

금융기관의 소유구조와 배당성향
Ownership Structure and Dividends of Banks in Korea

2017. 5. 15

정성창(전남대)
전선애(중앙대)

<초록>

이 연구는 우리나라 은행의 배당 정책에 관하여 신호전달가설, 대리인가설, 금융규제가설들을 검증하며, 동시에 은행의 소유구조가 배당 수준에 미치는 영향을 분석한다. 소유구조, 특히, 외국계 은행의 배당성향이 국내계 은행의 배당성향과 어떤 차이가 있는지를 분석하고자 한다. 또한, 금융위기 이전 기간과 금융위기 이후 기간으로 나누어 분석함으로써, 거시경제 여건의 변화가 배당정책에 미치는 영향을 분석해보고자 한다.

외국인 지분이 배당성향에 미치는 영향에 대하여 국내 일반기업을 대상으로 분석한 연구들은 상당 부분 진행되어 왔으나, 아직까지 은행을 대상으로 분석한 연구를 발견하지 못하였다. 은행의 배당정책은 은행이 규제받는 산업이라는 점에서 일반기업의 배당이론과 상당한 차이가 있을 것으로 기대된다. 또한, 전체표본 기간 동안에, 우리나라는 금융구조조정 과정에서 외국계 은행들의 국내 금융시장 진입을 받아들였을 뿐 아니라, 정부가 은행의 지분을 보유하다가 민영화시킨 경험을 갖고 있다. 이러한 점에서 일반기업의 배당이론과 분석결과를 은행산업에 일반화시키는 것은 한계가 있을 것이다.

연구의 분석모형은 Fama and French(2001)와 Abreu et al.(2013)의 모형을 기초로 하고, 은행의 소유구조 변수를 추가하여 분석하였다. 분석 자료는 1999년부터 2015년까지 우리나라 일반은행을 대상으로 하였으며, 전체 기간을 금융위기 이전 기간(1999년-2006년)과 이후 기간(2007-2015년)으로 나누어 분석하였다. 종속변수로 배당성향과 배당률 두 가지 변수를 모두 활용하였으며, 설명변수로 신호전달가설, 대리인가설, 규제압박가설들을 검증하기 위한 변수들을 활용하였다. 또한, 외국계은행 더미변수와 정부보유은행 더미변수를 추가하였다.

분석결과, 우리나라 은행의 배당정책은 일반적으로 신호전달가설과 규제압박가설에 의하여 설명될 수 있었다. 대리인가설을 지지하는 결과는 발견할 수 없었다. 또한, 외국계은행의 배당성향은 국내은행의 경우와 통계적으로 유의하게 다르다는 것을 확인할 수 있었다. 구체적으로, 금융위기 이전에는 외국계은행의 배당성향이 국내계 은행에 비하여 더 낮았으나, 금융위기 이후에는 외국계은행의 배당성향이 국내계 은행보다 통계적으로 유의하게 더 큰 것으로 나타나고 있었다.

I. 서론

1998년 외국인의 주식 투자 한도가 완전히 폐지된 이후, 외국인 주식보유 비율은 2004년 말 한 때 40%를 초과하기도 하는 등 큰 폭으로 증가하였다. 외국 자본의 유입은 기업의 자금조달을 용이하게 하고, 경영권 도전 가능성을 통하여 기업 지배구조를 개선하며, 경영투명성을 제고한다는 장점을 갖는다. 반면, 외국자본은 주로 단기 투기성 자본으로 단기 투자이익 극대화에 관심을 갖고, 이익의 재투자를 통해 기업의 장기적 성장을 유도하기 보다는, 과도한 배당을 요구한다는 주장이 제기되었다. 이에 기업의 성장과실이 외국으로 유출되고 있으며, 그 결과 기업의 설비 및 연구개발 투자가 축소되어 장기적으로 기업의 성장에 악영향을 미치고 경제 활성화에도 걸림돌이 될 수 있다는 것이다.¹⁾

이러한 주장이 제기됨에 따라 외국인 투자가 일반 기업의 배당에 미치는 영향에 대하여 상당수의 연구들이 시도되었다. 이 주제가 현실 경제에서 매우 중요한 논제임에도 불구하고, 선행연구의 실증분석 결과는 일치된 결론에 도달하지 못하고 있다. 배당 수준을 측정하는 변수와 분석 방법에 따라 다른 결과들을 제시하고 있다. 박현수(2004), 배재수, 황문우(2006), 이병기(2006), 설원식,김수정(2006)의 연구는 외국인 지분의 증가가 배당 확대에 영향을 주고 있다고 보고하고 있다. 반면, 박경서 외(2003), 박경수,이은정(2006), 빈기범,조성훈(2005), 이병운(2005), 박창균(2005)의 연구들은 외국인 지분의 증가가 배당확대에 영향을 주지 않거나 무관하다고 보고하고 있다. 이만우,노준화(2006)는 외국인 지분이 배당성향과는 관계가 없으나, 배당률과는 관계가 있음을 보여주고 있다. 이처럼, 변수의 정의와 분석 방법에 따라 서로 다른 결과가 제시되고 있다는 점을 고려하여, 김영환 외(2009)는 배당을 측정하는 변수로 배당성향, 배당률, 그리고 배당수익률 등 세 가지 변수를 대상으로 정태적·동태적 패널모형, 패널벡터자기회귀모형 등 다양한 패널자료모형을 이용하여 분석을 실시하였다. 분석 결과 외국인 지분이 배당성향에 통계적으로 유의미하게 영향을 미치지 않는 반면, 배당률에는 통계적으로 유의미하게 정(+)²⁾의 영향을 미치는 것으로 보고하고 있다.

이러한 국내의 선행연구들은 주로 일반 기업을 대상으로만 분석하여 왔으며, 은행을 대상으로 분석한 국내의 연구는 아직 발견되지 않았다.²⁾ 또한, 은행은 규제감독을 받는 기관이라는 점에서, 비금융기관을 대상으로 발전한 배당이론이 은행에도 적용되는 것이 적합한지에 대한 의문이 제기된다. 미국연방준비위원회(FRB 2011) 및 바젤은행위원회(BCBS, 2011)는 은행의 배당정책과 규제정책과의 연관성을 주목하고 있다.

1) 김영환, 정성창, 전선애 (2009) 참조

2) 정성창,전선애(2014)는 은행의 소유구조가 대출 및 경영성과에 미치는 영향을 연구하였다. 그 결과, 외국계 은행은 국내계 은행에 비하여 중소기업대출비율이 낮고, 총자산에서 대출이 차지하는 비율이 낮은 반면, 주택담보대출은 높은 것으로 나타났다. 외국계 은행은 국내계 은행에 비하여 수익성은 더 높은 것으로 보고되고 있다.

우리나라 은행의 경우, 2016년에도 외국계 은행이 지난해 이익금의 절반가량을 배당금으로 지급하는 등 국내 시중은행보다 배당성향이 높았던 것으로 나타났다. KB국민·신한·우리·KEB하나·한국씨티·SC제일 등 6개 주요 은행의 사업보고서에 의하면, 씨티은행의 배당성향이 49.8%로 가장 높았고, SC제일은행의 배당성향은 35.6%였다. 외국계 은행 두 곳의 배당성향은 지난해 시중은행의 평균 배당성향 32.03%보다 높았다. 씨티은행은 2015년보다 실적이 나빠졌음에도 배당성향은 더 높아졌으며, SC제일은행은 배당을 하지 않았던 2015년을 제외하고 꾸준히 높은 배당을 해왔다. 2010년 62.04%, 2011년 78.14%, 2012년 102.72%의 배당성향을 보였으며, 적자가 났던 2014년에도 1500억원을 중간 배당했다. 외국계 은행은 높은 배당성향뿐 아니라 본국으로 배당금 전액을 송금한다는 면에서도 비판이 제기되고 있다.³⁾

따라서, 본 연구의 목적은 우리나라 은행의 소유구조가 배당정책에 미치는 영향을 실증적으로 분석하고자 한다. 은행의 배당정책을 설명하는 선행연구(Dickens et al.(2003), Thesis and Dutta(2009), Abreu et al. (2013), Basse et al. (2014), Lepetit et al.(2017))에서는 은행의 배당에 대하여 신호전달가설, 대리인비용가설, 그리고 금융규제가설로 설명하여 왔다. 본 연구는 은행의 배당에 관하여 제시되었던 가설들을 검증함과 동시에, 외국계 은행들의 배당정책이 국내계 은행들과 어떤 차이가 나는지를 분석한다.

본 연구는 선행연구와 몇 가지의 차별성을 갖는다. 첫째는 국내 은행을 대상으로 외국인 지분과 배당정책의 관련성을 분석한 최초의 분석이라는 점에서 학술적 의의가 있을 것이다. 은행은 규제 및 감독을 받는 기관이라는 점에서 일반 기업을 대상으로 한 연구결과와는 다른 시사점을 얻을 것이다. 두 번째는 분석대상 기간(1999-2015)을 글로벌 금융위기 이전(1999-2006)과 이후(2007-2015)의 기간으로 나누어 분석함으로써, 배당정책에 대한 거시 경제적 영향을 파악할 수 있을 것이다. 마지막으로, 외환위기 이후 은행의 구조조정 과정에서 예금보험공사가 지분을 보유하고 있는 정부소유은행과 민간소유은행의 배당정책에 어떤 차이가 있는지를 분석함으로써, 금융감독기관의 규제 정도를 간접적으로 분석하게 된다.

