

제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향*

신민식(주저자)

경북대학교 경영학부 교수
(msshin@knu.ac.kr)

이재익(교신저자)

경북대학교 경영학부 박사과정
(kane000@knu.ac.kr)

본 연구는 2000년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향을 실증분석 하였으며, 중요한 분석결과는 다음과 같다.

제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 제품시장 경쟁이 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용한다는 증거가 된다. 즉, 제품시장 경쟁은 경영자가 주주에게 배당을 지급 하도록 시장규율로 강제하는 지배구조 메커니즘으로 작용한다. 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당증가 확률은 증가하고 배당중단 확률은 감소하는데, 이는 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시키는 지배구조 메커니즘으로서의 역할이 강화됨을 의미한다.

대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 배당지급이나 총지급이 감소하는데, 이는 대주주와 소액주주간에 대리인 문제가 존재한다는 증거가 된다. 그러나 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 배당 지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 완화될 수 있다는 증거가 된다. 또한, 과잉투자 위험이 높은 기업은 배당지급이나 총지급이 감소하지만, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 과잉투자 위험이 높은 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다. 그리고 재벌 기업은 비재벌 기업 보다 배당지급이나 총지급이 감소하지만, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 재벌 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다.

결론적으로, 제품시장 경쟁은 경영자와 주주간의 대리인 문제뿐만 아니라 대주주와 소액주주간의 대리인 문제도 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용한다. 선행연구에서는 경영자와 주주간의 대리인 문제에 초점을 맞추어 제품시장 경쟁이 배당정책에 미치는 영향을 분석하였지만, 본 연구에서는 이러한 논의를 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 적용할 수 있음을 확인하였다. 그리고 과잉투자 위험이 높은 기업이나 재벌 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 치열한 상황에서는 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 확인하였다. 따라서 소액투자자들은 제품시장 경쟁이 치열하여 대리인 문제가 완화될 수 있는 기업에 투자할 필요가 있다. 또한, 기업 경영자들도 기존의 지배구조 변수 외에 제품시장 경쟁이 배당정책에 영향을 미칠 수 있는 새로운 지배구조 변수로 작용할 수 있음을 인식할 필요가 있다.

주제어: 제품시장 경쟁, 대리인 문제, 배당정책, 소유집중도, 재벌 기업

1. 서론

기업의 배당정책은 이익을 현금배당과 유보이익으로 배분하는 의사결정으로서, 주주가치의 극대화에 중요한 영향을 미칠 수 있다. 그러나 기존의 배당이론에서는 제각기 설명방법이 다르고 실증분석 결과도 불일치하는 경우가 많다. 따라서 배당정책은 현실적으로 매우 중요한 재무정책에 속하지만, 아직까지 풀리지 않는 배당수수께끼로 남아 있는 부분이 많다. Black(1976)은 배당정책은 짜 맞추기 어려운 퍼즐과 같다고 하였고, Correia, Flynn, Uliana, and Wormald(1993)는 배당정책은 수많은 논란에도 불구하고 아직까지 풀리지 않는 숙제라고 하였다.

Miller and Modigliani(1961)는 기업의 배당정책과 관련하여 무관론이론을 주장하였으나, 그 이후 재무학계에서는 세금, 파산비용, 정보비대칭, 대리인비용, 고객효과와 같은 시장불완전요인들을 고려하여 잔여배당이론, 배당신호이론, 배당고객이론 등 다양한 배당이론을 제시하였다. 이러한 배당이론들은 그 동안 학계에서 많은 논의가 있었으나, 최근에는 배당의 신호효과와 고객효과는 배당정책의 1차적 요인이 아니며, 미국과 일본을 비롯한 선진 자본시장에서는 대리인 문제가 배당정책의 중요한 요인으로 다시 부각되고 있다.

La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny(2000, 이하 LLSV)는 소액주주에 대한 법적 보호 제도가 취약하여 대주주와 경영자의 이익침해로부터 소액주주를 보호할 수 없는 국가에서는 배당지급이 낮다고 하였고, Bartram, Brown, How, and Verhoeven(2008)과 Mitton(2004)은 대리인 문제가 심각하고 지배구조가 취약한 기업은 배당지급을 적게 한다고 하였다. 이러한 발견은 소액주

주들이 대리인 갈등의 희생양이 될 수 있기 때문에, 기업의 배당지급을 강제할 수 있는 지배구조 메커니즘(corporate governance mechanism)이 매우 중요함을 시사한다.

Allen and Gale(2000)은 제품시장 경쟁이 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘이 될 수 있다고 하였다. Hart(1983), Scharfstein(1988), Raith(2003) 등은 제품시장 경쟁이 치열할수록 시장규율을 통해 무능한 경영자를 퇴출시킬 수 있기 때문에 경영자들은 주주와 이해관계를 일치시키려고 노력한다고 하였다. Grullon and Michaely(2007, 2014)는 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업일수록 경영자들은 시장으로부터 배당지급의 압력을 많이 받는다고 하였다. 즉, 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업일수록 경영자는 기업의 파산위험과 자신의 해고위험을 방지하기 위해, 과잉투자를 피하고 초과현금을 배당금으로 지급할 가능성이 많다고 하였다. Gilson and Roe(1993)는 제품시장 경쟁이 치열할수록 파산위험이 증가하기 때문에 주주들은 경영자의 성과를 경쟁기업의 경영자와 비교하려는 욕구가 강해진다고 하였다. 따라서 제품시장 경쟁은 경영자 감시를 위한 훌륭한 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있다고 주장하였다.

Grullon and Michaely(2007, 2014)는 경영자와 주주간의 대리인 문제에 초점을 맞추어 제품시장 경쟁이 배당정책에 미치는 영향을 분석하였지만, 이러한 논의를 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 적용할 수 있다. 특히, 한국에서는 재벌 기업과 일반 기업이 공존하는 특수한 산업 환경을 이루고 있기 때문에, 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업일수록 대리인 문제가 완화되고 소액주주에 대한 배당지급이 증가하는가는 중요한 관심사가 된

다. 따라서 Grullon and Michaely(2007, 2014)의 연구가 한국기업의 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 적용될 수 있는가를 분석할 필요성이 있다.

본 연구에서는 2000년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향을 실증분석 한다. 제품시장 내에서 경쟁이 치열한 정도를 나타내는 제품시장 경쟁도(degree of product market competition)는 산업집중도(industry concentration)를 이용하여 측정하며, 산업집중도가 낮으면 제품시장 경쟁도가 증가하고, 산업집중도가 높으면 제품시장 경쟁도가 감소한다고 해석한다. 즉, 산업집중도가 낮은 산업에서는 다수의 기업들이 제품시장에서 점유율 경쟁을 펼치기 때문에 경쟁기업수가 증가하여 제품시장 경쟁이 치열해지는 반면에, 산업집중도가 높은 산업에서는 소수의 독점기업이 제품시장을 점유하기 때문에 경쟁기업수가 감소하여 제품시장 경쟁이 느슨해진다. 본 연구에서는, 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이 증가하는가, 배당증가의 가능성이 증가하는가, 그리고 배당중단의 가능성이 감소하는가를 분석한다. 그리고 대주주들 간의 소유집중도가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 분석하고, 과잉투자 위험이 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 추가적으로 분석한다. 나아가, 재벌 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 배당정책에 영향을 미치는가를 추가적으로 분석한다. 이러한 실증적 연구를 통하여, 제품시장 경쟁에 관한 연구영역을 확대시키고, 제품시장 경쟁이 경영자와 주주간의 대리인 문제뿐만 아니라 대주주와 소액주주간의 대리인 문제도 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있는가에 대한 배당정책적 시사점을 제시한다.

본 연구에서는 다음과 같은 연구 결과를 발견하였다. 첫째, 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 제품시장 경쟁이 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용한다는 증거가 된다. 즉, 제품시장 경쟁은 경영자가 주주에게 배당을 지급하도록 시장규율로 강제하는 지배구조 메커니즘으로 작용한다. 둘째, 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당증가 확률은 증가하고 배당중단 확률은 감소하는데, 이는 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시키는 지배구조 메커니즘으로서의 역할이 강화됨을 의미한다. 셋째, 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 배당지급이나 총지급이 감소하는데, 이는 대주주와 소액주주간에 대리인 문제가 존재한다는 증거로서, 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 대주주들은 경영자에게 영향력을 행사하여 자신들에게 유리한 방향으로 배당지급이나 총지급을 감소시킴으로써 소액주주의 이익을 침해할 수 있음을 의미한다. 그러나 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주들 간의 소유집중도가 증가하더라도 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 완화될 수 있다는 증거가 된다. 넷째, 과잉투자 위험이 높은 기업은 배당지급이나 총지급이 감소하지만, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 과잉투자 위험이 높은 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다. 다섯째, 재벌 기업은 비재벌 기업보다 배당지급이나 총지급이 감소하지만, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 재벌 기업의 경우에도 제품시장

경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다. 결론적으로, 제품시장 경쟁은 경영자와 주주간의 대리인 문제뿐만 아니라 대주주와 소액주주간의 대리인 문제도 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용한다. 따라서 기업 경영자들도 기존의 지배구조 변수 외에 제품시장 경쟁이 배당정책에 영향을 미칠 수 있는 지배구조 변수로 작용할 수 있음을 인식할 필요가 있다.

본 연구는 선행연구를 확장하거나 부분적으로 차별화시킴으로써 다음과 같은 공헌점을 갖는다. 첫째, 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자와 주주간의 대리인 문제가 완화되어 배당지급이나 총지급이 증가한다는 점을 분석하였다. 둘째, 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자와 주주간의 대리인 문제가 완화되어 배당증가 확률이 증가하고 배당중단 확률이 감소한다는 점을 분석하였다. 셋째, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 완화되어 배당지급이나 총지급이 증가한다는 점을 분석하였다. 넷째, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 과잉투자 위험이 완화되어 배당지급이나 총지급이 증가한다는 점을 분석하였다. 다섯째, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 재벌 기업이더라도 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 완화되어 배당지급이나 총지급이 증가한다는 점을 분석하였다. 이러한 실증적 연구를 통하여, 제품시장 경쟁이 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있다는 연구 문헌에 공헌할 것으로 기대한다. 특히, Grullon and Michaely(2007, 2014)의 연구를 확장시켜, 제품시장 경쟁이 경영자와 주주간의 대리인 문제뿐만 아니라 대주주와 소액주주간의 대리인 문제도 완화시킬 수 있음을 입증한 것이 중요한 공헌점이다.

나아가, 본 연구의 결과는 소액투자자에 대한 법적 보호제도가 취약하고 대리인 문제가 심각한 아시아 금융시장에서는 제품시장 경쟁이 치열한 기업에 투자할 필요가 있음을 시사한다.

본 연구는 다음과 같이 구성한다. 제I장 서론에 이어 제II장에서는 선행 연구에 대하여 살펴보고, 제III장에서는 자료수집과 표본기업 분류, 분석모형과 변수의 정의 등 연구 설계에 관해 설명한다. 제IV장에서는 실증분석 결과를 설명하고, 제V장에서는 결론과 함께 한계점과 향후 연구 과제를 제시한다.

II. 선행연구

본 장에서는 제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향에 관한 선행연구를 살펴본 다음, 이에 관한 국내 연구동향을 살펴본다. 이러한 선행연구를 통하여, 제III장에서 실증모형의 설계와 변수의 정의에 필요한 이론적, 실증적 근거를 모색한다.

Miller and Modigliani(1961)는 완전자본시장의 가정 하에서 기업가치는 투자결정과 자산의 수익력에 의해 결정되고 배당정책과는 무관하다는 무관론이론을 주장하였다. 그러나 실제 자본시장은 완전자본시장의 가정과 달리, 세금, 파산비용, 정보비대칭, 대리인비용, 고객효과와 같은 시장불완전요인들이 존재한다. 그 동안 재무학계에서는 이러한 시장불완전요인들을 고려하여 다양한 배당이론을 제시하였다(Allen and Michaely, 2003). 잔여배당이론에서는 기업이 투자수요를 충족하고자도 현금잔고가남을 경우에 배당을 지급한다고 하였고, 배당신호이론에서는 정보비대칭 하에서 기업의 미래 가치에 관한 경영자의 우월한 정보를 시장에 전달하기 위한

수단으로 배당지급을 사용한다고 하였으며, 배당고객이론에서는 배당고객의 배당요구를 수용하여 배당지급을 결정한다고 주장하였다. 이러한 배당이론들은 그 동안 재무학계에서 많은 논의가 있었으나, 최근에는 배당의 신회효과와 고객효과가 배당정책의 1차적 결정요인이 아니라는 주장이 제기되고 있다 (DeAngelo et al., 2004; Denis and Osobov, 2008). 반면에, 미국과 일본을 비롯한 선진 자본시장에서는 대리인 문제가 배당정책의 중요한 결정요인으로 부각되고 있다(He, 2012).

LLSV(2000)는 배당지급이 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있다고 하였다. Jensen and Meckling(1976)의 대리인 이론에 따르면, 경영자나 대주주와 같은 기업내부자는 기업자산을 자신들의 사적 이익을 위하여 사용함으로써 소액주주의 이익을 침해할 수 있다. 특히, 기업이 잉여현금흐름을 주주에게 배당금으로 지급하지 않고 초과현금의 형태로 보유하고 있으면, 기업내부자가 이를 탈취할 가능성이 많다. LLSV(2000)는 성과모형(outcome model)과 대체모형(substitute model)을 사용하여 이러한 현상을 실증적으로 검정하였다. 성과모형에서는 소액주주들이 경영자나 대주주에게 배당금을 지급하도록 강제할 수 있는 법적 권한을 가진 지배구조 하에서 기업이 배당금을 증가시킨다고 주장한다. 따라서 성과모형에서는 소액주주를 강력하게 보호할 수 있는 법적 제도가 잘 갖추어진 국가일수록 배당금을 증가시킨다고 예측한다. 그러나 대체모형에서는 기업내부자가 소액주주에게 배당금을 지급함으로써 좋은 평판을 얻을 수 있고, 이러한 평판이 자본조달비용을 절감시키는 역할을 하기 때문에 기업내부자는 지배구조에 대한 대체재로서 배당금을 지급한다고 주장한다. 따라서 대체모형에서는 투자자 보호제도가 취약한 시장일수록 기업내부자의 배당지

급에 따른 평판이 더 높아지고 배당금도 증가한다고 예측한다. LLSV(2000)가 33개 국가의 표본기업을 대상으로 실증분석 한 결과, 투자자 보호제도가 강한 국가일수록 배당금이 높다고 하였는데, 이는 성과모형을 지지하는 결과이다. 그리고 Bartram et al.(2008)은 LLSV(2000)보다 표본기업을 더 확대하여 실증분석 한 결과, 투자자보호 제도가 강한 국가일수록 배당지급이 더 높다는 사실을 재확인 하였다.

