

경영자소유지분율이 기업의 이익조정과 배당정책에 미치는 영향

김확열(부경대) · 김형석(부경대) · 서정구(부경대)

I. 서론

본 연구는 한국의 상장기업을 대상으로 경영자소유지분율이 기업의 이익조정과 배당정책에 미치는 영향을 실증분석을 통해 알아보고자 한다. 본 연구의 경영자지분율은 기업의 소유구조의 의미이며, 경영자지분율은 최대지분율을 소유하고 있는 대표이사. 대주주지분율은 특수관계인포함의 지분관계를, 임원지분율은 등기임원의 보통주식 보유수를 발행주식수로 나눈 값을 이용하였고, 외국인지분율은 평균 외국인 보유지분율, 그리고 이익조정의 대용치로는 수정Jones모형의 재량적 발생액으로, 배당정책은 배당성향으로 각 변수들 간의 상관관계에 대한 실증분석을 실시하였다.

이익조정은 경영자의 사적이득을 얻거나 기업의 이해관계자들의 의사결정에 영향을 주기 위하여 보고이익을 조정하는 행위이다. 대리인이론에 의하면 주주는 경영자의 행태를 감시하는 것이 어렵기 때문에 경영자는 개인적 보상 등의 사적이득을 위해 이익을 조정할 수 있다. (박종일, 2003; 이상철, 2003)의 연구에서는 한국 기업의 경우 미국과 같은 전문경영인 체계가 아닌 소유경영체제로 모든 권한이 소유자경영자에 집중되기 때문에 경영자지배기업보다는 소유경영자지배기업의 소유구조 형태가 더 일반적이라고 한다. Jensen and Meckling(1976)에 의하면 소유와 경영이 분리되어 있는 상황에서 경영자 지분율이 증가하면 이는 기업을 소유하는 것과 같은 유인을 증가시켜 결론적으로 경영자의 대리인비용을 감소시킬 수 있다고 보고하고 있다. 경영자지분율이 회계적 이익조정에 미치는 영향에 대해서 실증분석을 실시한 결과 경영자 지분율과 회계적 이익조정은 혼재된 실증결과를 나타내었다. (Warfield 외, 1995; 김종대, 조문기, 2007) 한국기업을 대상으로 실증분석을 실시한 연구는 경영자지분율에 관련된 여러 형태들이 제한적이다. 따라서 한국기업들은 경영자소유지분율에 따른 이익조정의 형태도 선진국 기업들과 다르게 나타날 것으로 예측된다.

배당정책은 기업의 경영성과를 주주들에게 지급하는 현금 또는 이에 상응하는 대가를 말한다. 배당과 관련한 중요한 문제들 중의 하나는 순이익 중에서 얼마를 배당으로 지급할 것이냐를 결정하는 배당정책이 주주의 부에 미치는 영향이라고 할 수 있다. DeAngelo, DeAngelo and Skinner(2004) 등은 1978년부터 2000년까지 기업의 배당 지급현상이 매우 급격하게 변해왔다는 것을 제시하였지만, 배당 자체가 소멸한다는 증거는 존재하지 않음을 주장하였다. 하지만, 기업의 경영성과에 대한 중간 점검기회의 제공을 통한 경영진의 책임경영의식 고취 등을 위하여 도입되었다고 할 수 있다. (이진욱, 1999). 한국 기업들의 배당성향은 다른 선진국 기업들에 비해 낮은 수준이며, 다른 선진국 기업들의

* 부경대학교 경영학부 교수(제1 저자) (e-mail: hykim@pknu.ac.kr)

** 부경대학교 대학원 박사과정(교신 저자) (e-mail: hskimlab@hanmail.net)

** 부경대학교 대학원 박사과정(공동 저자) (e-mail: pcs8768@hanmail.net)

배당성향은 증가추세를 보이는 반면 국내기업들의 배당성향은 하락추세를 보이고 있다는 것으로 알려져 있다. 이것은 한국기업의 만성적인 자금 부족, 기업의 관행 혹은 자본조달 비용 등에 대한 부담으로 인해 내부유보를 선호하는 경영진의 의도에서 그 원인을 찾을 수 있다. 따라서 한국기업의 경영자소유지분율에 따라 배당정책의 변화는 한국기업의 특성을 잘 설명해 줄 것이라 예측하고 있다.

지금까지 연구의 대부분은 지배구조, 즉, 대주주지분율, 외국인지분율, 감사인 그리고 사외이사제도에 초점이 맞추어져 왔다. 하지만 본 연구의 목적은 한국 기업들은 미국기업의 전문경영인 체계와 달리 소유경영 체계는 경영자소유지분율에 따라 서로 다른 형태를 나타낼 것이라고 예측하면서 경영자소유지분율을 중심으로 경영자지분율(소유경영), 대주주지분율, 임원지분율 그리고 외국인지분율이 기업의 이익조정과 배당의 형태를 이론적 모형을 설정하고, 표본기업의 자료를 이용하여 이론적 모형을 실증적으로 분석하는데 그 목적을 둔다.

또한 본 연구는 제2장의 이론적 고찰에서 경영자소유지분율과 이익조정, 경영자소유지분율과 배당정책을 알아보고, 제3장의 가설설정 및 분석결과에서는 연구방법론적인 제시와 실증분석 결과 해석을 논의 하고, 제4장에서는 연구의 결론과 시사점과 한계점을 통하여 추후의 연구방향을 제시한다.

