

## 配當政策에 국적은 있는가?

金 元 基\*  
潘 成 植\*\*

### 〈目 次〉

- |             |                  |
|-------------|------------------|
| I. 머리 말     | 3. 미국회사의 실증적 결과  |
| II. 기존 문헌   | 4. 본 논문의 실증적인 결과 |
| III. 실증적 연구 | IV. 맺 음 말        |
| 1. 변수정의     | 참고문헌             |
| 2. 모델설정     |                  |

配當政策에 대한 학계의 의견은 서로 상충되게 여러가지로 분분하다. 配當을 많이 주는 것이 기업의 가치를 높인다는 의견이 있는가 하면, 전혀 배당을 하지 않는 것이 기업의 가치를 높힐 수 있다고 하는 주장도 있다. 또한 배당이 기업 가치와는 관계가 없다고 하는 유명한 MM의 주장도 있다. 그러나 학계에서 상당한 통설로 입증된 사실은, 배당이 갑자기 높아지거나 낮아지면 그것이 그 회사에 대한 정보를 알려 주는 신호효과는 있다는 것이 선진국의 배당정책에 대한 연구결과이다.

배당정책에 대한 학계의 의견이 어떠한간에, 미국회사의 경우 대부분의 성공적인 기업이 배당을 주고 있으며, 또한 급격한 배당성향의 변화를 기피하고 있는 실정이다. 이와같이 학계와 현실적인 회사의 실무 사이에 큰 차이가 있다.

본 논문은 최근에 논의되고 있는 代理人費用(agency cost)을 고려하여 배당정책에 미치는 영향을 분석한 기존 논문에 초점을 맞추어 논의하고자 한다.

본 논문은 외국회사가 뉴욕증권시장에 상장한 회사의 배당정책을 분석한 것이다. MM이 가정으로 다룬 두 시장불완전성, 즉 去來費用과 代理人費用이 配當性向을 설명할 수도 있다는 측면에서 분석하고자 한다. 적정배당성향은 이들 두 비용을 최소화하는

---

\* 啓明大學校 經營學科 副教授

\*\* 啓明大學校 經營學科 博士課程

점에서 결정된다고 가정한다.

그런데 표본을 미국회사로 했을 때와 외국기업으로 뉴욕증시에 상장한 표본의 실증적인 결과를 보면 서로 다름을 볼 수 있다. 그래서 배당성향에서도 그 국적에 따라 다를 수도 있을지 않을까 하는 한 실증적인 예를 여기서 제시하고자 한다.

## I. 머리 말

財務管理 분야에서 아직 해결되지 않는 분야 중의 하나가 配當에 관한 의견이다. Black(1976)은 “배당이란, 그림을 보면 볼수록 수수께끼 같다고…” 말하면서 배당에 대한 컨센서스가 없음을 이야기했다. Haugan과 Senbet(1986)은 자본조달비용, 불완전한 현실적인 시장, 공급적응(supply adjustments), 비용이 들지 않는 세금 회피(costless tax avoidance) 등을 고려하지 않고 배당을 논의하는 것은 배당정책의 일부만을 이야기하는 것이라고 주장했다. 이들 두 학자는 현실적으로 회사에서 존재하고, 또한 대부분의 우량기업이 정규적으로 배당하는 사실을 설득력 있게 설명하기 위해서는 시장의 불완전성을 고려해야 된다고 주장하고 있다.

실제 미국기업에서는 회사마다 배당성향이 크게 다르다.<sup>1)</sup> 더욱이 대부분의 성공적인 회사는 적정배당을 지급하고 있다. 또한 이사회에서 배당 결정을 회사의 주요 결정으로 중시하고 있다. 우리들이 쉽게 접할 수 있는 각종 투자자료에도 배당에 관한 정보를 반드시 명시하고 있다.