국가차원의 투자자 보호제도 외에, 기업 차원의 지배구조 메커니즘도 배당지급에 영향을 미친다. Mitton(2004)은 19개 국가의 365개 표본기업을 대상으로 실증분석 한 결과, 기업 차원의 지배구조가 양호할수록 배당지급이 높는데, 이는 양호한 지배구조가 대리인 문제를 완화시켜 소액주주를 잘 보호할 수 있음을 시사한다. Bartram et al.(2008)은 배당지급은 대리인 문제와 음(-)의 관계가 있는데, 이는 대리인 문제가 기업내부자의 이익침해 위험을 증가시키고 소액주주에 대한 배당지급을 침해할 수 있음을 시사한다.

LLSV(2000)와 Bartram et al.(2008)의 국가차원의 연구결과는 성과모형을 지지하지만, 최근에는 미국 시장에서 대체모형을 지지하는 연구결과가 발표되어 주목 받고 있다. Officer(2006)는 이사회 규모가 크고 CEO와 이사회 의장 간의 겹직을 허용하는 기업에서 배당금이 높는데, 이는 지배구조가 취약한 기업일수록 배당금이 높음을 시사한다. John and Knyazeva(2006)는 지배구조 메커니즘으로서 Gompers, Ishii, and Metrik(2003)이 개발한 지배구조 지수를 사용하여 실증분석 한 결과, 지배구조 지수와 배당지급 간에 음(-)의 관계가 있음을 발견하였다. 이러한 결과는 대리인 문제를 완화시키기 위한 수단으로 배당금을 지급함을 의미하며, 이는

지배구조에 대한 대체제로서 배당금을 지급한다는 대체모형과 일치한다.

국가 차원의 연구결과를 올바르게 해석하기 위해서는 미국 시장에서 투자자 보호제도가 강력하다는 점을 재고할 필요가 있다. 미국 시장에서는 배당지급을 통해 대리인 문제를 완화시킴으로써 주주소송을 피하는 것이 바람직하다고 생각한다. 따라서 대체모형은 투자자 보호제도가 강력한 시장에서도 잘 적용될 수 있다. 실제로, Bartram et al.(2008)은 기업내부자가 배당금을 지급하도록 강제하기 위해서는 국가 차원의 투자자 보호제도가 선행되어야 한다고 하였다. 국가 차원의 투자자보호 제도가 취약하면, 기업 차원의 지배구조가 양호하더라도, 기업내부자가 배당금을 지급하도록 강제할 수 있는 방법은 제한될 수밖에 없다.

DeAngelo, DeAngelo, and Stulz(2006)는 대리인 이론과 성장기회를 결합시켜 배당 수명주기 이론을 제안하였다. 배당 수명주기 이론에서는 기업의 내부 현금흐름으로 성장기회를 충분히 커버할 수 있으나, 그리고 대리인 문제가 실질적인 관심사가 되느냐에 따라 배당정책이 달라진다고 하였다. 성장기업은 성장기회가 풍부하여 내부 현금흐름으로 성장기회를 충분히 커버할 수 없으나, 성숙기업은 내부 현금흐름이 성장기회를 초과하기 때문에 잉여현금흐름으로 인한 대리인 문제가 실질적인 관심사가 된다. 따라서 성숙기업이 대리인 문제를 완화시키기 위해서는 잉여현금흐름을 배당금으로 지급할 필요가 있다. DeAngelo et al.(2006)은 배당 수명주기 척도로서 자본총계 대비 이익잉여금 비율을 사용하여 배당 수명주기 이론을 검증하였는데, 미국 기업은 자본총계 대비 이익잉여금 비율이 배당지급에 양(+)의 영향을 미친다고 하였다. Denis and Osobov(2008)는 DeAngelo et al.(2006)의 연구를 6개 선진국

기업에 적용한 결과, 자본총계 대비 이익잉여금 비율이 배당지급과 양(+)의 관계가 있음을 재확인하였다.

그리고 선행연구에서는 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 효과적인 지배구조 메커니즘으로 작용한다고 하였다. Hart(1983), Schmidt(1997), Raith(2003) 등은 기업 간의 경쟁정도가 경영자의 성과급에 미치는 영향을 이론적으로 분석하였고, Griffith(2001)는 제품시장 경쟁도(degree of product market competition)는 측정하기가 대단히 어렵지만 생산성과 양(+)의 관계가 있다고 하였다. Guadalupe and Pérez-González(2005)는 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자와 주주간의 대리인 문제가 완화되고 경영자의 주주 이익 침해도 감소한다고 하였고, Allen and Gale(2000)은 제품시장 경쟁이 기관투자자의 경영자 감시보다 더 효과적인 지배구조 메커니즘으로 작용한다고 하였다.

Grullon and Michaely(2007, 2014)는 경영자와 주주간의 대리인 문제에 초점을 맞추어 제품시장 경쟁이 배당정책에 미치는 영향을 분석하였지만, 이러한 논의를 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 적용할 수 있다. Faccio, Lang, and Young(2001)은 일본을 비롯한 동아시아국가에서는 가족지배가 전형적인 지배구조 형태이기 때문에, 경영자는 대주주의 이익을 대변하므로, 경영자와 주주간의 갈등은 대주주와 소액주주간의 갈등과 유사하다고 하였다. 경영자와 대주주는 이전가격을 유리하게 설정하는 방법으로 이익을 취하거나 불법적인 방법으로 기업 자산을 자신들의 자산으로 교체할 수 있다. 또한, 경영자와 대주주는 외형위주로 과잉투자 하여 '기업왕국'을 건설할 수도 있고, 소액주주의 이익을 침해하는 방법으로 자신들의 사적 이익을 취할 수도 있다. 따라서 경영자와 주주간의 대리인 갈등을 완화시킬 수 있는 지배구조는 대주주와 소액주주간의 대리인

문제에도 영향을 미칠 수 있다.

Grullon and Michaely(2007, 2014)는 LLSV(2000)의 연구에 기초하여, 제품시장 경쟁과 배당지급간의 관계를 두 가지 측면에서 설명하였다. 첫째, 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업의 경영자는 기업의 과잉투자 위험과 자신의 해고위험을 피하기 위하여, 초과현금을 음(-)의 NPV(net present value) 프로젝트에 과잉투자 하는 대신에 배당금으로 지급할 가능성이 많다. 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업이 음(-)의 NPV 프로젝트에 과잉투자 하면, 기업의 경쟁력이 약화되어 과산위험이 증가하고, 그 결과로 경영자의 해고위험도 증가할 수 있다. 그리고 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업의 주주들은 경영자의 성과를 경쟁기업과 쉽게 비교할 수 있고, 경영자의 과잉투자 여부도 쉽게 판단할 수 있기 때문에, 경영자에 대한 감시비용을 줄일 수 있다. 이러한 경우에는 제품시장 경쟁이 배당지급에 양(+의 영향을 미칠 수 있다.

둘째로, 제품시장 경쟁은 지배구조에 대한 대체재로 사용될 수 있기 때문에 배당지급에도 영향을 미친다. 제품시장 경쟁이 치열하지 않은 산업에 소속된 기업의 경영자는 제품시장 경쟁으로 인한 시장규모가 취약하기 때문에 잉여현금흐름을 사용한 과잉투자 위험이 증가한다. 따라서 이러한 산업에 소속된 기업의 경영자는 대리인 문제를 완화시키고, 미래의 자본조달비용을 경감시킬 수 있는 좋은 평판을 얻기 위한 방편으로 배당지급을 증가시킬 수 있다.

Grullon and Michaely(2007, 2014)는 미국 기업을 대상으로 분석한 결과, 매출액에 대한 Herfindahl-Hirschman 지수로 측정된 제품시장 경쟁도가 증가할수록 배당지급이 증가한다고 하였다. 이러한 결과는 성과모형과 일치하며, 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이 증가함을 시사한다. Grullon and

Michaely(2007, 2014)는 경영자와 주주간의 대리인 문제에 초점을 맞추었지만, He(2012)는 한국, 일본 등 동아시아 국가에서 자주 나타나는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 Grullon and Michaely(2007, 2014)의 연구를 적용할 수 있다고 하였다. 왜냐하면 한국, 일본 등 동아시아 국가에서는 가족지배가 전형적인 소유구조 형태이고, 심지어 가족 중에서 최고경영자가 배출되는 경우도 종종 있기 때문이다. 따라서 동아시아 국가의 경영자들은 대체로 대주주의 이익을 대변하기 때문에, 경영자와 주주간의 대리인 문제는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제와 중복될 수 있다. 경영자와 대주주는 신주발행을 통해 소액주주의 주식가치를 희석시킬 수 있고, 그들의 통제 하에 있는 자산을 유리한 가격으로 이전시킬 수 있다(Shleifer and Vishny, 1997). 또한, 자신들의 사적 이익을 위해 기업자산을 사용함으로써 소액주주의 이익을 침해할 수 있다(Jensen, 1986). 따라서 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화할 수 있는 지배구조 메커니즘은 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 적용될 수 있다. Gilson and Roe(1993)는 일본의 게이레츠(keiretsu)는 계열기업이 파산하면 다른 계열기업에도 영향을 미치므로 계열기업간의 성과를 상호감시 할 필요가 있으며, 제품시장 경쟁은 정교한 상호감시 메커니즘으로 작용한다고 하였다.

만일 경영자가 음(-)의 NPV 프로젝트에 과잉투자한다면, 대주주들도 그러한 경영자의 과잉투자 위험으로부터 영향을 받기 때문에 제품시장 경쟁은 경영자와 대주주들의 과잉투자 위험을 동시에 억제하는 작용을 할 수 있다. Jensen(1986)은 정보비대칭 하에서는 경영자가 자신의 사적 이익을 위해 음(-)의 NPV 프로젝트에 과잉투자 하기 위하여 잉여현금흐름을 사용할 수 있다고 하였다. Stulz(1990)는 경

영자들이 과잉투자를 통해 사적 이익을 얻을 수 있기 때문에 잉여현금흐름을 사용한 과잉투자 유인을 갖는다고 하였다. Vogt(1994)는 과잉투자와 과소투자 문제는 투자기회의 질적 수준에 따라 달라진다고 하였고, Lang, Ofek, and Stulz(1996)는 투자기회의 질적 수준이 낮은 기업은 과잉투자 위험이 더 크다고 하였으며, Morgado and Pindado(2003)는 투자기회의 질적 수준이 낮은 기업일수록 최적투자 수준이 낮기 때문에 과잉투자 위험이 증가한다고 하였다.

이러한 선행연구에 따르면, 한국기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업들은 소액주주들에게 배당금을 증가시킴으로써 대리인 문제를 완화시킬 수 있을 것으로 기대한다. 그러나 배당정책에 관한 국내 연구는 아직까지 배당결정요인과 배당공시효과에 관한 연구가 주류를 이루고 있다. 배당결정요인에 관한 연구 중에서, 육근효(1989)는 주주와 경영자간의 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향을 연구하였고, 원정연 · 김성민(1999)은 배당정책에 관한 경영자의 인식을 연구하였다. 설원식 · 김수정(2006)은 외국인 투자자가 배당정책에 미치는 영향을 연구하였고, 최종범 · 서정원(2005)은 LLSV(2000)의 연구를 인용하여 세계 각국의 배당결정요인에 대해 검증하였으며, 신민식 · 김수은(2010)은 기업의 소유집중도와 지급정책간의 관계를 분석하였다. 배당공시효과에 관한 연구 중에서, 남명수 · 우춘식(1987)은 배당정책의 신호표시 내용에 관한 실증적인 검증에서, 배당공시일을 사건일로 할 경우 양(+)의 초과수익이 발생한다고 하였고, 김동욱(1989)은 배당의 정보효과에 관한 실증연구에서, 주주총회일을 사건일로 할 경우 배당증가와 배당감소가 모두 초과수익을 발생시킨다고 하였다.

III. 연구 설계

3.1 자료수집과 표본기업 분류

본 연구에서는 소유구조 자료를 어느 정도 확보할 수 있는 2000년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업 중에서 다음과 같은 기준에 따라 표본기업을 선정한다. 먼저, KIS Value Library, FnGuide 및 www.krx.co.kr에서 2000년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 재무 및 주가 자료를 구할 수 없는 기업은 제외하고, 은행, 증권, 보험 등 금융업종은 자본구조, 영업방법, 정부의 규제감독 등의 측면에서 일반 제조업과 차이가 있으므로 표본기업에서 제외하며, 분석기간 동안 합병기업이나 관리대상기업은 재무자료의 연속성에 문제가 있기 때문에 표본기업에서 제외한다. 또한, 자산총계가 10억원 미만이거나 매출액이 없는 기업은 변수들에 대한 이상치를 발생시킬 수 있기 때문에 표본기업에서 제외한다. 기업의 총지급액은 현금배당액과 자산주매입액을 합한 금액으로 환산한다. 산업분류는 KIS Value Library에서 제공하는 표준산업분류(KSIC)에 따르며, 15개 중분류 산업 중에서, 산업 및 연도별로 의미 있는 제품시장 경쟁정도를 측정하기 위하여 매 연도별로 최소한 5개 이상의 기업이 포함된 49개 소분류 산업을 대상으로 한다.