본 연구의 분석모형은 Fama and French(2001)와 Abreu et al.(2013)의 모형을 기초로 하고 은행의 소유구조 변수를 추가하여 분석하였다. 그 결과, 글로벌 금융위기 이전 기간 (1999-2006)에는 외국계 은행의 배당성향이 국내계 은행에 비하여 조금 더 낮은 것으로 분석되고 있으나, 금융위기 이후 기간 (2007-2015)에는 외국계은행의 배당성향이 통계적으로 유의하게 더 큰 것으로 나타났다. 이러한 결과는 일반기업의 분석결과와는 매우 다른 행태를 보여주는 것이다. 또한, 거시 경제 환경의 변화가 배당정책에 유의한 영향을 주고 있음을 보여주고 있으며, 언론 등에서 외국계 은행의 배당 행태에 대하여 지적하는 부정적인 내용들을 뒷받침하는 실증적 분석 결과라고 볼 수 있다. 정부/민간 소유 은행의 여부는 배당성향에 유의한 차이를 주지 않는 것으로 분석되었다.

3) 황병준, “외국계 은행의 위험한 탐욕,” 스페셜경제, 2017년 4월 19일, 20일 참조

II. 문헌연구

은행의 배당정책에 대한 선행연구들은 은행이 규제산업이라는 점을 고려하여 일반기업의 배당정책과는 별도로 분석되어 왔다. 선행연구에서 은행의 배당을 설명하는 가설로는 신호전달가설, 대리인비용가설, 그리고 규제압력가설 3가지의 가설들을 제시하고 분석하여 왔다.

첫 번째 가설은 신호전달가설이다. 은행수익성에 대한 정보가 비대칭인 상황에서 은행의 배당이 미래의 수익성을 신호하는 수단으로 활용된다는 가설이다.

기업의 내부경영자와 외부투자자 사이에는 기업의 미래에 대한 정보비대칭이 존재한다. 경영자가 기업의 미래수익이 지속적으로 증가할 것으로 예상한다면 배당을 통해 그런 정보를 외부투자자들에게 알릴 수 있다. 미래수익이 증가하지 않는 기업은 지속적으로 배당을 증가시키기 어렵고 일시적으로 무리하게 배당을 증가시켰다가 이를 줄이면 투자자가 부정적으로 반응하여 주가가 큰 폭으로 하락할 수 있기 때문이다. 따라서 배당정책은 투자자들에게 기업의 미래 이익이나 가치에 대한 신호역할을 수행하는데 적합하다.(Jagannathan et al. 2000, Jensen et al. 2010)

기존연구는 배당이 증가할 때 양의 초과수익률이, 감소할 때는 음의 초과수익률이 발생함을 발견하였다. 이는 배당증감에 따른 주가변화에는 기업의 미래 가치에 대한 투자자의 반응이 포함되어 있음을 의미한다. 특히 경기 침체기에는 배당과 주가수익률의 관계가 보다 명확히 나타난다.

투자자금이 계속 필요한 고성장 기업의 투자자는 주가상승에 따른 자본이득을 얻을 가능성이 많으므로 배당이 중요하지 않을 수 있지만 저성장 기업의 투자자에게는 불확실한 자본이득보다는 안정적인 배당수익이 매력적일 수 있다. 그러나 특정시점에서 배당수익률이나 배당성향이 높은 기업을 반드시 좋은 기업이라고 할 수는 없다. 일시적인 고배당은 기업가치에 부정적인 영향을 미치기 때문이다. 그렇다고 무리한 배당을 유지하기 위해 좋은 투자기회를 포기하거나 높은 비용을 지불하며 외부로부터 자본을 조달하는 것 역시 부담이 된다. 은행을 대상으로 신호전달가설을 분석한 연구로는 Filbeck and Mullineaux (1993), Collins et al. (1994) 그리고 Boldin and Leggett (1995) 등이 있다.

두 번째의 가설은 대리인비용 가설이다. 경영자는 기업 내에 경영자의 재량권에 의해 사용될 수 있는 여유현금흐름(free cash flow)이 많을 경우 사적 이익 추구를 위해 낭비적으로 소비하거나 기업가치 제고와 일관되지 못한 사업에 투자하여 궁극적으로 주주가치를 떨어뜨리는 성향이 있는 것으로 알려져 있다. 이때 배당은 여유현금흐름의 감소를 가져와 대리인 문제를 완화하는데 도움이 된다는 것이다. 경영진은 배당을 줄이고 내부유보이익을 늘려서 사용 가능한 현금을 증가시키고 싶어 하는 반면, 주주는 경영진이 낭비할 수 있는 유휴현금흐름을 감소시키고 싶어 한다. 이런 상반된 이해관계 속에서 배당은 경영자가 통제하는 여유현금흐름

을 줄이고 대리인 문제를 감소시켜 기업가치를 높인다.

은행의 배당정책은 부채비율이 높은 자본구조를 가지고 있어서 대리인문제 가 더욱 심각하다 (John et al. 2010). 배당정책은 기업의 소유구조에도 영향을 받을 수 있다 (La Porta, et al. 2000). 분산 소유된 은행일수록 은행의 경영자는 대리인문제를 제거하기 위하여 더 많은 배당을 지급할 것이다. 즉, 은행 내부자의 지분율이 높을수록 모니터링 비용이 줄어들기 때문에, 혹은 내부자가 사적인 목적으로 여유현금을 더 많이 사용하기 위하여, 더 적은 배당을 지급할 것이다 (Thesis and Dutta(2009)). Lepetit et al. (2017)의 연구에서도 은행의 배당은 소유구조와 불투명성(opacity)의 정도에 영향을 받는다고 주장하고 있다.⁴⁾

세 번째의 가설은 규제압박가설이다. 은행업은 규제산업으로 높은 부채비율과 낮은 자기자본비율을 갖고 있기 때문에 배당 지급에 대한 규제를 받을 수 있다. 특히, 은행의 자기자본비율이 최소요구 수준에 미치지 못하거나 이에 근접할 경우, 혹은, 금융위기 기간일 경우, 규제 및 감독기관은 은행의 이익을 유보하여 자본을 확충하도록 압박하게 된다(Abreu et al.(2013)). 은행의 입장에서조차 자본확충이 부족하여 규제압박에 직면한 은행은 내부유보를 증가시키고 배당을 축소하게 될 것이다.

최근의 연구로 Abreu et al.(2013)의 연구가 주목할 만하다. 이들의 연구는 Fama and French(2001)에서 제안한 기업의 배당에 영향을 미치는 세 가지 요소인 규모, 수익성 그리고 성장가능성을 고려하면서, 은행 배당에 대한 신호효과가설, 대리인가설 그리고 규제압박가설을 모두 동시에 검증하였다.⁵⁾

본 연구는 은행의 배당정책과 관련된 3가지 가설을 검증함과 동시에, 우리나라 은행의 소유구조와 배당정책과의 관련성을 추가적으로 분석하고자 한다. 구체적으로 은행을 국내계 은행과 외국계 은행으로 분류하여 외국계 은행의 배당성향이 국내계 은행과 어떻게 다른지에 대하여 실증 분석하고자 한다.

국내 선행연구의 경우, 외국인 지분의 증가가 배당정책에 미치는 영향에 대해서는 주로 일반 기업을 대상으로 분석되었다. 외환위기 이후 외국인의 국내 상장 기업에 대한 지분이 급격히 증가함에 따라, 외국자본은 투자수익을 극대화하기 위하여 과도한 배당을 요구하고 경영권을 위협함에 따라 기업들은 자사주 매입에 치중하여 투자가 위축되고 있다는 부정적 시각의 주장이 사회적 논제로 대두되었다. 이러한 주장의 사실 여부를 규명하기 위하여 상당수의 연구가 국내기업에 대한 외국인 지분의 증가가 배당에 미치는 영향에 대한 실증분석을 시도하였다.

4) 한편, 우리나라 일반기업의 경우 외국인 투자자의 지분이 높을수록 배당을 더 많이 할 수 있다는 가능성이 제기되어 왔다. 외국인 투자자가 보다 많은 배당을 요구하는 현상은 정보열위에 있는 투자자가 경영자의 대리인 문제(agency problem)를 완화하기 위한 방편으로 더 많은 배당을 요구하는 것으로 해석할 수 있다는 것이다.

5) 이러한 연구 외에도, Basse et al. (2014)의 연구는 신호가설이나 배당안정화 정책을 지지하는 증거를 발견하지 못하였다는 점에 주목하여, 은행은 금융위기에 직면할 때 배당을 축소하여 유보이익을 확대함으로써 금융 경쟁력을 증가시켜야 한다고 주장하고 있다. Floyd et al.(2015)는 일반 기업과 은행들의 배당정책을 비교 분석하였으며, 그 결과, 은행은 신호가설에 의해, 그리고 기업은 대리인가설에 의해 설명되고 있음을 보여주고 있다.

분석 결과가 외국인 투자자가 기업의 배당수준에 통계적으로 유의미하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나지 않는다면, 외국인 투자자가 더 많은 배당을 요구하여 기업의 배당결정에 부담을 주고 있다고 주장하기 어려울 것이다. 나아가 외국인 지분과 기업의 배당 간에 정(+)의 관계가 존재하는 것으로 분석된다고 해도, 이는 외국인이 배당을 높이는 역할을 한다는 가설에 대한 직접적 증거는 아니며 외국인 투자자가 과도한 배당을 요구한다는 근거로 삼기에는 더욱 어려움이 있다. 즉, 과도한 배당이라면 최적 배당의 개념이 있어야 하고, 이를 측정하는 작업 또한 용이하지 않기 때문이다.