아직도 학계에서 이야기 하는 배당에 대한 이론과 회사에서 실시되고 있는 배당 실무 사이에 큰 시각의 차이가 있다. 모르긴 하지만 학계에서는 정확한 분석을 잘 하지 못하는 듯 하고, 실무에서는 배당결정을 잘못 하고 있지는 않는 듯 하다.

MM(1961)은, 주어진 투자결정하에서 完全資本市場의 假定에서, 그 회사의 가치는 배당정책과 무관하다고 주장했다. 그러나 MM의 가정은 시장의 불완전성 때문에 실제 기업에서는 맞지 않을 지도 모른다. MM은 다음과 같은 가정을 했다. (1) 배당과 시세 차익에 대한 稅金의 차이가 없다. (2) 去來費用이 없다. (3) 자본시장에 대한 완전하고도 비용을 지불하지 않는 정보를 얻을 수 있다. 아마도 위와 같은 가정들은 실제 시장에서와 비교하면 상당한 거리가 있을 것이다. 본 논문은 위에서 밝힌 MM의 가정, 즉

1) 필자는 미국제조기업 357개 회사를 배당성향을 조사해 보았다. 평균배당성향이 32.47%였으며, 최고치는 70%이고 최저치는 0%였다.

(2)와 (3)을 실제에 맞게 인정을 하고, 또한 MM이 주장한 이 두 가정을 배당정책을 설명하는 說明變數로 가정하였다. 이 점이 MM과 큰 대조를 이루고 있다.

보다 구체적으로 밝히면, 본 논문은 두 시장불완전성, 즉, (1) 外部資本調達을 할 때 새로 증권을 발행하는데 대한 거래비용과 (2) 회사의 외부 소유자인 주주의 대리인비용의 중요성을 인정하고, 그리고 그 현실성을 감안한 분석이다. 이런 두 비용이 설명 변수로 하여 기업의 적정 배당정책이 있는지를 찾아 보고자 한다.

본 논문의 구성은 제 II 장에 기존의 문헌을 간략하게 요약하고, 제 III 장에서는 외국회사가 그들의 주식을 뉴욕증시에 上場한 회사를 표본으로 하여, 기존의 미국 회사를 대상으로 한 실증적인 결과와 비교하고자 한다. 맺은 말은 제 IV 장에서 하기로 한다.

## II. 기존 문헌

회사에서 신규투자나 확장을 위해 자금이 필요한 경우에는 낮은 배당성향을 취한다는 주장을 한 학자들이 상당히 있다. 이런 입장을 가진 사람중에 대표적으로 Higgins(1972)를 들 수 있다. 그는 회사가 자금수요가 많으면 배당을 낮춘다는 경향을 실증적으로 고찰하였다. 이런 신규 자금수요를 유보액으로 충당되지 않는 경우 회사가 배당성향을 높이면 외부자금을 조달하여야 된다. 새로 주식이나 사채를 발행하면 발행비용이 발생하게 되는데, 이 비용이 배당을 높게하지 못하게 할 것이다. 그러나 신규 투자가 배당에 영향을 미친다는 설은 통설은 되지 못한다. Fama(1974)가 그 중의 한 사람이다.

회사의 負債가 배당에 영향을 미친다는 說이 있다. Higgins(1972)도 주장하였지만 McCabe(1979)는 長期負債는 配當과 서로 逆의 관계가 있다고 주장했다. 레버리지가 높은 회사의 경우 경영진의 입장에서 보면 높은 배당이 회사의 固定費를 높인다는 입장이다. 이런 회사는 의도적으로 배당을 낮게 책정할 것이다

위와 같은 맥락에서 보면, 위험이 높은 회사는 건설하고 예측하기 쉬운 營業利益을 얻을 수 없으니 낮은 배당을 택할 것이다.

앞에서 논의한, 예상되는 성장과 투자기회, 높은 財務레버리지, 그리고 높은 經營危險은 기업이 배당을 제한하는 이유가 될 수도 있다.