II. 이론적 고찰

2.1 경영자소유지분율과 배당

기업의 경영자소유지분율은 최대주주1인 지분율, 특수관계인을 포함한 대주주지분율, 임원의 지분율, 외국인지분율, 기타 소액주주 등으로 이루어져 있다. 그리고 이러한 경영자소유지분율은 기업지배구조와 함께 대리인이론⁴⁾ (Fama and Jensen 1983)을 통하여 논리적으로 설명이 되어 진다.

대리인이론에서 배당은 대리인비용을 감소하게 하며, 대리인은 이익조정을 통하여 경영성과를 과대 보고하게 되는데, 이는 배당은 지급하지 않을 경우, 경영자의 사적이익 추구를 하게 되고, 이익조정을 통하여 경영자의 실적에 따른 사전적 비용을 부담하게 된다. 이를 통해서 경영자는 주주들이 요구하는 사전적 비용보다는 이익조정을 통한 경영보고와 배당의 증가를 통한 감시비용이 적을 경우 경영자는 배당을 선택하게 되고, 이때 배당이 대리인 비용을 감소시키는 역할을 하게 될 것이다.

기업지배구조는 주주와 경영자사이에 발생할 수 있는 대리인비용을 감소시키고, 경영자가 기업 가치의 극대화를 위한 노력을 할 수 있도록 경영자를 감시하고 동기 부여하는 역할을 할 수 있다. 우리나라의 기업지배구조는 지배주주의 소유 집중도를 기본으로 한 지배체제이며, 소유, 지배, 경영의 일치라는 특징을 갖고 있다. 이러한 우리나라의 기업 형태에서는 기업의 소유구조에 따른 배당정책과 이익조정의 관계 연구에 있어서, Rozeff(1982)는 내부지분율이 낮을수록 외부지분율이 높아지기 때문에 대리인 비용을 감소시키기 위해서 배당금이 증가하게 될 것이고, 이에 따라 내부지분율과 배당간의 관계는 부(-)의 관계가 존재한다고 하였다. 그리고 Crutchley, Hansen(1989)에서는 기업과 경영위험 및 규모가 클수록 대리인비용을 통제하기 위하여 배당을 늘리는 경향이 있기 때문에 최적의 정책

4) 대리인이론은 소유와 경영의 분리에서 비롯되는 정보비대칭으로 인한 이해상충을 핵심적인 문제로 본다. 정보를 생산, 보유하는 기업내부자가 정보비대칭을 이용하여 기업외부자의 이익을 손상시키고 자신들의 이익을 추구하기 위해 기회주의적으로 행동하는 것이다. 대리인관계에 있는 경영자는 항상 주주 부의 극대화를 위해 행동하는 것이 아니라 경영자 자신의 사적이익을 추구하는 기회주의적 행위가 되기 때문에 소유와 경영이 분리된 상태에서 대리문제를 야기하게 된다.

을 선택하는 것으로 해석하고 있다. Gugler, Yurtoglu(2003)는 내부주주와 외부주주와의 관계를 배당 공시자료를 이용하여 배당감소는 내부지분율과 배당간의 부(-)의 관계가 나타나는 것을 발견하였고, 내부지분율과 배당성향⁵⁾은 밀접한 관계를 가진다고 하였다.

국내연구에서는 김경열(2007)은 기업의 소유지분과 관련하여 경영자의 지분이 높을수록 배당률은 감소하는 경영자 지분율과 배당률 간에는 부(-)의 관계이며, 외국인 지분율이 높을수록 배당률은 높아진다. 정성창, 김영환(2007)은 배당성향과 배당률의 관점에서 외국인 지분율이 배당성향에 정(+)의 영향을 미치고 있지만, 통계적 유의한 결과를 보여주지 못하여 투자자가 과도한 배당성향을 요구하고 있다고 보기 어렵다고 주장하고 있다. 조지호(1990)는 소유경영자 지분율이 배당성향에 미치는 영향이 희박하다고 하였고, 육근효(1989)의 연구에서 대주주지분율이 높을수록 배당성향은 낮아지고, 소액주주 혹은 단위주의 주주수가 많을수록 배당성향이 높아지는 결과를 제시하였다.

2.2 경영자소유지분율과 이익조정

한국기업의 기업지배구조는 지배주주의 소유, 지배, 경영의 일치와 그 직계가족의 소유구조로 이루어져 있으며, 이것으로 인한 지배구조에서 파생되는 소액주주 권익의 침해 및 기업 경영의 투명성에 문제가 지적되어 기업의 효율성 및 수익성 저하가 기업경쟁력을 약화시키기도 한다. 또한 Gilson(1989), Gilson and Vetsuypens(1993)은 경영자는 기업가치 또는 개인적인 효용과 관련한 불이익을 받았을 경우, 이익을 상향 조정하여 자신이 받았던 불이익을 완화시키고자 하는 유인을 갖게 된다. 선행연구에서는 기업이 다양한 이유로 이익을 조정할 유인이 있다는 증거를 보였다. 경영자성과가 낮게 나타나 이사회와 주주들이 경영자에게 책임을 묻게 되면, Molyer(1990), Petroni(1992), Pourciau(1993)은 경영자는 향후 교체가능성을 줄이고 자신의 지위를 재 확보하기 위해 이익조정을 의도적으로 높이게 된다고 하였다. 이익조정의 여부를 검증하는 흐름으로 Burgstahler and ichiev(1997)의 이익조정⁶⁾ 의도가 지배적일 수 있는 상황을 분석하거나 Jones(1991)의 이익조정의 근사적 척도를 활용하여 경영자의 사적정보와 회계선택을 하게 한다. 소유구조와 이익조정의 관련성에 관한 문제로 김유찬(2011)은 건전한 지배구조가 이익조정의 문제를 완화시키는데 도움을 줄 수 있다고 하였으며, Claessens et al.(1999)은 소유자가 자신의 부를 극대화하고자, 외부 소액주주에 대한 배당을 감소시키거나 자신의 통제 하에 있는 타 법인으로 부를 이전하거나 기타 개인적인사적이익을 추구하는 행동을 함으로써, 외부 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 있다는 것을 보고하였다고 이균봉(2012)은 보고하고 있다.

