

## 소유지배과리도가 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향\*

김효진(제1저자)  
전주대  
(hjkim@jj.ac.kr)  
윤순석(교신저자)  
전남대  
(yoonss@jnu.ac.kr)

본 연구는 실질적으로 소유와 경영이 미분리된 지배구조 특성을 가진 한국의 대규모기업집단 소속기업을 대상으로 소유자 배주구조가 지배주주의 이익배분 방법에 미치는 영향을 알아보고자 하였다.

선행연구에 의하면 증권시장은 현금배당이라는 신호에 대하여 안정적으로 긍정적인 반응을 보이는 반면, 자기주식취득은 증권시장에서 일시적으로 긍정적이다가 장기적으로는 부정적인 요인으로 작용한다고 알려지고 있다. 이에 따라 본 연구는 과연 대표적인 두 가지 이익배분 방법이 지배주주의 동일한 이익추구 수단으로 사용되는지를 알아보고자 한다.

분석결과, 지배주주의 현금흐름권과 의결권의 차이를 나타내는 소유지배과리도는 기업의 이익배분 의사결정에 상당한 영향력을 행사한다는 실증결과를 도출하였다.

지배주주와 외부소액주주간의 대리인문제가 적은 기업일수록 외부주주에 대한 이익배분을 많이 한다는 선행연구 결과와 같이, 지배주주의 의결권과 현금흐름권의 차이가 적은 기업일수록 현금배당을 많이 실시한다는 가설이 부분적으로 지지되었다. 그러나 소유지배과리도가 심한 기업일수록 자기주식취득을 많이 하는 것으로 나타나 주주에 대한 대표적인 이익배분 방법인 현금배당과 자기주식취득이 지배주주에 의해 다른 이익추구 수단으로 사용되고 있다는 것을 발견하였다. 즉, 이는 지배주주와 외부주주간의 정보불균형이 큰 기업이 자기주식취득을 지배주주의 기회주의적 이익추구 수단으로 이용할 수 있다는 가능성을 제시한다. 현금배당은 하지 않고 자기주식취득만을 실시한 기업집단의 특성에서 통계기업과의 중요한 현금흐름차이를 발견할 수 있었으며, 이는 지배주주의 소유권 여부와 소유-경영일치 여부에 따른 현금배당과 자기주식취득 형태의 분석결과에서도 일관되게 나타났다.

본 연구는 자기주식취득이 지배주주의 기회주의적 행위의 수단으로 이용될 수 있다는 가능성에 초점을 두었으며, 이를 기업지배구조와 관련하여 살펴봄으로써 경영학계에 유익한 시사점을 제공할 것이라고 판단된다.

주제어: 소유지배과리도, 자기주식취득, 현금배당

### 1. 연구의 목적 및 필요성

과거에는 배당만이 주주에게 이익을 환원하는 주된 수단으로 여겨져 왔으나, 최근 전 세계적으로 자기주식취득규모가 급증하는 추세이다. 미국의 경우 1980년대만 하더라도 연간 200억 달러 정도이던 자기주식취득규모가 최근에는 연간 2,000억 달

러 이상으로 증가했다. 우리나라의 경우 1992년 최초로 자사주펀드 형태의 자기주식취득이 도입되었고, 1994년에는 주식시장을 통한 자기주식 직접취득이 허용되었다. 이에 따라, 자기주식취득은 계속 증가하여 유가증권거래소 상장기업의 현금흐름표상의 2004년부터 2006년까지 3개년 동안 자기주식취득액 총액이 약 18.4조원에 이르고 있다. 이는 같은 기간 현금배당 총액이 약 25.5조원 정도

라는 점에 비해 상대적으로 적은 수치이지만, 자기주식을 취득하는 회사 수가 배당을 지급하는 회사 수에 비해 아직은 현저히 적다라는 점을 감안하면 무시할 만한 액수이다.

미국 등 선진국에서의 연구가 주로 배당과 자기주식취득의 대체여부에 초점을 두고 있는 이유는 선진국의 우량기업들은 대부분 분기별 배당을 실시하며 배당결정시점에 배당을 할 것인가 아니면 자기주식을 취득하여 소각할 것인가를 결정하므로 이들 기업에게 배당과 자기주식취득은 상호대체적인 대안이 될 가능성이 충분히 있기 때문이다(Grullon and Michaely, 2002). 반면, 국내 기업들은 중간배당시스템이 도입되어 있긴 하나, 대부분 1년에 1회 배당을 실시하고 자기주식취득은 배당결정 시점과 무관하게 이루어지며 취득횟수도 제량적이다. 만약 자기주식취득에 사용된 현금이 전액 이익소각으로 연결되어 현금배당과 같이 주주에게 즉각적인 이익배분 방법으로 사용된다면 여유현금흐름가설(Allen and Michaely 2002)에서 주장하는 바와 같이 자기주식취득이 대리인비용을 감소시키는 수단으로서의 역할을 할 것인데, 증권거래소(kind.krx.co.kr)에 보고된 우리나라의 자기주식취득형태를 살펴보면 이익소각을 전제로 하는 취득의 비율은 아주 낮을 뿐만 아니라 현금배당과는 달리 외부주주가 자기주식취득을 이익이라고 인식하기에는 명확하지 않은 구조를 가지고 있다. 또한 배당은 배당금을 전혀 지급하지 않더라도 배당내용을 밝혀야 하는 의무사항인데 반해, 자기주식취득은 기업에게 의무가 아닌 선택사항일 뿐이다(설원식 등, 2004). 이와 같은 상이한 조건으로 인하여 국내 기업들에게 있어 배당과 자기주식취득은 뚜렷한 대체재라고 보기 힘들며, 오히려 자기주식취득의 경우에는 경영자의 재무적 선택사항이므로 기회주의

적인 의사결정을 가능하게 하는 수단으로 이용될 수 있다(Fried, 2001).

이와 같이 지배주주의 통제권을 보호하는 수단일 수 있는 자기주식취득 등 기업의 주주에 대한 분배정책과 한국기업의 소유지배구조와의 관련성에 대해 연구해야 할 필요성은 다음과 같다. 첫째, 상당수의 한국기업들이 전통적으로 소수의 지배주주에 의해 지배되고 있으며, 지배주주는 상대적으로 낮은 소유지분율을 가지고 관계회사들 간의 상호출자나 피라미드식 소유구조 등을 통해 높은 통제권을 유지하고 있다(Joh 2003, Baek et al.2004). 지배주주의 소유지분율이 낮거나 지배권이 낮은 경우, 지배주주는 사적 이익의 추구뿐만 아니라 지속적으로 사적 이익을 취할 수 있도록 그 지위를 보호하려는 유인을 가질 수 있다. 특히 우리나라의 경우 경영권에 따른 사적 혜택이 크고(Nenova, 2003), 지배주주의 지배권이 가족간에 승계 유지되는 경우가 많으므로, 외부 위협으로부터 경영권을 보호하려는 필요성이 클 것이다. 이와 관련하여 LaPorta, Lopez de Silanes, and Shleifer (1999)는 미국 이외의 국가에서는 가족소유지배구조가 광범위한 현상이라는 것을 보여주었다. 둘째, 한국기업은 최근에 외부지분에 대한 규제를 많이 완화시키는 상황이다(Joh, 2004). 특히 외환위기 이후, 한국정부는 지배주주의 전횡을 억제하기 위하여 이와 관련한 여러 가지 법적, 제도적 규제들을 정비한 바 있다. 이를 위하여 외국인에 의한 지분소유를 허용하였을 뿐만 아니라 직접적인 자기주식취득을 허용하였으며 적대적 인수합병 등의 법적 규제 등을 재정비하였다. Choi and Kim(2005)은 최근 몇 년 동안 한국기업들이 현금배당과 자기주식취득을 이용한 배당활동을 증가시켜 왔다고 제시한 바 있다. 배당수익률의 증가에 따라 현금배당

을 실시하는 기업들의 숫자가 증가하였고 1994년부터 자기주식취득이 허용되면서 2006년 연말 감사보고서에 따르면 상장기업의 25% 이상이 자기주식을 취득하고 있다. 이에 따라 본 연구는 우리나라 기업들의 소유지배구조가 직접적으로 자기주식취득액과 현금배당액에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다.

우리나라 대규모기업집단의 소유지배구조는 대부분의 소속기업에서 실질적으로 소유와 경영이 미분리된 상태라는 점을 감안할 때, 선행연구에서 적용되어 온 전문경영자 중심의 대리인이론보다는 지배주주와 외부소액주주간의 대리인문제로 해석할 수 있는 연구논리의 탐색이 요구된다. 이에 따라 본 연구는 지배주주와 외부주주간의 대리인문제에 초점을 맞춰, 자기주식취득과 현금배당이 지배주주가 상호출자나 관계회사 등을 이용한 피라미드식 지배구조를 통한 초과적인 지배권 향유와 어떠한 관련성을 갖는지 살펴보고자 하였다.

실증연구결과, 지배주주의 의결권(voting rights)과 현금흐름권(cash-flow rights)의 차이 즉, 소유지배피리도가 자기주식 취득에 영향을 미치는 것으로 보인다. 즉, 지배주주의 의결권과 소유권의 차이가 심한 기업에서 자기주식취득에 더 많은 현금을 소비하고 있는 것으로 나타났다. 이는 여유현금흐름가설에서 주장하고 있는 자기주식취득의 대리인비용 감소 도구로서의 역할을 부정하는 실증결과로서, Fried(2001)의 주장과 같이 오히려 자기주식취득이 지배주주의 사적이익추구를 위한 기회주의적 행동의 수단으로 사용될 수 있다는 것을 제시한다. 즉, 내부주주와 외부주주간의 정보불균형에서 야기된 대리인비용으로 해석할 수 있겠다(Bebchuk et al., 2000).

현금흐름상태와 배당 및 자기주식취득의 관련성

을 분석한 결과, 현금흐름이 양호한 기업은 안정적인 양(+)의 시장반응을 유도하는 현금배당을 우선적으로 실시하는 반면, 자기주식 취득은 영업현금흐름의 영향을 받지 않거나 상대적으로 현금흐름상태가 좋지 않은 기업이 일시적으로 기업가치를 상승시키기 위한 수단 또는 지배주주의 사적이익추구를 위한 기회주의적 수단으로 사용될 수 있다는 실증적 근거를 발견하였다.

본 연구는 다음과 같이 구성되었다. 제 2장에서는 선행연구와 가설도출과정에 대해 살펴보고, 제 3장에서는 표본선정과 연구모형을 제시하고, 제 4장에서는 실증분석결과를 기술하였으며 마지막으로 제 5장에서는 결론으로 연구를 맺는다.