이상의 조건을 충족하는 표본기업의 산업 및 연도별 기업-년 현황은 <표 1>과 같다. 2000년 1월 1일부터 2013년 12월 31일까지 14년 동안 전체 표본기업의 기업-년 수는 7,450개이고, 중분류 산업별로 화학업(802개), 전기전자업(768개), 철강금속업(674개)의 순으로 비중이 크게 나타났다.

〈표 1〉 표본기업의 중분류 산업, 소분류 산업수 및 연도별 기업-년 현황

전체 표본기업이 소속된 중분류 산업, 소분류 산업 수 및 연도별 기업-년 현황을 나타낸다. KIS Value Library에서 제공하는 표준산업분류(KSIC)에 따라, 15개 중분류 산업 중에서, 매 연도별로 최소한 5개 이상의 기업이 포함된 49개 소분류 산업을 대상으로 한다.

중분류 산업	소분류 산업 수	00	01	02	03	04	05	06	07	08	09	10	11	12	13	합계
음식료업	3	35	34	33	35	33	33	34	33	35	35	34	35	33	34	476
섬유의복	3	29	32	29	30	31	32	31	31	32	32	29	31	30	31	430
종이목재	3	25	25	25	25	25	25	24	24	24	25	25	25	25	25	347
화학	1	59	58	55	60	60	59	58	56	58	55	55	58	56	55	802
비금속광물	2	27	28	26	27	28	27	27	26	24	25	24	25	24	24	362
철강금속	2	48	48	48	49	48	48	49	49	49	49	49	48	47	45	674
기계	1	26	26	25	26	25	26	26	26	27	27	26	26	27	26	365
전기전자	2	55	55	56	55	53	54	54	54	55	54	55	56	56	56	768
의료정밀	2	41	41	41	40	40	41	40	41	43	39	42	42	42	41	574
운수장비	6	42	45	43	46	45	46	45	44	43	45	44	43	45	46	622
유통업	4	35	34	32	31	33	34	35	33	34	35	35	33	32	34	470
건설업	2	30	30	29	30	29	30	30	30	30	30	30	30	30	30	418
전문기술서비스업	8	48	48	47	50	50	45	45	47	47	41	43	41	42	34	628
전기가스업	1	10	9	10	11	10	9	10	10	8	10	10	12	11	9	139
재생용 가공원료생산업	3	16	16	16	16	14	16	16	16	14	16	16	16	16	15	219
어업광업	1	6	6	6	6	5	6	6	6	6	6	6	6	7	6	84
출판업	1	5	5	5	6	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	72
합계	49	537	540	526	543	534	536	535	531	534	529	528	532	528	517	7,450

〈표 2〉는 전체 표본기업을 배당지급 여부에 따라 배당 기업과 무배당 기업으로 분류하고, 총지급 여부에 따라 지급 기업과 무지급 기업으로 분류한 다음, 각 하위표본별로 표본기업의 기업-년 현황을 나타낸 것이다. 전체 표본기업의 기업-년 수는 7,450개이고, 배당 기업의 기업-년 수는 5,008개이고 무배당 기업의 기업-년 수는 2,442개이며, 지급 기업의 기업-년 수는 5,537개이고 무지급 기업의 기업-년 수는 1,913개이다.

3.2 분석모형과 변수의 정의

본 연구에서는 제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향을 실증적으로 분석하기 위하여 식(1) 및 (2)와 같은 회귀모형을 설정한다. Grullon and Michaely(2007, 2014)는 배당지급 비율로서 총매출액, 총자산 및 시가총액 대비 현금배당 비율을 사용하였으나, He(2012)는 총매출액, 총자산 및 순이익 대비 현금배당 비율을 사용하였다. 그리고 LLSV(2000)는 투자자 보호제도가 취약한 국가에서는 자사주매입이 보편적인 지급형태가 아니므로

〈표 2〉 표본기업의 기업-년과 배당(총지급) 기업의 현황

전체 표본기업을 배당지급 여부에 따라 배당 기업과 무배당 기업으로 분류하고, 총지급 여부에 따라 지급 기업과 무지급 기업으로 분류한 다음, 각 하위표본별로 표본기업의 기업-년 현황을 나타낸다.

연도	전체 표본 기업	배당지급 여부			총지급 여부						
		배당 기업			무배당 기업	자사주매입기업			배당 기업	계	무지급 기업
		배당·자사주	배당·비자사주	계		무배당·자사주	배당·자사주	계			
2000	537	67	252	319	218	50	67	117	252	369	168
2001	540	90	230	320	220	63	90	153	230	383	157
2002	526	63	228	291	235	51	63	114	228	342	184
2003	543	79	258	337	206	41	79	120	258	378	165
2004	534	86	273	359	175	52	86	138	273	411	123
2005	536	89	285	374	162	36	89	125	285	410	126
2006	535	53	335	388	147	24	53	77	335	412	123
2007	531	77	310	387	144	30	77	107	310	417	114
2008	534	83	308	391	143	30	83	113	308	421	113
2009	529	107	255	362	167	52	107	159	255	414	115
2010	528	81	293	374	154	25	81	106	293	399	129
2011	532	65	330	395	137	21	65	86	330	416	116
2012	528	74	296	370	158	27	74	101	296	397	131
2013	517	59	282	341	176	27	59	86	282	368	149
합계	7,450	1,073	3,935	5,008	2,442	529	1,073	1,602	3,935	5,537	1,913

현금배당만을 고려하였으나, 우리나라에서는 1994년부터 자사주매입이 법적으로 허용되었기 때문에 현금배당과 자사주매입을 함께한 총지급 비율에 대해서도 추가적인 분석을 실시한다.

$$D_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PMCD_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 RE_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 L_{i,t} + \alpha_6 Risk_{i,t} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$TP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 PMCD_{i,t} + \alpha_2 Size_{i,t} + \alpha_3 RE_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 L_{i,t} + \alpha_6 Risk_{i,t} + \eta_i + \lambda_t + \epsilon_{i,t} \quad (2)$$

- 단, $D_{i,t}$ = i기업의 t년 배당지급 비율
- $TP_{i,t}$ = i기업의 t년 총지급 비율
- $PMCD_{i,t}$ = i기업의 t년 제품시장 경쟁도
- $Size_{i,t}$ = i기업의 t년 기업규모
- $RE_{i,t}$ = i기업의 t년 이익잉여금 비율
- $ROA_{i,t}$ = i기업의 t년 수익성 비율
- $L_{i,t}$ = i기업의 t년 레버리지 비율
- $Risk_{i,t}$ = i기업의 t년 경영위험
- η_i = 기업특성효과
- λ_t = 시간특성효과
- $\epsilon_{i,t}$ = 오차항

식(1)은 여러 가지 통계적 방법으로 추정할 수 있

으나, 라그랑지 승수 검정, 하우스만 검정과 같은 통계적 검정절차를 거쳐 고정효과 또는 확률효과 모형을 적용한다. Chamberlain and Griliches(1984)는 고정효과 모형은 누락변수와 독립변수 간에 상관성이 존재하더라도 추정결과에 편의가 발생하지 않는 장점이 있다고 하였다. 먼저, Breusch and Pagan (1980)이 제안한 라그랑지 승수 검정(Lagrange multiplier test)을 통해 기업특성효과(η_i)와 시간 특성효과(λ_t)의 존재를 확인하고, 하우스만 검정(Hausman test)을 통해 고정효과 또는 확률효과 모형의 적합성을 확인한다.

식(1)에서 3가지 배당지급 비율(dividend ratio)을 종속변수로 사용하며, 그 중에서 총매출액 대비 현금배당 비율(cash dividend ratio scaled by total sales: $DS_{i,t}$)은 [(i기업의 t년 현금배당)/(i기업의 t-1년 총매출액)]으로 측정하고, 총자산 대비 현금배당 비율(cash dividend ratio scaled by total assets: $DTA_{i,t}$)은 [(i기업의 t년 현금배당)/(i기업의 t-1년 자산총계)]로 측정하고, 주당배당(dividend per share: $DPS_{i,t}$)은 [(i기업의 t년 현금배당)/(i기업의 t-1년 주식발행수)]로 측정하며, 각각의 경우에 분모는 Grullon and Michaely (2007, 2014)의 방법에 따라 1시차를 적용한다. 그리고 본 연구에서는 현금배당과 자사주매입을 함께 고려한 총지급 비율(total payment ratio)을 종속변수로 사용하여 추가적인 분석을 실시한다. 식(2)에서 2가지 총지급 비율 중에서, 총매출액 대비 총지급 비율(total payment ratio scaled by total sales: $TPTS_{i,t}$)은 [(i기업의 t년 현금배당 + i기업의 t년 자사주매입액)/(i기업의 t-1년 총매출액)]

으로 측정하고, 주당총지급(total payment per share: $TPPS_{i,t}$)은 [(i기업의 t년 현금배당 + i기업의 t년 자사주매입액)/(i기업의 t-1년 주식발행수)]로 측정한다.

설명변수인 제품시장 경쟁도(degree of product market competition: $PMCD_{i,t}$)는 Grullon and Michaely(2007, 2014)의 방법을 원용하여, 산업 집중도와 반대방향으로 변동한다는 원리를 적용하여 측정한다. 산업집중도(industry concentration)는 국내 데이터 베이스에서 제공되지 않기 때문에 매년도별로 각 산업별로 소속기업의 매출액을 사용하여 허핀달·허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman index)로 측정한다. 즉, 산업집중도는 매년도별로 각 산업에 소속된 기업의 매출액의 제곱의 합을 소속기업 매출액 합계의 제곱으로 나누어 각 산업에 소속된 기업의 매출액의 집중도를 측정한다.¹⁾ 결과적으로, 산업집중도는 각 산업에 소속된 기업의 시장점유율(market share)의 제곱의 합으로 측정되며, 0과 1사이의 값을 갖게 된다. 따라서 제품시장 경쟁도는 산업집중도와 반대방향으로 변동한다는 원리를 적용하기 위하여 (1-산업집중도)로 측정할 수 있다. 산업집중도가 낮으면 산업 내에서 소속기업의 시장점유율이 분산되고 경쟁기업수가 증가하여 제품시장 경쟁도가 증가하는 반면에, 산업집중도가 높으면 산업 내에서 소속기업의 시장점유율이 집중되고 경쟁기업수가 감소하여 제품시장 경쟁도가 감소한다. 즉, 산업집중도가 낮으면 제품시장 경쟁이 치열해지고, 산업집중도가 높으면 제품시장 경쟁이 느슨해진다. 따라서 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자는 과잉투자 위험과 자신의 해고위험을 피하기 위하

1) j산업에 소속된 개별기업 수가 N개고, 그 j산업에 소속된 i기업의 t년 매출액을 $Sale_{i,j,t}$ 라고 하면, i기업이 소속된 j산업의 t년 산업집중도(industry concentration: $IC_{i,j,t}$)는 $IC_{i,j,t} = \left[\frac{\sum_{i=1}^{N_j} (Sale_{i,j,t})^2}{\left(\sum_{i=1}^{N_j} Sale_{i,j,t} \right)^2} \right]$ 로 산출된다.

여 초과현금을 배당금으로 지급할 가능성이 증가한다. 즉, 제품시장 경쟁은 배당지급에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Grullon and Michaely (2007, 2014)는 미국 기업을 대상으로 분석한 결과, 매출액에 대한 산업집중도가 낮아질수록 제품시장 경쟁이 치열해지므로 배당지급이 증가한다고 하였다. 그리고 본 연구에서 산업집중도를 측정하기 위한 산업분류는 KIS Value Library에서 제공하는 표준산업분류(KSIC) 중에서 소분류 기준을 적용하며, 산업 및 연도별로 산업집중도를 의미 있게 측정하기 위해 각 연도별로 최소한 5개 이상의 기업이 포함된 소분류 산업을 대상으로 한다(He, 2012).

그리고 본 연구에서는 선행연구에서 배당정책에 영향을 미치는 것으로 알려진 5가지 기업특성변수를 통제변수로 사용한다. Dennis and Osobov(2008)은 6개 선진국 기업을 대상으로 한 연구에서, 기업 규모, 이익잉여금 및 수익성은 배당지급에 양(+)의 영향을 미치고, 레버리지와 경영위험은 음(-)의 영향을 미친다고 하였고, Gul(1999)은 일본 기업을 대상으로 한 연구에서 유사한 결과를 발견하였다.

먼저, 기업규모($Size_{i,t}$)는 규모 변수로서 \ln (기업의 t년 시가총액)으로 측정하며, 배당지급에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이익잉여금 비율($RE_{i,t}$)은 배당 수명주기 변수로서 [(기업의 t년 이익잉여금)/(기업의 t-1년 자산총계)]로 측정하며, 배당지급에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. DeAngelo et al.(2006)은 미국 기업을 대상으로 배당 수명주기 이론을 검증한 결과, 이익잉여금 비율은 배당지급에 양(+)의 영향을 미친다고 하였고, Denis and Osobov(2008)는 6개 선진국 기업을 대상으로 검증한 결과, 이익잉여금 비율이 배당지급에 양(+)의 영향을 미침을 재확인하였다.

수익성 비율($ROA_{i,t}$)은 [(기업의 t년 EBIT)/(기업의 t-1년 자산총계)]로 측정하며, 배당지급에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 레버리지 비율($L_{i,t}$)은 [(기업의 t년 부채총계)/(기업의 t년 자산총계)]로 측정하며, 배당지급에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Gugler and Yurtuglu(2003)는 레버리지 비율을 [(기업의 t년 부채총계)/(기업의 t년 자산총계)]로 측정하였고, Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 [(기업의 t년 장기부채)/(기업의 t년 자산총계)]로 측정하였으나, 본 연구에서는 전자의 방법으로 측정한다. 레버리지가 증가하면 이자비용이 증가하여 현금잔고가 감소하므로 배당지급도 감소할 것으로 예상된다. 경영위험($Risk_{i,t}$)은 [(기업의 t년 베타계수)/(1+(기업의 t년 부채총계)/(기업의 t년 자기자본총계))]로 측정하며, 배당지급에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Hamada(1972)의 모형에 기초하여, 베타계수를 자기자본비용 역수로 조정함으로써 체계적 위험 중에서 재무 레버리지로 인한 재무위험 부분을 제거하고 영업 레버리지로 인한 경영위험 부분만을 측정할 수 있다. 경영위험이 증가하면 영업이익의 변동성이 증가하므로, 경영자는 그에 따른 재무적 곤경을 피하기 위하여 배당지급을 감소시킬 유인을 갖는다.

