

기업소유구조와 재무정책의 상호관련성에 관한 연구

- 자본구조, 투자 및 배당을 중심으로 -

조지호* · 김천호*

〈요 약〉

선행연구에서 기업의 어느 특정한 재무의사결정의 영향을 분석할 경우, 다른 재무정책이 일정하다고 가정한 후 그 특정한 재무정책의 영향을 분석하는 것이 일반적이다. 그러나 Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 투자, 배당, 자본구조, 내부자지분은 상호간에 직·간접적으로 영향을 받는다는 연구결과를 제시하였다. 본 연구에서는 자본구조, 투자, 배당과 내부자지분사이의 상호관계를 모형화한 통합적인 분석방법을 통하여 각 재무정책 상호간의 관계를 분석하였다. 또한 본 연구에서는 분석모형에 전기의 시차항을 포함하여 재무정책과 내부자지분에 상호관계를 파악하였다. 거래소 상장기업 361개 기업을 대상으로 자본구조, 투자, 배당, 내부자지분분석모형을 3SLS 방법에 의한 실증분석을 통해 밝혀진 결과를 요약하면 다음과 같다.

자본구조는 투자와 상호관계를 보이는 한편, 투자는 배당과 상호관계를 보인다. 그리고 배당은 내부자지분과 상호관계를 보이면서 자본구조에 영향을 미치고 있다.

내부자지분과 자본구조 사이에 직접적인 상호관계가 존재한다는 증거는 찾을 수 없었다. 그러나 내부자지분과 자본구조 사이에 간접적인 영향으로 재무정책과 내부자지분은 서로 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

주제어 : 자본구조, 투자, 배당, 내부자지분, 3SLS

I. 서 론

기업의 중요한 재무의사결정에는 기업의 자본구조를 결정하는 문제, 투자를 결정하는 문제 및 배당을 결정하는 문제 등이 있다. 이러한 재무의사결정은 기업의 이해관계자에 의해 영향을 받는다. 기업의 재무의사결정을 이론적으로 분석하기 위해서 재무이

논문접수일 : 2005년 2월 4일 논문게재확정일 : 2005년 8월 30일

* 한양대학교 경영대학

** 본 연구의 질 향상을 위해 유익한 의견을 주신 주상룡 교수(홍익대), 전상경 교수(한양대)에게 감사드립니다. - 이 논문은 2001년 한양대학교 교내 연구비에 의해 연구되었음.

2 財務管理研究

론에서는 다른 재무정책이 일정하다고 가정한 후 한 가지 재무정책의 효과를 분석하였다. 가령 내부자지분이 자본구조 의사결정에 미치는 효과를 분석하고자 할 때 우리는 투자 및 배당이 일정하다고 가정하고 내부자지분이 자본구조에 미치는 영향을 분석하여 왔다. 그러나 Jensen, Solberg and Zorn(1992), Bathala, Moon and Rao(1994), Cho(1998), Chen and Steiner(1999) 등의 연구에 따르면 투자, 배당, 자본구조, 내부자지분은 다른 재무정책 의사결정에 의해 직·간접적으로 서로에게 영향을 주고받는다라는 연구결과가 제시되었다. 따라서 재무정책의 효과를 분석하기 위해서는 재무정책(자본구조, 투자, 배당)과 내부자지분사이의 상호관계를 모형화한 분석방법을 통하여 재무정책에 미치는 효과를 분석하는 것이 필요할 것으로 보인다.

이전의 대부분의 연구들은 각 모형에 포함된 설명변수들이 외생적이라는 가정 하에 단일방정식에 일반최소사승법(Ordinary Least Square)을 적용하여 회귀식을 추정하였다. 이러한 연구들은 여러 변수들이 상호작용을 통하여 결정된다는 사실을 무시한다는 점에서 한계를 가지고 있다. 그러므로 이러한 변수들 간의 상호작용을 고려하는 구조적 모델이 요구된다.

본 연구가 기존 연구들과 구별되는 점은 다음과 같다. 기존연구들은 자본구조 투자 배당의 상호관계, 내부자지분 자본구조 투자의 상호관계, 내부자지분과 자본구조가 기업가치에 미치는 영향 등과 같이 다양한 방향으로 수행되어왔다. 하지만 이들 연구는 주로 두 가지 재무정책과 기업가치간의 상호관계와 자본구조, 투자규모, 배당간의 상호관계에 관한 연구에 중점을 두었다. 기업의 재무의사결정이 기업의 이해관계자에 의해 영향을 받을 수 있고 기업재무정책이 기업의 이해관계자들에게 영향을 줄 수 있지만 이러한 관계를 무시하고 재무의사결정 사이의 상호관계만을 고려한 연구가 주로 이루어지고 있는 실정이다. 따라서 본 연구에서는 기업가치에 영향을 미치는 중요한 의사결정인 투자, 배당, 자본구조와 이러한 의사결정에 중요한 영향을 미칠 수 있는 변수인 소유구조를 포함하여 투자, 배당, 자본구조 사이의 상호관계를 파악해 보고자 한다.

기업가치를 극대화하는 것이 재무정책의 목표라 할 수 있다. 그러나 과거 연구들은 대부분이 기업가치의 매개체인 두 재무정책 변수간의 관계만 분석하는 부분집근 방법을 사용하고 있다. 이 연구는 종합적인 시각에서 각 재무정책의 상호관계를 분석하는 연구이므로 일반 균형 접근법에 가깝다고 할 수 있다.

본 연구에서는 첫째, 내부자지분과 자본구조 투자 배당이 상호작용을 할 것이라는 점에 착안하여 통합모형을 도출하고, 우리나라 거래소 상장기업 중 금융기업을 제외한 표본을 이용하여 재무정책과 내부자지분사이의 직·간접적인 관계를 파악해 볼 것이

다. 둘째, 분석모형에 전기의 시차항을 포함하여 재무정책과 내부자지분의 상호관계를 파악할 것이다. 이전의 선행연구들은 전기의 자본구조, 투자, 배당, 내부자지분에 의해 당기의 재무정책(자본구조, 투자, 배당)과 내부자지분이 영향을 받을 수 있는 가능성을 간과하고 있기 때문이다.

II. 문헌연구

1. 재무정책의 상호관련성에 관한 연구

재무정책의 상호관련성에 관한 국내연구는 다양한 방향으로 수행되어왔다. 대표적인 연구로는 김철중(1996), 광세영과 한광환(1999), 윤봉한과 오규택(1999), 김병곤과 송재호(2003) 등의 연구가 있는데, 이들 연구는 소유구조, 기업의 재무의사결정, 기업가치를 재무정책과 연결하여 재무정책의 상호관계를 분석하였다. 특히 광세영과 한광환(1999)은 재무정책 중 자본구조정책을 자본조달측면에서 분석하였다.

김철중(1996)은 패널 회귀분석을 이용하여 소유구조와 자본구조정책, 배당정책간의 상호관계에 관하여 규명하였다. 내부자지분율과 배당비율은 재무레버리지에 각각 양(+)과 음(-)의 상호영향을 주고 있었으며, 내부자지분율은 배당비율에 제한적으로만 음(-)의 영향을 미치고 있다는 결과를 얻었다. 그러나 자본구조가 내부자지분율에 영향을 미친다는 증거는 확인할 수 없었다.

광세영과 한광환(1999)은 재무정책 중에서 자본구조정책이 자본조달과 투자결정측면에서 자본조달순위이론(pecking order theory)과 부분조정모형(partial adjustment model)으로 설명되는지를 검증하였다. 이를 위해 연립방정식(full simultaneous system)을 추정하여 3단계 최소자승법(three stage least square estimation)을 실시하였다. 분석결과 국내기업들의 자본조달행동은 자본조달순위이론과 부분조정모형을 통해서 상호보완적으로 설명됨을 확인하였다. 즉 기업이 목표자본구조를 유지하기 위해서 부분조정이론을 따르며, 추가 자본조달이 요구될 때는 자본조달순위이론을 따른다. 또한 고배당기업군은 높은 배당정책을 유지하기 위해서 내부자금의 변화에 따른 배당성향을 조정하기 보다는 투자규모를 조정하거나 외부자본조달을 이용하려는 경향이 크고, 저배당기업의 경우는 유동성 확보 그 자체에 더욱 큰 영향을 받는다고 하였다.

윤봉한과 오규택(1999)은 재무정책간의 상호작용이 기업의 재무의사결정에 영향을 미치는지를 검증하였다. 이를 위해 기업들이 자본조달결정과 투자결정 및 기업성과간

의 상호작용을 고려하여 재무의사결정을 수행하는지 여부를 실증 분석하였다. 분석결과 연립방정식 모델은 부채비율, 투자지출 및 Tobin's Q간의 상호관계를 밝혀줄 뿐만 아니라 그 밖의 통제변수에 대해서도 이론적 예측과 더 잘 부합하는 결과를 보여준다고 하였다. 특히 전체표본을 재벌기업과 독립기업으로 나누어 볼 때 재벌기업에 비해 독립기업의 경우 그 투자지출이 내부자금의 변화에 더욱 민감하게 반응한다는 증거를 발견하였다.

김병곤과 송재호(2003)는 기업의 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향을 2SLS방법을 이용하여 분석하였다. 전체기간을 대상으로 분석한 결과에서 우리나라 기업의 소유구조와 자본구조는 상호관계가 존재하는 것으로 나타났다. 반면 외환위기기간(1997~1998년)과 회복기(1999~2000년)로 나누어 분석한 결과에서는 외환위기 기간에는 소유구조와 자본구조의 상호관계를 확인할 수 있었지만 회복기에는 발견할 수 없었다. 소유구조와 자본구조의 상호작용이 기업가치에 미치는 영향에 대한 분석에서는 내부자지분율이 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 소유지분이 분산되어 있을수록 경영자의 자의적인 경영이 억제되어 기업가치가 상승한다고 하였다.

국외에는 Jensen, Solberg and Zorn(1992), Bathala, Moon, Rao(1994), Noronha, Shome and Morgan(1996), Cho(1998), Chen and Steiner(1999) 등이 국내에서와 같이 다양한 방향으로 재무정책의 상호관계를 연구하였다.

Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 내부자지분과 부채, 배당의 상호관계를 연립방정식 모형을 이용하여 3SLS로 내부자지분, 부채, 배당 사이의 직·간접적인 관계에 대하여 분석하였다.

Bathala, Moon, Rao(1994)는 경영자지분과 부채정책, 기관지분의 상호관계를 연립방정식으로 모형화하여 세변수의 상호관계를 실증 분석하였다. Noronha, Shome and Morgan(1996)은 배당정책과 자본구조의 동시결정에 관한 연구를 연립방정식 모형을 통하여 연구하였다. Cho(1998)는 소유구조, 투자, 기업가치와의 상호관계를 제시하였으며, Chen and Steiner(1999)는 경영자지분, 위험수용, 부채정책, 배당정책에 관하여 비선형 연립방정식을 이용하여 분석하였다.

이전의 선행연구들은 연립방정식 모형을 이용하여 기업의 어느 특정한 재무의사결정의 영향을 분석한 경우가 대부분이며 이들은 대부분이 연립방정식모형을 일반최소자승법(Ordinary Least Square : OLS)에 의해 추정된 결과와 2단계 최소자승법(Two Stage Least Square : 2SLS)이나 3단계 최소자승법(Three Stage Least Square : 3SLS) 방법에 의해 추정한 결과의 차이만을 비교하여 변수들이 상호작용을 한다고 밝히고 있는 것이 특징이다.

2. 자본구조결정에 관한 연구

자본구조의 결정요인에 대한 실증논문은 국외에 Bradley, Jarrell and Kim(1984), Long and Malitz(1985) Kim and Sorensen(1986), Friend and Lang(1988), Crutchley and Gaver(1993), Bathala, Moon and Rao(1994), Noronha, Shome and Morgan(1996), Chen and Steiner(1999) 등이 있다. 자본구조에 관한 이론은 Modigliani and Miller (1958)부터 출발하여, Jensen and Meckling(1976)의 대리비용 개념에 의해 더욱 발전되었다.

이들에 의하면 부채는 과소투자를 유도하므로, 성장기회 혹은 투자기회가 많은 기업일수록 타인자본을 덜 사용한다고 주장하였다. 예컨대 Bradley, Jarrell and Kim(1984)은 레버리지 비율을 기업이익의 변동성, 비부채성 감세효과, 재무적 곤경비용에 대해 회귀분석 하였는데, 레버리지와 광고비 및 R&D비용은 음(-)의 관계가 있는 것을 발견하였다.

자본구조의 결정요인에 관한 국내의 실증논문은 김철중(1996), 윤봉한과 오규택(1999), 장휘용과 박종갑(1999), 박경서와 백재승(2001), 김병근과 송재호(2003) 등이 있다. 연구자에 따라 재무요인의 유의성과 관계성은 차이가 있지만 대체로 기업규모는 부채비율과 양(+)의 관계, 수익성과 음(-)의 관계를 보였다.

3. 투자결정에 관한 연구

기업의 재무자료를 이용하여 투자결정요인을 실증분석한 연구는 자본구조의 결정요인에 대한 연구에 비해 최근에 이루어졌다고 할 수 있다. Fazzari, Hubbard and Peterson (1988)은 기업의 현금흐름이 변동할 경우 배당성향이 높은(내부자금 의존도가 낮은)기업보다 배당성향이 낮은(내부자금 의존도가 높은)기업이 투자지출에 큰 영향을 받는다는 것을 발견하였다. 이는 정보불균형 같은 자본시장의 불완전성이 존재하면 현금흐름과 같은 자본조달상의 제약조건이 기업의 투자에 영향을 상당히 미친다는 것을 의미한다.

