

손해보험회사의 배당성향 결정요인 연구*

Explanatory Factors in Non-Life Insurer's Dividend Policy

김재현**

Kim Jae-Hyun

본 연구는 우리나라 손해보험회사의 배당성향을 결정하는 요인을 분석하였다. 배당성향의 결정요인으로서 경영성과와 대리인 문제를 반영하기 위해 재무지표와 최대주주 및 외국인주주의 주식소유비율 등을 고려하였다. 연구결과 지난 15년 동안 손해보험회사는 일정한 배당정책의 부재와 함께 고도성장이나 수익악화에 대응한 이익의 내부유보에 소홀하였음이 밝혀졌다. 그러나 1999년을 기준으로 경영환경의 변화에 따라 투자기회의 활용과 건전성 감독 강화 등으로 인한 내부자본 필요성이 배당성향에 영향을 미치기 시작하여 배당정책에 일정한 패턴이 나타나기 시작하였다. 한편, 손해보험사의 내부자 지배력은 계속 강화되어 왔던 반면, 외부 주주의 배당압력은 크지 않았고, 외국인의 주식소유비율과 배당성향과는 밀접한 양의 관계가 있음이 밝혀졌다. 다만 최근 들어 외국인투자의 대형회사 편중이 심화되는 가운데, 배당성향 역시 보험회사의 규모에 좌우되고 있어, 투자유인력에서 손해보험산업의 또 다른 양극화현상을 확인할 수 있었다.

※ 국문색인어: 배당정책, 손해보험, 외국인투자, 지배구조

I. 서론

본 연구에서는 우리나라 손해보험회사의 배당성향(payout ratio)을 결정하는 요

* 본 연구는 서원대학교 연구지원사업의 지원대상이며, 연구의 초기설계에 조언을 아끼지 않은 JP Morgan 증권회사의 윤석모 차장과 익명의 심사자에게 감사를 드린다.

** 서원대학교 경영학부 금융보험전공 교수(rmikim@bcline.com)

인을 파악함으로써 기존 연구에서 발견된 전통적인 배당결정 요인이 손해보험산업에도 동일하게 작용하는지의 여부와 함께 최대주주 및 외국인의 주식비율 등 지배구조의 변화가 배당에 미치는 영향을 분석하였다¹⁾. 따라서 본 연구의 목적은 보험회사 경영자의 배당정책과 투자자의 투자전략 수립에 유용한 정보를 제공하는 한편, 건전한 배당정책의 정착을 돕고자 하는 것이다. 본 연구를 수행하게 된 동기는 기존 배당정책 연구가 제조업 위주의 상장회사에 치우쳐 금융산업 고유의 배당결정 요인 파악이 미흡하기 때문이다. 한편 다른 유형의 배당정책연구가 대리인 문제의 최소화를 위한 기업소유경영자의 역할 측면에서 이루어지고 있으나, 최근 급증하고 있는 외국인 주식소유가 배당성향에 미치는 영향을 분석하여 이와 같은 연구의 범위를 넓히고자 한다. 또한 계약자배당에 집중된 보험회사의 배당정책연구의 범위를 주주배당으로 확장하는데 연구의 추가적인 의의를 찾아볼 수 있다.

배당이란 기업이 회계기간 중 발생된 이익에 대하여 동일한 지분을 주장할 수 있는 출자자에게 출자액 또는 출자구좌 수에 비례하여 현금 또는 주식 등의 형태로 균등하게 배분하는 것을 말한다. 배당은 기업으로 하여금 주식시장으로부터 생산 활동에 필요한 자금을 신속하고 효율적으로 공급받을 수 있도록 하는 핵심적인 역할을 하고 있다. 배당정책이란 기업의 이익을 내부유보와 배당으로 나누고 배당의 방식과 절차를 결정하는 경영자의 의사결정을 일컫는다. 특히 기업의 당기순이익에서 현금배당금이 차지하는 비중인 배당성향은 기업의 성장여력과 투자자의 수익뿐만 아니라 궁극적으로 기업가치에 영향을 미치게 되므로 배당정책의 핵심적인 결정사항으로 자리를 잡고 있다. 따라서 배당성향을 결정짓는 요인이 무엇인지를 파악하는 것은 기업가치의 극대화를 도모하기 위한 효율적 배당정책 수립의 선결조건으로 볼 수 있다.

기업의 배당성향을 결정짓는 요인분석은 크게 보아 기업의 자금수요와 부채수준 및 수익성 등 기업의 경영성과에 따라 배당성향이 결정된다는 전통적인 관점과 주주

1) 배당성향은 (현금배당금/당기순이익)×100으로 계산한다. 또 다른 배당수준 지표인 배당률은 액면주가에 대한 주당배당액의 비율로 산출되는데, 이는 고정된 액면가로 인해 실제 수익률과는 거리가 멀다. 한편 우리나라 생명보험회사들은 비상장주식회사이므로 부득이 본 연구의 대상에서 제외되었음을 밝힌다.

와 소유자 또는 이들의 고용경영자 사이의 이해관계에서 발생하는 대리인 문제를 해결하기 위한 수단으로서 배당을 보는 관점에서 접근되고 있다. 전자를 간단히 살펴본다면, 첫째, 기업의 자금수요가 많을수록 배당성향은 줄어든다. 기업은 신규투자 에 필요한 자금 조달시 이자나 수수료와 같은 금융비용을 수반하는 외부금융보다는 내부금융을 우선하므로 기업의 자금수요가 높을수록 배당성향은 낮아지게 된다. 둘째, 기업의 부채의존도가 높을수록 배당성향은 낮아진다. 기업의 부채비율이 높을수록 신용위험의 증가로 이자율이 상승하므로 기업은 이익의 사내유보를 제고함으로써 이자부담을 줄이려고 할 것이다. 셋째, 기업의 수익성 등 경영성과가 불안정할수록 배당성향은 낮아질 것이다. 기대수익이 예측하기 어렵다면 기업으로서는 부정적인 상황에 대비하여 배당성향을 낮게 유지하려 할 것이다. 넷째, 배당성향은 과거의 배당성향에 적지 않은 영향을 받는다. 투자 유인으로서 기업의 경영자는 가능한 안정된 배당성향을 유지하려는 경향을 보인다. 기업의 경영자는 장기적인 목표배당성향을 설정하고 가능한 단기성과와는 독립적으로 배당수준을 결정하기도 한다.

다음으로 대리인 문제에서 배당성향 결정요인을 살펴볼 수 있다. 주식회사의 형태를 가진 기업의 경우, 소유와 경영의 분리에 의한 전문경영이 보편화되면서 경영자가 소유자의 이해관계에 반하는 행동을 할 수 있는 가능성이 높다. 따라서 기업경영의 권한을 위임한 소유자인 주주는 대리인인 경영자가 자신들의 이해에 반하는 행동을 하지 않도록 노력한다. 이와 같은 감시활동에서 감시비용(monitoring cost)이 발생하게 되는데, 이는 적지 않은 대리비용(agency cost)을 야기한다. 한편 이와 같은 대리인 문제는 기업을 소유한 경영자와 외부주주와의 관계에서도 발생하게 된다. 외부주주들은 소유경영자들이 불필요한 특권적 소비를 하거나 수익성 있는 투자를 포기하는 등, 외부주주들을 희생시키면서 자신의 부를 증가시킬 가능성에 대하여 사전적인 대가를 요구할 수 있다. 반면에 소유경영자들은 이러한 사전적 대가를 넘지 않는 선에서 감시비용을 기꺼이 지불하고자 하는데, 이때 배당이 경영성과를 감시하는 수단으로서 작용하게 된다. 즉, 배당금을 지급함으로써 비싼 외부금융을 사용하는 대신 자금을 공급하는 자본시장의 엄격한 조사와 평가를 통하여 대리인 문제를 어느 정도 해소할 수 있게 된다. 그러나 소유경영자의 지분이 높을 경우 특권적 소비나 투자포기 유인에 따른 대리비용은 낮아질 것이므로 이에 따라 배

당성향도 낮아질 것이다.

다음으로 우리나라 기업의 배당성향의 특성을 살펴볼 필요가 있다. 우선 과거 우리나라 기업은 이익수준과 무관한 저배당을 관행적으로 지급하였다. 1970년부터 1999년까지 30년간 국내 제조업체의 연평균 배당성향은 30.1%로, 미국의 46.3%와 일본의 43.2%에 비교하여 낮은 수치이다. 또한 우리나라의 배당수익률은 미국의 2.4%와 일본의 0.8%의 사이에 놓여 있으나, 주식이 아닌 타 금융자산에 투자를 고려한 기회비용인 대체자산의 수익률을 고려할 때 우리나라 기업의 배당수익률은 매우 낮은 수준이다²⁾. 배당수익률의 국채수익률 대비 비율은 미국과 일본의 경우 1990년부터 1999년까지의 연평균 40% 및 22%이었으나, 우리나라의 경우에는 13%에 머무르고 있다(한국증권연구원, 2002). 이는 우리나라에서는 배당수익이 주식투자자유인으로 작용하지 못하였고, 안정된 배당수익을 선호하는 장기투자자에게 적절한 주식시장이 형성되지 않았음을 반증하는 것이다.