위에서 이야기한 배당정책에 영향을 미칠수도 있는 각각의 요인들을 하나의 통합된 모델속에서 분석한 연구들이 있다. 이런 시도는 Lintner(1956), Higgins(1972), 그리고 보다 최근에 Rozeff(1982)과 필자(1986)가 있다. Lintner는 1950년대에 회사 경영진과

의 인터뷰에서 회사는, 평균적으로, 목표 배당성향을 설정한다고 했다. 경영진이 배당을 삭감하는 일을 기피하기 때문에 이 목표 배당성향은 철저히 지킨다고는 할 수 없지만 적어도 길잡이(guide)를 삼아 지침으로 삼고 있다. 이런 Lintner의 설은 Fama와 Babiak (1974), Baker의(1985)등의 실증적인 연구가 다시 뒷받침하고 있다.

두번째 모델인 Higgins(1972)의 이론은 회사의 배당정책은 다분히 외부금융에 의존하지 않고, 목표부채비율(targeted debt/equity ratio)을 유지하는 선에서 결정이 된다고 가정 했다. 그래서 회사의 이런 목표자본구조 이외에도, 그 회사의 현금흐름(cash flow)을 고려한 신투자에 대한 계획은 배당결정을 하는 주요 변수가 될 수 있다. 이 모델에서는 목표 배당성향이 두 상충적인 요인, 즉 (1) 높은 배당에 따라 신규로 私債나 株式을 발행하는데서 발생하는 발행비용을 최소화 하려는 점과 (2) 낮은 배당을 함으로 나타나는 과도한 流動資産을 보유하게 되는 비용을 최소화 하려는 점, 이 두점을 균형시키는 점에서 결정된다고 주장했다.

세번째 모델이 Rozeff(1982)이다. 배당정책의 분야에 처음으로 代理人費用을 고려하여 분석하였다. 현명한 주주는 경영자가 외부자본조달비용을 최소화 하는 것이 좋다고 생각하고 또한 그렇게 요구할 것이다. 그는 또는 회사의 소유권과 경영권의 분리에 따른 대리인비용을 줄이기 위하여 높은 배당을 한다고 주장했다. 그래서 Rozeff의 모델에 의하면 기업의 배당정책은 이 두 상충적인 요소, 즉 (1) 외부자본조달에서 발생하는 거래비용을 최소화 하고, (2) 주주와 경영진 사이에 발생할 수 있는 대리인비용을 극소화할 것이다. 결과적으로 적정배당성향은 재고관리모델과 같은 원리로, 이론상, 이들 두 비용의 합이 극소화되는 점에서 결정이 된다고 한다.<sup>2)</sup> Rozeff의 실증적분석은 64개의 서로 다른 업종의 제조업을 표본으로 하였다. 그의 모델은 여기서 분석하는 방법과 대동소이하다. 역시, Easterbrook(1984)도 역시 대리인비용이 배당정책을 설명하는데 유용하다고 주장했다.

그런데 MM의 가정도 그렇지만, 현대재무관리도 주요 가정중의 하나가 주주나 경영진의 이해가 같다고 하여, 경영자는 株主의 富를 극대화한다고 규정되었다. 이런 가정은 주주의 분포가 잘 분산된 “갭”회사와 주식이 주로 내부자에 의해 편중된 “을”회사가, 다른 조건이 같다면, 기업의 가치가 같다는 의미이다.

현대재무관리에서 가장 영향을 준 논문중의 하나가 Jensen과 Meckling(1976)의 대리인비용의 논거라고 할 수 있다. 그들은 소유와 경영의 분리가 완전자본시장이란 가

2) 거래비용과 대리인비용을 고려한 적정수준을 찾는 논거는 Rozeff의 논문을 참조하기 바란다.

설하에서는 풀리지 않는 것들이 설명될 수 있다고 주장했다. 비록 그들이 배당정책에서의 대리인비용을 명확히 설명하지는 않았지만, 회사의 경영자는 소유와 경영이 분리가 됨으로 발생하는 費用을 최소화하는 입장에서 의사결정을 한다고 주장했다.