우리나라 기업을 대상으로 한 외국인지분과 배당과의 관계에 대한 선행 연구들은 여러 다른 방법론들을 사용하였으며, 또한, 배당의 규모를 측정하는 것도 여러 다른 변수들을 활용하였다. 초기의 연구들은 주로 회귀분석 방법론을 사용하였으며(박경서 외 2003, 박현수 2004, 배재수, 황문우 2006, 이만우, 노준호 2006), 이후의 분석은 패널분석 방법론을 사용하였다.(이병운 2005, 빈기범, 조성훈 2005, 박경서, 이은정 2006). 회귀분석 방법론은 관찰되지 않은 기업고유효과를 통제하지 못하며, 따라서 기업고유효과가 존재한다면 회귀계수의 추정치가 편의를 가져올 가능성이 크다. 또한, 이들의 연구들은 배당수준의 크기를 측정하는 방법에서 일관되지 못하며, 측정 변수의 정의에 따라 서로 다른 결과를 보여주고 있다.

김영환 외(2009)는 배당을 측정하는 변수로 배당성향(현금배당/당기순이익), 배당률(현금배당/총자산), 그리고 배당수익률(현금배당/시가총액) 등 세 가지 변수를 대상으로 정태적·동태적 패널모형, 패널벡터자기회귀모형 등 다양한 패널자료모형을 이용하여 분석을 실시하였다. 분석 결과 외국인 지분이 배당성향에 통계적으로 유의미하게 영향을 미치지 않는 반면, 배당률에는 통계적으로 유의미하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 외국인 지분의 증가가 총자산 대비 배당액을 증가시키나, 이는 기업이 창출한 수익에 대하여 배당을 증가시킨 것과는 무관한 것이다. 또한, 배당수익률은 시가기준으로 투자자가 주식을 매수한 뒤 실질적으로 얻게 되는 배당수익률을 의미함으로써, 외국인 투자자가 단기적 이익에 집착하여 고배당을 유도한다는 주장이 성립하기 위해서는 외국인 지분이 배당수익률에도 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타나야 하나, 분석 결과는 오히려 반대로 나타났다. 이상의 분석을 통해 김영환 외(2009)는 우리나라에서 외국인 지분의 증가가 고배당을 유도하였다는 주장을 지지하지 않는다.

요약해보면, 본 연구와 관련된 선행연구들은 은행의 배당정책에 대하여 신호전달가설, 대리인비용가설, 규제압력가설들을 중심으로 분석하여 왔다. 그러나, 국내 은행을 대상으로 이러한 가설을 분석한 연구는 아직 발견할 수 없었다. 특히, 외국인 소유구조가 국내 일반기업의 배당정책에 미치는 영향에 대해서는 상당수의 선행연구들이 보고되어 왔으나, 국내 은행의 배당정책에 미치는 영향에 대해서는 아직 보고된 것을 발견하지 못하였다. 이러한 점들이 본 연구를 실시하게 된 배경이다.

III. 실증분석

1. 우리나라 은행의 소유구조⁶⁾

우리나라 은행은 동일인 소유제한 및 산업자본의 은행지배금지 원칙으로 인하여, 실제적으로 은행에 대한 지배 대주주가 존재하지 않는 분산된 소유구조를 가지고 있다.⁷⁾ 외환위기 이후 공적자금 투입으로 정부가 은행을 광범위하게 소유하기도 하였으나 이후 민영화 과정에서 외국 투자자의 은행 인수가 늘어남에 따라 은행 산업에서 외국자본의 점유율이 크게 상승하였다. 정부가 예금보험공사를 통해 주식을 보유하고 있는 은행은 우리은행 정도에 불과하다. 2017년 4월 현재 예금보험공사는 우리은행의 지분 21.37%를 보유하고 있으며, 향후 이 지분도 매각할 계획이다.

국내 은행산업에 대한 외국계 자본의 진출은 외환위기 이전에는 주로 지점 설치 형태로 이루어졌으나, 외환위기 직후에는 국내 영업환경의 악화로 상당수의 외국계 은행의 지점이 철수하였다. 위기 이후에는 지점설치보다는 국내은행을 인수하는 형태로 진입을 확대하여 외국계 자본의 국내 은행산업 점유율이 크게 확대되었다.⁸⁾ 외국계 자본의 국내은행 인수 초기에는 뉴브릿지 캐피탈의 제일은행 인수(1999년), 칼라일의 한미은행(2000년), 론스타의 외환은행(2003년) 등 주로 외국계 사모펀드 자본이 금융구조조정 과정에서 경영권 인수 등을 통하여 진입하였다. 이후 외국계 씨티은행의 한미은행 재인수(2004.2), 스탠다드차터드은행(SCB)의 제일은행 재인수(2005.1) 등이 이루어져 외국계 대형은행들의 진입이 성사되었다.⁹⁾ 론스타는 외환은행 보유지분을 2010-2011년 기간에 하나금융지주에 매각하였으며, 이에 따라 외환은행은 2013년 하나금융지주의 자회사가 되었고, 2015년 9월 하나은행과 통합하여 KEB하나은행으로 출범하였다.

본고에서는 은행의 소유구조를 외국계 은행과 국내계 은행, 정부소유 은행

6) 우리나라 은행의 소유구조에 관한 자세한 내용은 정성창·전선애(2014) 참조

7) 우리나라 은행의 동일인 소유한도는 시중은행의 경우에는 주주 1인과 대통령이 정하는 특수관계에 있는 자, 즉 동일인이 은행의 의결권 있는 발행주식총수의 10% (지방은행 15%)를 초과하여 소유하거나 사실상 지배할 수 없도록 규정하고 있다 (은행법 제15조 제1항). 그리고 산업자본의 은행지배를 방지하기 위하여 자산 5조원 이상되는 공정거래법상의 상호출자제한기업집단에 속한 비금융주력자의 경우 은행의 의결권 있는 발행주식총수의 100분의 4(지방은행의 경우에는 100분의 15)를 초과하여 은행의 주식을 보유할 수 없다. (은행법 제16조의2 제1항). 다만, 금융위원회의 승인을 받은 경우에는 이러한 제한을 초과하여 주식을 소유할 수 있으며(은행법 제15조 제2항, 제3항), 예금보험공사나 정부가 소유하는 경우에는 아무런 제한이 없다.

8) 국내 민간은행 혹은 국유은행을 인수하여 국내에 진출한 외국계은행과 모 은행에 의해 새롭게 설립된 외국은행의 자회사를 지칭하는 외국은행지점(greenfield banks)을 구별할 필요가 있다는 지적도 있다. 외국계은행은 인수 이전부터 존재하는 구 고객에 관한 '연성'정보에 대한 접근이 가능하고, 이와 동시에 현대적인 스크리닝 기술도 사용하기 때문에 국내은행과 외국은행지점의 특성을 동시에 지니는 반면, 외국은행지점은 대규모의 외국계기업의 대출에 더욱 역점을 둔다는 것이다. (De Haas, Ralph (2009), De Haas, Ralph and Iman van Lelyveld (2006))

9) 이들 은행 이외에도 우리나라 모든 일반은행에 외국자본의 진출이 두드러지게 나타나고 있다. 2017년 4월 현재 우리금융지주를 제외하고는 모든 시중은행의 외국인 지분율이 60%를 넘어서고 있다. 2017년 4월 현재 외국인 지분율은 KB금융이 65%, 신한금융지주가 68%, 하나금융지주가 72%에 이른다.

과 민간은행으로 분류하여 분석하였다. <표 1>은 본고의 분석대상 은행을 보여준다. 외국계 은행의 정의를 최대주주가 외국계 자본이고 외국계 자본이 경영권을 실제로 행사하는 은행으로 정의하여, 외국계 은행은 한국씨티은행, 한국스탠다드차타드 은행, 한국외환은행의 특정시기(외국계 자본이 대주주인 기간)로 분류하였다.¹⁰⁾ 국유은행은 공적자금이 투입된, 우리, 광주, 경남은행을 포함한다.¹¹⁾

<표 1> 은행명 및 형태

일반은행	은행 수	은행명
시중은행	6개	국민은행, 신한은행, 우리은행, KEB하나은행, 한국스탠다드차타드은행, 한국씨티은행
지방은행	6개	경남은행, 광주은행, 대구은행, 부산은행, 전북은행, 제주은행
폐업은행	8개	평화은행, 국민은행(구), 조흥은행, 신한은행(구), 서울은행, 축산업협동조합, 한국주택은행

*외국계은행은 한국씨티은행, 한국스탠다드차타드 은행, 한국외환은행의 특정시기

2. 자료 및 분석 모형

이 논문은 은행의 소유구조가 은행의 배당성향에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 1999년부터 2015년 동안의 년도별 일반은행 자료를 이용한다. 은행의 재무자료는 금융감독원의 금융통계정보(<http://fss.or.kr>)를, 은행의 소유구조는 금융감독원 전자공시자료(<http://dart.fss.or.kr>)를 통해 수집하였다. 금융위기가 은행의 배당정책에 미치는 영향을 고려하여 전체 표본기간을 금융위기 이전(1999~2006)과 금융위기 이후(2007~2015)로 나누어 분석하였다.

