

대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 동기에 관한 연구

김성민* · 정진호**

〈요 약〉

우리나라의 기업들은 외국과는 달리 대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 독특한 배당정책을 가지고 있으며, 대주주들이 소액주주들보다 실제적으로 적은 배당금을 지급받는 형태로 운영되고 있다. 대주주들이 차등배당결정에 대한 거부권을 행사할 충분한 능력이 있음을 가정할 때 자신의 부를 감소시키는 배당정책을 스스로 허용하는 이유에 대한 의문이 제기된다.

본 연구는 이에 대한 최초의 연구로 차등배당 지급동기에 대하여 두가지 가능성을 제시하고자 한다. 첫째로, 한계세율가설을 들 수 있다. 이는 국내 과세제도가 대주주들에게 적은 배당을 지급하게끔 하는 동인으로 작용한다는 것이다. 우리나라의 과세정책하에서 소액주주들은 그들의 배당소득에 따른 분리과세를 적용받는 반면에 대주주들은 종합과세가 적용되기 때문에 대주주의 배당소득이 더 높은 종합과세율에 적용을 받는 한계소득이라면 대주주들은 소액주주보다 낮은 배당(또는 무배당)을 선호할 수 있을 것이다.

둘째로, 배당재원가설을 들 수 있다. 이는 기업의 수익이 모든 주주들에게 기존의 배당금과 비슷한 배당금을 지불할 정도로 충분치 않을 경우 차등배당을 실시할 수 있다는 것이다. 기업의 이익이 감소하였을 때 대주주에 대한 배당금을 줄임으로써 주식시장의 한계 투자그룹을 형성하고 있는 소액주주들에게는 이전과 비슷한 크기의 안정적인 배당금을 지급 하고자 한다는 것이다.

상기 두가지 가설에 대한 검증을 Logit모형을 이용하여 실증 분석하였으며, 그 결과 배당가능이익의 크기가 작을수록, 그리고 대주주의 한계소득세율이 높을수록 차등배당의 경향이 높은 것으로 나타나 세율과 기업의 수익성이 차등배당의 주요한 동인으로 작용하고 있는 것을 발견하였다.

I. 서 론

배당은 주주가 가진 주식수의 비율에 따라 이른바 '주식평등의 원칙'에 따라 행해져야 하는데 이러한 평등성에서 벗어나 다른 기준에 의해 행해지는 배당을

* 한양대학교 경상대학 경영학부 교수

**한세대학교 경영학과 교수

본 논문의 영문초안은 1996년도 미국재무관리학회(FMA, New Orleans)와 1996년도 한국재무학회 추계학술대회에서 발표되었으며, 본 논문에 대해 귀중한 조언을 해주신 익명의 심사자에게 감사드린다. 논문에 남아있는 오류나 미진한 부분은 전부 저자의 책임이다. 이 논문은 1998년 한양대학교 교내연구비에 의하여 연구되었음.

넓은 의미에서 차등배당이라 한다. 이러한 배당에는 일반주주들의 배당액을 결정하기 전에 특정주주에게 행해질 배당액을 먼저 결정하고 남은 금액을 일반주주들에게 배당하는 우선주배당과, 우리나라 기업의 특수한 배당형태인 대주주와 소액주주에게 다른 배당율을 적용하는 차등배당 등이 있다.¹⁾ 일반적으로 대주주는 소액주주보다 적은 배당을 받는데, 차등배당을 실시하기 위해서 이사회는 차등배당안을 주주총회에 제시하여 승인을 받아야 한다.

우선주 배당에 관한 연구는 지금까지 많이 연구되어 왔지만 차등배당에 관한 분석은 거의 전무한 실정이다. 실제로 차등배당을 실시하는 기업들의 수가 상당히 많음을 고려할 때 이에 대한 연구가 매우 시급하다고 할 수 있겠다. <표 1>은 1985년부터 1994년까지의 기간동안 12월말 결산 제조업체를 대상으로 차등현금배당(앞으로 '차등배당'이라 칭함)의 실시현황을 나타내고 있다.²⁾ <표 1>에서 차등배당을 실시하는 기업이 전체표본의 평균 27.7%에 달하고 있음을 알 수 있다.

차등배당을 실시하는 경우 대주주들은 소액주주들보다 적은 배당을 받는데도 불구하고, 대주주들이 왜 그러한 자기손실을 감수하는지는 이상한 현상이라 아니 할 수 없다. 본 연구는 이에 대해 두가지 가설을 제시하고 있다. 첫번째로 한계세율가설을 들 수 있다. 이는 대주주의 실익추구에 의한 것으로서 소득세법상 소액주주의 배당금은 분리과세되어 원천징수세액만 부담하면 되는데 반해 대주주의 배당금은 종합소득으로 합산하여 과세되므로 높은 누진세율의 적용을 받는다. 따라서, 소득이 최고과세표준 이상이거나 이 수준에 근접하는 주주는 배당을 받을 실익이 거의 없다는 결과가 된다. 즉, 대주주의 한계소득세율이 소액주주보다

1) 여기에서 고려해야 할 중요한 사항은 대주주와 소액주주간의 구분방법이다. 실질적으로 두가지 방법이 사용되고 있는데, 첫째로 기업의 많은 소유권을 향유하고 있는 주주를 대주주라하고 나머지 소수 주주들을 소액주주로 구분하는 방법이다. 두 번째로는 1%이상의 지분을 소유하고 있는 주주들을 대주주라하고 1%미만의 주주들을 소액주주로 구분하는 방법이다. 이 경우에 기관투자자들은 경영권의 참여가 없기 때문에 1%이상의 지분을 소유하고 있어도 소액주주로 구분된다. 대주주로 구분이 되더라도 차등배당에 반대하는 대주주는 소액주주와 동일한 배당을 받을 수 있다. 차등배당의 법적인 측면은 이철송(1987, 1988)을 참조하기 바란다.