Devereux and Schiantarelli(1990)와 Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1991) 및 Mills, Morling and Tease(1995)의 연구들은 기업투자는 현금흐름과 단기증권보유액 및 매출액비율과 양(+)의 관계를 갖지만 부채와 음(-)의 관계에 있음을 보여주었다. 또한 Cho(1998)는 3SLS방법을 이용하여 투자지출이 Tobin's Q와 양(+)의 관계를 갖지만 소유지분과는 비유의적인 관계에 있음을 발견하였다.

국내의 신동령(1992)은 현금흐름과 유동성은 기업의 투자지출과 양(+)의 관계, 금융

비용 부담수준과는 음(-)의 관계에 있음을 보여주었다. 윤봉한(1994)은 금융비용은 기업의 투자지출과 음(-)의 관계에 있음을 발견하였다. 그러나 현금흐름은 예측과는 반대인 음(-)의 관계를 보여주었고 유동성은 통계적으로 유의성이 없어, 신동령(1992)의 결과와 많은 부분에서 상충되었다. 윤봉한과 오규택은(1999)은 기업의 투자지출과 내부자금은 양(+)의 관계가 있음을 발견하였다.

4. 배당결정에 관한 연구

배당결정에 관한 이론은 Modigliani and Miller(1961) 이후 지금까지 명쾌하게 해결되지 않고 남아있다. 배당정책에 관한 연구는 주로 배당정책, 배당의 신호효과, 배당의 대리인비용에 관한 것이다.

Rozeff(1982)는 배당지급이 감시비용같이 대리인비용을 줄이는 하나의 수단이라고 하였다. 배당이 이루어진 후에 자금조달을 하는 경우 인수기관은 경영자들을 감시할 기회가 생긴다. 정기적인 배당지급은 경영자를 감시하므로 대리인비용을 줄이며, 최적 배당성향은 배당의 한계비용과 대리인비용의 한계적 감소가 일치할 때라고 주장하였다.

Miller and Rock(1985)은 배당의 신호효과를 주장하였다. 현실적으로 기업의 경영자가 외부의 일반투자자보다 기업 활동에 대하여 우월한 정보를 가지는 정보비대칭 상황이 존재한다. 이 때 정보우위에 있는 경영자는 그 정보를 일반투자자에게 전달해 주는 수단으로 배당정책을 이용한다는 것이다.

Crutchley and Hensen(1989)은 배당과 기업규모는 양(+)의 관계가 있으며, Jensen, Solberg and Zorn(1992)는 배당과 수익성은 양(+)의 관계를 갖지만 투자지출과는 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. Chen and Steiner(1999)는 배당은 투자 및 수익성과 비유의적인 관계에 있음을 보여주었고, Smith and Watts(1992)와 Gaver and Gaver(1993) 및 Fenn and Liang(2001)은 배당과 투자가 음(-)의 관계에 있지만 기업규모와는 양(+)의 관계에 있음을 발견하였다.

배당의 결정요인에 관한 국내의 실증논문은 이정도와 공정택(1994), 김철중(1996) 등이 있다. 대체로 이들은 기업규모, 수익성, 유동성은 배당과 양(+)의 관계를 가지며, 부채비율은 배당과 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다.

5. 소유권구조에 관한 연구

기업의 소유구조에 관한 국외 연구는 Barle and Means(1932)가 현대기업에 있어 소

유와 경영의 분리를 지적하고 지분의 분산이 기업의 소유권과 경영권을 이원화하여 소유주의 경영자에 대한 통제를 무력화시켜 이익극대화의 역할을 저해하는 것으로 본 이후, 소유분산에 따른 대리비용(agency cost)을 강조한 Jensen and Meckling(1976)의 연구 등 주로 소유구조와 성과와의 관계에 대한 연구가 이루어져왔다. 이는 소유구조를 내생변수라기보다는 기업의 배당 및 자본구조 등의 재무정책 결정에 영향을 끼치는 외생적인 요인으로 받아들여져 왔기 때문이다. 소유구조의 결정요인에 대한 연구는 Demsetz and Lehn(1985)에 의해 최초로 이루어졌으며, Demsetz and Lehn(1985)은 경영자가 주식을 소유하여 얻을 수 있는 편익으로 경영에 직접 참여하여 얻는 배타적 이익을 들고 있다. 기업경영에 참여하여 얻는 편익은 내부자와 외부자간에 정보비대칭이 심화될수록 커진다. 그러나 경영자가 주식을 소유함으로써 편익만을 얻는 것이 아니라 비용도 부담하게 된다. Beck and Zorn(1982)은 내부자가 주식을 소유함으로써 부담하는 비용으로 경영자가 가지고 있는 부를 특정 기업에 편중 투자함으로써 발생하는 위험을 들고 있다.

Crutchley and Hansen(1989)은 기업규모가 커질수록 경영자의 주식소유비율은 낮아지는 경향을 발견한 바 있다. 이로부터 내부경영자는 자신이 통제가능하다고 예측하는 경우 기업의 소유권을 많이 차지하려 한다는 추론이 가능하다. Crutchley and Hansen(1989)은 주식분산성고가 클수록 경영자의 지분은 늘어나며, 경영위험이 커질수록 경영자지분이 증가함을 발견하였다. Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 기업규모와 사업부수가 소유경영자 지분에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 알아낸 바 있다.

소유권구조에 관한 국내의 연구에는 임웅기(1989), 홍현표(1993), 김철중(1996), 정균화(1998) 등의 연구가 있다.

김철중(1996)은 상장기업의 패널자료를 이용하여 소유구조와 자본구조 및 배당의 결정요인을 분석하였는데, 재무레버리지는 대주주1인 지분과 유의적인 양(+)의 관계를, 기업규모(ln 총자산)와 유의적인 음(-)의 관계를 나타냈으며, 배당은 유의적인 결과를 나타내지 못했다.

정균화(1998)는 30대 재벌기업의 1997년 자료를 이용하여 그룹차원과 개별기업차원으로 나누어 재벌기업의 소유구조 결정요인을 실증 분석한 결과, 그룹차원에서는 상장비중을 제외하고는 뚜렷한 요인이 식별되지 않았지만, 개별기업차원에서는 개인지분이 상장 후 경과년수 및 기업규모와 유의적인 음(-)의 관계를 나타내었으며, 법인지분은 기업규모와는 무관하나 상장 후 경과년수와는 오히려 유의적인 양(+)의 관계를 나타냈다. 이는 대주주가 일정한 지분을 유지하기 위하여 기업성장에 따른 개인지분의 감소

를 계열사지분으로 보완하고자 한데서 비롯된 것으로 보인다. 이들은 기업규모, 사업년수, 경영위험, 수익성, 자본구조 그리고 정부규제가 기업의 소유권구조에 미치는 영향을 분석하였는데, 기업규모와 사업년수, 정부규제 등이 대주주지분과 유의적인 관계에 있음을 밝혔다.

Ⅲ. 연구가설 및 분석모형

소유권구조, 자본조달정책, 투자정책 및 배당정책의 결정요인과 이들의 상호관련성을 검증하기 위해서 본 연구가 설정한 연구가설과 사용한 표본기업, 검증모형 그리고 분석방법을 설명하면 다음과 같다.

1. 연구가설

기업가치를 극대화하기 위하여 한 가지 재무정책의사결정이 독립적으로 이루어지는 것이 아니라 다른 재무의사결정에 영향을 주기도 할 것이며 재무의사결정에 영향을 받게 될 것이다. 이러한 상호관계를 고려하지 않고 이전의 선행연구들은 두 변수와의 관계만을 분석하여왔다. 자본구조, 투자, 배당 등의 중요의사결정들 또한 상호간 영향을 주고받을 것이다. 이러한 중요 의사결정에 의해 내부자지분 또한 영향을 받을 수 있고 내부자지분이 이러한 중요한 재무의사결정에 영향을 미칠 수 있다.

Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 연립방정식 모형을 이용한 실증분석에 내부자지분, 배당, 자본구조에의 상호관계에 대한 실증분석을 하였다. 내부자지분은 배당과 자본구조에 직접적으로 음(-)영향을 주고, 자본구조는 배당에 직접적인 음(-)의 영향을 준다고 하였다. 김철중(1996)은 소유구조와 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구를 통하여 내부자지분은 배당과 자본구조에 각각 양(+)과 음(-)의 상호영향을 주고, 내부자지분은 배당비율에 제한적으로만 음(-)의 영향을 미치고 있다는 사실을 발견하였다. 윤봉한과 오규택(1999)은 투자결정과 자본조달결정의 통합적 수행 여부에 관한 실증연구를 통하여 부채비율과 투자지출의 상호관계를 통해 Tobin's Q에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 실증연구를 통하여 투자지출과 자본구조와의 상호관계를 밝혀냈다. 김병곤과 송재호(2003)는 연립방정식 모형에 의거하여 소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구를 통해 자본구조와 소유구조 사이에 음(-)의 상호관계를 가진다는 사실을 발견하였다. 이외에도 선행연구에서는 배당과 내부

자지분사이의 상호관계, 배당과 자본구조, 소유구조 사이의 상호관계를 밝혀내고 있다.

재무의사결정 중에 중요 의사결정인 자본구조, 투자, 배당과 내부자지분 사이에 상호관계가 존재할 가능성을 보이고 있으므로 아래와 같은 연구가설을 설정하였다.

가설 1. 자본구조, 투자, 배당, 내부자지분은 직·간접적으로 서로에게 영향을 줄 것이다.

자본구조, 투자, 배당, 내부자지분은 시차관계를 가질 가능성이 존재한다. 예를 들면 자본조달에 의해 자본구조가 바뀌고, 자본조달 후에 투자가 이루어지게 될 것이다. 투자에 의한 이익은 사내에 유보되거나 배당을 통하여 사외로 유출될 것이다. 이러한 이익의 배분은 내부자금을 이용한 투자결정에 영향을 미치게 될 것이며, 투자에 모자라는 자금은 외부자금조달을 통하여 이루어지게 될 것이다. 자본조달은 또 다시 자본구조의 변화를 가져오게 될 것이므로 재무정책(자본구조, 투자, 배당)은 시차적으로 다른 재무정책에 영향을 줄 수 있다. 따라서 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

가설 2. 전기의 재무정책(자본구조, 투자, 배당)과 내부자지분은 당기의 재무 정책과 내부자지분에 영향을 줄 것이다.

2. 표본의 선정

본 연구에서는 1997년부터 2002년 말 증권거래소에 상장되어있고, 금융업을 제외한 기업 중 아래의 표본기업 선정조건에 충족되는 기업들로 표본기업을 구성하였다.

표본기업 선정 조건은

- (1) 분석대상기간 중에 계속 상장되어있는 기업 중
- (2) 분석대상기간 중에 본 연구에 필요한 자료를 얻을 수 없는 기업을 제외하고
- (3) 분석대상기간 중 자본잠식이 100%이상인 기업은 제외하였다.

위의 표본선정 조건을 만족하는 표본기업은 총 361개 기업이다. 연구에 필요한 주가 수익률 자료는 한국신용평가(주)의 'KIS-SMAT' 수익률 데이터를 사용하였고, 기업의 회계자료는 Fnguide의 Database와 한국신용평가(주)의 'KIS-FAS'를 사용하였으며, 지분 데이터는 한국상장회사협의회 'TS2000' Database를 이용하였다. Gauss, SAS 등의 통계 패키지를 사용하여 실증 분석하였다.

3. 실증분석 모형의 설정

Jensen and Meckling(1976)의 대리이론(Agency Theory), Myers and Majluf(1984)의 자본조달순위이론(Pecking Order Theory)과 선행연구에서 밝혀진 자본구조, 투자, 배당, 내부자지분의 결정요인들을 이용하여 자본구조, 투자규모, 배당수익률을 설명하는 구조적 모형¹⁾을 설정하였다

1) 자본구조 분석모형

자본구조 방정식은 소유구조, 투자, 배당이 자본구조에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 부채비율(LEV)이고 독립변수는 내부자지분(INS), 투자규모(INV), 배당수익률(DIV)이다. 소유구조에 영향을 미치는 다른 영향 요인을 통제하기 위하여 김철중(1996), 김병곤과 송재호(2003), Stulz(1996), Chen and Steiner(1999) 등의 연구에서 자본구조에 영향을 미치는 중요한 요인으로 밝혀진 기업규모(LNA), 고정자산비율(FA), 내부자금(CASH), 이익의 변동성(VOL), 수익성(ROA) 등을 통제변수로 사용하였고, 산업효과와 연도별효과를 통한 변수간의 허구적 상관(spurious correlation)의 가능성을 통제하기 위하여 각각 10개의 산업더미변수와 5개의 연도별 더미변수를 사용하였다. 또한 외국인 지분율과 기관투자가들이 자본구조에 미치는 영향을 파악하기 위해 외국인지분율(FS)과 기관투자가지분율(IS)을 자본구조 방정식에 포함시켰다.

$$\begin{aligned}
 LEV_{it} = & \alpha_1 + \beta_{1,1}INS_{it} + \beta_{1,2}INV_{it} + \beta_{1,3}DIV_{it} + \beta_{1,4}INS_{it-1} + \beta_{1,5}INV_{it-1} \\
 & + \beta_{1,6}DIV_{it-1} + \beta_{1,7}FS_{it} + \beta_{1,8}IS_{it} + \beta_{1,9}LNA_{it} + \beta_{1,10}FA_{it} + \beta_{1,11}CASH_{it} \\
 & + \beta_{1,12}VOL_{it} + \beta_{1,13}ROA_{it} + \sum_{j=1}^5 \gamma_{1,j}DYEAR_j + \sum_{k=1}^{10} \delta_{1,k}DIND_K
 \end{aligned}$$

LEV	: 부채비율	INS	: 내부자지분
INV	: 투자규모	DIV	: 배당수익률
FS	: 외국인지분율	IS	: 기관투자가지분율
LNA	: 기업규모	FA	: 고정자산비율
CASH	: 내부자금	VOL	: 이익변동성
ROA	: 수익성	DYEAR	: 연도더미
DIND	: 산업더미		

1) 본 연구에서는 변수간의 비선형성을 가정한 pilot study를 수행해 보았으나 모형의 적합성만 감소시킬 뿐 아무런 유의한 시사점이 없었다. 외환위기 이후를 분석한 한국의 선행연구에서는 재무정책과 내부자지분율 사이에 비선형의 관계가 발견되지 않았다(조지호, 전상경, 2004).