일반적으로 이와 같은 우리나라의 낮은 배당성향은 다음과 같은 이유로 설명되어 왔다. 첫째, 기업의 미래성장을 위한 재투자 필요성으로 배당은 최대한 억제된 채 내부유보이익이 선호되었으며, 둘째, 기업의 이익수준이 저조하여 배당을 지급할 여력이 부족하였을 뿐더러, 끝으로 자본시장의 미숙과 경색으로 기업이 현금을 과다하게 보유하였다는 것이다. 그러나 우리나라 기업의 자기자본수익률이 자기자본비용을 상회하지 못하였고, 1998년에는 적자가 확대되었음에도 불구하고 배당은 오히려 증가되었으며, 자본시장 역시 과거에 비하여 1990년 이후 크게 발달한 점을 들어 상기 세 가지 이유는 설득력이 떨어진다는 주장도 있다(김성민, 2002). 한편, 실질적인 배당이사결정자인 최대주주들이 현행 세법상 불리한 배당보다는 자사주매입을 선호하는 경향을 보이고 있다는 점도 낮은 배당성향의 요인으로 꼽을 수 있다³⁾.

2) 여기에서 배당수익률은 (보통주당 현금과 주식배당금/보통주의 기말종가)×100으로 계산된 비율을 의미한다.

3) 2004년 12월 31일 현재, 배당금에 대해 소득세(14.5%)와 주민세(1%) 등 총 15.5%가 부과되고 있다. 단, 조세특례제한법제91조에 의거 주식의 장기보유(1년 이상)시 금액에 따라 세제혜택이 주어진다.

외국인 주식보유 비중이 배당성향에 미치는 영향에 대해서는 아직 의견이 분분한 상황이다. 외국인의 주식보유 비율은 1997년 상한제도가 폐지된 이후, 2004년 6월 현재 국내 상장기업의 시가총액의 40% 수준에 이르고 있고, 시중은행 및 일부 우량기업에 대해서는 60%를 상회하고 있다. 이에 따라 외국인 주주에 대한 고액배당으로 인한 국부유출과 기업자금조달원의 불안 및 투자 위축 가능성을 우려하는 주장도 나오고 있다. 이는 외국자본이 장기적인 기업가치 제고보다 배당금 등 단기 이익만을 쟁기는데 주력한다는 여론과 맥락을 같이하는 것으로 여겨진다. 그러나 일반적인 인식과는 달리 증권거래소 상장기업을 대상으로 한 분석 결과 외국인 주주에게 지급된 배당금의 수준은 외국인의 주식보유비중과 거의 일치하며, 배당성향과 외국인 주식보유비중 간의 관련성과 외국인 주식보유비중의 증대에 따라 기업의 배당수준이 급격하게 증가되었다는 증거가 발견되지 않았다는 지적도 있다(한국증권연구원, 2004). 다만, 외국인의 주식투자는 기업경영성과의 투명한 공개를 전제하고 있고, 논란의 소지는 있으나 자율과 경쟁에 근거한 수익성을 목표로 한 책임경영제의 도입에 다소나마 긍정적인 작용을 하고 있다고 가정할 수 있다.

한편, 외국인 투자자에는 지속적이고 안정된 배당수익을 선호하는 연기금이 큰 비중을 차지하고 있는 기관투자자나 펀드들이 있다⁴⁾. 이들은 장기적인 목표수익률의 달성을 위해 기업의 자본수익률(ROE) 제고와 함께 배당성향의 조정을 요구하고 있으며, 따라서 비교적 배당수익에 무관심하였던 국내 기관투자자와는 달리 배당성향의 상승압력으로 작용하고 있다.

그러나 상기의 배당에 대한 일반론이 모든 산업에 일률적으로 적용된다고 보기는 어렵다. 산업별로 기업의 경영상황과 외부환경이 다르므로 각 산업의 특성에 따라 효율적인 배당정책이 차별적으로 필요하다. 이와 같은 이유로 인하여 서두에서 밝혔듯이 본 연구를 수행하게 된 동기 가운데 하나가 우리나라의 기존 배당정책 연구가 제조업 위주의 상장회사에 치우쳐 있는 문제점을 시정하는 것이다. 따라서 본 연

4) 외국인투자 가운데 연기금의 비중을 정확히 분리하는 것은 현실적으로 가능하지 않음을 밝힌다. 또한 외국자본이 명망 있는 금융기관이기 보다는 사모펀드이기 때문에 우리 금융발전에 큰 기여를 하지 못한다는 비판도 있으나, 이에 대한 평가는 신중해야 할 필요가 있다(김대식 2004).

구는 손해보험산업으로 배당정책연구를 제한적으로 수행하여, 우리나라 기업에서 일반적으로 인식되고 있는 배당성향 결정요인이 손해보험산업에도 동일하게 적용되고 있는지를 파악하는 한편, 손해보험산업의 특성이 배당정책에 어떻게 반영되고 있는지를 살펴본다. 저자가 이해하는 한 본 연구는 우리나라 보험산업의 배당성향에 대한 최초의 연구이므로, 향후 보험산업은 물론 금융산업의 배당정책 연구에도 적지 않은 정보를 제공할 것이다⁵⁾.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 서문에 이어서 Ⅱ장에서는 배당정책에 대한 기존 연구를 간략하게 정리하였다. Ⅲ장에서는 데이터와 방법론을 설명하며, Ⅳ장에서는 분석 결과와 Ⅴ장에서는 결론 및 시사점을 제시하였다.

Ⅱ. 기존연구 고찰

기업의 배당에 대한 연구는 크게 보아 기업의 배당 규모와 형태를 결정하는 요인을 파악하고자 하는 배당정책연구와 배당이 주가와 기업가치에 미치는 영향을 파악하고자 하는 사건연구로 구분할 수 있다.

여기에서는 주로 본 연구의 영역인 배당정책연구에 대한 기존 문헌을 정리해 본다. Lintner(1956)는 28개 미국 기업의 경영자들과의 면담을 통해 경영자들의 배당정책에 대한 사고를 조사하였다. 그는 경영자들이 배당성향의 변화를 매우 꺼려하며, 이에 영향을 미칠 수 있는 심각한 이익의 변화를 가장 중요한 배당결정 요인으로 인식하고 있음을 발견하였다. 이후 Rozeff(1982)는 1974년부터 1980년까지 1000개의 미국 기업의 배당성향에 대하여 매출성장률, 예상매출액성장률, 내부자 주식소유비율, 대리관계변수 및 기업위험 등 5개 설명변수로 회귀분석을 수행한 결과, 설명변수 모두 배당성향과 통계적으로 유의한 관계를 가지는 것을 발견하였다.

5) 일반적으로 보험회사의 배당은 생명보험회사의 계약자배당으로 이해하기 쉽다. 또한 생명보험회사의 계약자배당에 대한 논란이 있어 왔던 바, 이에 대한 연구도 최근 류근옥(2003, 2004)까지 다수가 수행되어 왔다. 따라서 본 연구의 목적을 정확히 전달하기 위하여 제목에서도 배당정책 대신 배당성향을 사용하였음을 밝힌다.

최근에는 Dickens, Casey and Newman(2002)이 1998년부터 2000년까지 677개의 미국 은행을 대상으로 배당성향과 투자기회, 자본적정성, 기업규모, 배당의 신호효과, 지배구조, 과거배당실적 및 리스크와의 관계를 분석하였다. 그 결과 배당성향과 투자기회, 신호효과, 지배구조 및 리스크는 음(-)의 관계를 규모와 과거배당실적은 양(+)의 관계를 보이고 있음을 발견하였다. 한편, Gugler(2003)는 1991년부터 1999년까지 오스트리아 기업의 배당성향과 지배구조와의 관계를 연구하였다. 그 결과 정부소유기업이 일정한 배당성향을 보이는데 반해, 가족소유기업은 배당성향의 변동이 크면서도 낮은 수준을 유지하고 있음이 발견되었다. 은행소유 또는 외국인소유 기업은 양자의 중간 정도의 배당수준을 보였다. 따라서 대리인문제를 야기하는 정보의 비대칭성과 이에 따른 관리비용의 소용되는 정도와 배당성향의 수준이 일치한다는 것이 입증되었다. 이는 내부자의 지분이 높을 경우 특권적 소비나 투자포기 유인에 따른 대리비용은 낮아진다는 이론과 일치한다(Jenson and Meckling, 1976).

