

식민지기 기업의 배당정책, 1934-1938*

홍 제 환**

논문초록

본고에서는 『朝鮮會社事業成績調』를 활용하여, 식민지기 기업의 배당정책에 관한 분석을 실시하였다. 먼저 식민지기 조선 내 기업들의 배당률 수준과 배당을 결정 요인에 대해서 검토하였는데, 평균배당률은 전체 기업을 대상으로 할 경우 5.5~6.5%, 배당가능기업을 대상으로 할 경우 6.5~7.5% 정도였다. 배당 결정요인을 확인하기 위해 실시한 토빗 분석에서는 선행연구와 유사하게 수익률, 연령, 자본금 규모, 부채비율 등이 배당에 영향을 미친 것으로 나타났다.

이어서 기업의 배당 변동에 대해 검토하였는데, 배당의 안정성 수준은 그리 높지 않아, 배당을 변동시키지 않은 기업의 비율이 낮았다. 배당률의 변화 여부를 결정하는 요인에 대한 분석에서는 전기 대비 금기 수익률의 변화 여부가 중요한 변수로 작용하고 있는 것으로 나타났다. 배당의 변화와 관련하여 가장 논란이 되고 있는, 배당의 변화가 기업의 미래 수익성을 반영하는가에 대해서도 분석하였는데, 둘 사이의 상관관계가 뚜렷하게 관찰되지 않았다. 이러한 결과는 조선이 대륙법 체계 국가였다는 점, 배당에 대한 규제가 심한 편이었다는 점과 같은 제도적 환경으로 인해 배당의 안정성이 낮았던 데에 기인한 것으로 보인다.

핵심 주제어: 식민지기, 배당정책, 배당신호가설

경제학문헌목록 주제분류: M2, N2

투고 일자: 2014. 3. 12. 심사 및 수정 일자: 2014. 5. 19. 게재 확정 일자: 2014. 6. 9.

* 본 논문은 필자의 학위논문 『한국 근대의 회사제도 활용에 관한 연구』의 일부로, 초고는 2013 역사학대회 경제사 분과에서 발표된 바 있다. 학위논문 심사과정에서 유익한 지적을 해주신 이영훈·양동휴·이철희·박경로·박이택 선생님과 역사학대회에서 유익한 논평을 해주신 이상철 선생님, 또한 논지를 보다 명확히 할 수 있도록 도움을 주신 익명의 심사자 두 분께 감사드린다. 또한 아직 활용되지 않은 자료임에도, 본 연구에서 활용할 수 있도록 『朝鮮會社事業成績調』데이터베이스를 제공해주신 선재원·박현 선생님께도 감사드린다. 이 연구는 한국 학중앙연구원(한국학진흥사업단)의 한국학분야 토대연구지원사업(과제번호 AKS-2014-KFR-1230001)의 지원을 받았다.

** 고려대학교 미래성장연구소 연구교수, e-mail: alst99@korea.ac.kr

I. 머리말

어디에 투자할 것인가, 투자할 자금은 어떻게 조달할 것인가라는 문제와 더불어 배당정책은 기업의 중요한 재무의사결정 변수 중 하나이다. Miller and Modigliani (1961)의 고전적 연구에서 제시된 바와 같이, 자본시장이 완전하다면 기업이 얻은 이익 중 얼마를 배당하느냐는 기업가치에 아무런 영향을 주지 않을 것이다. 하지만 현실의 자본시장은 조세, 제도적 규제, 정보의 비대칭성 등 여러 불완전한 측면을 지니므로 배당정책은 기업가치의 극대화라는 측면에서 중요한 문제가 되고 있다.

그런데 기업, 특히 주식회사 제도가 도입되고, 활용되기 시작하던 시기에는 오늘날보다도 배당정책의 중요성이 더 컸던 것으로 보인다. 우선 주식 유통시장이 충분히 발달하지 못한 상황에서는 자본이득을 얻기 위해 원하는 시점에 자유로이 주식을 매매하는 것이 제한되어 있었으므로, 주주의 배당소득에 대한 관심이 컸을 것이다. 또한 아직 회계 관련 규정이 체계적으로 확립되지 못한 상태였다는 점 등으로 인해 발생하였을 경영자와 주주 사이의 정보비대칭 문제를 해결할 수 있는 수단이 마땅하지 않았던 상황에서, 배당은 기업, 특히 기업경영 성과에 관한 정보가 전달되는 주요 루트 중 하나였을 것이다. 초기 불완전한 자본시장에서의 배당정책에 관한 선행연구들은 배당이 기업의 경영과 관련하여 주주들이 신뢰할만한 거의 유일한 정보였던 것으로 평가하고 있을 정도이다(Baskin and Miranti, 1997; Deloof, Roggeman and Overfelt, 2010; Campbell and Turner, 2011; Turner, Ye and Zhan, 2013). 이처럼 배당은 주주의 주요 소득원이었을 뿐만 아니라, 경영자-주주 사이에서 정보 전달 매개체의 역할도 하였다는 점에서, 초기 기업의 자본조달 및 경영성과를 이해함에 있어서 매우 중요한 변수라고 할 수 있다.

배당이 투자자들에게 중요한 변수였음은 식민지기 조선에서도 확인된다. 예를 들어, 식민지기 당시 조선 내 기업에 관한 정보를 제공할 목적으로 격년마다 발간된 『朝鮮銀行會社組合要錄』에 수록된 주식회사 중 상당수는 장기간에 걸친, 심지어는 설립 시점부터 발간 시점까지의 배당률 통계를 제시해 놓았다. 다른 지표와 달리¹⁾ 배당률에 대해 이처럼 소상히 밝혀 놓은 것은 그만큼 투자자들이 배당에 관해 관심을 갖고 있었음을 대변해준다. 또한 아래 기사는 배당이 기업에 관한 정보를

1) 심지어 수익률에 대해서는 정보가 제공되지 않고 있다.

제공하는 기능을 맡고 있다고 인식되고 있었음을 시사하고 있다.

그 회사의 종래 배당과 다음 기에 오는 배당과를 비해 보아서 減配면 賣材가 되고 增配면 買材가 되는데, 이것은 그 회사의 업적 消長²⁾을 의미하는 만큼 큰 재료가 된다.

- 『동아일보』 1937년 10월 5일 기사

기업의 배당률이 전기와 비교해 보아 하락했으면 주식을 팔 필요가 있고, 반면 상승했으면 주식을 사는 게 좋다는 이야기로, 그 까닭은 배당의 변화가 회사의 성쇠에 대한 정보를 제공해주기 때문이라고 하고 있다. 이처럼 식민지 조선에서도 배당이 갖는 의미가 컸던 것으로 보이는 바, 본 연구에서는 『朝鮮會社事業成績調』, 『朝鮮銀行會社組合要錄』 등에 수록된 기업 관련 각종 데이터를 이용하여 식민지기 기업의 배당정책에 대하여 분석해 보고자 한다. 본 연구에서는 크게 두 가지 문제에 대해서 살펴볼 것이다. 첫째는 기업의 배당률 수준이 어떠했으며, 그 수준을 결정짓는 요인은 무엇이었는가 하는 점이다. 이는 배당정책을 이해함에 있어서 가장 기본이 되는 분석이라고 하겠다. 보다 중점적으로 논할 것은 두 번째 문제로, 배당률은 안정적으로 유지되었는가 아니면 유연하게 변동했는가 하는 점이다.

이러한 문제에 관한 검토는 다음과 같은 측면에서 의의를 지닌다. 먼저 기업사를 이해함에 있어서 갖는 중요성에도 불구하고, 식민지기 배당에 관한 본격적인 연구는 거의 전무한 실정이다.³⁾ 따라서 본 연구는 배당률 수준, 배당의 변동 양상과 같은 식민지기 배당정책에 관한 가장 기본적인 정보를 제공한다는 측면에서 의의를 지닌다고 생각된다. 한편 기업의 배당정책은 기업을 둘러싸고 있는 제도적 환경과 밀접한 관계를 맺고 있다. 일례로, 영미권 국가의 기업에 비해서 대표적인 대륙법 체계 국가인 독일의 기업들은 배당을 안정적으로 유지하려는 성향이 작은 것으로 나타나고 있다. 따라서 본 연구를 통해서 확인되는 조선의 배당정책의 비교사적 특질은 당시 조선의 기업 환경을 이해하는 데에 도움이 될 것이다.

뿐만 아니라 본 연구는 배당을 설명하는 대표적인 가설 중 하나인 배당신호가설

2) 쇠하여 사라짐과 성하여 자라감.

3) 예외적으로 박이택 (2010)에서 일부 다루어진 적은 있다. 이에 관해서는 제Ⅲ장에서 다시 언급한다.

에 대한 검증의 범주를 확대한다는 측면에서도 의미가 있다. 배당신호가설은 배당의 변화가 미래 수익성 전망에 대한 정보를 전달하는 수단으로서의 기능을 가지고 있다는 주장이다. 즉 기업의 미래 전망에 대해서 주주에 비해 더 많은 정보를 가지고 있는 경영자가 자신이 갖고 있는 정보를 배당의 변화라는 수단을 통해서 투자자들에게 알린다는 것인데, 실증적인 측면에서 아직 충분히 지지를 받고 있지는 못한 것으로 보인다(Al-Malkawi, Nizar, Rafferty and Pillai, 2010). 이러한 가설을 지지하는 연구(Aharony and Dotan, 1994; Nissim and Ziv, 2001; Braggion and Moore, 2011)도 있지만, 부정하는 연구(DeAngelo, DeAngelo and Skinner, 1996; Benartzi, Michaely and Thaler, 1997; Grullon, Michaely, Benartzi and Thaler, 2005)도 제시되고 있다. 그런데 지금까지의 실증분석은 주로 영미권 자료를 이용하여 이루어졌다. 반면 본 연구는 일제로부터 대륙법 체계를 이식받은 식민지기 조선의 자료를 이용하고 있다. 따라서 본 연구는 배당신호가설에 대한 검증의 범주를 확대한다는 의미도 지닐 수 있다. 아울러 영국의 19세기 말-20세기 초 자료를 활용한 Braggion and Moore(2011)의 실증분석 결과와의 비교를 통해서 배당신호가설과 관련한 비교사적 논의도 가능할 것이다.