2) 본 연구는 대주주와 소액주주간의 차등배당 고려시 현금배당만을 고려하였다.(즉, 대주주의 현금배당률과 소액주주의 현금배당률이 다를 경우를 '차등배당'이라고 정의함.) 실증자료에서 배당률 산출시 현금배당 뿐만아니라 주식배당을 포함시키는 것을 고려해 볼 수 있으나, 주식배당의 경우 대주주와 소액주주간의 차등(주식)배당(즉, 대주주의 주식배당률과 소액주주의 주식배당률이 다를 경우)은 차등현금배당의 경우와는 달리 그에 따른 지분율의 변동을 유발시키는 관계로 현실적으로 거의 실시하고 있지 않은 상황이다.(이철송, 1987 참조)

높은 상황에서 대주주의 추가적인 배당증가로 인한 세후이익이 그다지 크지 않을 것이라는 가설하에 차등배당을 고려해 볼 수 있다. 이로 인해 대주주가 저율배당 또는 무배당을 선호할 수 있을 것이다.

〈표 1〉 대주주와 소액주주간의 차등배당현황(1985-1994년)

년도	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	전 체
(1)=(2)+(3) 전체표본수	201	213	236	321	416	446	468	468	474	489	3732개
(2) 무배당사	21	18	21	20	30	35	45	82	90	72	434개
(3)=(4)+(5) 유배당사	180 (100)	195 (100)	215 (100)	301 (100)	386 (100)	411 (100)	423 (100)	386 (100)	384 (100)	417 (100)	3298개 (100%)
(4) 균등배당사	125 (69.4)	144 (73.8)	166 (77.2)	222 (73.8)	250 (64.8)	276 (67.2)	286 (67.6)	286 (74.1)	299 (77.9)	331 (79.3)	2385개 (72.3%)*
(5) 차등배당사	55 (30.6)	51 (26.2)	49 (22.8)	79 (26.2)	136 (35.2)	135 (32.8)	137 (32.4)	100 (25.9)	85 (22.1)	86 (20.7)	913개 (27.7%)*

* ()는 유배당사 대비 균등배당사·차등배당사의 비율

자료:상장회사데이터 베이스,한국상장회사협의회

두번째로, 배당재원가설을 들 수 있으며, 이는 차등배당이 배당재원의 부족에서 기인한다는 것이다. 상장기업들이 영업실적의 부진이나 유동자산의 부족으로 충분한 배당재원을 확보하지 못하였으나 일반주주(대부분의 소액주주)에 대한 공신력과 배당의 신호효과 등을 고려하여 교육지책으로 배당을 행하는 것이다. 기업의 이익이 부족하여 배당여력이 감소한 상황에서는 대주주의 배당을 상대적으로 낮추고 소액주주에게는 이전과 비슷한 크기의 배당을 지급할 수 있게끔 기업이 안정된 배당정책을 취하려는 동기가 작용한다고 생각해 볼 수 있다. 즉, 차등배당을 실시하는 것이 모든 주주에게 배당을 감소시켰을 경우 예상할 수 있는 배당의 기업가치에 미치는 부(-)의 신호효과를 피하기 위한 하나의 방안일 수 있다. 부의 신호효과는 회사경영에 다양한 방법(CEO 또는 이사)으로 참가하는 대주주들보다는 소액주주들에게 훨씬 더 민감하게 작용할 수 있기 때문에 이에 대한 방지책으로 차등배당을 실시한다는 것이다.

본 연구는 이러한 두 가지 동기의 타당성을 Logit 모형을 이용하여 실증분석하였다. 그 결과 배당가능이익의 크기와 대주주의 한계소득세율은 차등배당성향과 부(-)의 상관관계를 가지고 있음을 발견하여 세금과 배당가능재원이 차등배당을 결정하는 중요한 동기로 작용한다는 상기의 가설들이 지지되었다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. II장에서는 차등배당에 대한 두 가지 동기

에 관하여 설명하고, III장에서는 자료와 실증분석결과에 대해 논의하였다. 마지막으로 IV 장에서는 결론과 더불어 향후 연구방향에 관하여 제시하였다.

II. 대주주와 소액주주간의 차등배당에 관한 동기

1. 한계세율가설

만약, 개인소득세만 존재하는 완전시장하에서 차등배당을 지급할 경우 대주주는 세후배당금과 대주주지분상당의 배당후순이익을 합한 금액을 받게 될 것이며 그 크기는 아래의 (1)식과 같다.

$$Y_{UNEQ} = (1 - \alpha)D_L(1 - t_L) + (1 - \alpha)\{E - (1 - \alpha)D_L - \alpha D_S\} \quad (1)$$

마찬가지로, 균등배당하에서 대주주의 개인소득세 차감후 총 수익은 아래의 (2)식과 같다.

$$Y_{EQ} = (1 - \alpha)D_E(1 - t_L) + (1 - \alpha)(E - D_E) \quad (2)$$

상기 식에서

- E=주당 순이익
- t_L =대주주의 배당소득에 대한 한계세율
- D_S =소액주주에게 지급되는 주당배당금
- D_L =대주주에게 지급되는 주당배당금
- D_E =차등배당이 실시되지 않고 균등배당실시시 모든 주주들에게 지급되는 균등배당액.(즉, $D_E = (1 - \alpha)D_L + \alpha D_S$)
- Y_{EQ} =균등배당하에서의 대주주의 주당 총수익
- Y_{UNEQ} =차등배당하에서의 대주주의 주당 총수익
- α =소액주주의 지분율