우리나라의 배당정책연구는 다수 있으나 본 연구와 직접적인 관계가 있는 것은 다음과 같다. 김홍식(1988)은 기업의 배당성향에 영향을 미칠 요인들을 전통적인 재무변수와 대리인 문제 변수로 나누어 조사하였다. 그는 자금수요, 상환부채의무, 영업위험(β), 유동성, 수익성, 소유권, 소유권분포를 나타내는 변수와 배당성향과의 관계를 회귀분석과 구조방정식모형(structural equation model)을 통해 분석하였다. 우선 회귀분석 결과는 영업위험은 배당성향에 유의한 변수이나, 영업위험의 분산과 소유권을 나타내는 내부자지분율은 배당성향과 유의한 관계를 가지지 아니하며, 총자본수익률이 높을수록 배당성향은 낮아지는 것으로 나타났다. 그러나 구조방정식모형에서는 어떠한 변수도 배당성향의 결정에 영향을 주지 못하는 것으로 나타났다. 이에 대해 그는 우리나라 기업의 배당이 공금리수준으로 유지되도록 통제를 받았고, 액면가에 대한 배당의 비율인 배당률을 기준으로 배당이 실시됨에 따른 왜곡으로 최적배당정책을 실시하지 않았음을 반증하는 것으로 해석하면서, 우리 기업의 배당정책을 설명하는 특수요인의 발견을 향후 연구과제로 제시하였다. 육근효(1989)는 기업이 배당지급을 늘일 때 발생하는 외부자본비용의 증가와 주주들의 소유권지분이 늘어날 때 발생하는 대리비용의 감소효과와의 상관관계를 조사하였

다. 배당성향을 종속변수로 매출액성장율과, 대주주율, 영업위험(β) 및 단위주주수를 독립변수로 회귀분석한 결과, 매출액성장율, 소수특정대주주비율 및 영업위험과 배당성향은 음(-)의 관계를 가짐으로서 대리비용에 근거한 배당정책이 존재하는 것으로 나타났다. 이만우와 김기영(1995)은 1989년부터 1992년까지의 현금배당기업과 주식배당기업을 비교하여 주식배당의 선택요인을 연구하였다. 연구결과는 주식배당은 유동성제약에 인하여 실시하며, 특히 기업의 배당가능이익이 부족하여 일정 배당액을 지급하지 못하는 경우 시가액과 액면가액의 차액만큼 실질적으로 배당을 증가시키고 있음을 발견하였다⁶⁾. 또한 주식배당은 주주에게 유리한 세부담이 되도록 실시되는 것으로 나타났다. 장기용(2002)도 역시 기존연구에서 밝혀진 현금배당의 결정요인들이 주식배당의 경우에도 적용되는지의 여부와 현금배당 대신 주식배당을 선택하는 요인을 연구하였다. 그 결과, 주식배당기업은 미래성장을 위한 고정자산투자율이 현금배당기업보다 높으나 유동성은 떨어지는 반면, 소액주주 지분비율이 현금배당기업보다 높으므로 소액주주의 세후수익률을 높이기 위하여 주식배당을 선호하고 있는 것으로 나타났다.

한편 우춘식(1988), 오유선과 최운열(1992) 및 원정연과 김성민(1999) 등 기업의 경영자를 대상으로 수행한 설문조사를 통해 배당정책 결정요인을 조사한 연구들이 있다. 우춘식(1988)은 업계의 배당지급관행이 가장 중요한 결정요인이며, 다음으로 과거의 배당지급 패턴, 공금리 수준, 미래의 경제환경변화, 목표자본구조의 유지, 추가유지 및 추가상승, 미래예상이익수준의 순으로 7개 요인이 배당정책에 작용하고 있고, 이러한 중요도는 산업특성에 따라 차이가 있음을 발견하였다. 오유선과 최운열(1992)은 우춘식(1988)과 유사한 항목으로 조사를 하였는데, 우춘식(1988)과는 달리 업계 관행이나 경제여건과 같은 기업 외적요인 보다 미래예상이익수준 등 기업 내부요인이 더욱 중요한 배당정책 결정요인임을 발견하였다. 또한 원정연과 김성민(1999) 역시 상기 두 연구와 유사한 요인들이 기업 경영자의 배당정책에 영향을 미치고 있음을 보여주는 한편, 배당지급제도상의 문제점에 대한 조

6) 엄격하게 말하면 배당은 단기순이익이 아닌 배당가능이익에서 이루어진다. 배당가능이익이란 상법상 배당할 수 있는 이익이며, 이는 대차대조표상의 순자산에서 자본금, 자본준비금 및 이익준비금을 공제한 금액을 의미한다.

사를 병행하여, 경영자들이 배당지급제도 가운데 배당락제도의 모순을 가장 심각한 문제점으로 인식하고 있음을 발견하였다⁷⁾.

이상과 같이 제조업체나 상장기업 전반에 대한 배당정책연구는 다수 존재하나, 보험회사의 배당정책연구는 매우 제한적이다. Aigbe, Borde and Madura(1993)는 미국 보험회사에 있어 배당금이 주가에 미치는 영향을 은행과 다른 산업체와 비교 조사하였다. 그 결과 배당금과 주가와는 유의한 양(+)⁷⁾의 관계가 유지되고 있는데, 생명보험회사의 경우 그 반응정도가 손해보험에 비하여 작으나, 은행과 타 산업에 비하여 크다는 점을 발견하였다. 연구자는 이와 같은 결과를 생명보험회사의 상대적으로 낮은 자본수준에 기인하는 것으로 해석하였다. 한편 배당금에 대한 주가 반응은 보험회사의 개별적 특성보다는 보험회사가 속한 보험업종에 더욱 영향을 받고 있음이 나타났다.

한편 보험회사의 계약자배당연구에서 간접적인 시사점을 찾아볼 수 있다. Harrington(1981)은 대부분의 생명보험회사는 자산이나 잉여금의 보강으로 추가적인 안전판을 확보하기를 원하기 때문에 이익의 변화에 배당정책을 민감하게 적용하지 않음을 제시하였다. 더욱이 생명보험회사의 경영자들은 안정된 배당금 수준을 선호하며, 지속적으로 유지하기 어려운 배당금 인상을 회피하는 경향이 있음을 발견하였다. 우리나라에서도 생명보험의 계약자배당에 대한 연구 가운데 가장 최근의 것으로서 류근옥(2004)은 미국 보험시장에서 배당형 생명보험 상품에서 창출된 이익이 보험계약자와 주주에게 배분되는 체계에 대하여 연구하였다. 그 결과 자기자본과 자산운용수익률이 높은 회사와 주식회사 형태의 생명보험회사가 높은 계약자배당을 보이는 것으로 나타났다.

7) 배당락이란 효율적 주식시장에서 배당이 지급되면 주가가격은 지급된 배당금을 반영하여 일정부분 하락하는 것을 의미하는데, 우리나라에서 배당락일 전에 배당지급액을 공시하는 의무가 없기 때문에 이사회에서 당기배당금이 확정되기 전에 배당락을 실시하는 문제를 가지고 있다. 다만 1998년 7월부터 현금배당의 경우 전년도 배당금을 기준으로 배당락을 적용하던 대신 배당락이 시장에서 자율적으로 이루어지도록 하고 있다.

Ⅲ. 데이터 및 방법론

본 연구는 FY1989부터 FY2003까지 과거 15년 동안 나타난 국내 10개 손해보험회사의 배당성향과 재무지표 및 지배구조변수와의 관계를 회귀분석을 이용하여 측정하였다. 연구기간을 FY1989 이후로 제한한 것은 1989에 기업공개를 한 1개 회사 때문인데, 이는 연구대상기간을 확대하기 위하여 굳이 제한된 회사 수를 더욱 축소할 필요성이 없기 때문이다. 다만, 재보험회사와 보증보험회사는 영업행태와 지배구조의 차이 등을 이유로 제외하였다⁸⁾.

연구에 필요한 데이터는 한국상장회사협의회(KLCA) 기업정보 데이터베이스에서 추출하였다. 간혹 손해보험회사가 보고서를 제출하지 않을 시 KLCA 데이터에서 공란이 발견되는데, 이 경우 보험개발원에서 발간하는 보험통계연감의 자료로써 보완하였다.

본 연구에서는 배당성향의 설명변수로서 손해보험회사의 성장성, 수익성, 안정성 등을 나타내는 재무지표와 지배구조 및 과거배당성향을 채택하였다. 이와 같은 변수들은 기존 연구에서 이미 선택되었거나, 이를 손해보험회사의 실정에 맞는 유사 변수로 대체한 것이다.

다만 종속변수인 배당성향이 음(-)의 값이 나타난 경우가 FY2000에 단 한 차례 발생하였다. 이는 당기순이익이 적자임에도 불구하고 실시된 현금배당에서 비롯된 것이었는데, 마치 회사가 주주에게 배당을 받은 것과 같은 결과를 가져온다. 따라서 이에 따른 분석결과의 왜곡을 피하기 위하여 당해연도에서 해당기업의 관측치는 이상점(outlier)으로 간주하여 제외하였다.

성장성을 나타내는 재무지표로는 전년대비 수입보험료증가율(보험료증가율)과

8) 보험사를 독립기업 또는 산업자본그룹의 계열사로 구분하여 분석할 수 있고, 이에 따라 재보험사도 추가할 수 있다는 심사자의 지적이 있었다. 그러나 일부 손해보험회사들이 계열분리가 되었어도 예전의 계열사와의 연대성이 지속적으로 유지되고 있는 등 엄격한 의미에서 독립적인 기업이라고 볼 수 있는 회사는 매우 제한적이므로 상대적으로 독립적이면서 한편으로는 재보험영업의 실질적인 독점적 지위에 따른 안정된 수익구조를 가지고 있는 재보험사의 추가는 커다란 의미가 없을 것으로 사료된다.