본고의 논의는 다음과 같이 구성된다. 먼저 제Ⅱ장에서는 본 연구에서 사용한 자료에 관하여 『朝鮮會社事業成績調』를 중심으로 소개한다. 이어 제Ⅲ장에서는 식민지기 기업의 배당 수준 및 배당 결정요인에 대해서 살펴보고, 제Ⅳ장에서는 배당의 변화 양상 및 그것이 갖는 의미에 대한 분석을 시도한다. 그리고 제Ⅴ장에서 전체 논의 내용에 대해서 간략하게 정리한다.

Ⅱ. 자료: 『朝鮮會社事業成績調』

본 연구에서는 1934년 하반기부터 1938년 하반기까지 半期마다 총 9차례에 걸쳐 朝鮮殖産銀行 조사과에서 발간한 『朝鮮會社事業成績調』(이하 『성적조』)에 수록된 회사에 대한 정보를 분석대상으로 삼는다. 이 자료는 ‘조선의 회사사업성적의 大勢的 관찰 자료’로 작성된 것으로, 1934년 하반기 자료를 예로 들면,⁴⁾ 1934년 12월 현재 조선에 본점을 두고 있으며, 공칭자본금이 5만 원 이상인 주식회사 중,

4) 이하의 1934년 하반기 자료에 대한 언급은 1934년 하반기 『성적조』의 “冒頭”에 제시된 사항을 기준으로 작성한 것이다.

결산기가 1934년 7월부터 12월 사이인 회사들의 영업보고서를 기증받아 작성한 것이다. 여기서는 금융 부문⁵⁾은 제외하고 비금융 부문 회사만을 분석대상에 포함시킨다.

『성적조』에는 공칭자본금, 불입자본금, 제적립금, 전기이월금, 차입금, 순이익금, 당기상각금, 유보금, 배당률 등이 기재되어 있다. 이 중 차입금은 대차대조표상의 부채 항목 중 일부를 포함하지 않고 있는 것으로 보이나, 그 부분이 전체 부채 중에서 차지하는 비중은 작을 것으로 판단하여, 차입금을 부채의 대리변수(proxy variable)로 사용한다. 그런데 『성적조』에는 회계 이외의 부문과 관련된 기업 정보는 담겨 있지 않다. 이를 보완하기 위해 『朝鮮銀行會社組合要錄』(이하 『요록』)도 활용했는데, 기업의 본점 소재지, 설립연도, 산업, 대표의 민족, 주주 수 등의 정보를 추가로 입력하였다. 이 중 산업에 관한 정보는 『성적조』에도 담겨 있지만, 회사에 관한 선행연구에서 주로 『요록』의 분류 방식이 이용되어 왔으므로, 이들과 연계된 논의가 가능하도록 여기서도 『요록』의 방식을 따르는 것으로 한다.⁶⁾

한편, 1934년 하반기 자료의 경우, 320개 주식회사에 대한 정보를 수록하고 있다. 같은 해 12월 현재 조선에 본점을 둔 주식회사가 1,243개였으며, 이 자료에는 연1회 결산기업 중 결산시점이 상반기인 회사가 누락된 점을 고려하면, 상·하반기 자료를 결합할 경우, 『성적조』에는 주식회사의 1/3 가량에 대한 정보가 담겨져 있다고 볼 수 있다. 불입자본금을 기준으로 보면 비중이 더욱 커, 320개 주식회사의 불입자본금은 주식회사 전체 불입자본금의 67%를 차지하고 있다. 역시 연1회 결산기업 중 일부가 누락된 점을 감안하면, 자본금 규모를 가중치로 삼을 경우 주식회사의 대부분이 조사대상에 포함되어 있었다고도 할 수 있겠다.⁷⁾

매년의 조사가 동일한 기업을 대상으로 이루어지지는 않았다. 조사대상 기업 중 1934-38년 사이에 신설된 회사도 여럿 있으며, 중간에 조사대상에서 빠졌다가 다시 들어온 경우도 있고, 1-2년간의 정보만 확인 가능한 기업도 꽤 있다. 분석대상

5) 금융 부문에 속하는 산업으로 간주하여 분석대상에서 제외한 부문은 은행업, 신탁업, 無盡業, 금융업이다.

6) 이렇게 할 경우, 『성적조』에는 비금융 부문으로 분류되어 있으나, 『요록』에는 금융 부문으로 분류되는 회사들도 발생하게 되는데, 이들 15개 회사도 금융 부문에 포함되는 것으로 간주하여 논의 대상에서 제외하였다.

7) 다만 1935년 이후 신설되는 주식회사의 수가 크게 증가한 반면, 『성적조』에 수록되는 회사수는 크게 변동하지 않았다는 점에서, 이 비율은 이후 감소했을 것이다.

이 되는 비금융 부문 회사를 기준으로 보면, 조사대상 기간 중 『성적조』에 1회 이상 등장하는 회사는 총 724개이다.

그런데 당시에는 연2회 결산하는 기업이 상당수 있었다. 『성적조』에 등장하는 724개 회사를 연간 결산횟수를 기준으로 분류해 보면,⁸⁾ 연1회 결산한 회사(이하 ‘연1회 결산기업’)는 413개, 연2회 결산한 회사(이하 ‘연2회 결산기업’)는 288개로,⁹⁾ 오늘날과 달리 영업연도가 6개월인, 즉 연2회 결산하는 기업의 비율이 40% 가까이 될 만큼 높았다. 이렇게 연2회 결산을 한 주목적은 연2회 배당을 지급하는 데에 있었던 것으로 보인다. 당시 의용된 일본 상법 157조는 정기주주총회는 연1회 개최하되, 연2회 이상 이익을 배당할 경우에는 매 배당기에 이를 소집해야 한다고 규정하고 있었기 때문이다(田中耕太郎, 1930). 이처럼 결산기 도중에 배당이 이루어지는 오늘날의 중간배당¹⁰⁾과 달리, 6개월마다 이루어지는 결산을 토대로 배당이 지급되었으므로, 각 결산기의 배당에 대해서 독자적인 의미를 부여하는 것이 타당하다고 판단되며,¹¹⁾ 이에 따라 본 연구에서는 연1회 결산기업과 연2회 결산기업을 분리해서 분석한다.

Ⅲ. 배당 결정요인

1. 기초통계량

『성적조』의 데이터를 이용하여 가장 먼저 살펴볼 것은 배당에 관한 기초통계량이다. <표 1>은 배당률 및 배당성향을 산업별, 연도별, 불입자본금 규모별로 나누어서 제시한 것이다. 분석결과를 논하기에 앞서 표에 대해 몇 가지 설명이 필요하다. 첫째, 연간 결산횟수별로 나누어 제시해 놓았는데, 이는 앞서 언급했듯이, 연2회

8) 한 해에 결산이 1회 이루어진 경우, 비교에 ‘年一回’라고 표기되어 있다. 이렇게 표기되어 있지 않은 경우에는 연2회 결산이 이루어진 것으로 볼 수 있다.

9) 나머지 23개 회사는 분석대상기간 사이에 연간 결산횟수가 1회에서 2회 또는 2회에서 1회로 바뀌었다.

10) 현행 상법은 중간배당과 관련하여 “년 1회의 결산기를 정한 회사는 영업연도 중 1회에 한하여 이사회의 결의로 일정한 날을 정하여 그 날의 주주에 대하여 이익을 배당할 수 있음을 정관으로 정할 수 있다.”(상법 제462조의3)고 규정하고 있다.

11) 타당성에 관해서는 이하 제Ⅳ장의 <표 3>과 관련된 논의를 통해서 확인할 수 있다.

결산기업의 매 결산기 배당에 대해서 독자적 의미를 부여할 필요가 있다고 판단했기 때문이다. 그리고 기업-영업연도를 기준으로 보면, 연1회 결산기업이 1,033개, 연2회 결산기업이 1,300개인데, 『성적조』에 등장하는 연1회 결산기업이 413개, 연2회 결산기업이 288개이므로¹²⁾, 각각의 기업은 평균 2.5회(연1회), 4.2회(연2회) 등장하고 있다.

둘째, 배당률에 대해서는 전체 기업과 배당가능기업을 대상으로 하여 두 가지의 통계가 제시되어 있다. 여기서 배당가능기업이란 전체 기업 가운데 법적으로 배당을 할 수 없는 기업을 제외한 것으로, 당시 신문 기사는 배당 가능 여부에 대해서 다음과 같이 소개하고 있다.

회사에 이익이 無한 시는 此(배당-필자주)를 청구함을 不得할 뿐 아니라 법률은 회사 이익 중으로 일정의 법정적립금과 손해가 有한 시는 此 損害填補를 강요하는 규정이 有하니 가령 이익이 有할지라도 此를 보충한 후가 아니면 주주는 이익의 배당을 청구함을 不得함과 如하다.

- 『동아일보』 1920년 6월 24일 기사

이에 따라 본고에서는 당기순이익이 발생하지 않았거나, 전기이월금과 당기순이익의 합이 0 이하인 경우 배당이 불가능한 기업으로 판단하였으며, 이러한 기업을 제외한 나머지는 배당가능기업에 해당하는 것으로 보았다.¹³⁾ 이처럼 배당가능기업만 별도로 구분하여 통계를 제시한 것은 배당이 불가능한 기업의 경우 무배당이 경영자의 의지에 의해서가 아니라, 제도적 요인 때문에 결정된 것이므로, 기업의 의사결정이라는 측면에서 본다면, 이들 기업을 제외한 수치를 보는 것도 의미가 있다고 판단했기 때문이다.

셋째, 『요록』에는 원래 산업이 15개로 분류되어 있는데, 박이택(2010)은 이를 6개로 재분류하였다. 여기서도 이 방식을 따르는데, 금융업은 분석 대상에서 제외되므로, 5개 산업에 대해서 결과가 제시되어 있다. 넷째, 『성적조』는 1934년 하반기부터 발간되었으므로, 1934년 통계에는 상반기 결산 기업들에 대한 집계가 반영되어 있지 않다. 그런데 이것이 분석에 영향을 줄 수도 있다고 판단하여¹⁴⁾ 1935-38년만

12) 본 논의에서는 결산횟수가 바뀐 기업 23개는 분석대상에서 제외하였다.

13) 적립금과 관련된 부분도 추가적으로 반영해야 할 것으로 보이나, 그에 관한 충분한 정보가 주어지지 않으므로, 위와 같은 방식으로 구분하였다.

을 대상으로도 동일한 방식의 추계를 해보았으나, 결과는 크게 다르지 않았다.

