

内部者 所有構造가 配當政策에 미치는 影響에 관한 實證的 考察

— 配當性向과 配當調整計數速度를 中心으로 —

朱 相 龍*

〈요 약〉

配當政策決定 설명이론들 중에는 配當信號假說과 配當代理人費用假說이 있다. 본 연구는 代理人費用이 배당성향과 배당조정계수속도에 미치는 영향을 대리인비용의 대응치인 内部者所有構造와의 관계분석을 통해 考察해 봄으로써 두 假說에 대한 검증을 시도하였다. Value Line Investment Survey에 수록된 기업들 중 일정기준들을 만족시키는 238개 표준기업들을 대상으로 Lintner모델의 배당성향 및 배당조정계수속도가 내부자소유구조의 一次函數라는 가정하에 Lintner모델에 대하여 시계열/비선형 횡단면 回歸分析을 행하였다. 분석결과는 배당성향, 배당조정계수, 모두 1%의 有意水準에서 내부자소유구조와 유의적인 負의 관계를 나타내고 있다. 이것은 내부자소유구조가 큰 기업일수록 다른 조건이 동일하다면 내부자에 대한 배당가치가 적어지기 때문인 것으로 풀이된다.

I. 序 論

- 配當政策이 企業가치에 미치는 影響에 대한 논의는 재무관리의 주된 논제중의 하나이다. 특히 (1) 企業들의 配當目的 (2) 配當政策變化의 影響에 관한 질문들은 많은 논쟁의 대상이 되어 왔다. 그러나 어떤 설명들도 실제로 관측되는 配當政策의 차이에 대한 만족할 만한 해답을 주지 못하고 있다.

이러한 配當政策 설명이론들 중 配當信號假說(dividend signalling hypothesis)은 配當變化는 企業의 장기이익에 대한 경영자의 기대변화에 따른 반응이라는 가정하에

* 弘益大學校 商經大學 助教授

많은 研究들이 配當公示(dividend announcement)에 따른 超過收益率을 이용하여 假說에 대한 實證分析을 하고 있다. 반면에 配當代理人費用假說(dividend agency cost hypothesis)은 配當政策이 代理人費用에 의해서 상당부분 설명이 가능하다고 주장하고 있다.¹⁾

本 研究에서는 상기 두 假說들에 대한 검증을 위해 대리인비용이 配當性向(dividend pay-out ratio)과 配當調整計數速度(speed of adjustment coefficient for dividend)에 미치는 影響을 대리인비용의 대용치인 内部者所有構造와의 關係분석을 통해 분석해 보았다.

II. 文 獻 研 究

配當政策에 관한 이론중 최근에 많은 관심의 대상이 되어온 이론들 중에는 配當信號假說(dividend signalling hypothesis)과 配當代理人費用說明(agency cost explanations of dividend)이 있다.

配當信號假說은 配當變化는 企業의 長期利益(long run earnings)에 대한 經營者의 기대변화에 대한 반응이고 따라서 企業의 미래수익성 평가변화를 投資者에게 알리기 위해서 現金配當을 한다고 주장한다. 이 假說은 많은 이론 및 實證的 高찰에 대한 動機를 부여하고 있고 非對稱 情報(asymmetric information)의 근원은 외부자는 企業의 가치를 관찰할 수 없고 内部者들은 언제나 현재 주주들의 富를 극대화하고 信號費用은 企業의 내재가치와 負의 關係에 있다는 것을 가정하고 있다. 信號費用으로서 Bhattacharya(1979)는 配當에 대한 세금과 외부자금조달시 去來費用을, John & Williams(1985)는 세금을, 반면에 Miller & Rock(1985)은 양의 NPV를 갖는 투자의 포기에 대한 費用을 고려하고 있다. 이러한 모델들은²⁾ 만약 배당이 신호로서의 역할을 한다면 신호대상은 아마도 未來 혹은 現在利益이라고 암시한다.

반면 配當代理人費用假說은 配當政策을 代理人費用 측면에서 설명하고 있다. Rozeff (1982)는 配當이 경영성과를 감시하는 수단으로써 사용될 수 있다고 제안하고 있다.

