

經營財務戰略을 위한 配當政策理論 研究

A Study on the Dividend Policy Theory for Financial Strategy

이 건 회*

초 록

실제로 배당의 정보효과가 존재하는지의 연부는 실증분석에 의하여 명확해졌다. 그러나 모든 이론을 거울삼아 보면, 우리는 배당의 정보효과에 관하여 회의적이고 부정적이 된다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 低位安定配當에 기인한다. 기업은 내부유보를 높이기 위해서 배당을 억제하는 유인을 갖기 때문에 低位의 配當率을 안정적으로 유지하려고 한다. 이와 같은 低位安定配當率政策이 지배적으로 되는 경우에 이익이 증가되는 것으로 보고 배당율을 높이기도 하고, 이와는 반대로 이익이 감소되는 것으로 보고 배당율을 낮추기도 한다. 이처럼 이익의 증감에 맞추어 배당율이 빈번히 변경되므로 배당이 기업의 장래수익을 예측하는데 정보로서의 역할을 수행하는 것이다. 그러나, 예를 들어 업적이 악화되었음에도 불구하고 배당성향을 낮추기 위해서 배당율을 일정하게 유지하면, 배당성향이 극단적으로 높게 되므로, 이것은 사후적으로 조정을 하게 되어 투자자에게 새로운 정보를 제공할 가능성이 적어 진다.

둘째로는, 同一産業內의 기업의 사이에서 받게 되는 配當率의 현상이 있다. 동일산업내라고 하더라도 배당율은 동일하거나 상이할 수 있는데, 장래수익의 차이를 식별하기 위한 신호로서 배당율을 사용하기란 어려운 일이다. 업적이 나쁘거나 또는 나쁘게 될 것같은 기업이 동일업종의 타사 배당율을 유지하려는 것으로서, 이것은 소위 도덕적 위험(moral hazard)현상으로 이해 된다.

* 梨花女子大學校 法政大學 經營學科 教授

셋째, 배당이 정보로서의 역할을 부정적으로 보는 것은 배당정보 이외의 다양한 情報源이 있기 때문이다. 말할 필요도 없이 배당이 정보 또는 신호로서의 역할을 수행하기 위해서는 기업의 장래 업적, 수익에 관한 적절한 정보가 다른 방법으로 투자자에게 이용불가능하다는 것이 전제되고 있다.

이상과 같이 배당정책의 변경은 사후적인 조정이라는 측면이 강하지만, 장래의 업적을 보지 않고 변경한다고 하더라도, 그와 같은 배당정책의 변경으로 예측할 수 있는 정도는 다른 여러가지 정보로도 예측가능할 것이다. 오히려 이와 같은 정보로부터 배당정보로는 불가능한 수준 높은 예측정보를 입수할 수가 있을 것이다.

I. 問題의提起

일반적으로 내부유보는 기업외부로부터 조달되는 자금에 대한 비용에 관계없이 기업에 의해서 자유로 활용가능한 자금이라 할 수 있다. 그러므로 기업경영자가 배당을 줄이고 내부유보를 높이는 행동을 취하는 것이라고 주장하는 경우가 많이 있다.

그러나 일정한 조건하에서는 배당을 줄이고 내부유보를 높이는 행동이 기업에 있어서 반드시 유리하거나 불리한 것은 아니다. Miller와 Modigliani(1961)는 그의 논문에서 배당의 大小가 기업가치에 영향을 미치지 않는다는 것을 밝혔다.

내부유보가 비용이 낮고 자유롭게 활용가능한 자금이 되는지에 대한 이론적 근거가 지금까지 분명히 밝혀지진 않았다. 그러나 경영재무의 새로운 이론에 의하면, 그와 같은 사고방식에도 一理가 있다고 이해되고 있으며, 배당정책의 이론에 새로운 전개를 시도하고 있다.

우리의 기본적 사고방식은 실제 기업을 경영하는 경영자가 그 기업에 자금을 제공하는 외부주주와의 관계를 대리인(agent)과 주인(principal)의 관계로서의 대리인관계로 보는 것이다. 이와 같은 대리인관계의 입장에서 보면 대리인과 주인사이에 정보의 비대칭성이 존재하므로 내부금융이 외부금융보다 비용이 저렴한 자금이 될 가능성이 있다.

그러나 이런 관점으로 보면 내부유보를 가능하면 많이 하고 배당을 쬐으므로 하는 것이 바람

직하지만, 다른 측면에서 본다면 배당을 지급하는데에도 그나름대로의 타당한 이유가 있다. 본 논문의 의도는 후자의 입장을 받아들여 배당을 낮추는 요인과 높이는 요인이 존재하며, 이 兩者를 고려함으로써 최적의 투자정책을 제시하는 것이다.

다음 제2절에서는 배당정책에 관한 M.M이론을 설명한다. M.M이론에 의하면 일정한 가정하에서 배당정책의 相違는 기업가치에 영향을 주지 않는다. 그러나 이는 법인세와 소득세의 존재를 무시한 비현실적인 것이다. 제3절에서는 稅制가 배당정책에 영향을 미치는지의 여부를 검토하게 된다. 稅制를 고려하더라도 M. M이론이 가정하는 다른 조건이 만족된다면 배당정책은 기업가치에 영향을 주지 않는 것으로 증명되었다.

그러나 경영자와 외부주주와의 관계를 대리인관계로 본다면, 배당정책에 의해 영향을 받지 않는다는 M.M이론의 중요한 가정이 성립되지 않게 된다. 이와 같은 경우 한편으로 배당을 증가시키는 요인이 다른 한편으로는 배당을 감소시키는 요인으로 존재하게 되는데, 각각의 경우에 대해서 차례로 검토하고자 한다. 그 다음에는 이들 두가지 요인으로부터 최적배당정책의 존재를 제시하게 된다. 일정한 1株當 配當金을 유지하기 위하여, 이른바 配當率 安定政策을 택하는 기업이 많이 존재하는데 그 이유를 검토하기로 한다. 마지막으로 여기에서 주장하려는 이론에 기초하여 配當의 情報效果에 관하여 어느 정도 평가가 되고 있는가에 대해서 설명하고 있다.

II. 配當政策에 관한 M.M理論

Miller와 Modigliani(1961)가 주장한 배당정책에 관한 이론은 최근에 출발되었지만, 그 후의 이론에 많은 도움을 주었다. M.M은 다음에 기술하는 다섯가지의 가정을 기초로 하여 배당정책은 주가에는 어떠한 영향도 미치지 않는다는 것을 증명하였다.

- (1) 자본시장은 경쟁적이다.
- (2) 거래비용은 들지 않는다.
- (3) 법인세, 소득세는 무시된다.

- (4) 동일금액인 경우 그것을 배당의 형태로 얻을 것인가 아니면 자본이득(capital gain) 으
로 얻을 것인가는 투자자에게 무차별하다.
- (5) 기업의 투자정책은 배당정책에 의하여 영향을 받지 않고 일정하다.

M.M은 이러한 가정하에서 당기의 배당 변화가 현재의 주가에 영향을 주는지의 여부를 장
래의 수익, 투자에 대한 불확실성이 없는 경우하에서 증명하였다.

여기에서 자본구성은 자기자본으로만 구성되는 것으로 보았다. 즉, 부채는 0으로 한다. 그
것을 기호로서 표시하면 다음과 같다.

$d(t)$: 당해기업이 t 기말에 지급되는 1주당 배당금

$p(t)$: t 기초의 1주당 주가(배당권리부 가격)

$n(t)$: t 기초에 발행되는 주식수

$m(t+1)$: t 기말에 $p(t+1)$ 의 가격(배당권리락부 가격)으로 새로이 발행되는 주식수

$V(t)$: t 기초의 기업의 총시장가격(= $n(t)p(t)$)

$D(t)$: t 기말에 지급되는 배당금총액(= $n(t)d(t)$)

$X(t)$: t 기의 순이익

$I(t)$: t 기의 투자액

미래에 있어서의 불확실성이 없는 확실성하에서는 모든 기업 주식의 투자수익률은 동일하
다. t 기에 시장이 요구하는 1기간의 투자수익율을 $r(t)$ 라 하면, 모든 기업의 주식에 관해서
다음 식이 성립된다. 다만, (1)식의 우변의 분자의 제1항은 이익(Income gain)을, 그리고 나
머지항은 자본이득(Capital gain)을 나타내고 있다.

$$r(t) = \frac{d(t) + P(t+1) - P(t)}{P(t)} \quad (1)$$

상기식을 P_0 에 관하여 풀이하면 (2)식으로 정리된다.

$$P(t) = \frac{1}{1+r(t)} [d(t) + P(t+1)] \quad (2)$$

기업의 총시장가치 V_0 은 상기식의 양변에 $n(t)$ 를 곱하여 구하게 된다.

$$V(t) \equiv n(t) \cdot P(t) = \frac{1}{1+r(t)} [D(t) + n(t) \cdot P(t+1)] \quad (3)$$

따라서 配當權利落의 시점에서의 기업의 총시장가치 $V_{(t+1)}$ 은

$$V(t+1) = n(t) \cdot P(t+1) + m(t+1) \cdot P(t+1) \quad (4)$$

이다. 따라서

$$V(t) = \frac{1}{1+r(t)} [D(t) + V(t+1) - m(t+1) \cdot P(t+1)] \quad (5)$$

가 된다. t 기중에 행하는 투자 I_0 은 t 기의 내부유보 $X_0 - D_0$ 와 t 기의 새로운 신주발행에 의한 조달액 $m(1+t) \cdot D(t+1)$ 에 의하게 된다. (처음으로는 기업의 자본구성은 자기자본만으로 가정하는 것으로 필요투자자금은 부채로는 조달되지 않는다.)

$$I(t) = X(t) - D(t) + m(t+1) \cdot P(t+1) \quad (6)$$

(6)식을 (5)식에 대입하면 (7)식이 된다.

$$V(t) = \frac{1}{1+r(t)} [X(t) - I(t) + V(t+1)] \quad (7)$$

동일하게 하여 $V_{(t+1)}$ 을 다음식으로 나타낼 수 있다.

$$V(t+1) = \frac{1}{1+r(1+t)} [X(t+1) - I(t+1) + V(t+2)] \quad (8)$$

(8)식을 (7)식에 대입하면 다음과 같다.

$$V(t) = \frac{1}{1+r(t)} [X(t) - I(t)] + \frac{1}{[1+r(t)][1+r(t+1)]} [X(t+1) - I(t+1) + V(t+2)] \quad (9)$$

동일한 과정을 반복한다면, $V(t)$ 는 최종적으로 (10)식과 같이 쓸 수 있다.

$$V(t) = \sum_{\tau=0}^{\infty} \left[\frac{X(t+\tau) - I(t+\tau)}{\prod_{k=0}^{\tau} \{1+r(t+k)\}} \right] \quad (10)$$

여기에서 (10)식의 우변에는 배당금 D_t 는 없이 거기에는 각기간의 X , I , r 은 t 기 및 그 이후의 배당금액에는 영향을 미치지 않고 독립적이다. 더구나 최초에 기술한 다섯가지의 가정하에서 배당정책의 상위는 주가에 어떠한 영향을 미치지 않는 것이 증명되었다.