분석모형은 Fama and French(2001)와 Abreu et al.(2013)들이 사용한 모형을 기본 모형으로 하고, 본 연구의 가설을 검증하는 변수를 추가하여 활용한다. 즉, 본 연구는 은행의 소유구조, 구체적으로 국내계/외국계은행의 여부가 배당성향에 미치는 영향을 분석하고자 함에 있기 때문에, 종속변수로는 배당의 규모를 측정하는 배당성향과 배당률을 사용한다. 그리고 설명변수는 배당의 규모에 영향을 미치는 것으로 알려진 통제변수(X)와 소유구조 변수(DOWN)를 활용한다. 이러한 모형은 식(1)과 같이 나타낼 수 있다. 즉,

10) 총자산(평균) 기준으로 일반은행에서 외국계 은행의 시장점유율은 2011년말 38% 및 2013년말 35%(외환은행 제외시 27%)를 기록하였다.

11) 2014.5월, 우리금융 민영화 과정에서 광주은행과 경남은행이 매각되어, 현재 광주은행은 JB금융지주의 자회사로, 경남은행은 BNK금융지주의 자회사로 소속되어 있다.

$$Y_{i,t} = \alpha + \beta X_{i,t} + \gamma DOWN_{i,t} + \epsilon_{i,t} \quad (1)$$

식 (1)에서 $Y_{i,t}$ 는 t시점 i은행의 배당의 규모를 나타내는 변수로서, 배당성향(현금배당/당기순이익)과 배당률(현금배당/총자산)을 활용하고자 한다. 배당과 관련된 선행연구(김영환 외(2009))에 의하면, 배당의 규모를 측정하는 변수들에 따라 외국인 지분과 배당 정책의 관계성이 서로 상반되었다. 이러한 결과를 고려하여, 본 연구는 두 가지 측정 변수들을 모두 사용하고자 한다.¹²⁾

$X_{i,t}$ 는 통제변수로서 Fama and French(2001)와 Abreu et al.(2013)에서 활용되었던, 규모, 수익성, 성장성 변수들을 포함한다. 그리고 DOWN 변수는 소유구조를 나타내는 변수로서, 국내/외국계은행 더미변수와 국유은행/민간은행 더미변수를 사용한다. 외국계은행일 경우 1의 값으로 설정한 더미변수로, 정부가 예금보험공사를 통해 지분을 보유하고 있는 은행을 1의 값으로 더미변수로 지정하였다.

통제변수로는 은행의 배당 결정에 영향을 주는 것으로 알려진 변수들(은행 규모, 수익성, 성장률 등)들 이외에, 은행의 배당을 설명하는 가설(신호전달가설, 대리인비용가설, 규제압력가설)들을 검증하기 위한 변수들, 그리고 본 연구에서 검증하고자 하는 외국계 은행 더미변수들로 구성된다. 먼저, 은행규모는 기말총자산의 크기에 자연로그를 취한 값이다. Fama and French (2001)와 Abreu et al.(2013)에 의하면, 기업규모가 클수록 주식시장에서 자금조달이 더 용이하기 때문에 배당을 더 많이 지급할 것으로 기대하고 있다.

은행의 수익성은 당기순이익을 총자산으로 나눈 총자산수익률(ROA) 값을 사용한다. 수익성이 좋을수록 배당을 더 지급할 것이라고 기대하며, 신호전달가설을 검증하는 변수로 사용된다.

은행의 성장률은 역사적 성장률과 기대성장률로 나누어 측정한다(Abreu et al.(2013)). 신호전달가설에 의하면, 미래의 성장기회가 많은 은행은 미래의 전망을 신호전달하고 필요시 자금조달 확보 역량을 키우기 위하여 더 많은 배당을 지급할 것으로 기대한다. 이 경우 기대성장률과 배당은 정(+의 관계가 기대된다. 기대성장률의 측정은 (t+1)기의 수익성 증가율을 사용한다.¹³⁾ 반면, 역사적 성장률이 높은 은행처럼, 미래의 기대기회가 많은 은행은 자금조달 비용을 회피하기 위하여 내부유보를 더 늘리고 더 적은 배당을 지급할 것으로 기대하기도 한다. 즉, 역사적 성장률로 측정된 기대성장률과 배당은 음(-)의 관계가 기대된다.

은행의 자기자본비율은 BIS자기자본비율을 사용한다. 규제압력가설에 의하면, 은행의 자기자본 비율이 최소 요구비율에 부족하거나 근접할 경우, 감독기관은

12) 배당의 규모를 측정하는 변수로서 배당수익률(배당액/주식가격) 변수도 활용되고 있으나, 본 연구에서 사용하는 외국계은행의 경우 비상장기업이어서 주가가격을 이용할 수 없어서 배당수익률은 활용되지 않았다.

13) Abreu et al.(2013)는 기대성장률 측정하기 위하여 시장가치/장부가치 비율을 사용하였다. 그러나, 우리나라 외국계은행들은 비상장기업이어서 시장가치를 계산할 수 없기 때문에 (t+1)기의 수익성증가율을 대신 사용하였다. Barclay et al. (1995), Dickens et al. (2003), Thesis and Dutta (2009)에서도 동일한 방식을 사용하고 있다.

은행을 밀접하게 감독할 것으로 기대한다. 따라서, 자기자본비율이 높을수록 재무적 건전성이 강하게 되고 감독의 압력은 더욱 약해지기 때문에 배당을 더 많이 지급할 것으로 기대한다.¹⁴⁾ 규제압력가설을 검증하기 위하여, 본 연구는 우리나라 정부로부터 공적자금을 투입한 은행들을 1로 정부보유 더미 변수로 처리하여 공적자금 투입이 배당에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 공적자금을 투입한 은행은 정부의 규제압력에 의하여 배당에 더욱 신중할 것으로 기대하기 때문이다.

은행의 대주주지분율은 최대주주지분율을 사용한다. 대리인비용가설에 의하면, 배당은 여유현금흐름의 감소를 가져와 대리인 문제를 완화하는데 도움이 된다는 것이다. 즉, 은행의 소유구조가 분산되어 주주와 경영자 간의 대리인문제가 심할수록, 경영자는 배당을 증가시켜 대리인문제를 완화시키고자 한다. 따라서, 대주주지분율과 배당은 음(-)의 관계를 보여줄 것으로 기대된다. (Thesis and Dutta (2009), Abreu et al.(2013))

마지막으로, 외국계은행을 나타내는 더미변수를 추가한다. 외국계은행의 경우 대부분 소유구조가 매우 집중화되어 있다.¹⁵⁾ 외국계은행의 소유구조가 매우 집중화되어 있음을 대리인비용가설로 설명하고자 한다면, 외국계은행의 경우 배당지급이 매우 낮아야 할 것으로 기대된다.

아래의 <표 2>에 변수명, 변수의 측정, 검증가설, 그리고 기대부호가 정리되어 있다.

<표 2> 변수명, 변수의 측정, 검증가설 및 기대부호

	변수명	변수의 측정	검증가설	기대부호
종속변수	배당성향	현금배당/당기순이익		
	배당률	현금배당/총자산		
독립변수	은행규모	Ln(기말 총자산)		+
	수익성비율	당기순이익/총자산(ROA)	신호전달가설	+
	역사적 성장률	총자산증가율	신호전달가설	-
	기대 성장률	(t+1)의 수익성 증가율	신호전달가설	+
	자기자본비율	BIS자기자본비율(%)	규제압력가설	+
	대주주지분율	최대주주 지분율	대리인가설	-
	외국계은행 더미	국내계 0, 외국계 1		?
	정부보유은행 더미	민간은행 0, 국유은행 1	규제압력가설	-

3. 기초통계량 분석

<표 3>은 1999년부터 2015년간의 국내 은행그룹의 연도별 배당성향 추이를

14) Abreu et al.(2013)에서는 FDICIA이 은행의 위험가중 자기자본의 확충 정도(capitalization)에 따라 5개 등급으로 구분한 자료를 바탕으로 자본확충이 최소 요구비율에 미치지 못하는 은행을 1, 나머지 은행을 0으로 더미변수로 처리하여 규제압력가설을 검증하고 있다.

15) 씨티은행의 경우 2017년 현재 씨티뱅크 오버씨즈 인베스트먼트 코퍼레이션이 거의 100%의 지분을, 그리고 SC제일은행의 경우 2017년 현재 영국의 스탠다드차타드은행이 100%의 지분을 보유하고 있다.

정리하였다. 국내은행 전체의 평균 배당성향은 글로벌 금융위기가 발생하였던 2008년에 3.5%로 급격히 작아졌다가 이후 외국계은행을 중심으로 급증하는 추세이다.

<표 3> 국내 은행그룹의 연도별 배당성향

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	합계
국내은행	8.7	10.3	8.6	17.8	16.5	16.1	23.1	22.2	14.3	3.6	18.6	25.0	18.1	17.1	21.5	26.2	32.1	17.4
외국계은행	1.7	0.0	2.8	9.8	20.6	0.0	6.6	27.4	22.1	3.4	31.5	51.9	50.1	52.1	0.00	44.0	25.7	19.2
전체	7.4	8.1	7.3	16.1	17.4	12.6	19.0	23.4	16.1	3.5	21.6	31.2	25.5	22.5	18.2	27.9	31.0	17.7

우리나라 은행들의 평균 배당성향은 지난 17년간 (1999년-2015년) 17.7%이다. 표본기간 동안 국내계 은행의 평균 배당성향은 17.4%, 외국계 은행은 19.2%로 전체적으로는 외국계은행이 조금 더 높은 것으로 나타나고 있다.