1) Black(1976) 참조

2) Pettit(1972), Charest(1978), Aharony & Swary(1980), Asquith & Mullins(1983), Brickley (1983), Woolridge(1982,83), Ofer & Siegel(1987) 참조

즉, 配當이 자본의 代理人費用을 줄인다는 것이다. 높은 配當率은 추가 外部借入費用을 초래하지만 이 때문에 企業이 資本市場에 가야 한다는 바로 그 사실은 해당기업이 엄격한 감시대상이 된다는 것을 의미한다. 경영과 감시의 분리가 있을때, 외부관계자들은 内部者들이 외부인들의 희생하에 그들의 富를 증가시킨다는 것을 알기 때문에 内部者들에게 사전적으로 費用부담을 요구한다. 만약 외부관계자들이 요구하는 사전적 부담비용보다 配當증가를 통한 감시비용등이 적을 경우 内部者들은 이것을 택할 것이다. 이러한 경우 配當이 자본의 代理人費用 감소역할을 하게 된다는 것이다.

Easterbrook(1984)은 配當政策에 의해서 影響을 받을 수 있는 代理人費用을 상기 요인외에 하나 더 추가했다. 즉 經營者의 위험회피로 인한 代理人費用이 그것이다. 분산포트폴리오를 가진 投資者들은 오직 체계적 위험에만 관심을 갖지만 경영진들은 그들 富의 상당부분이 자신들의 企業成果와 연관되기 때문에 그들은 企業全體의 위험에 관심을 갖고 위험회피 經營者들은 위험한 투자보다는 수익은 적으나 안전한 투자를 선호한다. 經營者들은 프로젝트의 구성비 뿐만 아니라 부채비용을 변경시켜도 企業危險을 변경시킨다. 만약 주어진 부채하에서, 經營者가 채권을 발행하고 새로운 프로젝트를 내부유보로서 조달하면(이것은 配當政策과 연관있음) 부채비용은 감소할 것이고 따라서 經營者의 위험도 감소할 것이다. 내부유보로부터 프로젝트費用을 조달할 경우 이것을 채권자들이 예기치 못했다면 주주로부터 債券所有者에게로 부의 이전이 이루어지게 된다. 이것이 대리인비용을 초래한다. 따라서 주주들은 이러한 경우를 피하기 위해서 가능한 한 配當증가를 원할 것이다. 즉, 配當政策을 조정함으로써, 經營者들은 그들의 위험을 변경하고 위험회피에 의한 대리인비용을 줄일 수 있다는 것이다.

Lang & Litzenger(1988)는 과잉투자(overinvest)된 企業의 경우, 배당증가(감소)는 다른 조건이 동일하다면 과잉투자를 줄이는(늘이는) 결과를 가져오고 따라서 企業의 시장가치를 늘일(줄일) 것이라고 주장한다. 즉 배당증가(감소)는 적은(많은) 수익의 NPV프로젝트가 수행되는 것을 의미하고 이것은 해당 企業의 투자정책에 대한 情報信號이지 未來利益에 대한 신호는 아니라는 것이다.

Handjinicolan & Kalay(1984)는 配當政策의 변화에 의한 주가초과반응은 주주와 채권자간의 富의 이전을 반영한다고 제안하고 있다. 그들에 의하면 현금흐름에 변화가 없는 企業을 대상으로 配當變化가 채권가격에 미치는 影響을 事件研究(event study)를 통해 分析한 결과 호재성 情報로 인한 부의 증가는 주가에만 반영된 반면 악재로 인한 손실의 경우는 채권에도 반영되었다고 보고하고 있다.

Woolridge(1988)는 예측 못한 配當變化가 증권의 가치에 주는 효과를 신호효과와

부의 이전효과로 설명한다. 즉, 配當公示日의 보통주, 우선주 그리고 채권의 收益率을 분석한 결과 배당 신호효과가 우세는 하나 富의 이전효과도 무시할 수 없다고 결론짓고 있다.

III. 研究의 設計 및 方法

1. 代理人費用과 그 代用值(proxy)

본 연구의 實證分析을 위해서는 代理人費用에 대한 추정을 하여야 한다. Jensen & Meckling(1976)이 주장한 대로 대리인비용은 모든 이익집단의 이익상충에 의해서 발생되기 때문에 이와 같은 모든 경우를 감안한 대리인비용의 대응치를 발견한다는 것은 쉽지 않다.