본 연구에서는 제품시장 경쟁이 배당증가와 배당 중단에 미치는 영향을 분석하기 위하여 식(3) 및 (4)와 같은 로지스틱 모형(logistic model)을 설정한다. 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당증가의 가능성이 증가하는 반면에 배당중단의 가능성은 감소할 것으로 예상된다. 그리고 기업규모, 배당 수명주기, 수익성, 레버리지, 경영위험과 같은 배당결정변수를 통제변수로 사용한다.

$$\ln\left[\frac{\Pr(D(increase))_{i,t}}{1-\Pr(D(increase))_{i,t}}\right] = \beta_0 + \beta_1 PMCD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 RE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 L_{i,t} + \beta_6 Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (3)$$

$$\ln\left[\frac{\Pr(D(ommission))_{i,t}}{1-\Pr(D(ommission))_{i,t}}\right] = \beta_0 + \beta_1 PMCD_{i,t} + \beta_2 Size_{i,t} + \beta_3 RE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \beta_5 L_{i,t} + \beta_6 Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (4)$$

식(3)에서 $\ln\left[\frac{\Pr(D(increase))_{i,t}}{1-\Pr(D(increase))_{i,t}}\right]$ 는 로지스틱 함수(logistic function)를 나타내고, 종속변수인 배당증가 확률 $[\Pr(D(increase))_{i,t}]$ 은 i기업이 t년에 배당증가(dividend increase)를 하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가질 확률을 나타낸다. 설명변수인 제품시장 경쟁도($PMCD_{i,t}$)는 배당증가 확률에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자는 과잉투자 위험과 자신의 해고위험을 피하기 위하여 배당금을 증가시킬 가능성이 많다. 통제변수는 식(1) 및 (2)와 같다. 그리고 식(4)에서 종속변수인 배당중단 확률 $[\Pr(D(omission))_{i,t}]$ 은 i기업이 t년에 배당중단(dividend omission)을 하면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 가질 확률을 나타낸다. 설명변수인 제품시장 경쟁은 배당중단 확률에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자는 과잉투자 위험과 자신의 해고위험을 피하기 위하여 배당중단을 억제시킬 가능성이 많다.

본 연구에서는 대리인 문제가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 분석하기 위하여 식(5) 및 (6)과 같은 OLS 회귀모형을 설정한다. Grullon and Michaely(2007, 2014)는 경영자와

주주간의 대리인 문제에 초점을 맞추어 제품시장 경쟁이 배당정책에 미치는 영향을 분석하였지만, 그들의 논의를 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 적용할 수 있다. Faccio et al.(2001)은 일본을 비롯한 동아시아 국가 기업의 가족지배 구조에서는 경영자가 대주주의 이익을 대변하기 때문에, 경영자와 주주간의 대리인 문제가 대주주와 소액주주간의 대리인 문제와 유사하다고 하였다. 즉, 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 영향을 미칠 수 있다. 따라서 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업일수록 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 완화되고 소액주주에 대한 배당지급도 증가할 것으로 기대한다.

$$D_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PMCD_{i,t} + \gamma_2 OC_{i,t} + \gamma_3 Size_{i,t} + \gamma_4 RE_{i,t} + \gamma_5 ROA_{i,t} + \gamma_6 L_{i,t} + \gamma_7 Risk_{i,t} + \gamma_8 PMCD_{i,t}^{high} \times OC_{i,t} + \gamma_9 PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t} + \gamma_{10} PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t} + \gamma_{11} PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t} + \gamma_{12} PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t} + \gamma_{13} PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (5)$$

$$TP_{i,t} = \gamma_0 + \gamma_1 PMCD_{i,t} + \gamma_2 OC_{i,t} + \gamma_3 Size_{i,t} + \gamma_4 RE_{i,t} + \gamma_5 ROA_{i,t} + \gamma_6 L_{i,t} + \gamma_7 Risk_{i,t} + \gamma_8 PMCD_{i,t}^{high} \times OC_{i,t} + \gamma_9 PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t} + \gamma_{10} PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t} + \gamma_{11} PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t} + \gamma_{12} PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t} + \gamma_{13} PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (6)$$

식(5)와 (6)에서 종속변수는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율로서 식(1) 및 (2)와 같은 방법으로 측정한다. 설명변수 중에서 제품시장 경쟁

도($PMCD_{i,t}$)는 식(3)과 같은 방법으로 측정하고, 배당지급 비율과 총지급 비율에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그리고 설명변수로 추가된 대주주들 간의 소유집중도(ownership concentration: $OC_{i,t}$)는 Klassen(1997), 신민식·김수은(2010) 등의 방법에 따라, KIS Value Library의 "주요 주주 현황"에서 제공하는 1~5대주주 지분을 분포를 이용하여 허핀달·허쉬만 지수(Herfindahl-Hirschman index)로 측정한다. 즉, 소유집중도는 매 연도별로 1대주주부터 5대주주까지 각각의 지분율의 제곱의 합을 전체 지분율 합계의 제곱으로 나누어 대주주들 간의 소유집중도를 측정한다.²⁾ 대주주들 간의 소유집중도는 5대주주 중에서 특정 대주주 지분율이 다른 대주주 지분율보다 상대적으로 높을수록 증가하므로, 5대주주들 간의 소유집중도를 잘 반영한다고 할 수 있다.

식(5)와 (6)에서 설명변수로 추가된 대주주들 간의 소유집중도($OC_{i,t}$)는 배당지급에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 외부감시를 적게 받으므로 대주주들은 자신들에게 유리한 방향으로 배당지급을 통제할 수 있다. Faccio et al.(2001)은 유럽과 동아시아 국가 기업의 배당지급을 비교분석 한 결과, 대주주는 마음만 먹으면 자신들의 통제 하에 있는 자산과 현금흐름으로부터 사적 이익을 취할 수 있기 때문에 배당지급을 기피한다고 하였다. Shleifer and Vishny (1997)는 대주주들이 자기들과 소액주주간에 균등한 혜택이 분배되는 배당지급을 기피하는 대신에 소액주주의 희생 하에 유망한 사업기회를 취하거나 부서간의 이전가격결정에 유리한 방향으로 개입하는 등

사적 이익을 취할 수 있다고 하였다. Gugler and Yurtoglu(2003), Maury and Pajuste(2002), Khan(2006) 등도 독일, 핀란드, 영국 기업을 대상으로 한 연구에서, 대주주들은 배당지급을 기피한다고 하였다. 그러나 제품시장의 고-경쟁도 더미와 소유집중도 간의 상호작용변수($PMCD_{i,t}^{high} \times OC_{i,t}$)는 배당지급에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, 제품시장 경쟁이 매우 치열할수록 대주주와 소액주주간의 대리인 문제도 완화되어 소액주주에 대한 배당지급도 증가할 것으로 기대한다. 제품시장의 고-경쟁도 더미($PMCD_{i,t}^{high}$)는 제품시장 경쟁도가 중위수 이상이면 1의 값을 부여하고, 그렇지 않으면 0의 값을 부여한다. 그리고 제품시장 경쟁도가 중위수 이상으로 매우 치열할 경우에는 통제변수들이 배당지급에 미치는 영향도 보통 때보다 더 강화되거나 약화될 수 있다.

본 연구에서는 과잉투자 위험이 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 분석하기 위하여 식(7) 및 (8)과 같은 OLS 회귀모형을 설정한다. Jensen(1986)은 정보비대칭 하에서 경영자들이 자신의 사적 이익을 위해 음(-)의 NPV 프로젝트에 과잉투자 하기 위하여 잉여현금흐름을 사용할 수 있다고 하였고, Stulz(1990)는 경영자들이 과잉투자를 통해 사적 이익을 취할 수 있다고 하였다. Vogt (1994)는 과잉투자 과소투자 문제는 투자기회의 질적 수준에 따라 달라진다고 하였고, Lang et al. (1996)과 Morgado and Pindado(2003)는 투자기회의 질적 수준이 낮을수록 최적 투자 수준이 낮기 때문에 과잉투자 위험이 증가한다고 하였다. Morgado and Pindado(2003)는 투자기회의 질적 수준을

2) KIS Value Library의 '주요 주주 현황'에서 제공하는 1~5대주주 지분율 중에서, i기업의 t년 j번째 대주주 지분율을 $Large_{jt}$ 라고 하면, i기업의 t년 소유집중도는 $OC_t = \left[\frac{\sum_{j=1}^5 (Large_{jt})^2}{\left(\sum_{j=1}^5 Large_{jt} \right)^2} \right]$ 로 산출된다.

Tobin-q로 측정하였으며, Tobin-q가 낮은 저성장 기업일수록 투자기회의 질적 수준이 낮고 과잉투자 위험은 높다고 하였다. 본 연구에서는 기업의 Tobin-q 수준에 따라 과잉투자 위험이 높은 기업과 낮은 기업으로 분류한다. 즉, 과잉투자 위험이 높은 저성장 기업은 표본기간 동안 Tobin-q의 평균이 1미만인 기업으로 정의하고, 과잉투자 위험이 낮은 고성장 기업은 표본기간 동안 Tobin-q의 평균이 1이상인 기업으로 정의하며, Tobin-q($Q_{i,t}$)는 [(i기업의 t년 부채총계+i기업의 t년 자기자본 시가총액)/(i기업의 t년 자산총계)로 측정한다.

$$\begin{aligned}
 D_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 PMCD_{i,t} + \delta_2 OverInvest_{i,t}^d + \delta_3 Size_{i,t} \\
 & + \delta_4 RE_{i,t} + \delta_5 ROA_{i,t} + \delta_6 L_{i,t} + \delta_7 Risk_{i,t} \\
 & + \delta_8 PMCD_{i,t}^{high} \times OverInvest_{i,t}^d \\
 & + \delta_9 PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t} + \delta_{10} PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t} \\
 & + \delta_{11} PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t} + \delta_{12} PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t} \\
 & + \delta_{13} PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (7)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 TP_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 PMCD_{i,t} + \delta_2 OverInvest_{i,t}^d + \delta_3 Size_{i,t} \\
 & + \delta_4 RE_{i,t} + \delta_5 ROA_{i,t} + \delta_6 L_{i,t} + \delta_7 Risk_{i,t} \\
 & + \delta_8 PMCD_{i,t}^{high} \times OverInvest_{i,t}^d \\
 & + \delta_9 PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t} + \delta_{10} PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t} \\
 & + \delta_{11} PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t} + \delta_{12} PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t} \\
 & + \delta_{13} PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (8)
 \end{aligned}$$

식(7)과 (8)에서 종속변수는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율로서 식(1) 및 (2)와 같은 방법으로 측정한다. 설명변수 중에서 제품시장 경쟁도 ($PMCD_{i,t}$)는 식(1)에서와 같은 방법으로 측정하고, 배당지급 비율과 총지급 비율에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상하며, 과잉투자 위험 더미 ($OverInvest_{i,t}^d$)

는 표본기간 동안 Tobin-q의 평균이 1미만인 저성장 기업이면 1의 값을 부여하고, 그렇지 않으면 0의 값을 부여하는 더미변수로서, 배당지급에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, Tobin-q가 낮은 저성장 기업은 과잉투자 위험이 높은 반면에 배당지급은 낮을 것으로 예상된다. 그러나 제품시장의 고경쟁도 더미와 과잉투자 위험 더미간의 상호작용변수 ($PMCD_{i,t}^{high} \times OverInvest_{i,t}^d$)는 배당지급에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, Tobin-q가 낮은 저성장 기업이라도 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 과잉투자 위험이 완화되어 배당지급이 증가할 것으로 예상된다. 그리고 제품시장 경쟁도가 중위수 이상으로 매우 치열할 경우에는 통제변수들이 배당지급에 미치는 영향도 보통 때보다 더 강화되거나 약화될 수 있다.