## II. 선행연구와 가설설정

### 2.1 소유지배피리도에 관한 연구

소유지배피리도란 지배주주가 실제 보유하고 있는 현금흐름, 즉 소유권을 나타내는 현금흐름지분(cash flow right)과 지배주주가 해당 기업에 대해 행사 가능한 의결권(voting right) 간의 피리도 정도를 의미한다. 이러한 소유지배피리도는 상호출자 등을 통한 지배주주의 간접지배, 피라미드식 기업집단 운영 방식, 그리고 지배주주 및 지배주주의 친인척 등 특수관계자의 집중적인 의결권 행사 등을 통해서 가능하게 된다. La Porta et al.(1999)은 다수 국가 간의 비교를 통해 소액주주에 대한 법적 보호 장치가 크지 않은 국가에서 소유지배피리도가 증가한다는 사실을 밝히고 있다. 소액주주에 대한 법적 보호장치 등 우리나라의 기업지배구조 상황이

선진국에 비해 상대적으로 개선할 점이 많다는 선행연구 결과에 의하면 우리나라는 기업 전반적으로 소유지배과리도가 높은 것으로 나타나고 있고, 이에 따라 기업 경영 전반에 소유지배과리도가 영향을 미칠 가능성이 높다(La Porta et al. 1998; Leuz et al. 2003). 또한, Bebchuk et al.(2000)은 소유지배과리도의 증가가 지배주주와 소액주주 간의 이해상충 문제의 증가와 관계가 있다는 것을 언급하고 있다. 이러한 연구결과는 지배주주가 소액주주의 이익을 침해하는 동시에 사적 이익을 취할 가능성이 커지게 된다는 것을 의미한다(Claessens et al. 2002). 즉, 지배주주가 소액주주의 이익을 침해하는 의사결정(예를 들어, 과도한 경영자 보상, 무리한 투자 결정, 자산 매각 등)이 자신의 사적이익을 가져올 경우에 현금흐름권을 초과하는 의사결정권을 행사할 가능성이 있다는 것이다.

Kim and Yi(2006)는 우리나라의 상장기업과 비상장기업들을 대상으로 소유지배과리도가 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 검증결과, 소유지배과리도가 커질수록 지배주주들은 소액주주의 권리를 침해하고 사적이익을 취하는 행동을 감추기 위해서 이익조정을 증가시키는 것으로 나타났다. 안홍복(2004)은 지배-소유권 차이와 이익조정 사이의 관계를 분석하였으며, 검증 결과는 지배주주의 지배-소유권 차이가 증가할수록 지배주주의 이익조정 수준이 커진다는 사실을 밝히고 있다. 그러나 김효진과 윤순석(2010)은 소유지배과리도가 사외이사의 독립적인 활동성이나 소액주주의 권리행사 등으로 대변되는 기업지배구조에는 부정적인 영향을 미치는 반면, 지배주주의 초과지배력이 커질수록 지배주주와 경영자간의 대리인비용을 감소시킨으로써 발생액의 크기를 감소시킨다고 보고하고 있다.

반면 이들 국내기업들을 대상으로 한 선행연구는 소유지배과리도와 이익조정간의 관련성에 대해 연구하였을 뿐, 기업의 소유지배과리도와 기업의 분배정책에 대해 직접적으로 분석한 연구는 찾아보기 힘들다. 이에 따라 본 연구는 지배주주의 소유권을 초과하는 지배력이 기업의 분배정책에 미치는 영향을 살펴보고자 우리나라 대규모기업집단 소속기업들의 소유지배과리도와 기업의 자기주식취득 및 현금배당과의 관계를 실증적으로 분석하고자 한다.

## 2.2 자기주식취득과 현금배당에 관한 연구와 가설설정

자기주식취득 규모가 증가하면서 그 중요성이 대두됨에 따라 미국을 중심으로 자기주식취득의 성과에 대한 연구들뿐만 아니라 자기주식취득 동기에 대한 연구가 활발하다. Allen and Michaely(2002)는 자기주식 취득의 동기에 관한 여러 가설들 중, 대리이론(agency theory) 즉, 여유현금흐름가설(free cash flow hypothesis)에 대해 실증적인 지지를 얻어냈다. Jensen(1986)과 Stulz(1990)의 여유현금흐름에 의하면 경영자는 그들에 대한 보상이 기업의 규모나 성장에 의해 결정되는 경우 여유현금흐름을 자의적으로 이용하여 과대투자를 하는 경향을 갖게 된다는 것이다. 경영자는 이러한 주주의 이해와 상반된 행위를 용이하게 하기위해 외부자금 조달 시에 수반되는 제약을 회피하기 위하여 외부현금유출보다는 내부유보를 보다 선호할 유인이 존재한다.

배당과 자기주식취득을 동시에 고려한 외국 연구들의 주요 관심사는 양자가 서로 대체재인가, 대체제라면 현실적으로 왜 여전히 현금배당의 비중이 더 중요한가에 있다. 그렇지만 이에 대한 연구결과들은 아직 일관된 결론을 내지는 못하고 있다.

Miller and Modigliani(1961)와 Grullon and Michaely(2002) 등의 연구들은 완전시장을 가정했을 때, 배당과 자기주식취득은 양자가 대체제라는 데 가까운 결론을 내렸다. 반면, Jagannathan et al.(2000), Baker et al.(2002) 등은 서로 다른 다양한 원인에 의해 두 정책이 완벽한 대체적 성격을 가지지는 않는다고 보고하였다. 그러나 이들 연구는 현금배당과 자기주식취득간의 대체여부에만 관심을 가졌을 뿐 대주주와 소액주주간의 대리인비용과의 관련성에 대해서는 살펴보지 않았다.

대주주와 소액주주들 간의 정보불균형 관점에서 접근한 Brennan and Thakor(1990)는 자기주식취득은 정보가 적은 소액주주로부터 정보가 많은 대주주에게로 부의 이전을 초래한다고 설명했다. 기업이 소액의 잉여이익을 자기주식취득 형태로 주주에게 분배하는 경우 소액주주들은 고정비용을 수반하는 정보수집을 할 수 없기 때문에, 정보가 적은 소액주주들은 세금 측면에서 불리함에도 불구하고 현금배당을 선호하는 반면, 정보가 많은 대주주들은 세금 측면에서 유리한 자기주식취득을 선호하게 된다고 주장하였다.

현금배당과 자기주식취득의 주가반응을 다룬 연구를 살펴보면, 두 가지의 현금유출 방법이 모두 주주에 대한 이익배분 수단으로 인식되어 단기적으로는 긍정적인 반응을 보이나 장기적으로는 현금배당이 안정적인 양(+)의 시장반응을 보이는 반면, 자기주식취득에 대한 장기성과는 음(-)의 수익률을 보이는 것으로 나타났다(정성창과 이용교 2003). 그러나 자기주식취득이 음(-)의 주가반응을 보이는 궁극적인 원인에 대해서는 밝히지 못하였다.

Chou and Lin(2004)은 자기주식취득과 관련하여 음(-)의 초과수익률을 보여줌으로써 허위정보 신호에 대해 증권시장이 부정적으로 반응한다는 증

거를 제시하였다. 더불어 양(+)의 재량발생액을 통해 이익조정행위 가능성을 제시하였으며 이를 경영자 입장에서의 허위저평가신호라고 주장한 바 있다.

Richard(2006)는 자기주식취득의 동기는 무엇이고 과연 기업은 자기주식취득이라는 현금유출로 기업의 주가를 향상시킬 수 있는가를 알아보고자 하였다. 분석적 방법을 통해 완전자본시장을 가정할 때 자기주식취득과 기업가치와의 무관관성을 주장하고, 선행연구에서 보여주는 자기주식취득과 주주부의 관련성에 대한 정(+)의 관계는 단지 자기주식취득 공시에 대한 주가반응에서 기인한 것이라고 밝혔다. 또한 양(+)의 순현재가치 투자기회를 간과하고 자기주식취득에 현금을 사용한 경우 오히려 기업의 가치감소를 야기시킬 수 있다는 가능성을 제시하였다.

Fried(2001)는 경영자가 자신이 보유한 주식을 높은 가격에 팔기 위하여 주가를 상승시킬 목적으로 자기주식을 취득할 수 있다는 이론을 제기하면서 자기주식취득을 경영자의 기회주의(managerial opportunism)적 행동으로 설명하고 있다. 즉, 경영자는 정보불균형에 따른 자신의 정보우위를 이용해서, 자신의 이익을 극대화하기 위하여 저평가 허위신호를 보내는 행동을 할 수 있다는 가능성을 제시하였다. 또한 내부의 사적정보를 보다 우월한 위치에서 알고 있는 지배주주는 자기주식의 적당한 처분시기를 알기가 쉬우므로 외부주주에 비하여 자기주식취득을 통하여 여유현금을 배분하고자 하는 유인이 상대적으로 클 수 있다. 이때 자기주식취득 기업의 주식이 저평가되어 있지 않았다면 기업의 일시적인 시장가치보다 실제가치가 낮을 가능성이 높고 주식을 보유하고 있는 외부주주는 장기적으로 손실을 보게 된다.

이와 관련하여 국내 연구 중 변진호와 표민교

(2006)는 자기주식취득의 기회주의가설에 따라 매입공시 후에 대주주가 주식을 매도하는지 알아보고, 자기주식취득 공시 후 대주주가 주식을 매도하는 기업은 어떤 특성을 지니고 있는지 1999년에서 2001년까지 주식의 저평가를 매입의 동기로 공시한 자기주식취득 기업을 대상으로 실증분석을 통해 살펴본 바 있다. 그들의 연구결과에 의하면 첫째, 전체 표본 중 대주주의 매도거래가 발생한 기업은 약 35%로 나타났다. 이것은 상당수 저평가 동기의 자기주식취득 기업에서 기회주의 가설과 일치되는 대주주의 매도행위가 발생함을 보여주는 것이다. 둘째, 대주주의 매도거래기업과 비매도기업의 비교에서 대주주가 주식을 매도하지 않은 기업의 저평가 정도가 더 크고 매도기업의 기관투자자 비율이 더 높은 것으로 나타났다. 셋째, 공시 전에 저평가가 덜 되어 있고, 기업의 규모가 작으며, 기관투자자의 비율이 높고, 자기주식취득 공시 후 주가가 많이 상승할수록 대주주는 주식을 많이 매도한다는 것을 발견하였다.

이와 같이 기업의 배당정책에 대한 주가반응을 연구한 선행연구들을 살펴보면, 증권시장은 전반적으로 현금배당이라는 신호에 대하여 안정적으로 긍정적인 반응을 보이는 반면, 자기주식취득에 대해서는 일시적으로는 긍정적인 반응을 유도하더라도 장기적으로는 기업가치에 대한 부정적인 요인으로 작용한다고 알려지고 있다. 이에 따라 본 연구는 과연 대표적인 두 가지 이익배분 방법이 지배주주

의 동일한 이익추구 수단으로 사용되는지를 가설을 설정하여 알아보고자 한다.

만약 자기주식취득이 모두 이익소각을 전제로 하는 현금유출이라면 배당과 같이 외부주주에게도 즉각적인 이익으로 인식될 수 있을 것이다. 그러나 우리나라의 자기주식은 대부분 이익소각 목적이 아닌 보유·매각 목적으로 취득된다.<sup>1)</sup> 이처럼 미국 등 선진국가와는 상이한 소유지배구조와 자기주식취득 여건으로 인하여 국내 기업들에게 있어 배당과 자기주식취득은 뚜렷한 대체제라고 보기 힘들다. 오히려 소유와 경영이 미분리된 소유구조를 감안하면 자기주식취득은 기업의 재무적 선택사항이므로 지배주주의 기회주의적인 수단으로 이용될 가능성이 존재한다.