본 연구는 配當政策에 影響을 미치는 대리인비용이 연구의 대상이고 配當은 内部者에 의해서 결정되므로 이 경우 대부분의 代理人費用[위험회피투자, 단기성투자, 과잉투자, 과대소비(perk consumption)]들은 자기이기적인 内部者에 의해서 발생되고 内部者의 利益이 주주의 利益과 괴리가 크면 클수록 이 費用들은 커지게 된다. 즉 内部者所有構造가 증가할수록 經營者의 이해가 주주이해와 일치되기 때문에 대리인비용은 줄어든다. 따라서 본 연구에서는 代理人費用의 代用值로 内部者所有構造를 선택했다. 여기서 内部者란 企業所有者의 대리인 또는 企業의 재무, 투자결정에 책임을 갖는 사람들을 의미한다. S.E.C규정에 의하면 “内部者”는 다음 사항들을 만족시키는 경우로 정의된다.

- (1) 企業株式의 10% 이상을 所有한 者
- (2) 이사회 임원
- (3) 會社經營者
- (4) 회사경영정책에 지대한 影響을 주는 者
- (5) 내부정보에 접근가능한 자

内部者所有構造의 변화는 S.E.C 이외에도 여러 기관들이 감시하고 있다. 이러한 기관들은 정기적으로 内部者所有構造에 대한 수치를 발간하고 있다. 이 수치들은 실제 수치와 시간간격이 존재하지만 수치의 안정성을 고려할 때 본 研究에서 사용하여도 큰 무리는 없으리라 사료된다.

2. 假說의 設定

配當政策의 주요특성중의 하나는 配當性向 즉 企業利益中 주주들에게 할당되는 몫에 관한 것이다. 配當性向은 몇 가지 요인들에 의해서 影響을 받는다. 이러한 요인들은 크게 법률적 요인, 경영권 요인, 투자 및 재무요인들이 될 수 있다.

정해진 配當性向하에서 配當의 변동성(volatility)은 利益의 변동성 및 目標配當과 실제배당차이의 조정속도에 의존한다. 많은 企業들은 장기적으로 目標配當性向을 따르는 配當政策을 취하고 있다. Lintner(1956)는 ①經營者들은 장기목표 配當性向을 가져야 한다고 믿고 있다. ②配當을 결정함에 있어 기존 配當性向의 수준(level)보다는 변화(change)에 관심을 갖는다. ③일시적이고 예측 못한 利益의 변화가 配當變化의 중요한 이유이다. ④가까운 장래에 바뀔 수 있는 配當變化는 될 수 있는 대로 피하려 한다는 것을 발견했다. Rozeff(1982)는 配當金이 資產代理人費用(agency cost of equity)을 감소시키는 수단으로서의 역할을 하기 때문에 配當性向이 内部者所有構造와 負의 관계를 갖는다는 것을 발견했다. 그러나 Rozeff는 配當조정계수속도에 대한 검증을 하지 않았을 뿐 아니라 目標配當性向을 추정하기 위해서 配當-利益관계모형을 사용하지 않고 단순히 과거 7년간의 配當性向平均을 대응치로 택했다. 또한 그는 配當과 부속되는 자본지배대리인 문제에 대한 모델을 제시하지 못했다. 본 研究에서는 대리인비용이 配當性向과 배당조정계수속도에 미치는 影響을 代理人費用의 대응치인 内部者所有構造를 통해 이미 개발된 配當-利益모형을 이용해서 分析을 시도하였다.

假說：配當性向과 配當조정계수속도는 内部者所有構造와 負의 관계가 있다.

配當은 費用을 발생시키고 内部者所有構造가 커질수록 혜택은 줄어든다. 따라서 内部者所有構造가 증가할수록 다른 조건이 동일하다면 配當은 投資者들에게 가치는 적어지고 결과적으로 줄어들게 된다. 이것은 内部者所有構造가 큰 企業일수록 低配當性向을 가지게 되는 결과를 초래한다. 또한 内部者所有構造차이는 配當의 안정성(stability)에도 影響을 미친다. 즉, 内部者所有構造가 증가할수록 經營者들은 短期經營利益에 덜 민감하고 장기적 결과에 관심을 가지게 된다. 이것은 内部者所有構造가 큰 企業일수록 장기목표 配當性向을 유지하려고 한다. 따라서 배당조정속도는 内部者所有構造가 큰 기업일수록 작게 된다.