은행의 배당정책은 거시경제 여건과 관련성이 크다는 점을 고려하여 전체 기간을 금융위기 이전 (1999년-2007년)과 금융위기 이후 (2008년-2015년) 기간으로 나누어 볼 필요가 있다. 금융위기 이전(1999-2007년)에는 국내계 은행의 평균 배당성향이 15.2%, 외국계 은행의 평균 배당성향이 10.11%로 국내계 은행의 배당성향이 외국계 은행에 비하여 조금 더 높게 나타난다. 그러나, 금융위기 이후 (2008-2015년)에는 국내계 은행이 20.27%, 외국계 은행이 32.3%로 나타나고 있어서, 외국계 은행의 배당성향이 국내계 은행보다 더 높게 나타나고 있다.¹⁶⁾ 참고로, 본 연구에서는 이상치(outliers)를 제거하기 위하여, 당기순이익이 적자이면서 배당을 지급한 경우(2014년 SC제일은행의 경우) 즉, 음(-)의 배당성향을 보여주는 경우는 표본에서 제외하였다. 또한, 배당성향이 100%보다 더 큰 경우(2012년 SC제일은행 배당성향 102.72%)에는 5% winsize하는 과정에서 5% 최대값으로 대체하였다.

우리나라 은행들의 배당성향은 한국, 미국, 캐나다, 영국, 독일, 스페인, 중국, 일본, 인도, 브라질 등 10개국 3대 은행그룹 평균(37.25%)에 비하여 약 20% 정도 더 낮은 수준이다. 기관투자자의 입장에서 신흥시장 은행은 주요국에 비해 배당보다 성장가능성에 초점을 맞추는 경향이 있으며, 국내 은행그룹의 경우 다른 주요국 은행그룹에 비해 국제 금융시장을 통한 자금의 조달이 어렵기 때문에 현금 유보 비율을 높게 가져가는 경향이 있다.

또한, 국내 3대 은행그룹은 2006 ~ 2010년 중 자기자본이익률(ROE)의 표준편차가 5.7%로 나타나는 등 주요국 3대 은행그룹(평균 3.5%) 가운데 수익의 변동성이 가장 컸기 때문에 만약의 사태에 대비하기 위한 현금유보 필요성도 가장 높았을 것으로 추정된다.(서병호, 2011)

16) 2013년의 경우, 외국계은행인 SC제일은행과 씨티은행은 배당을 지급하지 않았다. 그러나, 씨티은행의 경우 2013년에 배당 대신 경영자문료 등의 명목으로 1300억원 이상을 본사에 송금한 것으로 나타났다. 또한, SC제일은행은 2012년의 경우 102.72%의 배당성향을 보였으며, 2014년의 경우 753억원의 적자를 기록했지만, 1500억원의 배당을 지급하여 금융감독원으로부터 경영유의조치를 받기도 하였다. (황병준, “외국계 은행의 위험한 탐욕,” 스페셜경제, 2017년 4월 19일, 20일 참조)

본 연구에서 사용된 변수들에 대한 기본통계량이 아래의 <표 4>에 제시되어 있다. <표 4>의 패널 A는 전체표본에 대하여, 패널 B는 금융위기 이전 (1999년-2006년) 기간에 대하여, 패널 C는 금융위기 이후 (2007년-2015년)에 대하여 보여주고 있다. 배당성향(배당률)은 전체기간에 17.79%(0.1%), 금융위기 이전에 13.71%(0.10%), 금융위기 이후에 21.76%(0.13%)로 보여주고 있다. 이것은 총자산수익률이 금융위기 이전에 0.33%, 금융위기 이후에 0.61%로 약 2배 정도 증가하면서, 배당성향(배당률)도 전체적으로 증가하는 모습을 보여주고 있다. BIS자기자본비율도 금융위기 이전에는 11.19%, 금융위기 이후에는 13.9%로 개선된 모습을 보여주고 있다.¹⁷⁾

표본에 대한 상관분석 결과가 <표 5>와 <표 6>에 제시되어 있다. 먼저 <표 5>는 전체 표본에 대한 상관분석 결과이다. <표 5>에서 보는 것처럼, 종속변수인 배당성향과 배당률 사이에는 0.85의 상관계수를 보여주고 있어서, 매우 높은 상관관계를 갖고 있음을 알 수 있다. 또한, 배당성향은 총자산수익률과 정(+)의 상관관계, 은행규모와 정(+)의 상관관계, BIS자기자본비율과 정(+)의 상관관계, 기대성장률(미래수익성)과 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 반면, 배당성향은 역사적 성장률을 측정하는 총자산증가율과 외국은행 더미변수와 유의한 상관관계를 보이고 있지 않는다.

<표 6>은 금융위기 이전과 이후로 분리하여 상관관계를 분석한 결과이다. 금융위기 이전과 이후로 분리하여 분석한 것은 전체 표본기관의 결과와 조금 다른 결과들을 보여주고 있다. <표 6>에서 보는 것처럼, 금융위기 이전의 기간에는 전체기간과 유사한 결과를 보여주고 있다. 즉, 배당성향은 총자산수익률과 정(+)의 상관관계, 은행규모와 정(+)의 상관관계, BIS자기자본비율과 정(+)의 상관관계, 기대성장률(미래수익성)과 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 그러나, 금융위기 이후의 기간에는 상당부분 다른 분석결과를 보이고 있다. 즉, 금융위기 이전에는 배당성향과 역사적성장률을 측정하는 총자산증가율과 정(+)의 유의한 상관관계를 갖고 있음에 반하여 금융위기 이후에는 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 또한, 금융위기 이후에는 이전 기간과 다르게, 배당성향이 수익성(총자산수익률)과 기대성장률(미래의 수익성) 변수와 상관관계가 유의하지 않게 되며, 외국계은행 더미변수와 높은 정(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 결과는 거시경제 여건의 변화가 은행의 배당정책에 큰 변화를 가져다주고 있음을 알 수 있으며, 또한, 금융위기 이후에 외국계은행의 배당정책에 커다란 변화가 있었음을 알 수 있다.

17) 표본을 선정하는 과정에서 배당성향이 음(-)의 값이 나타나는 경우는 표본에서 제거하였으며, 나머지 값들은 5%에서 winsorize 하였다.

<표 4> 기술통계량

Panel A : 전체 표본(N=223) ¹⁸⁾				
변수	평균	표준편차	최소값	최대값
현금배당/당기순이익	0.1779	0.1839	0.0000	0.6204
현금배당/총자산	0.0011	0.0012	0.0000	0.0038
총자산증가율	0.0850	0.0872	-0.0698	0.2566
BIS자기자본비율(%)	12.5683	1.8471	9.4700	15.9500
미래수익성	0.0921	0.9427	-1.5968	2.6956
대주주지분율	0.6657	0.3836	0.0736	1.0000
총자산수익률	0.0047	0.0061	-0.0141	0.0120
은행규모	31.1706	1.2804	28.7129	33.1717
외국계은행 더미	0.2063	0.4055	0.0000	1.0000
정부보유은행 더미	0.2287	0.4209	0.0000	1.0000
Panel B : 금융위기 이전(N=110, 1999년~2006년)				
현금배당/당기순이익	0.1371	0.1785	0.0000	0.6204
현금배당/총자산	0.0010	0.0012	0.0000	0.0038
총자산증가율	0.1103	0.0877	-0.0698	0.2566
BIS자기자본비율(%)	11.1976	1.1520	9.4700	15.0200
미래수익성	0.1033	1.1746	-1.5968	2.6956
대주주지분율	0.5201	0.3954	0.0736	1.0000
총자산수익률	0.0033	0.0079	-0.0141	0.0120
은행규모	30.8323	1.1790	28.7129	32.9051
외국계은행 더미	0.2182	0.4149	0.0000	1.0000
정부보유은행 더미	0.2545	0.4376	0.0000	1.0000
Panel C : 금융위기 이후(N=113, 2007년~2015년)				
현금배당/당기순이익	0.2176	0.1811	0.0000	0.6204
현금배당/총자산	0.0013	0.0011	0.0000	0.0038
총자산증가율	0.0610	0.0799	-0.0698	0.2566
BIS자기자본비율(%)	13.9025	1.3528	10.7100	15.9500
미래수익성	0.0812	0.6469	-1.5968	2.6956
대주주지분율	0.8075	0.3137	0.0736	1.0000
총자산수익률	0.0061	0.0029	-0.0048	0.0120
은행규모	31.4999	1.2942	28.7129	33.1717
외국계은행 더미	0.1947	0.3977	0.0000	1.0000
정부보유은행 더미	0.2035	0.4044	0.0000	1.0000

18) 년도별 분석 표본은 아래와 같다. 외국계은행은 SC제일은행, 씨티은행, 외환은행(-2011년)이다. 2014년의 경우, SC제일은행이 적자이면서 배당을 지급하여, 배당성향이 음(-)의 값을 갖게 되어 표본에서 제거되었다.