대주주지분율과 이익조정 간의 양(+)의 관련성에서 박종일(2003)은 최대주주가 자신의 이익목표를 달성하기 위해서 행동한다면 기업 이익을 자의 적으로 조정할 가능성이 높을 것이라는 예측을 하고 최대주주지분율과 발생액을 통한 이익조정 간의 관련성을 실증한 결과 예측한 것과 동일한 결과를 나타낸다고 보고하고 있다. 이균봉(2010)은 이익조정은 대주주지분율과 유의한 정(+)의 관련성을 가짐을 보고하였다.

또한 대주주지분율과 이익조정 간의 부(-)의 관련성에서 Beale and Mean(1932)는 주주들의 지분

5) 배당성향은 배당정책(dividend policy)의 대응치로써 투자결정, 자본조달결정과 함께 기업의 주요 정책변수 중의 하나이며 자금조달과 결과를 투자자인 주주들에게 돌려주는 주요 수단으로 기업의 가치를 결정하는 중요한 잣대가 된다.

6) 이익조정은 측정의 대응치로 재량적 발생액을 사용하며, 재량적 발생액은 수정 Jones모형의 잔차를 이용한다.

이 분산될수록 경영자를 감시하기가 어려워지지만 주주들의 소유 집중도가 높아지거나 대주주가 존재하게 된다면 경영자를 감시하기 용이하기 때문에 경영자들은 자신의 이익을 추구하는 행동을 방지할 수 있다고 주장하였다. 최성규(2001)의 연구에서는 소유와 경영의 분산이 적게 될수록 주주의 부가 증가된다고 보고하고 있다.

최근에는 외국인 투자자들이 국내 기업에 장기적 투자가 아닌 단기적 투자에 집중하면서 오히려 국내 기업의 투명성이나 장기적 성장을 저해한다는 보고가 이어지고 있다. 송인만(1998)은 외국인주주들은 주로 선진 투자기법에 따라 기업의 내재가치를 중심으로 장기적 투자를 하므로 외국인지분율이 국내시장에 차지하는 비중이 시장이 안정된다고 보고하였다. 전영순(2003)은 외국인지분율과 이익조정은 음(-)의 관련성을, 김정옥(2006)은 외국인지분율이 증가할수록 기업의 회계보수주의가 강화되며, 경영자가 기회주의적으로 이익조정을 하는 의도를 억제할 수 있다고 보고하였고, 이진수(2010)은 외국인투자자는 투자의사결정시 기업투명성을 중시하는 경향이 높기 때문에 회계보고의 투명성을 향상시켜 이익관리를 억제하고 대리인 비용을 감소할 것으로 기대된다고 보고하고 있다.

III. 가설설정 및 분석결과

3.1 가설설정 및 표본선정

3.1.1 가설설정

국내기업들은 외국의 기업들과 달리, 소유와 경영의 분리가 미흡하며 지배주주가 기업의 경영에 직접, 간접적으로 영향력을 행사하는 소유경영의 형태가 일반적인 경영 형태로 나타나고 있다. 여기에 자본시장의 확대로 상당수의 소액주주들이 소유구조에 참여하고 있다. 이러한 시장환경 및 기업소유구조의 특성 상, 기업경영에 있어서 대주주가 자신의 이익을 극대화하는 과정에서 소액주주의 권익을 침해하는 경우가 쉽게 발생할 수 있다(금보라·권순창 2013)는 것이다. 따라서 경영자의 소유지분율에 따라 이익조정과 배당정책은 다양한 형태로 나타날 것이다.

가설1 : 경영자소유지분율은 이익조정에 영향을 미칠 것이다.

가설2 : 경영자소유지분율은 배당정책에 영향을 미칠 것이다.

3.1.2 표본선정

① 표본선정

본 연구에서 사용한 표본은 한국거래소에 상장되어 있는 기업(KOSPI와 KOSDAQ)을 대상으로 다음과 같은 조건을 모두 만족시키는 기업을 선정하였다.

- (1) 12월 31일이 결산일인 기업
- (2) 금융업에 속하지 않은 기업
- (3) 자본잠식이 없는 기업
- (4) 관리대상기업 제외하였으며, 주가 등의 자료수집이 가능한 기업으로 자료의 수집은 Kis-value의 데이터와 한국정보공시시스템(DART system)의 정보는 수작업으로 수집하였다.