변수간의 예상관련성은 다음과 같다. 내부자지분과 부채비율간의 관계는 명확하지 않다. Jensen and Meckling(1976)은 경영자가 자신의 지분을 높이거나 부채를 증가시키므로써 자기자본의 대리비용을 줄일 수 있다고 보았다. 따라서 내부자지분인 경영자의 지분과 부채비율은 양(+의) 관계를 가진다고 주장하였다.

한편 Friend and Hasbrouck(1987)은 대주주는 소유지분이 낮아질수록 재무위험을 심각하지 않게 인식하므로 부채사용을 증가시킨다고 주장하였다. 또한 Friend and Lang(1982)은 과도한 부채비율이 주가하락의 위험을 증가시키므로 경영자는 자기 소유지분을 축소시킬 것이라고 주장하였다. 이를 종합해 볼 때 내부자지분의 증가가 자본구조에 미치는 영향은 중립적일 것으로 보인다.

투자지출의 증가가 자본구조에 미치는 영향은 중립적일 것으로 보인다. Myers(1977)는 부채의 존재는 과소투자를 야기하고, 따라서 성장기회 또는 투자기회가 높은 기업일수록 부채사용에 따른 과소투자 대리비용을 회피하기 위하여 부채를 더 적게 사용한다고 하였다. 투자비율의 증가가 높은 성장기회를 반영한다면, 기업들은 부채사용에 따른 과소투자 대리비용을 회피하고자 하므로 부채를 더 적게 사용할 것이다. 반면에 우리나라의 재벌기업들처럼 규모극대화를 추구한다면 투자비율의 증가는 부채사용의 증가를 통해 이루어질 것이다.

배당이 많은 기업일수록 부채의존도가 상대적으로 낮을 것으로 보인다. 배당을 많이 하게 되면 자기자본의 대리비용이 감소하므로 부채를 증가시킬 유인이 적어지게 된다.

외국인지분율과 기관투자자지분율이 증가하면 기업의 과도한 부채사용에 대한 감시 기능이 강화될 것이다. 따라서 부채사용이 줄어들 것이다.

내부자금이 더 많은 기업일수록 부채를 더 적게 사용하거나 유보이익의 축적으로 부채비율을 낮출 것이다. Myers and Majluf(1984)는 자본조달순위모형(pecking order model)을 이용하여, 기업의 자금조달이 우선 내부자금에 의존하고, 외부자금이 필요한 경우 위험이 없는 부채와 위험한 부채의 순으로 발행되며, 마지막으로 주식발행에 의존한다고 주장하였다.

2) 투자 분석모형

투자 방정식은 소유구조, 자본구조, 배당이 투자에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 투자규모(INV)이고 독립변수는 내부자지분(INS), 자본구조(LEV), 배당수익률(DIV)이다. 소유구조에 영향을 미치는 다른 영향 요인을 통제하기 위하여 윤봉환과 오규택(1999), Hoshi, Kashyap and Scharfstein(1991), Oliner and Rudebush

(1992), Cho(1998) 등의 연구에서 투자에 영향을 미치는 중요한 요인으로 밝혀진 기업 규모(LNA), 유동성(LIQ), 총자산회전율(SALE), 내부자금(CASH), 이익의 변동성(VOL) 등을 통제변수로 사용하였고, 산업효과와 연도별효과를 통한 변수간의 허구적 상관(spurious correlation)의 가능성을 통제하기 위하여 각각 10개의 산업더미변수와 5개의 연도별 더미변수를 사용하였다. 또한 외국인 지분율과 기관투자자들이 투자에 미치는 영향을 파악하기 위해 외국인지분율(FS)과 기관투자가지분율(IS)을 투자 방정식에 포함시켰다.

$$\begin{aligned}
 INV_{it} = & \alpha_2 + \beta_{2,1}INS_{it} + \beta_{2,2}LEV_{it} + \beta_{2,3}DIV_{it} + \beta_{2,4}INS_{it-1} + \beta_{2,5}LEV_{it-1} \\
 & + \beta_{2,6}DIV_{it-1} + \beta_{2,7}FS_{it} + \beta_{2,8}IS_{it} + \beta_{2,9}LNA_{it} + \beta_{2,10}LIQ_{it} + \beta_{2,11}SALE_{it} \\
 & + \beta_{2,12}CASH_{it} + \beta_{2,13}VOL_{it} + \sum_{j=1}^5 \gamma_{2,j}DYEAR_j + \sum_{k=1}^{10} \delta_{2,k}DIND_k
 \end{aligned}$$

INV	: 투자규모	INS	: 내부자지분
LEV	: 부채비율	DIV	: 배당수익률
FS	: 외국인지분율	IS	: 기관투자가지분율
LNA	: 기업규모	LIQ	: 유동성
SALE	: 총자산회전율	CASH	: 내부자금
VOL	: 이익변동성	DYEAR	: 연도더미
DIND	: 산업더미		

변수들간의 예상관련성은 다음과 같다. 내부자지분이 높을수록 투자는 증가할 것이다.²⁾ 대주주의 소유집중은 기업의사결정에 대한 참여를 증가시키며, 경영참여의 증가로 인한 정보의 비대칭성 감소는 주주와 경영자간의 상호의존을 창출할 수 있게 한다. 이러한 상호의존적인 관계는 경영자가 대주주에게 투자에 관련한 정보의 비대칭성을 줄이는 요인이 되며, 결과적으로 투자를 촉진하는 요인이 될 것이다.

투자과 부채비율간의 관계는 명확하지 않다. 부채의 증가가 투자자에게 수익의 증가 신호로 받아들여지면 투자과 부채비율은 양(+)의 관계가 성립된다. 하지만 부채의 증가가 과거 투자손실로 발생했다면 투자과 부채비율간에는 음(-)의 관계가 성립된다.

배당수준이 높을수록 투자는 감소할 것이다.³⁾ 기업이 내부자금으로 투자자금을 조달

2) Cho(1998)는 경영자의 소유지분이 증가할수록 기업의 대리문제는 완화되고 따라서 기업의 연구개발 투자는 증가한다고 하였다. 그의 실증분석에서는 경영자 소유지분과의 관계가 양(+)에서 음(-)으로 전환된다는 결과를 보이고 있었다. Agrawal and Mandelker(1986)는 기업의 자본적 지출과 경영자 소유지분 사이에는 양(+)의 관계가 존재한다는 연구결과를 보이고 있다.

3) Fazzari, Hubbard and Peterson(1988)은 기업의 현금흐름이 변동할 경우 배당성향이 높은(내부자금 의

시 얻는 이익은 배당증가로 인한 자기자본의 대리비용 감소와 상충관계에 있다. 또한 투자기회가 많을수록 배당보다는 내부유보를 선택하는 것이 일반적이기 때문이다.

이들 세 연립변수이외에 추가로 외국인지분율, 기관투자가지분율, 기업규모, 유동성, 현금흐름, 이익의 변동성 등을 통제변수로 추가하였다.

외국인지분율과 기관투자가지분율이 증가할수록 기업의 투자의사결정에 대해서 경영진에 대한 감시기능(*monitoring effect*)이 강화될 것이다. 따라서 기업의 투자지출은 줄어들 것이다.

기업규모가 클수록 투자지출이 많을 것이다. 기업규모가 크다는 것은 특히 우리나라에서 다각화 정도가 높다는 것을 의미하고 이를 위하여 투자지출을 증가시킬 것이다.

유동성이 높을수록 기업의 투자여력이 향상되므로, 유동성비율이 클수록 투자지출을 많이 할 것이다. 투자는 생산량의 변화에 대응하여 발생할 것이므로, 투자의 실물적 결정요인인 총자산회전율이 클수록 투자지출이 늘어날 것이다.

현금흐름이 많을수록 투자지출은 증가할 것이다. 정보비대칭 상황에서 불충분한 내부금융은 과소투자 문제를 야기하며, 이는 현금흐름의 증가를 통하여 자본비용과 독립적으로 투자지출을 증가시킬 수 있다.

이익의 변동성이 클수록 투자지출은 감소할 것이다. 이익의 변동성은 현재와 미래의 수익성에 대한 불확실성 때문에 투자에 불리한 영향을 미칠 것이다.⁴⁾

3) 배당 분석모형

배당 방정식은 소유구조, 자본구조, 투자가 배당에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 배당수익률(DIV)이고 독립변수는 내부자지분(INS), 자본구조(LEV), 투자규모(INV)이다. 소유구조에 영향을 미치는 다른 영향 요인을 통제하기 위하여 조지호(1990), 이정도와 공정택(1994), Crutchley and Hansen(1989), Jensen, Solberg and Zorn(1992) 등의 연구에서 배당에 영향을 미치는 중요한 요인으로 밝혀진 기업규모(LNA), 매출액성장률(PGR), 수익성(ROA), 이익의 변동성(VOL) 등을 통제변수로 사용하였고, 산업효과와 연도별효과를 통한 변수간의 허구적 상관(spurious correlation)의 가능성을 통제하기 위하여 각각 10개의 산업더미변수와 5개의 연도별 더미변수를 사용

준도가 낮은)기업보다 배당성향이 낮은(내부자금 의존도가 높은)기업이 투자지출에 더 큰 영향을 받는다는 것을 발견하였다.

4) Easterbrook(1984), Crutchley and Hansen(1989)은 경영위험과 주식분산성고가 배당정책에 미치는 영향을 대리문제로 기초하여 설명하고 있다. 이들은 기업의 경영위험이 클수록 대리비용을 통제하기 위하여 배당지급을 늘리려는 경향이 있음을 발견하였다.

하였다. 또한 외국인 지분율과 기관투자자들이 배당에 미치는 영향을 파악하기 위해 외국인지분율(FS)과 기관투자가지분율(IS)을 배당 방정식에 포함시켰다.

$$\begin{aligned}
 DIV_{it} = & \alpha_3 + \beta_{3,1}INS_{it} + \beta_{3,2}LEV_{it} + \beta_{3,3}INV_{it} + \beta_{3,4}INS_{it-1} + \beta_{3,5}LEV_{it-1} \\
 & + \beta_{3,6}INV_{it-1} + \beta_{3,7}FS_{it} + \beta_{3,8}IS_{IT} + \beta_{3,9}PGR_{it} + \beta_{3,10}LNA_{it} + \beta_{3,11}ROA_{it} \\
 & + \beta_{3,12}VOL_{it} + \sum_{j=1}^5 \gamma_{3,j}DYEAR_j + \sum_{k=1}^{10} \delta_{3,k}DIND_k
 \end{aligned}$$

DIV	: 배당수익률	INS	: 내부자지분
LEV	: 부채비율	INV	: 투자규모
FS	: 외국인지분율	IS	: 기관투자가지분율
PGR	: 매출액성장률	LNA	: 기업규모
ROA	: 수익성	VOL	: 이익변동성
DYEAR	: 연도더미	DIND	: 산업더미

변수들간의 예상 관련성은 다음과 같다. Rozeff(1982)는 외부주주의 지분이 높을수록 높은 배당을 요구하므로 배당성향은 내부자지분율과 음의 상관관계를 가지며, 배당이 내부자지분과 함께 지분의 대리비용을 줄이는 대체수단의 역할을 한다고 보았다. 이러한 경우에 배당을 많이 하게 되면 경영자의 재량으로 사용할 수 있는 자금이 줄어들게 되어 특권적 소비를 줄일 수 있다.

Myers and Majluf(1984)의 자본조달순위 이론에 따르면, 투자기출을 위한 자금조달은 내부자금의 현금흐름이 제일 먼저 이루어지며, 다음으로 부채 및 주식발행 순으로 이루어진다. 기업은 배당지급을 축소해서라도 여유현금흐름을 보유하려 한다고 주장한다. 그러므로 투자기출이 많은 기업은 배당을 줄일 것이다.

부채의 사용이 많을수록 배당수준이 낮을 것으로 보인다. 이는 앞서 자본구조 분석 모형과 같이 부채와 배당은 대리비용을 감소시키는 수단으로서 대체관계를 가지기 때문이다.

외국인지분율과 기관투자가지분율이 늘어날수록 기업에 대한 배당요구가 거세질 것이다. 또한 기업의 내부자금이 많을수록 대리비용을 줄이기 위한 배당요구가 더 커질 것이다.