이상과 같은 사항을 다시 정리하면 다음과 같다. t 기말에 지급되는 1주당 배당금 d_t 를 Δd_t 만을 증가시키려 한다. 배당금 총액의 증가 Δd_t 는 $n\Delta d_t$ 이다. d_t 의 증가에 의하여 신주발행 주식수 $m(t+1)$, 배당권리락가격 $P'(t+1)$ 에 변화하게 된다. 그러나 t 기의 배당정책의 변화에 의하여 $t+1$ 기초의 기업의 총시장가치 $V(t+1)$ 은 영향을 받지 않기 때문에 다음과 같이 된다.

$$V(t+1) = n(t)P'(t+1) + m'(t+1) \cdot P'(t+1) \quad (4)'$$

가 된다. 또한 (6)식은 다음과 같이 된다.

$$I(t) = X(t) - (D(t) + \Delta D(t)) + m'(t+1) \cdot P'(t+1) \quad (6)'$$

(4)-(4)'는 다음과 같이 된다.

$$0 = n(t)P(t+1) + m(t+1)P(t+1) - n(t)P'(t+1) - m'(t+1)P'(t+1) \quad (11)$$

(6)-(6)'는 다음과 같다.

$$0 = \Delta D(t) + m(t+1)P(t+1) - m'(t+1)P'(t+1) \quad (12)$$

(12)식을 (11)식에 대입하면 다음과 같다.

$$\begin{aligned} n(t)[P(t+1) - P'(t+1)] &= \Delta D(t) \\ P(t+1) - P'(t+1) &= \Delta d(t) \end{aligned} \quad (13)$$

배당이 $\Delta d(t)$ 만을 증가한 경우에는 (5)식은 다음 식과 같이 표시된다.

$$V(t) = \frac{1}{1+r(t)} [D(t) + \Delta D(t) + V(t+1) - m'(t+1) \cdot P'(t+1)]$$

위 식의 양변을 n 으로 할인하여 (4)'식을 사용하면 최종적으로는 (14)식을 얻을 수 있다.

$$P(t) = \frac{V(t)}{n} = \frac{1}{1+r(t)} [d(t) + \Delta d(t) + P'(t+1)] \quad (14)$$

(14)식이 의미하는 것은 다음과 같다.

1주당 배당금을 Δd_t 만큼 증가시키면, 투자정책은 일정하므로 필요투자자금을 구하기 위하여 적어도 전체 Δd_t 에 부합하는 것만큼은 보다 많은 증자를 하지 않으면 안된다. 이것은 기업이 장래 올리는 수익에 대한 주식의 1주당 지분을 감소시키게 된다. 따라서 (13)식에서 명확히 된바와 같이 $P_{(t+1)}$ 와 $P'_{(t+1)}$ 의 차이는 적어도 $\Delta d_{(t)}$ 는 동일하다. 더구나 $\Delta d_{(t)}$ 만큼의 1주당 배당을 증가시키더라도 자본이득이 $\Delta d_{(t)}$ 만을 감소시키므로 배당액 증가의 순효과는 상쇄되어 0가 되며, (14)식의 우변의 가로내의 값은 배당을 증가시키지 않는 $d_{(t)} + P_{(t+1)}$ 와 동일하게 된다. 결국 배당을 증가시키더라도 t기초의 주가 $P_{(t)}$ 에 영향을 미치지 않게 된다. 동일한 것은 增配의 경우에도 설명될 수 없다.

Ⅲ. 法人稅 및 所得稅의 影響

이제까지의 논의에서는 배당 및 자본이득(capital gain)에 있어서의 세금을 무시하여 왔다. 그러나 현실적으로는 배당과 자본이득에 세금이 부과되며, 그 세율도 동일하지는 않다. 더구나 이하에서 배당, 자본이득에 관한 세제를 고려한 경우에 이전의 결론이 결과적으로 수정되어야 하는지를 검토해야 할 것이다.

많은 국가에서는 소득세제상 자본이득보다 배당소득에 적용되는 세율이 높을 뿐만 아니라, 세제상으로도 어떤 경우에는 기업이 투자자를 고려하면서 배당성향 즉, 一株當 배당금을 낮

추는 것이 바람직할 수 있다. 그러나 배당정책에 미치는 세제의 영향은 그렇게 단순하지는 않다.

일반적으로 투자자는 개인투자자, 법인투자자로 大別되며, 법인투자자는 다시 비영리법인, 금융·보험업으로 대표되는 기관투자자 및 일반의 법인기업으로 나누어진다. 따라서 소득세제, 법인세제상 자본이득과 배당소득 중 어느 쪽에 보다 높은 세율이 적용되는가는 투자자들에게 있어서 각각 상이하다.

개인 투자자의 경우에는 자본이득보다 배당소득에 적용되는 세율이 높으며, 이와는 반대로 법인투자자에게 적용되는 법인세율은 뒤에서 설명하는 바와 같이 배당소득보다 자본이득에 적용되는 세율이 높다. 따라서 다른 조건이 일정하다면 배당에 보다 높은 세율이 적용되는 투자자는 동일한 투자수익을 배당의 형태보다도 자본이득의 형태로 얻는 것이 바람직하다.

이와같은 투자자는 기업이 낮은 배당성향, 또는 배당율을 적용할 것을 요구한다. 이와는 반대로 자본이득에 보다 높은 稅率이 적용되는 투자자는 주식투자로부터의 收益을 配當의 형태로 얻는 것이 바람직하다. 후자와 같은 투자자는 기업이 높은 配當性向 또는 配當率을 갖는 것을 요구한다.

이처럼 배당과 자본이득에 적용한 개별 투자자의 세율의 大小關係의 相俤에 따라 배당을 바라는 투자자, 자본이득을 바라는 투자자, 兩者에 무차별한 투자자가 존재하게 된다. 이것은 稅制에 의하여 발생하는 顧客效果(tax induced clientele effect)라고 불리운다.

이러한 고객효과가 존재하는 경우에 개별 기업은 어떤 특정한 투자자층이 요망이 하는 배당정책을 선택하게 된다. 따라서 균형상태는 배당성향 또는 배당율이 높은 주식을 바라는 투자자의 수요는 그것에 부합하는 배당정책을 채택하는 기업주식에 의하여 충족되어진다. 이와 마찬가지로 배당성향, 배당율이 낮은 주식의 수요도 낮은 배당성향, 배당율을 채택하는 기업에 의해서 충족되어 균형을 이루게 된다. 따라서 어떤 기업도 배당정책을 변경시킴으로써 주가를 높이는 것은 어려운 것이다. 그 이유는 배당을 증가시킴으로써 주가를 상승시키는 것이 가능하다면, 다수의 기업이 배당을 증가시키게 되어 그 결과 높은 배당을 바라는 투자자층의 수요이상으로 공급이 되기 때문에 배당의 증가는 주가를 높이지 않는 결과를 낳기 때문이다. 이것을 Black과 Scholes(1974)는 공급효과(supply effect)라고 하였다.

이와같이 고객효과 및 공급효과가 유효하기 위해서는 배당, 자본이득에 부과되는 세율이 상이하더라도 세제는 배당정책에 중립적이어야 하는데 이 경우 개별기업의 배당정책은 주가

에 영향을 미치지 않는다는 결론을 내릴 수 있다.

IV. 模型에 의한 分析

이제까지 설명한 내용을 모형에 의하여 분석해 보면, 이 때 사용한 접근법은 收益選好接近法(state preference approach)이다.

자기자본만으로 운영되는 기업을 생각해 보자. 次期에 상태 S가 발생하는 때의 영업이익(부채가 0이되는 세금차감된 이익임)을 $X_{(s)}$ 라고 하자. 이 $X_{(s)}$ 에 대해 법인세가 부과되지만, $X_{(s)}$ 가 현금배당의 형태로 주주에 분배되는 것이며 법인세율은 내부유보 여하에 따라 상이하게 된다. 만일 지급배당경감조치가 시행되고, 법인세법상의 소득금액중에서 배당에 충당되는 부분에 대해서는 법인세의 일반세율보다 낮은 경감세율이 적용된다면, 이에 대해서 차감후의 내부유보금액은 $(1 - \tau_g)(X_{(s)} - D_{(s)})$ 이 된다.

장래에 상태 S가 발생하면, 단위액 1원을 지급하고, S이외의 상태가 발생하면 아무것도 지급하지 않는 것을 약속하는 증권을 기본적 증권으로 지칭하기로 한다. 따라서 상태 S가 생기면 단위액이 배당의 형태로 지급하는 기본적 증권 D와 자본이득의 형태로 지급되는 기본적 증권을 G의 2종류의 기본적 증권을 고려하여 우리의 분석을 전개해 보자. 그 각각의 기본적 증권의 현재시점에서의 시장가격을 $P_{D(s)}$ 및 $P_{G(s)}$ 라고 하기로 한다.