따라서, 차등배당에 기인한 대주주 부(富)의 변화는 Y_{UNEQ} 와 Y_{EQ} 의 차인 식 (3)이다.

$$\Delta Y = Y_{UNEQ} - Y_{EQ} = (1 - \alpha)\{t_L(D_E - D_L) - \alpha(D_S - D_L)\} \quad (3)$$

식(3)에서 ΔY 가 적어도 0보다 크거나 같다면 대주주들은 차등배당을 선호하게

될 것이다. 즉, 대주주가 차등배당을 선택하기 위한 동기부여조건(ICL:incentive compatibility condition for largeshareholders)은 식 (4)와 같다.

$$ICL: \Delta Y = (1 - \alpha) \{t_L(D_E - D_L) - \alpha(D_S - D_L)\} \geq 0 \quad (4)$$

(1- α)가 양(+)이고, $D_E > D_L$ 인 경우 ΔY 는 식(4)로부터 만약 다음의 조건을 만족하게 된다면 양의 값을 가질것이다.

$$t_L \geq \{(D_S - D_L) / (D_E - D_L)\} \alpha = \alpha + (D_S - D_E) / (D_E - D_L) \quad (5)$$

현실적으로 $D_S > D_E > D_L$ 을 가정할 때 수식(5)의 두 번째 항, $(D_S - D_E) / (D_E - D_L)$ 는 양의 값이며, 식(5)는 $(t_L - \alpha) \geq (D_S - D_E) / (D_E - D_L)$ 로 다시 표현될 수 있다. 이는 $(t_L - \alpha)$ 가 $(D_S - D_E) / (D_E - D_L)$ 보다 적지 않은 경우에 한해서 대주주가 차등배당을 선호할 것임을 의미한다.

다음은 식(3)의 대주주의 富의 변화가 대주주주의 한계소득세율과 소액주주의 지분율의 변동과 어떠한 상관관계를 가질 것인지를 비교정확분석(comparative statics)을 통하여 살펴보고자 한다. 다음의 식(6)과 식(7)은 식(3)을 t_L 과 α 에 대해 각각 1차 편미분한 것이다.

$$i) \partial (\Delta Y) / \partial t_L = (1 - \alpha)(D_E - D_L) > 0. \quad (6)$$

식(6)은 대주주의 한계세율이 증가할수록 차등배당 경향이 높아질 것임을 보여주고 있다.

$$ii) \partial (\Delta Y) / \partial \alpha = (2\alpha - 1)(D_S - D_L) - (D_E - D_L)t_L \quad (7)$$

식(7)의 부호는 D_S , D_E , D_L , α , 그리고 t_L 의 상대적인 크기에 달려있다. 다음에 논의될 <표 2>에서 D_S (470원)와 D_L (177원), α (59%), 그리고 이 값을 이용하여 산정한 D_E (350원)³⁾의 평균값과 함께 <표 4>에서 논의될 t_L 이 표본 기간중에 53.75% 과 70.125% 사이의 값을 가진 것을 고려할 때, $\partial (\Delta Y) / \partial \alpha$ 는 평균적으로 약 -40원과 -69원 사이의 값을 가질 것이며, 그 값은 음(-)의 부호가 될 확률이 클 것이다. 이 경우에 식 (7)은 소액주주의 지분(α)이

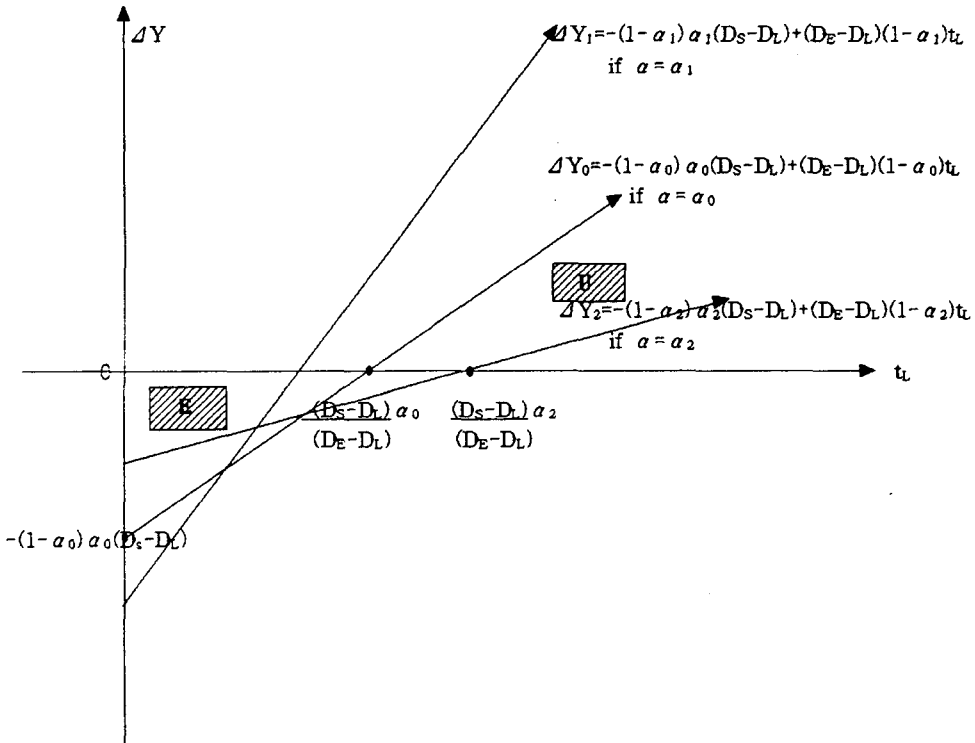
3) 차등배당이 실시되지 않고 균등배당 실시시 모든 주주들에게 지급되는 균등배당액임 (즉, $D_E = (1 - \alpha)D_L + \alpha D_S = (1 - 0.59) * 177\text{원} + 0.59 * 470\text{원} = 350\text{원}$)

낮아(높아)질수록 차등배당 경향이 높아(낮아)질 것임 보여주고 있다.