이제 표를 통해 표면적으로 나타나는 식민지기 배당정책의 특징에 대해서 검토해 본다. 우선 살펴볼 것은 배당률 수준이다. 전체 기업을 대상으로 한 것과 배당가능 기업만을 대상으로 한 것 모두 연2회 결산기업의 평균배당률이 더 높은 것으로 나타나고 있는 가운데, 평균배당률은 전체 기업을 대상으로 할 경우 5.5~6.5%, 배당가능기업을 대상으로 할 경우 6.5~7.5% 정도이다. 20세기 초 선진공업국 중 하나였던 벨기에의 배당률 자료를 분석한 Deloof, Roggeman and Overfelt (2010)의 연구에서는 광업·전차(trams)·철도·섬유산업 부문의 기업 488개의 평균 배당률이 7.7%로 추정된 바 있다.¹⁵⁾ 이와 비교해보면, 오늘날 한국 기업들이 관행적으로 저배당을 지속하고 있는 것과 달리, 당시의 배당률은 상대적으로 낮긴 했지만, 선진공업국과 비교해도 큰 차이는 없었던 것으로 보인다.¹⁶⁾

이를 산업별로 보면, 연1회 결산기업의 경우, 광공업 부문의 배당률이 가장 높은 반면, 연2회 결산기업에서는 농수산업의 배당률이 가장 높고, 상업이 그 뒤를 잇고 있다. 연도별 결과의 경우, 1934년은 하반기 자료만 있으므로 이를 제외하고 보면, 평균배당률은 일정한 패턴을 보이는 것이 아니라, 매년 등락을 반복하고 있으며, 변동폭은 연1회 결산기업 쪽이 더 크다. 마지막으로 불입자본금 규모별로 보면, 연1회 결산기업은 자본금 규모가 커질수록 평균배당률이 낮아지고 있는 반면, 연2회 결산기업은 자본금 규모가 10-100만 원인 기업의 배당률이 가장 높은 것으로 나타났다. 그렇지만 자본금 100만 원 초과 기업의 배당률이 가장 낮게 나오고 있는 것은 공통적이다.

배당성향에 대한 분석결과는 배당가능기업만을 대상으로 구한 것이다. 우선 전체 평균을 보면, 연1회 결산기업은 당기순이익의 48%를, 연2회 결산기업은 58%를 각각 배당금으로 지급하고 있는 것으로 나타났다. 산업별 배당률의 차이는 배당성

14) 일례로 연1회 결산기업 중, 1935-38년 사이 상반기에 결산한 회사는 평균 배당률이 4.2%인 반면, 하반기에 결산한 회사의 평균 배당률은 6.5%에 달하고 있다.

15) 이 연구는 배당의 변화에 대해서 분석하는 데에 목적을 둔 연구가 아니었으며, 제목("Bank affiliations and corporate dividend policy in pre-World War I Belgium")에서 알 수 있는 바와 같이 기업과 은행의 인적 연계를 주로 다루고 있다. 따라서 본 연구에서는 이 연구에 제시된 통계를 본 연구의 목적에 맞게 변형하여 사용하고 있다.

16) 배당 양상에서 오늘날과 차이를 보이는 것은 흥미로운 현상이다. 그러나 이에 관한 구체적인 검토는 추후 과제로 남겨둔다.

향의 차이보다는 수익률의 차이에 기인하고 있다는 점을 확인할 수 있다. 단적인 예로, 상업의 경우 양쪽 모두에서 두 번째로 배당률이 높는데, 배당성향은 양쪽 모두에서 가장 낮은 것으로 나타나고 있다.

〈표 1〉 식민지기 기업의 배당률과 배당성향

		배당률(%)				배당성향	
		전체 기업		배당가능기업		배당가능기업	
연간 결산횟수		1회	2회	1회	2회	1회	2회
산업별	농수산업	4.39	7.84	5.26	8.71	0.50	0.67
	광공업	6.48	6.19	7.82	7.32	0.49	0.58
	상업	5.19	7.63	6.27	8.13	0.44	0.51
	운수창고업	4.74	6.12	5.43	6.70	0.49	0.58
	기타	4.02	5.20	6.16	7.45	0.49	0.63
연도별	1934	6.09	6.23	7.58	7.21	0.53	0.62
	1935	5.48	6.24	6.67	7.18	0.46	0.58
	1936	4.79	6.56	5.80	7.57	0.43	0.61
	1937	5.45	6.30	6.77	7.21	0.51	0.56
	1938	5.25	6.70	6.17	7.62	0.49	0.56
불입자본금별	10만 원 이하	5.59	6.28	6.73	7.40	0.47	0.51
	100만 원 이하	5.12	6.70	6.15	7.52	0.48	0.59
	100만 원 초과	3.84	6.21	6.04	7.11	0.66	0.64
전체 평균		5.34	6.43	6.49	7.38	0.48	0.58
표본수		1,033	1,300	850	1,133	850	1,133

주 1: 완전자본잠식 상태에 있는 기업은 제외함.

2: 연도별 자료 중 1934년에 관한 것은 당해연도 하반기 자료만을 이용하여 구한 수치임. 따라서 연도별 변화 양상을 분석함에 있어서 1934년의 자료를 해석할 때에는 다소 주의할 필요가 있음.

3: 배당률=배당금/자기자본, 배당성향=배당금/당기순이익.

자료: 『朝鮮會社事業成績調』.

〈표 1〉에서 나타나는 가장 명확하고도, 흥미로운 특징은 연2회 결산기업이 연1회 결산기업에 비해서 대체로 배당률이 높았다는 점이다. 산업별 통계의 광공업 부문을 비롯한 몇몇 경우 외에는 모두 연2회 결산기업이 연1회 결산기업에 비해서 배당률이 더 높은 것으로 나타나고 있다. 뿐만 아니라, 배당성향 면에서도 연2회 결산기업이 전반적으로 더 높다. 참고로 표에 제시하지는 않았지만, 같은 자료를 이

용하여 추계해보면, ROE와 ROA 모두 연2회 결산기업이 높았음을 확인할 수 있다. 정리하면, 연2회 결산기업이 수익률도 높고, 배당률도 높았다는 것인데, 본 연구의 방향과 다소 거리가 있는 문제이므로, 이에 대한 구체적인 논의는 추후 과제로 남겨둔다.

끝으로, 전체 기업 중에서 배당가능기업이 차지하는 비율로 보건대, 기업의 수익성이 안정적이지는 못하였을 것으로 짐작된다. 표에서 전체 기업 중 배당가능기업의 비율을 구해보면, 연1회 결산기업은 82.3%, 연2회 결산기업은 87.2%였다. 즉 전체 기업 중 15% 가량은 당기순이익이 발생하지 않았거나, 전기이월금과 당기순이익의 합이 0 이하여서 배당을 실시할 수 없는 상태에 있었던 것이다.

2. 배당률 결정요인

이제 식민지기 기업의 배당률 결정요인에 대해서 분석해 보고자 한다. 배당률 결정요인에 관한 통계적 분석은 박이택(2010)에서 이미 제시된 바 있다. 『요록』의 데이터를 이용한 다중회귀분석결과, 자본금이 낮을수록, 또 금융업과 상업에서 고배당이 이루어졌으며, 배당률은 추세적으로 감소하다가 1933년 이후 다시 상승한 것으로 나타났다.¹⁷⁾ 그런데 이 연구에는 두 가지 문제가 있어 새로운 추계가 필요하다. 첫째, 배당률 결정에 있어서 가장 중요한 변수라고 할 수 있는 수익률과 관련된 변수가 모형에 포함되지 않았다. 물론 이것은 『요록』이 갖는 자료적 제약으로 인해 불가피한 측면이 있지만, 가장 중요한 변수가 누락됨에 따라 모형의 설명력도 낮아지고, 편의가 발생하는 등의 문제가 있을 것으로 판단된다.

또 하나의 문제점은 최소자승법(OLS)으로 결과를 도출했다는 점이다. 박이택(2010)에서는 기업의 배당 가능 여부에 대한 파악이 불가능하므로, 배당이 불가능한 기업까지도 포함하여, 데이터 확보가 가능한 모든 기업이 분석 대상이 되었다. 그런데 앞서 본 바와 같이, 기업 중 15% 정도가 배당을 할 수 없는 기업이었다. 또 뒤에서 보듯이 배당가능기업 중에서도 상당수는 배당을 실시하지 않고 있었다. 즉 전체 기업 가운데 상당수 기업의 배당률은 0이었던 것이다. 그런데 이러한 경우에는 최소자승법 대신 토빗(Tobit) 모형을 사용하는 것이 바람직하다(DeLoof,

17) 그 외에도 여러 변수에 대한 분석결과가 제시되어 있으나, 구체적인 언급은 생략한다.

Roggeman and Overfelt, 2010; Braggion and Moore, 2011).¹⁸⁾

〈표 2〉는 분석결과를 제시해 놓은 것인데, 연1회 결산기업과 연2회 결산기업 각각에 대해서 3개씩의 모형이 제시되어 있다. 모형 (1)과 (4)는 각각 전체 기업을 대상으로 분석한 것으로, 우선 표 하단의 표본수부터 보면, 연1회 결산기업 중에서 배당을 실시한 기업은 621개이고, 410개 기업은 배당을 실시하지 않은 것으로 나타나고 있다. 또한 모형 (4)의 연2회 결산기업의 경우, 무배당 기업의 비중이 상대적으로 낮은 하지만, 그래도 26.2%에 이른다.

모형 (1)과 (4)의 분석결과를 보면, 기업의 ROE와 연령은 배당률에 양의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 기업 규모를 나타내는 불입자본금 변수의 경우, 모형 (1)에서는 유의하지 않은 반면, 모형 (4)에서는 양의 영향을 미치는 것으로 나오고 있으며, 두 모형 모두에서 부채비율은 음의 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이러한 결과들은 대체로 배당결정요인을 분석한 선행연구로부터 예상할 수 있는 결과와 크게 다르지 않다.

한편 표에 제시하지는 않았으나 산업더미의 경우, 농림수산업을 기준으로 하여 분석하였는데, 모형 (1)에서는 광공업의 계수만 10% 유의수준에서 통계적으로 유의한 양의 값(1.146)을 갖는 것으로 나타났고, 모형 (4)에서도 광공업의 계수만 1% 유의수준에서 유의한 값(1.598)을 나타냈다. 그러나 그 외에는 1934년을 기준으로 한 연도더미와 산업더미 가운데 계수가 통계적으로 유의하게 나온 경우는 없었다. 앞서 〈표 1〉에서는 산업별, 연도별로 배당률에 편차가 있었지만, 다른 변수들을 통제한 가운데 살펴본 결과, 그 차이는 통계적으로 유의하지는 않은 것이다.