본 연구의 분석기간은 2009년부터 2013년까지이다. 조건 (1)은 12월 결산기업만으로 표본을 한정하였다. 이는 표본의 동질성을 확보하기 위한 것이다. 우리나라에서는 12월 결산법인이 아닌 기업은 특정산업에 속하는 경우가 일반적이기 때문이다. 조건 (2)는 동일한 조건을 지닌 산업에 속한 표본들을 통한 비교·분석을 위한 것이다. 조건 (3)은 자본잠식 기업의 경우, 재무구조악화로 인하여 발생하는 재무비율 등의 왜곡을 방지하기 위하여 표본에서 제외하였다. 조건 (4)는 관리대상종목을 제외한 것은 기업의 자료에 대한 신뢰성을 확보하기 위한 것이다.

이상의 조건을 만족시키는 최종표본은 총 6,704개이며, 다음의 <표 1>은 표본기업의 연도별, 산업별 분포를 보여주고 있다. 업종은 한국신용평가의 산업분류기준에 따라 구분하였다. <표 1>에서 볼 수 있듯이 표본은 다양한 산업에 걸쳐 분포되어 있으며, 연구결과가 특정 산업에 의해 도출된 것이 아님을 알 수 있다.

<표 1> 표본기업의 산업별 분류표

산업분류	소속시장					
	전체		상장		코스닥	
	표본수	비율 %	표본수	비율 %	표본수	비율 %
음식료품	274	4.09	189	7.09	85	2.10
섬유 및 의복업	173	2.58	108	4.05	65	1.61
목재 및 종이 제조업	171	2.55	128	4.80	43	1.06
화합물 및 화학제품 제조업	277	4.13	142	5.33	135	3.34
의료정밀 제조업	383	5.71	150	5.63	233	5.77
고무 및 플라스틱 제조업	166	2.48	68	2.55	98	2.43
비금속광물제품 제조업	134	2.00	89	3.34	45	1.14
제1차금속산업	322	4.80	192	7.20	130	3.22
금속가공업	227	3.39	93	3.49	134	3.32
전자기계, 컴퓨터, 영상, 음향	1,008	15.03	164	6.15	844	20.90
의료, 정밀, 광학기기 및 시계제조업	357	5.32	219	8.21	138	3.42
전자부품	211	3.15	53	2.00	158	3.91
기타제조업	469	7.00	32	1.20	437	10.82
자동차 및 기타운송업	406	6.06	188	7.05	218	5.40
건설업	171	2.55	124	4.65	47	11.64
운송업	693	10.34	294	11.03	399	9.88
출판업	351	5.24	47	1.76	304	7.53
정보처리 및 컴퓨터 관련 서비스업	220	3.28	82	3.08	138	3.42
기타서비스업	691	10.31	304	11.40	387	9.58
합계	6,704	100.0	2,666	100.0	4,038	100.0

② 통계적 분석기법

본 논문의 자료는 정량적 데이터이고, 회귀방정식을 도출하기 이전에 종속변수로 이익조정은 재량적 발생액, 배당정책은 배당성향으로, 설명(독립)변수로는 경영자지분율, 대주주지분율, 임원지분율과 외국인지분율로 설정하였기에 다중회귀분석을 시행하기 위한 조건을 충족하고 있다. 이러한 독립변수와 종속변수 간의 상관관계를 토대로 하는 선형 연관성을 평가하는 수단을 제공하는 본 연구의 목적에 부합하기에 통계프로그램 SPSS를 이용하여 다중회귀분석(Multiple Regression Analysis)을 통해 분석을 시행하였다.

3.2 연구모형과 변수의 정의

3.2.1. 연구모형

본 연구에서는 경영자지분율이 이익조정과 배당에 관련된 다양한 연구(Beale 1932; Jones 1991; 김유찬 2011; 박종일 2003; 이균봉 2010)등을 수용하여 내부적지분율 즉, 경영자지분율, 대주주지분율, 임원지분율과 외부적지분율인 외국인지분율이 이익조정과 배당성향에 어떠한 관련성을 가지고 있는지 알아보고자 한다. 또한 소유구조 형태에 따라 각각에 미치는 영향을 실증분석을 통하여 검증하고자 한다. 그리하여, 본 연구의 가설을 검증하기 위하여 다음의 <식 1>, <식 2>와 같이 연구모형을 설정하였다.

<식 1>

$$DA = \beta_0 + \beta_1 OWN_{1,2,3,4} + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CASH + \beta_5 CFO + \beta_6 ROA + \beta_7 GRW + \beta_8 B + \beta_9 MTB + \epsilon$$

<식 2>

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 OWN_{1,2,3,4} + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CASH + \beta_5 CFO + \beta_6 ROA + \beta_7 GRW + \beta_8 B + \beta_9 MTB + \epsilon$$

<i>DA</i>	: 수정Jones모형에 의한 재량적발생액
<i>DIV</i>	: 배당성향(현금배당액/당기순이익)
<i>OWN₁</i>	: 경영자지분율(최대주주가 대표이사이면 1, 아니면 0)
<i>OWN₂</i>	: 대주주지분율(특수관계인포함)
<i>OWN₃</i>	: 임원지분율(임원지분율의 합)
<i>OWN₄</i>	: 외국인지분율