이와 같은 논리에 따라 본 연구는 지배주주의 대리인비용을 야기할 수 있는 구조를 가지는 기업에서 자기주식취득에 관한 의사결정이 지배주주의 사적이익 추구의 수단으로 이용될 수 있다는 관점에서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1: 소유지배과리도가 높은 기업일수록 자기주식취득 비율이 높을 것이다.

Allen et al.(2000)은 왜 일부 기업들이 자기주식취득보다 현금배당을 선호하는가를 배당이 가진 신호효과 측면에서 밝히고자 하였다. 정보불균형 모형에 의하면 배당은 시장에 기업의 경영성평가 양

1) 증권선물거래소의 유가증권시장본부 전자공시시스템(kind.sm.krx.co.kr)의 연도별 자기주식취득 공시와 이익소각 공시 건수를 살펴보면 다음과 같다.

구 분	2001	2002	2003	2004	2005	2006
자기주식취득	31	58	66	66	42	42
(공시건수)	(35)	(80)	(87)	(82)	(52)	(54)
이익	8	15	26	27	13	10
소각 (공시건수)	(8)	(17)	(33)	(32)	(14)	(18)

호하다는 신호를 보내는 것이며, 개인투자자보다 낮은 세율을 적용받는 기관투자자는 기업의 현황을 검토한 후 현금배당이 많은 기업에 투자한다. 상대적으로 정보력이 뛰어난 기관투자자들은 전문경영자를 감시하고 견제함으로써 기업가치를 증대시킬 수 있기 때문에 기업의 품질에 대한 신호를 유도하기 위해 배당에 따른 세금을 기꺼이 부담한다는 것이다. 이러한 현상은 부의 이전이 아닌 전체적인 기업가치 상승이므로 모든 주주의 현금배당에 대한 유인은 클 수밖에 없다.

한편, 현금배당과 자기주식취득은 주주에 대한 이익분배라는 효과는 동일하지만, 기업이 이를 사용하는 상황은 매우 다르다는 연구결과도 제시되었다. Jagannathan et al.(2000)은 현금배당은 매기 일정한 배당을 유지해야 하는 의무가 수반되기 때문에 주로 안정된 여유현금흐름을 분배하기 위해 사용되는 반면, 자기주식취득은 일시적인 여유현금이 발생한 경우 이를 분배하는 수단으로 사용된다고 주장했다. 이와 같은 맥락에서 이들은 영업이익은 배당과 깊은 관련성을 가지고 영업외이익은 자기주식취득과 관련성이 높음을 보였다. 기업이 우선 안정된 배당을 유지하고 추가적인 이익이 발생하는 경우 자기주식을 취득한다는 가설과 일관된 결과이다.

Francis et al.(2005)의 연구는 미국의 기업들을 대상으로 소유지배과리도가 회계이익 정보와 배당 정보의 효율성에 미치는 영향에 대해서 분석하였다. 분석 결과, 소유지배과리도가 큰 경우에 회계이익 정보 효율성은 전반적으로 감소하고, 배당 정보 효율성은 최소한 소유지배과리도가 상대적으로 작은 기업의 수준을 유지하는 것으로 나타났다.

저자들은 이러한 결과가 소유지배과리도가 큰 기업의 경우에 회계이익 정보의 신뢰성이 감소하며, 상대적으로 성과 측정치로서의 배당의 중요성이 증가함을 의미한다고 해석하였다. 그러나 Francis et al.(2005)은 소유지배과리도와 현금배당비용의 직접적인 관련성에 대해서는 다루지 않았다.

따라서 본 연구는 우리나라 기업을 대상으로 소유지배구조에 따라 현금배당정책 또한 영향을 받을 것이라고 예측하고 지배주주와 소액주주간의 정보 불균형이 낮은 기업에서 상대적으로 자기주식취득보다는 장기적인 기업가치 상승에 기여할 수 있는 현금배당을 많이 실시할 것이라는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 2: 소유지배과리도가 낮은 기업일수록 현금 배당 비율이 높을 것이다.

### III. 표본선정 및 연구방법

#### 3.1 변수 및 표본

본 연구에서는 지배주주와 외부주주와의 대리인 문제를 측정하기 위한 수단으로 공정거래위원회에서 발표하는 소유지배과리도를 주요변수로 사용하였다. 공정거래위원회에서는 상호출자제한기업집단과 출자총액제한기업집단의 소유지배과리도의 연도별 자료와 해당집단에 소속된 계열 상장·비상장 개별기업들의 소유지배과리도를 발표하고 있다. 2006년 대규모기업집단<sup>2)</sup> 소유지배구조에 대한 정

2) 대규모기업집단제도란 일정규모 이상인 대기업을 지정해 경제적 집중 억제를 위해 각종 규제를 가하는 제도를 말한다. 1987년 처음 도입되었으며 대규모기업집단으로 지정되면 경제력집중을 막기 위해 상호지급보증금지, 출자총액제한, 상호출자제한 등 규제가 가해

보공개에 따르면 총수가 있는 상호출자제한기업집단(41개)의 경우 총수일가는 5.04%의 적은 지분만으로, 계열회사간 출자 등을 통한 계열회사 지분 43.80%를 이용하여 기업집단 전체를 지배하고 있다고 한다. 또한 출자총액제한기업집단(14개)의 경우, 총수일가는 3.67%만의 지분으로 계열회사 지분 44.06%를 이용하여 기업집단 전체를 통제하고 있다고 보고하였다. 기업집단의 총수는 자신이 직접 소유한 현금지분(소유권)보다 더 많은 의결권을 행사하고 있다는 것을 알 수 있다. 실제로 상호출자제한기업집단의 소유지배과리도는 30.55%p이고 의결권승수는 6.71배이며, 출자총액제한집단의 경우 소유지배과리도는 31.28%p이고 의결권승수는 7.47배에 달하는 것으로 조사되고 있다.<sup>3)</sup> 따라서 본 연구는 기업집단의 총수가 자신이 직접 소유한 지분에 비해 얼마나 많은 의결권을 행사하는가를 나타내는 척도인 소유지배과리도(=의결지분율-소유지분율)를 사용하여 지배주주의 자기주식취득을 통한 대리인비용 발생가능성을 알아본다.

이에 따라 본 연구의 목적을 달성하기 위하여 연구대상인 기업의 범위를 다음 세 가지 기준을 만족하는 기업으로 제한한다.

첫째, 2004년부터 2006년까지 상장된 제조업 둘째, 2005년부터 2007년까지 각 년도 초 현재 상호출자제한기업집단과 출자총액제한기업집단에 속한 기업

셋째, 한국신용평가주식회사의 KIS-VALUE에서 자료수집이 가능한 기업

첫째기준은 산업별 차이를 통제하기 위한 기준으로서 총 657개 기업(표본 수 1,971개)이 해당되는 것으로 나타났다. 둘째 기준은 공정거래위원회에서 조사·발표하는 소유지배과리도<sup>4)</sup>를 구하기 위한 조건이다. 소유지배과리도가 크다는 것은 지배주주의 현금흐름권(cash-flow rights)에 비해 의결권(voting rights)이 높다는 것을 의미한다. 나머지 재무제표 자료는 한국신용평가주식회사의 KIS-VALUE를 사용하여 구하였다. 또한 자기주식취득공시와 이익소과 공시를 확인하기 위하여 증권선물거래소의 유가증권시장본부 전자공시시스템(kind.sm.krx.co.kr)을 사용하였다.

이상의 표본선정기준을 만족하는 최종표본은 다음과 같이 총 327개 기업이다.

초기표본	제조업 전체 (2004-2006)	1,971
	소유지배과리도 변수 수집이 불가능한 기업표본	(-) 1,383
	재무자료 수집이 불가능한 기업표본	(-) 261
최종표본		327

공정거래위원회 보도자료의 소속기업들 중 상당수가 비상장기업인 반면, 본 연구는 기업집단 소속 기업 중 상장기업만을 대상으로 분석하였기 때문에

진다. 공정거래위원회는 매년 4월 1일 자산규모 상위 그룹의 주요계열사를 대규모기업집단 즉, 상호출자제한기업집단으로 지정하고 있다. 또한 공정거래위원회는 상호출자제한기업집단 중 자산규모 10조원 이상인 기업집단으로서 소유지배과리도와 의결권승수가 각각 25%p, 3배 이상인 기업을 출자총액제한기업집단으로 구분하고 출자총액율 순자산의 40% 이하로 제한하고 있다.

3) 2006년 대규모기업집단 소유지배구조에 대한 정보공개, 공정거래위원회

4) 공정거래위원회에서는 소유지배과리도와 함께 의결권승수를 발표한다. 둘은 동일한 개념으로서 전자는 의결권과 소유권의 차이로 측정하고, 후자는 의결권을 소유권으로 나누어 측정한다. 본 연구에서는 의결권승수를 이용한 분석도 실시하였으나 소유지배과리도를 이용한 분석과 사실상 동일한 결과를 가지는 것을 확인하였기 때문에 논문의 메시지를 훼손하지 않으면서 간편성을 유지하기 위하여 결과를 본문에 제시하지 않았으며, 필요한 경우에 각주로 결과를 제시하고 있다.

표본 수 확보에 제약이 있는 상황이다.<sup>5)</sup>

### 3.2 연구모형

지배주주는 기업의 이익배분 방법으로써 자기주식 취득과 현금배당을 상이한 목적으로 사용한다는 가설을 검증하기 위하여 다음의 회귀모형을 사용한다.

$$\begin{aligned}
 REPUR_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GAP_{it} + \beta_2 CFO(NI)_{it} \\
 & + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 LEV_{it} \\
 & + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 FOR_{it} \\
 & + \beta_7 VOL_{it} + \beta_8 PBR_{it} \\
 & + \varepsilon_{it} \quad (1)
 \end{aligned}$$

여기에서,

- REPUR<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 자기주식취득 비율(자기주식취득액/매출액),
- GAP<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 지배주주의 소유지배과리도(의결지분율-소유지분율),
- CFO<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 영업현금흐름(영업현금흐름/매출액),
- NI<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 당기순이익(당기순이익/매출액)
- GROW<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 매출액성장률,
- LEV<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 부채비율(부채/총자산),
- SIZE<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 총자산의 자연로그값,
- FOR<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 외국인지분율,
- VOL<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 일별주가변동성,
- PBR<sub>it</sub> : 기업 i의 t기 주가 대 장부가치 비율.

종속변수인 REPUR는 현금흐름표의 자기주식취득액을 나타내는 변수로서 현금배당액과의 비교를 위하여 매출액으로 표준화<sup>6)</sup>하였다. 가설 1을 검증하기 위한 주요 관심변수는 GAP으로서 기대부호

는 양(+)이다. 즉, 기업의 소유지배과리도가 심할수록 지배주주의 기회주의적 행동의 유인에 의해 자기주식취득 비율이 높아질 것으로 예상된다.

기업의 현금흐름에 여유가 있는 경우 현금의 외부유출인 자기주식취득이 증가할 가능성이 있지만, 현금흐름 상황이 양호하지 않은 기업들일수록 일시적인 주가상승(Fried, 2001; 정성창과 이용교, 2003)을 목적으로 자기주식취득을 통해 허위정보를 전달하려는 유인이 있을 수 있다. 따라서 현금흐름과 자기주식취득액과의 관계를 나타내는 부호는 한 방향으로 예측이 곤란하다. 영업현금흐름은 유량(flow)개념이므로 적절한 대응을 위하여 같은 유량변수인 매출액으로 표준화하였다. 기업의 당기순이익 또한 배당정책에 영향을 미칠 것이라 판단되므로 이를 통제변수로 추가하여 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향정도를 실증적으로 파악하고자 한다.