본 연구에서는 재벌 기업 여부가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 분석하기 위하여 식(9) 및 (10)과 같은 OLS 회귀모형을 설정한다. Shin and Park(1999)은 한국에서는 재벌의 계열사로 소속된 기업과 그렇지 않은 독립기업이 공존하는 특수한 기업환경을 이루고 있으며, 재벌 기업은 자신의 현금흐름이 부족하더라도 내부자본시장을 통하여 자본조달을 쉽게 할 수 있고 부채를 더 많이 사용할 수 있기 때문에 재무적 제약을 적게 받는다고 하였다. Johnson, LaPorta, Lopez-de-Silanes and Shleifer(2000)는 대주주가 소액주주나 채권자의 부를 다양한 방법으로 자신들에게 이전시키는 터널링(tunneling)의 가능성이 존재한다고 하였다. 따라서 재벌 기업의 대주주는 적은 소유권으로도 상호주식보유를 통해 여러 계열기업을 지배할 수 있고 소액주주의 이익을 침해할 수 있기 때문에 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 더 심각하고 배당지급이 낮을 수 있다. Claessens, Djankov and Lang

(2000)은 한국을 비롯한 동아시아 국가 기업들은 소액주주에 대한 법적 보호 제도가 미약하고 외부 감시 제도도 취약하여 대주주의 사적 이익 추구 현상이 선진국 기업들보다 훨씬 심각하다고 하였다. 그러나 Prowse(1990, 1992)는 일본의 게이레츠(keiretsu) 기업은 경영자와 채권자간의 관계가 긴밀하여 주주와 채권자간의 감시비용과 대리인 문제를 완화시킨다고 하였다. Gilson and Roe(1993)는 제품시장 경쟁이 치열한 상황에서, 재벌 기업의 상호주식보유 제도는 계열기업의 성과를 감시할 수 있는 중요한 수단이라고 하였다. 본 연구에서는 전체 표본기업을 재벌 여부에 따라 재벌과 비재벌 기업으로 분류하고, 재벌은 공정거래법상 상호출자제한 기업집단으로 분류된 대기업 집단으로 정의하고, 재벌의 계열사로 소속된 기업을 재벌 기업으로 분류하고, 그렇지 않은 독립기업을 비재벌 기업으로 분류한다.

$$\begin{aligned}
 D_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 PMCD_{i,t} + \theta_2 Chaebol_{i,t} + \theta_3 Size_{i,t} \\
 & + \theta_4 RE_{i,t} + \theta_5 ROA_{i,t} + \theta_6 L_{i,t} + \theta_7 Risk_{i,t} \\
 & + \theta_8 PMCD_{i,t}^{high} \times Chaebol_{i,t} \\
 & + \theta_9 PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t} + \theta_{10} PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t} \\
 & + \theta_{11} PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t} + \theta_{12} PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t} \\
 & + \theta_{13} PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (9)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 TP_{i,t} = & \theta_0 + \theta_1 PMCD_{i,t} + \theta_2 Chaebol_{i,t} + \theta_3 Size_{i,t} \\
 & + \theta_4 RE_{i,t} + \theta_5 ROA_{i,t} + \theta_6 L_{i,t} + \theta_7 Risk_{i,t} \\
 & + \theta_8 PMCD_{i,t}^{high} \times Chaebol_{i,t} \\
 & + \theta_9 PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t} + \theta_{10} PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t} \\
 & + \theta_{11} PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t} + \theta_{12} PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t} \\
 & + \theta_{13} PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (10)
 \end{aligned}$$

식(9)과 (10)에서 종속변수는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율로서 식(1) 및 (2)와 같은 방법으로 측정한다. 설명변수 중에서 제품시장 경쟁도($PMCD_{i,t}$)는 식(1)에서와 같은 방법으로 측정하고, 배당지급 비율과 총지급 비율에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상하며, 재벌 기업 더미($Chaebol_{i,t}$)는 재벌 기업이면 1의 값을 부여하고, 그렇지 않으면 0의 값을 부여하는 더미변수로서, 배당지급에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, 재벌 기업의 대주주는 적은 소유권으로도 상호주식보유를 통해 여러 계열기업을 지배할 수 있고 소액주주의 이익을 침해할 수 있기 때문에 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 더 심각하고, 배당지급도 낮을 것으로 예상된다. 그러나 제품시장의 고-경쟁도 더미와 재벌 기업 더미간의 상호작용변수($PMCD_{i,t}^{high} \times Chaebol_{i,t}$)는 배당지급에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 완화되고 소액주주에 대한 배당지급도 증가할 것으로 기대한다. 그리고 제품시장 경쟁도가 중위수 이상으로 매우 치열할 경우에는 통제변수들이 배당지급에 미치는 영향도 보통 때보다 더 강화되거나 약화될 수 있다.

IV. 실증분석

4.1 기초 통계량 분석

본 절에서는 전체 표본기업을 배당 기업과 무배당 기업으로 분류하여, 기업특성변수에 대한 기초 통계량 분석과 차이 검정을 실시한다. 그리고 배당 기업 표본을 재벌과 비재벌 기업으로 분류하여, 기업특성

변수에 대한 차이 검정을 실시하고, 변수들 간의 상관관계를 분석한다. 이러한 분석을 통하여 변수들의 확률분포 특성과 이상치 여부를 파악한다.

〈표 3〉은 전체 표본기업을 배당 기업과 무배당 기업으로 분류하여, 전체 표본기업과 하위표본별로 기업특성변수에 대한 기초 통계량을 분석하고, 두 하위표본 간의 기업특성변수에 대한 평균 차이 검정을 실시한 결과를 나타낸다.

먼저, 제품시장 경쟁도의 평균은 전체 표본기업, 배당 기업 및 무배당 기업의 경우에 각각 0.8279, 0.8284 및 0.8267로서, 배당 기업이 무배당 기업보다 1% 수준에서 유의하게 높는데, 이는 배당 기업이 무배당 기업보다 제품시장 경쟁이 더 치열함을 의미한다. 대주주들 간의 소유집중도의 평균은 전체 표본기업, 배당 기업 및 무배당 기업의 경우에 각각 0.4328, 0.4146 및 0.4791로서, 배당 기업이 무

배당 기업보다 5% 수준에서 유의하게 낮는데, 이는 배당 기업이 무배당 기업보다 1~5대주주간의 소유집중도가 더 낮음을 의미한다. 기업규모의 평균은 전체 표본기업, 배당 기업 및 무배당 기업의 경우에 각각 25.2279, 25.5264 및 24.5038로서, 배당 기업이 무배당 기업보다 1% 수준에서 유의하게 높는데, 이는 배당 기업이 무배당 기업보다 기업규모가 더 크음을 의미한다. 이익잉여금 비율의 평균은 전체 표본기업, 배당 기업 및 무배당 기업의 경우에 각각 0.2028, 0.3043 및 0.0275로서, 배당 기업이 무배당 기업보다 5% 수준에서 유의하게 높는데, 이는 배당 기업이 배당 수명주기 상으로 성숙기업에 속할 가능성이 더 많음을 시사한다. 수익성 비율의 평균은 전체 표본기업, 배당 기업 및 무배당 기업의 경우에 각각 0.0454, 0.0646 및 0.0013으로서, 배당 기업이 무배당 기업보다 1% 수준에서 유의하

〈표 3〉 전체 표본기업의 기초 통계량 분석과 차이 검정

전체 표본기업을 배당 기업과 무배당 기업으로 분류하여, 기업특성변수에 대한 기초 통계량 분석과 차이 검정을 실시한다. 배당 기업은 표본기간 동안 기업-년 별로 배당금을 지급한 기업이고, 무배당 기업은 배당금을 지급하지 않은 기업이다. 제품시장 경쟁도는 산업집중도와 반대방향으로 변동한다는 원리를 적용하여 측정하며, 산업집중도는 표본기간 동안 매 연도별로 각 산업별로 소속기업의 매출액을 사용하여 Herfindahl-Hirschman 지수로 측정한다. 대주주들 간의 소유집중도는 1~5 대주주 지분율을 사용하여 Herfindahl-Hirschman 지수로 측정한다. 기업규모는 $\ln(\text{기업의 } t\text{년 시가총액})$ 으로 측정하고, 이익잉여금 비율은 $[(\text{기업의 } t\text{년 이익잉여금})/(\text{t년 자산총계})]$ 로 측정하며, 수익성 비율은 $[(\text{기업의 } t\text{년 EBIT})/(\text{기업의 } t\text{년 자산총계})]$ 로 측정한다. 레버리지 비율은 $[(\text{기업의 } t\text{년 부채총계})/(\text{기업의 } t\text{년 자기 자본총계})]$ 로 측정하고, 경영위험은 $[(\text{기업의 } t\text{년 베타계수})/(1 + (\text{기업의 } t\text{년 부채총계})/(\text{기업의 } t\text{년 자기 자본총계}))]$ 로 측정한다. 평균 차이 검정에서 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	전체 표본기업			배당 기업		무배당 기업		차이 검정
	평균	표준편차	중위수	평균	중위수	평균	중위수	
$PMCD_{i,t}$	0.8279	0.1081	0.8577	0.8284	0.8620	0.8267	0.8545	3.054***
$OC_{i,t}$	0.4328	0.1962	0.3721	0.4146	0.3518	0.4791	0.4288	-2.458**
$Size_{i,t}$	25.2279	1.6861	24.9457	25.5264	25.2218	24.5038	24.2827	2.983***
$RE_{i,t}$	0.2028	0.3018	0.2121	0.3043	0.2765	0.0275	0.0134	2.276**
$ROA_{i,t}$	0.0454	0.0709	0.0455	0.0646	0.0568	0.0013	0.0121	5.769***
$L_{i,t}$	0.4751	0.2162	0.4717	0.4174	0.4241	0.6068	0.6073	-3.041***
$Risk_{i,t}$	0.3768	0.2237	0.3547	0.2974	0.2796	0.4095	0.3829	-0.1121

게 높은데, 이는 배당 기업이 무배당 기업보다 수익성이 더 양호함을 의미한다. 레버리지 비율의 평균은 전체 표본기업, 배당 기업 및 무배당 기업의 경우에 각각 0.4751, 0.4174 및 0.6068로서, 배당 기업이 무배당 기업보다 1% 수준에서 유의하게 낮은데, 이는 배당 기업이 무배당 기업보다 차입의존도가 더 낮고 이자비용도 더 감소할 가능성이 많음을 의미한다. 그리고 경영위험의 평균은 전체 표본기업, 배당 기업 및 무배당 기업의 경우에 각각 0.3768, 0.2974 및 0.4095로서, 배당 기업과 무배당 기업 간에는 유의한 차이가 없다. 분석 결과를 종합하면, 제품시장 경쟁도와 대주주들 간의 소유집중도는 물론 통제변수들도 배당 기업과 무배당 기업 간에 차이가 있고, 이러한 차이는 배당 기업의 배당정책에도 차별적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

〈표 4〉는 배당 기업 표본을 재벌과 비재벌 기업으로 분류하여, 기업특성변수에 대한 차이 검정을 실시한 결과를 나타낸다. 먼저, 배당지급 비율 중에서, 총매출액 대비 현금배당 비율, 총자산 대비 현금배당 비율 및 주당배당의 평균은 재벌과 비재벌 기업의 경우에 각각 0.0159, 0.0126, 82.07과 0.0145, 0.0120, 36.03으로서, 재벌 기업이 비재벌 기업보다 1~10% 수준에서 유의하게 높은데, 이는 재벌 기업이 비재벌 기업보다 배당지급 비율이 더 높음을 의미한다. 제품시장 경쟁도의 평균은 재벌과 비재벌 기업의 경우에 각각 0.8318과 0.8104로서, 재벌 기업이 비재벌 기업보다 1% 수준에서 유의하게 더 높은데, 이는 재벌 기업이 비재벌 기업보다 제품시장 경쟁이 더 치열함을 시사한다. 대주주들 간의 소유집중도의 평균은 재벌 기업과 비재벌 기업의 경우

〈표 4〉 재벌과 비재벌 기업간의 차이 검정

배당 기업 표본을 재벌과 비재벌 기업으로 분류하여, 기업특성변수에 대한 차이 검정을 실시한다. 3가지 배당지급 비율 중에서, 총매출액 대비 현금배당 비율은 [(i기업의 t년 현금배당)/(i기업의 t-1년 총매출액)]으로 측정하고, 총자산 대비 현금배당 비율은 [(i기업의 t년 현금배당)/(i기업의 t-1년 자산총계)]로 측정하며, 주당배당은 [(i기업의 t년 현금배당)/(i기업의 t-1년 주식발행수)]로 측정한다. 평균 차이 검정에서 ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	재벌 기업 여부				차이 검정
	재벌 기업		비재벌 기업		
	평균	중위수	평균	중위수	
$DTS_{i,t}$	0.0159	0.0108	0.0145	0.0092	3.586***
$DTA_{i,t}$	0.0126	0.0100	0.0120	0.0084	2.158**
$DPS_{i,t}$	82.07	62.28	36.03	15.00	1.864*
$PMCD_{i,t}$	0.8318	0.8620	0.8104	0.8426	4.536***
$OC_{i,t}$	0.4696	0.4076	0.4244	0.3660	1.697*
$Size_{i,t}$	27.1587	27.0902	24.7847	24.6784	2.372**
$RE_{i,t}$	0.1995	0.2200	0.1846	0.1719	1.758*
$ROA_{i,t}$	0.0524	0.0508	0.0437	0.0441	6.853***
$L_{i,t}$	0.4612	0.4557	0.5369	0.5572	-2.391**
$Risk_{i,t}$	0.3661	0.3431	0.4232	0.4014	-1.048

에 각각 0.4696과 0.4244로서, 재벌 기업이 비재벌 기업보다 10% 수준에서 유의하게 높는데, 이는 재벌 기업이 비재벌 기업보다 소유집중도가 더 높음을 의미한다. 그리고 통제변수 중에서, 기업규모, 이익잉여금 비율, 수익성 비율은 재벌 기업이 비재벌 기업보다 더 높고, 레버리지 비율은 재벌 기업이 비재벌 기업보다 더 낮다. 분석 결과를 종합하면, 제품시장 경쟁도와 대주주들 간의 소유집중도는 물론 통제변수들도 재벌과 비재벌 기업 간에 차이가 있으며, 이러한 차이는 배당정책에도 차별적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

〈표 5〉는 배당 기업 표본을 대상으로 하여 변수들 간의 상관관계를 피어슨 상관계수로 나타낸 것이다. 먼저, 제품시장 경쟁도는 3가지 배당지급 비율과 1~5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있고, 대주주들 간의 소유집중도는 1~5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 있다. 이러한 분석 결과는 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이 증가하지만, 대주주들 간의 소유집중도가 높을수록 배당지급이 감소할 수 있음을 시사한다. 통제변수 중에서, 기

업규모, 이익잉여금 비율 및 수익성 비율은 3가지 배당지급 비율과 각각 1% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있고, 레버리지 비율 및 경영위험은 1~5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계가 있다.

그리고 독립변수들 간에는 유의한 상관관계가 있는 경우와 없는 경우가 혼재되어 있으며, 3가지 배당지급 비율들은 서로 간에 상관관계가 매우 높은 경우가 있다. 따라서 배당지급 비율을 동시에 회귀 모형에 투입하면 다중공선성 문제를 야기할 수 있으므로, 각 비율을 개별적으로 투입한다. 독립변수들의 경우에는 상관계수의 절대 값이 0.5를 초과하지 않아 다중공선성은 우려되지 않는다(Kennedy, 1992). 또한, 회귀계수에 대하여 개별적으로 분산팽창계수 (variance inflation factors: VIFs)를 측정된 결과, 독립변수 중에서 기업규모의 VIF 값이 1.88로 가장 크지만 통계학적으로 허용되는 범위 내에 분포한다. 따라서 본 연구에서는 재무변수를 사용한 회귀분석에서 자주 발생하는 다중공선성 문제는 우려되지 않는다.