<통제변수>

<i>SIZE</i>	: 기업규모(t년도 기업규모, 총자산에 자연로그 값)
<i>LEV</i>	: 부채비율(총부채/총자산)
<i>CASH</i>	: 현금보유((t년도 현금및현금성자산-t-1년도 현금및현금성자산)/t년도 현금및현금성자산)
<i>CFO</i>	: 영업현금흐름(영업활동을 통한 현금흐름/기초총자산)
<i>ROA</i>	: 총자산이익률(t년도 당기순이익/기초총자산)
<i>GRW</i>	: 매출성장률((당기매출액-전기매출액)/전기매출액)
<i>BETA</i>	: 영업위험
<i>MTB</i>	: 시장가치(보통주기말시가총액/총자산)

3.2.2 변수의 조작적 정의

① 이익조정의 측정

이익조정의 대리변수로서 사용된 재량적발생액은 수정된 Jones모형(1995)의 신용매출에 의한 경영자의 재량적 영향을 제거하기 위하여 ΔREC 를 매출채권의 변화로 계산하고 이를 발생액에서 차감한 것이며 식은 다음과 같다.

$$TA_{jt}/A_{jt-1} = \alpha[1/A_{jt-1}] + \beta_1[(\Delta REC - \Delta REV_{jt})/A_{jt-1}] + \beta_2[PPE_{jt}/A_{jt-1}] + \epsilon_{jt}$$

$$DA = TA_{jt}/A_{jt-1} - \{\alpha[1/A_{jt-1}] + \beta_1[\Delta REV/A_{jt-1} - \Delta REC/A_{jt-1}] + \beta_2[PPE/A_{jt-1}]\}$$

여기서, TA_{jt}	: 기업 j의 t년도의 총발생액	ΔREV_{jt}	: 기업 j의 t년도의 매출액의 변화
ΔREC_{jt}	: 기업 j의 t년도의 매출채권의 변화	PPE_{jt}	: 기업 j의 t년도의 설비자산
A_{jt-1}	: 기업 j의 t-1년도의 총자산	ϵ_{jt}	: 기업 j의 t년도의 오차항
j	: 추정기업	i	: 검증기업

② 배당정책의 측정

배당정책의 대리변수로서 사용된 배당성향은 현금배당액을 당기순이익으로 나눈 값이다.

③ 경영자소유지분율의 측정

모형에서 독립변수로 사용하는 경영자소유지분율의 변수는 모형 <식 1>과 <식 2>를 복합적으로 검증하고자 한다. 우선 경영자지분율(OWN₁)은 최대주주가 대표이사인 경우와 아닌 경우로 나누었으며, 대주주지분율(OWN₂)은 특수관계인을 포함한 대주주지분율을, 임원지분율(OWN₃)은 임원지분율의 합을 사용하였고, 외국인지분율(OWN₄)은 외국인이 보유하고 있는 보통주식의 비율을 KIS-Value와 DART의 사업보고서에서 찾아서 사용하였다.

④ 통제변수

연구의 통제변수로는 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 현금보유(CASH), 영업현금흐름(CFO), 총자산 이익률(ROA), 매출성장률(GRW), 영업위험(BETA), 시장가치(MTB)를 사용하였다.

3.3 실증결과

3.3.1. 기술통계

본 연구는 경영자소유지분율이 기업의 이익조정과 배당정책에 미치는 영향을 분석하기 위한 변수들의 기술통계량은 다음 <표 2>와 같다. 이 <표 2>를 보면 독립변수와 종속변수 그리고 통제변수들의 평균과 중위수는 큰 차이를 보이지 않기 때문에 변수들은 정규분포에 근접한 분포를 보인다고 간주 할 수 있다.

<표 2> 변수의 기술통계

변수	표본수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
DA	6704	0.0734	0.0470	0.0911	0.00	2.13
DIV	6704	0.1309	0.0541	0.2233	-0.96	1.00
OWN1	6704	0.4375	0.000	0.4961	0.00	1.00
OWN2	6704	40.8184	40.4900	16.717	0.00	100.00
OWN3	6704	0.2298	0.1568	2.0122	0.00	141.62
OWN4	6704	5.7482	1.0300	10.954	0.00	88.00
SIZE	6704	25.7482	25.4817	1.3719	20.01	32.67
LEV	6704	0.4050	0.4023	0.2028	0.00	2.43
CASH	6704	0.0550	0.0489	0.1659	-0.88	10.04
CFO	6704	0.0316	0.0345	0.1854	-1.48	11.55
ROA	6704	0.2507	0.0593	6.2933	-1.00	386.59
GRW	6704	0.6971	0.6963	0.6030	-4.81	17.35
BETA	6704	0.8359	0.5691	1.1219	0.02	37.53
MTB	6704	0.0794	0.0427	0.1266	0.00	2.62

3.3.2. 상관관계 분석

본 연구의 분석에 사용된 변수들 간의 상관관계는 <표 3>와 같다.