주식의 액면가액대비 시가액비율(액면가대 시가)을 설명변수로서 채택하였다⁹⁾. 보험료증가율은 보험회사 성장을 측정하는 기본적인 지표다. 여는 기업과 같이 빠른 성장을 보이고 있는 보험회사는 성장에 필요한 자본이 필요하다. 더욱이 이러한 보험회사일수록 부채인 보험금준비금의 급증에 대한 완충을 위해 자본의 강화가 필요할 것이다. 따라서 이익의 배분에 있어 상대적으로 사내유보를 선호할 것이다. 따라서 보험료증가율과 배당성향은 음(-)의 관계를 가질 것이다. 그러나 보험료증가율은 어디까지나 과거의 실적에 기초한 것일 뿐 향후 보험회사의 전망을 정확하게 반영한다고 볼 수는 없다. 이러한 단점을 보완하기 위하여 Dickens, Casey and Newman(2002)에서 사용된 액면가대 시가를 채용하였다¹⁰⁾. 액면가대 시가는 투자자들이 예상하는 보험회사의 향후 전망이 반영되어 있는 투자기회를 나타내는 변수이다. 따라서 이 비율이 높을수록 기업전망이 밝다는 것을 의미하며, 투자기회에 비례하여 그만큼 기업의 자금수요가 커짐을 의미한다. 그러므로 액면가대 시가는 배당성향과 음(-)의 관계를 가질 것이다.

수익성을 나타내는 변수로는 자본대비 당기순이익률(ROE)을 선택하였다. 당기순이익이 높을수록 처분순이익잉여금이 늘어나므로 배당성향이 높아질 가능성이 있다. 다만 배당정책은 경영자의 의사결정사항이므로 당기순이익의 증가가 반드시 배당성향의 증가로 나타난다고 확신하기는 어려우나, 일반적으로 배당성향과의 양(+)의 관계를 예상한다.

안전성을 나타내는 변수로서 당기와 과거 4년을 합한 총 5년간 자본대비 당기순이익률(ROE)의 분산(ROE분산)을 선택하였다. ROE분산의 선택은 5년간 평균 수익증가율이 배당에 미치는 요인임을 밝혀, 수익이 불안정한 기업일수록 낮은 배당성향을 보인다고 주장한 Moh'd, Perry and Rimbey(1995)의 연구에서 착안하였다. 기업의 수익구조가 불안할수록 배당성향을 보다 안정되게 유지하면서 외부금융 의존도를 낮추기 때문이다. 본 연구에서 수익보다 ROE를 선택한 이유는 당기순

9) 액면가대 시가는 보통주 기준으로 시가액은 당해 회기년도 결산일(3월 말)의 보통주증가를 기준으로 하였다.

10) 기업의 성장성을 나타내는 또 다른 변수로서 R&D 투자액 및 광고비 투자액을 고려할 수 있다(김홍식, 1988). 그러나 데이터 확보의 어려움으로 본 연구에서는 제외되었다.

이익이 내부유보와 배당금이 가름되는 배당가능이익에 직접적인 영향을 미치기 때문이다. 따라서 손해보험회사의 ROE분산이 클수록 낮은 배당성향이 나타날 것으로 예상된다.

기업의 부채수준을 나타내는 지표로서 자본대비책임준비금(자본대준비금)을 선택하였다. 부채의존도가 높은 기업일수록 이자비용의 부담이 커서 배당을 증가시킨다는 것은 새로운 고정비용의 부담을 추가하는 것이다. 따라서 이런 기업은 배당성향을 되도록 낮게 유지하려고 할 것이다(김홍식, 1988). 제조업체의 경우 부채상환의무를 나타내는 변수로서 고정부채비율이나 유동부채비율을 사용하나, 손해보험회사의 경우 부채의 대부분을 차지하는 책임준비금으로서 기준을 삼는 것이 보다 적절할 것이다. 따라서 자본대준비금은 배당성향과 음(-)의 관계를 가질 것으로 가정한다¹¹⁾.

한편 지배구조를 나타내는 변수로서 외국인주식소유비율(외국인지분)과 최대주주 주식소유비율(최대주주지분)을 채택하였다. 서문에서 지적하였듯이 외국인주주가 고배당압력을 행사하고 있는지의 여부는 신중하게 판단하여야 할 문제이다. 그러나 현재 손해보험사에 투자된 외국자본은 대부분 투자수익을 위한 목적으로 이루어져 있다는 전제아래, 외국인 투자자가 장기적인 목표수익률의 달성을 위해 기업의 수익성 제고와 함께 배당성향의 조정을 요구하면서 국내 기관투자가와는 다른 배당압력을 행사하고 있다고 가정할 수 있다. 이에 대한 근거로서 10개 손해보험회사의 외국인지분비율이 평균 13.38%와 표준편차 2.57%로 가장 고르게 나타난 FY1994와 평균 20.04%와 표준편차 17.03%로 가장 편중되어 나타난 FY2003 양 년도를 포함한 전체 분석기간 중 경영권의 확보나 행사와 관련된 외국인 주식매입은 예외적이었다는 점을 들 수 있다(〈표 1〉과 〈그림 1〉 참조). 따라서 외국인지분과 배당성향은 양(+)의 관계가 있음을 예상한다.

11) 보험회사의 재무건전성지표인 지급여력비율도 고려될 수 있다. 그러나 FY1999에 도입된 제도로서 전기간에 적용하기 어렵고, 더욱이 종합적인 재무지표로서 최근의 빈익빈부익부 현상을 명백하게 나타내고 있음을 고려할 때 굳이 모형에 추가할 필요가 없을 것으로 판단한다. 참고로 최근기간의 지급여력과 총자산과의 상관관계는 0.781에 달하고 있다.

〈표 1〉 매출액기준 그룹별 평균 외국인소유 주식비율

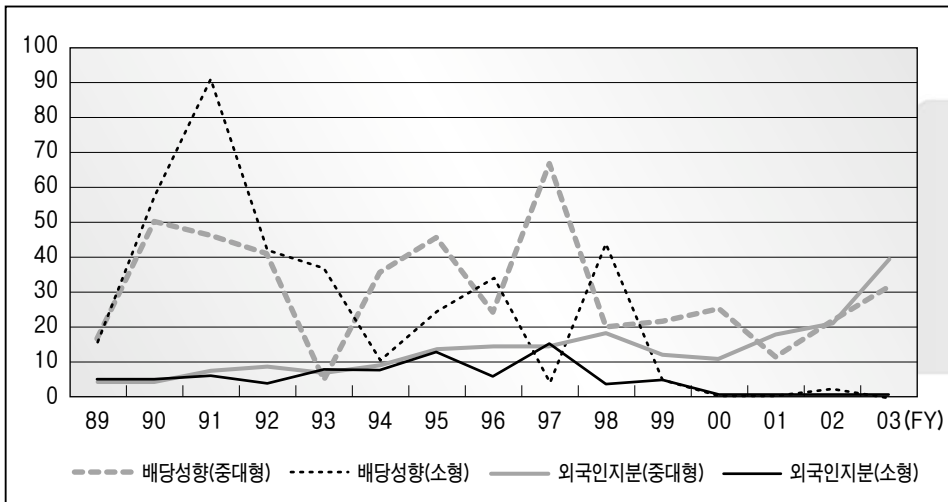
(단위: %)

연도(FY)	전체(표준편차)	중대형 5개사 평균	소형 5개사 평균
1995	13.38(2.32)	13.78	12.93
1999	8.60(7.38)	12.36	4.83
2003	20.04(22.68)	39.53	0.55

자료: 한국상장회사협의회.

〈그림 1〉 매출액기준 그룹별 평균 외국인소유 주식비율 및 배당성향

(단위: %)



자료: 한국상장기업협의회.

한편, 지배구조와 관련된 변수로서 채택된 최대주주 주식소유비율(최대주주지분)은 손해보험회사의 보통주 가운데 회사의 최대주주의株式이 차지하는 비율로서 실질적으로 회사의 경영권을 행사하는 자의 지배력으로 이해할 수 있다¹²⁾. 최대주주지분은 대리인 문제를 고려한 변수이다. 이론적으로 소유자 경영은 대리인문제

를 감소시킨다. Jensen and Meckling(1976)이 지적한대로 이론적으로 내부자의 지분이 높을 경우 특권적 소비나 투자포기 유인에 따른 대리비용은 낮아진다. 내부자의 경우 효율적인 경영을 선호하고, 특권이나 배당 이외의 다른 형태로 보상을 받을 수 있기 때문에 높은 배당성향을 선호하지 않을 것이다. 이와는 반대로 소유자가 아닌 전문경영인이 기업을 경영하는 경우 높은 배당금을 지급함으로써 시장에 기업 가치를 알리는 수단으로 이용할 가능성이 있다(Bhattacharya, 1979, Miller and Rock, 1985). 따라서 최대주주지분과 배당성향 사이에는 음(-)의 관계가 성립할 것이다.