기업규모가 클수록 배당 수준이 높을 것이다. Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 기업규모가 클수록 배당비율이 늘어나고 있음을 보여주었다. 기업규모가 클수록 소유경영자의 유동성비용이 증가하여 내부자지분을 증가로부터 얻을 수 있는 대리비용에 대한 통제효과는 감소하여 경영자는 배당지급을 늘리려 한다는 것이다.

성장성이 높은 기업은 신규투자에 소요되는 자금수요가 많은 관계로 배당을 적게 지급하고 내부유보를 증가시키거나 부채사용을 증가시킬 것이다. 따라서 성장성이 높은 기업은 배당을 적게 지급할 것이다.

수익성이 높을수록 기업의 내부자금은 증가하게 된다. 내부자금이 증가하면 외부주주의 배당요구로 인해 배당이 증가할 것이다.

4) 내부자지분 분석모형

내부자지분 방정식은 자본구조, 투자, 배당이 소유구조에 미치는 영향을 분석하기 위한 모형이다. 종속변수는 부채비율(LEV)이고 독립변수는 자본구조(LEV), 투자규모(INV), 배당수익률(DIV)이다. 소유구조에 영향을 미치는 다른 영향 요인을 통제하기 위하여 홍현표(1993), 정균화(1998), 김병호와 송재호(2003), Crutchley and Hansen(1989), Jensen, Solberg and Zorn(1992) 등의 연구에서 자본구조에 영향을 미치는 중요한 요인으로 밝혀진 기업규모(LNA), 매출액성장률(PGR), 경영위험(BETA), 수익성(ROA) 등을 통제변수로 사용하였고, 산업효과와 연도별효과를 통한 변수간의 허구적 상관(spurious correlation)의 가능성을 통제하기 위하여 각각 10개의 산업더미변수와 5개의 연도별 더미변수를 사용하였다. 또한 외국인 지분율과 기관투자자들이 내부자지분에 미치는 영향을 파악하기 위해 외국인지분율(FS)과 기관투자자지분율(IS)을 내부자지분 방정식에 포함시켰다.

$$\begin{aligned}
 INS_{it} = & \alpha_4 + \beta_{4,1}INV_{it} + \beta_{4,2}LEV_{it} + \beta_{4,3}DIV_{it} + \beta_{4,4}INV_{it-1} + \beta_{4,5}LEV_{it-1} \\
 & + \beta_{4,6}DIV_{it-1} + \beta_{4,7}FS_{it} + \beta_{4,8}IS_{it} + \beta_{4,9}LNA_{it} + \beta_{4,10}PGR_{it} + \beta_{4,11}BETA_{it} \\
 & + \beta_{4,12}ROA_{it} + \sum_{j=1}^5 \gamma_{4,j}DYEAR_j + \sum_{k=1}^{10} \delta_{4,k}DIND_k
 \end{aligned}$$

INS : 내부자지분
 LEV : 부채비율
 FS : 외국인지분율
 LNA : 기업규모
 BETA : 경영위험
 DYEAR : 연도더미

INV : 투자규모
 DIV : 배당수익률
 IS : 기관투자자지분율
 PGR : 매출액성장률
 ROA : 수익성
 DIND : 산업더미

변수들간의 예상 관련성은 다음과 같다. 투자가 증가할수록 내부자지분은 증가할 것이다. 경영자와 주주 사이에는 투자에 대한 정보불균형이 발생하며, 앞에서도 언급하였

듯이 경영자의 투자성공에 대한 불확실성으로 인하여 과소투자의 유인을 가지게 된다. 투자가 증가할수록 정보불균형은 심화될 것이다. 이러한 정보불균형은 주주가 높은 지분을 가짐으로써 경영참여가 증가하게 되고 이로 인하여 정보불균형 문제를 해소할 수 있으므로 투자가 많은 기업은 내부자지분이 높을 것이다.

위의 자본구조모델에서 본 바와 같이 자본구조와 내부자지분의 관계는 불명확할 것으로 보인다. Kim and Sorenson(1986)은 내부주주는 경영권을 방어하기 위하여 외부주주보다는 부채를 선호할 뿐만 아니라 소유경영자의 지분이 높아질수록 부채의 대리인비용을 감소시킬 수 있기 때문에 부채수준과 내부자지분은 양(+의) 관계를 갖는다고 주장하였다. Agrawl and Mandelker(1987), Bathala(1996) 등도 부채비율과 내부자지분 사이의 정의 관계를 실증적으로 지지하고 있다. 한편 대주주는 소유지분이 낮아질수록 재무위험을 심각하지 않게 인식하므로 부채사용을 증가시킨다는 Friend and Hasbrouck(1987) 등의 연구, 그리고 높은 부채비율은 주식의 위험을 증가시키므로 경영자는 자기 소유지분을 축소시킬 것이라는 Friend and Lang(1982) 등의 연구는 부채비율과 대주주 지분율은 음(-)의 관계가 있음을 주장하였다.

배당수준이 낮을수록 내부자지분은 높을 것이다. 국찬표와 정균화(1996)의 연구는 대주주가 배당을 꺼리는 이유로 중과세문제와 신주발행 시 대주주의 지분이 높을수록 실권에 의하여 대주주지분이 낮아질 가능성이 커지기 때문에 대주주의 지분과 배당성향 간에는 유의적인 부의 관계가 있다고 주장하고 있다.

외국인지분율이 증가하면 M&A 시도에 대한 경영권 방어를 위해 경영진은 내부자지분을 증가시킬 것이다. 하지만 기관투자가지분율은 상황에 따라 내부주주 또는 외국인 투자가에 대해 우호지분 역할을 할 수 있다.

기업규모가 클수록 대주주의 부의 제약으로 인해 대주주의 지분율이 낮아질 것이며, 대주주의 위험회피성향으로 인해 대주주 지분은 축소될 것이다. 따라서 기업규모와 대주주지분율은 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다. Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 기업규모가 작을수록 경영자는 경영의 통제권을 직접 행사하기위해 더 많은 지분을 소유하고자 한다고 주장하였다.

성장성과 내부자지분은 음(-)의 관계를 가질 것이다. 기업이 성장을 계속하게 되면 기업은 이 과정에서 소요되는 자금을 내부유보나 금융권으로부터의 차입만으로는 충당할 수 없을 것이다. 따라서 기업은 주식발행에 의존할 수밖에 없을 것이고 이 과정에서 내부주주의 부의 한계로 인한 실권주식의 발생으로 성장성이 높은 기업의 경우에는 내부자지분이 낮아지게 될 것이다.

수익성과 내부자지분과의 관계는 양(+)의 관계를 가질 것이다. Herman(1981)은 기업주들이 일반적으로 수익성이 높을 것으로 예상되는 유망기업에 대하여는 기업공개를 회피하거나 주식분산을 꺼리며, 반대로 수익전망이 좋지 않은 사업의 경우에 보다 활발히 주식을 공개, 분산하는 경향을 보인다고 주장하고 있다. 따라서 수익성이 높은 기업은 대주주가 높은 지분을 유지하기 때문에 수익성과 대주주지분은 정의 관계를 가진다고 주장하였다.

<표 3.1>은 자본, 투자, 배당, 내부자지분모형의 예상부호를 요약한 표이다.

<표 3.1> 변수간의 예상관련성

	자본구조결정	투자결정	배당결정	소유구조결정
투자규모(INV)	+, -		-	+
내부자지분(INS)	+, -	+	-	
부채비율(LEV)		+, -	-	+, -
배당수익률(DIV)	-	-		-
외국인 지분(FS)	-	-	+	+
기관투자가 지분(IS)	-	-	+	+, -
기업규모(LNA)	+	+	+	-
유동성(LIQ)		+		
매출액성장율(PGR)			-	-
총자산회전율(SALE)		+		
내부자금(CASH)	-	+	+	
이익의변동성(VOL)	-	-	+	
수익성(ROA)	-		+	+
고정자산비율(FA)	+, -			
경영위험(BETA)				+, -

4. 변수의 설명

앞장의 이론적 연구와 선행연구를 통하여 선정된 검정모형에서 사용한 변수는 다음과 같이 정의된다.

1) 종속변수 설명

기업의 자본조달 정책인 타인자본의존도를 측정하는 척도로는 연구목적에 따라 여러 가지 대리변수가 사용되고 있다. 타인자본의존도를 측정하는 각각의 비율은 그 나름대

로의 이론적 근거를 가지고 있으므로 어느 특정 비율만이 기업의 타인자본의존도를 가장 적절하게 나타낸다고 주장하기는 어렵다. 본 연구에서는 타인자본의존도의 계량적 대응물로 선행연구들에서 가장 많이 사용한 식 (1)의 LEV_{it} 를 측정하여 이용하였다.

$$LEV_{it} = \left(\frac{\text{총부채}_{it}}{\text{총자산}_{it}} \right) \quad (t = 1997, 1998, \dots, 2002\text{년}) \quad (1)$$

기업의 배당수준을 측정하는 대리변수로는 배당성향이나 배당금을 영업이익으로 나눈 배당비율 및 배당수익률 등이 사용되고 있다. 그러나 우리나라의 경우 법인세차감 후 순이익이나 영업이익이 음수인 기업 자료가 많이 존재하고 있어 배당성향이나 배당비율은 배당정책의 계량적 대응물로 적절하지 않다.⁵⁾ 따라서 본 연구에서는 기업의 배당을 측정하는 계량적 대응물로는 배당수익률인 식 (2)의 DIV_{it} 를 사용하였다. DIV_{it} 측정할 때 시가총액_{it}는 연말의 자료를 이용하였다.

$$DIV_{it} = \left(\frac{\text{배당금}_{it}}{\text{시가총액}_{it}} \right) \quad (2)$$

한 기업의 투자지출의 대리변수로는 연구개발비나 자본적지출 등을 총자산으로 나눈 비율이나 연구개발비와 자본적지출의 합을 총자산으로 나눈 비율을 선행연구에서는 사용하고 있다. 본 연구에서는 자본적지출을 자산으로 나눈 식 (3)의 INV_{it} 를 사용하였다.

$$INV_{it} = \left(\frac{\text{고정자산 증가}_{it} - \text{토지취득분}_{it}}{\text{총자산}_{it}} \right) \quad (3)$$

내부자지분의 대리변수로 이전의 선행연구에서는 대주주1인 총계 지분이나 경영자지분을 이용하고 있다. 본 연구에서는 특수관계인을 포함한 대주주1인 총계인 식 (4)의 INS_{it} 를 이용하였다. 내부자지분 대응변수로 대주주지분을 사용한 이유는 대부분의 표본에서 대표이사 지분은 0으로 나타나 회귀분석에 의미를 부여하기 어려웠으며, 현실적으로는 오히려 경영자의 선임과정에서부터 대주주의 영향력이 강하게 작용하는 한편, 대주주들이 막후에서 실질적으로 경영에 참여하는 경우가 대부분(표본기업 361개 기업 중 227개 기업에서는 대주주나 특수관계인이 경영에 참여하고 있었으며, 84개 기업들만이 관계회사에 의해 지배되고 있었다.) 이어서 경영자의 의사결정은 대부분 대주

5) 이해영, 이재춘(2003)에서는 배당성향이나 배당금 대신에 배당수익률을 이용하여 실증분석 하였다.

주의 이익을 대변한다고 보았기 때문이다. 자료는 각 년도말 대주주1인 총 지분을 자료를 이용하였다.

$$INS_{it} = (\text{대주주 및 특수관계인 지분율}_{it}) \quad (4)$$

2) 독립변수 설명

우리나라 기업들은 외환위기 이후 일부 부실기업들의 퇴출과 유동성 문제해결을 위한 기업 매각 및 합병으로 다른 나라와는 다른 재무적 특성을 가지고 있다. 특히 외국인투자가 본격화된 1999년 이후 외국인투자자와 기관투자자의 투자규모가 증가하였다. 이들의 역할은 우리나라 기업들의 경영권과 재무정책에 영향을 줄 수 있다. 따라서 본 논문에서는 한국의 특수성을 고려하여 외국인지분과 기관투자가지분을 설명변수로 채택하였다. 본 연구에서는 기업들의 소유자별 지분 중 각 년도 말 외국인지분율과 기관투자가지분율 자료를 이용하였다.

$$FS_{it} = (\text{외국인 지분율}_{it}) \quad (5)$$

$$IS_{it} = (\text{기관투자자 지분율}_{it}) \quad (6)$$

기업규모를 측정할 대리변수로는 총자산의 크기나 보통주의 시장가치 등이 제시되고 있다. 본 연구에서 기업규모는 총자산의 상대적 크기인 식 (7)과 같이 총자산의 장부가치에 자연대수를 취하여 계산하였다.

$$LNA_{it} = (\text{LN(총자산}_{it})) \quad (7)$$

앞 장의 선행연구의 검토에서 보면 유동성은 투자에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 본 연구에서도 이전에 선행연구 마찬가지로 유동성의 대리변수를 식 (8)의 LIQ_{it} 로 측정하여 통제변수로 사용하였다.

$$LIQ_{it} = \left(\frac{\text{유동자산}_{it}}{\text{유동부채}_{it}} \right) \quad (8)$$

성장성을 나타내는 대리변수로 이전의 선행연구에서는 이익의 성장률, 매출액 성장률 등을 사용하고 있다. 본 연구에서는 매출액 성장률을 식 (9)의 PGR_{it} 로 측정하여 성장성의 대리변수로 사용하였다.