### III. 실증적 연구

#### 1. 변수정의<sup>3)</sup>

목표배당성향을 나타내는 프락시(proxy)는 7개년 동안의 배당성향을 평균하였다. 이 목표배당성향이 回歸分析에서 從屬變數로 사용하였다. 여기서 7년이란 기간을 택한 것은 시간이 흐름에 따라 발생할 수 있는 이익의 비정상적인 변동도 스므드할 수 있는 충분한 기간으로 가정한다. 또한 미국회사의 실증적인 연구인 Rozeff의 연구와 서로 일관성을 유지하기 위한 것이다.

内部金融이나 外部金融 때문에 발생하는 거래비용의 프락시변수(proxy variable)를 다음과 같은 5가지 변수를 모델에서 사용하였다. 첫째는 과거 5년 동안의 收益(revenue)의 성장률을 사용하였다. 둘째변수는 배류라인(Value Line)이 예측한 미래 5년 동안의 수익의 성장률을 변수로 잡았다.

이들 두 변수를 택한 논거는 다음과 같다. 만약, 다른 조건이 같고, 회사가 과거에 높은 성장을 하였다면, 매출을 신장시키기 위해서 신투자를 많이 하였을 것이다. 그래서 회사는 외부금융에서 발생하는 비용을 없애거나 줄이기 위하여 社内留保를 많이 할 것이다. 같은 맥락에서 보면, 회사가 앞으로 높은 성장이 기대되면 현명한 경영자는 배당성향을 낮추어서 사내유보를 많이 할 것이다. 따라서 과거성장률과 또는 미래성장률은, 다른 조건이 같다면, 배당성향과 負의 관계가 있다고 가정한다.

셋째 변수가 베타값이다. 만약, 다른 조건이 같다면, 회사가 외부금융에 크게 의존한다면 상대적으로 비례하여 營業 및 財務레버리지가 높아질 것이다. 예를 들면 3년에 걸친 再投資의 입장에서 배당지급전 자금여력이 같은 두 회사, “갑”과 “을”이 있다고 하자. 그러나 이 두 회사가 서로 다른 영업 및 재무레버리지를 가지고 있다. 그런데

3) 본 논문의 취지가 미국상장기업의 배당정책과 미국기업이 아닌 회사가 뉴욕증시에 상장한 회사간의 배당정책을 비교하는 의미도 있다. 그래서 기존의 Rozeff의 논문과 필자의 논문에 일관성을, 될 수 있는 대로, 유지하려고 노력했다.

“값” 회사는 레버리지가 낮으면서 3년 동안 계속해서 매년 4,000원의 현금흐름의 패턴을 가지고 있다. 반면에 “을” 회사는 높은 레버리지를 가지고 있으며 3년에 걸쳐 각각 2,000원, 4,000원, 10,000원의 현금흐름의 패턴을 가지고 있다고 하자. 이들 두 회사는 각각 期待平均現金흐름은 같으나 그 현금흐름의 패턴이 다르다. “을” 회사의 경우는 제 1기에 돈을 빌여와야하니 자본조달비용이 든다. 여기서, 다른 조건이 같다면, “을” 회사는 외부금융에 따른 비용을 절감하기 위하여 배당을 낮게 책정할 것이다. 그래서 레버리지가 높으면 그에 따른 固定費가 수반하게 된다. 배당지급이 경영자의 입장에서 보면 이런 고정비의 역할을 하게 된다. 그 이유는 “을” 회사가 높은 고정비를 부담하게 되니 외부금융으로 부터 비용이 발생하게 되고 배당에 대한 기회비용이 “값” 회사보다 높게 된다. 그러므로 “을” 회사는 배당을 낮추게 될 것이다. 영업 및 재무레버리지를 나타내는 대응물이 그 회사의 베타값이라고 할 수 있다. 이런 논거를 Lev(1974)과 Hamada(1971)도 주장하였으며, 그들은 베타값이 영업 및 재무레버리지를 잘 반영해 준다고 주장했다. 그래서 영업 및 재무레버리지가 높으면 베타가 높다고 할 수 있다. 여기서, 다른 조건이 같다면, 그 회사의 베타가 높으면 외부금융에서 발생하는 비용을 줄이기 위하여 배당성향을 낮출 수 있다고 가정한다.