모형 (2)와 (5)는 배당가능기업만을 대상으로 앞서 본 모형과 동일한 형태의 분석을 실시한 결과이다. 우선 표본수를 모형 (1), (4)와 비교해 보면, 제도적 요인으로 인해 배당을 할 수 없는 기업보다, 배당이 가능함에도 배당을 실시하지 않는 기업이 더 많음을 알 수 있다. 연1회 결산기업을 예로 들면, 무배당 기업 410개 가운데, 227개는 배당이 가능함에도 배당을 하지 않은 기업이고, 나머지 183개 기업

18) 토빗 모형은 종속변수의 일부분이 관찰되지 않고, 중도절단(censoring)된 경우 사용하는 모형으로, 최우추정법(maximum likelihood method)을 이용하여 추정한다. 배당금은 음(-)이 될 수 없으므로, 배당률 또는 배당성향은 0보다 작아질 수 없게 되어 좌측 중도절단의 분포 형태를 보이는데, 이러한 경우 최소자승법으로 추정하면 편의가 발생하게 되므로 토빗 모형을 이용한 분석을 실시한다.

은 배당을 할 수 없는 기업들이다. 후술하듯이, 외국 사례에 관한 선행연구에서는 대체로 기업들이 배당을 줄이거나 생략하는 것을 기피하는 것으로 나타나고 있는데, 조선에서는 그러한 경향이 상대적으로 크지 않았던 것으로 판단된다.

〈표 2〉 배당을 결정요인 분석결과

	연1회 결산기업			연2회 결산기업		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
종속변수	배당률	배당률	배당성향	배당률	배당률	배당성향
분석방법	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit	Tobit
상수	-0.0532** (-2.22)	-0.0350 (-1.47)	-0.1341 (-0.60)	-0.0449*** (-3.23)	-0.0060 (-0.45)	0.1643 (1.26)
ROE	0.6086*** (26.22)	0.5090*** (21.83)	1.0799*** (4.91)	0.3351*** (23.77)	0.2602*** (18.85)	-0.2734** (-2.01)
log(연령)	0.0061** (2.32)	0.0075*** (2.86)	0.0151 (0.61)	0.0202*** (10.75)	0.0167*** (8.98)	0.0966*** (5.33)
log(불입자본금)	0.0026 (1.42)	0.0022 (1.21)	0.0404** (2.37)	0.0028*** (3.05)	0.0014 (1.59)	0.0259*** (3.07)
부채/자산 비율	-0.0525*** (-5.43)	-0.0431*** (-4.46)	-0.3102*** (-3.42)	-0.0262*** (-4.06)	-0.0203*** (-3.17)	-0.1141* (-1.86)
대표 민족더미 (조선인=1)	-0.0049 (-1.02)	-0.0081* (-1.70)	-0.0444 (-0.99)	0.0080* (1.76)	0.0065 (1.49)	-0.0004 (-0.01)
산업더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
연도더미	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
표본수	410/621	227/621	227/621	340/959	173/959	173/959
LR chi-squared	713.14***	468.06***	55.89***	663.65***	391.05***	66.06***

주 1: 표본수의 두 수치 중 전자는 무배당 기업수이며, 후자는 유배당 기업수임.
2: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.
3: ROE는 당기순이익/자기자본의 방식으로 구함.
4: 모형 (6)에서는 배당성향이 1,000%가 넘는 두 기업은 영향점(influential point)으로 판단하여, 제외하고 분석함.
자료: 『朝鮮會社事業成績調』, 『朝鮮銀行會社組合要錄』.

모형 (2)와 (5)의 분석결과는 모형 (1), (4)의 결과와 크게 다르지는 않은데, 다만 모형 (4)에서는 유의하게 나왔던 불입자본금의 영향이 두 모형에서는 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다. 특징적인 점은 대표 민족더미의 계수가 모형 (4)에

서는 양의 값을 가지며 10% 수준에서 유의하게 나왔던 반면, 모형 (2)에서는 음의 값을 가지면서 역시 10% 유의수준에서 유의하다는 것이다. 이에 따른다면, 연1회 결산하는 기업 중에서는 일본인 기업이, 연2회 결산기업 중에서는 조선인 기업이 상대적으로 더 많이 배당을 하고 있다는 것인데, 선뜻 이해하기 힘든 결과로 그에 관해서 의미를 부여해서 해석하기는 곤란해 보인다.

마지막으로 모형 (3)과 (6)을 보면, 배당성향을 종속변수로 놓고, 역시 토빗 모형을 이용해서 분석한 결과가 제시되어 있다. 그런데 수익률 변수의 계수를 보면, 연1회 결산기업에 대한 분석결과에서는 양의 값이 나온 반면, 연2회 결산기업에 대한 분석에서는 음의 값이 나왔으며, 모두 통계적으로 유의하다. 수익률이 상승할 경우, 배당성향을 높일 유인도 존재하고, 배당 수준을 일정하게 유지하기 위해 배당성향을 낮출 유인도 존재한다고 볼 수 있으므로, 이러한 상반되는 결과는 충분히 나올 수 있다고 생각된다. 그렇지만 왜 연1회 결산기업에 대한 분석에서는 양의 값이 나오고, 연2회 결산기업에 대한 분석에서는 음의 값이 나왔는가에 대해서는 이 결과만을 가지고는 설명하기 어렵다. 연령의 경우, 연1회·연2회 결산기업 모두 배당성향에 대해서 양의 영향을 미치는 것으로 나왔지만, 연2회 결산기업에 대해 분석한 결과에서만 통계적으로 유의하다. 그 외에 불입자본금이 증가할수록 배당성향이 높고, 부채비율이 높을수록 배당성향은 낮게 나타나고 있는 것은 두 모형의 결과가 일치하며, 예상할 수 있는 바에 부합하고 있다.

지금까지 식민지기 조선 내 기업들의 배당률 수준과 배당률 결정요인에 대해서 검토해 보았다. 분석한 내용을 정리하면, 첫째, 연1회 결산기업과 연2회 결산기업으로 나누어 분석을 실시한 결과, 후자의 평균배당률이 더 높은 것으로 나타났으며, 평균배당률은 전체 기업을 대상으로 할 경우 5.5~6.5%, 배당가능기업을 대상으로 할 경우 6.5~7.5% 정도였다. 둘째, 기초통계량에 대한 검토에서는 산업, 연도, 자본금 규모별로 차이가 있음이 확인되었으나, 다른 변수들을 통제한 가운데 토빗 분석을 실시한 결과, 산업별 차이는 광공업에 대해서만 확인되었고, 시기별 배당률의 차이는 확인되지 않았다. 셋째, 토빗 분석결과, 식민지기 조선 내 기업의 배당률 결정요인은 수익률, 연령, 자본금 규모, 부채비율 등이었으며, 변수 및 그 작용 방향에 있어서 선행연구¹⁹⁾에서 제시된 바와 크게 다르지 않았다. 넷째, 제도

19) 경제사 분야 연구로는 Deloof, Roggeman and Overfelt (2010), Braggion and Moore (2011) 등이 있다.

적 제약으로 인해 배당을 실시하지 못하는 기업뿐만 아니라, 배당이 가능함에도 배당을 실시하지 않는 기업 또한 많았던 것으로 나타났다.

IV. 배당의 변화는 무엇을 말해주는가?

1. 배당 변화의 양상

앞 절에서는 식민지기 기업의 배당률 수준에 대해서 살펴보고, 배당률을 결정짓는 데에 어떠한 요인이 영향을 미치고 있었는가에 대해서 살펴보았다. 본 절에서는 기업들의 배당 변화 양상이 어떠했는지, 또 기업들은 어떠한 이유에서 배당을 변동시키고 있었는가에 대해서 검토해 보고자 한다.

배당에 관한 연구의 고전이라 할 수 있는 Lintner (1956)의 연구는 배당정책과 관련하여 흥미로운 분석결과를 제시하였다. 이에 따르면, 기업은 장기적인 목표배당 성향을 지니고 있으며, 경영자들은 배당의 수준보다 배당의 변화에 더 관심을 갖는다. 또 경영자들은 장기적으로 지속가능한 이익이 변화할 경우에 배당을 변화시키며, 배당 증가에서 배당 감소로 전환하는 것에 대해서 신중하다.²⁰⁾ 정리하면, 배당은 평균회귀 경향이 있으며, 안정적인 경향을 띠고, 배당의 변화는 기업의 미래에 대한 정보를 제공할 가능성이 있다는 것이다. 이러한 주장들은 오늘날까지도 상당 부분 지지를 받고 있으며, 배당에 관한 연구의 방향을 제공해 왔다고 할 수 있다. 본절에서도 위에서 제시한 논점들을 중심으로 식민지기 기업의 배당 변화 양상을 살펴본다.

배당의 변동에 대해서 검토하기 위해서는 동일 기업에 대해서 연속되는 결산기의 배당률을 확인할 수 있어야 한다. 그런데 II장에서 언급한 바와 같이, 『성적조』에 매년 동일한 기업에 대한 정보가 수록되지는 않았다. 지속적으로 수록된 기업이 있는가 하면, 1-2년만 수록된 경우도 있고, 몇년만에 다시 수록된 경우도 있다. 따라서 여기서는 연속되는 결산기의 배당률을 확인할 수 있는 기업-영업연도에 한해서 분석을 실시한다.

우선 살펴볼 것은 기업들의 배당 변화 양상이다. <표 3>은 기업들의 배당 변동

20) Lintner (1956)의 연구에 대한 정리는 신민식 (2008)을 주로 참고하였다.

양상을 불변·증가·감소로 나누어서 나타낸 것인데, 여기서 나타나는 몇 가지 특징적인 사항에 대해 언급한다. 첫째, 전기에 배당이 이루어진 기업(전기 유배당 기업)에 대해서 보면, 배당률을 변동시키지 않은 기업이 연1회 결산기업의 경우 38.0%, 연2회 결산기업의 경우 63.2%를 차지하고 있다. 조선의 경우, 연1회·연2회 결산기업 모두 60% 가량은 1년 이내에 배당을 변화시키고 있는 것이다.²¹⁾

이를 선행연구에서 확인된 외국의 사례와 비교해 보면 어떠한 차이가 있을까? 우선 영국에 관한 선행연구 결과와 비교해 보면, 조선에서는 배당을 안정적으로 유지하려는 경향이 상대적으로 다소 낮았던 것으로 보인다. Turner, Ye and Zhan (2013)은 영국에 대한 분석에서 1825-47년 사이에는 77.9%, 1848-70년 사이에는 61.1%의 기업이 이듬해 배당률을 변동시키지 않았음을 제시하였으며, Braggion and Moore (2011)는 1895-1905년 사이 영국 기업의 50.7%가 이듬해 배당률을 변동시키지 않았음을 확인한 바 있다. 반면 벨기에의 20세기 초 자료를 이용한 분석 결과를 보면, 전기 유배당 기업 가운데 배당률을 그대로 유지한 기업의 비중은 36%로 나타나, 조선과 비슷하다(Deloof, Roggeman and Overfelt, 2010).