끝으로 우춘식(1988)과 오유선과 최운열(1992) 등에서 지적하였듯이 우리나라 기업이 과거의 배당지급 패턴에 영향을 많이 받는 것을 고려하여, 1년 전 배당성향(전년배당성향)을 설명변수로서 채택하였다. 기업이 일정한 배당성향 패턴을 유지하기 위해서는 급격한 배당성향의 변화가 있을 시 차기년도에는 그와는 반대방향으로의 배당정책을 가져야 할 것이다. 따라서 전년배당성향은 배당성향과 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

본 연구에서는 상기의 회귀분석을 FY1989부터 FY2003까지 그리고 FY1999부터 FY2003까지 두 기간으로 나누어 수행하였다. 편의상 전자를 전기간(全期間)으로 후자를 최근기간(最近期間)으로 칭한다. 특별히 최근 5년간의 분석을 개별적으로 수행한 것은 다음 두 가지 이유에 기인한다. 우선 본 연구의 목적 가운데 하나인 외국인주식소유가 배당성향에 미치는 영향은 최근에 제기되기 시작한 이슈라는 점이다. <그림 1>에서 나타나듯이 1990년대 중반까지는 손해보험회사에 대한 외국인 투자의 편중현상이 현저하게 일어나지 않았다. 그러나 FY1995의 경우에는 외국인 투자가 전 손해보험사에서 고르게 나타나고 있으나, 1997년 말 외환위기를 전후로 회사별로 외국인투자의 급등락을 겪게 되었다. <표 1>에서 발견할 수 있듯이 FY1997부터 벌어지기 시작한 중대형보험사와 소형보험사 사이의 외국인지분의 격차가 FY1999부터는 고착화되고 심화되고 있음을 알 수 있으며, 이는 우량기업

12) 최대주주란 발행인의 주주로서 본인 및 그 특수관계인이 소유하는 주식의 수가 가장 많은 경우를 의미한다. 여기에서 본인은 개인 또는 법인이 될 수 있으며, 특수관계인은 증권거래법시행령제10의3에 의한 특수관계인을 의미한다.

에 집중되는 우리나라의 외국자본 진출행태와 일치하고 있다. 또 다른 이유로 FY1999를 보험산업의 경영환경에 큰 획을 긋는 전환점으로 볼 수 있기 때문이다. 우리나라 금융산업은 1997년 말 외환위기를 계기로 자유화 및 개방화 등 본격적인 개편이 이루어졌다. 보험산업도 예외가 아니어서 2000년 5월까지 대한생명의 국유화와 함께 6개 생명보험사의 매각과 퇴출이 이루어졌으며, 본 연구의 대상인 10개 손해보험회사 가운데 1개 회사가 당시 경영정상화 계획서 제출대상이었다(한국금융연구원 2000). 이와 함께 보험산업에 대한 감독체제가 개편되기 시작하였는데, 대표적인 것이 IMF 등의 권고에 따라 FY1999부터 도입된 지급여력제도이다. 지급여력제도는 EU식 제도를 우리나라의 실정에 맞도록 변형되었으나 우리나라 보험회사에게 국제적 정합성을 가진 재무건전성 기준이 제시된 것이었고, 경영실태평가제도(CAMEL)에 의한 적기시정조치 등과 함께 보험회사의 투명한 경영성과 공개와 체계적인 감독이 시작되었음을 의미한다. 따라서 본 연구는 FY1999부터 손해보험회사의 경영행태와 투자에 필요한 정보접근성이 뚜렷이 개선되기 시작했다고 보고, 당해연도부터 별도의 분석을 수행하는 것이 본 연구의 목적을 위해 보다 적합할 것으로 판단하였다.

이와 같은 예상아래 회귀분석을 수행함에 있어 유의해야 할 점은 시계열자료와 횡단면자료가 통합되어 있다는 점이다. 즉, 동일한 손해보험회사가 매 기간마다 나타나게 되어 시간에 따른 상관관계를 고려해야 한다. 본 연구에서는 다음과 같이 모의변수(dummy variable)를 이용하여 시계열자료와 횡단면자료를 통합한 후, 최소자승법(OLS)에 의한 회귀모형을 적용하였다. 각 모의변수는 해당 시기의 절편과 모의변수를 설정하지 않은 기준이 되는 시기의 절편과의 차이와 같다¹³⁾.

$$y_{i,t} = \beta_{1,1}D_{1,t} + \beta_{1,2}D_{2,t} + \dots + \beta_{1,14}D_{14,t} + \beta_2x_2 + \dots + \beta_9x_9 + e_{i,t}$$

$i = \text{손해보험회사 } 1, \dots, 10$

$$D_{1,t} = 1, t = 1990 \quad D_{2,t} = 1, t = 1991 \quad D_{3,t} = 1, t = 1992 \quad D_{14,t} = 1, t = 2003$$

$$= 0, t \neq 1990, \quad = 0, t \neq 1991, \quad = 0, t \neq 1992, \dots \quad = 0, t \neq 2003$$

13) 전기간과 최근기간에서 각각 FY1989와 FY1999가 기준이 된다.

〈표 2〉 회귀모형의 종속변수와 설명변수

변수명	수식	예상β부호
배당성향(y)	(현금배당금/당기순이익)×100	-
보험료증가율(x ₂)	[(당해년도수입보험료-전년도수입보험료) / 전년도수입보험료]×100	-
액면대시가(x ₃)	보통주시가/보통주액면가	-
ROE(x ₄)	당기순이익/자본(평균)×100	+
ROE분산(x ₅)	당해연도 포함 5년간 ROE의 분산	-
자본대준비금(x ₆)	책임준비금/자본	-
외국인지분(x ₇)	외국인주주소유주식수/총주식수×100 (보통주)	+
최대주주지분(x ₈)	최대주주소유주식수/총주식수×100 (보통주)	-
전년배당성향(x ₉)	전년도 배당성향	-

〈표 3〉 종속 및 설명변수 통계

: 전기간(FY1989~FY2003) 및 최근기간(FY1999~FY2003)

변수 및 기간		평균	표준편차	Min	Max	N
배당성향	전기간	27.88	38.36	0.00	260.87	148
	최근기간	11.57	16.43	0.00	75.60	48
보험료증가율	전기간	16.27	15.72	-29.12	58.84	148
	최근기간	4.11	9.02	-29.12	22.83	48
액면가대시가	전기간	8.03	22.45	0.11	159.00	148
	최근기간	12.92	34.58	0.17	159.00	48
ROE	전기간	-0.54	6.43	-53.17	12.10	148
	최근기간	0.29	2.18	-8.47	3.73	48

변수 및 기간		평균	표준편차	Min	Max	N
ROE분산	전기기간	20.24	55.51	0.01	487.78	148
	최근기간	3.69	5.63	0.02	16.84	48
자본대준비금	전기기간	678.52	394.38	0.00	2,013.32	148
	최근기간	850.52	409.49	0.00	1,808.08	48
외국인지분	전기기간	9.57	12.35	0.00	62.55	148
	최근기간	10.94	16.20	0.00	59.53	48
최대주주지분	전기기간	24.24	16.76	4.15	91.60	148
	최근기간	34.01	21.73	8.56	91.60	48
전년배당성향	전기기간	30.54	42.23	0.00	260.87	148
	최근기간	14.94	21.19	0.00	79.10	48

주: 한국상장기업협회의 데이터가 신뢰성은 있으나 반드시 정확한 것은 아니며, 최근기간의 경우 제외된 outlier 2건으로 인해 실제와 경미한 차이가 있음을 밝힌다.

IV. 분석결과

1. 회귀분석

전기기간과 최근기간의 회귀분석 결과는 각각 <표 4>와 <표 5>에 나타나 있다. 회귀 모형은 수정결정계수(adjusted R^2)가 0.497에 이르고 있고, F 통계량이 5.209로서 모형이 통계적 유의성을 확보하였다. 이는 모의변수 6개가 유의한 수준의 큰 t 값을 갖고 있어 서로 다른 시간끼리 상이한 절편을 갖고 있다는 가정을 뒷받침하고 있다. 또한 오차항의 독립성 가정을 만족시키는지를 판단하기 위한 Durbin-Watson 검 증값이 1.959로 나타나 인접한 오차항끼리 무상관(uncorrelated)을 의미하는 값인 2에 근접해 있음을 알 수 있다. 그럼에도 불구하고, 전기기간에서는 배당성향을 유의

하게 설명할 변수가 나타나지를 않았다.

최근기간의 회귀모형에서는 R^2 가 0.665이며, F 통계량은 4.300으로서 통계적 유의성을 확보하였다. Durbin-Watson 통계량은 1.898로 나타나 오차항이 독립적임이 검증되었다. 모의변수의 경우 통계적으로 유의할 만큼 큰 t 값을 가지고 있지 않다. 최근기간에서는 외국인지분과 액면대시가가 배당성향에 유의한 관계를 가지고 있는 설명변수로 나타났다.

