) \times \text{FCF} + \beta_3 \cdot \Delta \text{CGI}(1) \times \text{FCF} \times \text{Top1/4} + \beta_4 \cdot \text{FCF} + \beta_5 \cdot \text{FCF} \times \text{Top1/4} + \varepsilon$$

----- (2)

$$\cdot \Delta D_{i,t} = \frac{D_{i,2005} - D_{i,2004}}{D_{i,2004}}$$

· 배당지표(D<sub>i</sub>): 매출액현금배당률, 총자산현금배당률, 배당수익률

$$\cdot \Delta \text{CGI}(1) = \frac{\text{CGI}(1)_{2005} - \text{CGI}(1)_{2004}}{\text{CGI}(1)_{2004}}$$

실증모형 (2)를 이용하여 배당지표변화율을 CGI(1)변화율에 대해 1차 편미분하여 CGI(1)변화율이 배당지표변화율에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 만약 편미분한 값이 평균적으로 양(+)의 값을 지닌다면 지배구조가 개선될수록 배당이 증가한다는 경영자기회가설을 지지하는 것으로 해석될 수 있으며, 반면 편미분한 값이 평균적으로 음(-)의 값을 지닌다면 지배구조가 개선될수록 배당이 감소한다는 대체가설을 지지하는 것으로 해석될 수 있을 것이다.

실증모형(1)과 (2)에서 사용한 주요 변수를 [표 1]에 정리하였다.

## 5. 표본의 설정

본 연구는 한국증권선물거래소에 상장된 12월 결산법인 중 KCGS에서 2004, 2005 각 년도에 기업지배구조 설문조사에 응한 기업을 대상으로 실증분석을 하였다. 설문에는 2004년에 407개, 2005년에는 총 528개의 기업이 응답하였으며, 이 중 2006년 5월 현재를 기준으로 자본잠식회사, 인수·합병, 상장폐지 등을 실시한 기업은 제외하였다. 또한 금융기관은 회계처리방식, 기업지배구조 등 여타 산업과는 다른 특성이 있기 때문에 표본에서 제외하였다. 따라서 2004년은 총 300개,

2005년은 397개의 최종 표본을 추출하였다.

기업지배구조지수(CGI)는 KCGS에서 실시한 설문 결과를 통해 300점 만점으로 점수화하였다. 2004년의 CGI는 주주의 권리보호(90점), 이사회(100점), 공시(50점), 감사기구(45점), 경영의 과실배분(15점)의 5가지 하위 항목으로 구성되어있다. 2005년 CGI의 각 하위항목은 2004년과 동일하나 주주의 권리보호(90점), 이사회(90점), 공시(60점), 감사기구(50점), 경영의 과실배분(10점)으로 점수가 배분되어 주주의 권리보호를 제외한 나머지 항목에서 약간의 조정이 발생했다. 본 연구는 CGI의 총점에서 경영의 과실배분을 차감한 지배구조점수를 100%로 환산하여 측정된 CGI(1)을 통해 잉여현금흐름과의 상호효과를 고려한 기업의 배당정책을 분석하고자 한다. 연도별 CGI의 하위 항목에 대한 점수 비중의 조정은 본 연구결과에 큰 영향을 미치지 않을 것으로 기대한다. 본 연구의 데이터는 FN Data Guide를 이용하였다.

## 6. 실증분석결과

### 6.1 요약통계량

[표 2]와 [표 3]은 2004년과 2005년 주요 변수의 요약통계량을 나타낸다. 분석 결과 2004년 전체지배구조점수인 CGI의 평균 값은 111.7점에서 2005년 114.5점으로 다소 상향되었으나, 경영의 과실배분점수를 제외한 CGI1의 평균 값은 116.6점에서 110.5점으로 다소 감소하였다. CGI1점수를 100%로 환산한 CGI(1)은 2004년 39.2%에서 2005년 38.1%로 조금 낮아졌다. 두 기간의 평균이 대략 38%-39%임을 고려할 때 한국 기업의 지배구조는 아직도 개선의 여지가 많음을 알 수 있다. CGI의 하부지수인 (1)~(5)의 5개 항목에 대해서 2004년과 2005년을 비교해 볼 때 주주의 권리보호, 이사회, 공시 부분은 각 해당점수 대비 비율이 감소하였으며, 감사기구 및 경영의 과실배분은 증가한 것으로 나타났다. 2005년에 CGI(1) 점수가 낮아진 부분적인 이유는 2004년 설문조사기업이 407개인데 반해 2005년에는 529개로 설문에 응한 신규기업이 증가했으며, 신규로 설문에 응한 대부분의 기업