〈표 5〉 상관관계 및 다중공선성 분석

배당 기업 표본을 대상으로 하여 변수들 간의 상관관계 분석을 통하여 상관관계의 방향과 크기 및 다중공선성 가능성을 점검한다. **, *는 각각 1%, 5% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	VIFs
(1) $DTS_{i,t}$	1										
(2) $DTA_{i,t}$	0.668**	1									5.68
(3) $DPS_{i,t}$	0.290**	0.340**	1								3.42
(4) $PMCD_{i,t}$	0.021*	0.030**	0.063**	1							1.16
(5) $OC_{i,t}$	-0.009*	-0.051**	-0.039**	0.062**	1						1.12
(6) $Size_{i,t}$	0.143**	0.137**	0.267**	0.323**	0.261**	1					1.88
(7) $RE_{i,t}$	0.216**	0.273**	0.199**	0.059**	-0.071	0.074**	1				1.52
(8) $ROA_{i,t}$	0.280**	0.451**	0.284**	0.089**	-0.003	0.234**	0.350**	1			1.50
(9) $L_{i,t}$	-0.184**	-0.169**	-0.106**	0.071**	0.112**	0.070**	-0.362**	-0.127**	1		1.79
(10) $Risk_{i,t}$	-0.200*	-0.199**	-0.160**	0.147**	0.120**	0.497**	0.247**	0.216**	-0.254	1	1.57

4.2 기업의 제품시장 경쟁이 배당정책에 미치는 영향 분석

본 절에서는 기업의 제품시장 경쟁이 배당정책에 미치는 영향을 실증적으로 분석한다. 또한, 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당증가 확률이 증가하는 반면에 배당중단 확률이 감소하는가를 분석한다.

〈표 6〉은 기업의 제품시장 경쟁이 배당정책에 미

치는 영향을 고정효과모형으로 회귀분석 한 결과를 나타낸다. 배당정책을 대변하는 종속변수로는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율을 사용한다. 먼저, 라그랑지 승수 검정을 통해 기업특성효과와 시간특성효과가 1% 수준에서 유의하게 존재하고, 하우스만 검정을 통해 고정효과 모형이 1% 수준에서 유의함을 확인하였으며, 모형의 적합도는 모두 1% 수준에서 유의하게 나왔다.

〈표 6〉 제품시장 경쟁이 배당정책에 미치는 영향

종속변수는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율이고, 설명변수는 제품시장 경쟁정도이며, 통제변수는 기업규모, 이익잉여금 비율, 수익성 비율, 레버리지 비율 및 경영위험이다. ()안은 오차항의 이분산성을 고려한 White (1980)의 수정표준오차를 적용한 t-값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	예상 부호	배당지급 비율			총지급 비율	
		DTS_t	DTA_t	DPS_t	$TPTS_t$	$TPPS_t$
상수		0.004*** (4.75)	0.009*** (15.24)	0.057*** (2.93)	0.005*** (3.53)	0.065 (1.08)
$PMCD_{i,t}$	+	0.040*** (17.86)	0.013** (2.19)	0.089** (1.99)	0.041*** (10.01)	0.159** (2.12)
$Size_{i,t}$	+	0.002* (1.75)	0.003*** (8.25)	0.004*** (9.34)	0.022*** (4.83)	0.007*** (5.44)
$RE_{i,t}$	+	0.002** (2.22)	0.002*** (2.68)	0.177*** (10.34)	0.003*** (2.69)	0.301*** (7.22)
$ROA_{i,t}$	+	0.019*** (9.88)	0.034*** (26.18)	0.386*** (8.49)	0.025* (1.82)	0.028* (1.85)
$L_{i,t}$	-	-0.013*** (-16.34)	-0.009*** (-14.83)	-0.185*** (-8.34)	-0.021*** (-13.13)	-0.233*** (-4.19)
$Risk_{i,t}$	-	-0.002* (-1.76)	-0.003*** (-2.62)	-0.054*** (-3.12)	-0.002* (-1.76)	-0.077* (-1.75)
관측수		7,450	7,450	7,450	7,450	7,450
기업수		557	557	557	557	557
$R^2 - Within$		0.1246	0.1640	0.1563	0.0722	0.0478
$R^2 - Between$		0.0928	0.2556	0.1153	0.1272	0.1032
$R^2 - Overall$		0.0967	0.2142	0.1327	0.0770	0.0639
Lagrange multiplier test		5580.15***	5763.35***	32341.50***	1924.17***	8144.12***
Hausman test		181.34***	74.65***	134.39***	102.37***	64.18***
F-test		193.59***	276.28***	236.85***	107.86***	61.22***

먼저, 설명변수인 제품시장 경쟁도는 3가지 배당지급 비율 중에서 총매출액 대비 현금배당 비율, 총자산 대비 현금배당 비율 및 주당배당에 각각 1%, 5% 및 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치고, 2가지 총지급 비율 중에서 총매출액 대비 총지급 비율과 주당총지급에 각각 1%와 5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 즉, 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이나 총지급이 증가한다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자는 현금배당이나 총지급을 증가시키기를 의미하며, 제품시장 경쟁이 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있다는 증거가 된다(Allen and Gale, 2000; Grullon and Michaely, 2007, 2014; He, 2012). 따라서 제품시장 경쟁이 치열한 산업에 소속된 기업일수록 경영자들은 배당지급의 압력을 더 많이 받기 때문에, 제품시장 경쟁은 경영자가 주주에게 배당을 지급하도록 강제하는 지배구조 메커니즘으로 작용한다고 해석할 수 있다.

그리고 통제변수 중에서, 기업규모는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~10% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이익잉여금 비율은 배당수명주기 변수로서 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~5% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치는데, 이는 미국 기업을 대상으로 한 DeAngelo et al.(2006)의 연구나 6개 선진국 기업을 대상으로 한 Dennis and Osobov(2008)의 연구와 일치한다. 수익성 비율은 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~10% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 레버리지 비율은 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는데, 이는 레버리지가 증가하면 이자비용이 증가하여 현금잔고가 감소

하므로 배당지급이나 총지급도 감소함을 의미한다. 경영위험은 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는데, 이는 경영위험이 증가하면 영업이익의 변동성이 증가하므로, 경영자들은 그에 따른 재무적 곤경을 피하기 위하여 배당지급이나 총지급을 감소시키는 의미를 의미한다. 통제변수에 대한 분석결과를 종합하면, 기업규모, 이익잉여금 및 수익성이 높을수록, 그러나 레버리지와 경영위험이 낮을수록 배당지급이나 총지급이 증가한다고 할 수 있다(Gul, 1999; Dennis and Osobov, 2008).

〈표 7〉은 기업의 제품시장 경쟁이 배당증가와 배당중단에 미치는 영향을 로짓 모형으로 회귀분석한 결과를 나타낸다. 모형의 설명력은 배당증가 모형이 배당중단 모형보다 높게 나왔고, 모형의 적합도는 두 모형에서 모두 1% 수준에서 유의하게 나왔다.

로짓분석의 결과, 설명변수인 제품시장 경쟁도는 배당증가 확률에는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치지만, 배당중단 확률에는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자는 배당금을 증가시키는 반면에, 배당중단을 억제시키기를 의미한다. 따라서 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시키는 지배구조 메커니즘으로서의 역할이 강화된다고 해석할 수 있다. 그리고 통제변수 중에서, 기업규모, 이익잉여금 비율 및 수익성 비율은 배당증가 확률에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미치지만, 배당중단 확률에는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 그리고 레버리지 비율과 경영위험은 배당증가 확률에 5~10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미치는 반면에, 배당중단 확률에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다.

〈표 7〉 제품시장 경쟁이 배당증가와 배당중단에 미치는 영향

종속변수는 배당증가와 배당중단 확률이고, 설명변수는 제품시장 경쟁도이며, 통제변수는 기업규모, 이익잉여금 비율, 수익성 비율, 레버리지 비율 및 경영위험이다. ()안은 오차항의 이분산성을 고려한 White(1980)의 수정표준 오차를 적용한 t-값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	배당증가		배당중단	
	예상부호	$Pr(D(increase))_t$	예상부호	$Pr(D(omission))_t$
상수		-3.102*** (-19.75)		-4.679*** (-14.24)
$PMCD_{i,t}$	+	0.446*** (4.74)	-	-0.246** (-2.23)
$Size_{i,t}$	+	0.036*** (5.22)	-	-0.036*** (-3.11)
$RE_{i,t}$	+	1.843*** (13.44)	-	-1.827*** (-6.23)
$ROA_{i,t}$	+	11.211*** (18.32)	-	-9.344*** (-11.23)
$L_{i,t}$	-	-0.139** (-2.45)	+	2.928*** (7.69)
$Risk_{i,t}$	-	-0.195* (-1.69)	+	0.912*** (3.22)
관측수		7,450		7,450
Pseudo R^2		0.1364		0.0812
$\chi^2 - test$		1323.18***		230.36***

4.3 대리인 문제, 과잉투자 위험 및 재벌 기업 여부가 제품시장 경쟁과 배당 정책간의 관계에 미치는 영향 분석

본 절에서는 대리인 문제, 과잉투자 위험 및 재벌 기업 여부가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 추가적으로 분석한다. 앞 절에서는 경영자와 주주간의 대리인 문제에 초점을 맞추었지만, 본 절에서는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에 초점을 맞추어, 대리인 문제가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 분석한다.

그리고 과잉투자 위험과 재벌 기업 여부가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 추가적으로 분석한다.

〈표 8〉은 대리인 문제가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 OLS 회귀모형으로 분석한 결과를 나타낸다. 대주주와 소액주주간의 대리인 문제를 측정하기 위한 대용변수로서 대주주들 간의 소유집중도를 사용하며, 대주주들 간의 소유집중도는 KIS Value Library의 '주요 주주 현황'에서 제공하는 1~5 대주주 지분율을 사용하여 Herfindahl-Hirschman 지수로 측정한다.³⁾

3) KIS Value Library의 '주요 주주 현황'에서 제공하는 1~5 대주주 중에는 실질적인 지배주주가 아닌 비지배주주들도 포함되어 있다. 그러나 지배주주와 비지배주주를 명확하게 구분하는 것은 현실적으로 매우 어렵고 주관적일 수 있다.

(표 8) 대리인 문제가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향

종속변수는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율이고, 설명변수는 제품시장 경쟁도, 소유집중도, 소유집중도와 제품시장 고-경쟁도 더미간의 상호작용변수이며, 통제변수는 기업규모, 이익잉여금 비율, 수익성 비율, 레버리지 비율, 경영위험 외에 각 통제변수와 제품시장 고-경쟁도 더미간의 상호작용변수들이다. ()안은 오차항의 이분산성을 고려한 White(1980)의 수정표준오차를 적용한 t-값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	예상 부호	배당지급 비율			총지급 비율	
		$DTS_{i,t}$	$DTA_{i,t}$	$DPS_{i,t}$	$TPTS_{i,t}$	$TPPS_{i,t}$
상수		0.014*** (14.16)	0.012*** (21.74)	-0.149*** (-6.31)	0.013*** (11.37)	-0.226*** (4.65)
$PMCD_{i,t}$	+	0.029*** (15.45)	0.008*** (2.65)	0.515*** (9.12)	0.024*** (8.21)	0.515*** (4.23)
$OC_{i,t}$	-	-0.001** (-2.19)	-0.047* (-1.94)	-0.116*** (-5.13)	-0.002* (-1.85)	-0.132*** (-3.11)
$Size_{i,t}$	+	0.001* (1.86)	0.001*** (7.71)	0.010*** (13.93)	0.001 (0.88)	0.014*** (9.62)
$RE_{i,t}$	+	0.001 (0.81)	0.002*** (5.23)	0.106*** (4.19)	0.001 (1.13)	0.226*** (4.13)
$ROA_{i,t}$	+	0.036*** (11.27)	0.043*** (20.36)	0.902*** (9.41)	0.031*** (5.34)	0.601*** (2.87)
$L_{i,t}$	-	-0.025*** (-24.33)	-0.015*** (-22.27)	-0.069** (-2.27)	-0.032*** (-18.44)	-0.012 (-0.22)
$Risk_{i,t}$	-	-0.004*** (-3.28)	-0.005*** (-7.32)	-0.015 (-0.49)	-0.004** (-2.29)	-0.002 (-0.15)
$PMCD_{i,t}^{high} \times OC_{i,t}$	+	0.001** (2.15)	0.001*** (2.67)	0.094*** (3.30)	0.002*** (2.63)	0.171*** (2.91)
$PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t}$	+	0.001** (2.43)	0.001*** (5.23)	0.006*** (6.21)	0.001 (1.24)	0.007*** (3.57)
$PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t}$	+	0.002** (2.47)	0.001** (2.03)	0.355*** (10.712)	0.003* (1.74)	0.531*** (7.34)
$PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t}$	+	0.021*** (5.12)	0.013*** (4.91)	0.824*** (6.77)	0.025*** (4.12)	0.832*** (3.13)
$PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t}$	-	0.006*** (6.21)	0.002*** (2.78)	-0.036 (-1.11)	0.003* (1.94)	-0.111 (-1.63)
$PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t}$	-	0.005*** (3.51)	0.006*** (6.34)	-0.089** (-2.23)	0.002 (1.23)	-0.103 (-1.14)
관측수		7,450	7,450	7,450	7,450	7,450
Adjusted R^2		0.1683	0.22453	0.1724	0.1289	0.0877
F-test		145.19***	208.37***	154.32***	92.44***	64.43***

분석 결과, 설명변수 중에서, 제품시장 경쟁도는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 각각 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이나 총지급이 증가함을 의미하며, 제품시장 경쟁은 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있다는 증거가 된다. 그러나 설명변수로 추가된 대주주들 간의 소유집중도는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에 관한 대용변수로서 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 즉, 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 배당지급이나 총지급이 감소한다. 이러한 결과는 대주주와 소액주주간에 대리인 문제가 존재한다는 증거로서, 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 대주주들은 경영자에게 영향력을 행사하여 자신들에게 유리한 방향으로 배당지급이나 총지급을 감소시킴으로써 소액주주의 이익을 침해할 수 있음을 의미한다. 또한, 대주주들이 마음만 먹으면 자신들의 통제 하에 있는 자산과 현금흐름으로부터 사적 이익을 취할 수 있기 때문에, 자신들과 소액주주간에 균등한 혜택이 분배되는 배당지급을 기피하는 대신에 소액주주의 희생 하에 유망한 사업기회를 취하거나 부서간의 이진가격결정에 개입하는 등 사적 이익을 취할 수 있다는 선행연구와 맥을 같이 한다 (Faccio et al., 2001; Shleifer and Vishny, 1986; Gugler and Yurtoglu, 2003; Maury and Pajuste, 2002; Khan, 2006).