기업이 현금유출을 결정하는 데는 기업의 성장성 역시 영향을 미칠 수 있다. Fama and French (2001)는 규모가 크고 투자기회가 적은 기업일수록 여유현금흐름 배분을 많이 하는 반면, 규모가 작고 성장기회가 많은 기업들은 배분을 덜 하는 것을 발견하였다. 이에 따라 기업의 규모와 성장기회를 통제하기 위하여 총자산의 자연로그값(SIZE)과 매출액증가율(GROW) 변수를 사용하였다.

LEV변수는 기업의 부채비율을 의미하는데, 지배주주의 기회주의적 행동은 무시한다면, 부채비율이 높은 기업들은 자금압박 부담으로 인하여 주주에게 낮은 이익배분을 할 것이다.

외국인 주주의 지분율이 높은 경우, 지배주주 입

5) 또한 비교적 최근에 이와 관련된 자료가 확대 제공되고 있는 실정이기는 하나 본 연구를 시작할 당시에는 공정거래위원회의 홈페이지에 이에 대한 정보가 충분히 공시되지 않았다.  
6) 민감도분석을 위하여 종속변수를 기초총자산으로 표준화한 분석결과도 제시하기로 한다.

장에서는 경영권방어에 대한 유인이 강화되기 때문에 상대적으로 자기주식취득이 높아질 수 있다. 이 경우 자기주식취득의 비중을 높이는 효과가 있는 동시에, 이들이 기업에 대한 감시자 기능을 수행한다면 경영진들의 사적 혜택을 위해 사용할 수 있는 자금을 줄이기 위하여 현금배당을 증가시키도록 압력을 행사할 가능성 또한 존재한다. 따라서 외국인 지분율(FOR)의 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향은 사전적으로 부호를 예측하기 어렵다.

주가변동성(VOL)은 재무적 위험성이 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향을 검증하기 위한 변수이다. Jagannathan et al.(2000)이 주장한 것처럼 현금배당은 매기 일정한 배당을 유지해야 하는 의무가 수반되기 때문에 주로 안정된 여유현금 흐름을 분배하기 위해 사용되는 반면, 자기주식취득은 일시적인 여유현금이 발생한 경우 이를 분배하는 수단으로 사용된다고 볼 수 있다. 이와 같은 맥락에서 주가변동성은 자기주식취득에 양(+의 영향을 미칠 것으로 예측된다. 주가대장부가치비율(PBR)은 시장에서 평가되고 있는 기업가치와 장부가치와의 비율이 배당정책에 미치는 영향을 통제하기 위한 변수이다.

현금배당에 대한 가설을 검증하기 위한 회귀식은 다음 식 (2)와 같다.

$$\begin{aligned} DIV_{it} = & \beta_0 + \beta_1 GAP_{it} + \beta_2 CFO(NI)_{it} \\ & + \beta_3 GROW_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 SIZE_{it} \\ & + \beta_6 FOR_{it} + \beta_7 VOL_{it} + \beta_8 PBR_{it} \\ & + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (2)$$

여기에서,

$DIV_{it}$  : 기업 i의 t기 현금배당비율(현금배당액/매출액).

대리이론에 의하면 기업의 지배구조가 좋을수록 주주와 대리인의 정보불균형이 감소됨으로써 주주에 대한 현금배당이 증가할 것이다. 즉, 기업의 소유지배과리도가 클수록 지배주주뿐만 아니라 외부주주에게도 같은 혜택을 주는 현금배당액 비율은 줄어든 것이다. 따라서 가설 2가 성립한다고 가정하면 GAP의 기대부호는 음(-)이다.

또한 기업의 선택사항인 자기주식취득과 다르게, 지급액이 없더라도 그 사실을 보고해야 하는 의무사항인 현금배당은 지급하지 않을 경우에 시장이나 외부주주에게 미치는 부정적인 영향이 자기주식을 취득하지 않았다는 사실보다 더 클 수밖에 없다(설원식 등, 2004). 따라서 기업은 현금흐름이 양호할수록 현금배당을 우선적으로 실시하려는 유인이 클 것이다. 이에 따라 CFO의 기대부호는 양(+이다. 반면 기업의 안정성과 현금배당과의 양(+의 관련성을 가정하여 주가변동성을 나타내는 VOL의 부호는 음(-)으로 예측한다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1 국내기업의 자기주식취득 목적

실증분석에 앞서 국내기업의 자기주식취득 목적과 관련하여 더욱 자세히 알아보고자 한다. 유가증권시장본부 전자공시시스템에 보고된 2004년부터 2006년까지의 우리나라 상장 기업들의 자기주식취득 목적을 확인한 결과는 <표 1>과 같다.

자기주식을 취득한 대부분의 기업(190개 보고기업 중 140개 기업이 해당)이 취득목적으로 주가안정과 주주가치 제고를 들고 있으며 이익의 소각 또

는 이익의 환원을 통한 주주가치 제고를 목적으로 보고한 기업은 3년 동안 2개 기업에 지나지 않은 것으로 확인된다.

선행연구(정성창과 이용교, 2003; Chou and Lin, 2004)에 의하면 자기주식취득이 단기 주가 상승에는 긍정적인 영향을 미치지만 장기적인 관점에서는 오히려 부정적인 영향을 미치고 있다. 따라서 기업은 자기주식 취득의 목적을 주가안정과 주주가치 제고로 보고하지만 실은 자기주식을 기회주의적으로 이용할 가능성이 있는 것으로 보인다. 더군다나 자기주식취득은 외부의 소액주주(Brennan and Thakor, 1990)뿐만 아니라 기업으로부터 지배주주의 부의 이동을 유도할 수 있는 수단이 될 수 있다. 실례를 들면, 최근 K그룹이 M&A를 통하여 D회사를 인수한 후 D회사로 하여금 자기주식을 취득하여 소각하게 함으로써 K그룹에게 상당한 규모의 부의 이전 효과가 있다는 것이 확인되었

다. 즉, K그룹이 D회사를 인수할 때 지급했던 금액보다 더 높은 가격으로 D회사가 자기주식을 취득하게 되면 K그룹은 쉽게 투자수익을 얻을 수 있게 된다. 이 때 물론 경영권을 유지할 수 있을 정도의 지분율은 남겨놓을 것이 분명하다. 지배주주가 이런 식으로 기회주의적으로 자기 부의 극대화를 위해 자기주식을 활용할 수 있는 것이다. 즉, 경영권은 유지할 정도로 주식을 남겨놓고 회사가 자기주식을 높은 가격에 사주면 그 주식을 굳이 다시 지배주주에게 팔지 않아도 되므로 기업 입장에서는 손해가 날 수도 있지만 지배주주는 그러한 손해를 떠안을 필요가 전혀 없다. K그룹 역시 형식적인 자기주식취득의 목적은 주가안정으로 보고한 것으로 확인되었다. 이는 경영자가 자신이 보유한 주식을 높은 가격에 팔기 위하여 자기주식을 취득할 수 있다는 이론을 제기하면서 자기주식취득을 경영자의 기회주의적 행동으로 설명하였던 Fried

〈표 1〉 국내기업의 자기주식 취득목적의 분류

자기주식 취득목적	기업 수
주가안정	82
주가 안정 및 주주가치 제고	58
주식매수선택권 행사교부용 및 주식보상	20
임직원 상여금 및 성과급 지급	14
경영권 안정	3
상장폐지 예정 또는 거래량 부진에 따른 소액주주의 환금성 보장	3
주식매수선택권과 관련한 주가상승에 따른 회사부담의 해지	2
우리사주제도(ESOP)를 위한 주식 사전 확보	3
기업재무정책의 수단으로 활용	1
이익소각 또는 이익의 주주환원을 통한 주주가치 제고	2
해외증권거래소 상장	1
장학재단 지원	1
합계	190

(2001)의 주장과 일관된다.

이와 같은 관점에서 본 연구는 대부분 지배주주가 경영권을 쥐고 있는 한국 대규모기업집단 시장에서, 외견상의 자기주식 취득 목적과 상이한 의도로 자기주식을 활용하고 있다는 가능성에서 출발하여 지배주주의 초과이익권 변수를 활용하여 실증분석을 시도하였다.

#### 4.2 상호출자제한집단과 전체제조기업의 기술통계와 상관분석결과

〈표 2〉는 대규모기업집단 소속기업의 변수별 기술통계량을 나타낸다.

대규모기업집단에 속한 기업들은 매출액 대비 평균 0.57%정도를 자기주식취득(REPUR)에 지출하고 있으며, 평균 1.10%정도를 배당(DIV)으로 지급하고 있다는 것을 알 수 있다.<sup>7)</sup>

우리나라 대규모기업집단 소속기업들의 지배주주의 현금흐름권(소유권)과 의견권(지배권)의 차이를 나타내는 소유지배과리도(GAP)는 평균 25.44%p이며 무려 79.01%p인 기업도 존재하는 것으로 나타났다.

분석에 사용된 변수들의 상관분석 결과를 〈표 3〉에 제시하였다. 소유지배과리도(GAP)는 자기주식취득과 유의한 양(+)의 상관관계를 가지고 있으며 현금배당액과는 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로

〈표 2〉 기술통계량(N=327)

	평균	중앙값	표준편차	최대값	최소값
REPUR	0.0057	0.0000	0.0136	0.0590	0.0000
DIV	0.0110	0.0085	0.0103	0.0490	0.0000
GAP	0.2544	0.2581	0.1947	0.7901	0.0000
CFO	0.0848	0.0759	0.0824	0.3669	-0.0950
NI	0.0647	0.0562	0.0649	0.3300	-0.1200
GROW	0.0933	0.0690	0.1664	0.7400	-0.3600
LEV	0.4792	0.4990	0.1754	0.8020	0.0773
SIZE	20.9992	21.0299	1.3883	24.7804	17.8710
FOR	0.2000	0.1685	0.1695	0.6300	0.0000
VOL	0.4148	0.4021	0.1214	0.8982	0.1436
PBR	1.3065	1.0303	1.0244	5.7000	0.1009

〈변수정의〉: REPUR = 자기주식취득액/매출액; DIV = 현금배당액/매출액; GAP = 지배주주의 소유지배과리도(의결권-소유권); CFO = 영업현금흐름/매출액; NI = 당기순이익/매출액; GROW = 매출액증가율; LEV = 부채총계/총자산; SIZE = 총자산의 자연로그값; FOR = 외국인 지분율; VOL = 한 연도동안 일별주가변동성; PBR = 주가 대 장부가치 비율.

7) 제조업 전체를 표본으로 한 경우, 자기주식취득금액의 비율이 평균 0.62%, 현금배당액의 비율이 1.18%로 표본을 대규모기업집단으로 제한한 경우보다 그 평균값이 높은 것으로 나타났다. 영업현금흐름(CFO), 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE)는 전체제조업의 경우보다 대규모기업집단 소속기업의 평균이 대체로 높은 것으로 나타났다. 한편, 극단치가 실증분석결과에 왜곡된 영향을 미칠 수 있다고 보아, 평균±2표준편차에 해당하는 약 2.5%(양쪽 5%) 자료를 양극단에서 절삭하였다.