은 기업지배구조가 평균 이하이기 때문인 것으로 추측된다. 배당관련지표 중에서 2004년, 2005년 배당성향(21.3%, 21.6%), 매출액현금배당률(1.2%, 1.3%), 총자산현금배당률(1.1%, 1.1%)은 두 기간 거의 비슷한 반면 배당수익률은 2004년 3.8%에서 2005년 2.4%로 감소하였다. 이는 2005년 배당이 전기에 비해 증가하였음에도 불구하고 주가가 상대적으로 더 많이 증가한 결과에 기인할 수 있다. 외국인지분율은 2004년 12.8%에서 2005년 13.3%로 약간 증가하였으며, 자기자본이익률은 2004년 9.8%에서 2005년 7.5%로 낮아졌다. 부채비율은 2004년 101%에서 2005년 97%로 100%보다 낮아졌다.

## 6.2. 기업지배구조(CGI(1)) 및 잉여현금흐름(FCF) 상위 1/4 그룹과 하위 1/4 그룹간의 주요변수 값에 대한 차이 분석

[표 4]는 표본을 기업지배구조 상위 1/4인 그룹과 하위 1/4인 그룹으로 나누어 주요 변수의 평균 값의 차이에 대한 t 검정을 실시한 결과를 나타낸다. 분석 결과 2004년에는 CGI(1)이 높은 상위 1/4 그룹의 매출액현금배당률과 총자산현금배당률이 하위 1/4 그룹에 비해 유의적으로 높은 것으로 나타나 기업지배구조가 좋은 그룹이 더 많은 배당을 지급하는 것으로 나타났으나, 2005년에는 그 유의수준이 결여되었다. 한편 배당수익률은 2004년, 2005년 CGI(1)이 높은 상위 1/4 그룹의 경우 하위 1/4 그룹에 비해 유의적으로 낮은 것으로 나타나 정반대의 결과를 보여주고 있는데 이는 지배구조가 높은 기업이 배당의 증가보다 상대적으로 주가가 더 많이 증가한 것에 그 원인이 있을 수 있다. 2004년과 2005년 CGI(1)이 높은 상위 1/4 그룹의 경우 하위 1/4 그룹에 비해 대주주지분율이 유의적으로 낮고, 외국인지분율, FCF, 자기자본이익률, 주가대장부가치비율은 유의적으로 높음을 알 수 있다. 부채비율은 2004년 CGI(1)이 높은 상위 1/4 그룹의 경우 하위 1/4 그룹에 비해 유의적으로 높으나, 2005년의 경우는 비유의적이다. 기업의 투자관련 지표인 유형자산증가율은 두 그룹간 차이가 2004년, 2005년 모두 비유의적이다.

[표 5]는 표본을 잉여현금흐름(FCF) 상위 1/4인 그룹과 하위 1/4인 그룹으로 나누어 주요 변수의 평균 값의 차이에 대한 t 검정을 실시한 결과를 나타낸다. 분석 결과 2004년, 2005년에 FCF가 높은 상위 1/4 그룹이 하위 1/4 그룹에 비해

매출액현금배당률, 총자산현금배당률이 유의적으로 높은 것으로 나타나 잉여현금흐름이 많은 경우 더 많은 배당을 지급하는 것으로 나타났다. 2004년과 2005년 FCF가 많은 상위 1/4 그룹의 경우 하위 1/4 그룹에 비해 이국인지분율, 자기자본이익률, 주가대장부가치비율은 현격히 높음을 알 수 있다. 부채비율은 2004년 FCF가 많은 상위 1/4 그룹의 경우 하위 1/4 그룹에 비해 유의적으로 낮으나, 2005년의 경우는 비유의적이다. 기업의 투자관련 지표인 유형자산증가율은 2005년 FCF가 많은 상위 1/4 그룹의 경우 하위 1/4 그룹에 비해 더 크게 나타났다.

다음으로 [표 6], [표 7]은 각각 2004년, 2005년 주요 변수간의 상관관계를 보여주고 있다.