< 표 3 > 변수들 간의 상관관계 분석

	DIV	DA	OWN1	OWN2	OWN3	OWN4	SIZE	LEV	CASH	CFO	ROA	GRW	BETA	MTB
DIV	1													
DA	-.123**	1												
OWN1	-.016	-.030*	1											
OWN2	.173**	-.109**	-.087**	1										
OWN3	.000	.003	.044**	.011	1									
OWN4	.098**	-.058**	-.171**	.002	-.011	1								
SIZE	.086**	-.145**	-.209**	.130**	-.030*	.447**	1							
LEV	-.148**	.143**	-.125**	-.068**	-.001	-.066**	.229**	1						
CASH	.055**	-.053**	.037**	.044**	.010	.081**	.036**	-.118**	1					
CFO	.086**	-.060**	.082**	.088**	.008	.086**	.076**	-.196**	.776**	1				
ROA	-.010	.075**	-.002	-.009	-.001	.000	.012	.006	.497**	.501**	1			
GRW	-.074**	.049**	.063**	-.148**	-.014	-.031*	.001	.034**	.005	.025*	.003	1		
BETA	-.022	.086**	-.003	-.146**	-.009	.079**	-.149**	-.228**	.063**	.053**	.000	.074**	1	
MTB	.017	.048**	.022	-.052**	-.013	.010	-.131**	-.179**	.125**	.079**	-.009	.023	.121**	1

* : 유의수준 0.05

** : 유의수준 0.01

3.3.3. 회귀분석 결과

<표 4> 가설검증 결과

$$DA = \beta_0 + \beta_1 OWN_{1,2,3,4} + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CASH + \beta_5 CFO + \beta_6 ROA + \beta_7 GRW + \beta_8 B + \beta_9 MTB + \epsilon$$

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 OWN_{1,2,3,4} + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CASH + \beta_5 CFO + \beta_6 ROA + \beta_7 GRW + \beta_8 B + \beta_9 MTB + \epsilon$$

VARIABLES	DIV			DA		
	FULL	KOSPI	KOSDAQ	FULL	KOSPI	KOSDAQ
OWN1	0.000 [-0.026]	-0.012 [-0.981]	0.001 [0.163]	-0.008** [-3.425]	-0.004 [-1.244]	-0.012** [-3.719]
OWN2	0.002** [11.169]	0.001* [2.618]	0.002** [11.996]	0.000** [-4.097]	0.000 [-2.004]	0.000** [-2.940]
OWN3	-0.005 [-0.043]	0.102** [2.783]	0.0003 [-0.069]	0.000 [0.332]	0.170 [-1.705]	0.0006 [0.113]
OWN4	0.001** [3.868]	0.001** [2.699]	0.001 [1.387]	0.000* [2.270]	-0.003 [0.257]	0.000 [1.878]
SIZE	0.011** [4.835]	-0.002 [-0.432]	0.014** [3.605]	-0.012** [-12.782]	-0.007** [-6.200]	-0.015** [-7.419]
LEV	-0.0158** [-10.89]	-0.161** [-5.713]	-0.146** [-8.945]	0.088** [14.955]	0.086** [10.977]	0.094** [11.243]
CASH	0.002 [0.086]	-0.045 [-0.725]	0.025 [0.922]	-0.055** [-5.196]	-0.139** [-8.205]	-0.032* [-2.338]
CFO	0.067** [2.795]	0.107 [1.773]	0.046 [1.910]	0.001 [0.107]	0.011 [0.630]	-0.010 [-0.842]
ROA	-0.001** [-2.654]	-0.002 [-0.425]	-0.001** [-2.886]	0.002** [8.914]	0.004** [3.636]	0.002** [7.058]
GRW	-0.017** [-3.842]	-0.004 [-0.436]	-0.015** [-3.134]	0.005** [2.580]	0.002 [-0.775]	0.004 [1.766]
BETA	-0.006* [-2.306]	0.009 [1.160]	-0.005** [-2.216]	0.007** [7.270]	0.020** [9.278]	0.005** [4.082]
MTB	0.011 [0.532]	0.053 [0.883]	0.011 [0.525]	0.042** [4.824]	0.053** [3.190]	0.038** [3.578]
CONSTANT	-0.164** [2.784]	0.216* [2.106]	-0.275	0.352** [14.778]	0.197** [6.941]	0.431** [8.624]
SAMPLE	6,704	2,666	4,038	6,704	2,666	4,038
Adj. R ²	0.064	0.039	0.083	0.084	0.111	0.68
F-Vlue	39.353	9.947	31.48	52.304	28.730	25.696
Probe-f	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

* : 유의수준 0.05

** : 유의수준 0.01

<표 4>은 가설 1과 2에 대한 실증분석 결과 이다. <표 4>을 바탕으로 실증분석 결과가 나타내는 의미를 추론해 본다.

3.3.4. 가설검증

① 가설 1의 검증

기업의 경영자소유지분율의 변수들이 종속변수인 이익조정(DA)에 대한 회귀분석을 보면, 경영자지분율(OWN1)과 이익조정에 1% 유의수준에서 음(-)의 영향을 주고 있으며, 대주주지분율(OWN2)과 외국인지분율(OWN4)은 이익조정에 양(+)의 영향을 주고 있으며, 임원지분율(OWN3)은 이익조정에 영향을 미치지 못하고 있음을 알 수 있다.

본 연구의 실증분석 결과를 보면, 첫째, 소유경영의 경우, 기업이익을 이익조정을 통한 것보다는 정상적인 영업이익을 선호하는 것으로 해석 할 수 있다. 이는 내부주주 1인 지분율은 보고이익을 증가시키기 위하여 채량적 발생액을 양(+)의 방향으로 상향조정하려는 경향을 나타낸다는 해석(권광현, 주양호 2011)과 다른 해석을 보여 주고 있다.

둘째, 상장기업과 코스닥기업을 구분하여 회귀분석한 결과를 보면 상장기업보다 코스닥기업일수록 이익조정을 더 많이 하는 경향을 알 수 있다.