네번째 변수가 배류라인에서 보고된 재무건전성에 대한 등급(financial strength rating)이다. 이 등급은 “A++”에서 “C”까지 9등급으로 나눈다. 이 등급은 재무레버리지, 경영위험, 회사의 규모 그리고 배류라인회사의 판단에 의한 質的인 요소들을 감안하여 결정한다. 그래서 회사의 재무건전도가 높으면 資本調達費用이 덜 들 것이다. 여기서 회사의 재무건전성이 높으면, 다른 조건이 같다면, 저렴한 외부금융으로 말미암아 배당성향을 높힐 것으로 가정한다.

다섯번째 변수가 研究開發費이다. 회사마다 그 규모를 설명한다고 볼 수 있는 매출액이 다르다. 그래서 이것을 표준화하기 위하여 매출액 대비 연구개발비로 산출하였다. Grriliches(1986)는 연구개발비가 회사의 生産性向上과 관계가 있다고 주장했다. 만약 회사가 연구개발비에 많은 투자를 하면 생산성을 제고할 수 있으며, 또한 이 많은 연구개발비는 투자이므로, 외부금융에 따른 비용을 절감하는 입장에서 보면, 낮은 배당을 하게 될 것이다. 따라서 회사의 높은 연구개발비 투자는, 다른 조건이 같다면, 낮은 배당성향과 관계가 있다고 가정한다.

배당성향과 관련을 맺는 대리인비용을 측정하기 위하여 두가지 프락시변수를 사용하고자 한다. 첫번째 변수가 외부 주주(outside shareholder)의 숫자이다. 경영에는 참가하지 않는 외부 주주가 많으면 대리인비용이 더 발생할 수 있을 것이다. 경영자의 입장으로 보아 외부 주주들이 많으면 외부주주들의 監視費用, 즉 대리인비용을 줄이기 위하여 보다 많은 배당을 할 것이다. 따라서 회사의 외부주주가 많으면 주주들의 대리

인비용을 줄이기 위하여, 다른 조건이 같다면, 보다 높은 배당을 할 것으로 가정한다.

두번째 변수가 배류라인에서 측정한 안전성 순위(safety ranking)이다. 이 안전성 순위는 각 회사주식의 總危險을 측정한 것이다. 이 순위는 1순위(highest)에서 5순위(lowest)까지 구분하여 분류했다. 이 안전성위험은 베타로서 측정되는 市場危險과는 다른 측면을 가지고 있다. Easterbrook(1984)에 의하면 투자자는 포트폴리오를 구성할 수 있으므로 非體系的危險에만 관심을 가질 수 있다. 그러나 경영자는 그 자신의 돈을 상당히 자기회사의 주식을 소유하여 내부소유자(insider's holding)가 되어 만약 영업실적이 나쁘거나 倒産을 하게 되면, 경영자의 지위를 해직당하게 되고, 개인적인 소유주식에 대한 손실도 보게 된다. 그래서 경영자는 회사의 총위험에 관심을 가지게 된다. 경영자가 총위험을 기피하는 성향때문에 경영자가 회사를 감시하는 비용이 발생하게 된다. 이것은 주주의 감시비용과 다른 또 하나의 대리인비용이라고 한다. 총위험을 싫어하므로, 다른 조건이 같다면, 회사의 총위험이 크면 배당성향을 낮춘다고 가정한다.