이상과 같은 기본적 증권의 생각을 도입한다면, 기업이 주주에게 $(1 - \tau_d)D_{(s)}$ 의 배당을 지급하는 것은 상태 S의 기본적 증권 $(1 - \tau_d)D_{(s)}$ 를 단위 발행하는 것과 동일하다. 이와 마찬가지로 $(1 - \tau_d)(X_{(s)} - D_{(s)})$ 의 금액만을 내부유보로 하는 것은 同額의 기본적 증권 G를 발행하는 것과 동일하다. 이 때의 주식의 총시장가치 V는 (15)식에 나타난 바와 같이 기본적 증권 D, G의 발행량에 각각의 시장가격 $P_{D(s)}$, $P_{G(s)}$ 를 곱하여 더한 것으로 구하게 된다. 다만, N은 장래의 상이한 상태의 수를 나타낸다.

$$V = \sum_{s=1}^N P_{D(s)}(1 - \tau_d) D_{(s)} + \sum_{s=1}^N P_{G(s)}(1 - \tau_g) (X_{(s)} - D_{(s)}) \quad (15)$$

위 식은 기업의 $P_{D(s)}$, $P_{G(s)}$, τ_d , τ_g 의 값을 나타내는 것이며, 기업은 V를 최대가 되도록 각 상태 S에 대한 $D_{(s)}$ 를 결정하여야 한다. 상이한 S사이에서 독립적으로 $D_{(s)}$ 의 값을 결정하려고 한다면, (15)식의 값은 正負에 따라 결정이 상이하게 된다.

$$\frac{\partial V}{\partial D_{(s)}} = P_{D(s)}(1 - \tau_d) - P_{G(s)}(1 - \tau_g) \tag{16}$$

이하에서는 $1 - \tau \equiv \frac{1 - \tau_g}{1 - \tau_d}$ 이라고 정의된다. 만일 $P_{D(s)} > (1 - \tau)P_{G(s)}$ 가 된다면 (16)식의 값은 正이 되고 기업은 기본적 증권 D만을 발행하게 된다. 따라서 내부유보를 전혀 하지 않으며 모두 배당을 주게 된다. 이와 반대로 $P_{D(s)} < (1 - \tau)P_{G(s)}$ 가 되면, (16)식은 負가 되며, 기업은 기본적 증권 G만을 발행하게 된다. 따라서 이 경우에는 배당이 0이 되며 내부유보만이 있게 된다. $P_{D(s)} = (1 - \tau)P_{G(s)}$ 가 되면, (16)식의 값은 0이 되고 기본적 증권 D의 발행량의 크기에 따라 주식의 총시장가치 V는 영향을 받지 않고, $D_{(s)}$ 의 값의 선택은 무차별하게 된다. 이처럼 <표 1>의 하단에 나타난 바와 같은 세가지 경우를 생각할 수 있다.

모든 기업에 동일하게 $P_{D(s)}$, $P_{G(s)}$, τ_d , τ_g 의 값이 일정하게 주어진다면, 상술한 $D_{(s)}$ 의 결정은 모든 기업에 있어서 동일하게 된다. 거기에서 기업전체의 각 상태에 대응하는 기본적 증권의 총공급량은 <표 1>과 같이 나타낼 수 있다.

다음에 투자자측에의 배당 및 자본이득의 수요에 대해서 조사해 보자. 투자자 i의 배당으로부터의 소득에 대한 소득세율을 τ_{PD} , 주식양도소득의 한계세율을 τ_{PG} 라고 하자. 개개의 투자자 사이에 τ'_{PD} , τ'_{PG} 의 값이 상이하지만, 任意의 투자자에 대해서는 τ'_{PD} 와 τ'_{PG} 의 크고작은 관계는 다음 세가지의 경우의 어떤 조건을 만족시켜야 한다.

<표 1> 배당, 자본이득의 결정

	배당(기본적 증권 D)	자본이득(기본적 증권 G)
$P_{D(s)} < (1 - \tau)P_{G(s)}$	zero	正
$P_{D(s)} > (1 - \tau)P_{G(s)}$	正	zero
$P_{D(s)} = (1 - \tau)P_{G(s)}$	case 1 正	zero
	case 2 zero	正
	case 3 正	正

<표 2> 배당, 자본이득의 총수요

	세차감후 이득	배당, 자본이득의 수요
$P_{D(s)} < (1 - \tau)P_{G(s)}$	투자자 $D_1, D_2 \frac{1 - \tau^i PD}{P_{D(s)}} > \frac{1 - \tau^i PG}{P_{G(s)}}$ $D_3 \frac{1 - \tau^i PD}{P_{D(s)}} \cong \frac{1 - \tau^i PG}{P_{G(s)}}$	배당 배당 또는 자본이득 무차별
$P_{D(s)} > (1 - \tau)P_{G(s)}$	$D_1, D_2 \frac{1 - \tau^i PD}{P_{D(s)}} > \frac{1 - \tau^i PG}{P_{G(s)}}$ $D_3 \frac{1 - \tau^i PD}{P_{D(s)}} \cong \frac{1 - \tau^i PG}{P_{G(s)}}$	자본이득 배당 또는 자본이득 무차별
$P_{D(s)} > (1 - \tau)P_{G(s)}$	$D_1 \frac{1 - \tau^i PD}{P_{D(s)}} > \frac{1 - \tau^i PG}{P_{G(s)}}$ $D_2 \frac{1 - \tau^i PD}{P_{D(s)}} = \frac{1 - \tau^i PG}{P_{G(s)}}$ $D_3 \frac{1 - \tau^i PD}{P_{D(s)}} < \frac{1 - \tau^i PG}{P_{G(s)}}$	배당 무차별 자본

상기 항목의 하나의 조건을 만족시키게 된다.

$$D_1 : 1 - \tau_{PD} > (1 - \tau)(1 - \tau_{PG})$$

$$D_2 : 1 - \tau_{PD} = (1 - \tau)(1 - \tau_{PG}) \tag{17}$$

$$D_3 : 1 - \tau_{PD} < (1 - \tau)(1 - \tau_{PG})$$

각 투자자는 상태 S에 대응하는 기본적 증권 D 및 G의 수요를 소득세 차감후의 투자수익률의 大小를 기준으로 하여 결정하게 된다. 예를 들어 기본적 증권 D, G의 시장가격이 $P_{D(s)} < (1 - \tau)P_{G(s)}$ 의 관계의 경우에 D_1, D_2 에 속한 투자자에 있어서는 기본적 증권 G의 소득세 차감후의 투자수익률 $(1 - \tau_{PG})/P_{G(s)}$ 보다 기본적 증권 D의 세차감후 투자수익률 $(1 - \tau_{PD})/P_{D(s)}$ 이 높으므로 그들은 기본적 증권 D만을 수요하며 기본적 증권 G의 수요는 없게 된다.

이에 대해서 D_3 에 속하는 투자자 중에서 3가지의 경우를 생각해 보자. $(1 - \tau)(1 - \tau_{PG})$ 가 약간 $1 - \tau_{PD}$ 를 상회하는 투자자에 있어서는 $(1 - \tau_{PD})/P_{D(s)} > (1 - \tau_{PG})/P_{G(s)}$ 이며, 이를 다

시 좀더 확대한다면, $(1 - \tau'_{PD})/P_{D(s)} < (1 - \tau'_{PC})/P_{G(s)}$ 가 된다. D_3 의 투자자 중에서는 어떤 투자자들은 기본적 증권 D만을 수요하고, 다른 투자자들은 기본적 증권 G만을 수요하며 또 다른 투자자들은 兩證券에 대해서 무차별하다는 것을 알게 된다.

이상 D_1, D_2, D_3 의 어느 것에 속하는가에 따라서 투자자의 기본적 증권에 대한 수요는 상이하게 되지만, 이하의 이론과 관련하여 중요한 것은 $P_{D(s)} < (1 - \tau)P_{G(s)}$ 인 경우에는 기본적 증권 D만을 수요하는 투자자는 존재하는 것으로 본다. $P_{D(s)} > (1 - \tau)P_{G(s)}$ 의 경우에는 <표 2>의 中段에서 나타내는 바와 같이 기본적 증권 G만을 수요하는 투자자가 존재한다. (투자자 D_2 와 D_3)

마지막으로 $P_{D(s)} = (1 - \tau)P_{G(s)}$ 의 경우에 투자자 D_1 은 기본적 증권 D만을 수요하고, 투자자 D_3 는 기본적 증권 G만을 수요한다. 투자자 D_2 에 있어서는 소득세차감 후의 투자수익률이 兩者가 동일한 것으로 兩證券의 수요는 무차별하게 된다.

이상으로 배당과 자본이득의 공급측과 수요측에 대해서 분석하였다. 다음에는 시장균형에 있어서는 기본적증권 D와 G의 가격은 어떠한 관계가 있는지 조사해 보기로 한다.

$P_{D(s)} < (1 - \tau)P_{G(s)}$ 의 경우에 기본적 증권 D의 총공급량은 0이므로 투자자 D_1 와 D_2 는 기본적 증권 D만을 수요한다. 그렇기 때문에 기본적 증권 D의 가격 $P_{D(s)}$ 는 상승한다. 역으로 $P_{D(s)} > (1 - \tau)P_{G(s)}$ 의 경우에 기본적 증권 G의 총공급량이 0이므로 투자자 D_2 와 D_3 는 기본적 증권 G만을 수요한다. 그러므로 $P_{G(s)}$ 는 상승한다. 어느 경우에도 모든 S에 있어서 $P_{D(s)} = (1 - \tau)P_{G(s)}$ 를 성립시킬 수 있는 가격으로 변화시키게 되고 이러한 점에서 시장균형이 달성된다.

시장균형이 달성되는 경우에 투자자 D_1 의 전원과 투자자 D_2 의 일부분이 기본적 증권 D를 수요하고, 그 총수요량이 총공급량이 동일하게 되므로 시장전체의 입장에서 보면 기본적 증권 D의 최적공급량이 존재하게 된다. 그러나 개개의 기업에 있어서는 $P_{D(s)} = (1 - \tau)P_{D(s)}$ 인 경우에만 기본적 증권 D의 발행량을 어느 정도로 변화시키는가에 따라 그 기업의 주식의 총시장은 영향을 받지 않게 된다. 더구나 기업단계에서 부과되는 세금 및 투자자 단계에서의 배당, 자본이득에 부과되는 세금을 고려하더라도, 기업의 배당정책은 주가에 영향을 미치지 않는 것이 명확하게 되었다.