〈표 4〉 회기분석 결과(전기간: FY1989~FY2003)

Adj $R^2=0.497$, $F=5.209^{**}$, Durbin-Watson=1.959

변 수	회귀계수	표준오차	t -값
D ₁	64.65303	21.02874	3.074509**
D ₂	69.74106	19.99875	3.487271**
D ₃	40.66602	18.11025	2.245471**
D ₄	18.00347	14.54679	1.237625
D ₅	24.93156	15.6453	1.593549
D ₆	37.5487	18.59359	2.019443*
D ₇	34.34281	16.92726	2.028847*
D ₈	36.90192	15.24346	2.420835*
D ₉	28.23711	14.58167	1.936479
D ₁₀	10.93412	13.82085	0.791132
D ₁₁	11.73702	14.78303	0.793952
D ₁₂	4.363769	16.17094	0.269853
D ₁₃	13.80275	15.36353	0.89841
D ₁₄	15.82743	16.51445	0.958399
보험료증가율(x_2)	-0.12031	0.429789	-0.27992

변 수	회귀계수	표준오차	t-값
액면대시가(x_3)	0.092046	0.20158	0.456625
ROE(x_4)	0.604713	0.524774	1.152329
ROE분산(x_5)	-0.04483	0.070747	-0.63366
자본대준비금(x_6)	-0.0007	0.000862	-0.80956
외국인지분(x_7)	-0.12048	0.385524	-0.3125
최대주주지분(x_8)	-0.01821	0.228793	-0.07961
전년배당성향(x_9)	0.128882	0.093655	1.376139

주: *, ** 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

〈표 5〉 회기분석 결과(최근기간: FY1999~FY2003)

Adj $R^2=0.665$, $F=4.300^{**}$, Durbin-Watson=1.898

변 수	회귀계수	표준오차	t-값
D ₁	11.56155	8.385807	1.378705
D ₂	3.967329	9.086967	0.436595
D ₃	8.399808	9.188824	0.914133
D ₄	5.671872	9.624444	0.589319
보험료증가율(x_2)	0.145644	0.283272	0.514147
액면대시가(x_3)	-0.2793	0.111035	-2.5154**
ROE(x_4)	-0.61549	1.344535	-0.45777
ROE분산(x_5)	-0.24447	0.61495	-0.39754
자본대준비금(x_6)	-0.01042	0.006543	-1.59324
외국인지분(x_7)	0.93174	0.262416	3.550617**
최대주주지분(x_8)	0.194836	0.112877	1.726084
전년배당성향(x_9)	-0.08413	0.16652	-0.50525

주: *, ** 5% 및 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

한편 이미 다른 설명변수와 상관관계가 높은 규모변수를 고려하지 않았음에도 불구하고, 각 설명변수 사이의 상관관계로 인한 다중공선성 문제를 안고 있는지 살펴볼 필요가 있다. 이를 위해서 본 연구에서는 분산팽창인자(variance inflation factor: VIF)를 사용하였다¹⁴⁾. 일반적으로 설명변수의 가장 큰 VIF 값이 10보다 클 경우 해로운 수준의 다중공선성을 의심하게 된다(Kennedy, 1992, p.183). 그러나 <표 6>의 산출결과에서 볼 수 있듯이 심각한 다중공선성은 발견되지 않았다. 다만 각 설명변수들 및 규모변수 사이의 상관관계는 별첨하였다.

<표 6> 분산팽창인자 산출결과

A. 전기간(FY1989~FY2003)								
설명변수	보험료 증가율	액면가대 시가	ROE	ROE 분산	자본대 준비금	외국인 지분	최대주주 지분	전년배당 성향
VIF	8.177867	2.434867	1.209451	1.848262	1.270733	3.771014	4.547134	2.056188
B. 최근기간(FY1999~FY2003)								
설명변수	보험료 증가율	액면가대 시가	ROE	ROE 분산	자본대 준비금	외국인 지분	최대주주 지분	전년배당 성향
VIF	1.812916	3.958417	1.235434	2.150153	7.937106	6.09184	4.632896	2.02424

주: VIF > 10 경우 심각한 다중공선성이 있는 것으로 판단한다.

결과의 분석은 우선 전기간에서는 배당성향을 설명하는 유의한 변수가 없음을 주목해야 한다. 이는 그 동안 우리나라 손해보험회사들이 최적배당정책 또는 일관된 배당정책을 가지고 있지 않았음을 의미한다. 그러나 FY1999 이후 FY2003에 이르는 최근기간에 들어와 배당성향과 유의한 관계를 가지고 있는 설명변수가 나타나는 것은 손해보험회사들의 배당정책에 일정한 패턴이 정착하고 있음을 시사하는 것

14) 설명변수 x_i 와 다른 설명변수 x_j 간의 선형관계 여부를 보는 척도로 결정계수(R^2)가 있다. R^2 란 x_i 를 놓고 다른 변수 x_j 로서 회귀분석을 할 때 산출되는 R^2 로서 이 때 x_i 의 분산팽창인자(VIF_i)는 $1/(1-R_i^2)$ 이며, 분모인 $1-R_i^2$ 는 허용치(tolerance)이다.

이다. 그러므로 아래의 결과 분석은 최근기간을 중심으로 이루어지고 있음을 밝힌다.

성장성을 나타내는 보험료증가율에서는 전기간과 최근기간에서 각각 음(-)과 양(+)의 회귀계수가 나타났고, 통계적 유의성을 가지고 있지 않다. 빠른 성장을 보이는 보험회사일수록 성장에 필요한 자금 또는 부채의 급성장에 따른 보다 많은 자본이 필요하므로 이익 중 내부유보를 선호할 것이라고 예상하였다. 더욱이 전기간 동안 연평균 보험료증가율은 16.28%, 외환위기가 발생한 FY1997까지는 25.56%의 고도성장을 보였던 손해보험회사로서는 내부유보의 필요성이 높았을 것이다. 따라서 이와 같은 결과는 그 동안 손해보험회사가 성장을 뒷받침 할 수 있는 적정수준의 내부유보로서 자본확충에 힘을 기울이지 않았고, 최적수준 이상 또는 이하의 현금배당을 지급했음을 시사한다.

성장성을 나타내는 또 다른 지표인 액면가대시가의 경우 최근기간에서 예상대로 배당성향과 음(-) 관계를 가지면서 통계적으로도 유의한 것으로 나타났다. 액면가대시가는 투자기회를 의미하는데, 커다란 투자기회에 직면한 보험회사는 내부금융을 선호하므로 배당성향을 줄일 것으로 예상하였다. 따라서 이러한 결과는 최근에 들어와 우리나라 손해보험회사들은 투자기회에 대비해 내부유보에 힘쓰고 있음을 의미한다고 할 수 있다.

수익성을 나타내는 ROE와 안정성을 나타내는 ROE분산은 최근기간의 ROE를 제외하고는 양기간에서 회귀계수의 부호가 예상과 일치하게 나타났으나, 통계적으로 유의하지 않아 김홍식(1988)의 결과와 일치하고 있다. 이러한 결과는 손해보험회사의 배당정책에 있어 당기의 이익수준은 중요한 고려요소로 작용하지 않았음을 의미한다. 이는 과거 단기매매의 차익에 의한 자본이득에만 관심이 집중되었던 우리나라의 주식시장과 기업의 이익수준과 무관하게 유지해온 획일적인 배당정책의 결과로 보아야 할 것이다.

기업의 부채수준을 나타내는 자본대준비금은 부채의존도가 높은 기업일수록 이자비용의 부담이 커서 배당의 증가는 고정비용의 추가 부담을 의미하므로 배당성향을 되도록 낮게 유지한다는 가정에서 선택한 설명변수이다. 자본대준비금은 전기간과 최근기간에 걸쳐 배당성향과 음(-)의 관계를 가지고 있으나, 통계적으로 유의

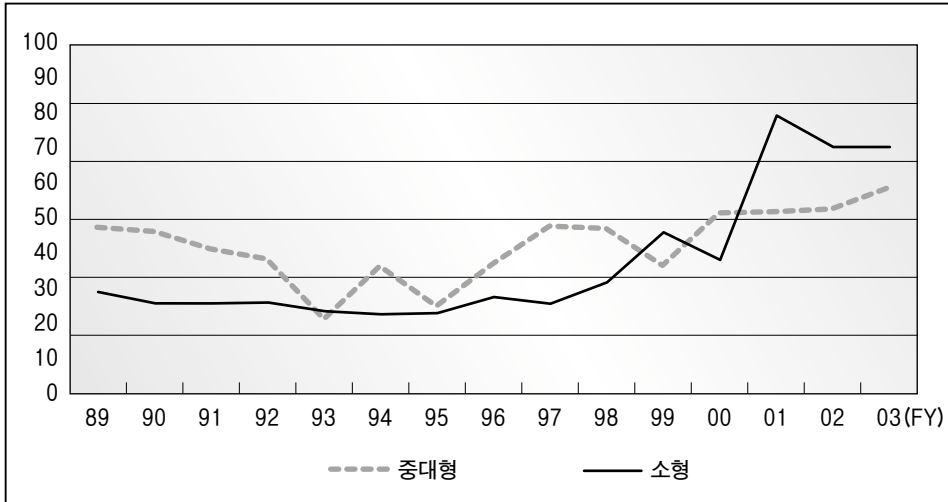
한 설명변수는 아니다.

한편 지배구조 변수로서 사용된 외국인지분은 전기간에서는 예상과 달리 배당성향과 음(-)의 관계를 보이고 있으면서 유의한 설명변수가 아니나, 최근기간에서는 배당성향과 양(+)의 관계를 유지하고 있으며, 최근기간에서는 유의한 설명변수로 나타났다. 이는 <그림 1>에서 알 수 있듯이 FY1999를 전후로 배당성향의 등락 폭이 줄어들면서 외국인지분과 배당성향의 방향이 일치하기 시작했고, 그 이전에는 외국인지분은 비교적 일정하게 유지되어 왔으나, 배당성향의 변동은 극심했던 것과 일치하고 있다. 그러므로 외국인지분 증가가 손해보험회사의 안정된 배당정책의 정착에 기여하고 있으며, 배당성향의 상승에도 영향을 주고 있음을 시사하고 있다. 이는 외국인 소유주식비율이 높은 손해보험사일 수록 배당성향이 높음을 의미하므로 최근 논쟁의 대상이 되고 있는 외국인의 고배당 압력 주장을 지지하는 결과이다. 그러나 역으로 외국인투자가 안정되고 높은 현금배당을 지급하는 손해보험회사로 편중되어 일어나고 있다고 해석할 수 있음을 유의하여야 할 것이다.