### 6.3. 기업지배구조가 배당지표에 미치는 영향 분석결과

기업지배구조가 주어진 배당관련지표에 미치는 영향을 살펴보기 위해 본 연구는 4가지 실증모형을 설정하여 검증하였으며, [표 8]과 [표 9]는 그 결과를 나타내고 있다. 모형(1)은 CGI(1)과 배당지표와의 1차 선형관계를 살펴보기 위해 설정하였으며, 모형(2)는 본 연구의 차별성에서도 언급했듯이 기존의 선행연구에서 제시하지 않았던 CGI(1)과 배당지표와의 비선형성을 검증하기 위해 설정하였다. 모형(3)은 기업지배구조와 잉여현금흐름간의 상호효과를 고려하기 위해 CGI(1)과 FCF를 곱한 변수를 독립변수항에 추가적으로 설정하였으며, 모형(4)는 CGI(1)과 잉여현금흐름 상위 1/4의 상호효과를 추가로 고려하기 위해 설정하였다.

[표 8]에서 2004년의 경우 매출액현금배당률과 총자산현금배당률모형을 종속변수로 한 모형 (1)에서 CGI(1)의 회귀계수는 유의적인 양(+)의 값을 보여 여타 통제변수 하에서 지배구조가 좋을수록 배당을 많이 지급한다는 경영자기회가설을 지지하는 것으로 보인다. 이러한 결과는 2003년의 국내자료를 이용하여 기업지배구조와 매출액현금배당률 간에 정(+)의 유의적인 관계가 있음을 밝힌 박광우외(2005)의 연구 결과와도 일치한다. 한편 배당성향과 배당수익률을 종속변수로 설정한 경우 모형(1)에서 CGI(1)의 회귀계수는 비유의적으로 나타났다.

모형 (2)는 기업지배구조와 배당의 비선형성을 검증하기 위한 모형이며, 분석결과 CGI(1)<sup>2</sup>이 배당성향을 제외한 모든 배당관련지표에서 모두 양(+)의 유의적인



회귀계수를 보여주고 있다. 이는 기존의 기업지배구조와 배당에 대한 선행연구에서 단순히 1차 선형함수만을 가정하여 분석할 경우 한계가 있음을 나타낸다. 여기에서 CGI(1)과 배당관련지표 간의 비선형성을 그래프로 살펴보도록 하자. [그림 2]에서 2004년의 경우 배당성향은 비선형관계가 그리 명확하지 않지만 매출액 현금배당률, 총자산현금배당률, 배당수익률의 경우 CGI(1)과 강한 비선형관계가 있음을 알 수 있다. 배당성향을 제외한 3가지 배당관련지표와 CGI(1)과의 그래프를 통해 곡선의 꼭지점을 기준으로 CGI(1)가 좌측에 위치한 기업은 지배구조가 1단위 개선될수록 배당을 더 적게 지급하며, CGI(1)가 우측에 위치한 기업은 지배구조가 1단위 개선될수록 배당을 더 많이 지급한다는 결과를 추론할 수 있다.

이를 구체적으로 검정하기 위해 예를 들어 2004년의 매출액현금배당률을 종속 변수로 사용한 모형 (2)에서 매출액현금배당률을 CGI(1)에 대해 1차 편미분한 수식은 다음과 같이 나타낼 수 있다;

$$\frac{\partial \text{매출액현금배당률}}{\partial \text{CGI}(1)} = -1.03 + 1.23 \times 2 \times \text{CGI}(1)$$

위의 식의 값인 곡선의 기울기에 대한 부호는 CGI(1)이 0.42(편미분한 값을 0으로 만들어 주는 CGI(1)값), 즉 42% 보다 작은 경우 음(-)으로 나타나 지배구조가 개선될수록 더 낮은 배당을 지급하는 대체가설을 지지하며, 42% 이상의 값을 가진 기업의 경우 양(+)으로 나타나 지배구조가 개선될수록 더 높은 배당을 지급하는 경영자기회가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다.