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	합계
국내은행	13	11	10	11	11	11	9	10	10	10	10	10	11	11	9	10	177	
외국은행	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	2	1	2	46	
전체	16	14	13	14	14	14	12	13	13	13	13	13	13	13	10	12	223	

<표 5> 전체표본 상관분석결과

	배당성향	배당율	총자산 증가율	BIS자기 자본비율	미래 수익성	대주주 지분	총자산 수익률	기업규모	외국은행 더미	규제은행 더미
배당성향	1.00									
배당율	0.85**	1.00								
총자산 증가율	-0.06	0.00	1.00							
BIS자기 자본비율	0.38**	0.27**	-0.38**	1.00						
미래 수익성	0.19**	0.01	-0.01	-0.01	1.00					
대주주 지분	0.09	0.05	-0.26**	0.33**	-0.05	1.00				
총자산 수익률	0.32**	0.49**	0.08	0.35**	0.13	0.03	1.00			
기업규모	0.33**	0.26**	-0.15*	0.31**	0.06	0.30**	0.13	1.00		
외국은행 더미	0.04	-0.02	-0.14*	0.09	-0.16*	0.01	-0.06	0.16*	1.00	
규제은행 더미	-0.07	-0.03	0.07	-0.18**	-0.05	0.42**	-0.06	0.01	-0.28**	1.00

주) *, **는 각각 유의수준 5%, 1%에서 유의함.

<표 6> 금융위기 전, 후 상관분석결과

	배당성향	배당율	총자산 증가율	BIS자기 자본비율	미래 수익성	대주주 지분	총자산 수익률	기업규모	외국은행 더미	규제은행 더미
배당성향	1.00	0.82**	-0.25**	0.35**	0.12	0.13	0.05	0.34**	0.25**	-0.06
배당율	0.87**	1.00	-0.11	0.18	-0.10	-0.03	0.49	0.26**	0.21*	-0.12
총자산 증가율	0.23*	0.18	1.00	-0.49**	-0.04	-0.27**	0.27**	-0.11	-0.25**	0.04
BIS자기 자본비율	0.30**	0.33**	-0.01	1.00	0.00	0.22*	-0.24*	0.22*	0.17	-0.22*
미래 수익성	0.25**	0.08	0.00	-0.01	1.00	-0.03	-0.34**	0.05	-0.16	0.02
대주주 지분	-0.10	0.02	-0.10	-0.04	-0.05	1.00	-0.30**	0.37**	0.10	0.24*
총자산 수익률	0.41**	0.52**	0.14	0.56**	0.23*	0.00	1.00	-0.10	-0.03	-0.03
기업규모	0.22*	0.21*	-0.05	0.11	0.08	0.09	0.16	1.00	0.11	0.03
외국은행 더미	-0.15	-0.22*	-0.08	0.15	-0.17	-0.04	-0.07	0.24*	1.00	-0.25**
규제은행 더미	-0.04	0.06	0.06	-0.17	-0.08	0.66**	-0.06	0.01	-0.31**	1.00

주) 금융위기 이전의 상관분석은 아래쪽에, 금융위기 이후의 상관분석은 위쪽에 이탤릭체로 표시함. *, **는 각각 유의수준 5%, 1%에서 유의함,

4. 실증분석 결과

종속변수를 배당성향과 배당률로 설정하고, 설명변수를 통제변수와 가설을 검증하기 위한 변수들로 설정하여 분석한 결과들이 <표 7>, <표 8>, 그리고 <표 9>에 제시되어 있다. <표 7>은 전체표본을 대상으로 분석한 결과이며, <표 8>은 금융위기 이전 표본을 대상으로 분석한 결과, 그리고 <표 9>는 금융위기 이후 표본을 대상으로 분석한 결과이다. 모든 표에서 종속변수를 배당성향으로 분석한 결과와 배당률로 분석한 결과들을 앞부분과 뒷부분에 제시하였다. 또한, 각 변수별로 회귀분석과 토빗분석을 실시한 결과들을 함께 나타내고 있다. 배당성향이나 배당률은 최소값의 크기가 0보다 더 크다는 점을 고려하여 토빗분석도 함께 실시하였다.

먼저 <표 7>은 전체표본에 대한 분석결과이다. <표 7>에서 보는 것처럼, 배당성향은 BIS자기자본비율, 미래수익성(기대성장률), 총자산수익률, 은행규모와 통계적으로 유의한 정(+)의 관계성을 보이고 있다. 이러한 결과는 Fama and French(2001)와 Abreu et al.(2013)등의 연구와 동일한 결과이다.

먼저, 총자산수익률과 미래수익성 변수의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보임으로써, 수익성이 좋을수록 배당을 증가한다는 신호전달가설이 지지되고 있음을 알 수 있다. 또한, BIS자기자본비율의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보임으로써, 자기자본비율이 양호할수록 감독기관의 규제가 적고 배당을 증가시킬 수 있다는 규제압력가설이 지지되고 있음을 보이고 있다. 대리인가설을 검증하기 위한 대주주지분율과 정부보유더미 변수의 계수가 통계적으로 유의하지 않아서 대리인가설을 지지하는 결과를 발견하지 못하였다. 분석방법으로 OLS와 토빗분석을 실시하였다. 두 방법을 사용한 결과들은 거의 유사하였다. 종속변수로 배당률을 사용하는 경우에는 총자산수익률과 기업규모 변수의 계수만 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성을 보이고 있다.

본 연구에서 처음으로 검증하는 외국계은행 더미변수의 계수는 통계적으로 유의하지 않아서 표본 기간 전체를 대상으로 할 경우에는 유의한 결과를 발견할 수 없었다. 그런데, Abreu et al.(2013)의 연구에 의하면, 거시경제 여건 즉, 금융위기 이전과 이후 기간에 따라 은행의 배당정책이 달라질 수 있음을 보이고 있다. 이에 기초하여 본 연구도 금융위기 이전과 이후 기간을 별도로 분석하였다.

<표 8>은 금융위기 이전 기간을 대상으로 동일한 분석을 실시한 결과이다. <표 8>에서 보는 것처럼, 배당성향은 총자산증가율, BIS자기자본비율, 미래수익성(기대성장률), 총자산수익률, 은행규모와 통계적으로 유의한 정(+)의 관계성을 보이고 있다. 미래수익성 변수와 총자산수익률 변수의 계수가 유의한 정(+)의 값을 보임으로써 신호전달가설을 지지하는 결과라고 볼 수 있다. 또한, BIS자기자본비율 변수의 계수가 유의한 정(+)의 값을 보임으로써 규제압력가설이 지지하는 결과로 볼 수 있다. 그러나, 전체 기간을 대상으로 하였을 경우와는 달리, 총자산증가율 변수의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 관련성이 발견되어, 역사적 성장률에 의한 신호전

달가설은 지지하는 결과를 발견할 수 없었다.

또한, 금융위기 이전 기간에는 모형설정에 따라 일부 모형에서 외국계은행 더미변수의 계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 관련성을 보여주고 있다. 이것은 외국계 은행들의 배당성향이 국내계 은행의 배당성향에 비하여 유의하게 더 낮음을 보여주고 있다. 이 기간은 외환위기로 인한 금융구조조정으로 외국계은행이 국내 시장에 처음 진입을 시작한 기간이고, 또한, 이러한 시장 상황에서 은행들의 수익성이 매우 낮아서 외국계 은행들은 배당을 지급하기 보다는 내부유보에 중점을 함으로써 내부 경영을 안정시키고자 하였을 것으로 추정한다.¹⁹⁾

종속변수를 배당률로 할 경우에는 총자산수익률, 기업규모, 외국계은행 더미변수에 한하여 통계적으로 유의한 값을 보이고 있다. 자기자본비율과 총자산증가율변수의 유의성은 발견할 수 없다.

<표 9>는 금융위기 이후 기간을 대상으로 한 분석결과이다. <표 9>에서 보는 것처럼, 배당성향은 BIS자기자본비율, 미래수익성(기대성장률), 총자산수익률, 은행규모와 통계적으로 유의한 정(+)의 관계성을 보이고 있다. 이러한 결과는 전체표본을 대상으로 분석한 경우, 그리고 Fama and French(2001)와 Abreu et al.(2013) 등의 연구와 동일한 결과이다.

금융위기 이후 기간에서도, 총자산수익률과 미래수익성 변수의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보임으로써 신호전달가설이 지지되고 있음을 알 수 있다. 또한, BIS자기자본비율의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보임으로써 규제압력가설이 지지되고 있음을 보이고 있다.

분석방법으로 OLS와 토빗분석을 사용하는 것은 거의 유사한 결과를 제시하여 주고 있다. 종속변수로 배당률을 사용하는 경우에는 미래수익성 변수의 계수에 대한 유의성이 없어질 뿐, 나머지 결과들은 배당성향을 사용하는 경우와 매우 유사하다.

본 연구에서 관심을 갖는 외국계은행 더미변수의 계수는 금융위기 이후의 기간에는 금융위기 이전의 기간과 반대의 결과를 주고 있다. 즉, 외국계은행 더미변수에 대한 계수의 값이 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보여줌으로서, 외국계은행의 배당성향 및 배당률은 국내계 은행들의 배당성향/배당률에 비하여 통계적으로 유의하게 더 많음을 발견할 수 있다.

19) 1999년부터 2005년에는 외국계은행이 국내시장에 처음으로 진입한 시기라고 볼 수 있다. 진입 초기에는 금융구조조정 과정에서 외국계 사모펀드인 뉴브릿지 캐피탈의 제일은행 인수(1999), 칼라일의 한미은행 인수(2000년), 론스타의 외환은행 인수(2003년)로 경영권 인수 등을 통하여 이루어졌다. 그 이후, 외국계 씨티은행의 한미은행 재인수(2004), 스탠다드차터드은행(SCB)의 제일은행 재인수(2005) 등으로 외국계 대형은행들의 진입이 성사되었다.