3. 資 料

(1) 標本企業

Value Line Investment Survey(1980-1984) 1-13판(edition)으로부터 内部者所有構造 標本企業을 추출했다. 이 중 다음 사항에 해당되는 企業들은 제외하였다.

- (a) 정부규제기업(Gas, 전화와 전기, 비행기, 철도, 은행, 보험, 投資會社), 외국기업, 석유개발기업
 - (b) 특수목적으로 配當한 기업
 - (c) 재산배당기업
 - (d) 배당지급 횟수가 표본기간동안 변한 기업
 - (e) 配當이 청산배당인 기업
 - (f) 조직재구성한 기업
 - (g) 표본기간 동안 配當을 처음 실시하거나 누락한 기업
 - (h) 연간 Industrial Compustat에 수록 안된 기업
 - (i) 표본기간(1975-1986) 동안 주당배당, EPS에 관한 자료의 완비가 안된 기업
- 이러한 기준 적용결과 238개의³⁾ 연간 관측치가 얻어졌다. 본 연구를 위해서 연간 資料를 사용하였다. 왜냐하면 분기별 EPS경우는 계절성 차이조정문제, 분기별 배당의 경우는 企業들이 配當을 거의 변화시키지 않기 때문이다.

(2) 변수(연간자료)

- 기초(primary)EPS⁴⁾ : 기업수익성대용치
- 주당 配當額 - 配當落 시점기준.
- 1980-1984년 동안의 企業당 平均内部者 所有構造

(3) 利益 - 配當 모델

Fama & Babiak(1968)은 개별기업의 配當變化를 研究하기 위해서 여러 가지 利益 - 配當 관련모델을 研究하였다⁵⁾. 그들에 의하면 $t-1$ 년도에서 t 년도의 配當變化를

3) 238企業중 196企業은 12년 資料, 18企業은 13년 資料, 16企業은 11년 資料, 5企業은 10년 資料.

4) 이 항목은 특별계정 및 불연속항목 포함전의 ESP를 의미하고 Penman(1983) 등은 ESP의 예측치로 이 변수를 사용하였다.

5) Fama & Babiak은 Lintner모델에서 상수항을 없애고 전기의 利益을 새 변수로 추가한 모델이 회귀식추정에 이용안된 년도의 配當을 가장 잘 설명하고 있다고 보고하고 있다. Brittai(1964)는 利益에 감가상각비를 더한 현금흐름을 사용하였으나 개별기업의 配當政策을 잘 설명하지 못하고 있다.

상수, t-1년도의 配當, 그리고 t년도의 利益에 關하여 回歸分析한 Lintner모델⁶⁾이 그들이 實證分析한 다른 모델에 비해 상대적으로 개별기업의 配當變化를 잘 설명하고 있다고 주장한다. 따라서 본 研究에서는 Lintner모델을 도입하여 假說을 검증하고자 한다. Lintner모델은 부분조정모델(partial adjustment model)이다. Lintner는 설문조사에 근거하여 配當政策을 설명하는 모델을 제시하였다. 이 모델에 의하면 경영진들은 目標配當性向(r_i)에 맞추어 配當을 점진적으로 조정한다. 즉, 企業i의 t기의 목표배당 (D^*_{it})은

$$D^*_{it} = r_i \cdot E_{it} \tag{1}$$

의 관계로 표시된다(E_{it} =企業i의 t기의 利益). 주어진 시간내에서 企業의 배당은 目標配當 수준을 기준으로 단지 부분적으로 수정된다. 따라서 t-1기에서 t기까지의 配當變化는 다음과 같이 표현된다.

$$DD_{it} = a_i + c_i(D^*_{it} - D_{it-1}) + u_{it} \tag{2}$$

(1), (2) 방정식으로부터 Lintner모델이 다음과 같이 구해진다.