다음으로 모형(3)은 기업지배구조와 잉여현금흐름의 상호효과를 살펴보기 위해 설정하였으며, 분석 결과 CGI(1) x FCF의 계수가 매출액현금배당률의 경우 0.75, 총자산현금배당률의 경우 0.81로 유의적인 양(+)의 계수 값을 보인다. 이는 기존 연구에서 지배구조와 배당정책과의 상호효과를 고려하지 않은 단순한 2차원적인 관계분석에 한계가 있음을 나타내는 결과로서 해석할 수 있다. 모형 (3)에서 매출액현금배당률을 CGI(1)에 대해 1차 편미분한 수식은 다음과 같이 나타낼 수 있다;

$$\frac{\partial \text{매출액현금배당률}}{\partial \text{CGI}(1)} = -0.02 + 0.75 \times \text{FCF}$$

위의 식의 값인 곡선의 기울기 값은 FCF가 0.027(편미분한 값을 0으로 만들어 주는 FCF값), 즉 FCF가 2.7% 보다 작은 경우 음(-)으로 나타나 지배구조가 개선될수록 더 낮은 배당을 지급하는 대체가설을 지지하며, FCF가 2.7% 이상의 값을 가진 기업의 경우 양(+)으로 나타나 지배구조가 개선될수록 더 높은 배당을 지급하는 경영자기회가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다. [표 2]에서 FCF의 평균 값이 2004년에 6.1%를 기록하여 평균적으로 경영자기회가설을 지지하는 것으로 보인다. 마찬가지로 모형 (3)에서 총자산현금배당률을 CGI(1)에 대해 1차 편미분한 수식은 다음과 같이 나타낼 수 있다;

$$\frac{\partial \text{총자산현금배당률}}{\partial \text{CGI}(1)} = -0.04 + 0.81 \times \text{FCF}$$

위의 곡선의 기울기 값은 FCF가 0.049(편미분한 값을 0으로 만들어 주는 FCF 값), 즉 FCF가 4.9% 보다 작은 경우 음(-)으로 나타나 지배구조가 개선될수록 더 낮은 배당을 지급하는 대체가설을 지지하며, FCF가 4.9% 이상의 값을 가진 기업의 경우 양(+)으로 나타나 지배구조가 개선될수록 더 높은 배당을 지급하는 경영자기회가설을 지지하는 것으로 볼 수 있다. [표 2]에서 2004년에 FCF의 평균 값이 6.1%를 기록하여 경영자기회가설을 지지하는 것으로 보인다.

다음으로 모형(4)는 기업지배구조와 잉여현금흐름의 상호효과를 추가로 살펴보기 위해 모형(3)에 '상당한' 잉여현금흐름이 존재할 경우 TOP1/4의 더미변수를 설정하여 배당정책에 미치는 효과를 분석하고자 한다. CGI(1) x FCF x Top1/4의 계수값이 유의적으로 나타난 것은 배당수익률을 종속변수로 사용한 경우에 국한하였다. 모형 (4)에서 배당수익률을 CGI(1)에 대해 1차 편미분한 수식은 다음과 같이 나타낼 수 있다;

$$\frac{\partial \text{배당수익률}}{\partial \text{CGI}(1)} = 0.03 - 1.17 \times \text{FCF} + 1.33 \times \text{FCF} \times 1$$

2004년에 FCF의 평균값 6.1%와 FCF TOP1/4의 평균값 14.81%를 대입한 결과 기울기 값이 +0.1232로 나타나 경영자기회자설을 지지하는 것으로 보인다.

다음으로 [표 9]는 [표 8]과 동일한 방식으로 2005년도를 대상으로 분석하였다. 이 중에서 전반적으로 독립변수의 회귀계수가 유의적으로 나타난 매출액현금배당률의 경우를 분석한 결과 모형 (1)의 경우에는 편미분 값이 +0.10, 모형 (2)의 경우 -0.0942, 모형 (3)의 경우 -0.0158, 모형 (4)의 경우 +0.0096으로 나타나 지배구조와 배당간의 일관된 관계를 보여주고 있지 않다. 전반적으로 2005년에는 2004년과 달리 지배구조와 배당과의 유의적인 연관성이 약화되고, 지배구조와 잉여현금흐름과의 상호효과 역시 모형에 따라 제한적으로 나타나기 때문에 충분한 결론을 도출하기에는 한계가 있을 수 있다.

[그림 5]는 2005년 CGI(1)과 배당관련지표의 비선형적 관계를 나타내고 있다. 2004년과 마찬가지로 2005년의 경우 비선형성을 나타내고는 있지만 2004년의 뚜렷한 2차함수의 곡선과는 차이가 있는 것을 알 수 있다. 또한 기업지배구조가 상당히 우수한 기업의 경우(꼭지점의 우측에 위치한 기업) 2004년에 비해 지배구조 변화에 대한 배당의 민감도가 감소한 것으로 보인다.