다음의 [그림 1]은 ΔY (차등배당에 따른 대주주의 富의 변화)와 t_L (대주주의 한계소득세율), 그리고 α (소액주주지분율)사이의 관계를 보여주고 있다. 그림에서 지역 'U'($\Delta Y_i > 0$ 인 경우, $i=0,1,2$)는 대주주가 차등배당을 선호하는 범위이고, 지역 'E'($\Delta Y_i < 0$ 인 경우, $i=0,1,2$)는 대주주가 균등배당을 선호하는 범위이다.

예를 들어, $t_L \geq \{(D_S - D_L)/(D_E - D_L)\} \alpha_0$ 인 경우, 지역 'U'의 ΔY_0 는 양의 값이며, 이는 대주주가 차등배당을 받는 것이 더 이득이 됨을 의미한다. 또한, 이 경우 ΔY_0 는 t_L 이 증가함에 따라 비례적으로 증가한다. 반대로, 소액주주의 지분율이 α_0 에서 α_2 로 증가함에 따라 $t_L \geq \{(D_S - D_L)/(D_E - D_L)\} \alpha_2$ 인 경우, 지역 'U'의 면적은 줄어들며, t_L 이 증가함에 따라 ΔY_2 가 증가하는 속도도 감소함을 보여주고 있다.

(그림 1) 대주주의 한계소득세율(t_L)의 변화가 차등배당에 따른 대주주 富의 변화(ΔY)에 미치는 영향(주어진 소액주주지분율(α)하에서): ($0 < \alpha_1 < \alpha_0 < \alpha_2 < 1$ 가정)



ΔY_i : 차등배당에 따른 대주주 부의 변화(소액주주의 지분율이 α_i 일 때, $i=0,1,2$)

t_L : 대주주의 한계소득세율

α_i : 소액주주의 지분율 ($i=0,1,2$)

2. 배당재원가설

배당재원가설은 기업이 모든주주들에게 동일한 배당을 할 만큼 충분한 배당재원이 없을 경우 대주주의 배당을 줄임으로써 소액주주에 대한 안정적인 배당을 선호한다는 것이다. 기업이 안정적인 배당정책을 선호한다는 연구는 이미 Lintner(1956)이후 일반적으로 알려진 사실이며, 이에 대한 일련의 연구들을 살펴보면 다음과 같다. Lintner(1956)에 따르면 배당정책은 기업의 미래수익전망에 대한 내부자 정보에 달려 있고, 이를 감안하여 기업은 안정적인 배당을 선호한다고 주장하였다.

John and Williams(1985)는 일반 투자자들은 현재의 배당정책이 미래의 수익과 연관이 되어 있다고 생각하여 배당이 높은 기업의 주식에 높은 가격을 지불하려고 하며, 이를 감안하여 경영자는 기업이이익의 변동폭보다 상대적으로 안정적인 형태로 배당을 지급할 것이라는 신호모형을 제시하였다. Kumar and Spatt(1987)은 기업이 안정적인 배당정책을 유지하는 것은 낮은 체계적 위험에 대한 명성을 획득하려는 동기에 기인한다고 주장하였다.

이러한 연구결과를 차등배당과 연관시켜 본다면 배당재원이 감소할 경우 차등배당은 적어도 소액주주들에게 부(-)의 배당신호를 제거할수 있기 때문에 모든 주주들에게 감소된 균등배당을 지급하는 것보다 더욱 효과적인 배당정책임을 알 수 있다. 차등배당으로 인해 적은 배당금을 지급받는 대주주들은 회사경영의 의사결정에 다양한 방법(CEO 또는 이사회 임원)으로 참가하고 그 결과 배당금 감소에 대해 스스로 책임을 지는 경향이 있으며, 배당금감소에 따른 富의 한계효용을 고려해 보더라도 소액주주들보다는 덜 민감하게 반응할 것이다. 반면에, 시장에서 한계투자자로서의 역할이 가정되는 소액주주들에게는 일정액의 배당금을 안정적으로 지급함으로써 인해 배당감소로 인한 부(-)의 신호효과를 경감시킬수 있게 된다고 추정할 수 있다.⁴⁾

이 문제에 대하여 Miller와 Rock(1985)은 기업의 목적함수는 현재 주식을 매도하고자 하는 투자자와 장기적으로 주식을 보유하고자 하는 사람들간의 잠재적인 이해상충을 해결하도록 설정될 수 있음을 보여주었다. 대주주들은 대부분 장기적으로 주식을 소유하고자 하는 사람들일 것이고 소액주주들은 배당금의 변화에 민

4) 배당재원부족시(또는 현금부족시) 모든 주주들에게 감소된 균등배당의 신호효과와 차등배당의 신호효과를 직접적으로 검증하는 것은 추후연구과제로 남기고자 한다.

감하고 주가에 영향을 미치는 한계투자자들일 것이다. 이 경우의 차등배당은 소액주주들을 위한 대주주들의 신의성실의 역할을 수행하는 것이 될 것이라는 것이다⁵⁾

다음 장에서는 이제껏 논의된 차등배당에 대한 한계세율가설과 배당재원가설을 검증하기 위해 다음과 같은 구체적인 가설을 설정하여 실증검증하고자 한다.