그러나 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주들 간의 소유집중도가 배당정책에 미치는 영향을 나타내는 제품시장의 고-경쟁도 더미와 소유집중도 간의 상호작용변수($PMCD_{i,t}^{high} \times OC_{i,t}$)는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~5% 수

준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 완화되어 배당지급이나 총지급이 증가할 수 있다는 증거가 된다. 따라서 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 경영자와 주주간의 대리인 문제뿐만 아니라 대주주와 소액주주간의 대리인 문제도 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다. 그리고 제품시장 경쟁이 매우 치열할 상황에서는, 통제변수 중에서, 기업규모, 이익잉여금 비율 및 수익성 비율은 배당지급이나 총지급에 미치는 양(+)의 영향을 더 강화시키고, 레버리지 비율과 경영위험은 배당지급이나 총지급에 미치는 음(-)의 영향을 완화시키는 것으로 나타났다.

〈표 9〉는 과잉투자 위험이 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 OLS 회귀모형으로 분석한 결과를 나타낸다. 기업의 과잉투자 위험을 측정하기 위한 대용변수로서 Tobin-q를 사용하며, 표본기간 동안 Tobin-q의 평균이 1미만인 저성장 기업은 과잉투자 위험이 높은 기업으로 분류한다.

분석 결과, 설명변수 중에서, 제품시장 경쟁도는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 각각 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이나 총지급이 증가함을 의미하며, 제품시장 경쟁은 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있다는 증거가 된다. 그러나 설명변수로 추가된 과잉투자 위험 더미는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~5% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 과잉투자 위험이 높은 기업은 과잉투자로 인해 배당지급이나 총지급이 감소할 수 있음을 의미한다. 따라서 이러한 결과는 경영자들이 정보비

<표 9> 과잉투자 위험이 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향

종속변수는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율이고, 설명변수는 제품시장 경쟁도, 과잉투자 위험 더미, 제품 시장 고-경쟁도 더미와 과잉투자 위험 더미간의 상호작용변수이며, 통제변수는 기업규모, 이익잉여금 비율, 수익성 비율, 레버리지 비율, 경영위험 외에 각 통제변수와 제품시장 고-경쟁도 더미간의 상호작용변수들이다. ()안은 오차 항의 이분산성을 고려한 White(1980)의 수정표준오차를 적용한 t-값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	예상 부호	배당지급 비율			총지급 비율	
		$DTS_{i,t}$	$DTA_{i,t}$	$DPS_{i,t}$	$TPTS_{i,t}$	$TPPS_{i,t}$
상수		0.008*** (13.86)	0.019*** (20.53)	-0.149*** (-6.55)	0.017*** (12.07)	-0.233*** (4.72)
$PMCD_{i,t}$	+	0.031*** (15.28)	0.007*** (2.60)	0.538*** (9.73)	0.026*** (8.29)	0.520*** (4.53)
$OverInvest_{i,t}^d$	-	-0.015*** (-2.68)	-0.008** (-1.99)	-0.156** (-2.28)	-0.026*** (-3.71)	-0.107** (-2.18)
$Size_{i,t}$	+	0.001* (1.90)	0.001*** (7.68)	0.009*** (14.06)	0.002 (0.92)	0.012*** (9.58)
$RE_{i,t}$	+	0.001 (0.85)	0.002*** (4.95)	0.102*** (4.25)	0.001 (1.12)	0.221*** (4.23)
$ROA_{i,t}$	+	0.039*** (11.29)	0.041*** (20.66)	0.913*** (9.54)	0.028*** (5.67)	0.604*** (3.03)
$L_{i,t}$	-	-0.028*** (-25.26)	-0.014*** (-23.06)	-0.068** (-2.30)	-0.033*** (-18.80)	-0.015 (-0.19)
$Risk_{i,t}$	-	-0.003*** (-3.84)	-0.006*** (-7.07)	-0.018 (-0.53)	-0.004** (-2.42)	-0.001 (-0.06)
$PMCD_{i,t}^{high} \times OverInvest_{i,t}^d$	+	0.023*** (3.28)	0.010*** (2.64)	0.314*** (2.79)	0.031*** (2.87)	0.388*** (4.90)
$PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t}$	+	0.001** (2.50)	0.001*** (5.59)	0.007*** (6.08)	0.001 (1.18)	0.005*** (3.71)
$PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t}$	+	0.003** (2.46)	0.001** (2.01)	0.348*** (10.46)	0.002* (1.80)	0.527*** (7.72)
$PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t}$	+	0.020*** (5.09)	0.012*** (4.84)	0.842*** (6.82)	0.029*** (4.02)	0.857*** (3.30)
$PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t}$	-	0.005*** (6.09)	0.001*** (2.76)	-0.032 (-1.15)	0.004** (1.99)	-0.108 (-1.60)
$PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t}$	-	0.004*** (3.43)	0.007*** (6.82)	-0.095** (-2.18)	0.001 (1.31)	-0.108 (-1.20)
관측수		7,450	7,450	7,450	7,450	7,450
Adjusted R ²		0.1659	0.2253	0.1749	0.1307	0.0976
F-test		144.75***	209.26***	156.43***	93.14***	65.73***

〈표 10〉 재벌 기업 여부가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향

종속변수는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율이고, 설명변수는 제품시장 경쟁도, 재벌 기업 더미, 재벌 기업 더미와 제품시장 고-경쟁도 더미간의 상호작용변수이며, 통제변수는 기업규모, 이익잉여금 비율, 수익성 비율, 레버리지 비율, 경영위험 외에 각 통제변수와 제품시장 고-경쟁도 더미간의 상호작용변수들이다. ()안은 오차항의 이분산성을 고려한 White(1980)의 수정표준오차를 적용한 t-값을 나타내며, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준(양쪽)에서 유의함을 나타낸다.

변수	예상 부호	배당지급 비율			총지급 비율	
		$DTS_{i,t}$	$DTA_{i,t}$	$DPS_{i,t}$	$TPTS_{i,t}$	$TPPS_{i,t}$
상수		0.011*** (12.23)	0.012*** (18.32)	-0.102*** (-4.34)	0.013*** (10.11)	-0.142*** (-3.11)
$PMCD_{i,t}$	+	0.027*** (12.98)	0.013*** (2.76)	0.414*** (7.69)	0.024*** (8.34)	0.349*** (3.23)
$Chaebol_{i,t}$	-	-0.002** (-2.17)	-0.002* (-1.76)	-0.257*** (-17.66)	-0.022* (-1.96)	-0.328*** (-12.23)
$Size_{i,t}$	+	0.002** (2.19)	0.003*** (7.46)	0.007*** (11.23)	0.005* (1.83)	0.009*** (7.76)
$RE_{i,t}$	+	0.002* (1.72)	0.034*** (4.24)	0.119*** (4.34)	0.001 (1.32)	0.222*** (4.12)
$ROA_{i,t}$	+	0.037*** (11.67)	0.042*** (18.24)	0.756*** (8.24)	0.032*** (5.73)	0.575*** (3.12)
$L_{i,t}$	-	-0.027*** (-22.74)	-0.015*** (-19.10)	-0.173*** (-5.27)	-0.031*** (-18.00)	-0.172*** (-3.21)
$Risk_{i,t}$	-	-0.004*** (-3.79)	-0.004*** (-6.27)	-0.067** (-2.26)	-0.003** (-2.12)	-0.072 (-1.24)
$PMCD_{i,t}^{high} \times Chaebol_{i,t}$	+	0.003** (2.42)	0.002* (1.77)	0.086*** (4.42)	0.002** (2.34)	0.134*** (3.44)
$PMCD_{i,t}^{high} \times Size_{i,t}$	+	0.002** (2.34)	0.003*** (5.48)	0.005*** (5.12)	0.001 (1.34)	0.005*** (3.12)
$PMCD_{i,t}^{high} \times RE_{i,t}$	+	0.003*** (2.62)	0.002** (2.11)	0.311*** (8.23)	0.003* (1.79)	0.411*** (6.12)
$PMCD_{i,t}^{high} \times ROA_{i,t}$	+	0.021*** (5.02)	0.012*** (4.43)	0.523*** (6.04)	0.026*** (4.11)	0.612*** (3.29)
$PMCD_{i,t}^{high} \times L_{i,t}$	-	0.006*** (5.01)	0.002** (2.19)	-0.047 (-1.29)	0.003* (1.84)	-0.121** (-2.19)
$PMCD_{i,t}^{high} \times Risk_{i,t}$	-	0.004*** (3.21)	0.006*** (6.22)	-0.102** (-2.26)	0.002 (1.01)	-0.105 (-1.36)
관측수		7,450	7,450	7,450	7,450	7,450
Adjusted R ²		0.1684	0.2247	0.2055	0.1204	0.1268
F-test		124.44***	217.12***	176.34***	93.11***	91.21***

대칭 하에서 자신의 사적 이익을 위해 잉여현금흐름을 사용하여 음(-)의 NPV 프로젝트에 과잉투자 할 수 있다는 Jensen(1986)과 Stulz(1990)의 연구와 일맥상통 하고, Tobin-q가 낮은 저성장 기업은 과잉투자 위험이 증가한다는 Vogt(1994), Lang et al.(1996), Morgado and Pindado(2003) 등의 연구를 지지한다.

그러나 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 과잉투자 위험이 배당정책에 미치는 영향을 나타내는 제품시장의 고-경쟁도 더미와 과잉투자 위험 더미 간의 상호작용변수($PMCD_{i,t}^{high} \times OverInvest_{i,t}^d$)는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 과잉투자 위험이 높은 기업의 경우에도 배당지급이나 총지급이 증가할 수 있다는 증거가 된다. 따라서 이러한 결과는 과잉투자 위험이 높은 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다.

〈표 10〉은 재벌 기업 여부가 제품시장 경쟁과 배당정책간의 관계에 미치는 영향을 OLS 회귀모형으로 회귀분석 한 결과를 나타낸다. 재벌은 공정거래법상 상호출자 제한 기업집단으로 분류된 대기업집단으로 정의하며, 재벌의 계열사로 소속된 기업을 재벌 기업으로 분류하고, 그렇지 않은 독립 기업을 비재벌 기업으로 분류한다.

분석 결과, 설명변수 중에서, 제품시장 경쟁도는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 각각 1% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이나 총지급이 증가함을 의미하며, 제품시장 경쟁은 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는

지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있다는 증거가 된다. 그러나 설명변수로 추가된 재벌 기업 더미는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~10% 수준에서 유의한 음(-)의 영향을 미친다. 즉, 재벌 기업은 비재벌 기업에 비해 배당지급이나 총지급이 감소한다. 이러한 결과는 재벌 기업의 대주주는 적은 소유권으로도 상호주식보유를 통해 여러 계열기업을 지배할 수 있고 소액주주의 이익을 침해할 수 있기 때문에 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 더 심각함을 의미한다.

그러나 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 재벌 기업 여부가 배당정책에 미치는 영향을 나타내는 제품시장의 고-경쟁도 더미와 재벌 기업 더미 간의 상호작용변수($PMCD_{i,t}^{high} \times Chaebol_{i,t}$)는 3가지 배당지급 비율과 2가지 총지급 비율에 1~10% 수준에서 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 재벌 기업의 경우에도 배당지급이나 총지급이 증가할 수 있다는 증거가 된다. 따라서 이러한 결과는 재벌 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다.

V. 결론

본 연구는 2000년부터 2013년까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 전체 표본기업은 배당 기업과 무배당 기업으로 분류하고, 배당 기업은 다시 재벌과 비재벌 기업으로 분류하였다. 제품시장 경쟁정도에

대한 대응변수는 산업집중도로서 매출액을 이용한 Herfindahl-Hirschman 지수로 측정하였다. 대주주들 간의 소유집중도는 대리인 변수로서 Herfindahl-Hirschman 지수로 측정하였고, 과잉투자 위험은 Tobin-q를 이용하여 측정하였으며, 중요한 분석결과를 다음과 같다.

첫째, 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당지급이나 총지급이 증가한다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자는 현금배당이나 총지급을 증가시키는데, 이는 제품시장 경쟁이 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용한다는 증거가 된다. 즉, 제품시장 경쟁은 경영자가 주주에게 배당을 지급하도록 시장규율로 강제하는 지배구조 메커니즘으로 작용한다.

둘째, 제품시장 경쟁이 치열할수록 배당증가 확률은 증가하고 배당중단 확률은 감소한다. 이러한 결과는 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자는 배당지급을 증가시키는 반면에, 배당중단을 억제함을 의미한다. 따라서 제품시장 경쟁이 치열할수록 경영자와 주주간의 대리인 문제를 완화시키는 지배구조 메커니즘으로서의 역할이 강화된다.

셋째, 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 배당지급이나 총지급이 감소한다. 이러한 결과는 대주주와 소액주주간에도 대리인 문제가 존재한다는 증거로서, 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 대주주들은 외부감시를 적게 받으므로 자신들에게 유리한 방향으로 배당지급이나 총지급을 감소시킬 수 있음을 의미한다. 또한, 대주주들이 마음만 먹으면 자신들의 통제 하에 있는 자산과 현금흐름으로부터 사적 이익을 취할 수 있기 때문에, 자신들과 소액주주간에 균등한 혜택이 분배되는 배당지급을 기피하는 대신에 소액주주의 희생 하에 유망한 사업기회를 취하거나 부서간의 이전가격결정에 개입하는 등 사

적 이익을 취할 수 있다는 선행연구와 맥을 같이 한다. 그러나 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주들 간의 소유집중도가 증가할수록 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주와 소액주주간의 대리인 문제가 완화될 수 있다는 증거가 된다. 즉, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 대주주와 그의 영향 하에 있는 경영자가 배당지급이나 총지급을 증가시킬 수 있다. 따라서 제품시장 경쟁은 경영자와 주주간의 대리인 문제뿐만 아니라 대주주와 소액주주간의 대리인 문제도 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다.