V. 配當을 높이는 要因

5.1 配當과 Agency費用

이전의 일정한 가정하에서는 배당정책을 어떻게 변화시키더라도 주가에 영향을 미치지 않는다는 결론이 분명해졌다. 만일 이 결론이 올바르다면 기업경영자는 배당정책에서 고민할 필요가 없다. 그러나 현실적으로는 투자자와 마찬가지로 기업경영자는 기업이 지급하는 배당에 중대한 관심을 나타내고 있다. 더구나 이전에는 생각하지 못했던 중요한 다른 요인에 의하여 실제의 배당정책은 결정되는 것이 아닌지 하는 의문이 생기게 된다.

앞으로는 실제의 배당정책이 중요한 결정요인에 관하여 검토하게 된다. 그런데 논의의 기본적 시점은 배당정책이 (1) 기존주주와 기업경영자, (2) 기존주주와 채권자 및 (3) 기존주주와 신규주주간의 이해의 불일치와 깊이 관계가 있게 된다. 따라서 이들 이해관계자의 이해의 불일치는 다음에서 설명하는 바와같이 자기자본 및 부채의 대리인비용을 발생시키지만, 배당정책은 이 대리인비용의 대소에 영향을 미친다고 하는 것이다. 따라서 기업경영자는 Agency비용을 최소로 하는 배당정책을 최적으로서, 실제로 선택할 수 있게 된다.

다시 말하면, 배당정책에 관한 M.M이론의 諸假定을 보면, 거기에는 하나의 중요한 가정이 수립되어져 있다. 그것은 기업의 투자정책은 배당정책에 의하여 영향을 받지 않고 일정하다는 가정이다. 배당정책의 상위가 투자정책에 영향을 미치고, 그것에 의하여 장래의 기업의 현금흐름이 상이하게 된다면, 배당정책은 투자자 및 기업경영자에 의하여 중요관심사가 될 수밖에 없다. 따라서 배당정책이 투자정책에 영향을 주는 것은 다음 설명과 같이 대리인비용 발생의 중요한 원인의 하나가 된다.

배당정책에 관한 M.M이론에 의하면 이해관계자의 사이에 이해의 불일치가 없거나 또는 어떤 경우에 있다고 하더라도, 비용이 들지 않고 완전히 통제가 가능하다. 그러나 오히려 대리인비용은 0이 아니며 배당정책에 의하여 영향을 받게 되므로 그 비용을 최소로 하는 최적의 배당정책이 존재하게 된다. 따라서 기업경영자는 실제로 이 최적배당정책을 선택하고자 한다.

이미 앞에서 이해관계자의 이해의 불일치에 의하여 대리인비용이 발생하는 것을 설명하였

다. 이러한 불일치가 생기는 근본적 이유는 다음 두가지로 볼 수 있다.

(1) 주인(Principal)과 대리인(Agent) 사이의 목적, 동기에 있어서의 차이, (2) 兩者 사이에 보유하는 諸情報의 차이를 들 수 있다. 따라서 (1)의 원인은 배당을 높이는 요인으로서, (2)는 이와는 반대로 배당을 내리는 요인으로서 작용하는 것으로 생각된다.

VI. 經營者의 裁量的 行動과 配當

일반적으로 기업경영자는 대리인으로서 필연코 주인(Principal)으로서의 주주의 부를 최대화시킬 수 있도록 투자 및 재무정책을 선택하는 것에 그치지 않고, 일정한 조건하에서 자기의 효용을 최대화시키는 행동을 하는 것으로 생각된다. 그 원인은 경영자와 외부 주주의 사이에 목적, 동기가 상이하게 있기 때문이다. 외부주주의 주식보유 동기는 보유주식으로부터 높은 투자수익을 얻는 것이다. 이에 반해서 경영자는 자기가 보유하는 주식으로부터 수익과 동시에 기업 스스로가 경영하는 과정에서 소비하는 比金錢的 條件으로부터 효용을 얻고 있다.

이와 같이 경영자와 외부주주와의 사이에 목적, 동기에 차이가 있을 경우에 배당지급 금액을 낮게 억제하기 위하여 내부유보를 증대와 자기자본 중 경영자의 재량적 부분의 증대를 연결시킴으로써 자기자본의 대리인비용을 높이는 결과가 초래된다. 그 이유는 배당을 억제하고 내부유보를 높임으로써 얻어진 내부자금을 경영자는 자기자신의 효용을 높이는 비금전적 이득에 지출하려고 하기 때문이다. 예를 들어 비금전적 이득을 위한 지출이 아니라 투자자금에 충당하는 경우라 하더라도 경영자는 자신의 권위와 지위를 높이기 위하여 기업규모의 확대를 기도하는 불리한 투자를 용히하게 행하는 것이 내부자금이라고 흔히 생각되기 때문이다.

그 어느 것으로도 비금전적 이득에의 지출, 어떤 경우에는 규모확대를 위한 과대투자에 의하여 기업가치를 비교해 보면, 그와같은 경우가 발생하지 않은 경우보다 감소하게 된다. 이와 같은 기업가치의 감소분이 자기자본의 대리인비용으로 볼 수 있다. 따라서 배당을 없애고 내부유보를 높이면 높일수록 지금 서술한 바와 같이 경영자의 행동이 현저하게 되고, 기업가치의 감소 정도도 크게 되며, 대리인비용은 증대되어 간다. 역으로 배당을 높이고 내부유보를 줄이면, 경영자가 내부유보자금을 사용하여 주주의 이익에 반하는 정책과 행동을 할 기회가

적어진다. 더구나 배당을 높이면 경영자와 외부주주와의 사이에 목적, 동기가 차이가 나는 것으로 생기는 대리인비용을 낮추게 된다.

Ⅶ. 金融 資本市場에서의 監視活動

배당을 높이면 대리인비용을 감소시키게 되는 두번째 이유로서는 Easterbook(1984), Rozeff(1982)가 지적한 바와 같이 금융 자본시장에서의 감시활동의 촉진을 들 수 있다. 경영자가 주주, 채권자의 이익에 반하는 재량적 행동을 할 것이라고 예상되는 때에는 그와 같은 행동을 통제하기 위하여 그들은 여러가지 형태로 감시활동을 하게 된다.

그러나 이러한 감시활동에는 비용이 소요되며, 경영자의 재량적 행동을 통제하기 위해 충분한 감시활동이 기존주주 또는 채권자에 의하여 행한다는 보증도 없다. 예를 들어 주식이 다수의 주주에 분산된 기업을 생각해 보자. 그와 같은 기업에서 어떤 주주가 기업가치 상승에 따른 이익을 단독으로 누리는 것은 아니며 기업가치의 상승분 중에서 주식지분 비율에 따라 일부를 얻을 수가 있게 된다. 감시활동을 하지 않는 다수의 다른 주주가 감시에 의해 얻는 이익의 대부분을 취하게 되기 때문에 개별의 주주는 충분히 감시활동을 하려는 誘引을 갖지 못한다. 이것은 外部效果가 존재하는 경우에만 '무임승차자(free rider)'에 의하여 발생하는 문제이다.

이와같은 상황의 경우에 배당을 높이는 것에 의해서 내부유보가 감소하게 되고 이러한 감소분이 외부자금에 의하여 조달되지 않으면, 새로운 자금의 외부공급자에 의해 감시되는 빈도와 정도가 높아지기 때문에 경영자가 행동을 자율적으로 하기 쉬워진다. 그렇기 때문에 배당지급액을 높이 유지하고 항상 기업외부의 금융 자본시장으로 부터 자금조달을 행하고 있는 기업의 자기 감시활동을 하지 않는 기존 주주, 채권자도 새로운 외부자금공급자에 의한 감시활동으로부터 이익을 받게 된다.

增資, 社債發行의 경우에 대출시에 인수업자나 은행에 의한 사전조사 및 심사(자금의 용도, 담보물건의 평가, 상환능력, 설비투자 내역, 성장성 등의 검토)를 하거나 기업과의 계약 교섭을 통하여 새로운 자금공급자는 감시활동을 하지만 이에는 비용이 발생한다. 여러가지

감시비용으로는 인수수수료, 兩建을 감안한 실질금리 등을 들 수 있고 이러한 비용을 부담하는 문제가 제기될 수 있다.

Ⅷ. 株主와 債權者의 利害關係와 配當

배당을 높이는 제3요인으로서 주주와 채권자의 이해의 불일치에 관련된 문제가 제기된다. 일반적으로 배당의 증가는 채권자의 이익에 손실을 입히지 않고, 역으로 주주의 이익을 가져오는 형태로 채권자로부터 주주에게로의 이익 이전을 가져올 수 있으며 그 요인은 다음 두가지로 구분하여 볼 수 있다.

첫째 유리한 투자기회가 기업내에 있음에도 불구하고 그러한 투자를 행하지 않고 보유자금을 주주에게 현금배당 증가의 財源으로 하거나, 기업이 보유하는 고정자산등을 매각하고 매각대금을 현금배당으로서 주주에게 지급하는 경우가 생기게 된다. 만일 이와 같은 형태로 배당의 증가를 채권자가 예기하지 못했다면, 그들은 채권의 가치 감소의 손실은 없게 되며, 역으로 주주에게 이익이 생기게 된다.

둘째 요인은 기업위험과 관련된 것이다. 만일 다른 조건이 일정하다면, 이익증가에도 불구하고 배당을 낮은 수준으로 억제하고 내부유보를 높임으로써 자기자본이 증가하므로 부채비율은 저하된다. 이는 도산 가능성이 적어지고 채권자는 부채계약 당초에 생각하고 있었던 것보다 위험을 부담하지 않게 되어 社債 등의 부채가치는 상승하고 채권자는 이익을 얻게 된다.