- (1) $(t_c - \alpha)$ 가 증가함에 따라 차등배당의 경향이 높을 것이다.
- (2) t_c 이 증가함에 따라 차등배당의 경향이 높을 것이다.
- (3) α 가 감소함에 따라 차등배당의 경향이 높을 것이다.
- (4) 배당재원이 감소함에 따라 차등배당의 경향이 높을 것이다.

가설(1)은 가설 (2),(3)과 분리하여 다루어야 하며, 이는 가설(1)은 t_c 과 α 의 개별적 영향 이외에도 t_c 과 α 사이의 차이가 추가로 차등배당의 결정에 영향을 줄수 있음을 의미하고 있다.

Ⅲ. 실증분석결과

표본대상기업으로서 본 연구는 한국증권거래소에 상장된 1985년부터 1994년까지의 12월말 결산법인 제조업체의 보통주만을 고려하였다. 실증검증을 위한 자료는 한국상장회사협의회에서 제공되는 상장회사 데이터베이스를 이용하였다. 배당지급의 결정이 차등배당에 대한 결정보다 먼저 이루어지기 때문에 무배당 기업은 표본에서 제거하였으며, 최종 표본수는 유배당사 3298개이다. 주요 변수에 대한 주요 통계량은 <표 2>에 있다.

5) 물론, 수익이 감소하였을 경우 배당을 이전과 비슷하게 유지할 것인가에 대한 의사결정과 차등배당정책은 상이하다. 차등배당의 결정은 수익의 감소에 기인한 배당액의 감소를 가정할때 단순히 대주주와 소액주주간의 배당을 어떻게 차등화할 것인가에 대한 결정이다.

<표 2> 1985년부터 1994년까지의 배당관련 주요 변수에 대한 요약통계량

변 수	평균값	표준편차	최대값	최소값
LARGEOWN	41.05%	17.11%	99.41%	0%
DIVSOURCE	1463489.41	9128822.40	331966000	0
DEBTRATIO	264.85%	231.69%	2951.53%	10.39%
TAGROWTH	22.77%	27.66%	464.92%	-29.14%
D _L	177원 (3.54%)	184.5원 (3.69%)	1,500원 (30.00%)	0원 (0%)
D _S	470원 (9.40%)	193원 (3.86%)	2,000원 (40.00%)	50원 (1%)
UNEQRATE	5.86%	3.27%	20%	0.5%

LARGEOWN: 대주주의 지분율= $(1-\alpha)$, α ≡ 소액주주 지분율

DIVSOURCE: 배당가능이익(1,000원)

DEBTRATIO: 부채/자기자본

TAGROWTH: 총자산증가율(%)

D_L: 대주주 보통주 현금배당금, ()는 액면대비 현금배당률(%)

D_S: 소액주주 보통주 현금배당금, ()는 액면대비 현금배당률(%)

UNEQRATE: 대주주와 소액주주간의 차등배당률(%)

<표 2>에서 대주주의 평균배당률은 3.54%이고, 소액주주의 평균배당률은 9.4%여서 소액주주들은 대주주보다 평균 5.86% 정도 더 많은 배당을 받고 있는 것으로 나타났다. 또한, 대주주의 지분율은 평균 41%이며, 부채비율은 자기자본 대비 평균 2.64배를 보여주고 있다.

다음은 한계세율가설이 차등배당의 결정에 중요한 역할을 하는지를 검증하기 위하여 차등배당을 실시하는 기업과 균등배당을 실시하는 기업간의 $(t_1-\alpha)$ 값에 대한 유의한 차이가 존재하는지에 대한 검증을 하였다. 한계세율가설하에서 차등배당을 실시하는 기업의 $(t_1-\alpha)$ 값에 대한 크기는 수식(5)로부터 균등배당을 하는 기업의 경우보다 클 것으로 예상된다.

<표 3>은 차등배당기업의 평균 $(t_1-\alpha)$ 가 유의한 양의 값을 가진 반면에 균등배당을 실시하는 기업의 $(t_1-\alpha)$ 는 음의 값을 나타냈지만 0과 유의적으로 다르지 않음을 보여주고 있다. 또한, 두 그룹사이의 $(t_1-\alpha)$ 값의 평균값의 차이가 유의적임을 보여주었으며 이는 가설과 일관된 결과이다.

차등배당이 실시될 경우에 양의 $(t_1-\alpha)$ 값을 가지는 기업의 수(627개사)가 음의 $(t_1-\alpha)$ 값을 가지는 기업의 수(286개사)보다 상당히 많음을 알 수 있다. 반대로 균등

배당시 양의 $(t_L - \alpha)$ 값을 지닌 기업의 수(1177개사)가 음(-)의 $(t_L - \alpha)$ 값을 가진 경우(1208개사)보다 약간 적게 나타났다. 결과적으로 대주주의 한계소득세율과 소액주주지분율간의 차이가 차등배당을 실시함에 있어 하나의 중요한 요인임을 알 수 있다.

<표 3> 차등배당, 균등배당 실시기업의 대주주의 한계소득세율과 소액주주지분율과의 차이($t_L - \alpha$)에 대한 평균 및 두 그룹사이의 평균값의 차이에 대한 그룹 T-test결과

그룹	표본수		$(t_L - \alpha)$	두 그룹사이의 평균값의 차이에 대한 T-통계량
차등배당	전체	913	0.0902(0.0001)	-12.9568 (0.0000)
	$t_L - \alpha \geq 0$	627(68.7%)		
	$t_L - \alpha < 0$	286(31.3%)		
균등배당	전체	2385	-0.0018(0.6301)	
	$t_L - \alpha \geq 0$	1177(49.3%)		
	$t_L - \alpha < 0$	1208(50.7%)		

$t_L - \alpha$: 대주주의 한계소득세율과 소액주주지분율 사이의 차이, ()는 p값

다음으로 차등배당을 선택함에 있어 과세의 영향을 분리하여 조사하여 살펴 보았다. 다음의 <표 4>는 1985년부터 1994년까지의 최고 한계소득세율과 그에 상응한 차등배당 실시 기업수의 변화추이를 보여주고 있다.