넷째, 과잉투자 위험이 높은 기업은 배당지급이나 총지급이 감소하지만, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 과잉투자 위험이 완화되고 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 과잉투자 위험이 높은 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다.

다섯째, 재벌 기업은 비재벌 기업보다 배당지급이나 총지급이 감소하지만, 제품시장 경쟁이 매우 치열한 상황에서는 배당지급이나 총지급이 증가하는데, 이는 재벌 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 시사한다.

결론적으로, 제품시장 경쟁은 경영자와 주주간의 대리인 문제뿐만 아니라 대주주와 소액주주간의 대리인 문제도 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용한다. 선행연구에서는 경영자와 주주간의 대리인 문제에 초점을 맞추어 제품시장 경쟁이 배당정책에 미치는 영향을 분석하였지만, 본 연구에서는 이러한 논의를 대주주와 소액주주간의 대리인 문제에도 적용할 수 있음을 확인하였다. 그리고 과잉투

자 위험이 높은 기업이나 재벌 기업의 경우에도 제품시장 경쟁이 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 지배구조 메커니즘으로 작용할 수 있음을 확인하였다. 따라서 소액투자자들은 제품시장 경쟁이 치열하여 대리인 문제가 완화될 수 있는 기업에 투자할 필요가 있다. 또한, 기업 경영자들도 기존의 지배구조 변수 외에 제품시장 경쟁이 배당정책에 영향을 미칠 수 있는 새로운 지배구조 변수로 작용할 수 있음을 인식할 필요가 있다.

그러나 본 연구는 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 기업만을 대상으로 하고, 엄격한 표본추출 기준에 적합한 기업에 한정하여 분석하였으며, 특히 제품시장 경쟁과 대주주들 간의 소유집중도에 관한 자료수집에 많은 한계가 따르므로, 분석 결과에 대한 해석을 일반화하는 데는 많은 한계가 있다. 또한, 본 연구는 기업의 제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향에 관한 초기 단계의 연구에 불과하므로, 앞으로 보다 정밀한 연구를 위해서는 표본기업을 더욱 확대하고 분석기법을 다양화할 필요가 있다고 생각한다.

참고문헌

- 김동욱(1989), "배당의 정보효과에 관한 실증적 연구," **재무관리연구**, 6(2), 97-112.
- 남명수·우춘식(1987), "배당정책의 신호표시 내용에 관한 실증적 검증," **증권학회지**, 9(1), 257-308.
- 설원식·김수정(2006), "외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향," **증권학회지**, 35(1), 1-40.
- 신민식·김수은(2010), "기업의 소유집중도와 지급정책," **산업경제연구**, 23(3), 1349-1377.
- 원정연·김성민(1999), "기업의 배당정책에 관한 경영자의 인식에 관한 연구," **증권·금융연구**, 서울대학교, 131-158.
- 육근효(1989), "주주-경영자간의 대리문제에 관한 실증연구-배당정책을 중심으로," **증권학회지**, 11(1), 143-166.
- 최종범·서정원(2005), "세계 각국의 배당정책 결정요인 검증," **증권학회지**, 34(4), 69-109.
- Allen, F., and D. Gale(2000), *Corporate Governance and Competition*, in: X. Vives, Eds., *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives*, Cambridge University Press, Cambridge, 23-94.
- Allen, F., and R. Michaely(2003), *Dividend Policy*, in: G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz, Eds., *Handbook of the Economics of Finance* (North-Holland, Amsterdam), 337-429.
- Bartram, S., P. Brown, J. How, and P. Verhoeven (2008), "Agency Conflicts and Corporate Payout Policies: A Global Study," *Working Paper*, University of Auckland.
- Black, F.(1976), "The Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management*, 2(5), 5-8.
- Breusch, T. S., and A. R. Pagan(1980), "The Lagrange Multiplier Test and Its Applications to Model Specification in Econometrics," *Review of Economic Studies*, 47(1), 239-253.
- Chamberlain, G., and Z. Griliches(1984), *Panel Data*, in Z. Griliches, and M. Intriligator, Eds., *Handbook of Econometrics* 2.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang(2000), "The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations," *Journal of Financial Economics*, 58(2), 81-112.
- Correia, C., D. Flynn, E. Uliana, and M. Wormald (1993), *Financial Management*, 3rd edition, Juta, Cape Town.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner(2004),

- "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings Growth," *Journal of Financial Economics*, 72(3), 425-456.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. Stulz(2006), "Dividend Policy and the Earned/contributed Capital Mix: A Test of the Lifecycle Theory," *Journal of Financial Economics*, 81(2), 227-254.
- Denis, D., and I. Osobov(2008), "Why Do Firms Pay Dividends? International Evidence on the Determinants of Dividend Policy," *Journal of Financial Economics*, 89(1), 62-82.
- Faccio, M., L. Lang, and L. Young(2001), "Dividends and Expropriation," *American Economic Review*, 91(1), 54-78.
- Gilson, R. J., and M. J. Roe(1993), "Understanding the Japanese Keiretsu: Overlaps between Corporate Governance and Industrial Organization," *Yale Law Journal*, 102(4), 871-906.
- Gompers, P., J. Ishii, and A. Metrik(2003), "Corporate Governance and Equity Prices," *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 107-155.
- Griffith, R(2001), "Product Market Competition, Efficiency and Agency Cost: An Empirical Analysis," *Working Paper*, Institute for Fiscal Studies.
- Grullon, G., and R. Michaely(2007), "Corporate Payout Policy and Product Market Competition," *Working Paper*, Cornell University.
- Grullon, G., and R. Michaely(2014), "The Impact of Product Market Competition on Firms' Payout Policy," *Working Paper*, Rice University.
- Guadalupe, M., and F. Pérez-González(2005), "The Impact of Product Market Competition on Private Benefits of Control," *Working Paper*, Columbia University.
- Gugler, K., and B. Yurtoglu(2003), "Corporate Governance and Dividend Pay-out Policy in Germany," *European Economic Review*, 47(4), 731-758.
- Gul, F.(1999), "Growth Opportunities, Capital Structure and Dividend Policy in Japan," *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 141-168.
- Hamada, R. S.(1972), "The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks," *Journal of Finance*, 27(2), 435-452.
- Hart, O.(1983), "The Market as an Incentive Mechanism," *Bell Journal of Economics*, 14(3), 336-382.
- He, W.(2012), "Agency Problems, Product Market Competition and Dividend Policies in Japan," *Accounting and Finance*, 52(3), 873-901.
- Jensen, G., D. Solberg, and T. Zorn(1992), "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- Jensen, M. C.(1986), "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, M. C., and W. H. Meckling(1976), "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- John, K., and A. Knyazeva(2006), "Payout Policy, Agency Conflicts and Corporate Governance," *Working Paper*, New York University.
- Johnson, S., R. LaPorta, F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer(2000), "Tunnelling," *Working Paper*, Manchester University.
- Kennedy, P.(1992), *A Guide to Econometrics*, 3rd

- Ed., (Basil Blackwell, Oxford, UK).
- Khan, T.(2006), "Company Dividends and Ownership Structure: Evidence from UK Panel Data," *Economic Journal*, 116(1), 172-189.
- Klassen, K.(1997), "The Impact of Inside Ownership Concentration on the Trade-off between Financial and Tax Reporting," *Accounting Review*, 72(3), 455-474.
- La Porta, R., F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(2000), "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lang, L., E. Ofek, and R. Stulz(1996), "Leverage, Investment and Firm Growth," *Journal of Financial Economics*, 40(1), 3-29.
- Maury, C. B., and A. Pajuste(2002), "Controlling, Shareholders, Agency Problems, and Dividend Policy in Finland," *Finnish Journal of Business Economics*, 51(2), 15-45.
- Miller, M., and F. Modigliani(1961), "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34(3), 11-33.
- Mitton, T.(2004), "Corporate Governance and Dividend Policy in Emerging Markets," *Emerging Markets Review*, 5(4), 409-426.
- Morgado, A., and J. Pindado(2003), "The Underinvestment and Overinvestment Hypotheses: An Analysis Using Panel Data," *European Financial Management*, 9(2), 163-177.
- Officer, M.(2006), "Dividend Policy, Dividend Initiations, and Governance," *Working Paper*, University of Southern California.
- Prowse, S.(1990), "Institutional Investment Patterns and Corporate Financial Behavior in the US and Japan," *Journal of Financial Economics*, 27(1), 43-66.
- Prowse, S.(1992), "The Structure of Corporate Ownership in Japan," *Journal of Finance*, 47(3), 1121-1140.
- Raith, M.(2003), "Competition Risk and Managerial Incentives," *American Economic Review*, 93(4), 1425-1436.
- Scharfstein, D.(1988), "Product Market Competition and Managerial Slack," *RAND Journal of Economics*, 19(1), 147-155.
- Schmidt, K.(1997), "Managerial Incentives and Product Market Competition," *Review of Economic Studies*, 64(2), 191-213.
- Shin, H., and Y. S. Park(1999), "Financing Constraints and Internal Capital Markets: Evidence from Korean Chaebols," *Journal of Corporate Finance*, 5(2), 169-191.
- Shleifer, A., and R. Vishny(1986), "Large Shareholders and Corporate Control," *Journal of Political Economy*, 94(3), 461-488.
- Shleifer, A., and R. Vishny(1997), "A Survey of Corporate Governance," *Journal of Finance*, 52(2), 737-783.
- Stulz, R. M.(1990), "Managerial Discretion and Optimal Financing Policies," *Journal of Financial Economics*, 26(1), 3-27.
- Vogt, S. C.(1994), "The Cash Flow/investment Relationship: Evidence from US Manufacturing Firms," *Financial Management*, 23(2), 3-20.
- White, H.(1980), "A Heteroskedasticity-consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroskedasticity," *Econometrica*, 48(4), 817-838.

Effects of Product Market Competition and Agency Problems on Dividend Policies

Minshik Shin* · Jaeik Lee**

Abstract

This study analyzes empirically the effects of product market competition and agency problems on dividend policies of firms listed on Korea Exchange from 2000 to 2013. The sample firms are classified into dividend firms and non-dividend ones, and the dividend firms are classified into chaebol firms and non-chaebol ones. The number of firm-years of dividend firms is 5,008 and that of non-dividend firms is 2,442, and in the dividend firms, the number of firm-years of chaebol firms is 888 and that of non-chaebol firms is 4,120. This study use the industrial concentration measured by Herfindahl-Hirschman index as a proxy variable for product market competition. The main results of this study can be summarized as follows.

Firms in more competitive industries are more likely to pay dividends. The positive association between product market competition and dividend payouts suggests that firms in more competitive industries pay more dividends. This result provides evidence that product market competition can be an effective corporate governance mechanism to reduce agency problems between managers and shareholders. Moreover, firms in more competitive industries are more likely to increase dividends and less likely to omit dividends. That is, the increase in product market competition is positively associated with the probability of dividend increases but negatively associated with the probability of dividend omissions. These results provides evidence that the increase in product market competition can effectively force managers to pay dividends to shareholders.

Firms with a higher ownership concentration pay fewer dividends, implying that concentrated ownership exacerbates the risk of controlling shareholders expropriating minority shareholders. However, this negative association between ownership concentration and dividend payouts is weaker in industries with intense product market competition among firms. This result provides

* Professor, School of Business Administration, Kyungpook National University.

** Ph. D. Candidate, School of Business Administration, Kyungpook National University.

evidence that product market competition can be an effective corporate governance mechanism to reduce agency problems between controlling and minority shareholders. Low Tobin's q firms with high overinvestment risk are less likely to pay dividends. But low Tobin's q firms with high overinvestment risk in more competitive industries are more likely to pay dividends. This result provides evidence that product market competition can be an effective corporate governance mechanism to reduce agency problems by reducing the high overinvestment risk of low Tobin's q firms. Furthermore, chaebol firms pay fewer dividends relative to non-chaebol firms. This result implies that agency problems between controlling and minority shareholders may actually intensify in chaebol firms, because group affiliation allows controlling shareholders to effectively control the whole firm and to have opportunities to expropriate minority shareholders. However, this negative association between ownership concentration and dividend payouts is weaker in industries with intense product market competition among chaebol firms. This result provides evidence that product market competition among chaebol firms can be an effective corporate governance mechanism to reduce agency problems between controlling and minority shareholders.

In conclusion, product market competition that mitigates agency problems between managers and shareholders can also have some effect on agency problems between controlling and minority shareholders. In particular, in Asian capital markets, minority investors tend to be victims of agency problems and have little protection for their investment. Accordingly, this result implies that minority investors need to invest in highly competitive industries with intense product market competition among firms to protect expropriation by controlling shareholders. Therefore, product market competition may be recognized as a new determinant factor which has a significant effect on capital structure in Korean capital market.

This paper may have a few limitations because it may be an only early study about the relationship among product market competition, agency problems, and dividend policies of firms listed on Korea Exchange. Therefore, we think that it is necessary to expand sample firms and control variables, and use more elaborate analysis methods in future studies.

Key words: Product Market Competition, Agency Problems, Dividend Policies, Ownership Concentration, Chaebol Firms

-
- 저자 신민식은 현재 경북대학교 경영학부 교수로 재직하고 있으며, 선물시장론(법문사, 공저, 1994), 금융공학(법문사, 1996), 경영의 이해와 활용(법문사, 공저, 2015), 파생상품의 이해와 활용(법문사, 2015) 등의 저서와 160 여편의 논문을 발표하였고, 주요 연구 분야는 기업재무, 투자론, 파생상품, 금융공학, 기술혁신 등이다.
 - 저자 이재익은 현재 경북대학교 대학원 경영학부 박사과정에 재학 중이며, 주요 연구 분야는 기업재무, 투자론, 파생상품 등이다.