나타났다. 이를 통해 지배주주의 소유지배과리다 심할수록 자기주식취득 비율은 높아지는 반면, 현금배당 지급비율은 낮아지는 것을 알 수 있다.

영업현금흐름(CFO)은 자기주식취득과는 통계적으로 유의한 상관관계가 없는 것으로 나타났고 현금배당과는 1%수준에서 유의한 양(+의 상관관계를 보이고 있다.<sup>8)</sup> 두 가지 이익배분 수단이 적어도 현금흐름과 관련하여 대체역할을 하지 않는다는 것을 알 수 있다. 즉, 현금흐름이 양호한 경우 배당을 더 많이 하는 현상이 확인되고 있으나, 현금흐름 또는 여유현금흐름이 양호할 때 자기주식을 더 많이 취득한다고 볼 수는 없다.

부채비율(LEV)은 자기주식취득 및 현금배당과 각각 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있어서, 부채비율이 배분(특히 배당의 경우에는 더욱)에 음

의 영향을 미치는 것으로 보인다. 기업규모(SIZE)는 자기주식취득과는 양의 관계를 가지지만 배당과는 특별한 상관관계를 갖지 않는 것으로 보인다. 한편, 외국인지분율은 배당과 유의한 양의 상관관계를 보이고 있는데, 이를 통해 외국인들이 현금배당이 많은 기업을 선호한다는 것을 확인할 수 있다. 추가변동성(VOL)은 현금배당(DIV)과 유의한 음(-)의 상관관계를 보이고 있으나 추가 대 장부가치 비율(PBR)은 자기주식 취득과 유의한 양(+의 관계를 보이고 있다.

#### 4.3 자기주식취득과 현금배당 여부에 따른 영업현금흐름 차이분석결과

여유현금흐름가설에 의하면 대리인의 특권적 소

〈표 3〉 상관분석결과(N=327)

	REPUR	DIV	GAP	CFO	NI	GROW	LEV	SIZE	FOR	PBR
DIV	0.154**									
GAP	0.236**	-0.116*								
CFO	0.108	0.332**	-0.001							
NI	0.141*	0.524**	-0.066	0.446**						
GROW	-0.002	-0.116*	0.053	0.026	0.107					
LEV	-0.172**	-0.414**	-0.053	-0.239**	-0.443**	0.159**				
SIZE	0.115*	0.064	-0.261**	0.236**	0.119*	0.048	0.239**			
FOR	0.032	0.281**	-0.290**	0.266**	0.277**	-0.031	0.009	0.631**		
VOL	0.018	-0.346**	0.029	-0.182**	-0.043	0.066	0.226**	-0.051	-0.197**	
PBR	0.127*	0.008	-0.017	0.069	0.002	0.032	0.237**	0.205**	0.244**	0.081

〈변수정의〉: REPUR = 자기주식취득액/매출액; DIV = 현금배당액/매출액; GAP = 지배주주의 소유지배과리다(의결권-소유권); CFO = 영업현금흐름/매출액; NI = 당기순이익/매출액; GROW = 매출액증가율; LEV = 부채총계/총자산; SIZE = 총자산의 자연로그값; FOR = 외국인 지분율; VOL = 한 연도동안 일별주가변동성; PBR = 추가 대 장부가치 비율.

\*\* : 1% 수준에서 통계적으로 유의함.  
\* : 5% 수준에서 통계적으로 유의함.

8) 영업현금흐름에서 자본적지출을 제외한 후의 현금흐름 수치인 여유현금흐름과 현금배당의 상관관계 역시 통계적으로 유의한 양(+의 값을 가지는 것으로 나타났다.

비(perk consumption)를 유인할 가능성이 있는 기업의 여유자금을 내부에 유보시키는 것보다는 이익소각 또는 현금배당을 통해 외부로 유출하는 것이 대리인비용을 감소시킬 수 있는 방안이다. 또한 현금배당과 자기주식취득이 기업이익을 주주에게 배분하는 방법으로서 대체역할을 한다면 현금흐름의 상태에 따라 두 가지 배분 방법에 지출하는 액수가 같은 방향으로 증가해야 타당하다. 그러나 앞의 상관분석 결과에 의하면 영업현금흐름과 현금배당과의 상관관계만 통계적으로 유의하다는 것을 알 수 있다. 또한 상당수 기업에서 소유와 경영이 미분리된 지배구조를 가진 우리나라의 경우에는 소유권과 통제권을 모두 가진 지배주주가 외부주주의 부를 본인에게 이전시키려는 유인이 존재한다(Claessens et al. 2002). 이에 따라 소유지배과리도의 정도에 따라 기업들이 기회주의적인 분배

의사결정을 할 가능성이 있다. 이를 검증하기 위해서는 이익분배 의사결정 대안인 자기주식취득 기업과 현금배당지급 기업을 구분해서 살펴볼 필요가 있다.

〈표 4〉는 자기주식취득과 배당여부에 따라 집단을 구분한 후 소유지배과리도(GAP) 차이를 분석한 결과를 나타낸다.<sup>9)</sup> 자기주식취득을 미실시한 기업들 중에서 현금배당을 실시한 기업(Cell 2)의 소유지배과리도가 현금배당을 실시하지 않은 기업(Cell 4)보다 유의하게 낮다는 것( $t=-3.174$ )을 알 수 있다. 현금배당 실시여부에 따라 소유지배과리도의 정도에 차이가 존재한다는 것을 나타낸다.

〈표 5〉는 자기주식 취득과 배당여부에 따라 집단을 구분한 후 영업현금흐름 차이를 분석한 결과를 나타낸다. 먼저, 자기주식취득과 배당을 모두 실시한 Cell 1의 영업현금흐름은 주주에 대한 이익배

〈표 4〉 자기주식 취득과 배당 여부에 따른 소유지배과리도 차이분석

대규모기업집단 (n=327)	자기주식취득 실시 (n=92)		자기주식취득 미실시 (n=235)		차이검증: t값
현금배당 실시 (n=285)	Cell 1	0.2676 (n=82)	Cell 2	0.2350 (n=203)	1.213 (Cell 1 vs. Cell 2)
현금배당 미실시 (n=42)	Cell 3	0.5068 (n=10)	Cell 4	0.2643 (n=32)	-0.894 (Cell 3 vs. Cell 4)
차이검증: t값	-3.228*** (Cell 1 vs. Cell 3)		-3.174*** (Cell 2 vs. Cell 4)		0.087 (Cell 1 vs. Cell 4)

차이검증을 제외한 각 집단별 평균(표본수)을 나타낸다.

\*, \*\*, \*\*\* 은 각각 0.1, 0.5, 0.01 통계적 수준에서 유의함을 의미한다.

9) 자기주식취득과 현금배당 여부에 따른 의견권승수의 역수(CVR) 차이를 검토한 실증분석결과는 다음과 같다.

n=327	자기주식취득 실시 (n=92)		자기주식취득미실시 (n=235)		차이검증: t값
현금배당 실시(n=285)	Cell 1	0.340 (n= 82)	Cell 2	0.421 (n=203)	-1.622 (Cell 1 vs. Cell 2)
현금배당미실시(n=42)	Cell 3	0.061 (n= 10)	Cell 4	0.342 (n= 32)	-3.450** (Cell 3 vs. Cell 4)
차이검증: t값	4.776*** (Cell 1 vs. Cell 3)		1.045*** (Cell 2 vs. Cell 4)		-0.025 (Cell 1 vs. Cell 4)

〈표 5〉 자기주식취득과 배당여부에 따른 영업현금흐름 차이분석

전체제조기업 (n=1,710) <sup>10)</sup>	자기주식취득 실시 (n=387)		자기주식취득 미실시 (n=1,323)		차이검증: t값
현금배당 실시 (n=1,226)	Cell 1	0.087 (n=302)	Cell 2	0.065 (n=924)	3.178*** (Cell 1 vs. Cell 2)
현금배당 미실시 (n=484)	Cell 3	-0.027 (n=85)	Cell 4	-0.003 (n=399)	-0.900 (Cell 3 vs. Cell 4)
차이검증: t값	4.497*** (Cell 1 vs. Cell 3)		6.961*** (Cell 2 vs. Cell 4)		7.906*** (Cell 1 vs. Cell 4)

차이검증을 제외한 각 칸마다 각 집단별 평균(표본수)을 나타낸다.

\*, \*\*, \*\*\* 은 각각 0.1, 0.5, 0.01 통계적 수준에서 유의함을 의미한다.

분을 부분적으로 실시(Cell 2, Cell 3)하거나 실시하지 않는(Cell 4) 나머지 세 개의 기업집단들보다 모두 통계적으로 높은 것을 확인할 수 있다. 이를 통해, 자기주식취득과 현금배당 모두를 실시하고 있는 기업이 다른 기업들에 비해 현금흐름 상황이 양호하다는 것을 추론할 수 있겠다.

현금배당은 하지 않고 자기주식만 취득한 기업집단(Cell 3)과 자기주식취득은 하지 않고 현금배당만 실시한 기업집단(Cell 2)간의 평균차이 분석결과 t통계량이 -3.711로 유의한 차이를 보임으로써 자기주식취득만 실시한 기업집단의 영업현금흐름 평균이 현금배당만 실시한 기업집단보다 훨씬 낮다는 결과를 보여준다. 특히, 자기주식만 취득한 기업집단(Cell 3)의 경우, 나머지 세 집단(Cell 1, Cell 2, Cell 4)보다 낮은 현금흐름을 보유하고 있다는 것을 알 수 있다. 이를 통해, 현금배당을 실시할만한 충분한 현금흐름을 보유하고 있지 않은 집단에서 오히려 자기주식취득을 실시하고 있다는 것을 추론할 수 있게 한다.

#### 4.4 소유지배과리가 이익배분에 미치는 영향에 대한 회귀분석 결과

상관분석결과 및 자기주식취득과 현금배당 여부에 따른 영업현금흐름의 차이분석결과는 기업의 이익배분 의사결정에 있어서 지배주주와 외부주주간의 대리인비용 발생가능성을 시사하고 있다. 이 절에서는 과연 지배주주의 소유지배과리가 배당정책을 통해 이러한 대리인비용에 영향을 미치는가를 알아보기 위하여 다중회귀분석을 실시한 결과를 제시한다.

〈표 6〉은 자기주식취득에 대한 가설을 검증하기 위하여, 지배주주의 소유권과 통제권의 차이를 나타내는 소유지배과리도(GAP) 및 기업의 현금흐름상태를 나타내는 영업현금흐름(CFO) 등 다른 설명변수들이 자기주식취득비율(REPUR)에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다.

모형 1부터 모형 4의 다중회귀분석결과에 의하면 소유지배과리도가 심할수록 기업의 자기주식취

10) 본 차이분석은 소유지배과리도 변수가 요구되지 않으므로 제조업 전체표본 중 재무자료 수집이 곤란한 기업연도표본 261개만을 제외한 1,710개 표본을 대상으로 실시하였다.