## 2. 모델설정

기업의 배당성향을 설명하기 위해서 각 회사는 다음과 같은 변수들과 함수관계에 있다고 가정한다.

$$\text{목표배당성향} = f(\overset{(-)}{\text{성장률1}}, \overset{(-)}{\text{성장률2}}, \overset{(-)}{\text{베타}}, \overset{(+)}{\text{재무건전성}}, \overset{(-)}{\text{연구개발비}}, \overset{(+)}{\text{주주수}}, \overset{(+)}{\text{안전성}})$$

목표배당성향 : 과거 7년 동안의 배당성향평균

성장률1 : 과거 5년동안의 실제수익성장률

성장률2 : 미래 5년동안의 예상수익성장률

베타 : 베타값

재무건전성 : 배류라인의 재무건전성 등급

연구개발비 : 매출액대비 연구개발비

주주수 : 주주의 숫자

안전성 : 배류라인의 안전성 순위

위식에서 괄호안의 부호는 종속변수인 목표배당성향과 각 설명변수와의 관계를 방향지어주는 부호라고 가정한다. 이 모델을 이용해서 회귀분석을 하였다.

### 3. 미국회사의 실증적 결과<sup>4)</sup>

Rozeff와 필자(1986)의 논문들은 그 기본 골격이 본 논문과 대동소이하다. 이들 두 논문은 미국회사를 표본으로 하여 거래비용과 대리인비용을 측정할 수 있는 변수를 찾아 분석한 결과이다. 이 결과에 의하면 기업의 성장률, 베타, 재무건전성, 주주수, 그리고 안전성 등이 배당성향과 통계적으로 유의한 관계를 나타낸 실증적인 분석결과를 나타냈다.

### 4. 본 논문의 실증적인 결과

표본기업은 미국회사가 아닌 회사로써 뉴욕증시에 상장된 19개 회사를 분석하였다. 이 표본은 2개회사가 빠진 모집단이기도 하다. 요약통계치(summary statistics)가 <표 1>에 나타나 있다. <표 2>는 相關係數매트릭스이다. <표 3>은 회귀분석한 결과이다.

(표 1) 변수들의 요약통계치

변수	평균치	분산	최저치	최고치
목표배당성향	25.53	198.29	7.14	48.57
성장률1	7.86	117.96	-13.50	26.50
성장률2	13.27	32.74	5.00	29.00
베타	0.92	0.02	0.60	1.15
재무건전성	7.11	2.10	4.00	9.00
주주수	11,041.00	0.94	8,804.00	12,728.00
안전성	2.83	0.26	1.00	3.00

(표 2) 상관관계 매트릭스

1. 성장률1	1.00						
2. 성장률2	-0.04	1.00					
3. 베타	0.16	0.07	1.00				
4. 재무건전성	-0.32	0.24	-0.17	1.00			
5. 연구개발비	-0.52	-0.00	-0.44	0.19	1.00		
6. 주주수	0.11	-0.20	-0.01	0.02	0.00	1.00	
7. 안전성	-0.34	-0.05	-0.37	0.38	0.12	0.16	1.00
	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.

4) 미국회사의 上場企業을 대상으로 한 실증적인 분석은 Rozeff의 논문과 필자의 논문(1986)을 참조하기 바란다.



〈표 3〉에서 나타난 바와 같이 회사의 과거성장률의 계수는 통계적으로 1%의 수준에서 留意했으며, 이것은 미국회사의 실증적인 결과와 일치했다. 이 의미는 과거에 성장을 많이 한 회사는 배당성향을 낮추는 경향을 나타내고 있다. 회사의 미래성장률의 계수는 5%의 유의수준에서 의미가 있었으나, 놀랍게도, 그 계수의 부호가 정반대로 나왔다. 이것은 미래에 성장이 예측되는 회사일수록 보다 높은 배당을 한다는 뜻이다. 나머지 변수들은 통계적인 의미를 찾을 수 없었다.