$$PGR_{it} = \left(\frac{\text{매출액}_{it} - \text{매출액}_{it-1}}{\text{매출액}_{it-1}} \right) \quad (9)$$

매출액을 총자산으로 나눈 총자산회전율은 기업의 활동성을 측정하는 지표이며, 기업의 활동성은 궁극적으로 그 기업의 수익성을 결정할 뿐만 아니라 투자수준에도 영향을 미친다. 이 총자산회전율은 식 (10)의 $SALE_{it}$ 로 측정하여 이용하였다.

$$SALE_{it} = \left(\frac{\text{매출액}_{it}}{\text{총자산}_{it}} \right) \quad (10)$$

현금흐름은 자본조달순위론을 검증하기 위한 대리변수로서 내부자금을 나타내는 비율은 식 (11)의 $CASH_{it}$ 로 측정하여 이용하였다.

$$CASH_{it} = \left(\frac{\text{잉여현금흐름}_{it}}{\text{총자산}_{it}} \right) \quad (11)$$

기업의 수익성을 측정하는 대리변수로는 총자산영업이익률, 매출액영업이익률, 자기자본순이익률 등이 사용되어 왔다. 본 연구에서는 수익성을 식 (12)의 ROA_{it} 를 측정하여 사용하였다.

$$ROA_{it} = \left(\frac{\text{영업이익}_{it}}{\text{총자산}_{it}} \right) \quad (12)$$

선행연구에서 보면 이익의 변동성은 자본조달정책, 투자정책, 배당정책에 영향을 미치고 있다. 이익의 변동성의 대리변수로 선행연구에서는 매출액이익률의 표준편차나 총자산영업이익률의 표준편차를 사용하고 있는데 본 연구에서는 각 연도별로 총자산영업이익률의 6년간의 표준편차를 식 (13)의 VOL_{it} 로 측정하여 사용하였다.

$$VOL_{it} = \text{표준편차}(ROA_{it}) \quad (13)$$

위험에 대하여 외국이나 우리나라의 실증적 연구결과가 서로 일치하고 있지 않다. 그 이유는 각 연구에서 사용된 위험에 대한 계량적 대응물이 서로 다르기 때문이다. 즉 위험을 경영위험으로 정의하여 표본기간동안 총자산영업이익률의 표준편차를 사용하기도 하였고, 또한 위험을 체계적 위험으로 정의하여 베타계수를 사용하기도 하였다. 그러나 소유구조의 결정요인과 관련된 위험은 Bathala(1996)가 지적한 바와 같이 경영위험으로 보는 것이 타당하다. 따라서 본 연구에서는 경영위험의 대리변수인 보통주

베타를 식 (14)에 의해 $BETA_{it}$ 로 측정하여 사용하였다. 시장모형은 연도 말 시점에서 240일 동안의 일일 주가수익률을 이용하여 추정하였다.

$$BETA_{it} = \text{시장모형으로 추정된 개별기업의 베타} \quad (14)$$

고정자산비율은 식 (15)의 FA_{it} 로 측정하여 이용하였다.

$$FA_{it} = (\ln(\text{고정자산}_{it})) \quad (15)$$

<부록 1>은 1997년부터 2002년까지의 자료를 이용하여 각 변수 측정 방법에 의해 측정된 변수의 기초통계량을 나타낸 표이다. 이 통계를 보면 내부자지분은 증가추세를 보이고 있다. 우리나라의 외환위기가 발생한 1997년 이후 내부자지분이 증가한 것은 재무구조를 개선하기 위해 발행된 증자물량 중 상당부분을 계열사 및 내부자가 인수한 것으로 보이며, 또한 외환위기 이후 높아진 경영권 위협으로부터 경영권 방어차원에서 내부자가 지분을 증가시키고 있는 것으로 보인다.

부채비율은 부채비율 감소정책과 외국인투자자들의 재무구조개선 압력 등으로 인하여 부채비율이 감소하고 있다. 배당 또한 계속적으로 증가하는 것으로 나타나고 있어 외부주주와 외국인투자자들의 압력으로 배당이 증가한 것으로 해석되어진다. 투자는 감소추세를 보이고 있고 자산규모는 증가추세를 보이고 있다. 이러한 현상은 정부에서 가이드라인으로 제시한 부채비율 200%를 맞추기 위해 이 기간 동안 기업들이 자산재평가를 집중적으로 실시한 이유 때문으로 보인다.

5. 분석방법

본 연구에서는 분석기간 동안의 6년 연간자료를 풀링(pooling)⁶⁾하여 2166개의 데이터를 이용하여 모형을 분석하였다. 데이터를 풀링하여 분석한 것은 연도별 횡단면 분석결과와 시계열적 흐름을 파악할 수 있고, 연도별 자료의 불안정성을 줄임으로써 분석결과와 신뢰도를 높일 수 있는 장점이 있기 때문이다. 그러나 자료를 풀링(polling)하

6) 전체기간을 분석하는 것 이외에도 우리나라 기업의 재무정책과 내부지분간의 상호관계를 심층 분석하기 위해 전체기간을 IMF 기간(1997~1998년)과 IMF 이후기간(1999~2002년)으로 나누어 분석하였다. 분석결과표는 <부록 2>에 첨부하였다.

기간을 나누는 방법 이외에도 기업을 각 연도의 30대 재벌을 기준으로 재벌과 비재벌로 구분하여 분석하였다. 분석결과 자본구조, 투자, 배당 모형에서는 거의 차이를 구분할 수 없었고, 내부자지분 모형에서만 차이점을 발견할 수 있었다.

여 시계열-횡단면 혼합분석(pooled time series and cross-sectional analysis)을 실시하는 경우에는 오차항에 자기상관성(auto correlation)이 발생할 수 있는 문제점을 안고 있다. 따라서 Cross-sectional한 독립적인 데이터 여부를 판단하기 위하여 분석기간의 연도별 표본을 이용하여 모형을 추정하여 보았다. 연도별 표본으로 분석한 추정식과 전체를 표본으로 이용하여 분석한 결과 최근 3개년도(2000년~2002년)에서는 부호의 방향이 일치하나 그전 분석기간(1997년~1999년)에서는 한, 두개 년도에서 부호의 방향이 반대로 나오는 경우가 있었다. 이는 IMF기간의 구조조정 등의 경제적 문제로 인하여 나타난 현상으로 사료된다. 최근연도에서의 연도별분석과 전체표본분석간에 질적으로 큰 차이를 찾아볼 수 없어 연도별 데이터를 풀링(pooling)하여 분석하는 것은 큰 무리가 없는 것으로 확인되었다.

패널자료의 사용에 따른 개별효과를 제거하기 위하여 산업더미와 연도별 더미를 각 방정식에 추가하였다. 산업효과와 연도별효과를 통한 변수들 간의 허구적 상관(spurious correlation)의 가능성을 통제하기 위해서 각각 10개의 산업 더미변수⁷⁾와 5개의 연도 더미변수를 사용하였다.

설명변수들간에 높은 상관관계가 존재하는 경우, 최소제곱추정량의 계산이 불가능하고, 추정량의 분산이 커지는 문제가 발생한다. 이를 확인하기 위해 각 분석모형별로 설명변수간의 다중공선성⁸⁾ 여부를 검증하였다.

본 연구에서는 지배구조와 재무정책간의 상호관련성을 규명하고자 Jensen, Solberg and Zorn(1992), Cho(1998), Chen and Steiner(1999), 박경서와 백재승(2000), 김병곤과 송재호(2003) 등의 실증연구를 참고하여 구조적 모형으로 3단계 최소자승법(three stage least square method)을 사용하여 회귀분석 하였다.

3단계 최소자승법(three stage least square method)을 사용하여 모형을 추정하기 위한 도구변수(instrument variable)들은 다음과 같다. 부채비율의 한기 전 레그항인 LLEV, 투자규모의 한기 전 레그항인 LINV, 배당수익률의 한기 전 레그항인 LDIV, 내부자 지분율의 한기 전 레그항인 LINS, LNA(기업규모), LIQ(유동성), FS(외국인 지분율), IS(기관지분율), PGR(매출액성장률), SALE(총자산회전율), CASH(내부자금), BETA(경영위험), ROA(수익성), FA(고정자산비율), VOL(이익의 변동성) 등을 도구변수(instrument variable)로 사용하였다.

7) 산업별 분류기준은 상장협 DATA-BASE 업종분류를 사용하였고, 11개 업종을 선정하였다.

8) 다중공선성 검증결과 설명변수간에 다중공선성은 존재하지 않는 것으로 나타났다. 결과표는 <부록 4>에 첨부하였다.

IV. 실증분석

1. 연립방정식에 대한 3SLS 회귀분석 결과

1) 자본구조 분석모형⁹⁾

<표 4.1> 자본구조 분석모형에 대한 3SLS 회귀분석¹⁰⁾

	Coefficient	T - Value
Intercept	0.5714*	1.80
INS _{it}	0.3997	0.41
INV _{it}	-5.0557***	-2.81
DIV _{it}	-17.4998***	-5.85
INS _{it-1}	0.9096	1.12
INV _{it-1}	0.3082	0.75
DIV _{it-1}	5.2227***	3.71
FS _{it}	-0.4821***	-3.70
IS _{it}	0.1355	0.82
LNA _{it}	0.0324***	3.03
CASH _{it}	0.1781**	2.02
ROA _{it}	0.2947	1.09
FA _{it}	0.2041*	1.70
VOL _{it}	-0.0447	-0.17
ΣDYEAR _j	포 함	
ΣDIND _k	포 함	
System R-square	0.5539	

주) ***은 1%유의수준, **은 5%유의수준, *은 10%유의수준에서 유의함을 나타냄.

<표 4.1>는 자본구조 분석모형¹¹⁾에 대한 3SLS 회귀결과를 보여주고 있다.

9) 기업집단 소속여부가 자본구조에 미치는 영향을 분석하기 위하여 표본을 기업집단과 비기업집단으로 나누어서 분석한 결과를 <부록 3>에 보고하였다. <부록 3>의 자본구조 분석 모형의 결과를 보면, 기업집단의 경우 내부자지분은 자본구조에 양(+)의 영향을, 배당은 자본구조에 음(-)의 영향을 미치고 있었으며, 비기업집단의 경우 투자규모만이 자본구조에 음(-)의 영향을 주고 있어 비기업집단에서 기업집단보다 과소투자유인을 회피하고자 부채의 사용이 적은 것으로 사료된다.

10) INS_{it-1}, LEV_{it-1}, INV_{it-1}, DIV_{it-1}는 INS_{it}, LEV_{it}, INV_{it}, DIV_{it}의 1년 전의 시차항을 나타냄.

11) 당기 내부자지분은 당기 자본구조에 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 하지만 전체 분석기간을 외환위기 기간(1997~1998년)과 회복기간(1999~2002년)으로 나누어 분석(부록 2 참조)했을 때 회복기간에서 당기 내부자지분이 당기 자본구조에 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 외환

전기 배당은 당기 자본구조와 양(+)¹²⁾의 관계를 보이고 있다. 전기에 배당을 많이 한 기업은 내부자금이 줄어들게 되고 자본조달 시 자기자본보다 부채를 선호하는 경향이 있음을 보여준다. 자본조달순위 이론(pecking order theory)을 지지하는 결과이다.

한편 당기 배당은 당기 자본구조와 유의적인 음(-)의 관계를 보이고 있다. 부채비율이 높은 기업은 대리비용을 줄이기 위해 배당을 늘릴 유인을 가지지 못한다. 이 결과는 Chen, Steiner(1999)와 Jensen, Solberg and Zorn(1992), 김철중(1996)의 연구결과와 일치한다.

당기 투자는 당기 자본구조에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 부채를 사용하게 되면 경영자는 과소투자유인을 가질 수 있으므로 투자가 많은 기업은 부채를 적게 사용하는 것으로 보인다. 이 결과는 윤봉한과 오규택(1999)의 연구결과와는 대조적인 현상이다.

기관투자가지분율¹²⁾과 달리 외국인지분율과 재무레버리지는 유의적인 음(-)의 관계를 보여줌으로써, 외국인들의 위험회피 투자성향을 보여주고 있다.

기업규모는 예측한대로 부채비율과 통계적으로 유의한 양(+)¹³⁾의 관계가 나타났으며 이 결과는 신민식(1989), 김철중(1996)의 연구결과와 일치한다. 기업규모가 클수록 기업의 차입능력의 확대에 의한 낮은 조달비용 때문에 기업규모가 큰 기업은 부채를 많이 사용하는 것으로 해석된다. 내부자금은 자본구조와 양(+)¹⁴⁾의 관계를 보이고 있다.

2) 투자 분석모형¹³⁾

<표 4.2>는 투자 분석모형에 대한 3SLS 회귀결과를 보여주고 있다.

전기 배당은 당기 투자에 양(+)¹⁵⁾에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 당기의 투자는 당기의 배당과 음(-)의 관계를 보이고 있다. 이는 전기의 배당이 높을 경우 당기의 투자가 증가할 가능성을 시사한다. 또한 당기에 투자기회가 많은 기업은 내부자금으로

위기 이후 내부주주(소유경영자)들이 재무위험을 더 크게 인식하고 위험부담을 줄이기 위해 부채비율을 줄이고 있음을 시사한다.