〈표 6〉 소유지배과리도가 자기주식취득에 미치는 영향 (n=327)

독립변수	종속변수			
	자기주식취득액/매출액		자기주식취득액/총자산	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
	계수 (t 값)	계수 (t 값)	계수 (t 값)	계수 (t 값)
절편	-0.0499 (-3.664)	-0.0503 (-3.710)	-0.0551 (-3.711)	-0.0548 (-3.705)
GAP	0.0064 ( 4.930)	0.0188 ( 4.963)	0.0246 ( 5.932)	0.0245 ( 5.932)
CFO	0.0001 ( 0.007)		-0.0021 (-0.211)	
NI		0.0099 ( 0.751)		-0.0006 (-0.039)
GROW	0.0002 ( 0.040)	0.0005 (-0.126)	0.0047 ( 0.999)	0.0046 ( 0.970)
LEV	-0.0212 (-4.597)	-0.0193 (-3.776)	-0.0219 (-4.372)	-0.0218 (-3.910)
SIZE	0.0027 ( 3.901)	0.0027 ( 3.921)	0.0029 ( 3.845)	0.0029 ( 3.869)
FOR	-0.0073 (-1.266)	-0.0082 (-1.404)	-0.0073 (-1.174)	-0.0074 (-1.160)
VOL	0.0062 ( 1.024)	0.0056 ( 0.922)	0.0052 ( 0.783)	0.0054 ( 0.806)
PBR	0.0021 ( 2.851)	0.0021 ( 2.829)	0.0024 ( 2.971)	0.0024 ( 2.963)
Adj. R <sup>2</sup>	0.139	0.141	0.160	0.160

〈변수정의〉: GAP = 지배주주의 소유지배과리도(의결권-소유권); CFO = 영업현금흐름/매출액; NI = 당기순이익/매출액; GROW = 매출액증가율; LEV = 부채총계/총자산; SIZE = 총자산의 자연로그값; FOR = 외국인 지분율; VOL = 한 연도동안 일별주가변동성; PBR = 주가 대 장부가치 비율.

표준화 변수에 따른 민감도를 고려하여 모형 1과 모형 2는 자기주식 취득액을 매출액으로 표준화하였으며, 모형 3과 모형 4는 기초총자산으로 표준화하였다.

연도타미변수와 산업타미변수는 실증분석에 포함하였으며 표에서는 제외하였음.

득 비율은 높아진다는 것을 알 수 있다. 즉, 지배 주주의 소유지배과리도가 클수록 지배주주는 주에 대한 이익배분수단으로써 재무적 선택가능성이 있는 자기주식취득을 많이 실시하고 있다는 것을 나타냄으로써 가설 1을 지지한다.<sup>11)</sup> 모형 1~4의 회귀계수를 살펴보면 일반적인 주

11) 의결권승수의 역수(CVR)를 설명변수로 하여 회귀분석을 실시한 결과, 지배주주의 의결지분율에 대한 소유지분율이 낮아질수록 기업의 자기주식취득 비율이 높아지는 것으로 나타나 일관된 결과를 보였다.

장과는 달리 영업성과를 나타내는 영업현금흐름과 당기순이익은 자기주식취득비용에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타나고 있다. 영업성과가 좋을수록 이익배분의 한 형태로 간주되는 자기주식취득이 많아질 것이라는 기대와는 다른 결과이며, 성과나 여유현금흐름과 상관없이 자기주식취득이 실시되고 있다는 주장을 지지하는 결과이다. 실제로 자기주식은 기중에 횡수 제한 없이 재무적으로 취득 또는 처분이 이루어지므로 현금흐름에 미치는 순효과는 거의 없을 수 있다는 것을 시사한다.

부채비율(LEV)은 모든 모형에서 통계적으로 유의한 수준에서 자기주식취득에 음(-)의 영향을 미치고 있으며 기업규모(SIZE)는 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 주가대장부가치비율(PBR)은 상관분석결과와 같이 모든 모형에서 자기주식취득에 양(+)의 영향을 미치고 있다.

〈표 7〉은 현금배당에 관한 가설을 검증하기 위하여, 소유지배리도(GAP) 및 영업현금흐름(CFO)이 현금배당비율(DIV)에 미치는 영향을 회귀분석한 결과이다.

다중회귀분석결과에 의하면 전반적으로 소유지배리도도가 심할수록 〈표 6〉의 자기주식취득액과는 반대로 기업의 현금배당액 비율은 낮아지고 있다. 즉, 이와 같은 결과는 소유지배리도도가 작을수록 현금배당액이 많아질 것이라는 가설 2를 부분적으로 지지함으로써<sup>12)</sup> 지배주주의 의견권과 현금흐름권의 차이가 클수록 지배주주는 주주에 대한 직접적인 이익배분 수단인 현금배당을 덜 실시한다는

주장을 뒷받침한다. 즉, 지배주주의 소유지배리도도가 낮아 지배주주와 외부주주 간의 대리인비용이 적은 회사는 지배주주와 외부주주간의 정보불균형이 적을 것이며, 이에 따라 현금배당을 통해 외부주주에게도 혜택을 줄 수 있는 의사결정을 한다는 것을 시사한다.

매출액을 표준화변수로 사용한 모형 1과 모형 2에서 영업현금흐름과 당기순이익이 현금배당에 강한 양(+)의 영향을 미치는 것을 알 수 있다.<sup>13)</sup>

부채비율(LEV)은 모든 모형에서 전체적으로 현금배당에 음(-)의 영향력을 갖는 것으로 나타났다. 이는 부채비율이 이익배분을 제약할 것이라는 일반적인 견해와 일관된다. Fenn and Liang(2001) 역시 실증분석 결과, 부채비율이 기업의 배당에 부정적인 영향을 미친다는 것을 주장한 바 있다.

외국인지분율과 주가변동성의 회귀계수를 보면 우선, 외국인지분율(FOR)은 전체적으로 기업의 현금배당에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 한편, 재무적 위험성이 현금배당에 미치는 영향을 통제하기 위하여 사용한 주가변동성(VOL)은 상관분석결과와 같이 네 가지 모형 모두에서 현금배당에 음(-)의 영향을 미치고 있다.

#### 4.5 지배주주의 소유권여부에 따른 이익배분 의사결정

공정거래위원회의 발표자료(2005년부터 2007년까지)에 의하면 지배주주들이 현금흐름권(소유권) 없이 의견권만을 행사하고 있는 기업이 상당수<sup>14)</sup>

12) 의견권수수의 역수(CVR)를 설명변수로 하여 회귀분석을 실시한 결과, 지배주주의 의견지분율에 대한 소유지분율이 높아질수록 기업의 현금배당 비율이 높아지는 것으로 나타나 일관된 결과를 보였다.

13) 기초총자산으로 표준화한 경우에는 영업현금흐름과 당기순이익이 현금배당액에 통계적으로 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타나고 있다. 이와 관련하여 배당액, 영업현금흐름 및 당기순이익은 모두 유량(flow)변수라는 점에서 같은 유량변수인 매출액으로 표준화하는 것이 더욱 경제적 의미가 있을 것으로 판단된다. 반면 기초총자산은 지량(stock)변수로서 배당, 영업현금흐름 및 당기순이익과 직접 대응성이 약하기 때문에 해석에 유의할 필요가 있다.

14) 본 연구에 사용한 표본 327개 중 61개 기업에서 지배주주의 소유권이 없는 것으로 확인되었다.

〈표 7〉 소유지배과리도가 현금배당에 미치는 영향 (n = 327)

독립변수	종속변수			
	현금배당액/매출액		현금배당액/총자산	
	모형 1	모형 2	모형 3	모형 4
	계수 (t 값)	계수 (t 값)	계수 (t 값)	계수 (t 값)
절편	0.0346 ( 3.742)	0.0290 ( 3.408)	0.0507 ( 5.116)	0.0515 ( 5.217)
GAP	-0.0044 (-1.723)	-0.0034 (-1.417)	-0.0068 (-2.462)	-0.0070 (-2.530)
CFO	0.0224 ( 3.530)		-0.0051 (-0.745)	
NI		0.0687 ( 8.333)		-0.0018 (-0.184)
GROW	-0.0027 (-0.933)	-0.0070 (-2.554)	0.0024 ( 0.762)	0.0023 ( 0.734)
LEV	-0.0189 (-6.040)	-0.0086 (-2.700)	-0.0109 (-3.242)	-0.0105 (-2.824)
SIZE	-0.0005 (-1.107)	-0.0004 (-1.024)	-0.0014 (-2.671)	-0.0014 (-2.843)
FOR	0.0123 ( 3.161)	0.0069 ( 1.874)	0.0194 ( 4.666)	0.0194 ( 4.546)
VOL	-0.0174 (-4.200)	-0.0230 (-5.994)	-0.0225 (-5.074)	-0.0220 (-4.954)
PBR	0.0005 ( 1.087)	0.0005 ( 1.130)	0.0012 ( 2.297)	0.0012 ( 2.252)
Adj. R <sup>2</sup>	0.313	0.414	0.229	0.228

〈변수정의〉: GAP = 지배주주의 소유지배과리도(의결권-소유권); CFO = 영업현금흐름/매출액; NI = 당기순이익/매출액; GROW = 매출액증가율; LEV = 부채총계/총자산; SIZE = 총자산의 자연로그값; FOR = 외국인 지분율; VOL = 한 연도동안 일별주가변동성; PBR = 주가 대 장부가치 비율.

표준화 변수에 따른 민감도를 고려하여 모형 1과 모형 2는 현금배당액을 매출액으로 표준화하였으며, 모형 3과 모형 4는 기초총자산으로 표준화하였다.

연도더미변수와 산업더미변수는 실증분석에 포함하였으며 표에서는 제외하였음.

있는 것으로 나타났다. 이는 소유지분율에 따른 위험을 전혀 부담하지 않고 기업에 대한 통제권만을 행사하려는 지배주주의 동기가 엮보이는 현상이다. 지배주주가 위험을 회피하기 위하여 소유권을 전혀

가지지 않고 기업에 대한 통제권을 통한 사적이익을 추구하기 위하여 여러 가지 방법을 통해 의결권을 행사하는 기업은 기업지배구조상 의미 있는 연구대상일 수 있다. 따라서 본 연구에서는 지배주주

〈표 8〉 소유권 여부가 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향(n=327)

독립변수	종속변수			
	자기주식취득액/매출액		현금배당액/매출액	
	계수(t 값)	계수(t 값)	계수(t 값)	계수(t 값)
절편	-0.0400(-2.907)	-0.0402(-2.939)	0.0318( 3.473)	0.0267( 3.174)
CRITE	0.0054( 2.692)	0.0053( 2.713)	-0.0005(-0.359)	0.0000( 0.040)
CFO	-0.0001(-0.008)		0.0219( 3.405)	
NI		0.0082( 0.608)		0.0689( 8.333)
GROW	-0.0001(-0.029)	-0.0007(-0.159)	-0.0029(-0.972)	-0.0073(-2.624)
LEV	-0.0214(-4.538)	-0.0198(-3.791)	-0.0188(-5.987)	-0.0084(-2.627)
SIZE	0.0025( 3.481)	0.0024( 3.497)	-0.0004(-0.945)	-0.0004(-0.890)
FOR	-0.0118(-2.031)	-0.0126(-2.123)	0.0135( 3.502)	0.0078( 2.139)
VOL	0.0074( 1.182)	0.0069( 1.097)	-0.0174(-4.170)	-0.0229(-5.904)
PBR	0.0017( 2.087)	0.0016( 2.098)	0.0005( 1.030)	0.0005( 0.953)
Adj. R <sup>2</sup>	0.094	0.095	0.307	0.411

〈변수정의〉: CRITE = 지배주주의 의견권만 있고 소유권이 없으면 1, 아니면 0인 더미변수; CFO = 영업현금흐름/매출액; NI = 당기순이익/매출액; GROW = 매출액증가율; LEV = 부채총계/총자산; SIZE = 총자산의 자연로그값; FOR = 외국인 지분율; VOL = 한 연도동안 일별주가변동성; PBR = 주가 대 장부가치 비율.  
연도더미변수와 산업더미변수는 실증분석에 포함하였으며 표에서는 제외하였음.