또 다른 지배구조변수인 최대주주지분의 경우 김홍국(1988)의 결과와 같이 전기간과 최근기간에서 통계적으로 유의하지도 않으며, 회귀계수의 부호가 일정하지 않았다. 이로써 국내 손해보험회사에게는 대리인 문제를 해결하기 위한 배당정책의 중요성이 크지 않았음을 알 수 있다. 다만 흥미로운 것은 <그림 2>에 나타나듯이 최대주주의 변동이 없는 중대형보험사와 2000년에 들어와 수차례의 경영권의 변동을 겪은 소형보험사에서 모두 평균 최대주주지분이 증가하고 있다는 점이다. 이와 같은 최대주주의 지배력 강화는 자유화 및 겸업화 등으로 경쟁여건이 치열해지는 가운데 경영의 효율성을 제고하는 한편, 부분적으로는 외국인지분에 대한 경영권 방어차원에서 발생한 현상으로 해석할 수 있으나, 보다 과학적이고 자세한 분석을 향후 과제로 제시해본다.

〈그림 2〉 매출액기준 그룹별 평균 최대주주 소유주식 비율

(단위: %)



자료: 한국상장기업협회.

끝으로 과거의 배당지급 패턴으로 부터의 영향 여부를 판단하기 위해 선택한 전년도 배당성향의 경우 기업이 일정한 배당성향 패턴을 유지하기 위해서는 급격한 배당성향의 변화가 있을 시 차기년도에는 그와는 반대방향으로의 배당정책을 가져야 하므로 배당성향과 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상하였다. 전기간에는 양(+)
의 회귀계수가 나타났으나, 최근기간에는 음(-)의 회귀계수가 나타났다. 비록 전기간배당성향이 통계적으로 유의한 설명변수로 나타나지는 않았지만, 이는 〈그림 1〉에서 보듯이 최근기간에 들어와 배당성향이 안정화되고 있는 것과 밀접한 관계가 있다. 더욱이 수익성 등 경영성과에 있어 손해보험회사의 양극화가 이루어지고 있는 상황이 고착화됨을 시사하고 있다. 다시 〈그림 1〉에서 볼 수 있듯이 최근 들어 소형사의 배당결과가 매우 저조하고, 중대형보험사의 경우 배당성향이 지속적으로 증가하고 있는데, 이는 소형사는 수익구조가 악화되어 배당금을 지급할 여력이 없는 가운데, 중대형사의 경우 배당성향을 지속적으로 향상시키고 있는 현상이 반영된 결과로 볼 수 있다.

흥미로운 것은 왜 중대형사가 배당성향을 제고시키고 있느냐는 문제이다. 여기에는 외국인지분 증가와 밀접한 관계가 있다는 해석을 제시한다. 물론 외국인지분이 높아지면서 배당성향이 올라갔는지 아니면 배당성향이 높은 기업으로 외국인의 주식 투자가 집중되었는지는 선불리 결론을 내리기 어려워, 외국인지분과 배당성향의 인과관계는 “닭이 먼저인가 달걀이 먼저인가”의 패러독스와 유사하다. 다만 중대형 손해보험사가 외국인지분을 일정 수준으로 유지해야 하는 부담을 분명히 안고 있다는 것을 다음과 같은 이유에 근거하여 설명한다. 첫째, 현재 외국인 투자가 우량기업에 집중되고 있는 바, 외국인지분의 급감은 자본시장에 부정적인 신호로 작용하여 기업가치에 부정적 영향을 미칠 가능성이 크다는 점이다. 둘째, 중대형 손해보험 회사들이 국내외적으로 영향력이 있는 신용평가회사인 S&P 등의 평가를 받고 있고, 그 결과를 소비자에 대한 홍보수단으로 적극 이용하고 있다는 점에서, 평가시 결코 긍정적인 자료로서 작용할 수 없는 외국인지분 감소를 원하지 않는다는 점도 생각해야 할 것이다. 따라서 손해보험회사가 배당성향을 외국인투자의 유인 또는 일정수준의 유지를 위한 수단으로 사용하려는 동기가 충분하다는 것을 지적한다.

2. 배당성향과 규모와의 관계 분석

한편 기존 연구에 있어 매출액이나 자산규모 등의 규모 변수가 자주 사용되고 있다. 그러나 본 연구에서는 규모 변수(총자산)를 제외하였다. 이는 특히 연구대상기간의 후반부에 들어와 총자산과 보험료증가율, 액면가대시가, ROE, ROE분산, 자본대준비금, 외국인지분 및 전년배당성향 등 대부분의 설명변수 사이에 통계적으로 유의한 상관관계가 발생하고 있어, 회귀모형에 심각한 다중공선성문제를 야기하기 때문이다(별첨 참조). 본 연구에서는 규모변수로 손해보험회사의 총자산을 2002년도 소비자가격지수를 기준으로 물가상승률을 반영한 후 자연로그를 취하여 구한 값을 사용하였다. 전기간에 있어서서는 설명변수가 선택되지 못하고 모의변수들이 선택되는 결과가 나왔다. 이는 우리나라 손해보험회사들이 일관된 배당정책을 가지고 있지 않았다고 상기 분석에서 잠재적으로 내린 결론과 일치하는 결과이다. 최근기

간의 경우 다른 모든 변수들은 제거된 채 규모변수로 사용된 총자산만이 배당성향에 통계적으로 유의한 양의 (+) 회귀계수를 갖는 설명변수로 선택되었다. 이는 손해보험회사의 규모가 클수록 배당성향도 높은 반면, 이와는 반대로 소형 손해보험회사는 그 만큼 외부투자 유인력을 상실하고 있다는 것을 의미한다. 이러한 결과는 최근 들어 손해보험산업에서 뚜렷이 나타나는 규모가 모든 것을 가름하는 현상의 또 다른 예가 될 수 있는 것이다.

〈표 7〉 설명변수 선택을 위한 단계적 방법 결과

최근기간(FY1999~FY2003) : Adjusted $R^2=0.333$, $F=19.48406^{**}$

배당성향 = $-208.541 + 10.3498(\text{총자산})^{**} + e$

주: ** 1% 수준에서 통계적으로 유의함.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 우리나라 손해보험회사의 배당성향을 결정하는 배당정책에 있어 성장성, 수익성, 안정성 등 경영성과와 최대주주 및 외국인의 주식소유비율이 결정요인으로 작용하는지의 여부를 분석하였다. 본 연구에서 배당성향의 결정요인으로 선택된 변수들은 전통적인 요인으로 꼽히는 재무지표와 대리인문제를 반영하는 지배구조 요인이며, 필요시 손해보험회사의 특성에 맞게끔 변용하였다. 분석대상은 국내 10개 손해보험회사이며, 기간은 FY1989부터 FY2003까지 15년이며, 최근 강화되고 있는 보험사간 경쟁환경과 보험감독 및 외국인투자의 중대형사 편중현상을 고려하여, FY1999부터 FY2003까지 최근 5년의 기간을 별도로 분석하였다.

분석결과, 기존연구에서 검증된 설명변수가 지난 15년 동안의 배당성향을 유의하게 설명하지 못하고 있으나, 최근 5년간의 기간에는 배당성향에 유의하게 작용하고 있음이 밝혀졌다. 이는 과거 손해보험회사들이 일관된 배당정책을 가지고 있지 않았으나, 지급여력제도의 도입과 경영공시 및 외국인지분의 증가 등의 영향으로

일정한 배당패턴을 갖기 시작했음을 의미하는 것이다. 구체적으로 살펴보면, 성장성을 의미하는 전년도대비 수입보험료성장률은 성장률이 높을수록 이를 뒷받침할 수 있도록 이익의 내부유보가 높아져야 함에도 불구하고, 배당성향과의 관계가 불분명하고 통계적으로도 유의하지 않았다. 반면에 투자기회를 반영하는 보통주액면가액대비시가액 비율은 FY1999 이후에 배당성향과 음(-)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 따라서 과거 우리나라 손해보험회사들이 급속한 성장률에 대응한 자본력 강화를 이익의 내부유보를 통해 이루고자 하는 노력이 부족하였으나, 최근에 들어와 경쟁심화로 인한 투자기회의 마련과 건전성감독 강화 등으로 인해 내부금융의 중요성을 인식하게 되었음을 알 수 있다. 또한 각각 수익성과 안정성을 나타내는 자본대비당기순이익(ROE)과 ROE의 5년간 분산은 배당성향에 유의한 관계가 없는 것으로 나타났다. 또한 전년도배당성향과 당기배당성향과의 관계에서도 유의한 관계가 나타나지 않았다.