(표 3) 회귀모형의 실증적 분석 수치

변수	추정계수	표준오차	t-비율
성장률1	-0.71	0.24	-2.91
성장률2	0.77	0.37	2.04
베타	-19.7	16.79	-1.18
재무건전성	-2.37	1.61	-1.47
연구개발	0.42	0.90	0.46
주주수	2.27	2.20	1.03
안전성	-4.62	4.94	-0.93

#### IV. 맺음 말

미국회사를 표본으로 한 분석에 의하면 去來費用과 代理人費用이 配當性向을 설명하였다고 할 수도 있었다. 미국회사가 아닌 기업이 뉴욕증시에 상장된 표본을 분석한 결과는 대단한 차이가 있었다. 혹시나 配當政策이 각 나라간에 차이가 있을 수도 있지 않을까 하는 지극히 조심스러운 말을 할 수 있을 것이다.

본 논문에서는 과거의 높은 성장률은 낮은 배당성향을 가져왔다는 점에서는 미국회사와 같은 실증적인 결과가 나왔으나, 놀랍게도 미래의 성장이 예측되는 회사는 보다 높은 배당성향을 나타냈다. 나머지 변수들은 통계적으로 유의하지 못하였다. 성급한 결론인지는 몰라도 뉴욕증시에 상장된 외국회사의 배당성향은 거래비용과 대리인비용을 설명하는 대체변수로는 잘 설명이 되지 않음을 지적했다고도 볼 수 있다.

본 논문의 모집단이 약 20개 회사이니, 앞으로 뉴욕증시에 상장되는 외국기업이 더 많아지면 다시 한번 분석해 볼지 하다. 또한 뉴욕증시에 상장된 외국기업의 會計實務가 미국의 그것과 상이한 점도 이 논문의 한계점이기도 하다. 더욱이 우리 나라의 額面을 기준으로 하여 배당을 지급하는 점 등도 고려할 만하다.

## 參 考 文 獻

- Baker, K. H., Farrelly, G. E., and Edelman, R. B.(1985), "A Survey of Management Views on Dividend Policy," Autumn, pp. 78~84.
- Black, F.(1976), "The Dividend Puzzle," The Journal of Portfolio Management, Winter, pp. 634~639.
- Easterbrook, F.(1984), "Two Agency-Cost Explanation of Dividends," The American Economic Review 64, September, pp. 650~659.
- Fama, E.(1968), "The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decisions of Firms," December, pp. 1132~1161.
- Fama, E. F., and Babiak, H.(1968), "Dividend Policy : An Empirical Analysis," Journal of the American Statistical Associations 63, December, pp. 1132~1161.
- Griliches, Z.(1986), "Productivity, R & D, and Basic Research at the Firm Level in the 1970's," The American Economic Review 76, March, pp. 141~154.
- Hamada, R. A.(1971), "The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks," The Journal of Finance 26, May, pp. 435~452.
- Haugan, R. A. and Senbet, L. W.(1986), "Corporate Finance and Taxes : A Review," Financial Management, Autumn, pp. 5~21.
- Higgins, R. C. "The Corporate Dividend-Saving Decision," Journal of Financial and Quantitative Analysis, March, pp. 1527~1541.
- Kim, Wonkee(1986), "Determinants of the Optimum Dividend Payout Ratios : An Empirical Evidence," Ph.D Dissertation, University of Cincinnati, USA.
- Lev. B.(1974), "On the Association between Operating Leverage and Risk," Journal of Financial and Quantitative Analysis, September, pp. 627~641.
- Lintner, J.(1956), "Distribution of Income of Corporate among Dividends, Retained Earnings and Taxes," American Economic Review, May, pp. 97~113.
- Jensen, M. C. and Meckling, W. H.(1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," Journal of financial Economics, pp. 305~360.
- McCabe, G. M.(1979), "The Empirical Relationship between Investment and Financing : A New Look," Journal of Financial and Quantitative Analysis, March,

pp. 119~135.

Miller, M. H, and Modigliani, F.(1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, October, pp. 411~433.

Rozeff, M. S.(1982), "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of financial Reserach*, Fall, pp. 240~259.