가 소유권을 전혀 가지고 있지 않으면서 의견권만을 행사하는 기업들의 행태를 살펴보기 위하여, 〈표 8〉과 같이 지배주주의 소유권 여부(CRITE)를 설명변수로 하는 회귀분석을 추가적으로 실시하였다.

〈표 8〉에서 볼 수 있듯이 지배주주의 의견권이 있음에도 불구하고 소유권이 없는 기업집단(CRITE)이 소유권을 가지고 있는 기업집단에 비해 자기주식취득(REPUR)을 더 많이 실시한다는 것을 알 수 있다. 반면, 지배주주의 소유권여부(CRITE)가 현금배당에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않다. 현금흐름(CFO)과 당기순이익(NI)은 여전히 현금배당에 양(+)의 영향을 미친다는 것을 확인할 수 있다.

#### 4.6 소유와 경영의 분리여부에 따른 이익배분 의사결정

이 절에서는 검증결과의 일반화 문제를 통제하기 위하여 소유와 경영의 분리여부에 따른 추가분석을 실시하기로 한다.

공정거래위원회의 보도자료에 근거하여 조사한 결과, 〈표 9〉에서와 같이 본 연구의 분석표본 327개 기업연도 자료 중 지배주주가 소속기업의 대표이사직을 맡고 있는 기업은 81개, 지배주주의 친족이 대표이사직을 맡고 있는 경우가 67개, 지배주주나 친족이 이사직을 맡고 있는 경우가 65개 기업인 것으로 나타났으며 110개 기업은 지배주주와 특수관계인이 경영진 명단에 없는 것으로 나타났다.

(표 9) 지배주주와 경영자의 일치 정도

구분	기업 수
지배주주와 대표이사가 일치하는 경우	81
지배주주의 친족이 대표이사인 경우	67
지배주주 또는 친족이 이사인 경우	65
지배주주 또는 친족이 경영진에 속하지 않는 경우	110
기타 <sup>15)</sup>	4
합계	327

〈표 9〉의 조사결과를 바탕으로 지배주주 또는 그의 친족이 기업의 대표이사직을 맡고 있는 경우를 소유와 지배가 일치하는 기업으로 간주하고 그렇지 않은 경우를 지배주주와 경영자가 일치하지 않은 기업집단으로 분류하여 소유지배과리도가 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향을 분석하였으며, 〈표 10〉은 이에 따른 각 집단별 회귀분석 결과를 나타내고 있다.

분석결과에 의하면 소유와 지배가 일치하는 기업 집단(Panel 1)과 그렇지 않은 기업집단(Panel 2) 모두에서 소유지배과리도가 자기주식취득에 미치는 영향은 앞의 분석결과들과 일관되게 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 통제변수들의 통계적 유의성 역시 앞의 회귀분석과 중요한 차이가 없는 것으로 보인다.

이를 통해 지배주주가 존재하는 대규모기업집단의 경우, 지배주주와 경영자의 형식적인 분리여부에 따라 소유지배과리도가 기업의 배당정책에 미치는 영향에 차이가 있지는 않은 것을 알 수 있다. 즉, 소유지배과리도가 자기주식취득에 미치는 영향은 소유와 경영의 분리여부에 상관없이 지배주주가 존재하는 우리나라 대규모기업집단의 소속기업 전

체에서 나타나는 공통적인 현상이라는 것을 알 수 있다.

#### 4.7 민감도 분석

앞의 분석에서 사용된 변수인 소유지배과리도(GAP)가 '0'인 경우는 공정거래위원회에서 이를 정확히 파악하지 못하여 임의로 보고한 수치일 가능성이 존재한다. 이러한 문제점을 고려하여 소유지배과리도(GAP), 자기주식취득(REPUR), 현금배당(DIV) 등 변수의 값이 0인 기업이 분석에 사용됨으로써 나타날 수 있는 통계분석결과와 왜곡을 통제하기 위하여, 각각 변수들의 값이 0보다 큰 기업들만을 대상으로 하여 추가적인 분석을 실시하였다.

분석결과를 표로 나타내진 않았으나 민감도 분석 결과, 소유지배과리도가 0보다 큰 기업들의 경우에도 소유지배과리도가 자기주식취득에 미치는 양(+)의 영향이 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 자기주식취득을 실시한 기업들만을 대상으로 분석을 실시한 분석결과, 소유지배과리도가 높아질수록 여전히 자기주식취득비율이 낮아지고 있다는 것을 보였다. 현금배당을 실시한 기업집단만을 대

15) 지배주주와 대표이사의 일치여부가 확인되지 않은 4개의 표본이 관찰되었다.

〈표 10〉 소유와 경영의 분리여부에 따른 집단별 회귀식 추정결과

Panel 1: 지배주주와 경영자가 일치하는 경우(n=148)

독립변수	종속변수			
	자기주식취득액/매출액		현금배당액/매출액	
	계수(t 값)	계수(t 값)	계수(t 값)	계수(t 값)
절편	-0.0743(-3.045)	-0.0728(-2.986)	0.0390( 2.609)	0.0346( 2.732)
GAP	0.0192( 3.453)	0.01853( 3.332)	-0.0053(-1.553)	-0.0029(-1.004)
CFO	-0.0111(-0.668)		0.0140( 1.382)	
NI		-0.0130(-0.633)		0.0805( 7.575)
GROW	-0.0048(-0.738)	-0.0040(-0.593)	0.0033( 0.814)	-0.0023(-0.652)
LEV	-0.0268(-3.840)	-0.0282(-3.542)	-0.0218(-5.101)	-0.0065(-1.568)
SIZE	0.0043( 3.491)	0.0042( 3.458)	-0.0009(-1.183)	-0.0010(-1.546)
FOR	-0.0193(-2.058)	-0.0186(-1.970)	0.0123( 2.136)	0.0070( 1.427)
VOL	-0.0029(-0.289)	-0.0015(-0.147)	-0.0108(-1.748)	-0.0183(-3.443)
PBR	0.0041( 2.469)	0.0043( 2.503)	0.0029( 2.806)	0.0017( 1.915)
Adj. R <sup>2</sup>	0.201	0.201	0.310	0.505

Panel 2: 지배주주와 경영자가 일치하지 않는 경우(n=175)

독립변수	종속변수			
	자기주식취득액/매출액		현금배당액/매출액	
	계수(t 값)	계수(t 값)	계수(t 값)	계수(t 값)
절편	-0.0292(-1.674)	-0.0331(-1.921)	0.0255( 1.993)	0.0165( 1.342)
GAP	0.0183( 3.341)	0.0182( 3.332)	-0.0031(-0.775)	-0.0033(-0.859)
CFO	0.0131( 1.122)		0.0273( 3.188)	
NI		0.0211( 1.205)		0.0578( 4.636)
GROW	0.0044( 0.072)	0.0035( 0.599)	-0.0077(-1.823)	-0.0106(-2.555)
LEV	-0.0160(-2.530)	-0.0142(-2.055)	-0.0183(-3.923)	-0.0117(-2.386)
SIZE	0.0013( 1.450)	0.0015( 1.725)	-0.0000(-0.033)	0.0004( 0.582)
FOR	-0.0029(-0.376)	-0.0042(-0.533)	0.0076( 1.337)	0.0034( 0.614)
VOL	0.0144( 1.858)	0.0123( 1.577)	-0.0190(-3.341)	-0.0243(-4.384)
PBR	0.0016( 1.908)	0.0017( 1.972)	0.0001( 0.224)	0.0003( 0.440)
Adj. R <sup>2</sup>	0.107	0.108	0.316	0.357

(변수정의): GAP = 지배주주의 소유지배과리도(의결권-소유권); CFO = 영업현금흐름/매출액; NI = 당기순이익/매출액; GROW = 매출액증가율; LEV = 부채총계/총자산; SIZE = 총자산의 자연로그값; FOR = 외국인 지분율; VOL = 한 연도동안 일별주가변동성; PBR = 주가 대 장부가치 비율.  
연도더미변수와 산업더미변수는 실증분석에 포함하였으며 표에서는 제외하였음.

상으로 분석을 실시한 분석결과 역시 앞의 분석결과인 <표 7>과 일관된 결과를 보였다.

또한 변수 간 내생성문제를 통제하기 위하여 t-1기 재무자료를 이용하여 소유지배과리도가 자기주식 취득에 미치는 영향을 알아보기 위한 추가적인 회귀분석을 실시하였다.

내생성 문제를 위한 전기의 재무변수를 사용하여 다중회귀분석을 실시한 결과, <표 6>의 결과와 마찬가지로 소유지배과리도가 심할수록 기업의 자기주식취득 비율은 높아지는 것으로 나타났다. 한편 주가대장부가치비율(PBR)의 통계적 유의도만 다소 낮아졌을 뿐 다른 통제변수들의 회귀부호와 통계적 유의도는 전기 재무변수를 사용하는 경우와 중요한 차이가 없다는 것을 알 수 있었다.

또한 t-1기의 통제변수들을 사용하여 소유지배과리도가 현금배당에 미치는 영향을 살펴보고자 회귀분석을 실시한 결과, 전기의 재무성격을 통제한 경우에도 역시 <표 7>에서의 결과와 같이 소유지배과리도의 크기는 기업의 현금배당에 음(-)의 영향을 미치고 있다는 것을 알 수 있었다.

## V. 결론

본 연구는 우리나라 기업지배구조의 핵심적 특징 중 하나인 지배주주의 소유지배과리도가 기업의 이익배분 방법인 자기주식취득과 현금배당에 미치는 영향에 대하여 실증분석하였다.

외국의 선행연구에서는 현금배당과 자기주식 취득이 기업의 여유현금유출 수단으로써 대체역할을 한다고 주장하고 있다. 그러나 우리나라 시장에서는 현금배당이라는 신호에 대하여 안정적으로 긍정

적인 반응을 보이는 반면, 자기주식 취득에 대해서는 장기적으로 음(-)의 수익률을 초래한다는 선행연구의 결과에 따라 본 연구는 과연 대표적인 두 가지 이익배분 방법이 지배주주의 기회주의적 행위로 설명될 수 있는지를 알아보고자 하였다.

분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 지배주주의 현금흐름권과 의결권의 차이를 나타내는 소유지배과리도가 기업의 이익배분 선택 의사 결정에 상당한 영향을 미친다는 것을 발견하였다.