$$DD_{it} = a_i + c_i \cdot r_i \cdot E_{it} - c_i \cdot D_{it-1} + u_{it} \tag{3}$$

D_{it} : 企業i가 t기에 발표한 주당배당

DD_{it} : $D_{it} - D_{it-1}$

E_{it} : 企業i가 t기에 발표한 EPS

c_i : 企業i의 배당조정속도계수

r_i : 企業i의 目標配當性向

u_{it} : 잔차

a_i : 企業i의 특성치

6) Lintner(1956)가 제시한 모델에 의하면 t-1기에서 t기의 配當變化는

$\Delta D_{it} = D_{it} - D_{it-1} = a_i + c_i(D^*_{it} - D_{it-1}) + u_{it}$ 로 표시된다.

$D^*_{it} = r_i \cdot E_{it}$

r_i : 企業i의 目標配當性向, E_{it} : 企業i의 t기 利益, c_i : 企業i의 配當조정속도계수.

4. 研究方法論

内部者所有構造가 목표배당성향과 배당조정속도계수에 負의 影響을 미친다는 본 研究의 假說을 上記한 Lintner모델에 목표배당성향과 배당조정속도계수는 内部者所有構造의 일차함수라는 다음과 같은 관계식을 대입하여 분석하였다.

$$r_i = a + b \cdot AIN_i + e_i \quad (4)$$

$$C_i = c + d \cdot AIN_i + u_i \quad (5)$$

AIN_i : 企業i의 内部者所有構造平均

본 研究의 假說에 의하면 b와 d의 부호는 負로 豫상된다.

(1), (4), (5)를 (2)에 대입하면 아래와 같은 식이 구해진다.

$$DD_{it} = a_i + (c + d \cdot AIN_i)((a + b \cdot AIN_i) \cdot E_{it} - D_{it+1}) + u_{it} \quad (6)$$

본 研究의 검증을 위해 식 (6)에 시계열/횡단면 비선형 回歸分析을 동시에 행하였다. 企業특성요인인 a_i 가 모든 企業들에 동일하다는 가정하에 비선형 회귀分析을 행하였으나 수렴하지 않았다. 따라서 a_i 의 대용치로 DD_{it} 의 個別企業平均値를 택하여 다음과 같은 식을 얻었다.

$$DD_{it} - MDD_i = (c + d \cdot AIN_i)((a + b \cdot AIN_i) \cdot E_{it} - D_{it-1}) + u_{it} \quad (7)$$

MDD_i : 개별企業i의 DD_{it} 平均

식(7)의 $DD_{it} - MDD_i$ 를 우측항의 변수들(AIN_i , E_{it} , D_{it-1})에 관하여 시계열/비선형 회귀분석을 동시에 행하였다. 또한 식 (7)을 前期의 가격으로 標準化시킨 (8)식에 시계열/비선형 회귀분석도 행하였다.

$$PDD_{it} - MPDD_i = (c + d \cdot AIN_i)((a + b \cdot AIN_i) \cdot PE_{it} - PD_{it-1}) + e_{it} \quad (8)$$

$MPDD_i$ = 개별企業i의 DD_{it}/P_{it-1} 의 平均値

$$PDD_{it} = DD_{it}/P_{it-1}$$

$$PE_{it} = E_{it}/P_{it-1}$$

$$PD_{it-1} = D_{it-1}/P_{it-2}$$

IV. 實證結課의 分析

〈표1〉은 요약통계표이다. 内部者所有構造의 平均은 17.48%이고 最大値는 77%, 最小値는 0.1%이고, 平均配當性向(=株當配當額/株當利益)은 0.408(=0.675/1.656)이다.