<표 7> 전체표본

	종속변수 : 배당성향(현금배당/당기순이익)				종속변수 : 배당률(현금배당/총자산)			
	OLS		Tobit		OLS		Tobit	
상수	-1.216** *	-0.290** *	-1.240** *	-0.301** *	-0.006** *	-0.000	-0.006** *	-0.000
	(-4.255)	(-2.959)	(-4.224)	(-2.976)	(-3.237)	(-0.350)	(-3.336)	(-0.302)
총자산 증가율	0.098 (0.684)	0.103 (0.707)	0.108 (0.735)	0.114 (0.755)	-0.00000 4	0.000036 (0.038)	0.000022 (0.023)	0.000061 (0.063)
BIS자기 자본비율	0.029*** (3.724)	0.034*** (4.317)	0.030*** (3.718)	0.035*** (4.296)	0.00005 (0.900)	0.00008 (1.496)	0.00004 (0.807)	0.00007 (1.416)
미래 수익성	0.028** (2.336)	0.031** (2.547)	0.031** (2.493)	0.034*** (2.694)	-0.0001 (-1.053)	-0.0001 (-0.780)	-0.0001 (-1.082)	-0.0001 (-0.792)
대주주 지분	-0.046 (-1.240)	-0.020 (-0.552)	-0.046 (-1.205)	-0.020 (-0.525)	-0.0002 (-0.966)	-0.0001 (-0.306)	-0.0003 (-1.035)	-0.0001 (-0.337)
총자산 수익률	5.373*** (2.624)	5.692*** (2.713)	5.287** (2.509)	5.607*** (2.592)	0.089*** (6.766)	0.091*** (6.764)	0.093*** (6.827)	0.095*** (6.807)
기업규모	0.032*** (3.438)		0.033*** (3.397)		0.0002** *		0.0002** *	
외국은행 더미	0.017 (0.568)	0.034 (1.148)	0.023 (0.762)	0.041 (1.337)	-0.0001 (-0.594)	-0.00000 5	-0.0001 (-0.491)	0.00002 (0.102)
규제은행 더미	0.022 (0.689)	0.023 (0.707)	0.021 (0.627)	0.022 (0.644)	0.0001 (0.250)	0.0001 (0.278)	0.0001 (0.252)	0.0001 (0.279)
R2 (adj-R2)	0.2504 (0.2217)	0.2080 (0.1816)			0.2865 (0.2592)	0.2492 (0.2241)		
F-Value	8.73***	7.88***			10.49***	9.96***		
sigma			0.166***	0.170***			0.001***	0.001***
LR								
chi-sq			60.17***	48.94***			71.95***	60.46***

()의 값은 t값이며, *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함

<표 8> 금융위기 이전(1999년~2006년)

	종속변수 : 배당성향(현금배당/당기순이익)				종속변수 : 배당률(현금배당/총자산)			
	OLS		Tobit		OLS		Tobit	
상수	-1.325** *	-0.230	-1.390** *	-0.260	-0.008**	-0.001	-0.009** *	-0.001
	(-2.857)	(-1.193)	(-2.987)	(-1.333)	(-2.541)	(-0.496)	(-2.747)	(-0.611)
총자산 증가율	0.401**	0.375**	0.429**	0.401**	0.002	0.001	0.002	0.002
	(2.227)	(2.026)	(2.368)	(2.148)	(1.368)	(1.192)	(1.439)	(1.243)
BIS자기 자본비율	0.029*	0.030*	0.032*	0.033*	0.0001	0.0001	0.0001	0.0001
	(1.756)	(1.741)	(1.901)	(1.874)	(1.052)	(1.058)	(1.187)	(1.165)
미래 수익성	0.024*	0.028**	0.027**	0.031**	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.0001
	(1.754)	(1.974)	(1.989)	(2.202)	(-0.907)	(-0.631)	(-0.930)	(-0.631)
대주주 지분	-0.043	-0.041	-0.042	-0.041	-0.0001	-0.0001	-0.0001	-0.00005
	(-0.793)	(-0.746)	(-0.779)	(-0.730)	(-0.200)	(-0.170)	(-0.162)	(-0.125)
총자산 수익률	4.326*	5.163**	3.955	4.821*	0.065***	0.070***	0.065***	0.071***
	(1.709)	(2.000)	(1.553)	(1.847)	(3.867)	(4.115)	(3.865)	(4.120)
기업규모	0.036***		0.037***		0.0002**		0.0003** *	
	(2.582)		(2.661)		(2.553)		(2.727)	
외국은행 더미	-0.082*	-0.048	-0.082*	-0.046	-0.001** *	-0.001**	-0.001** *	-0.001**
	(-1.925)	(-1.154)	(-1.903)	(-1.097)	(-2.874)	(-2.135)	(-2.957)	(-2.145)
규제은행 더미	-0.001	0.013	-0.004	0.012	0.00003	0.0001	0.00002	0.0001
	(-0.027)	(0.253)	(-0.072)	(0.217)	(0.085)	(0.359)	(0.071)	(0.363)
R2	0.3082	0.2607			0.3702	0.3279		
(adj-R2)	(0.2512)	(0.2079)			(0.3183)	(0.2799)		
F-Value	5.40***	4.94***			7.13***	6.83***		
sigma			0.156***	0.162***			0.001***	0.001***
LR			37.89***	31.03***			47.68***	40.45***
chi-sq								

()의 값은 t값이며, *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함

<표 9> 금융위기 이후(2007년~2015년)

	종속변수 : 배당성향(현금배당/당기순이익)				종속변수 : 배당률(현금배당/총자산)			
	OLS		Tobit		OLS		Tobit	
상수	-1.504** *	-0.550** *	-1.528** *	-0.564** *	-0.009** *	-0.003** *	-0.010** *	-0.003** *
	(-3.763)	(-2.663)	(-3.790)	(-2.691)	(-4.102)	(-2.688)	(-4.303)	(-2.703)
총자산 증가율	-0.227 (-1.010)	-0.179 (-0.776)	-0.239 (-1.057)	-0.191 (-0.818)	-0.002 (-1.415)	-0.001 (-1.131)	-0.002 (-1.490)	-0.002 (-1.176)
BIS자기 자본비율	0.038*** (2.818)	0.044*** (3.215)	0.038*** (2.846)	0.044*** (3.230)	0.0002** (2.026)	0.0002** (2.472)	0.0002** (1.978)	0.0002** (2.447)
미래 수익성	0.045* (1.739)	0.050* (1.876)	0.047* (1.793)	0.052* (1.917)	0.0002 (1.168)	0.0002 (1.333)	0.0002 (1.257)	0.0002 (1.428)
대주주 지분	-0.010 (-0.172)	0.042 (0.756)	-0.009 (-0.149)	0.044 (0.780)	-0.0001 (-0.227)	0.0003 (0.814)	-0.0001 (-0.425)	0.0002 (0.701)
총자산 수익률	16.150** *	17.249** *	16.663** *	17.753** *	0.250*** (7.368)	0.258*** (7.293)	0.265*** (7.659)	0.272*** (7.530)
기업규모	0.035*** (2.758)		0.035*** (2.766)		0.000*** (3.119)		0.000*** (3.336)	
외국은행 더미	0.093** (2.305)	0.102** (2.471)	0.103** (2.511)	0.113*** (2.668)	0.0004* (1.946)	0.001** (2.132)	0.001** (2.205)	0.001** (2.375)
규제은행 더미	0.027 (0.675)	0.028 (0.669)	0.026 (0.638)	0.027 (0.628)	-0.0001 (-0.229)	-0.00005 (-0.203)	-0.0001 (-0.236)	-0.0001 (-0.212)
R2	0.2879	0.2353			0.4454	0.3930		
(adj-R2)	0.2326	0.1839	-0.975	-0.781	0.4023	0.3521	-0.061	-0.051
F-Value	5.21***	4.57***			10.34***	9.62***		
sigma			0.157***	0.163***			0.001***	0.001***
LR								
chi-sq			37.14***	29.75***			67.08***	56.39***

()의 값은 t값이며, *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함

IV. 맺음말

본 연구는 우리나라 은행의 소유구조가 배당정책에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 은행의 배당 수준을 설명하는 가설들, 신호전달가설, 대리인가설, 금융규제가설들을 검증함과 동시에, 외국계 은행들의 배당정책이 국내계 은행들과 배당 수준에서 어떤 차이를 갖고 있는지에 대하여 분석하였다.

연구의 분석모형은 Fama and French(2001)와 Abreu et al.(2013)의 모형을 기초로 하고, 가설검증을 위한 변수, 그리고 은행의 소유 변수를 추가하여 분석하였다. 자료는 1999년부터 2015년 동안의 연도별 일반은행 자료를 이용하였다. 은행의 배당이 거시경제여건과 밀접하게 관련되어 있음(Abreu et al.(2013))을 고려하여, 전체 표본 기간을 글로벌 금융위기 기간 이전 기간 (1999년-2006년)과 금융위기 이후 기간 (2007년-2015년)으로 나누어 분석하였다. 선행연구(김영환, 정성창, 전선애(2009))에서 배당을 측정하는 변수에 따라 서로 다른 결과나 제시되고 있음을 반영하여, 본 연구는 배당을 측정하는 변수로 배당성향(현금배당/당기순이익)과 배당률(현금배당/총자산) 두 개의 변수를 모두 사용하였다.