12) 외환위기 기간(1997~1998년)과 회복기 기간(1999~2002년)으로 나누어 분석해본 결과(부록 2 참조), 외환위기 이후 기관투자가지분율이 증가할수록 부채비율은 줄어드는 것으로 나타났다. 기관투자가지분율이 올라갈수록 기업의 부채사용에 대한 기관투자자의 경영자 감시기능(monitoring effect)이 강화되고 있음을 시사한다.

13) 기업집단 소속여부가 투자에 미치는 영향을 분석하기 위하여 표본을 기업집단과 비기업집단으로 나누어서 분석한 결과를 <부록 3>에 보고하였다. <부록 3>의 투자 분석 모형의 결과를 보면, 기업집단의 경우 자본구조는 투자규모에 음(-)의 영향을, 배당은 투자규모에 음(-)의 영향을 미치고 있었으며, 비기업집단의 경우 다른 재무의사결정(자본구조, 배당)과 내부자지분율에 영향을 받지 않았다.

자금을 조달하여 얻는 이익이 배당을 늘려 얻는 자기자본의 대리인비용 감소효과보다 큰 것으로 보이며, 투자기회가 많은 회사일수록 배당보다는 내부유보를 택하는 것을 알 수 있다. 이는 박경서, 이은정, 이인무(2003)¹⁴가 주장한 것처럼 배당을 통해 왕성한 투자활동을 신호한다는 설명을 지지하는 결과이다.

<표 4.2> 투자 분석모형에 대한 3SLS 회귀분석

	Coefficient	T - Value
Intercept	0.2174***	2.67
INS _{it}	-0.0154	-0.07
LEV _{it}	-0.5999***	-3.36
DIV _{it}	-5.3471***	-4.59
INS _{it-1}	0.2925	1.46
LEV _{it-1}	0.2625**	2.17
DIV _{it-1}	1.9052***	3.59
FS _{it}	-0.1701***	-3.72
IS _{it}	0.0219	0.59
LNA _{it}	0.0114***	3.83
CASH _{it}	0.0647**	2.52
SALE _{it}	0.0018	0.34
LIQ _{it}	-0.0130*	-1.95
VOL _{it}	-0.0162	-0.23
ΣDYEAR _j	포 함	
ΣDIND _k	포 함	
System R-square	0.5539	

주) ***은 1%유의수준, **은 5%유의수준, *은 10%유의수준에서 유의함을 나타냄.

전기 자본구조는 당기 투자에 양(+)¹⁴의 영향을 미친다. 레버리지의 증가가 투자자에게 향후 투자와 수익 증가로 받아들여지는 신호가설을 지지하는 결과이다. 반면 전기 자본구조는 당기 투자에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이 결과는 Lang, Ofek and Stulz(1996)와는 일치하는 결과이며 윤봉환과 오규택(1999)의 연구결과와는 대조적인 결과이다. 이를 대리인 이론에 입각하여 설명하면, 부채사용이 많은 기업들은 부채사용으로 인하여 내부주주가 과소투자의 유인을 가지게 되어 투자가 적어지게 되는 것으로 설명된다.

14) 박경서, 이은정, 이인무(2003)는 배당외사결정을 하는 경영자가 다음기의 투자 등 미래경영상황에 대해 외부자보다 많은 정보를 갖고 있으며 이를 배당외사결정에 반영할 것이라고 하였다.

외국인지분율과 투자는 유의적인 음(-)의 관계를 보이고 있다. 우리나라 기업의 확장적 투자정책에 대한 외국인들의 보수적인 투자성향을 보여준다.

기업규모는 투자에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업규모가 크다는 것은(특히 한국의 경우) 다각화 정도가 높다는 것을 의미하므로 이를 위하여 기업규모가 큰 기업일수록 많은 투자지출을 하는 것으로 보인다. 유동성은 예상과 다르게 투자와 음(-)의 관계를 보이고 있다.

영업활동으로 인한 현금흐름과 투자와는 유의적인 양(+)의 관계를 보이고 있다. 기업의 영업이익이 많아질수록 투자도 증가함을 의미한다. 이 결과는 정보불균형으로 내부금융을 투자자금으로 선호한다는 자본조달순위 이론(pecking order theory)을 지지한다. Lang, Ofek and Stulz(1996)과 김지수와 정기웅(2000)의 연구 결과와도 일치한다.

3) 배당 분석모형¹⁵⁾

<표 4.3>은 연립방정식 체계에 의거 3SLS 방법에 의해 배당결정모형을 추정한 결과를 보여준다.

당기 자본구조는 당기 배당과 유의적인 음(-)의 관계를 보이고 있다. 재무고정비용과 배당은 상충관계에 있음을 보여주는 결과이다.

당기 내부자지분과 당기 배당은 통계적으로 유의한 양(+)의 관계를 가진다. 경영권 방어 등을 위해 내부자지분이 증가함으로써 이에 따른 주주의 대리비용 감소에도 불구하고 배당이 증가하는 결과가 나타나는 것으로 보인다.

당기 투자는 당기 배당에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. Myers and Majluf (1984)는 투자지출을 위한 자금조달은 보유이익으로서의 현금흐름이 제일 먼저 이루어지며, 다음으로 부채 및 주식발행 순으로 이루어진다고 하였다. 따라서 기업은 배당지급을 축소해서라도 여유현금흐름을 보유하려 한다는 주장을 지지하는 결과를 보이고 있다.

기관투자가지분과 배당은 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다. 기관투자자의 지분율이 큰 것은 주식이 외부주주에게 잘 분산됐음을 의미한다. 이 경우 대리비용이 증가하기 때문에 배당지급을 늘릴 유인이 커지게 된다.

15) 기업집단 소속여부가 배당에 미치는 영향을 분석하기 위하여 표본을 기업집단과 비기업집단으로 나누어서 분석한 결과를 <부록 3>에 보고하였다. <부록 3>의 배당 분석 모형의 결과를 보면, 기업집단의 경우 내부자지분은 배당에 양(+)의 영향을, 투자규모는 배당에 음(-)의 영향을 미치고 있었으며, 비기업집단의 경우에도 마찬가지로 내부자지분은 배당에 양(+)의 영향을, 투자규모는 배당에 음(-)의 영향을 미치고 있어 배당의 경우 기업집단의 소속 여부에 따른 차이를 발견할 수 없었다.

기업규모는 배당에 유의적인 양(+)¹⁾의 관계를 가진다. 기업규모가 커질수록, 경영자의 유동성 비용은 증가하게 되어 내부자지분을 증가로 발생하는 대리비용 감소 효과를 상쇄시킨다. 이러한 경우 경영자는 대리비용을 통제하기위해 배당을 늘리려한다. 이는 Crutchley and Hansen(1989)과 Jensen, Solberg and Sorn(1992)의 연구결과와 일치한다.

<표 4.3> 배당 분석모형에 대한 3SLS 회귀분석

	Coefficient	T - Value
Intercept	0.0377	1.07
INS _{it}	0.2361**	2.26
LEV _{it}	-0.1036***	-2.71
INV _{it}	-0.5766***	-2.69
INS _{it-1}	-0.0521	-0.58
LEV _{it-1}	0.0169	0.51
INV _{it-1}	0.0708	1.35
FS _{it}	-0.0226	-1.58
IS _{it}	0.0412**	2.02
LNA _{it}	0.0027**	2.10
CASH _{it}	0.0154	1.36
PGR _{it}	0.0005	0.27
ROA _{it}	-0.0445*	-1.67
VOL _{it}	0.0320	1.16
ΣDYEAR _j	포 함	
ΣDIND _k	포 함	
System R-square	0.5539	

주) ***은 1%유의수준, **은 5%유의수준, *은 10%유의수준에서 유의함을 나타냄.

4) 내부자지분 분석모형16)

<표 4.4>는 연립방정식 체계에 의거하여 3SLS 방법으로 내부자지분분석모형을 추정한 결과를 보여준다.

16) 기업집단 소속여부가 내부자지분에 미치는 영향을 분석하기 위하여 표본을 기업집단과 비기업집단으로 나누어서 분석한 결과를 <부록 3>에 보고하였다. <부록 3>의 내부자지분 분석 모형의 결과를 보면, 기업집단의 경우 투자규모와 배당은 내부자지분에 양(+)¹⁾의 영향을 미치고 있었으며, 비기업집단의 경우에는 투자규모는 내부자지분에 음(-)²⁾의 영향을, 배당은 내부자지분에 양(+)³⁾의 영향을 미치고 있었다. 기업집단의 소속여부에 따라 투자의 영향이 다르게 나타나고 있다. 이는 기업집단의 소유자가 주력 기업일 경우 내부자 지분을 늘리려고 하므로 투자활동이 강하게 나타날 것이다. 그러나 비기업집단의 경우에는 신규 자금조달을 유상증자 등으로 할 경우 내부자 지분은 감소하는 현상으로 사료된다.

전기 배당수준은 당기 내부자지분과 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있다. 전기에 배당수준이 높은 기업은 내부자금이 감소하게 된다. 내부자금으로 누릴 수 있었던 사적 이해보다는 편중투자 및 외부 투자자의 통제강화로 인한 손실이 커지게 되므로 당기의 내부자지분이 감소하는 것으로 보인다.

<표 4.4> 내부자지분 분석모형에 대한 3SLS 회귀분석

	Coefficient	T - Value
Intercept	-0.0249	-0.19
LEV _{it}	0.3277**	2.34
INV _{it}	1.4291**	2.12
DIV _{it}	8.1933***	6.50
LEV _{it-1}	-0.0234	-0.19
INV _{it-1}	0.0295	0.17
DIV _{it-1}	-2.4195***	-3.93
FS _{it}	0.1687***	2.83
IS _{it}	-0.1286*	-1.82
LNA _{it}	-0.0055	-1.16
BETA _{it}	-0.0758***	-4.17
ROA _{it}	-0.1100	-0.89
PGR _{it}	-0.0001	-0.01
ΣDYEAR _j	포 함	
ΣDIND _k	포 함	
System R-square	0.5539	

주) ***은 1%유의수준, **은 5%유의수준, *은 10%유의수준에서 유의함을 나타냄.

반면 당기 배당¹⁷⁾과 당기 내부자지분은 양(+)의 관계를 가진다. 외환위기 이후 과소 투자로 인하여 내부자금이 증가하게 되었고, 외국인과 기관투자자들의 강력한 배당요

17) 외환위기 기간(1997~1998년)과 회복기 기간(1999~2002년)으로 나누어 분석해본 결과(부록 3 참조), 외환위기간에서는 소유구조와 배당간에 음(-)의 관계를 보이고 있으나 회복기에는 양(+)의 관계를 보여주고 있다. 이는 외환위기 이후 외국인투자자들의 투자가 활성화 되면서 외국인투자자에 의한 배당압력이 커지고 있다는 것을 뜻한다.

한편 기업을 재벌과 비재벌로 구분하여 분석한 결과, 재벌인 경우는 내부자지분과 배당간에 음(-)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 비재벌인 경우는 양(+)의 관계가 나타났다. 재벌의 경우, 중과세 문제와 신주발행 시 대주주의 지분이 감소할 가능성이 커지기 때문에 내부자지분과 배당간에는 음(-)의 관계가 있다고 볼 수 있다. 비재벌의 경우, 외환위기 이후 과소투자로 인한 내부자금의 증가와 기관투자자들의 배당요구로 내부자지분과 배당간에 양(+)의 관계가 있음을 보여준다. 이 결과는 국찬표와 정관화(1996)의 연구결과와 일치한다.

구로 인하여 배당이 증가하였다. 또한 경영권 방어 등의 목적에 의한 내부자지분의 증가현상이 나타남으로써 대리이론과는 상반된 결과를 보이는 것으로 판단된다.

당기 재무레버리지는 당기 내부자지분에 양(+)¹⁸⁾의 영향을 미친다. 내부주주(소유경영자)의 위험 선호 유인으로 인해 부채의 대리비용이 발생하게 된다. 대리비용은 부채의존도가 높아질수록 증가한다. 이는 내부자지분을 증가 시 대리비용이 감소된다는 것을 뜻한다.

당기 투자가 늘어나면 당기 내부자지분도 증가하는 것으로 나타났다. 이 결과는 투자가 활발한 기업의 경우, 내부주주(소유경영자)가 투자정책 의사결정 시 더 많은 영향력을 행사하기 위해 추가 지분을 확보하려는 경향을 보여준다.

외국인지분율¹⁸⁾이 증가하면 내부자지분도 증가하는 것으로 나타났다. 최근 이슈화된 외국금융기관의 M&A 시도에 대해 경영권 방어를 하려는 국내 내부주주(소유경영자)의 추가 지분매입 경향을 보여주는 결과이다.

기관투자가지분율은 외국인지분율과 달리 내부자지분에 음(-)의 영향을 미친다. 이러한 현상은 기관투자자가 경영진에게 기업의 효율성 증대, 경영자 보상을 함으로써 해당기업에 긍정적인 역할을 수행하고 있음을 시사한다. Bathala, Moon and Rao(1994)와 Chen and Steiner(1999)의 연구결과를 지지하는 결과이다.