〈표1〉 요약통계량

변 수	관찰수	평 균	표준편차	최소치	최대치
AIN	2363	17.475	16.871	0.100	77.000
DIV	2363	0.675	0.535	0.100	4.400
DD	2363	0.051	0.089	-0.900	0.560
D1	2363	0.625	0.518	0.003	4.400
ENG	2363	1.656	1.449	-12.520	10.770
ADD	2363	0.001	0.079	-0.833	0.368
MDD	2363	0.050	0.038	-0.067	0.252
PDD	2363	0.003	0.005	-0.074	0.060
MPDD	2363	0.003	0.002	-0.003	0.010
APDD	2363	-0.000	0.005	-0.074	0.052

1. AIN : 内部者所有構造 平均(%)
2. DIV : 株當配當額(\$)
3. $DD_t = DIV_t - DIV_{t-1}$
4. D1 : DIV_{t-1}
5. ENG : 株當利益(\$)
6. MDD : 個別企業DD의 平均
7. $ADD = DD - MDD$
8. $PDD_t = DD_t / (t-1)$ 기의 주가
MPDD : 個別企業 PDD의 平均
 $APDD = PDD - MPDD$
9. 2363 = 2839(표본기업관측치) - 시차조작(lagged operation)으로 감소된 관측치의 수

〈표2-A〉는 内部者所有構造(AIN)는 配當(DIV) 및 配當變化(DIV_t-DIV_{t-1})와 有意的으로 負의 關係가 존재한다는 것을 보여 주고 있다. 이것은 配當政策이 内部者所有構造에 의해서 영향을 받고 있음을 보여주고 있다.

〈표2-B〉는 配當과 利益을 가격으로 標準化한 결과이다. 内部者所有構造는 標準化된 配當變化, 즉 配當變化를 前期의 株價로 나눈 값(PDD)과는 非有意的 關係를, 標準化된 前期의 配當과는 有意的으로 負의 關係가 있음을 나타내고 있다. 이것은 配當變化는 주가에 충분히 반영되었기 때문에 非有意的 關係가 되었고, 配當 그 자체를 株價로 標準化한 것은 여전히 内部所有者構造와 有意的인 關係가 있기 때문으로 풀이된다.

〈표3〉과 〈표4〉는 内部者所有構造가 目標配當性向 및 배당조정속도계수에 미치는 정도를 두 變數간의 선형식을 통해 檢證한 결과이다. 여기서 비선형최소자승 回歸分析을 위해서 일반화된 Gauss-Newton 방법을 사용하였다. [〈표3〉은 標準化를 시키지 않은 결과이고 〈표4〉는 標準化(配當을 株價로 나눈)를 시킨 결과이다.] 内部者所有構造가 目標配當性向에 미치는 정도(=b)와 配當조정속도계수에 미치는 정도(=d)는

〈표2〉 피어슨상관계수

(A)

	AIN	DIV	DD	ENG	ADD	MDD
AIN	1.000 (0.0000)	-.369 (0.0001)	-.096 (0.0001)	-.179 (0.0001)	0.003 (0.8799)	-.230 (0.0001)
DIV		1.000 (0.0000)	0.275 (0.0001)	0.584 (0.0001)	0.015 (0.454)	0.605 (0.0001)
DD			1.000 (0.0000)	0.509 (0.0001)	0.902 (0.0001)	0.455 (0.0001)
ENG				1.000 (0.0000)	0.331 (0.0001)	0.495 (0.0001)
ADD					1.000 (0.0000)	0.026 (0.2009)
MDD						1.000 (0.0000)

(B)

	AIN	APDD	PDD	MPDD	PENG	PDI
AIN	1.000 (0.0000)	-0.002 (0.8978)	0.003 (0.8809)	0.015 (0.4723)	0.067 (0.0011)	-0.264 (0.0001)
APDD		1.000 (0.0000)	0.927 (0.0001)	-0.013 (0.5435)	0.403 (0.0001)	-0.130 (0.0001)
PDD			1.000 (0.0000)	0.363 (0.0001)	0.469 (0.0001)	-0.097 (0.0001)
MPDD				1.000 (0.0000)	0.249 (0.0001)	0.066 (0.0014)
PENG					1.000 (0.0000)	0.241 (0.0001)
PDI						1.000 (0.0000)

1. $PENG_t = ENG_t PR_{t-1}$
2. $PDI = D1/PR_{t-2}$
3. 괄호안의 수치는 P값
4. 다른 변수들의 정의는 <표1>과 동일

<3> 内部者 所有構造와 配當性向, 配當調整速度計數關係

종속변수 : ADD 관측치수 : 2363

모수	추 정 치	표 준 오 차	t 통 계 량
A	0.7763E-01	0.3765E-02 (0.3765E-02)	20.618 (20.626)
B	-0.6464E-03	0.2673E-03 (0.2671E-03)	-2.418 (-2.426)
C	0.4538	0.1290E-01 (0.1291E-01)	35.168 (35.162)
D	-0.4029E-02	0.8822E-03 (0.8793E-03)	-4.567 (-4.577)

Durbin-Watson 통계량 : 1.6299 R² : 0.25

주) 1. 괄호안의 숫자는 비동일분산(heteroscedasticity)을 White方法에 의해서 수정한것.