다음으로 [표 8], [표 9]에서 2004년, 2005년 각각 통제변수가 배당지표에 미치는 영향을 분석한 결과는 다음과 같다. 매출액현금배당률과 총자산현금배당률을 종속변수로 사용한 경우를 분석한 결과 전반적으로 대주주지분율과 외국인지분율, 자기자본이익률과 주가대장부가치비율의 회귀계수가 양(+)의 값을 보여 대주주와 외국인의 지분율이 높을수록, 그리고 기업의 수익성과 미래성장가능성이 좋을수록 배당을 많이 지급한다는 것을 알 수 있다. 기업의 투자를 나타내는 유형자산증가율의 경우 대체로 유의적이지 않으며, 부채비율은 음(-)의 유의적인 관계를 나타내고 있어 부채비율이 적은 기업이 더 많은 배당을 지급하고 있다는 사실을 알 수 있다. 상기의 독립변수의 부호 및 유의수준은 선행연구와 대체로 일관된 결과를 얻었다.(박경서 2005, 설원식의 2005, 박광우외 2005) 다만 30대기업 집단더미는 유의적이지 않은 결과가 나타났는데 박광우외(2005)의 경우 30대기업 집단의 경우 유의적으로 배당을 낮게 지급하는 것으로 나타났다.

#### 6.4 2004년 ~ 2005년 기업지배구조지수(CGI(1))의 변화가 배당관련지표의 변화에 미치는 영향에 대한 시계열 분석 결과

6.3에서는 지배구조가 배당지표에 미치는 영향을 2004년, 2005년 각각의 표본을 이용하여 일정시점의 횡단면분석을 실시한 반면 이번 장에서는 4장의 실증모형(2)를 통해 2004년과 2005년의 지배구조변화에 따른 배당관련지표의 동적변화를 시계열적으로 분석하고자 한다. 이를 통해 실질적으로 기업의 지배구조가 다음 해에 개선될 경우, 혹은 악화될 경우 기업이 배당지급정책을 어떻게 변경시켰는가에 대해 분석할 수 있을 것이다. 종속변수로는 이전의 횡단면분석을 통해 비유의적인 결과를 도출했던 배당성향을 제외한 매출액현금배당률, 총자산현금배당률, 배당수익률의 세 가지 변수에 대해 변화율을 측정하여 사용하였다. 종속변수 및 독립변수의 측정 방법은 다음과 같다;

- $\Delta \text{매출액현금배당률} = \frac{\text{매출액현금배당률}_{2005} - \text{매출액현금배당률}_{2004}}{\text{매출액현금배당률}_{2004}}$
- $\Delta \text{총자산현금배당률} = \frac{\text{총자산현금배당률}_{2005} - \text{총자산현금배당률}_{2004}}{\text{총자산현금배당률}_{2004}}$
- $\Delta \text{배당수익률} = \frac{\text{배당수익률}_{2005} - \text{배당수익률}_{2004}}{\text{배당수익률}_{2004}}$
- $\Delta \text{CGI}(1) = (\text{CGI}(1)_{2005} - \text{CGI}(1)_{2004}) / \text{CGI}(1)_{2004}$

그리고 독립변수로서 CGI(1)의 변화율, FCF와의 상호효과를 고려하기 위한  $\Delta \text{CGI}(1) \times \text{FCF}$ ,  $\Delta \text{CGI}(1) \times \text{FCF} \times \text{Top1}/4$ 을 설정하였다. [표 10]의 시계열 분석결과 세 개의 독립변수모두 유의한 것으로 나타나 지배구조의 개선정도 및 잉여현금흐름과의 상호효과에 따라 배당지급정책이 변경될 수 있음을 나타내고 있다. 구체적으로 [표 11]은 2004년 ~ 2005년 배당관련지표의 변화( $\Delta D$ )를 기업지배구조지수(CGI(1)) 변화에 대해 1차 편미분한 결과를 나타낸다. 배당관련지표 모두 모형(1), 모형(2), 모형(3)에서  $\frac{\partial \Delta D}{\partial \Delta \text{CGI}(1)}$ 이 일관되게 양(+)의 값을 보여 경영자기회 가설을 지지하는 것으로 나타났다.