<표 4> 1985년에서 1994년 사이의 소득세율과 차등배당 실시 기업수의 변화추이

기간 \ 변수	I	II	III	IV
	(1985-88)	(1989-90)	(1991)	(1992-94)
최고 한계소득세율 (종합과세)*	55% (70.125%)*	50% (63.75%)*	55% (59.125%)*	50% (53.75%)*
배당소득세율 (분리과세)	10%	10%	10%	20%
(1) 차등배당사(913개)	234 (26.26%)**	271 (34.00%)**	137 (32.38%)**	271 (22.81%)**
(2) 균등배당사(2385개)	657 (73.74%)**	526 (66.00%)**	286 (67.62%)**	917 (77.19%)**
(3)=(1)+(2) 유배당사(3298개)	891 (100%)	797 (100%)	423 (100%)	1188 (100%)

* : 방위세와 주민세 포함시. 1990년 이후부터 주민세가 추가되었다. 상장회사의 대주주와 장외시장의 대주주는 종합소득과세의 적용을 받는다.

** : ()는 유배당사 대비 차등배당사·균등배당사의 비율

<표 4>에서 1985년부터 1994년의 기간동안 최고한계소득세율은 4번의 변화가

일어났다. 기간 I의 최고한계소득세율 70.125%에서 기간 IV의 53.75%로 점진적으로 감소하였음을 알 수 있다. 기간 I중에 표본의 26.26%가 차등배당을 실시하였으며, II기간에서 IV기간사이에 차등배당을 실시한 기업의 비율은 34%에서 22.83%로 감소하였다. 기간 II와 기간 IV사이의 차등배당을 실시한 기업의 이러한 변화추이는 같은 기간의 최고한계소득세율의 변화의 방향과 일치한다. 이러한 결과는 차등배당을 실시함에 있어 한계소득세율이 하나의 중요한 요인임을 보여주고 있다.

그러나, 기간 I에서 기간 II사이에는 최고한계소득세율의 감소를 가져온 반면 차등배당을 실시한 기업의 수는 오히려 증가하였다. 이는 한계세율유인이 차등배당에 대한 충분한 설명력을 지니지 못함을 알 수 있다. 이에 대한 부분적인 설명으로 기간 I의 상대적으로 높은 균등배당 기업의 수는 아마도 동기간의 경제성장에 기인한 것으로 보인다. 실제로 기간 I에서는 무역적자의 감소, 인플레이션율의 하락, 증시의 활황에 따른 경제활성화 기간으로 볼 수 있다. 따라서 이러한 좋은 경제여건 때문에 기업들이 모든 주주들에게 균등한 배당을 충분히 할 수 있을 정도의 여력을 가질 수 있었던 것으로 추론된다.

다음으로 차등배당에 대한 배당재원가설을 실증분석하기 위하여 차등배당기업과 균등배당기업사이의 배당가능이익에 유의한 차이가 있음을 조사해 보고자 한다.⁶⁾ 배당재원가설하에서 차등배당 실시기업의 배당가능이익은 균등배당 실시기업에 비해 더 적을 것임을 예견하였다.

<표 5>에서 차등배당을 실시한 기업의 배당가능이익의 평균값이 균등배당을 실시한 경우보다 10%의 유의수준으로(p 값=0.0618) 적음을 알 수 있다. 상기 결과는 가설 4와 일치하며, 이는 배당재원의 감소에 따라 차등배당을 실시할 경우가 더 많아 질 것임을 의미한다.

6) 기업은 종종 이익이 적더라도 배당을 실시하며, 이는 배당재원으로써 순이익을 포함한 배당가능 이익의 크기가 중요하다.

〈표 5〉 차등배당, 균등배당 실시기업의 배당가능이익(DIVSOURCE)에 대한 평균 및 두 그룹사이의 평균값의 차이에 대한 그룹 T-test결과

그룹	표본수	DIVSOURCE	두 그룹사이의 평균값의 차이에 대한 T-값
차등배당	913	983,594 (0.0001)	1.8686 (0.0618)
균등배당	2385	1,647,193 (0.0001)	

DIVSOURCE: 배당가능이익(1,000원), ()는 p값.

다음은 차등배당실시에 대한 배당재원유인이 한계소득세율을 통제한 후에도 유용한가에 관하여 실증검증을 해보고자 한다.

종속변수의 값이 '0'(균등배당실시기업) 또는 '1'(차등배당실시기업)일 경우 일반적인 최소자승법에 의한 회귀분석은 다음과 같은 문제점을 일으킬 수 있다.7) 첫째, 회귀분석에 따른 추정오차가 정규분포를 나타내지 않을 수 있으며, 둘째 오차의 분산이 이질적(heterogeneous error variance)이라는 것이다.