2. 비선형최소자승 回歸分析을 위해서 一般化된 Gauss-Newton 方法사용.

3. 모델 :

$$ADD=(A+B \cdot AIN_i)(C+D \cdot AIN_i) \cdot ENG-(A+B \cdot AIN_i) \cdot D1$$

$$R_i=C+D \cdot AIN_i$$

$$C_i=A+B \cdot AIN_i$$

4. 변수의 정의는 <표1>참조

<표4> 内部者 所有構造의 配當性向, 配當調整速度計數關係(주가로 標準化)

종속변수 : APDD Durbin-Watson 통계량 : 1.726

모수	추 정 치	표 준 오 차	t 통 계 량
I	0.8373E-01	0.5355E-02 (0.5353E-02)	15.635 (15.650)
J	-7.330E-03	0.2662E-03 (0.2656E-03)	-2.753 (-2.773)
K	0.4485	0.1585E-01 (0.1586E-01)	28.290 (28.261)
L	-3.663E-02	0.8050E-03 (0.7933E-03)	-4.551 (-4.584)

R² : 0.18 관측치수 : 2612

주) 1. 모델 :

$$APDD=(I+J \cdot AIN_i)(K+L \cdot AIN_i) \cdot PENG-(I+J \cdot AIN_i) \cdot PDI$$

$$R_i=K+L \cdot AIN_i$$

$$C_i=I+J \cdot AIN_i$$

2. 2612=2363-가격시차조작에 의해서 감소된 관측치의 수

두 경우 모두 1%의 有意水準에서 有意的인 負의 關係를 나타내고 있다. 이것은 配當性向과 배당조정속도가 内部者 所有構造와 負의 關係가 있다는 것을 의미한다. 즉 이것은 본 研究의 假說을 지지하는 결과이다.

V. 結 論

本 研究에서는 Value Line Investment Survey에 수록된 미국기업을 중심으로 内部者所有構造와 配當性向, 内部者所有構造와 配當調整速度計數와의 관계를 분석하였다. 配當性向과 配當調整速度計數 모두 内部者所有構造에 유의적으로 負의 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이것은 配當政策이 기업의 代理人問題와 연관되고 있음을 보여주는 것이다. 우리나라의 경우는 필자가 분석한 결과에 의하면 配當信號效果가 존재하지 않는 것으로 나타나고 있다. 이는 현행 配當制度가 비자율적인 요소들 즉, 配當落日과 配當發表日의 逆順, 額面價를 基準으로 한 配當率 중심의 配當政策들에 의해서 결정되기 때문으로 풀이될 수 있고, 향후 配當政策의 자율화가 진전이 되면 우리나라 기업들의 配當政策에 대한 市場反應도 미국의 것과 유사해지리라 예상된다.