〈표 3〉 식민지기 기업의 배당률 변동 양상

전기 배당 여부		전기 유배당				전기 무배당		
배당률 변동		개수	비율	평균변화량	평균변화율	개수	비율	평균변화량
연1회 결산기업	불변	130	38.0%	-	-	73	59.8%	-
	증가	109	31.9%	3.45%p	60.7%	49	40.2%	7.49%p
	감소	103	30.1%	-5.06%p	-45.8%	-	-	-
	계	342	100.0%	-0.43%p	5.6%	122	100.0%	3.09%p
연2회 결산기업	불변	438	63.2%	-	-	67	68.4%	-
	증가	148	21.4%	3.63%p	49.7%	31	31.6%	6.24%p
	감소	107	15.4%	-4.58%p	-41.1%	-	-	-
	계	693	100.0%	0.07%p	4.3%	98	100.0%	1.97%p

주: 배당불가기업은 제외하고 산출한 수치임.

자료: 『朝鮮會社事業成績調』.

둘째, 표를 통해서 연2회 결산기업에 대해서 6개월의 영업연도를 단위로 분석을

21) 연2회 결산기업이 두 번 연속으로 배당률을 바꾸지 않을 확률은 $0.632 \times 0.632 = 0.3994$ 이다.

실시하는 것이 적절한 선택임을 확인할 수 있다. 만약 정관에 연2회 배당을 한다고만 해놓고, 전반기에는 배당을 실시하지 않고, 후반기에만 배당을 하는 식으로 행동을 했다면, 배당의 증가 및 감소 비율은 연1회 결산기업에 비해서 연2회 결산기업이 더 높았을 텐데, 전기 유배당 기업의 배당률이 불변한 기업의 비율은 오히려 연2회 결산기업이 훨씬 높다.

그런데 이 경우, 연2회 결산기업의 배당률이 안정적인 것은 동일 연도에는 전·후반기에 관례적으로 동일한 배당률을 유지하였기 때문일 수도 있다. 그리고 만약 이것이 사실일 경우 역시 연2회 결산기업의 배당에 대하여 6개월의 영업연도를 단위로 분석하는 것은 적절치 못할 수 있다. 기업들이 형식적으로만 연2회 배당을 실시하고, 배당에 대한 의사결정은 사실상 연간 단위로 하고 있었다고 볼 수 있기 때문이다. 그러나 이에 대한 검토 결과, 기업이 동일 연도에는 전·후반기에 관례적으로 동일한 배당률을 유지하려 하는 경향은 확인되지 않았다. 표에 제시하지는 않았지만, 전기 유배당 기업을 대상으로 본 결과, 상반기 배당 기업이 하반기에 동일한 배당을 할 확률(62.8%)과 하반기 배당 기업이 다음 연도 상반기에 동일한 배당을 할 확률(63.6%) 사이에는 거의 차이가 없었다. 정리하면, 식민지기 연2회 결산기업들은 단순히 정관 상으로만 영업연도를 6개월로 한 것이 아니라, 실제로도 6개월마다 배당을 실시하고 있었던 것으로 보이며, 이는 배당을 분석함에 있어서 연1회 결산기업과 연2회 결산기업을 구분하여 살펴볼 필요가 있음을 확인시켜 준다.

셋째, 배당률을 증가시킨 기업이 감소시킨 기업보다 더 많은 것으로 나타나고 있는데, 선행연구에서도 대체로 이와 유사한 경향이 확인되어 왔다. 그렇지만, 특히 연1회 결산기업의 경우, 배당을 증가시킨 기업체수와 감소시킨 기업체수의 차이는 그리 크지 않다. 여기서 주목할 것은 배당 변화폭은 감소기업이 더 크지만, 변화율로 보면 증가기업이 더 크다는 점이다. 변화폭과 변화율의 크기가 서로 상반된 것은 배당률을 증가시킨 기업과 감소시킨 기업의 전기 배당률 수준이 다르다는 데에 기인한다. 전기 유배당 기업 중 연1회 결산기업의 경우, 배당률을 감소시킨 기업의 전기 배당률은 평균 11.25%인 반면, 증가시킨 기업의 전기 배당률은 7.12%였다. 연2회 결산기업도 비슷한 패턴이 나타나, 감소기업의 전기 배당률은 평균 11.14%, 증가기업은 7.29%이다.²²⁾ 전기 배당률의 중간값인 8%를 기준으로 배당률이 그 이하인

22) 참고로 배당률을 변화시키지 않은 기업의 전기 배당률은 연1회 결산기업이 9.03%, 연2회 결산기업이 8.46%인 것으로 나타났다.

기업과 초과한 기업으로 나누어서 살펴보다라도, 연1회·연2회 결산기업 모두 배당률 8% 이하 기업 중에서는 배당률을 증가시킨 기업의 비율이, 8% 초과 기업 중에서는 배당률을 감소시킨 기업의 비율이 훨씬 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과들은 전기 배당률과 금기 배당률 사이에 음의 관계가 존재하고 있음을 시사하는데, 이는 Lintner의 고전적인 연구(Lintner, 1956)에서 제시된 바와 같이, 배당지급에 평균회귀 경향이 있음을 보여주고 있다고도 해석할 수 있다.

넷째로, 전기 유배당 기업과 전기 무배당 기업을 비교해 보자. 일반적으로 배당의 개시(commencement)는 기업의 수익성이 확실히 보장될 경우에 이루어지는 것으로 이해된다. 하지만 전기 배당을 실시하지 않은 조선의 회사들 가운데 50~60%는 1년 이내에 배당을 개시하고 있으며, 이때의 배당률은 평균 6~7% 수준이다. 조선처럼 배당의 안정성이 낮았던 것으로 보이는 20세기 초 벨기에의 경우에도 전기 무배당 기업 가운데 배당을 실시한 기업의 비율은 17.4%에 불과한 것으로 나타나고 있다는 점에서,²³⁾ 조선의 경우 배당의 개시가 상대적으로 유연하게 결정되고 있음을 알 수 있다.

또한 앞서 제Ⅲ장에서 확인된 바와 마찬가지로 배당을 실시하지 않은 기업의 비율이 상대적으로 높아, 배당가능기업 가운데 연1회 결산기업 중 26.3%, 연2회 결산기업 중 12.4%가 배당을 실시하지 않은 것으로 나타났다. 비교사적으로 보면, 영국의 19세기 및 20세기 초 자료를 이용한 연구에서 확인된 1~2%대의 무배당 기업 비율과 상당한 차이를 보이는 반면(Braggion and Moore, 2011; Turner, Ye and Zhan, 2013), 벨기에의 분석결과는 조선과 비슷한 경향을 보여주고 있다. 20세기 초 벨기에 기업의 배당지급률은 60.6%에 그치고 있는데, 이는 조선보다도 더 낮은 수치이다(Deloof, Roggeman and Overfelt, 2010).

논의 내용을 종합해보면, 식민지기 기업들은 배당의 안정성을 유지하는 것을 크게 중요시하지는 않았던 것으로 보인다. 우선 전기 배당률을 그대로 유지하려는 경향이 상대적으로 낮았으며, 무엇보다도 배당을 생략하는 기업의 비율이 상대적으로 매우 높았고, 수익성이 충분히 확인되지 않은 상태에서도 배당을 개시하는 경우가 많았다. 그리고 이러한 배당의 변화 양상은 영국에 대한 분석결과보다는 조선과 마찬가지로 대륙법 체계에 속하는 벨기에에 관한 분석결과와 보다 유사한 것으로 나

23) 이 비율은 Deloof, Roggeman and Overfelt(2010)의 table 3에 제시된 통계를 이용하여 필자가 추계한 것이다.

타났다.

2. 배당 변화 결정 요인

그렇다면 식민지기 기업들의 배당률 변화 여부에 영향을 미친 요인은 무엇이었을까? Goergen, Renneboog and da Silva (2005)은 당기 및 전기 순이익,²⁴⁾ 전기 배당률의 변화 여부 등을 독립변수로 놓고, 서열 프로빗(ordered probit) 모형을 이용하여 배당의 감소, 유지, 증가에 영향을 미치는 요인을 분석한 바 있는데, 여기서 이 모형을 응용하여 배당률 변화 여부에 영향을 미친 요인에 대해 분석해 본다.

분석에 앞서 먼저 변수에 대해서 설명하면, 종속변수 dD_t 는 $t-1$ 기와 t 기 사이 배당의 변화를 나타내는 더미변수로써, 배당이 감소했으면 0, 유지되었으면 1, 증가했을 경우 2가 부여된다. D_{t-1} 는 전기의 배당수준을 나타내며, ROA_t 는 금기의 자산대비수익률이다. 그리고 $d\Delta ROA_t$ 는 금기의 수익률 변화 방향을 나타내는 더미변수로, $ROA_t - ROA_{t-1}$ 이 0보다 크면 1, 0 이하이면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 한편, 이 분석을 위해서는 동일 기업에 대해서 3기 연속으로 정보를 확보할 수 있어야 하므로, 앞의 배당 변화 양상 분석에 비해서 표본의 개수가 크게 줄어들고 있는데, 연1회 결산기업 238개 기업-영업연도, 연2회 결산기업 573개 기업-영업연도이다.

〈표 4〉는 연1회 결산기업과 연2회 결산기업에 대한 분석결과를 제시해 놓은 것인데, 전체적으로 두 분석결과가 거의 유사한 패턴을 보이고 있으므로, 연2회 결산기업에 대한 결과를 중심으로 설명한다. 우선 전기 배당수준(D_{t-1})과 전기 배당 변화 더미변수(dD_{t-1})의 계수는 모두 음의 값을 갖고 있으며, 1% 유의수준에서 통계적으로 유의하다. 앞서 〈표 3〉에 관한 논의에서 언급한 바와 마찬가지로, 전기 배당수준이 높을수록, 금기에 배당률이 상승할 확률은 낮아지고 있다. 또 dD_{t-1} 의 계수가 0보다 작다는 것은, 전기에 배당을 증가시킨 경우, 금기에 배당을 증가시킬 확률이 낮아짐을 의미한다. 이와 같은 결과는, 앞서 언급한 바와 같이, 배당지급에 평균회귀 경향이 있었음을 보여준다고도 해석할 수 있다.