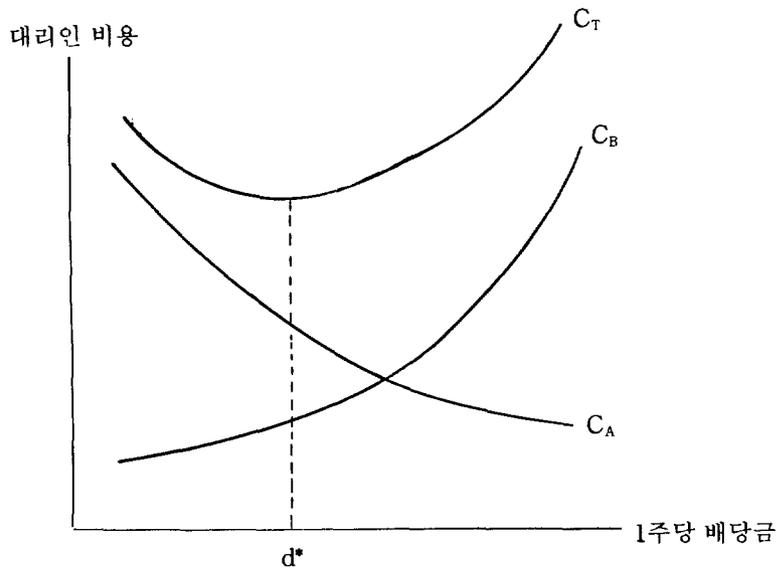
역으로 이익의 증가에 맞추어 배당을 증가시키고 내부유보를 억제시켜 부채비율을 종래의 수준에 유지한다면, 채권자의 위험부담에도 변화가 없이 주주의 희생에 의하여 채권자가 이익을 얻는 일은 없게 된다. 또한 이익증가가 없는 경우에도 새로운 부채조달에 의해 얻는 자금을 배당으로서 주주에게 지급한다면 부채비율이 상승되는 것과 아울러 과거의 부채의 회박화가 생기고 기존의 채권자는 손실을 입게 된다. 특히 기존부채의 회박화가 현저하게 된다.

어느 경우에도 이상과 같은 요인으로 배당을 증가시키면, 기존부채의 위험이 감소하는 것이 아니라 주주의 희생에 의하여 채권자가 이익을 얻는 가능성은 감소하게 되고 주주와 채권자의 이해관계의 갈등(conflict)으로부터 생기는 자기자본 대리인비용의 증대를 저지하는 것

이 가능해 진다.

이상과 같이 배당을 높이는 요인을 (1) 경영자의 재량적 행위, (2) 금융 자본시장에서의 감시활동, (3) 주주와 채권자의 갈등과 배당을 관련시켜 설명하여 왔다. 따라서 어떤 요인에 의하여 배당을 높이려면 대리인비용을 낮추는 것이 가능하다고 명확히 되었다. 이러한 관계는 [그림 1]의 右下로부터의 곡선 CA로 나타나고 있다. 횡축에 배당의 고저를 나타내는 지표로 생각되는 1주당 배당금을 표시하면, 1주당 배당금을 높이면 높일수록 대리인비용은 저하되게 된다.

[그림 1] 최적배당율의 결정



그러나 이러한 요인만으로는 배당을 높이면 높일수록 유리하게 되므로, 실제의 배당정책의 특징으로 되고 있는 저율배당의 현상을 설명할 수 없게 된다. 실제로 배당을 높이는 요인보다 배당을 저하시키는 요인이 보다 강하게 작용하여 저율배당이 선택되는 것으로 생각된다.

IX. 配當을 低下시키는 要因

종래 배당을 저하시키는 요인 중에는 발행비용과 세제의 영향이 있다. 확실히 增資를 하는 경우에 발행비용이 발생하게 된다. 따라서 증자를 억제하기 위하여 배당율을 저하시키고 내부유보를 높이는 것이 바람직하다. 그러나 증자의 발행비용은 저배당율을 설명하는 중요한 요인으로 생각된다. 만일 발행비용이 커지면 기업은 증자 대신에 부채차입에 의하여 배당율을 저하시키게 되기 때문이다.

또한 소득세제상 배당보다 자본이득이 더욱 높이 평가되므로 배당율을 저하시키고 내부유보를 높이는 것이 바람직하다. 그러나 세제가 배당정책에 미치는 영향에 대한 것과 같이 세제가 자본이득과 배당을 차별적으로 취급하더라도 고객효과와 공급에 의하여 배당율의 고저는 주가에 대해서 중립적이다.

9.1. 資金의 外部供給者와 消費者와의 情報의 非對稱性

기업이 배당을 억제하고 내부유보를 높이려는 경향이 있다. 즉 필요투자자금을 외부금융보다도 내부금융에 맡기려는 강한 선호가 있는 것은 자금의 외부공급자와 경영자와의 사이에 情報의 非對稱性(information asymmetry)에 구하려는 것이 다음의 주장이다. 경영자는 기업의 실제 경영에 있어 現保有 자산이 장래에 올릴 수익률 및 신투자로부터 얻거나 또는 그 위험도가 어느 정도인가에 관해서 기업경영에 직접 관여하지 않는 기업외부의 투자자보다 많은 정보량을 보유하고 있다고 본다. 기업경영자와 외부자금공급자간의 사이에서 이와 같은 정보의 비대칭성이 존재하는 경우에 필요투자자금을 증자에 의하여 조달하려는 기존주주가 불이익을 받게 되기 때문에 경영자는 증자를 단념하고 설비투자를 행하지 않는 사태가 발생한다. 그러나 만일 당해기업이 배당을 억제하고 내부유보자금으로 투자에 필요한 자금을 조달하게 되면, 증자에 의존할 필요가 없어지게 되고 계획되고 있는 투자를 행하는 것이 가능하게 된다.

9.2. 情報의 非對稱性에 의한 代理人費用

기업경영자와 외부투자자와의 사이에 장래의 사업수익의 예상이 새로운 사업활동에 대한 평가를 포함하여 상이한 경우에, 특히 외부투자자에 비교하여 경영자가 보다 정확한 예상을 할 경우에 필요자금을 아무리 유리한 경우라도 주주가 조달하지 않는 경우가 일어날 가능성이 나타나게 된다. 이와 같이 증거에 의한 자금조달은 기업가치의 감소 형태로 비용을 발생시키지만, 이 비용은 정보의 비대칭성에 의해 생기는 증거의 대리인비용으로 부른다. 이 증거의 대리인비용은 주가의 감소라는 형태로 최종적으로는 기존주주가 전액부담하게 된다.

결국 증거의 대리인비용은 정보의 비대칭성에 원인이 생기는 기존주주와 신규주주와의 이해의 불일치에 의하여 신규주주가 기존주주의 희생하에서 이익을 얻을 수 있는 가능성하에서 생겨나지만, 기존주주가 그것을 피하기 위하여 부담하지 않으면 안되는 비용이다.

더구나 외부투자자가 경영자가 보유하고 있는 기업 내부정보를 비용없이 용이하게 입수할 수 있다면, 이와같은 정보의 비대칭성은 해소되며 그것에 의하여 발생하는 대리인비용도 발생하지 않게 된다. 그러나 부단한 기술진보, 변화하는 경제환경에 둘러싸인 기업의 활동을 실제로 담당하고 있는 기업 경영자는 외부투자자에 비하여 量이나 質의 兩面에 있어서 보다 많은 정보를 보유하고 있으며, 기업경영자와 동일한 수준의 정보를 외부투자자가 입수하기 위해서는 많은 시간과 비용이 소요된다는 것이 현실적이다.

또한 경영자 스스로가 외부투자자에 비용을 들이지 않고 상세한 내부정보를 전달할 수 있다면 이러한 문제는 해소된다. 그러나 외부투자자에게 사업활동에 관한 상세한 정보를 알려주면 경쟁기업에도 그러한 정보가 누출되게 되어 기업은 치명적인 손실을 입을 수 있다. 이러한 경우에는 연구개발투자와 같이 전략적으로 중요한 투자도 해당된다.

증거가 없이 내부자금으로 투자를 한다면, 정보를 외부에 누출할 필요도 없이 유리한 투자에 활용되고 있지 않는 내부유보를 증가시킴으로써 증거의 대리인비용을 막을 수 있다. 역으로 내부자금을 감소하고 배당을 높이면 이 비용은 체증적으로 증가한다. 이러한 관계를 나타낸 것이 [그림 1]의 곡선 C_0 이다.

이제 기업이 외부금융보다도 내부금융을 선호하는 이유가 분명해졌다. 필요자금의 일부를 외부금융에 의존하지 않으면 안될 경우에 기업은 증거, 사채발행보다 은행차입을 더 선호하는 것도 동일한 이유로 많은 부분이 설명된다. 신규차입에 있어서 거래은행이 변화함없이 주

요거래은행이라는 형태로 계속적으로 밀접한 거래 관계를 유지하고 있다면, 은행으로서는 기업이 지금 어느 정도 경영전략을 어떻게 세우고 있는가를 포함한 기업내부정보를 많은 비용을 들이지 않고 입수할 수 있다. 또한 기업측에서도 전략적으로 중요한 정보가 주요거래은행 이외에 누출될 가능성을 걱정하지 않고 은행에 그와 같은 정보를 전달할 수 있다. 이와 같은 것으로부터 은행과 기업사이에 정보의 비대칭성은 어느 정도 해소될 수 있으며, 정보의 비대칭성으로 인한 대리인비용을 회피가능하다. 또한 은행이 낮은 비용으로 기업에 대한 감시활동을 행하는 것이 가능하다면, 감시비용(monitoring cost)이 감소되고 부채의 대리인비용은 더욱 적어진다.

다음에서 배당정책에 대한 M.M이론과의 관계를 재차 설명하기 위해서 이제 A, B 두가지 정책을 고려해 보자. A정책은 많은 배당을 하고 필요자금을 증자로 충당하는 정책을 취한다. B정책은 증자없이 필요자금을 배당을 감소하고 내부유보로 충당하며 또한 투자기회가 없는 경우에도 배당은 低位에 유지하고 내부유보를 축적하게 된다. M.M이론은 유리한 투자가 있다면 그것을 행할 것을 가정하고 있으므로 A, B 어느 정책에 의해서도 투자에는 영향을 미치지 않는다. 즉, 증자와 배당에는 완전한 대체관계가 있다고 본다.

그러나 정보의 비대칭성이 있는 경우에는 배당정책의 상위에 따라 투자정책이 영향을 받게 되고, A의 경우에는 유리한 투자가 행하지 않을 가능성이 있으며, B정책의 측이 A정책보다 증자의 대리인비용을 회피하기에 유리한 것으로 생각된다.