참 고 문 헌

- Agrawal, A. and N. Mandelker, "Managerial Incentives for Corporate Capital Investment", Working Paper, Baruch College, City University of New York and Graduate School of Business, University of Pittsburgh, 1988.
- Ambarish, R., K. John and J. Williams, "Efficient Signalling with Dividends and Investments," *Journal of Finance* 142 (June 1987), 321-343.
- Amihud, Y. and J. Kamin, "Revenue vs. Profit Maximization : Difference in Behavior by the Type-of-Control and by Market Power," *Southern Economic Journal* (January 1979), 838-846.
- Amihud, Y. and B. Lev. "Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate mergers," *The Bell Journal of Economics* (1981), 605-617.
- Ang, J. S, "Dividend Policy: Informational Content or Partial Adjustment ?," *Review of Economics and Statistics* (1975), 65-70.
- Asquith, P. and D. W. Mullins, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth," *Journal of Business* 56 No.1 (1983), 77-96.
- Bajaj, M, "Rational Dividend Policy : Theory and Evidence," Working Paper, University of California, Berkeley, 1988.
- Barnes, A., R. A. Haugen and L. W. Senbet, "Market Imperfections, Agency Problems and Capital Structure : A Review," *Financial Management* (Summer 1981), 7-22.
- Benesh, G. A., A. J. Keown and J. M. Pinkerton, "An Examination of Market Reaction to Substantial Shifts in Dividend Policy," *Journal of Financial Research* 7 (Summer 1984), 131-142.
- Bhattacharya, S, "Imperfect Information, Dividend Policy and the 'Bird in the Hand Fallacy'," *Bell Journal of Economics* 10 (Spring 1979), 259-270.
- Black, F, "The Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management* 2 (Winter 1976), 5-8.
- Beck, P. J. and T. S. Zorn, "Managerial Incentives in a Stock Market Economy," *Journal of Finance* 37 (December 1982), 1151-1167.
- Brickley, J. A., R. C. Lease and C. W. Smith, "Ownership Structure and the Monitoring

- of Managers,” Working Paper, University of Rochester, 1988.
- Demsetz, H. and K. Lehn, “The Structure of Corporate Ownership : Causes and Consequences,” *Journal of Political Economy* 93 (December 1985), 1151-1167.
- Easterbrook, F. H, “Two Agency-Cost Explanations of Dividend,” *American Economic Review* 74 (September 1984), 650-659.
- Fama, E. F, “The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decision of Firms,” *American Economic Review* 64 (June 1974), 304-318.
- Fama, E. F. and H. Babiak, “Dividend Policy : An Empirical Analysis,” *Journal of American Statistical Association* 63 (December 1968), 133-161.
- Fama, E. F. and M. C. Jensen, “Seperation of Ownership and Control,” *Journal of Law & Economics* 26 (June 1983), 301-325.
- Feldstein, M. and J. Green. “Why Do Companies Pay Dividends ? ,” *American Economic Review* 73 (March 1983), 17-30.
- Green, W. H, “Econometric Analysis,” New York : Macmillan, (1990)
- Holderness, C. G. and D. P. Sheehan, “The Role of Large Block Shareholders : An Analysis of Public Corporations with Majority Shareholders,” *Journal of Financial Economics* (1988), 317-346.
- Jensen, M. C, “Agency Costs of Free Cash Flow,Corporate Finance and Takeovers,” *American Economic Review* 76 (May 1986), 323-350.
- Jensen, M. and W. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics* 3 (October 1976), 305-360.
- Jensen, M. C. and C. W. Smith, “Stockholder, Manager and Creditor Interests : Applications of Agency Theory,” In recent Advances Homewood, IL : M Richard D. Irwin (1985).
- Kalay, A, “Signalling,Information Content and the Reluctant to Cut Dividends,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 15 (November), 855-873.
- Lang, L. and R. Litzenberger, “What Information is Contained in Dividend Announcements ? ,” Working Paper, The Ohio State University, 1988.
- Laub, P. M. “Some Aspects of the Aggregation Problem in the Dividend-Earnings Relationship,” *Journal of the American Statistical Association* 67 (September 1972),552-559.

- Lintner, J, "Distribution of Income of Corporations among Dividends, Retained Earning and Taxes," *American Economic Review* 46 (May 1982), 429-456.
- Marshall, W. and M. Smirlock, "An Examination of the Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decision : A Note," *Journal of Finance* 38 (December 1983), 1659-1667.
- Miller, M. H. and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance* 40 (September 1985), 1031-1051.
- Morck, R., A. Shleifer and R. W. Vishny, "Alternative Mechanisms for Corporate Control," Working Paper, University of Chicago, 1988.
- Nyman, S. and A. Silberston, "The Ownership and Control of Industry," *Oxford Economic Papers* 30 (1978), 74-101.
- Rozeff, M. S, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research* 5 (Fall 1982), 249-259.
- Shefrin, H. and M. Statman, "Explaining Investor Preference for Cash Dividends," *Journal of Financial Economics* 13 (June 1984), 253-282.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny, "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy* 94 (1986), 461-488.