24) 이를 자기자본으로 나눈 값을 사용하였으므로, 실제로는 ROE를 독립변수로 사용하였다고 할 수 있다.

〈표 4〉 배당 변화 여부 결정 요인 분석결과

연1회 결산기업					
종속변수: 배당 변화 더미변수(dD_t)					
Ordered probit analysis					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
D_{t-1}				-0.081*** (-5.09)	-0.088*** (-5.73)
dD_{t-1}	-0.421*** (-4.17)	-0.376*** (-3.59)	-0.372*** (-3.56)	-0.239** (-2.20)	
ROA_t	0.023** (2.11)	0.008 (0.68)			
$d\Delta ROA_t$		1.204*** (7.36)	1.225*** (7.61)	1.251*** (7.57)	1.269*** (7.72)
표본 수	238	238	238	238	238
LR chi-squared	21.71***	78.79***	78.33***	106.11***	101.26***
Pseudo R-squared	0.043	0.156	0.155	0.210	0.200
연2회 결산기업					
종속변수: 배당 변화 더미변수(dD_t)					
Ordered probit analysis					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
D_{t-1}				-0.129*** (-5.74)	-0.140*** (-6.34)
dD_{t-1}	-0.847*** (-5.35)	-0.689*** (-4.32)	-0.636*** (-4.03)	-0.445*** (-2.76)	
ROA_t	0.057*** (4.23)	0.036*** (2.67)			
$d\Delta ROA_t$		1.459*** (7.07)	1.561*** (7.69)	1.544*** (7.51)	1.585*** (7.74)
표본 수	573	573	573	573	573
LR chi-squared	43.82***	100.25***	92.87***	131.03***	123.36***
Pseudo R-squared	0.043	0.099	0.092	0.130	0.122

주 1: 괄호 안의 값은 z 값.

2: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

3: ROA 는 당기순이익/자산의 방식으로 구함.

4: 변수 dD_{t-1} 는 $t-2$ 기와 $t-1$ 기 사이 배당의 변화를 나타내는 더미변수으로써, 종속변수와 마찬가지로 배당이 감소했으면 0, 유지되었으면 1, 증가했을 경우 2의 값을 가지며, $d\Delta ROA_t$ 는 $ROA_t - ROA_{t-1}$ 이 0보다 크면 1, 0 이하이면 0의 값을 갖는 더미변수임.

자료: 『朝鮮會社事業成績調』.

둘째, 배당률 변화 여부는 금기 수익률 변화 여부($d\Delta ROA_t$)에 의해서도 큰 영향을 받고 있다. 우선 ROA_t 의 계수를 보면, 연2회 결산기업의 경우 모두 통계적으로 유의하며, 연1회 결산기업의 경우에는 모형 (1)에서는 유의하게 나왔으나, (2)에서는 유의하지 않다. 또 유의하다고 하더라도, 계수의 크기가 작아 그에 대해 경제적 의미를 부여하기는 어려워 보인다. 반면 $d\Delta ROA_t$ 의 계수는 모두 1% 유의 수준에서 통계적으로 유의할 뿐만 아니라, 계수의 절대값도 크다. 이는 배당률의 변동 여부를 결정할 때, 경영진은 금기 수익률의 크기보다는 전기와 비교하여 수익률이 어떻게 변동하였는가에 대해서 더 많은 관심을 가지고 있음을 보여주고 있다고 해석할 수 있다. 즉 배당의 변화는 현재와 과거(전기)의 수익률에 의해서 많은 영향을 받고 있었다.

3. 배당 변화는 미래에 대한 전망을 반영하는가?

앞서 배당 변화가 수익률의 변화 여부에 의해서 많은 영향을 받고 있었음을 확인하였는데, 당기순이익 가운데 일부가 배당으로 지급되는 것이므로, 둘 사이의 관계는 어느 정도 예상할 수 있는 부분이다. 반면 여기서 다루고자 하는 배당신호가설은 배당 변화가 수익률을 비롯한 기업의 미래에 대한 정보를 전달하는 수단으로서의 기능을 지니고 있어, 배당 변화를 통해서 수익률 변화를 예측할 수 있다는 주장으로 배당 변화와 관련하여 가장 논란이 되는 부분 중 하나이다.

배당신호가설과 관련된 실증적 연구는 두 가지 방향에서 이루어져 왔다. 하나는 배당변화에 대한 시장의 반응을 실증적으로 분석한 연구들로, 대부분 가설을 지지하는 결과를 제시하고 있다(Al-Malkawi, Nizar, Rafferty and Pillai, 2010). 배당의 증가는 투자자에게 긍정적 신호로 작용하여, 주가의 상승을 불러오는 반면, 배당의 감소는 부정적 신호로 인식되어, 주가 하락을 초래하는 것으로 나타나고 있는 것이다.

이와 달리, 보다 중요한 문제라고 할 수 있는, 배당의 증가(감소)가 실제로 기업의 수익성 증가(감소)로 연결되고 있는가에 대한 실증분석결과는 엇갈리고 있다. 최근의 대표적인 실증분석결과를 보더라도, DeAngelo, DeAngelo and Skinner (1996), Benartzi, Michaely and Thaler(1997), Grullon, Michaely, Benartzi and Thaler(2005) 등은 배당신호가설의 타당성을 부정하는 분석결과를 제시하고 있는 반면, Aharony and Dotan(1994), Nissim and Ziv(2001)는 배당 변화를 통

해 기업의 미래 수익성을 예측할 수 있음을 밝히고 있다.²⁵⁾ 정리하면, 배당이 변화할 때, 투자자들은 이것을 기업의 미래에 대한 신호로 인식하고 있음이 확인된 반면, 배당의 변화가 실제 기업 성과의 변화와 상관관계가 있는가라는 문제는 아직 실증적으로 충분히 입증되지는 못하였다고 할 수 있다.

따라서 본 연구는 식민지기 기업들의 배당 변화가 미래 수익성에 대한 정보를 담고 있었는가라는 문제에 대해서 고찰해 본다는 의미와 함께, 배당신호가설에 대한 검증 작업으로서의 의미도 지닌다고 할 수 있다. 더군다나 위에 제시한 실증분석 연구들은 대체로 정보 비대칭 문제를 해결할 수 있는 수단이 어느 정도 확보되어 배당이 정보 전달 수단으로서 가질 수 있는 의미가 약화된 비교적 최근의 데이터를 이용하고 있는 반면, 본 연구는 정보 비대칭 문제를 해결할 적절한 수단이 부족했던 시기의 자료를 이용하여 분석하고 있다는 점과 실증분석의 범주를 확대한다는 측면에서도 의의를 지닌다고 생각된다.

배당 변화는 기업의 미래에 대한 전망을 반영하고 있었는가에 대해 분석하기 위해서는 먼저 적합한 모형을 설정해야 하는데, 여기서는 대표적 연구인 Nissim and Ziv(2001)와 Grullon, Michaely, Benartzi and Thaler(2005)에서 제시된 모형을 자료적 조건에 맞게 다소 수정하여 사용한다. Nissim and Ziv(2001)는 Benartzi, Michaely and Thaler(1997)에서 사용된 모형에 문제가 있음을 지적하며, 수정된 모형을 제시하였다. Benartzi, Michaely and Thaler(1997)의 모형에 대한 비판의 핵심은 기업의 이익에 대해서 랜덤워크를 가정할 것이 아니라 평균회귀를 가정해야 한다는 것이었으며(Fama and French, 2000), 이를 반영하여 아래와 같은 모형을 제시하였다.²⁶⁾

$$(ROA_t - ROA_{t-1}) = \beta_0 + \beta_{1P}DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_{1N}DNC_0 \\ \times R\Delta DIV_0 + \beta_2ROE_{t-1} + \beta_3(ROA_{t-1} - ROA_{t-2}) + \epsilon_t \quad (1)$$

25) 배당신호가설의 실증연구에 대해서는 Grullon, Michaely, Benartzi and Thaler(2005), Al-Malkawi, Nizar, Rafferty and Pillai(2010) 등에 자세히 소개되어 있다.

26) 그리고 이렇게 수정된 모형을 가지고, 1963년부터 1998년 사이 NYSE와 AMEX에 상장된 100,666개의 기업-연도의 표본을 이용하여 분석하였는데, 배당 증가 시에는 향후 4년 동안의 수익성 증가가 확인되는 반면, 배당 감소는 미래 수익성과 관련이 없는 것으로 나타났다고 주장했다.

모형 (1) 은 배당의 변화율($R\Delta DIV$) 이 미래 수익성의 변화($ROA_t - ROA_{t-1}$) 를 설명하는가에 초점을 맞추고 있으며, 배당의 변화율은 $(DIV_0 - DIV_{-1})/DIV_{-1}$ 의 방식으로 산출된다.²⁷⁾ 한편 DPC_0 (DNC_0) 는 배당 증가(감소) 기업에 대해서 1, 불변 또는 감소(증가) 기업에 대해서 0을 부여한 더미변수로, 배당 증가 시와 배당 감소 시의 배당변화가 미래 수익성에 미치는 영향이 상이할 수 있다는 가정이 모형에 반영된 것이다. ROE_{t-1} 은 이익의 평균회귀 현상을 반영한 것이고, $(ROA_{t-1} - ROA_{t-2})$ 은 이익변화의 자기상관을 통제하기 위해 추가된 것이다 (Nissim and Ziv, 2001).