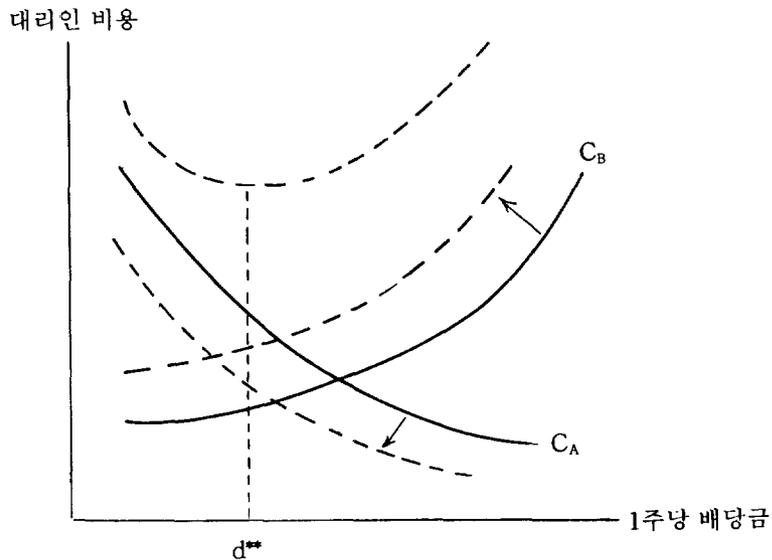
X. 最適配當效果

경영자와 기존주주사이의 목적, 동기의 相異에 따라 생기는 대리인비용은 [그림 1]의 곡선 C_A 로 설명되고, 경영자와 외부투자자 사이에는 보유하는 정보량에 차이가 생김에 따라 발생하는 대리인비용은 [그림 1]의 곡선 C_B 로 설명되고 있다. 1주당 배당금의 증감에 대하여 2개의 비용은 역의 관계에 놓여 있다. 즉, 1주당 배당금이 증가함에 따라 C_A 곡선은 체감하고, 이와 반대로 C_B 곡선은 체증한다. 따라서 최적의 배당정책은 兩費用의 합계인 총대리인비용(곡선 C 로 표시됨)을 최소로 하는 d^* 점에서 구할 수 있다.

다음으로 사업확장의 기회가 많은 성장기업에서는 어떠한 배당율이 최적인가를 조사해 보자. 성장기업에서는 [그림 2]에서 나타내는 바와 같이 C_A 곡선이 左下향으로 늘어지는 것으로 생각된다. 그 이유는 성장기업에서는 매년 파이가 확대되어 성장하지 않은 기업에 비하여 동일한 배당율이더라도 경영자의 재량적 행동에 의해 생기는 대리인비용은 작아지기 때문이다. 따라서 C_A 곡선은 점선으로 나타내는 바와 같이 左下向的으로 진행된다.

한편, C_B 곡선은 左上向으로 진행된다. 그 이유는 신규사업의 가치가 풍부한 성장기업에서는 내부자금의 축적을 게을리하며 정보의 비대칭성에 의하여 유리한 투자기회가 수행되지 않을 가능성이 증대되기 때문이다. 따라서 배당율이 동일하더라도 대리인비용은 성장기업측이 비성장기업보다 더욱 높게 되고 C_B 곡선은 점선으로 나타내는 바와 같이 左上向으로 진행된다.

[그림 2] 성장기업의 경우



이와 같이 성장기업에서는 C_A 곡선이 左下向으로, C_B 곡선은 左上向으로 진행되는 것에 따라 최적배당율은 d^{**} 의 점에서 결정되고, d^* 으로부터 좌측에서 보다 낮은 배당율이 선택된다.

일반적으로 정보의 비대칭성에 의하여 생기는 대리인비용이 목적, 동기의 상위에 의하여

생기는 대리인비용보다 크면 (C_0 곡선이 보다 左上向에 위치하고 있다면) 배당율은 낮게 되고 순이익 중 대부분이 내부유보된다. 특히 저배당율을 선호하는 커다란 이유는 이 C_0 곡선이 보다 左上向에 위치하기 때문이라고 할 수 있다.

경영자가 내부자금은 비용이 낮은 자유롭게 활용가능한 자금이라고 여기며, 위험이 높은 설비투자나 연구개발투자를 될 수 있으면 현금흐름으로 하려는 이유는 이론적으로는 명확하지 않다. 이에 대하여 저배당율, 높은 내부유보선호의 이론적 이유를 분명히 하고 이에 대한 설명을 대리인 비용에서 구하고 있다.

XI. 信號로서의 配當

1기간모형을 고려하고 금기를 시점 0, 차기를 시점 1로 보기로 한다. 이제 A, B 2개의 유형의 기업이 있고 A유형기업의 차기의 수익 X_a 는 B유형기업의 차기의 수익 X_b 보다 크다고 하자. 여기에서 경영자는 당해기업이 어떠한 유형의 기업에 속하는지를 알고 있지만, 투자자는 각각의 기업이 어떠한 유형의 기업에 속하는지는 모른다는 의미에서의 정보의 비대칭성이 존재하는 것으로 가정하자.

이러한 상황에서 투자자가 어떤 기업이 A유형에 속하는 것으로 예상한다면 위험중립적인 투자자는 0시점에서의 기업가치를 $\frac{X_a}{1+r}$ 로 평가된다. (단, r =할인율의 경우) 이와 동시에 B유형으로 예상한다면 $\frac{X_b}{1+r}$ 로 평가된다. 그러나 어느 유형의 기업인지는 투자자가 확정적으로 알 수 없다. A유형이 될 확률을 q , B유형의 기업이 될 확률을 $1-q$ 라고 하자. 위험중립자의 경우에 어떤 기업이 A, B유형의 기업 어느 쪽에 속하더라도 시장가치는 동일한 것이 된다.

$$V = q \cdot \frac{X_a}{1+r} + (1-q) \cdot \frac{X_b}{1+r} \quad (18)$$

이에 대하여 경영자의 보수 M 이 다음 식과 같이 된다면, 기업이 0시점에 지급하는 배당의 대소가 신호의 역할을 하므로 투자자는 각 기업이 장래 어떠한 수익을 올리는지, 어떠한 유형의 기업에 속하는지 식별할 수 있게 된다.

$$M = r_0(1+r)V_0 + \begin{cases} r_1X_1 & X_1 > D_0 \text{의 경우} \\ r_1X_1 - C & X_1 < D_0 \text{의 경우} \end{cases} \quad (19)$$

단, 상기식에서 r_0, r_1 은 + 의 정수, V_0 는 0시점에서의 배당지급금액, 기업의 시장가치, X_1 은 시점 1에서의 수익을 나타낸다. 차기의 배당(1기간모형으로서의 차기의 수익 X_1 와 모두 배당하는 것으로 함)이 금기의 배당 D_0 보다도 낮아지면 경영자는 C 만의 금액을 패널티로 부담해야 하는 것으로 가정한다.

경영자에 대한 보수시스템이 이러한 경우에 투자자는 기업이 지급하는 배당금액의 대소에 따라 기업은 어떠한 유형인지를 정확히 식별가능하게 된다. 구체적으로 D^* 보다 높은 배당을 지급하는 기업은 A유형, D^* 보다 낮은 배당을 지급하는 기업은 B유형으로 구분한다. (단, D^* 는 $X_s > D^* > X_b$ 를 만족시키는 값이다.) 배당이 이와 같은 신호의 역할하므로 각 유형의 기업의 배당이 어떠한 수준에 있는지 연구해 보기로 한다.

A유형의 경영자의 보수는 배당금액 D^* 가 D^* 보다 크거나 작은지에 따라서 다음과 같이 결정된다.

$$M^A = \begin{cases} r_0X_s + r_1X_s & D^* < D^A < X_s \text{의 경우} \\ r_0X_b + r_1X_s & D^A < D^* \text{의 경우} \end{cases} \quad (20)$$

$X_s > X_b$ 보다, A유형의 기업의 경영자 보수는 (20)식의 상단측이 높게 되며 D^* 보다 큰 배당 금액이 지급된다.

이에 대하여 B유형의 기업의 경영자 보수는(21)식이 된다.

$$M^B = \begin{cases} r_0 X_a + r_1 X_b - C & D^B_0 > D^* > X_b \text{의 경우} \\ r_0 X_b + r_1 X_b & D^B_0 < X_b \text{의 경우} \end{cases} \quad (21)$$

만일 A유형의 기업과 동일한 배당정책 ($D^B_0 > D^*$)을 선택하고, 경영자에 의하여 이익 $r_0 X_a - r_0 X_b$ 가 그 때의 손실 C보다도 작은 경우에는 (19)식의 하단이 상단보다 크게 되고 경영자는 $D^B_0 < X_b < D^*$ 와 같이 배당 D^B_0 밖에 지급하지 않게 된다.

결국 어느 유형인가에 따라 배당금이 상이하게 되며, 투자자로서는 배당에 따라 기업의 장래의 수익을 추측하게 된다. 이러한 의미로 배당은 정보로서의 역할을 하게 된다. 다만, 여기에서 중요한 것은 배당이 이와 같은 정보효과를 갖기 위해서는 장래의 수익이 낮은 기업이 금기의 높은 배당을 지급함으로써 투자자를 속이는 것(A유형을 생각하게 하는 것)은 높은 비용을 지급해야 한다는 것이다. 지금의 예로 보면, C만의 비용을 경영자가 부담하게 된다. 따라서 B유형의 경영자는 금기에 높은 배당을 지급하는 유인을 갖지 못하고 결과로서 배당은 정보의 역할을 하게 된다.

XII. 配當戰略에 관한 새로운 觀點

11.1. 配當戰略의 새로운 시도

여기에서는 현금배당 대 재투자의 영향에 대하여 살펴보는 것으로 재투자의 전략적 중요성과 실제 배당정책이 정상적인 전략적 사고와 완전히 모순된 배당정책을 행하고 있음을 기업의 실례를 통하여 알아보고자 한다.

이 연구에서는 첫째, 최적배당 대 재투자정책에 대한 컴퓨터 시뮬레이션을 살펴보고, 둘째, 미국의 50개 기업을 대상으로 실증한 것이다.