지배주주와 외부주주간의 대리인문제가 적은 기업일수록 외부주주에 대한 이익배분을 많이 한다는 선행연구 결과와 일관되게 소유지배과리도가 적은 기업일수록 현금배당을 많이 실시한다는 주장이 지지되었다. 그러나 소유지배과리도가 큰 기업일수록 자기주식 취득을 많이 하는 것으로 나타나 대표적인 이익배분 방법인 현금배당과 자기주식취득이 지배주주에 의해 다른 의도로 사용되고 있다는 실증 분석결과를 도출하였다. 즉, 소유지배과리도가 커서 지배주주와 외부주주간의 정보불균형이 큰 기업은 자기주식취득을 지배주주의 기회주의적인 이익 추구 수단으로 이용할 수 있다는 가능성을 제시한다.

둘째, 여유현금흐름가설에서 주장하는 바와 같이, 현금흐름이 양호한 기업에서는 경영자의 사적 혜택을 유발할 가능성이 있는 이익의 내부유보 방법보다는, 현금배당을 통해 외부주주와 혜택을 공유하는 배분방법을 선택하고 있다는 것이 부분적으로 지지되었다. 그러나 자기주식취득비율은 현금흐름에 의해 영향을 받지 않는 것으로 나타났다.

자기주식 취득이 현금배당에 비하여 기회주의적으로 사용될 수 있는 이유로서 다음과 같은 근거를 들 수 있다. 첫째, 자기주식은 모든 주주가 대상이 아니어서 소액의 현금으로 취득할 수 있다. 둘째, 자기주식은 연중예 수시로 취득과 처분을 반복할

수 있다. 즉, 연중에도 언제든지 여유현금이 생기면 자기주식을 취득하고 현금화가 필요한 경우 언제든지 처분할 수 있으며, 주주총회 등의 공식적인 의결절차를 밟지 않아도 되기 때문에 의사결정의 재량성이 강하다. 현금배당은 현금의 기업 외 유출을 의미하지만, 자기주식의 경우 취득시에는 현금이 유출되지만 처분시에는 다시 현금이 유입되기 때문에 순현금흐름은 크게 영향을 받지 않는다. 셋째, 현금배당은 법적 또는 통념상 주주에 대한 의무로 여겨지기 때문에 재량성이 약한 반면 자기주식 취득은 철저하게 선택적 의사결정에 의존한다.

본 연구는 소유지배구조가 외국과는 상이한 우리나라 대규모상장기업집단을 대상으로 하여, 자기주식취득이 소유지배과리를 이용한 지배주주의 기회주의적 행위에 연유할 수 있다는 가능성에 대해 살펴본다는 점에서 의미를 찾을 수 있다. 연구결과를 통해 대체가설을 주장하고 있는 외국의 선행연구들과는 반대로, 우리나라 대규모기업집단의 지배주주들은 기업의 이익 배분방법으로써 현금배당과 자기주식취득이 다른 목적을 추구하기 위하여 사용될 수 있다는 가능성을 제시하였다.

앞에서도 밝혔듯이 본 연구는 공정거래위원회 보도자료의 기업집단 소속회사 중 상장기업만을 대상으로 분석을 실시하다보니 표본 수 확보에 제약이 있었다. 또한 현금배당과 같이 외부주주에게도 즉각적인 혜택을 줄 수 있는 자기주식 이익소각을 표본으로 사용한다면 대리인문제의 형태가 달라지므로 또 다른 실증분석결과를 도출할 수 있을 것이라 기대되지만 표본 수의 제약으로 향후 분석과제로 남긴다.

## 참고문헌

- 김효진·윤순석. 2010. 소유지배과리도가 기업지배구조와 이익조정에 미치는 영향. *회계정보연구* 제28권 제 2호: 1-32.
- 변진호·표민교. 2006. 자사주매입 기회주의 가설과 대주주의 보유주식 매도 거래. *경영학연구* 제35권 제 3호: 695-716.
- 설원식·김수정·장호윤. 2004. 자사주 매입이 기업의 배당 및 장기성과에 미치는 영향. *산업경제연구* 제 17권 제4호: 1291-1315.
- 안홍복. 2004. 지배주주의 지배-소유권 차이와 이익정보의 관련성 분석. *회계학연구* 제29권 제4호: 117-154.
- 정성창. 2004. 유상증자와 자사주취득의 동기: 불공정거래 가능성의 제기. *증권학회지* 제33권 3호: 123-156.
- 정성창·이용교. 2003. 자사주 취득 기업들의 장기성과에 관한 연구. *재무연구* 제16권 2호: 129-165.
- Allen, F., A. Bernardo, and I. Welch. 2000. A Theory of Dividends Based on Tax Clientele. *Journal of Finance* 55(6): 2499-2536.
- Allen, F. and R. Michaely. 2002. Payout Policy. Working Paper. *The Wharton School*. University of Pennsylvania.
- Baek, J., J. Kang, and K. Park. 2004. Corporate Governance and Firm Value: Evidence from the Korean Financial Crisis. *Journal of Financial Economics* 71: 265-313
- Baker, H., G. Powell, and E. Veit. 2002. Revisiting the Dividend Puzzle: Do All of Piece now Fit? *Review of Financial Economics* 11: 241-261.
- Barclay, M. and C. Smith. 1988. Corporate Payout Policy: Cash dividends versus open-

- market repurchases. *Journal of Financial Economics* 22: 61-82.
- Bebchuk, L. A., Kraakman, R., and Triantis, G. 2000. Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Right. *Concentrated Corporate Ownership (R. Morck, ed.)*: 445-460.
- Brennan, M. and A. Thakor. 1990. Shareholder Preferences and Dividend Policy. *Journal of Finance* 45(4): 993-1018.
- Choi, D. and S. Kim. 2005. Dividend Policy in Korea: How Korean Firms Make Dividend Decisions (Seoul National University Press, Seoul).
- Chou, D. and J. Lin. 2004. False Signals from Stock Repurchase Announcements: Evidence from Earnings Management and Analysts' Forecast Revisions, *working paper*: 1-36.
- Claessens, S., Djankov, S., Fan, J., and Lang, L. 2002. Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholdings. *Journal of Finance* 57: 2741-2772.
- Fama, E. and K. French. 2001. Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? *Journal of Financial Economics* 60: 3-43.
- Fan, P. H., and Wong, T. J. 2002. Corporate Ownership Structure and the Informativeness of Accounting Earnings in East Asia. *Journal of Accounting and Economics* 33: 401-425.
- Fenn, G. and N. Liang. 2001. Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives. *Journal of Financial Economics* 60: 45-72.
- Francis, J., Schipper, K., and Vincent, L. 2005. Earnings and Dividend informativeness when cash flow rights are separated from voting rights. *Journal of Accounting and Economics* 39: 329-360.
- Fried, J. 2001. Open Market Repurchases: Signalling or Managerial Opportunism? *Theoretical Inquiries in Law* 2: 865-894.
- Grullon, G. and R. Michaely. 2002. Dividends, Share Repurchase, and the Substitution Hypothesis. *Journal of Finance* 57(4): 1649-1684.
- Jagannathan, M., C. Stephens, and M. Weisbach. 2000. Financial Flexibility and the Choice between Dividends and Stock Repurchases. *Journal of Financial Economics* 57: 355-384.
- Jensen, M. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329.
- Joh, S. 2003. Corporate Governance and Firm Profitability: Evidence from Korea before the economic crisis. *Journal of Financial Economics* 68: 287-322.
- Joh, S. 2004. Corporate Restructuring, in D. Chung, and B. Eichengreen, eds: *The Korean Economy beyond the Crisis* (Edward Elgar, Cheltenham, UK).
- Kim, J-B., Yi, C. H. 2006. Ownership Structure, Business Group Affiliation, Listing Status, and Earnings Management: Evidence from Korea. *Contemporary Accounting Research* 23: 427-464.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, and Shieifer, A. 1999. Corporate Ownership and the World. *Journal of Finance* 54: 471-518.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, Shieifer, A., and Vishny, R. 1998. Law and finance. *Journal*

- of Political Economy* 106: 1113-1155.
- Leuz, C., Nanda, D., and Wysocki, P. D. 2003. Earnings Management and Investor Protection: an international comparison. *Journal of Financial Economics* 69: 505-527.
- Miller, M. and F. Modigliani. 1961. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Share. *Journal of Business* 34: 411-433.
- Nenova, T. 2003. The Value of Corporate Votes and Control Benefits: A Cross-country Analysis. *Journal of Financial Economics* 68: 325-351.
- Richard J. 2006. When Do Share Repurchases Increase Shareholder Wealth? *Journal of Applied Finance* 16(1): 31-36.
- Stulz, R. 1990. Managerial discretion and optimal financing policies. *Journal of Financial Economics* 26: pp. 3-27.
- Villalonga, B., Amit, R. 2006. How do family ownership, control, and management affect firm value? *Journal of Financial Economics* 80: 385-417.
- <http://www.kind.sm.krx.co.kr/>
- <http://www.ftc.go.kr/>

## The Impact of Controlling Shareholders' Wedge on Share Repurchases and Cash Dividends

Hyo Jin Kim\* · Soon Suk Yoon\*\*

### Abstract

This study seeks to explore how share repurchase and dividend policies are influenced by the disproportionately stronger voting rights of controlling shareholders.

Prior literature shows that stock markets in general respond favorably to a company's announcement of share repurchases for a short-term period. In Korea, however, some studies examining the long-term performance of the stock repurchases show mixed results, with more negative relationship between share repurchase and long-term performance. Although share repurchases and cash dividends have been perceived as similar devices to distribute profits, evidence from prior studies indicates that the two devices have different impact on the capital markets.

The major differences between share repurchases and dividends can be characterized as follows. First, controlling shareholders can repurchase shares with smaller cash than dividends because share repurchases are usually limited to minor proportion of outstanding shares. Second, share repurchases are not subject to cash flow restrictions at the end of fiscal year because buying and selling of treasury stocks can be made rather freely throughout the year. Third, share repurchases are relatively more discretionary than dividends because dividends are considered compulsory to meet the expectations of shareholders.

Based on the preceding analogy, we can argue that stock repurchases can be utilized opportunistically by controlling shareholders, especially when they can exercise voting rights more than their cash flow rights.

Our main variables of interest include the wedge which is measured as the gap between the

---

\* Assistant Professor, College of Business Administration, Jeonju University

\*\* Professor, College of Business Administration, Chonnam National University

voting rights and cash-flow rights of controlling shareholders (GAP), net income (NI), and cash flow from operations (CFO). Control variables included in our model are growth of sales (GROW), leverage ratio (LEV), firm size (SIZE), foreign ownership (FOR), the volatility of stock price (VOL) and price to book value ratio (PBR). The main test methods used in our study are mean-difference tests and multiple linear regression analyses. The test sample consists of 327 firm-year observations, selected from the Korea Stock Exchange (KSE) companies during the period of 2004 to 2006.

The empirical evidence shows that firms for which the gap is big tend to repurchase more shares. This might be because controlling shareholders with disproportionately stronger voting rights are better able to exploit external shareholders. Firms for which the gap is low, on the contrary, distribute more cash dividends to shareholders.

We find that share-repurchasing firms without cash dividends have significantly lower operating cash flows than the control groups. We may infer that firms with inferior cash flows tend to utilize share repurchase to deceive investors.

Overall, the results of this study show that controlling shareholders use share repurchases as a device of temporary opportunism.

Key words: controlling shareholders, opportunism, share repurchases, dividends, cash flow rights, voting rights