그런데 이 모형에 대해서도 비판이 제기되었다. Grullon, Michaely, Benartzi and Thaler (2005) 는 Nissim and Ziv (2001) 의 모형에서 선형 평균회귀를 가정한 것에 대해 이의를 제기했다. 그들은 Fama and French (2000) 의 연구 등을 근거로 이를 비선형으로 가정해야 한다고 주장했고, 이를 반영한 모형을 다음과 같이 제시하였다.

$$\begin{aligned}
 (ROA_t - ROA_{t-1}) = & \beta_0 + \beta_{1P}DPC_0 \times R\Delta DIV_0 + \beta_{1N}DNC_0 \\
 & \times R\Delta DIV_0 + (\gamma_1 + \gamma_2NDFED_{t-1} + \gamma_3NDFED_{t-1} \\
 & \times DFE_{t-1} + \gamma_4PDFED_{t-1} \times DFE_{t-1}) \times DFE_{t-1} \\
 & + (\lambda_1 + \lambda_2NCED_{t-1} + \lambda_3NCED_{t-1} \times CE_{t-1} + \lambda_4PCED_{t-1} \\
 & \times CE_{t-1}) \times CE_{t-1} + \epsilon_t
 \end{aligned} \tag{2}$$

모형에서 DFE_{t-1} 은 $ROE_{t-1} - E[ROE_{t-1}]$ 이며, $PDFED_{t-1}$ ($NDFED_{t-1}$) 는 DFE_{t-1} 가 양(음)일 때 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수이다. ROE_0 의 기댓값을 구할 때에는 기업규모를 나타내는 $\ln(\text{전기불입자본금})$ 과 전년도 ROE 를 독립변수로 하여 구하였다.²⁸⁾ 또한 CE_{t-1} 은 $(ROA_{t-1} - ROA_{t-2})$ 이며, $PCED_{t-1}$

27) 이 경우 전기에 배당을 실시하지 않은 기업에 대해서는 배당의 변화율을 산출할 수 없게 된다. 여기서는 이러한 기업에 대해서, 금기에 배당을 실시했을 경우 변화율을 100%로, 실시하지 않았을 경우에는 0%로 놓고 분석을 실시하였다. 또한 표로는 제시하지 않았으나, 전기에 배당을 실시하지 않은 기업을 제외한 가운데서도 동일한 모형을 이용한 분석을 실시해 보았는데, 그 결과는 크게 다르지 않았다.

28) 기존 연구에서는 독립변수로 Tobin's Q도 포함시키고 있으나, 이에 대한 정보를 갖고 있지

($NCED_{t-1}$)는 CE_{t-1} 가 양(음)일 때 1, 그렇지 않으면 0을 갖는 더미변수이다.

〈표 5〉 모형 (1)을 이용한 분석결과

	연1회 결산기업		연2회 결산기업		
	t=1	t=2	t=1	t=2	t=3
β_0	2.482*** (3.48)	1.894** (2.17)	3.734*** (9.26)	3.839*** (8.45)	3.683*** (6.55)
β_{1P}	-0.003 (-0.30)	-0.007 (-0.78)	0.011 (1.56)	0.013* (1.68)	0.012 (1.27)
β_{1N}	-0.006 (-0.37)	0.006 (0.32)	0.023 (1.36)	0.005 (0.28)	-0.004 (-0.16)
β_2	-0.249*** (-5.06)	-0.171*** (-3.02)	-0.300*** (-11.55)	-0.294*** (-10.79)	-0.241*** (-7.32)
β_3	-0.136** (-2.38)	-0.013 (-0.15)	-0.178*** (-4.10)	0.021 (0.41)	-0.089 (-1.40)
Obs	238	95	573	412	288
Adj R-squared	0.168	0.056	0.280	0.216	0.156

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

자료: 『朝鮮會社事業成績調』.

본 연구에서는 이처럼 이익의 평균회귀에 대해서 선형으로 가정한 모형과 비선형으로 가정한 모형 모두를 이용하여 분석한다. 〈표 5〉와 〈표 6〉은 각각 모형 (1)과 (2)를 이용하여 실증분석을 실시한 결과를 보여주고 있는데, 앞서와 마찬가지로 결산횟수별로 나누어 제시되어 있다. 분석결과 중, 배당신호가설과 관련된 부분에 대해서만 살펴보면, 이익의 평균회귀 현상을 선형으로 가정하든, 비선형으로 가정하든, 배당의 변화율($R\Delta DIV$)과 관련된 변수의 계수 대부분은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타나고 있다. 연1회 결산기업의 경우, 모든 계수가 통계적으로 유의하지 않으며, 연2회 결산기업은 모형 (1)에서는 배당 증가 시 t=2에서의 수익률 증가와 양의 관계가 있고, 10% 유의수준에서 유의하다. 또한 모형 (2)에서는 역시 배당 증가 시에 다음 기의 수익률 증가와 양의 관계가 있는 것으로 나타나고 있다. 반면 배당 감소와 미래 수익률 사이에서는 어떠한 유의미한 관계도 확인되지 않고 있다. 이를 종합해 보면, 식민지기 기업의 배당 변화로부터는 배당신호가설

못하므로 이 변수는 제외하였다.

을 뒷받침하는 현상, 즉 배당의 증가(감소)가 실제로 기업의 수익성 증가(감소)로 연결되는 경향은 뚜렷하게 나타나지는 않고 있다고 할 수 있겠다. 이는 본 연구와 유사한 모형을 가지고 19세기말-20세기 초 영국 데이터를 이용하여 분석한 결과, 배당신호가설을 지지하는 것으로 나왔던 것과는 대조적이다(Braggion and Moore, 2011).

〈표 6〉 모형 (2)를 이용한 분석결과

	연1회 결산기업		연2회 결산기업	
	t=1	t=2	t=1	t=2
β_0	0.678 (0.88)	1.069 (1.09)	0.777* (1.96)	0.846* (1.80)
β_{1P}	-0.002 (-0.25)	-0.008 (-0.95)	0.014** (2.00)	0.009 (1.17)
β_{1N}	0.006 (0.30)	0.017 (0.69)	-0.003 (-0.15)	-0.000 (-0.01)
Obs	238	95	573	412
Adj R-squared	0.219	0.169	0.311	0.246

주 1: 분석을 통해 모형에 있는 $\gamma_1 \sim \gamma_4, \lambda_1 \sim \lambda_4$ 의 값도 추정하였으나, 표에 제시하지는 않음.

2: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 통계적으로 유의함을 나타냄.

지금까지의 배당 변화와 관련된 논의 결과를 정리해 보면, 식민지기 기업의 배당은 기업의 미래 전망에 대한 정보를 제공하기 보다는 현재 및 과거의 수익성을 반영하는 지표였던 것으로 판단된다. 첫째, 배당이 신호로서 기능하기 위해서는 안정성이 전제되어야 하지만, 식민지기 기업들의 배당의 안정성 수준은 그리 높지 않았던 것으로 보이며, 둘째, 배당률의 변화 여부는 전기 배당률과 금기 수익률의 변화 방향에 영향을 받고 있는 것으로 나타났다. 셋째, 하지만 배당신호가설의 예상과 달리 배당의 변화와 기업의 미래 수익성 사이에서는 뚜렷한 상관관계가 확인되지 않았다.

산업화 초기 단계의 기업환경에서는 정보비대칭 문제를 해결할 수단이 많지 않았고, 따라서 배당이 기업 경영과 관련하여 주주들이 제공받을 수 있는 거의 유일한 정보였던 만큼, 식민지기에 대한 분석결과가 배당신호가설에 부합하는 형태로 나올 것으로 예상해 볼 수 있음에도, 그와 상반되는 결과가 나온 이유는 무엇일까? 여기

서는 조선의 제도적 환경과 관련하여 그 원인에 대해서 검토해 보고자 한다.

가장 먼저 생각해 볼 수 있는 것은 조선은 일본을 통해 대륙법 체계의 제도를 이식받았다는 점이다. 일반적으로 영미법 체계 국가에 비해서 대륙법 체계 국가에서 배당의 안정성이 상대적으로 떨어지는 것으로 인식되고 있는 듯한데, Goergen, Renneboog and da Silva (2005)은 그러한 차이가 기업지배구조 시스템의 차이에 기인한 것으로 평가하고 있다. 대륙법 체계 국가의 경우 주주 보호 장치의 발달 수준이 낮다는 점 등으로 인해 직접금융시장의 역할이 상대적으로 작으므로, 기업 경영진은 수익률이 낮아질 경우에도 투자자를 모으기 위해서 배당수준을 유지해야 한다는 부담이나 압박을 덜 받게 된다는 것이다. 식민지기 조선의 경우에도 대륙법 체계를 이식받아 주주 보호 장치의 발달 수준이 낮았을 뿐만 아니라, 주식시장의 성숙도도 낮았던 만큼, 대륙법 체계 국가에서 나타나는 배당의 안정성 저하 현상이 동일하게 확인되고 있다고 생각된다.

또한 당시 조선의 경우, 아직 상대적으로 충분한 외부투자자가 존재하지 않았고 그로 인해 소유와 경영의 분리 정도가 낮아, 경영자가 외부투자자에게 정보를 전달할 필요가 적었던 것도 그 원인의 하나로 지목될 수 있다. 배당으로 신호를 보낼 경우, 내부유보자금이 감소하므로, 외부자금의 조달이 증가하게 되는데, 이로 인해 추가 비용이 발생하게 된다. 그런데 소유와 경영의 분리 정도가 낮을수록, 이 비용이 배당을 통한 신호발송에 따른 편익을 초과할 가능성이 커지게 될 것이다. 일례로, Braggion and Moore (2011)의 연구에서 상장기업을 대상으로 한 분석에서는 배당신호가설이 타당한 것으로 나타난 반면, 비상장기업에 대한 분석에서는 가설이 타당하지 않은 것으로 나타났는데, 저자들은 그 원인을 소유와 경영의 분리 정도의 차이에서 찾고 있다.

조선 내 주식회사의 소유와 경영의 분리 정도는 Braggion and Moore (2011)의 분석대상 중 비상장기업에 비해서도 낮았던 것으로 보인다. 『성적조』에 나온 기업 가운데 1935년 『요록』을 통해서 주주수를 파악할 수 있는 기업 317개사를 대상으로 주주수를 구해 보면, 평균 90.8명에 불과하다. 조선 내 기업의 평균 주주수는 19세기 말-20세기 초 영국의 상장기업 36개사의 평균 주주수 782.9명뿐만 아니라, 비상장기업 116개사의 평균 주주수 212.1명에 비해서도 적었던 것으로 나타나고 있는데, 이는 조선 내 기업의 소유와 경영의 분리 정도가 상대적으로 제한적이었을 것임을 보여준다.