연구결과 기업의 성장율과 수익가능성은 최적 배당 대 재투자정책과 특별한 관계가 있는 것으로 나타났다. 그러나 실증연구의 결과 많은 기업들의 배당정책들이 이론적인 최적과는

다르다는 것을 보여주었다. 좀 더 자세히 살펴보면 다음과 같다.

11.2. 最適의 政策 決定

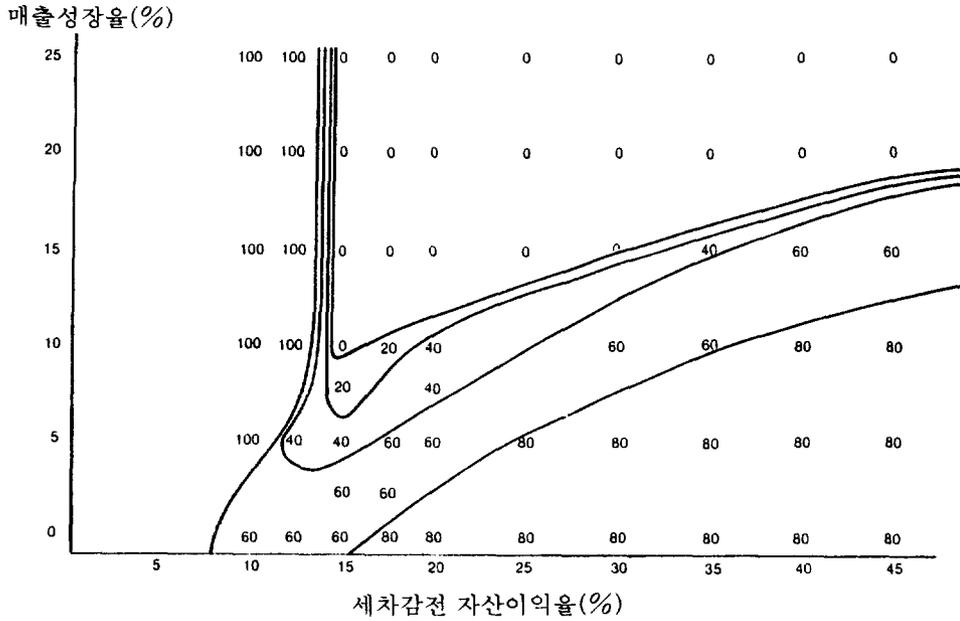
컴퓨터 시뮬레이션 모형의 다양한 제척도들은 다음과 같이 예시할 수 있다.

- ① 성장을
- ② 자산회전을
- ③ 부채/자본 비율의 시작
- ④ 최대 부채/자본 비율
- ⑤ 매도율 따른 운영비
- ⑥ 기업소득세율
- ⑦ 차입이자율
- ⑧ 대출이자율
- ⑨ 이익 또는 장부가치와 관계된 주식가격
- ⑩ 세후 이익율에 따른 배당지급율
- ⑪ 투자자의 소득세율

이를 토대로 컴퓨터 시뮬레이션을 돌려본 결과 배당정책과 주주들의 현금흐름의 순현재가(NPV)에 대한 관계를 살펴보면 다음과 같은 도표들을 통하여 설명할 수 있다.

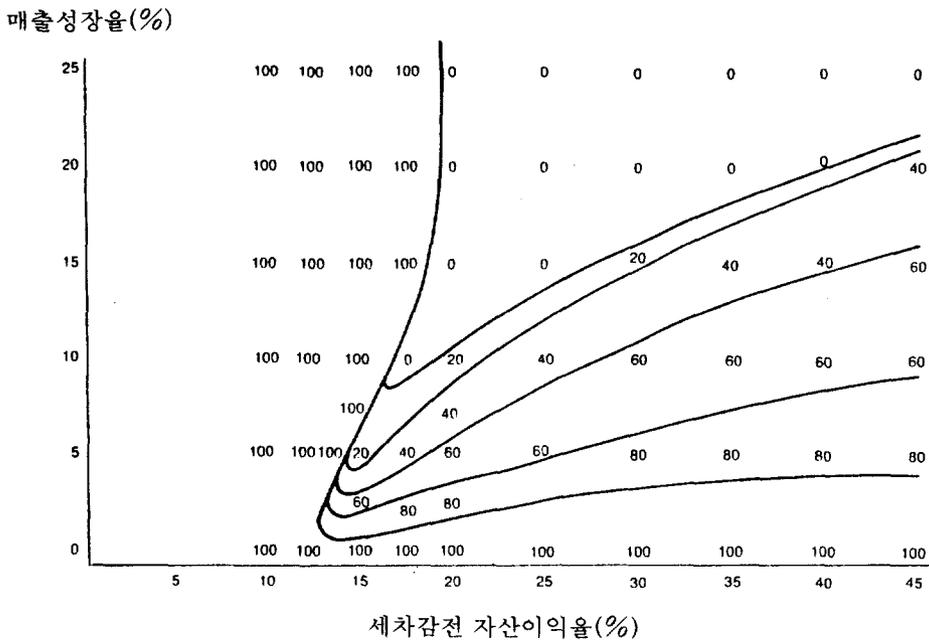
[그림 3]은 비과세 투자자들에 대한 최적 배당비율을 보여주는 것이다. (기업소득세는 20% ; 이자율은 15%일 경우). 도표에서의 숫자들은 다양한 성장율과 수익성을 지닌 기업에 대한 주주들의 최고 NPV를 제공해주는 배당비율을 나타낸 것이다. 단지 배당율은 20% 간격으로 0%에서 100%까지 나타내었다. 선(line)은 최적의 배당비율의 범위를 나타내는 것이다.

[그림 3] 투자자의 최적배당율(법인세율이 20%, 이자율이 15%인 경우)



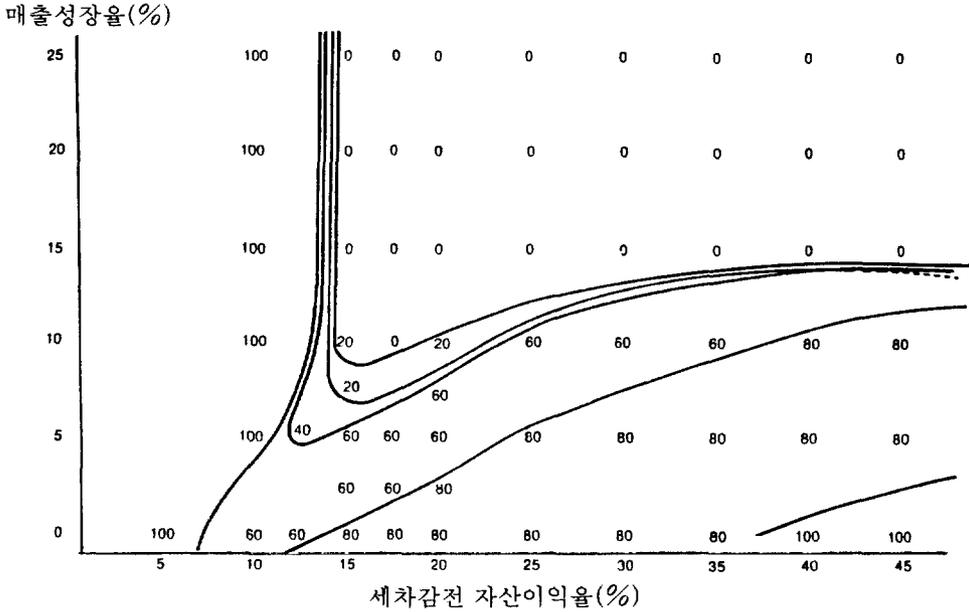
[그림 4]는 비과세 투자자들에 대한 최적 배당비율을 보여주는 것이다(기업소득세가 50%인 경우).

[그림 4] 투자자의 최적배당율(법인소득세 50%인 경우)



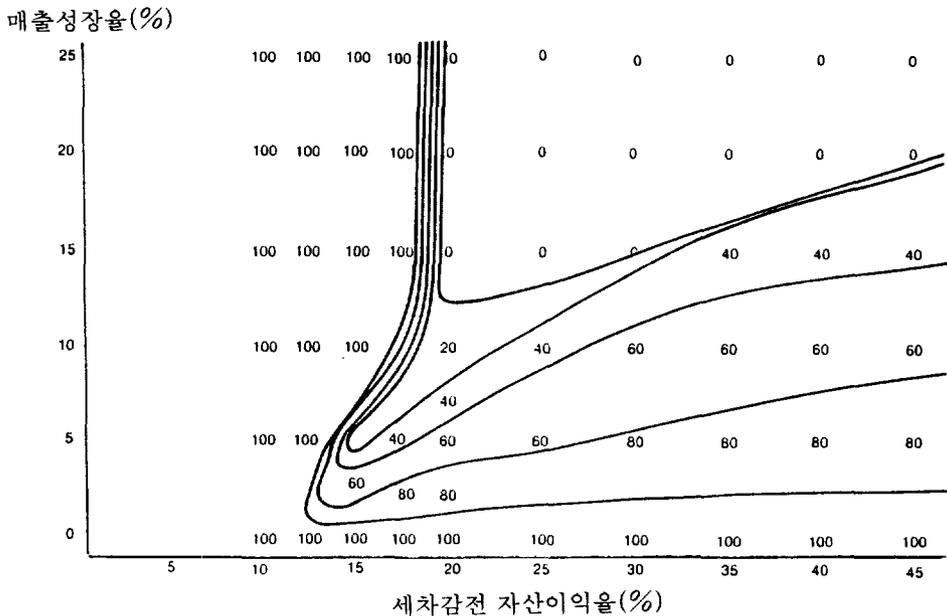
[그림 5]는 50% 과세계급 투자자들에게 대한 최적 배당비율을 보여주는 것이다(기업소득세가 20%인 경우).

[그림 5] 개인투자자의 최적배당율(법인세율이 20%인 경우)



[그림 6]은 50% 과세계급 투자자들에게 대한 최적 배당비율을 보여주는 것이다(기업소득세가 50%인 경우).

[그림 6] 개인투자자의 최적배당율(법인소득세 50%인 경우)



[그림 3]과 [그림 4]는 비과세 투자자들의 성장율과 수익성의 다양한 조합에 의한 최고 NPV를 나타내는 배당/재투자 비율을 보여준다. [그림 5]와 [그림 6]은 50% 과세계급 투자자들에 대한 자료를 대상으로 한다.