그리고 표본수의 차이에 의한 회귀분석 결과는 코스닥기업에 더 많은 영향을 받고 있음을 나타내고 있다.

② 가설 2의 검증

기업의 경영자소유지분율의 변수들이 종속변수인 배당정책(DIV)에 대한 회귀분석을 보면, 대주주지분율(OWN2)와 외국인지분율(OWN4)은 배당정책(DIV)에 1% 유의수준에서 양(+)의 영향을 주고 있으며, 경영자지분율(OWN1)과 임원지분율(OWN4)은 배당정책(DIV)에 양(+)과 음(-)의 영향을 주고 있지만 유의하지 않는 결과를 나타내었다.

본 연구의 실증분석 결과를 보면, 첫째, 소유경영과 외국인투자자는 배당에 대한 요구에 대한 관심을 실증한 것이며, 외국인지분율은 배당성향과 유의한 양(+)의 관계가 있음(권광현, 주양호 2011; 김도성, 양준서, 황승찬 2010)과 일치하는 결과임을 알 수 있다.

둘째, 상장기업과 코스닥기업을 구분하여 회귀분석한 결과를 보면 상장기업은 코스닥기업보다 배당정책에 대한 영향이 더 크다는 것을 알 수 있다.

그리고 가설1의 경우와 마찬가지로 표본수의 차이에 의한 회귀분석 결과는 코스닥 기업에 더 많은 영향을 받는다는 것을 보여 준다.

IV. 요약 및 결론

본 연구는 2009년부터 2013년까지 금융업을 제외한 유가증권 시장에 상장기업과 코스닥기업을 대상으로 경영자소유지분율을 경영자지분율(소유경영), 대주주지분율, 임원지분율 및 외국인지분율의 변수들이 이익조정의 대용치인 재량적발생액이라는 종속변수와 배당정책의 대용치인 배당성향이라는 종속변수와 어떠한 상관관계를 가지고 있는지를 실증적으로 분석하였다.

본 연구의 주요한 실증분석 결과를 제시하면 다음과 같다. 첫째, 경영자지분율(소유경영)은 이익조정의 대용치인 재량적발생액과 음(-)의 관련성이 있으며, 배당정책의 대용치인 배당성향과는 양(+)의 영향을 미치지 않지만 유의하지 않다. 이것은 한국기업의 소유경영은, 배당보다는 기업이익 증가를 통한 이익을 우선으로 하며, 이러한 이익은 이익조정을 통한 이익의 극대화가 아닌 정상적인 기업이익을 추구하는 경향을 나타낸다는 사실을 확인할 수 있다. 대주주지분율은 이익조정에 양(+)의 관련성, 배당정책에는 음(-)의 관련성을 확인하였다. 하지만 회귀분석결과 대주주지분율은 이익조정과 배당정책에 양(+)의 영향을 주는 것을 확인 되었다. 이것은 대주주지분율이 증가할수록 이익조정에 더 많이 관여하여 좋은 경영성적을 나타낼 수 있다. 이것은 경영자 보상으로 배당을 선호하고 있다는 것으로 해석된다. 외국인지분율은 이익조정에는 음(-)의 관련성, 배당정책에는 양(+)의 관련성을 확인하였다. 결국, 외국인투자자들은 정상적인 이익을 통한 배당을 목적으로 한 투자를 기본으로 하고 있음을 보여 주고 있다. 또한 임원지분율은 이익조정과 배당정책에 있어서 아무런 관련성을 갖고 있지 못하고 있다. 이것은 한국기업의 특수성으로 인한 임원들의 경영에 있어서 이익과 배당에 관련된 어떠한 역할도 하지 못하고 있다는 것을 나타내는 것이다.

둘째, 상장기업과 코스닥기업을 비교해 보면, 이익조정에 있어서는 코스닥기업들이 상장기업들에 비해서 경영자지분율에 따라 영향을 더 많이 받고, 배당정책에 있어서는 상장기업들이 코스닥기업들에 비해서 더 많은 영향을 받는다는 것을 확인하였다. 이것은 코스닥기업의 특성상 경영성계에 대한 시장가치의 민감성을 잘 나타내는 것으로 보여지며, 코스닥기업들과 비교해서 상대적으로 보다 안정된 기업들인 상장기업들은 이익조정보다는 안정된 배당정책에 더 많은 관심을 갖고 있음을 잘 보여 준다.

본 연구의 의의는 다음과 같다. 첫째, 선행연구들은 기업지배구조와 이익조정 및 배당정책의 관계를 검토한 연구가 대부분이었다고 하면, 본 연구에서는 경영자소유지분율의 측정변수들을 다양하게 이용하여 검토한 연구로써, 경영자소유지분율의 세부적인 요인들과 기업의 이익조정 및 배당과 관련된 요인을 함께 분석함으로써 보다 세밀한 부분들까지 관련성을 검토하였다는 점이다. 둘째, 한국기업의 특성인 소유경영과 관련된 경영자소유지분율을 중점적으로 검토한 점은 선진 외국의 경영체계와의 차이를 알아볼 수 있는 계기가 될 수 있으며 이것은 한국기업의 특수성을 나타내는 계기가 될 수 있다는 점이다.