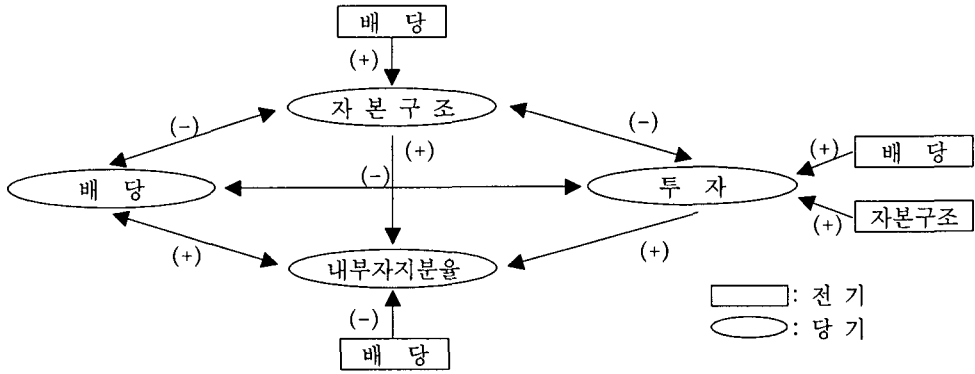
2. 재무정책과 내부자지분 사이의 상호관계

[그림 4.1]은 앞 절의 자본구조, 투자, 배당, 내부자지분 분석모형을 연립방정식에 의거하여 3SLS 방법으로 분석한 결과에서 내부자지분, 자본구조, 투자, 배당과 시차항을 중심으로 통계적으로 유의한 결과만을 나타낸 그림이다. <표 4.2>에서 <표 4.5>까지 연립방정식에 의거한 3SLS 방법으로 분석한 결과를 보면, 연구가설과 같이 내부자지분, 자본구조, 투자, 배당 등의 시차항을 고려한 모형에서 자본구조, 배당의 시차항이 다른 당기의 재무정책(자본구조, 투자, 내부자지분율)에 통계적으로 유의한 영향을 주고 있는 것으로 나타났다.

18) 외환위기 기간(1997~1998년)과 회복기 기간(1999~2002년)으로 나누어 분석해본 결과(부록 3 참조), 외환위기에는 외국인지분율과 내부자지분간에는 음(-)의 관계를 보였으나 회복기에는 양(+)¹⁸⁾의 관계를 보이고 있다. 이는 외환위기 이후 한국기업들이 경영권 방어책으로 내부자지분을 증가시키고 있음을 보여준다.

재벌과 비재벌로 구분하여 분석한 경우, 재벌에서 외국인투자가지분율, 기관투자가지분율과 내부자지분간에 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 이 결과는 외국인투자자와 기관투자자가 경영진을 감시하는 역할을 수행하고 있음을 시사한다.

[그림 4.1] 재무정책과 내부자지분의 상호관계



당기 재무정책과 내부자지분의 실증분석 결과를 종합해서 보면, 자본구조는 직접적으로 투자, 배당과 음의 상호관계에 있으며 내부자지분에 양의 영향을 미친다. 투자는 자본구조, 배당과 음의 상호관계를 가지고, 내부자지분에 양의 영향을 미친다.

배당은 자본구조, 투자와는 음의 상호관계를, 내부자지분과는 양의 상호관계를 가진다. 내부자지분의 경우 배당과 양의 상호관계에 있으며 자본구조와 투자로부터 양의 영향을 받는다. 또한 배당을 통하여 간접적으로 자본구조와 투자에 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다.

따라서 연구가설과 같이 자본구조, 투자, 배당, 내부자지분은 직·간접적으로 서로에게 영향을 주고 있음을 알 수 있다.

전기의 영향을 고려하여 재무정책(자본구조, 투자, 배당)과 내부자지분의 직·간접적인 영향을 살펴보면, 당기 자본구조는 전기 배당에 양의 영향을 받는다.

전기 배당의 증가는 당기 부채사용을 증가시키고 있는데, 자본조달순위 이론(pecking order theory)을 지지하는 결과이다. 전기의 배당지급으로 내부자금이 감소한 기업은 자본조달 시 자기자본보다 부채를 선호하는 경향이 있음을 보여준다. 이렇게 결정된 당기 자본구조는 당기 투자, 배당에 음의 영향을 주고 있다. 또한 내부자지분율에는 양의 영향을 미치고 있다.

당기 투자는 전기 자본구조, 배당과 당기 자본구조, 배당으로부터 각각 양의 영향과 음의 영향을 받아 결정되며, 당기 자본구조, 배당, 내부자지분에 각각 음과 양의 영향을 미치고 있다.

당기 투자와 전기 자본구조에서 양의 관계가 나타나는 것은 우리나라 기업의 자본조달 행태가 부채의존적이라는 점을 시사한다. 또한 전기 배당은 당기 투자지출에 대한

신호역할을 하는 것으로 보인다. 따라서 전기 배당비율이 높고, 부채의 사용이 많은 기업은 당기 투자지출을 증가시키고, 당기 배당을 감소시킬 것이라는 것을 시사한다.

당기 배당의 경우 전기 재무정책과 내부자지분의 영향은 유의하지 않았다. 당기 배당은 당기 자본구조, 투자와 음의 관계를 가지며, 당기 내부자지분과는 양의 관계를 가진다.

당기 자본구조가 당기 배당과 음의 관계를 가지는 것은 재무고정비용과 배당간의 상충관계를 보여주는 결과이다.

당기 투자가 당기 배당에 음의 영향을 미치는 것은 기업이 배당지급을 축소해서라도 여유현금흐름을 보유하려한다는 주장을 지지하는 결과이다.

이와 반대로 당기 내부자지분은 당기 배당과 통계적으로 유의한 양의 관계를 보이고 있다. 외환위기 이후 경영권 방어 등의 목적에 의한 내부자지분의 증가현상이 나타남으로써 대리이론과는 상반된 결과가 나타나는 것으로 보인다.

당기 내부자지분은 전기 배당과 당기 배당, 자본구조, 투자로부터 각각 음과 양의 영향을 받아 결정되며, 당기 배당에 양의 영향을 주고 있다.

전기 배당이 내부자지분에 음의 영향을 주는 것은 전기의 배당수준이 높은 기업은 내부자금이 감소하기 때문이다. 즉 내부자금으로 누릴 수 있었던 사적 이해보다는 외부 투자자의 통제강화로 인한 손실이 커지게 되므로 당기의 내부자 지분을 감소시키는 것으로 보인다. 하지만 내부자지분율이 증가할수록 당기 배당도 증가하는 것은 경영권 방어 등을 위해 내부자지분이 증가하는 것으로 대리이론과는 상반되는 결과이다.

당기 투자가 늘어나면 당기 내부자지분도 증가하는 것으로 나타났다. 이 결과는 투자가 활발한 기업에 대해 더 많은 영향력을 확보하기 위한 내부주주(소유경영자)의 추가 지분 확보경향을 보여준다.

당기 부채비율이 높을수록 당기 내부자지분율이 증가하는 것은 대리이론과 M&A 시도에 대한 내부주주(소유경영자)의 경영권 방어로 설명된다. 부채사용이 증가하면 내부주주의 위험선호유인과 과소투자유인으로 인해 대리비용은 증가한다. 증가하는 대리비용을 통제하기 위해 내부자지분율을 증가시키는 방법이 사용될 수 있다. 또한 M&A 시도에 대한 방어전략으로 내부주주는 지분율을 증가시키거나 자금조달 시 자기자본보다 부채를 선호함으로써 경영권을 보호하려 할 것이다.

V. 결 론

본 논문이 재무정책의 결정요인을 분석한 기존연구와 다른 점은 다음과 같다. 첫째,

재무정책(자본구조, 투자, 배당)과 내부자지분 상호간의 상호관계를 규명한 점이다. 둘째, 연립방정식 모형을 이용하여 재무정책간의 상호의존성을 모형화한 점이다. 연립방정식을 OLS모형을 사용하여 회귀분석 하였을 때 나타날 수 있는 문제점은 편의(bias)가 발생한다는 점이다. 이러한 문제점은 연립방정식 모형을 3SLS방법을 사용하여 문제를 제거하였다. 셋째, 재무정책 사이에 시차적으로 이루어질 가능성을 모형에 포함시킨 점이다. 선행연구들은 재무정책간의 시차적인 영향을 무시하고 재무정책의 동시결정 내지 상호관계에만 분석의 초점을 맞추고 있다. 분석모형에 재무정책 변수의 시차항을 포함시켜 전기의 영향을 파악하여 보았다.

자본구조, 투자, 배당, 내부자지분 간에 존재하는 상호관계를 정리하면 다음과 같다. 자본구조는 투자, 배당과 음의 상호관계에 있으며 내부자지분에 양의 영향을 미친다. 투자는 자본구조, 배당과 음의 상호관계를 가지고, 내부자지분에 양의 영향을 미친다. 배당은 자본구조, 투자와는 음의 상호관계를, 내부자지분과는 양의 상호관계를 가진다. 내부자지분의 경우 배당과 양의 상호관계에 있으며 자본구조와 투자로부터 양의 영향을 받는다.

내부자지분과 자본구조 사이에 상호관계가 존재한다는 증거는 찾을 수 없었다. 그러나 내부자지분과 자본구조 사이에 직·간접적인 영향으로 재무정책(자본구조, 투자, 배당)과 내부자지분은 서로 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

본 연구의 한 가지 한계점은 지금까지 발전된 이론적 및 실증적 연구를 토대로 구조적 모델을 설정하였으나 각 방정식에 설정오류가 발생할 가능성이 있고, 이것이 회귀 결과의 왜곡을 초래할 수 있다는 점이다. 본 연구에서 사용된 모델과 다른 구조적 모델을 설정함으로써 주요변수의 회귀계수가 변화할 가능성은 상존한다. 그러나 회귀계수의 추정결과가 이론적 예측과 거의 부합하고 있어 재무정책의 시차적인 순환관계의 파악과 재무정책과 내부자지분 사이에 상호관계의 발견은 중요한 의의를 지닌다. 또한 본 연구에서 제시된 독립변수 이외에 충분한 자료를 기초로 한 새로운 변수 등을 추가 보완하는 연구가 향후 이루어진다면 보다 의미 있는 결과를 도출할 수 있을 것이다.

참 고 문 헌

- 국찬표, 정근화, “우리나라 기업의 소유구조 결정요인에 대한 실증적 연구 - 선형구조 모형을 응용하여”, 재무연구, 제12권 제12호, 1996, 249-286.
- 곽세영, 한광환, “자본조달 및 투자결정에서 내부자금의 역할”, 증권·금융연구, 제5권 제1호, 1999. 7, 27-51.
- 김병곤, 송재호, “소유구조와 자본구조의 상호관계가 기업가치에 미치는 영향”, 경영학 연구, 제32권 제5호, 2003, 10, 1375-1394.
- 김지수, 정기용, “규모극대화, 경영자 지분과 기업의 자본적 투자지출”, 재무관리연구, 제17권 제2호, 2000. 12, 1-28.
- 김철중, “소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호연관성에 관한 연구”, 재무관리 연구, 제13권 제1호, 1996, 51-78.
- 박경서, 백제승, “재벌기업의 대주주경영자는 비재벌의 대주주경영자와 얼마나 다른가?: 한국 상장기업의 소유구조, 자본구조 및 기업가치에 관한 실증연구”, 재무연구, 제14집 제2호, 2001, 89-130.
- 박경서, 이은정, 이인무, “국내기업의 배당형태와 투자자의 반응에 관한 연구”, 재무연구, 제16권 제2호, 2003. 11, 195-229.
- 신민식, “우리나라 상장기업의 자본구조 결정요인에 관한 연구”, 재무관리연구, 제6권 제2호, 1989, 33-69.
- 이병락 역, 계량경제학, 시그마프레스, 2003.
- 이정도, 공정택, “기업의 재무적 요인과 현금배당을 수준의 관련성에 관한 연구”, 증권학회지, 제16집, 1994, 437-465.
- 이혜영, 이재춘, “우리나라 상장기업의 소유구조 결정요인에 관한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제20권 제2호, 2003. 12, 41-72.
- 윤봉한, 오규택, “투자결과와 자본조달결정의 통합적 수행 여부에 관한 실증연구”, 재무연구, 제12권 제2호, 1999. 11, 95-124.
- 정근화, “우리나라 재벌기업의 소유구조 결정요인에 관한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제15권 제2호, 1998. 12, 339-368.
- 조지호, “배당중심으로 본 주주 - 경영자간의 대리문제에 관한 연구”, 경제연구, 제11권 제1호, 1990, 75-89.
- 조지호, 김용현, 자본조달과 투자 및 배당의 동시결정에 대한 실증연구, 증권학회 2004

- 년 4차 학술발표회 논문집, 2004.
- 조지호, 전상경, “기업지배구조가 인수합병의 성과에 미치는 영향”, 재무관리연구, 제21권 제2호, 2004, 1-25.
- 홍현표, “한국재벌의 소유집중 - 그 원인과 결과”, 경제학연구, 제41권 제1호, 1993, 1239-1264.
- Agrawal, A., N. Mandelker, “Managerial Incentives and Corporate Investment and Financing Decisions,” *Journal of Finance*, 42(4), (September 1987), 823-838.
- Barle, A. A., G. C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan, 1932.
- Bathala, C. T., K. P. Moon, R. P. Rao, “Managerial Ownership, Debt Policy, and the Impact of Institutional Holdings : An Agency Perspective,” *Financial Management*, 23(3), (Autumn 1994), 38-50.
- Bathala, C. T., “Determinants of Managerial Stock Ownership : The Case of CEOs,” *The Financial Review*, 31(1), (February 1996), 127-148.
- Beck, P. J., T. S. Zorn, “Managerial Incentives in Stock Market Economy,” *Journal of Finance*, 37, (1982), 39-65.
- Chen, C. R., T. Steiner, “Managerial Ownership, and Agency Conflicts : A Nonlinear Simultaneous Equation Analysis of Managerial Ownership, Risk Taking, Debt Policy, and Dividend Policy,” *The Financial Review*, 34(1), (February 1999), 119-136.
- Cho, M., “Ownership Structure, Investment, and the Corporate Value : An Empirical Analysis,” *Journal of Financial Economics*, 47(1), (January 1998), 103-121.
- Crutchley, C. E., R. S. Hansen, “A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage, and Corporate Dividends,” *Financial Management*, 18(4), (Winter 1989), 36-46.
- Demsetz, H., K. Lehn, “The structure of corporate ownership : Causes and consequences,” *Journal of Political Economy*, 93(6), (1985), 1155-1177.
- Easterbrook, F., “Two Agency Cost Explanations of Dividends,” *American Economic Review*, 74(4), (September 1984), 650-659.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, B. C. Peterson, “Financing Constraints and Corporate Investment,” *Brookings Papers on Economic Activity*, (1), (1988), 207-271.