이들 도표가 보여주는 결과는 최적의 배당/재투자 비율은 기업의 상황에 의해서 결정된다는 것이다. 구체적으로 보면 다음과 같다.

첫째, 상대적으로 자산에 대한 수익이 낮은 기업은 그들 주주들에게 최고의 현금배당을 하고 재투자를 제한하는 것이 최선이다.

둘째, 또한 느린 성장율을 갖는 기업은 최대한의 배당에 의해 주주들에게 경제적 이익을 제공하는 것이 바람직하다.

셋째, 빠른 성장율과 높은 수익성을 보여주는 기업은 외부의 재무적 확장에 대한 요구를 줄이고, 제거하기 위해 그들 수익의 대부분을 유보시키는 것이 최선이다.

이 연구결과들은 배당정책에 대해 바람직하지 못한 사고를 지닌 기업들에게 그들 주주의 부를 극대화할 수 있는 최적의 결과를 제공해준다.

11.3. 實例를 통한 研究

실제로 기업에서는 배당 및 재투자정책을 수립할 때 거의 주식의 본질적인 경제적 가치에 미치는 영향을 고려하지 않으며 그대신에 그들은 구세대나 대표회의, 재무전문가의 충고에 따라 다소 그들의 보유 주식에 유리한 현가를 제공하는 정책을 구상한다. 그 결과 주주들에 대한 최선책과는 관계가 먼 배당정책을 선택하게 된다.

실례를 통한 연구를 위해 Fortune 500으로부터 무작위로 50개 기업을 선정하여 연구대상의 자료를 참조해 보면, 이 선정과정에서는 체계적 편의(Systematic Bias)가 들어가지 않도록 유의하였다. 同分析의 자료는 1974년부터 1983년까지 10년간으로 하였다. 이 실증연구 결과는 다음과 같다.

첫째, 수익성이 높은 기업일수록, 성장율이 느린 기업일수록 많은 자본과 적은 비용을 갖는다. 이들 기업들은 그들 수익의 높은 비율을 배당으로 지급하는 것으로 나타났다.

둘째, 수익성이 낮은 기업일수록 성장율이 빠른 기업일수록 가능한 자본이 적고, 평균적으

로 낮은 수익의 비율을 배당으로 지급하는 것으로 나타났다.

그 밖에도 실질적인 관찰을 통해서 보면 배당정책은 주요 대주주들에 의해 많은 영향을 받는다. 이들이 현금을 원하면 높은 현금배당을 지급하고, 이들이 세금효과를 얻기 위해서는 지급을 보류하기도 한다. 또한 많은 이사들은 그 기업이 속하고 있는 산업군의 상황에 따라 배당정책을 결정하기도 한다.

미국의 50개 기업에 대한 자료와 개인적 관찰에 의하면 실제로 배당정책을 주주의 최대가치를 위해 설정하는 경우는 거의 없었다.

11.4. 앞으로의 改善 方案

개선방안은 배당정책을 고려할 때 이사들이 기업의 내면적인 재투자 현금의 행로를 설명하는데 초점을 두어야 하며, 지속적으로 높은 수익성이 있는 재투자 기회를 개발하고 추진할 수 있는 설명력을 가져야 한다는 것이다. 반면, 현금배당은 재투자기회를 찾지 못할 경우에 지급하도록 한다. 기업의 이사들은 특히 그 기업의 현상태에서 투자하여 수익을 올리기에 부적절한 새로운 사업의 투자계획에는 유의해야 한다.

마지막으로 배당정책에서 주의해야 할 두가지 문제점은 다음과 같다.

첫째, 경영자는 주주나 경제상황 둘중 어떤 하나를 위한 최선책이 아니라하더라도 기업에서의 재투자 동기를 갖게 된다. 경영자는 때로는 성장과 힘, 명성, 큰 성과를 위하여 재투자를 시도하기도 한다. 따라서 현재 기업경영체제는 경영자와 주주들 사이의 갈등을 해결하여야 하는 책임을 갖는 이사회를 두고 있다. 대부분의 이사들은 경영자에 대항할 수 있고, 불확실한 재투자를 거부할 만한 힘이 있어야 한다. 또한 이사들은 기업이 유리한 투자기회가 있다면 불확실한 현금배당을 거부할 만한 힘도 필요하다.

둘째, 시장에서의 주식가치는 배당정책에 의하여 영향을 받는다. 배당 및 재투자 정책이 적합할 때 주가도 그들의 본질적 가치를 반영할 수 있음을 명심해야 한다.

XIII. 結 言

실제로 배당의 정보효과가 존재하는지의 여부는 실증분석에 의하여 명확해졌다. 그러나 모 든 이론을 거울삼아 보면, 우리는 배당의 정보효과에 관하여는 회의적이고 부정적이 된다. 그 이유는 다음과 같다.

첫째, 低位安定配當에 기인한다. 기업은 내부유보를 높이기 위해서 배당을 억제하는 유인 을 갖기 때문에 저위의 배당율을 안정적으로 유지하려고 한다는 것으로 보는 것이다. 이와 같 은 저위안정배당율정책이 지배적으로 되는 경우에 이익이 증가되는 것으로 보고 배당율을 높 이기도 하고, 이와는 반대로 이익이 감소되는 것으로 보고 배당율을 낮추기도 한다. 이처럼 이익의 증감에 맞추어 배당율이 빈번히 변경되므로 배당이 기업의 장래수익을 예측하는데 정 보로서의 역할을 수행하는 것이다. 예컨대, 배당율이 변경된다고 하더라도 그것은 사후적인 조정의 경우가 많을 뿐더러 장래수익의 증감을 살피고 그것에 맞추어 현재의 배당율을 변경 하는 경우는 적다. 예를 들어 업적이 악화되었음에도 불구하고 배당성향을 낮추기 위해서 배 당율을 일정하게 유지하면, 배당성향이 극단적으로 높게 되므로, 이것은 사후적으로 조정을 하게 되어 투자자에게 새로운 정보를 제공할 가능성이 적어 진다.

둘째로는, 同一産業內의 기업의 사이에서 받게 되는 배당율의 현상이 있다. 동일산업내라 고 하더라도 배당율은 동일하거나 상이하게 되면, 장래수익의 차이를 식별하기 위한 신호로 서 배당율을 사용하기란 어려운 일이다. 업적이 나쁘거나 또는 나쁘게 될 것 같은 기업이 동 일업종의 타사 배당율을 유지하려는 것으로서, 이것은 소위 도덕적 위험(moral hazard)현상 으로 이해된다. 상기 (19)식의 장래 배당을 낮추지 않을 수 없는 경우 생기는 비용 C의 값은 크지 않으며, 저위배당율을 위한 배당을 낮추는 사태가 드물게 생기는 경우에는 다음과 같은 사항이 생기게 된다.

셋째, 배당이 정보로서의 역할을 부정적으로 보는 것은 배당정보 이외의 다양한 情報源이 있기 때문이다. 말할 필요도 없이 배당이 정보 또는 신호로서의 역할을 수행하기 위해서는 기 업의 장래 업적, 수익에 관한 적절한 정보가 다른 방법으로 투자자에게 이용불가능하다는 것 이 전제되고 있다.

이상과 같이 배당정책의 변경은 사후적인 조정이라는 측면이 강하지만, 장래의 업적을 보

지 않고 변경한다고 하더라도, 그와같은 배당정책의 변경으로 예측할 수 있는 정도는 다른 여러가지 정보로도 예측가능할 것이다. 오히려 이와 같은 정보로부터 배당정보로는 불가능한 수준높은 예측정보를 입수할 수가 있을 것이다.

참 고 문 헌

1. Akerlof, George, "The Market for 'Lemons' : Quality Uncertainty and The Market Mechanism," Quarterly Journal of Economics, August 1970, pp. 488-500.
2. Bhattacharya, Sudipto, "Imperfect Information, Dividend Policy and The 'Bird in the Hand' Fallacy," Bell Journal of Economics, Spring 1979, pp. 259-270.
3. Black, Fischer and Myron Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns," Journal of Financial Economics, May 1974, pp. 1-22.
4. DeAngelo, Harry and Ronald Masulis, "Leverage and Dividend Irrelevancy under Corporate and Personal Taxation," Journal of Finance, May 1980, pp. 453-464.
5. Easterbrook, Frank, "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," American Economic Review, September 1984, pp. 650-659
6. Handjicolaou, George and Avner Kalay, "Wealth Redistributions or Changes in Firm Value : An Analysis of Return to Bondholders and Stockholders around Dividend Announcements," Journal of Financial Economics, March 1984, pp. 35-63.
7. John, Kose and Joseph Williams, "Dividends, Dilution, and Taxes : A Signalling Equilibrium," Journal of Finance, September 1985, pp.1053-1070.
8. Kalay, Avner, "Signalling Information Content, and the Reluctance to Cut Dividends," Journal of Financial and Quantitative Analysis, November 1980, pp. 855-869.
9. Lauenstein, Milton C., "A New Look at Dividend Strategy," Journal of Business

- Strategy, Autumn 1987, Vol. 8, No. 2.
10. Leland Hayne and David Pyle, "Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, May 1977, pp. 371–387.
 11. Miller, Merton and Kevin Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, September 1985, pp.1031–1051.
 12. Modigliani, France and Merton Miller, "The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment," *American Economics Review*, June 1958, pp. 261–297.
 13. Modigliani, France and Merton Miller, "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital : A Correction, *American Economic Review*, June 1963, pp. 433–443.
 14. Myers, Stewart, "The Capital Structure Puzzle," *Journal of Finance*, July 1984, pp. 575–592.
 15. Myers, Stewart and Nicholas Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, June 1984, pp. 187–221.
 16. Ross, Stephen, "The Determination of Financial Structure : The Incentive–Signaling Approach," *Bell Journal of Economics*, Spring 1977, pp. 23–40.
 17. Rozeff, Michael, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Reserch*, Fall 1982, pp. 249–259.
 18. Sharpe, William, "Portfolio Theory and Capital Markets," McGraw–Hill, 1970.