이와 같은 상황에서 로지스틱 회귀분석은 일련의 통계적 문제점을 해소시켜 줄 뿐만 아니라 종속변수(차등배당실시여부)를 확률의 값으로 추정하기 때문에 순위 척도로 구분하는 판별분석보다 정교하며, OLS 회귀분석의 문제점을 시정할 수 있다는 장점이 있다. 종속변수의 값이 지시변수(indicator variable)일 때 고려사항은 반응함수의 형태가 종종 2차함수의 형태를 띄고 극한값은 0과 1을 가진다는 것이다. 이때 이러한 반응함수에 적합한 유용한 모델이 로지스틱 함수인데 이때 종속변수의 발생확률, E(Y)는 식 (8)과 같다.

$$E(Y) = \frac{1}{1 + e^{-x_j\beta}} \tag{8}$$

여기서 $x_j\beta = \beta_0 + \beta_1x_{1j} + \beta_2x_{2j} + \dots + \beta_kx_{kj}$ 이다. 로지스틱 함수는 0과 1 사이에 있기 때문에 S-형태를 띄고 있다. 이 로지스틱 함수는 위 함수에 자연로그를 취하여 쉽게 선형화 시킬수 있다. 식 (8)에 자연로그를 취하면, 식 (9)와 같다.

$$\ln[E(Y)/(1-E(Y))] = \beta_0 + \beta_1x_{1j} + \beta_2x_{2j} + \dots + \beta_kx_{kj} \tag{9}$$

7) 좀 더 자세한 내용은 Neter, Wasserman, and Kutner(1985) 참조 바람.

개별 모수의 유의성은 상관계수의 분산-공분산 행렬의 추정치를 이용하여 검증될 것이다. 검정통계량은 χ^2 (chi-square)분포를 따를 것이며, 로지스틱 추정절차는 회귀분석에서의 독립변수의 변화에 따라 차등배당실시기업에 속할 확률의 최우추정치를 구한다.

먼저, 독립변수로 대주주지분율(LARGEOWN)과 배당가능이익(DIVSOURCE)을 사용하여 로지스틱 회귀분석을 실시하였다. 결과는 <표 6>의 모델(I)에 제시되고 있다.

LARGEOWN의 회귀계수는 유의한 양(+)의 0.0324값을 가지는 반면에 DIVSOURCE의 회귀계수값은 유의한 음(-)의 -1.19E-8의 값을 나타내며, χ^2 값은 모델이 설명력이 있음을 보여주고 있다. LARGEOWN의 양(+)의 회귀계수는 대주주지분율과 차등배당에 대한 의사결정 사이에는 양의 상관관계가 있다는 가설 3과 일치하며 대주주지분율이 1% 증가시 평균 1.33%(=0.0324*41.05%)만큼씩 차등배당확률이 증가할 것임을 나타내 주고 있다. DIVSOURCE의 음(-)의 회귀계수값은 배당재원이 감소함에 따라 차등배당의 경향이 높아질 것이라는 가설 4와 일관된 결과이며, 배당가능이익이 한 단위(1,000원) 증가시 평균 1.74% (= -1.19E-8*1,463,489.41)씩 차등배당확률이 감소할 것임을 보여 주고 있다.

상기의 결과가 배당정책에서 고려하는 다른 중요한 변수들을 포함시켰을 때에도 일관되게 나타나는 지를 확인하기 위해 기존의 변수에 부채비율과 성장률을 추가하여 회귀분석을 실시하였다. 결과는 <표 6>의 모델(II)에 제시하고 있다.

검증결과 LARGEOWN과 DIVSOURCE의 부호가 부채비율과 성장률을 통제한 이후에도 변화가 없음을 나타낸다. 위의 결과들은 한계소득세율과 배당재원이 차등배당결정에 중요한 요인으로 작용함을 재확인시켜 준다. 부채비율의 회귀계수값이 양(+)인 것은 여타조건이 일정할 때 부채비율이 높은 기업이 차등배당을 실시할 가능성이 높다는 것을 시사하며, 부채비율이 1% 증가시 평균 0.23% (=0.00085*264.85%)씩 차등배당확률이 증가할 것임을 나타내 주고 있다. 이러한 결과는 부채의 양과 배당액과의 역의 상관관계에 기인한 것으로 추정된다. 실례로, Higgins(1972)와 McCabe(1979)는 새로운 장기부채는 배당액에 부(-)의 영향을 미친다고 제시하였고, Rozeff(1982)는 높은 재무레버리지를 가진 기업은 외부자금 조달비용을 줄이기 위하여 적은 배당금을 지불한다고 설명하고 있다. 아마도 이러한 적은 배당으로 인한 부(-)의 신호효과를 최소화 하기 위해서 차등배당이 일괄적으로 낮은 균등배당보다는 좀 더 나은 배당정책으로 채택되어질 수 있다고

사료된다.

성장률 변수의 회귀계수가 양의 값을 가지는 것은 성장률이 높을수록 차등배당을 지급할 확률이 높다는 것을 의미하며, 성장률이 1% 증가시 평균 0.06%(=0.0027*22.77%)씩 차등배당확률이 증가할 것임을 보여 주고 있다. Rozeff(1982)는 급속도로 성장하는 기업은 외부 자금조달을 감소시키고자 하는 필요성 때문에 배당을 줄일수 있다는 것이다. 이러한 배당의 감소로 차등배당에 대한 가능성이 증대될 수 있을 것이다. 한편, 본 연구는 차등배당에 대한 두가지 중요한 동기의 실증검증에 중점을 두었기 때문에 이러한 통제변수들과 차등배당간의 관계에 대한 상세한 연구는 추후과제로 남기고자 한다.