분석결과, 전체 기간에서는 국내계 은행의 배당성향(17.4%)이 외국계 은행의 배당성향(19.2%)보다 조금 더 적은 것으로 나타나고 있다. 금융위기 이전(1999-2007년)에는 국내계 은행의 평균 배당성향이 15.2%, 외국계 은행의 평균 배당성향이 10.11%로 국내계 은행의 배당성향이 외국계 은행에 비하여 조금 더 높게 나타난다. 그러나, 금융위기 이후 (2008-2015년)에는 국내계 은행의 배당성향이 20.27%, 외국계 은행이 32.3%로 나타나고 있어서, 외국계 은행의 배당성향이 국내계 은행보다 더 높게 나타나고 있다.

참고로, SC제일은행의 2012년 배당성향은 102.72%이다. 이 자료는 winserialize 하는 과정에서 5% 최대값으로 대체되었다. 또한, 2014년의 경우 적자를 기록한 상태에서 배당을 실시하여 배당성향이 음(-)의 값을 보이게 되어 표본에서 제거되었다. 이러한 점들을 고려하면, 금융위기 이후 외국계은행의 배당성향은 본 논문에서 계산된 값들보다 더 크다고 할 수 있을 것이다.

은행의 배당을 설명하는 가설들을 검증하였다. 전체기간을 대상으로 분석한 결과에서는 신호전달가설과 규제압력가설이 지지되는 결과를 보였으나, 대리인가설을 지지하는 결과를 발견할 수 없었다. 또한, 외국계은행 더미변수의 계수도 유의하지 않았다.

금융위기 이전 기간을 대상으로 분석한 결과, 3가지 가설검증에 대해서는 전체 기간을 분석한 것과 매우 유사한 결과를 보여주고 있었다. 즉, 대체적으로 신호전달가설과 금융규제가설은 지지되었고, 대리인가설은 지지되지 못하였다. 단지, 외국계 은행 더미 변수의 계수가 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보여주고 있어서 외국계 은행들의 배당성향이 국내계 은행에 비하여 더 낮음을 알 수 있었다. 이

러한 결과는 1999년부터 2006년간의 시기가 외국계은행이 국내 금융시장에 처음으로 진입한 시기이기에 내부건전성 확보를 위해 배당에 신중을 기한 것으로 추정된다.

금융위기 이후 기간을 대상으로 분석한 결과는, 배당성향이 BIS자기자본비율, 미래수익성(기대성장률), 총자산수익률, 은행규모와 통계적으로 유의한 정(+)의 관계성을 보이고 있다. 이러한 결과는 Fama and French(2001)와 Abreu et al.(2013)등의 연구와 동일한 결과이다. 즉, 총자산수익률과 미래수익성 변수의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보임으로써 신호전달가설이 지지되고 있음을 알 수 있다. 또한, BIS자기자본비율의 계수가 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보임으로써 규제압력가설이 지지되고 있음을 보이고 있다. 대리인가설은 지지하는 결과를 발견할 수 없었다.

본 연구에서 관심을 갖고 있는 외국계 은행 더미변수의 계수는 금융위기 이전의 결과와 다르게 나타나고 있다. 즉, 외국계 은행 더미변수에 대한 계수의 값이 통계적으로 유의한 정(+)의 값을 보여주고 있다. 이것은 외국계 은행들의 배당성향 및 배당률이 국내계 은행들에 비하여 유의하게 더 높다는 것을 보여주고 있다.

이러한 결과는 일반기업의 배당수준과 외국인지분과의 관련성에 대한 분석 결과(김영환, 정성창, 전선애(2009))와는 다른 행태를 보여주는 것이다. 또한, 은행의 배당수준은 선행연구에서 제시하는 신호전달가설과 규제압력가설 이외에도, 거시경제 환경의 변화가 배당정책에 유의한 영향을 주고 있음을 보여주고 있다. 금융구조조정과정에서 우리 정부가 지분을 소유하였던 은행들은 다른 은행들에 비하여 배당 수준의 크기에 유의한 차이점을 보여주지 않았다. 마지막으로, 언론 등에서 외국계 은행의 배당 행태에 대하여 지적하는 부정적인 내용들은 실증적으로 뒷받침되는 결과라고 볼 수 있다.

참 고 문 헌

- 김영환, 정성창, 전선애, “외국인 투자자가 국내 유가증권시장 상장기업의 배당행태에 미치는 여향에 대한 연구: 다양한 계량경제모형의 적용”, 재무관리연구, 제26권 제1호, 2009.3, pp. 1-29
- 박경서, 이은정, “외국인 투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 금융연구, 제20권 제2호, 2006, pp.73~113
- 박경서, 이은정, 이인무, “국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구”, 재무연구, 제16권 제2호, 2003, 195-226.
- 박창균, “외국인 주식투자 비중 확대와 배당 및 투자”, 한국개발연구원, 2005
- 박현수, “외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향”, 삼성경제연구소 Issue Paper 2004
- 배재수, 황문우, 외국인의 주식보유 증가가 상장기업의 배당 및 투자에 미치는 영향, 한국은행, 2006.
- 빈기범, 조성훈, “외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석”, 한국증권연구원, 2005
- 서병호, 은행그룹의 배당성향 추이 및 국제비교, 금융포커스, 주간 금융브리프, 20권 49호 2011.12.17.-12.23, pp. 12-13.
- 설원식, 김수정, “외국인 투자자가 기업의 배당에 미치는 영향,” 증권학회지, 제35권 제1호, 2006, 1-40.
- 이만우, 노준화, “외국인 투자자가 기업에 미친 영향-배당, 투자, 기부금 및 자기주식 취득을 중심으로-”, 세무와 회계저널, 제7권 제1호, 2006, pp. 7-25
- 이병기, 외국인 투자자가 배당 및 R&D 투자에 미치는 영향, 한국경제연구원, 2006
- 이병윤, “외국자본 진출 확대의 영향과 대응방안 -배당 및 투자에 대한 영향과 적대적 M&A위협을 중심으로-”, 한국금융연구원, 2005
- 이지혜, 변희섭, 2014, “기업의 사회적 책임 활동과 배당행태,” 경영학연구 제43권 제2호, 2014년 4월, pp. 353-385.
- 정성창, 전선애, “은행의 소유구조가 대출 및 경영성과에 미치는 영향,” 산업경제연구 제27권 제6호, 2014년 12월, pp. 2709-2735.
- 공정거래위원회, 규모 기업집단 지정현황, 1998년 ~ 2007년.
- Abreu and Gulamhussen, 2013, “Dividend payouts: Evidence from U.S. banking holding companies in the context of the financial crisis”, *Journal of Corporate Finance*, 54-65.
- BCBS, 2011, Basel III: a global regulatory framework for more resilient banks and banking systems. Basel Committee on Banking Supervision (June, Available at: <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>).

- Boldin, R., Leggett, K., 1995, "Bank dividend policy as a signal of bank quality" , *Financial Services Review*, 4(1), pp. 1-8
- Collins, M., Blackwell, D., Sinkey, J., 1994, "Financial innovation, investment opportunities and corporate policy choices for large bank holding companies," *The Financial Review*, 29(2), pp.223~247
- De Haas, Ralph, "In defence of foreign banks" , VOX CEPR' s Policy, May, 2009 (<http://voxeu.org/article/defence-foreign-banks>)
- De Haas, Ralph and Iman van Lelyveld (2006), "Foreign banks and credit stability in Central and Eastern Europe. A panel data analysis, *Journal of Banking & Finance*, 30, 1927-1952
- Fama, E., French, K, 2001, "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?," *Journal of Financial Economics*, 60, pp.3~43
- Federal Reserve Board (FRB), 2011, Federal Reserve System, 12 CFR Part 225, capital plans. Fed. Regist. 76(231), 74631-74648 (Available at http://www.federalreserve.gov/reportforms/formsreview/RegY13_20111201_ffr.pdf).
- Filbeck, G., Mullineaux, D., 1993, "Regulatory monitoring and the impact of bank holding company dividend changes on equity returns" , *Financial Review*, 28(3), pp.403~415
- Eric Floyd, Nan Li and Douglas J. Skinner, 2015, "Payout policy through the financial crisis: The growth of repurchases and the resilience of dividends," *Journal of Financial Economics* 118, pp. 299-316.
- Jagannathan, M., Stephens, V., Weisbach, M., 2000, "Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases," *Journal of Financial Economics* 57(3), pp. 355-384.
- Jensen, M., 1986, "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *American Economic Review*, 76(2), pp. 323-329.
- Jensen, G., Lundstrum, L., Miller, R., 2010, "What do dividend reductions signal?," *Journal of Corporate Finance*, 16(5), pp. 736-747.
- John, K., Mehran, H., Qian, Y., 2010, "Outside monitoring and CEO compensation in the banking industry," *Journal of Corporate Finance*, 16(4), pp. 383-399.
- LaPorta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shliefer, A., Vishny, R.W., 2000, "Agency problems and dividend policies around the world," *Journal of Finance* 55, pp. 1-33.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, 1999, "Corporate ownership around the world," *Journal of Finance* 54, 471- 517.

- Lapetitm Lepetit, Celine Meslier and Leo Indra Wardhana, 2017, "Reducing agency conflicts through bank dividend payout decisions: the role of opacity and ownership structure," *Applied Economics*, published online: 08 March 2017.
- Tabias Basse, Sebastian Reddemann, Johannes-Jorg Riegler, J.-Maatthias Graf v o n der Schulenberg, 2014, "Bank dividend policy and the global financial crisis: Empirical evidence from Europe," *European Journal of Political Economy*, pp. 525-532
- Theis, J., Duttal, A., 2009, "Explanatory factors of bank dividend policy: revisited," *Managerial Finance*, 35(6), pp.501-508