이상의 연구결과에도 다음의 한계를 지닌다. 첫째, 본 연구의 종속변수인 이익조정과 배당정책을 함께 측정하지 못한 점이다. 이것은 이익조정과 배당정책 간에 상호 관련성이 있을 것이라는 점 때문이다. 따라서 향후 연구에서는 이익조정과 배당정책 간에 상호 관련성을 함께 분석할 필요성을 갖고 있다. 둘째, 본 연구의 결과에 나타난 바와 같이 상장기업과 코스닥기업 간에는 서로 다른 차이점을 볼 수 있었다. 하지만 본 연구에서 밝히지 못한 두 기업군들 간의 상호 관련성과 세부적인 차이점 분석의 검토가 필요하겠다.

참고문헌

- 금보라, 권순창(2013), “조세회피와 현금보유의 관련성에 관한 연구: 대주주지분율을 중심으로”, 국제 회계연구 50: 107-130.
- 권광현, 주양호 (2011), “기업지배구조, 배당정책 및 이익조정간의 관계에 관한 연구”, 국제회계연구 :289-312.
- 김경열(2007), “배당정책과 소유구조 및 기업가치의 관계”, 국제회계연구 제17집: 159-182.
- 김도성, 양준서, 황승찬(2010), “기업의 배당정책과 지배 및 소유구조에 관한 연구”, 회계연구 15(3):
- 김정교(2013), “경영자소유권과 감사품질 간의 관련성”, 산업경영학회 :
- 김정옥, 배길수(2006), “기업의 투명성이 회계보수에 미치는 영향”, 회계학연구 31권 1호: 69-96.
- 김종대, 조문기(2007), “경영자지분율과 회계정보의 가치관련성 간의 상관관계분석”, 회계학연구 32(4): 1-27.
- 김유찬,강윤식(2011), “기업지배구조가 실물활동에 기반을 둔 이익조정에 미치는 효과”. 경영학연구. 40(1): 1-28.
- 박종일(2003), “기업지배구조와 이익조정: 최대주주 지분율을 중심으로”, 회계학연구 28(2): 135-172.
- 송인만, 백원선, 이정주(199), “ 기업재무상태에 따른 현금흐름 정보의 상대적 유용성”, 경영학연구 28(3): 747-769.
- 육근호(1989), “주주경영자간의 대리문제에 관한 실증분석: 배당정책을 중심으로”, 증권학회지 제1집: 143-166.
- 이균봉(2012), “기업설명회와 실물 이익조정 관련성 연구“, 국제회계연구 제49집: 431-456.
- 이상철(2003), “소유 및 지배구조 특성과 이익조정”. 관리회계연구. 5(1): 33-55.
- 이진수,조용언,최미화(2010), “비감사서비스제공에 대한 가치관련성과 기업지배구조의 역할”, 회계정보 연구 28권2호: 135-156.
- 이진욱(1999), “중간배당제도에 관한 소고”, 상장회사협의회회 제10호
- 전영순(2003), “외국인투자자 및 기관투자자의 투자의사결정과 회계이익의 질”, 경영학연구 32(4): 1001-1032.
- 전홍민(2013), “경영자 지분율이 감사보수에 미치는 영향”, 회계연구 18(1): 105-125.
- 정성창, 김영환(2007), “이익소각 목적의 자기주식 취득과 기업의 가치”, 증권학회지 36권 1호: 33-75.
- 조지호(1990), “배당중심으로 본 주주경영자 간의 대리문제에 관한 연구”, 경제연구 제1권: 75-89.
- 최성규, 김경민(2001), “소유와 경영의 분리와 경영자의 이익조절”, 회계학연구 26(1): 153-176.
- Ashbaugh, H., R. Lafond, and B. Mayhew(2002), “*DO Non-Audit Service Compromise Auditor Independence? Further Evidence*“, Working Paper, University of Wisconsin.
- Black, Bernard S., Hasung Jang, and Woochan Kim(2003), “*Does Corporate Governance Affect Firms’ Market Values? Evidence form Korea*“, Working Paper.
- Burgstahler and ichew(1997), “*Earning Management to avoid earning decrease and loses*“, Journal of Accounting and Economics 4(Dec): 99-126.

- Credit Lyonnais Securities Asia (2001), "*CG Watch: Corporate Governance in Emerging Markets*", April.
- Crutchley, Hansen(1989), "*A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividends*", Financial Management 18: 36-76.
- DeAngelo, DeAngelo and Skinner(2004),
- Fama and Jensen(1983), "*Separation of ownership and control*", Journal of Political Economy, Vol. 88: 288-308.
- Guger,K and B.B. Yurtoglu(2003), "*Corporate governance and dividend pay-out policy in Germany*", European Economic Review Vol. 47(4)
- Jensen and Meckling(1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics* 3(4): 305-360.
- Jeon, K. A., J. H. Choi, and J. I. Park.(2004). "*The Relationship between New Audit Committee Establishment and Earnings Management*". Korean Accounting Review 29 (No.1).
- Jones, J. J. (1991). "*Earnings Management during Import Relief Investigations.*" Journal of Accounting Research 29 : 193-228.
- John,K and JWilliams(1985), "*Dividends, Dillution and Taxes: A Signalling Equilibrium*", Journal of Finance Vol.40.
- Rozeff, M(1982), "*Growth, beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios*", Journal of Financial Research, 5: 249-259.
- Warfied, T.D., J.J.Wild and K.L.Wild(1995), "*Managerial ownership, accounting choices, and informativeness of earnings*", Journal of Accounting and Economics 20: 61-91.