## 7. 요약 및 한계점

Jensen(1986)은 잉여현금흐름의 대리인문제는 기업의 재량적인 자금이 상당부분 존재할 경우에만 발생할 수 있음을 주장한다. 본 연구는 기존연구와는 달리 지배구조와 배당정책간의 관계를 지배구조와 잉여현금흐름과의 상호효과를 고려하여 설정함으로써 Jensen의 주장을 직접적으로 검증하고자 하였다. 구체적으로 Jensen의 잉여현금흐름가설의 기반위에 La Porta의(2000)의 두 가지 형태의 대리인비용가설, 즉 경영자기회가설과 대체가설을 검증하였다.

또한 본 연구는 2004년, 2005년도 2개년 시계열자료를 이용하여 주어진 시점의 횡단면분석뿐만 아니라 두 기간 동안 기업의 동적인 시계열 변화를 분석하였으며, 배당정책이 지배구조와 2차 비선형관계임을 보여 주었다.

2004년과 2005년 한국기업지배구조개선지원센터에서 발표한 기업지배구조점수와 배당관련 지표, 여타 배당정책에 영향을 미치는 통제변수를 동시에 고려해 실증분석 한 결과 국내의 경우 전반적으로 경영자기회가설을 지지하는 것으로 나타났다. 특히 높은 잉여현금흐름을 가진 기업일수록 상대적으로 낮은 잉여현금흐름을 가진 기업에 비해 지배구조개선에 따른 배당증가효과가 더욱 민감하게 나타나 Jensen의 주장과 일관된 결과를 보여주었다. 이는 국내 기업의 경우 백분율로 환산한 지배구조점수가 2004년 39.2%에서 2005년 38.1%로 여전히 절대적으로 낮은 수준이며, 따라서 지배구조가 개선될수록 주주들의 이익환원에 대한 욕구가 상대적으로 강해진다는 것을 의미한다. 향후 지배구조개선이 월등히 이루어지고 그로 인해 대리인문제가 상당부분 경감된다고 기대될 때 배당지급의 증가를 통한 대리인비용감소의 한계효과는 제한적일 것으로 사료되며 이에 대한 분석은 향후 연구과제로 남기고자한다.

## 참 고 문 헌

- 박경서(2005), “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”,  
2005 한국기업지배구조개선지원센터 연구지원 세미나
- 박광우·박래수·황이석(2005), “기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구”, 증  
권학회지, 제34권 4호
- 설원식·김수정(2005), “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”, 한국증권학  
회 제1차 정기학술발표회
- 최도성, 김성민(2005), “한국기업 배당정책의 변화,” 서울대학교 출판부
- Agrawal,A., and N. Jayaraman., 1994, "The Dividend Policies of All Equity  
Firms : A Direct Test of the Free Cash Flow Theory." *Managerial  
Decision Economics* 15, 139-148.
- Allen, F. and R. Michaely(2002), "Payout Policy", Working paper, The Wharton  
School, University of Pennsylvania.
- Black, B. S., W. Kim, H. Jang and K Park (2006), "Does corporate  
Governance Affect Firm's Market Values? Evidence from Korea,"  
*Journal of Law, Economics, & Organization*
- Chi, J.(2005), "The Conditional Nature of the Value of Corporate Governance",  
*Financial Management Association 2005, Chicago, Illinois*
- Easterbrook, F.(1984), "Two Agency Cost Explanations of Dividends",  
*American Economic Review* 74, 650-659.
- Gompers, P., J. Ishii and A. Metrick(2003), "Corporate Governance and Equity  
Prices", *Quarterly Journal of Economics* 118(1), 107-155
- Jensen, M., and W. Meckling(1976), "Theory of Firm: Managerial Behavior,  
Agency Costs and Ownership Structure", *Journal of Financial  
Economics* 3, 305-360.
- Jensen, M.(1986), "Agency Cost of Free Cash Flow, Corporate Finance, and  
Takeovers", *American Economic Review Papers and Proceeding* 76,

323-329.

Jensen, G., D. Solberg, and T. Zorn., 1992, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies." *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27, 247-264

Jiraporn, P.(2005), "Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance Provisions", *Financial Management Association* 2005, Chicago, Illinois

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World", *Journal of Finance*, 55(1), 1-33.

Lie, E. 2000, "Excess funds and the agency problems: An empirical study of incremental disbursements," *Review of Financial Studies* 13 (1), 219-248.

Rozeff, M. S.(1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios", *Journal of Financial Research*, 5, 249-259.