한편 지배구조 변수로서 최대주주 주식소유비율은 배당성향에 유의한 관계가 발견되지 않아 우리나라 손해보험회사를 소유한 경영자들이 대리인 문제를 해결하기 위해 배당정책을 사용하지 않았음을 알 수 있다. 이는 과거 자본시장의 기업에 대한 감시기능이 취약했고, 주식투자가 주로 자본이익을 목적으로 수행되어 왔던 우리의 기업환경을 생각할 때, 배당의 역할이 매우 제한적이었기 때문이라고 해석할 수 있다. 다만 최근 들어 규모와 관계없이 손해보험회사의 최대주주의 지배력이 보다 강화되고 있다는 것이 나타나 그 배경에 대한 연구필요성이 제기되었다. 반면 외국인 주주 주식소유비율은 예상대로 FY1999 이후 배당성향의 방향과 일치하면서 유의한 설명변수로 나타났다. 이는 외국인소유주식비율 증가가 손해보험회사의 안정된 배당성향 정착에 기여하고 있으며, 배당성향의 상승에도 영향을 주고 있음을 시사하고 있는 것이다. 그러나 과거 비교적 모든 손해보험회사에 고른 분포를 보인 외국인투자가 FY1999 이후 손해보험산업에서 중대형사와 소형사와의 격차가 더욱 벌어지면서 중대형사로 편중 심화되고 있는 점이 발견되었다. 따라서 외국인투자가 배당성향 상승을 가져왔는지, 아니면 안정되고 높은 현금배당을 지급하는 곳으로 외국인투자가 집중되고 있는지를 판단하는 것은 유보하였다.

결론적으로 본 연구의 분석은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 분석대상기간

동안 손해보험산업에서는 일관된 배당정책이 존재하지 않았다. 이는 손해보험회사들이 IMF가 발생한 FY1997까지 연 25.6%의 성장을 보였던 반면, 이를 뒷받침할 자본력 강화수단으로 이익의 내부유보를 지향하는 등 최적의 배당정책을 가지지 않았음을 의미하며, 이는 당시 일부 손해보험사의 경영악화와 무관하지 않을 것이다. 둘째, 경영환경이 급변한 FY1999 이후에는 배당성향의 결정요인으로 보통주의 액면가대비시가 비율과 외국인주주 주식소유비율이 배당성향의 유의한 설명변수로 나타났다. 그러나 총자산을 고려할 경우, FY1999 이후에는 손해보험회사의 규모가 배당성향의 절대적인 결정요소로 나타나고 있다. 이는 최근 들어 나타나는 손해보험산업의 빈익빈 부익부 현상의 단적인 예로 꼽을 수 있을 것이다.

본 연구로서 보험회사의 배당성향을 연구함으로써 그 동안 생명보험사의 계약자 배당에 치우쳤던 보험회사의 배당정책 연구의 영역을 넓히는 한편, 금융산업의 배당정책 연구에도 중요한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 또한 현재 뜨거운 논쟁을 일으키고 있는 외국인투자자의 배당금지급 압력에 대한 과학적인 접근도 시도하였다. 그러나 기업의 배당정책연구가 재무지표를 이용한 설명변수의 파악뿐만 아니라, 대리인 문제, 조세효과, 배당의 주식시장에 대한 신호효과, 또는 기업가치 제고 효과 등 보다 복잡한 분야로 꾸준히 발전해왔음을 고려할 때, 본 연구는 몇 가지 설명변수로서 배당정책을 설명하려는 한계를 가지고 있다. 더욱이 기업의 배당정책은 기업내부의 경영상황뿐만 아니라 경기 동향이나 특히 보험의 경우에는 보험회계 제도의 변화 등 외부적 환경변화에도 영향을 받으나 본 연구에서는 이러한 구조적 변화요인을 적절히 반영하지 못하고 있다. 이는 선행연구에서도 거시적 지표나 구조적 변화가 기업의 배당성향에 미치는 영향이 배제되어 있는 점을 고려할 때, 향후 연구과제로 제시하여 본다. 한편 분석기법에 있어 시계열자료(time-series data)와 횡단면자료(cross-section data)의 통합(pooling)하여 모형을 적절히 구성하지 못한 한계도 있다.

다만 이상과 같은 적잖은 문제점에도 불구하고, 본 연구는 우리나라 보험회사의 주주배당에 대한 첫 연구로서 그 의의를 찾아볼 수 있다. 끝으로 본 연구가 손해보험 산업에 관련된 경영자와 투자자 및 정책감독당국에 시사하는 바가 있기를 바란다.

참 고 문 헌

- 김대식, 「외국계 자본의 국내금융업지배 바람직한가?」, 『Issues & Opinions』, 재무학회 포럼, 제17호, 2004.
- 김성민, 「기업의 잉여현금흐름 어떻게 처분할 것인가?」, 『Issues & Opinions』, 재무학회 포럼, 제14호, 2002.
- 김홍식, 「대리문제가 기업의사결정에 미치는 영향에 관한 연구」, 박사학위논문, 서울대학교, 1988.
- 류근옥, 「배당형 생명보험의 공정한 이익배분과 가치평가」, 『리스크관리연구』, 제14권 1호, 2002, pp.47~74.
- 류근옥, 「미국 생명보험주식회사의 배당상품 및 이익배분 정책에 대한 실증분석과 국내적 시사점」, 『보험학회지』, 제67집, 2004, pp.55~86.
- 오유선·최운열, 「한국 상장기업의 배당정책에 관한 연구」, 『연구보고서』, 한국상장회사협의회, 제92-4호, 1992.
- 우춘식, 「배당정책의 결정요인과 그 효과에 관한 경영자의 견해」, 『신평저널』, 겨울호 1988, 한국신용평가주식회사, pp.6~16.
- 원정연·김성민, 「기업의 배당정책에 관한 경영자 인식에 관한 연구」, 『증권·금융연구』, 제5권 1호, 1999, pp.131~158.
- 이만우·김기영, 「주식배당의 결정요인에 관한 실증연구」, 『회계학연구』, 제20호, 1995, pp.53~77.
- 장기용, 「주식배당 선택의 결정요인에 관한 연구」, 『회계연구』, 제7권 제2호 2002, pp.133~157.
- Aigbe, A., S. Borde and J. Madura, "Dividend Policy and Signaling by Insurance Companies," *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 60, 1993, pp.413~428.
- Dickens, D., M. Casey and J. Newman, "Bank Dividend Policy: Explanatory Factors," *Quarterly Journal of Business & Economics*, Winter/Spring 2002, pp.3~12.
- Gugler, Klaus, "Corporate Governance, Dividend Payout Policy, and the Interrelation between Dividend, R&D, and Capital Investment," *Journal of Banking and Finance*, July 2003, pp.1297~1321.
- Harrington, S. E., "Stock Life Insurer Shareholder Dividend Policy and Holding

- Company Affiliation," *Journal of Risk and Insurance*, Vol. 48, 1981, pp.550~567.
- Kennedy, P., A Guide to Econometrics, 3rd edition, Boston, The MIT Press, 1992,
- Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporation's among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, May 1956, pp.97~113.
- Miller, M., and K.Rock, "Dividend Policy Under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, September 1985, pp.1031~1051.
- Moh'd, A., L. Perry, and J. Rimbey, "An Investigation of the Dynamic Relationship Between Agency Theory and Dividend Policy," *The Financial Review*, May 1995, pp.367~385.
- Rozeff, S., "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio," *Journal of Financial Research*, Fall 1982, pp.249~259.



Abstract

This research identifies factors that explain Korean non-life insurance companies' dividend policy for the last fifteen years. We use growth rate, capital adequacy, ownership, foreign investors' stake, and dividend history. Empirical analysis finds that payout ratio has positive and negative relationships with growth rate and dividend history, respectively. This finding reveals that non-life insurers have not performed an optimal dividend policy. However, after 1999 non-life insurers' payout ratio is being affected by investment opportunities and capital adequacy requirements. Owners stake is not an important factor to determine the dividend yield, while foreign investors stake has a positive relationship with payout ratio. This suggests a pressure to increase dividend yield from foreign investors to the Korean non-life insurance industry. However, we also recognize a possibility for foreign investment attracted by a high dividend policy of large non-life insurers. In the other hand, this research confirms an evidence of "Too big to fail" in the dividend policy perspectives.

※ Key Words: Dividend policy, Non-Life insurance, Foreign investment, Ownership structure

【별 첨】 설명변수 상관계수 : 전기간(FY1989~FY2003)

	외국인 지분	최대주주 지분	보험료 증가율	자본대 준비금	액면대 시가	ROE	ROE 분산	전년배당 성향	총자산
외국인 지분	1.000	-0.109	-0.051	0.031	0.688**	0.070	-0.111	-0.029	0.553**
최대주주 지분		1.000	-0.253**	0.148	0.021	-0.024	-0.044	-0.154	0.129
보험료 증가율			1.000	0.001	-0.053	-0.059	0.225**	0.159	-0.234**
자본대 준비금				1.000	-0.047	0.048	-0.040	-0.066	0.066
액면대 시가					1.000	0.001	-0.061	-0.030	0.526**
ROE						1.000	0.049	-0.085	0.065
ROE 분산							1.000	0.267**	-0.221**
전년배당 성향								1.000	-0.074
총자산									1.000

주: ** 1% 수준에서 통계적으로 유의함.