〈표 6〉 대주주지분율, 배당가능이익, 총자산증가율, 부채비율, 한계소득세율의 변화가 차등배당결정에 미치는 영향에 관한 로지스틱 회귀분석결과

최우추정분석 (Maximum likelihood estimate)			
변수	모형		
	(I)	(II)	(III)
절편	-2.2510 (0.0001)	-2.6122 (0.0001)	-2.5316 (0.0001)
LARGEOWN	0.0324 (0.0001)	0.0320 (0.0001)	0.0319 (0.0001)
DIVSOURCE	-1.19E-8 (0.0001)	-1.23E-8 (0.1004)	-1.08E-8 (0.1414)
TAGROWTH	N.A.	0.00270 (0.0512)	-0.00257 (0.0655)
DEBRATIO	N.A.	0.00085 (0.0001)	0.00084 (0.0001)
TAXDUMMY	N.A.	N.A.	-0.0278 (0.4181)
χ^2	170.96 (0.0001)	200.51 (0.0001)	201.27 (0.0001)

주) ()는 p값.

반응 변수 : UDLS=1 차등배당 실시기업인 경우

UDLS=0 균등배당 실시기업인 경우

독립 변수: LARGEOWN:대주주지분율=(1- α), α 는 소액주주지분율

DIVSOURCE:배당가능이익(1,000원)

DEBRATIO:부채/자기자본

TAGROWTH:총자산증가율

TAXDUMMY =1 표본대상기간이 기간 I(1985-89)

=2 표본대상기간이 기간 II(1989-90)

=3 표본대상기간이 기간 III(1991)

=4 표본대상기간이 기간 IV(1992-94)

마지막으로 과세제도의 변화가 차등배당에 미치는 영향을 분석해 보았다. TAXDUMMY는 과세환경의 변화가 차등배당에 미치는 영향요인으로 사용되었다. 그 결과는 <표 6>의 모델(III)에 나타나 있다. TAXDUMMY의 음(-)의 부호는 한계소득세율의 감소는 차등배당의 가능성을 감소시키는 것으로 해석되어 질 수 있지만 이의 통계적 유의성이 결여되었다.

이상의 실증분석결과를 종합해 볼 때 차등배당에 대한 두가지 가설이 타당하다는 증거로 해석되어진다.

IV. 결 론

우리나라의 기업들은 외국에서는 찾아볼 수 없는 대주주와 소액주주간의 차등배당이라는 독특한 배당정책을 실시하고 있다. 실제로 대주주들이 소액주주들보다 적은 배당을 받는 형태로 지급되고 있는데 대주주들이 이와 같이 자기의 부를 감소시키는 재무결정을 왜 취하는지에 대한 의문이 제기될 수 있다.

본 논문은 이에 대한 최초의 연구로 차등배당 지급동기에 대하여 두 가지 가능성을 제시하였다. 첫째로, 한계세율가설을 들 수 있다. 이는 국내 과세제도가 대주주들에게 적은 배당을 지급하게 하는 동인으로 작용한다는 것이다. 우리나라의 과세정책하에서 소액주주들은 그들의 배당소득에 따른 분리과세를 적용받는 반면에 대주주들은 종합과세가 적용되기 때문에 대주주의 배당소득이 더 높은 종합과세율에 적용을 받는 한계소득이라면 대주주들은 소액주주보다 낮은 배당(또는 무배당)을 선호할 수 있다는 것이다.

둘째로, 배당재원가설이 제시되었다. 이는 기업의 수익이 모든 주주들에게 기존의 배당금과 비슷한 배당금을 지불할 정도로 충분치 않을 경우 차등배당을 실시할 수 있다는 것이다. 기업의 이익이 감소하였을 때 대주주에 대한 배당금을 줄임으로써 주식시장의 한계투자그룹을 형성하고 있는 소액주주들에게는 이전과 비슷한 크기의 안정적인 배당금을 지급하고자 한다는 것이다.

상기 두가지 가설에 대한 검증을 Logit모형을 이용하여 실증 분석하였으며, 그 결과 배당가능이익의 크기가 작을수록, 그리고 대주주의 한계소득세율이 높을수록 차등배당의 경향이 높은 것으로 나타나 세율과 기업의 수익성이 차등배당의

주요한 동인으로 작용한다는 것이 발견되었다. 그 밖에 차등배당 의사결정에 영향을 미치는 다른 요인으로 부채비율과 성장률이 있음을 발견하였다.

한편, 차등배당이 일단 결정된 후에(혹은 동시에) 다음의 중요한 단계는 대주주와 소액주주간의 차등배당액을 어떠한 비율로 조정하느냐 하는 문제에 관한 것이다. 이러한 문제들은 본 연구에서 심도있게 다루지 못하였으며, 추후 이러한 문제들을 포함하여 이 분야에 대한 활발한 연구가 기대된다.

참고 문헌

- 이철승, "차등배당의 법적문제점,"상장협, 상장회사협의회, 1987, 23-33.
- 이철승, "대·소주주 차등배당 및 신주일할배당의 실태와 법적 문제점," 상장협, 상장회사협의회, 1988, 138-144.
- John, K. and J. Williams, 1985,"Dividends, dilution and taxes: A signaling equilibrium,"*Journal of Finance*, 40, 1985, 1053-1070.
- Kim, S. and J. Jeong, "Why do Korean firms pay unequal dividends between large and small shareholders?" 1996 FMA Meeting Paper at New Orleans & KFA Meeting Paper at Yonsei Univ.
- Neter, J., Wasserman, W., and M. Kutner, "Applied linear statistical models,"Second Ed., IRWIN, 1985.
- Kumar, P. and C. Spatt, "Asymmetric information and the smoothing dividends",Working paper, 1987.
- Lintner, J.H., "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes," *American Economic Review*, 46, 1956, 97-113.
- Miller, M. and K. Rock, "Dividend policy under asymmetric information," *Journal of Finance*, 40, 1985, 1031-1051.
- Rozeff, M.S., "Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios," *Journal of Financial Research*, 3, 1982, 249-259.