이에 더해 조선에서는 배당에 대한 규제가 상대적으로 심해 배당의 안정성이 유지되기 어려웠다는 점도 배당이 신호로서의 의미를 지니지 못하는 요인이 되었다. 배당의 안정성은 배당신호가설이 성립하기 위한 전제조건이 된다(최도성·김성민, 2005). 그래야만 배당의 변화가 신호로서의 의미를 지닐 수 있기 때문이다. 그런데 앞서 언급한대로 조선에서는 당기순이익이 발생하지 않거나, 배당가능이익이 존재하지 않는 경우, 기업은 배당을 실시할 수 없었다. 기업의 수익성이 안정되지 못했던 상황이다 보니, 기업 가운데 15% 가량은 이러한 규제로 인해 배당을 할 수 없었다.²⁹⁾ 이처럼 배당을 실시할 수 없는 기업이 많을 경우, 배당이 가능함에도 배당을 지급하지 않거나 줄이는 것에 대한 부담은 상대적으로 줄어들 가능성이 있다. 앞서 본 바와 같이 조선에서는 배당이 가능함에도 배당을 실시하지 않거나, 수익성이 확실히 보장되지 않은 가운데서도 배당을 개시하는 기업들이 많았던 것도 이와 무관치 않을 것이다. 선불리 배당을 개시했다가 여의치 않으면 다시 배당을 낮추거나 생략하게 되는 것에 대해서 상대적으로 작은 부담을 가졌을 것으로 생각해 볼 수 있기 때문이다.

V. 맺음말

본 연구에서는 『성적조』 등에 수록되어 있는 식민지기 기업 관련 자료를 활용하여, 식민지기 기업의 배당정책에 관한 분석을 실시하였다. 분석은 크게 두 가지 문제에 초점을 맞추어 이루어졌다. 먼저 식민지기 조선 내 기업들의 배당률 수준과 배당률 결정요인에 대해서 검토해 보았는데 이를 통해 당시 평균배당률은 전체 기업을 대상으로 할 경우 5.5~6.5%, 배당가능기업을 대상으로 할 경우 6.5~7.5% 정도였음을 확인하였으며, 이는 당시 선진공업국과 비교해 볼 때 크게 낮은 수준은 아니었던 것으로 보인다. 그리고 식민지기 기업의 배당 결정요인을 확인하기 위해 토빗 분석을 실시한 결과, 수익률, 연령, 자본금 규모, 부채비율 등이 영향을 미친 것으로 나타났는데, 변수 및 그 작용 방향에 있어서 선행연구에서 제시된 바와 크게 다르지 않았다.

두 번째로는 기업은 왜 배당을 변화시키는가라는 문제에 대해 검토하였다. 먼저

29) 표본 2,333개 기업-영업연도 가운데 15%인 350개 기업-영업연도가 이와 같은 이유로 배당을 실시하지 못하고 있다.

배당의 변동 양상에 대해 살펴본 결과, 식민지기 기업의 배당의 안정성 수준은 그리 높지 않았던 것으로 나타났다. 배당을 변동시키지 않은 기업의 비율이 상대적으로 낮았고, 제도적 규제로 인해 배당을 실시하지 못하는 기업도 많았으며, 배당가능기업 중에서도 배당을 지급하지 않는 기업이 많았다. 또 충분히 수익성이 확인되지 않은 상태에서 배당을 개시하는 기업의 비중도 높았다. 또 배당률의 변화 여부를 결정하는 요인에 대해서 분석한 결과, 전기 배당률과 금기 수익률의 수준 및 변화가 영향을 미치고 있음이 확인되었는데, 특히 전기 대비 금기 수익률의 변화 여부가 중요한 변수로 작용하고 있는 것으로 나타났다. 배당의 변화와 관련하여 가장 논란이 되고 있는, 배당의 변화가 기업의 미래 수익성을 반영하는가라는 문제에 대해서도 분석을 실시하였는데, 둘 사이의 상관관계가 뚜렷하게 관찰되지 않았다. 그리고 이러한 결과는 조선이 대륙법 체계 국가였다는 점, 배당에 대한 규제가 심한 편이었다는 점과 같은 제도적 환경으로 인해 배당의 안정성이 낮았던 데에 기인한 것으로 보인다.

본 연구는 식민지기 기업의 배당정책에 관하여 가장 기본적인 양상을 파악하는 작업이었다. 그런데 서두에서 언급한 바와 같이, 초기 기업환경에서 배당이 갖는 중요성은 매우 컸던 것으로 보인다. 따라서 식민지기 기업사를 이해하기 위해서는 배당정책이 어떠한 역할을 했는가에 관한 보다 종합적이고 체계적인 분석과 이해가 이루어질 필요가 있다고 판단된다. 또 분석에 사용한 자료는 1930년대 중반에 관한 정보만을 담고 있어, 식민지기 배당정책의 양상을 대표한다고 이야기하기는 어려우며, 또 배당정책의 변화 추이를 확인하는 데에도 한계를 지니고 있다. 향후 이러한 한계점들이 보완되는 가운데 식민지기 배당정책에 관한 보다 다양하고 풍부한 논의가 이루어지길 기대해 본다.

■ 참 고 문 헌

1. 박이택, “식민지 조선의 기업지배구조 - 한국인 회사와 일본인 회사의 비교,” 『경제사학』, 49, 2010, pp. 39-71.
(Translated in English) Park, Yi Taek, “Corporate Governance Structure in Colonial Korea: Comparison between Korean and Japanese Corporations,” *Review of Economic History*, 49, 2010, pp. 39-71.
2. 신민식, “린트너의 배당조정모형의 실증적 검증,” 『금융공학연구』, 7(2), 2008, pp. 97-110.
(Translated in English) Shin, Min Shik, “An Empirical Test on Lintner’s Dividend Adjustment Model,” *The Korean Journal of Financial Engineering*, 7(2), 2008, pp. 97-110.
3. 朝鮮殖産銀行 調査課, 『朝鮮會社事業成績調』, 1934-1938.
(Translated in English) Corporate Management Performance Survey of Colonial Korea, 1934-1938.
4. 『朝鮮銀行會社組合要錄』, 各年.
(Translated in English) *Biennial Reviews on Colonial Korea’s Bank, Firm and Cooperative Associations*, Various Years.
5. 최도성 · 김성민, 『한국기업 배당정책의 변화』, 서울대학교출판부, 2005.
(Translated in English) Choi, Do Sung and Sung Min Kim, *Dividend Policy in Korea: How Korean Firms Make Dividend Decisions*, Seoul National University Press, 2005.
6. 田中耕太郎, 『會社法概論』, 岩波書店, 1930.
(Translated in English) Tanaka, Kotaro, *Introduction to Company Law*, Iwanami Shoten, 1930.
7. Aharony, Joseph and Amihud Dotan, “Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis,” *Financial Review*, 29(1), 1994, pp. 125-151.
8. Al-Malkawi, Husam-Aldin Nizar, Michael Rafferty and Rekha Pillai, “Dividend Policy: A Review of Theories and Empirical Evidence,” *International Bulletin of Business Administration*, 9, 2010, pp. 171-200.
9. Baskin, Jonathan Barron and Paul J. Miranti Jr., *A History of Corporate Finance*, Cambridge University Press, 1999, 1997.
10. Benartzi, Shlomo, Roni Michaely and Richard Thaler, “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?,” *The Journal of Finance*, 52(3), 1997, pp. 1007-1034.
11. Braggion, Fabio and Lyndon Moore, “Dividend Policies in an Unregulated Market: The London Stock Exchange, 1895 - 1905,” *Review of Financial Studies*, 24(9), 2011, pp. 2935-2973.
12. Campbell, Gareth and John D. Turner, “Substitutes for Legal Protection: Corporate Governance and Dividends in Victorian Britain,” *The Economic History Review*, 64(2), 2011, pp. 571-597.
13. DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo and Douglas J. Skinner, “Reversal of Fortune Dividend

- Signaling and the Disappearance of Sustained Earnings Growth,” *Journal of Financial Economics*, 40(3), 1996, pp.341-371.
14. Deloof, Marc, Annelies Roggeman and Wouter Van Overfelt, “Bank Affiliations and Corporate Dividend Policy in Pre-World War I Belgium,” *Business History*, 52(4), 2010, pp. 590-616.
15. Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, “Forecasting Profitability and Earnings,” *The Journal of Business*, 73(2), 2000, pp.161-175.
16. Goergen, Marc, Luc Renneboog and Luis Correia da Silva, “When do German Firms Change their Dividends?,” *Journal of Corporate Finance*, 11(1), 2005, pp. 375-399.
17. Grullon, Gustavo, Roni Michaely, Shlomo Benartzi and Richard H. Thaler, “Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability,” *The Journal of Business*, 78(5), 2005, pp. 1659-1682.
18. Lintner, John, “Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes,” *The American Economic Review*, 46(2), 1956, pp.97-113.
19. Miller, Merton H. and Franco Modigliani, “Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares,” *The Journal of Business*, 34(4), 1961, pp. 411-433.
20. Nissim, Doron and Amir Ziv, “Dividend Changes and Future Profit- Ability,” *The Journal of Finance*, 56(6), 2001, pp. 2111-2133.
21. Turner, John D., Qing Ye and Wenwen Zhan, “Why Do Firms Pay Dividends?: Evidence from an Early and Unregulated Capital Market,” *Review of Finance*, 2013, pp. 1-40.

Corporation's Dividend Policy of the Colonial Korea, 1934-1938*

Jea Hwan Hong**

Abstract

In this paper, I analyzed corporation's dividend policy of the colonial period. The average dividend rate of the entire corporations was 5.5 to 6.5% and that of corporations which could pay a dividend was 6.5 to 7.5%. As in the previous studies, the results of tobit analysis, which was performed to confirm the determinants of the dividend, also revealed that the rate of return, age, capital size, debt, etc. affected the dividend.

In the analysis of the changes in the dividend, I found that the level of stability of the dividend was not high in Korea. By analyzing the determinants of changes in the dividend, it was confirmed that whether or not to change the rate of return was most important. Finally, I did not find any evidence that profitability in the future could be predicted by dividend changes.

Key Words: colonial Korea, dividend policy, dividend signaling theory

JEL Classification: M2, N2

Received: March 12, 2014. Revised: May 19, 2014. Accepted: June 9, 2014.

* I appreciate the helpful comments of Young Hoon Rhee, Dong Hyu Yang, Chul Hee Lee, Kyung Ro Park, and Yi Taek Park. I'm also grateful to participants in economic history workshop at Seoul National University and History Conference in 2013. Of course, all errors are mine. Thanks, also, to Jae Won Sun and Hyun Park who provided me very valuable database.

** Research Professor, Korea University, 145, Anam-ro, Seongbuk-gu, Seoul 136-701, Korea, Phone: +82-2-3290-5328, e-mail: alst99@korea.ac.kr