- Fenn, G., N. Liang, "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives," *Journal of Financial Economics*, 60, (2001), 45-72.
- Friend, I., J. Hasbrouk, "Determinants of Capital Structure," in Andy Chen(ed.), *Research in Finance*, 7, JAI Press, (1987), 1-19
- Friend, I., L. Lang, "An Empirical Test of The Impact of Managerial Self-Interest on Corporate Capital Structure," *Journal of Finance*, 27, (June 1988), 271-281.
- Gaver, J. J., K. M. Gaver, "Additional Evidence on The Association between The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Accounting and Economics*, 16, (1993), 127-160.
- Herman, E. S., *Corporate Control, Corporate Power*, First ed., Cambridge University Press : New York, 1981.
- Hoshi, T., A. Kashyap, D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics*, 106(1), (February 1991), 33-60.
- Jensen, M., W. Meckling, "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Cost, and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), (October 1976), 305-360.
- Jensen, M., D. P. Solberg, T. S. Zorn, "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), (June 1992), 247-263.
- Kim, W. S., E. H. Sorensen, "Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 21(2), (June 1986), 131-144.
- Lang, L., E. Ofek, R. M. Stulz, "Leverage, Investment, and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, 40(1), (January 1996), 3-30.
- Myers, S. C., N. S. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firm Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(2), (June 1984), 187-221.
- Myers, S. C., "Determinants of Corporate Borrowing," *Journal of Financial Economics*, 5(2), (November 1977), 147-175.
- Noronha, G., D. Shome, G. Morgan, "The Monitoring Rationale for Dividends and

The Interaction of Capital Structure and Dividend Decisions," *Journal of Banking & Finance*, 20(3), (April 1996), 439-454.

Oliner, S. D., G. D. Rudebush, "Sources of the Financing Hierarchy for Business Investment," *Review of Economics and Statistics*, 74(4), (November 1992), 189-212.

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

Smith, C. Jr., R. L. Watts, "The Investment Opportunity Set and Corporate Financing, Dividend, and Compensation Policies," *Journal of Financial Economics*, 32(3), (1992), 263-292.

<부록 1> 변수의 기초통계량

변수	1997		1998		1999		2000		2001		2002	
	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차	평균	표준편차
LEV(부채비율)	0.6623	0.1622	0.5924	0.1682	0.5302	0.1632	0.5237	0.1798	0.5003	0.1929	0.4776	0.2012
DIV(배당수익률)	0.0261	0.0316	0.0177	0.0182	0.0239	0.0224	0.0372	0.0364	0.0271	0.0259	0.0312	0.0274
INV(투자규모)	0.0622	0.0619	0.0403	0.0509	0.0064	0.0210	0.0480	0.0556	0.0422	0.0492	0.0392	0.0419
INS(내부자지분율)	0.3283	0.1393	0.3445	0.1452	0.3428	0.1524	0.3629	0.1652	0.3741	0.1695	0.3849	0.1680
FS(외국인지분율)	0.0603	0.0977	0.0632	0.1151	0.0659	0.1169	0.0627	0.1233	0.0706	0.1322	0.0749	0.1340
IS(기관투자자지분율)	0.0723	0.0758	0.0382	0.0651	0.0390	0.0716	0.0252	0.0612	0.0323	0.0717	0.0673	0.0889
LNA(자산규모)	19.1896	1.4362	19.2423	1.4755	19.3299	1.4664	19.3665	1.4492	19.3479	1.4276	19.3344	1.4256
LIQ(유동성)	1.2952	0.7015	1.4337	1.2217	1.4615	0.9306	1.4146	0.8873	1.5261	1.1281	1.6146	1.2398
PGR(매출액성장률)	0.1992	1.2058	0.0309	0.2518	0.1303	0.2973	0.1314	0.2524	0.0143	0.2035	0.0862	0.5145
SALE(총자산회전율)	0.9060	0.5340	0.8883	0.7173	0.8867	0.7215	0.9426	0.7442	0.9362	0.4664	0.9810	0.4677
FA(고정자산비율)	0.5110	0.1521	0.5508	0.1637	0.5669	0.1725	0.5735	0.1750	0.5817	0.1781	0.5758	0.1760
VOL(이익의변동성)	0.0292	0.0294	0.0369	0.0357	0.0396	0.0365	0.0429	0.0400	0.0469	0.0423	0.0498	0.0577
BETA(경영위험)	0.9261	0.2251	0.8050	0.2220	0.6853	0.2091	0.6728	0.2264	0.7138	0.2863	0.7042	0.3089
CASH(내부자금)	0.0759	0.0476	0.0808	0.0828	0.0846	0.0656	0.0795	0.0667	0.0726	0.0860	0.0735	0.0941
ROA(수익성)	0.0143	0.0550	0.0087	0.0631	0.0278	0.0652	0.0212	0.0852	0.0144	0.0797	0.0269	0.1200

<부록 2> IMF 기간과 IMF 이후 기간의 재무정책과 내부지분의 상호관계 실증분석 결과

변수	IMF 기간 (1997~1998년)				IMF 이후 기간 (1999~2002년)			
	자본구조	투자	배당	내부자지분	자본구조	투자	배당	내부자지분
Intercept	-0.8988	-0.0103	-0.0304	-0.6250	-2.7191**	0.1475***	0.0908	0.3822
LEV _{it}	-	-1.7332**	0.0135	0.9748	-	-0.0111	0.0677	0.2405
INV _{it}	-9.2616*	-	0.1743**	4.9694**	20.5158**	-	-0.9237*	-1.8394
DIV _{it}	-7.7065	-5.7352*	-	-32.5726***	-56.4222***	-1.1506*	-	15.5580***
INS _{it}	-2.6359	-1.9378*	-0.1502	-	-8.4545***	0.3758***	0.6619***	-
LEV _{it-1}	-	1.0883*	-0.0128	-0.7601	-	-0.0162	-0.0589	-0.0010
INV _{it-1}	1.5478*	-	-0.0515*	-1.4896*	-4.3376**	-	-0.0912	0.9567**
DIV _{it-1}	-0.1079	0.4689	-	2.1380	33.0189***	0.2922	-	-7.4471***
INS _{it-1}	1.9337	1.3825	0.0933	-	9.6319***	-0.2764***	-0.5127***	-
FS _{it}	-0.6488	-0.3615**	-0.0336***	-0.7401**	-2.3809***	0.0320	0.0431	0.4071***
IS _{it}	-0.3197	-0.1074	-0.0225	-0.3571	-1.5089***	0.0323	0.0494	0.1516
LNA _{it}	0.0988	0.0501**	0.0030**	0.0467	0.0560	-0.0015	-0.0021	-0.0055
CASH _{it}	0.6411	0.2552**	0.0081	-	-0.4485*	0.0333**	0.0316	-
ROA _{it}	1.2557	-	0.1489***	4.6823***	3.3934***	-	-0.0116	-0.4851**
VOL _{it}	0.1764	0.3692	0.0098	-	-0.6711	-0.0118	-0.0311	-
PGR _{it}	-	-	-0.0019	-0.0485	-	-	0.0037	0.0249
LIC _{it}	-	-0.0457*	-	-	-	-0.0048**	-	-
SALE _{it}	-	-0.0037	-	-	-	0.0036	-	-
BETA _{it}	-	-	-	0.2165	-	-	-	-0.0792***
FA _{it}	0.8601	-	-	-	0.3791	-	-	-
System R-square	0.2632				0.4274			

주) ***은 1%유의수준, **은 5%유의수준, *은 10%유의수준에서 유의함을 나타냄.

<부록 3> 기업집단과 비기업집단의 재무정책과 내부지분의 상호관계 실증분석 결과

변수	기업집단				비기업집단			
	자본구조	투자	배당	내부자지분	자본구조	투자	배당	내부자지분
Intercept	-0.2169	0.0220	-0.0255*	0.3237***	0.3691	0.0368	0.0147	0.1905
LEV _{it}	-	-0.3135**	-0.0300	-0.3042	-	-0.3451	-0.0401	-0.7514
INV _{it}	-2.2704	-	-0.3606**	3.2483***	-16.0283**	-	-0.5464**	-2.6617*
DIV _{it}	-12.1208***	-3.0644***	-	3.3060**	-3.2023	-2.6674	-	12.7124***
INS _{it}	1.9823**	-0.0088	0.1974***	-	2.2146	0.4024	0.5468***	-
LEV _{it-1}	-	0.0749	-0.0420	0.4010**	-	0.1743	0.0066	0.6104
INV _{it-1}	-0.2340	-	0.0380	-0.3496	1.5670	-	0.0454	0.8940*
DIV _{it-1}	2.0869	0.9592**	-	-0.2864	-3.5053	0.6164	-	-5.3556***
INS _{it-1}	-1.3011*	0.1371	-0.1158*	-	-2.8109	-0.2928	-0.4333***	-
FS _{it}	-0.4943***	-0.1088***	-0.0328***	-0.0927	0.2395	-0.0445	-0.0149	0.3724**
IS _{it}	0.1638	0.0281	0.0208	-0.2444***	-0.5494	0.0225	0.0625	-0.5115*
LNA _{it}	0.0574***	0.0133***	0.0046***	-0.0108**	0.1363**	0.0133	0.0020	0.0324
CASH _{it}	0.2319**	0.0599***	0.0173*	-	0.7857	0.0926**	0.0390	-
ROA _{it}	-0.2242	-	0.0050	-0.0190	-0.1725	-	0.0338	-1.31871***
VOL _{it}	-0.3616	-0.0148	-0.0473**	-	-1.8138*	-0.1805	-0.0832	-
PGR _{it}	-	-	0.0010	-0.0100	-	-	-0.0052	-0.0394
LIQ _{it}	-	-0.0095*	-	-	-	-0.0104	-	-
SALE _{it}	-	-0.0027	-	-	-	0.0069	-	-
BETA _{it}	-	-	-	-0.1436***	-	-	-	0.0443
FA _{it}	-0.0755	-	-	-	0.5148	-	-	-
System R-square	0.5071				0.5072			

<부록 4> 다중공선성(각 모형별 VIF 값)

변 수	자본구조	투 자	배 당	내부자지분
LEV _{it}	-	5.7038	6.3807	6.3670
DIV _{it}	1.5441	1.5091	-	1.5303
INV _{it}	1.3414	-	1.3399	1.3373
INS _{it}	3.7171	3.6740	3.6622	-
LEV _{it-1}	-	5.1997	5.6343	5.6569
INS _{it-1}	3.7202	3.7198	3.7188	-
INV _{it-1}	1.3422	-	1.3331	1.3302
DIV _{it-1}	1.4916	1.5089	-	1.4810
FS _{it}	1.3543	1.3753	1.3706	1.3873
IS _{it}	1.2120	1.1872	1.2165	1.1920
LNA _{it}	2.4382	2.3374	2.2474	2.2339
LIQ _{it}	-	1.6097	-	-
PGR _{it}	-	-	1.0727	-
SALE _{it}	-	1.2790	-	-
CASH _{it}	1.2188	1.1583	1.2271	-
ROA _{it}	1.3638	-	1.5844	1.5287
VOL _{it}	1.2284	1.2690	1.2068	-
BETA _{it}	-	-	-	1.4037
FA _{it}	1.7822	-	-	-

THE KOREAN JOURNAL OF FINANCIAL MANAGEMENT
Volume 22, Number 2, Dec. 2005

The Relationship between Insider Ownership and Financial Policy

Ji-Ho Cho* · Chun-Ho Kim*

<abstract>

In the literature, much research has been focused on the relationships between financial policies and corporate valuation, including the effects that internal equity and capital structure have on corporate value, as well as how capital structures, investments and dividends relate to one another. However, comprehensive studies considering three facets of financial policies, namely capital structures, investments, and internal equity altogether, are scant.

This study follows 361 companies listed on the Korean Stock Exchange, excluding financial institutions, from 1996 to 2002. Using 3SLS methods, an empirical analysis was conducted of the relationships among capital structures, investments, dividends, and internal equity and the results are summarized.

Capital structures were found to be negatively related with investments, while investments were mainly related to dividends. Dividends were positively related with internal equity, simultaneously affecting capital structures.

We were not able to find any clear evidence of a direct relationship between internal equity and capital structures; however they seemed to be indirectly related. Thus, there seems to be mutual relationships between financial policies and internal equity.

Keywords : Capital Structures, Investments, Dividends, Internal Equity, 3SLS

* The school of business administration, Hanyang University