

은행의 배당결정요인과 배당이 경영성과와 위험에 미치는 영향¹⁾

박영석(서강대학교)

정현재(예금보험공사)²⁾

요 약

본 연구는 은행의 자본적정성과 배당정책 간 관계를 파악하고 배당이 은행 경영성과 및 위험에 미치는 영향을 정부소유은행과 민간은행 간 비교에 초점을 두어 검토하였다.

정부소유은행의 경우, 기본자기자본비율이 배당성향에 유의한 양의 영향을 미치며 자본적정성 미흡에 따른 자기자본규제 압력이 배당 억제에 유도하는 것으로 나타났다. 반면, 민간은행의 경우, 자기자본규제의 압력으로 인한 유의미한 배당 성향의 변화는 나타나지 않았지만 자기자본비율 하락현상이 발견되었다. 이는 은행의 위험이 주주 외 채권자 및 예금자로 이전(risk-shifting)되는 유인이 있음을 의미하며, 이러한 위험이전 행태는 금융위기 기간의 배당증가 현상을 통해 재확인되었다. 그리고 정부소유은행의 배당은 신호효과를 통해 경영성과 제고와 위험 감소에 긍정적인 영향을 미치지만, 규제 압력 하의 민간은행의 비용소모적인 배당은 경영위험을 가중시키는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 은행의 위험추구행위를 억제하고 지급불능을 방지하기 위해 필요한 자기자본규제의 효과에 한계가 있음을 의미하며, 자본적정성 미흡 은행에 대한 현행 배당제한 규제에 더하여 은행 배당정책에 대한 개별적 감독을 강화할 필요가 있음을 시사한다.

핵심단어: 은행, 배당, 자기자본규제, 위험이전
JEL 분류기호: G21, G35, G38

1) 2017 재무금융 관련 5개 학회 발표 논문

2) 연락담당 저자: (04521) 서울시 중구 청계천로 30 예금보험공사 예금보험연구센터;
E-mail: junghj@kdic.or.kr; Tel: 02-758-1034; Fax: 02-758-1099

1. 서론

배당정책은 주주에게 경영성과에 따른 이익을 환원하는 매우 중요한 의사결정이다. 과거 90년대 말 외환위기 이전에는 금융업을 포함한 거의 모든 산업에서 만성적 자금부족과 성장기회 충족을 위해 이익을 사내에 유보하려는 경향이 훨씬 컸지만 국내외 주주들의 배당 요구 증가에 따른 주가 관리, 자금조달 수단 다양화 등의 이유로 배당성향은 꾸준히 증가해 왔다. 그리고 글로벌 금융위기 이후 기업들의 안정적 자금조달을 위한 장기투자 유도 노력은 장기화된 저금리·저성장으로 인한 투자자 수익률 하락, 대외 경제적 불확실성 증가에 따른 안정적 배당 선호 현상과 맞물려 고배당 정책으로의 전환이 가능해졌다.

하지만 은행의 배당정책은 비금융회사와 달리 위험자산 증가를 고려한 자본적정성 규제³⁾로 인해 경제적인 제한을 갖는 의사결정이다. 은행 경영에 따른 이익 배분은 단순히 주주이익 환원 요구에 대한 대응 뿐 만 아니라 대출 자산의 부실화를 고려한 적정자기자본 수준을 유지해야 하는 제약조건에서 자유로울 수 없기 때문에 은행들은 기업가치 뿐 만 아니라 적극적인 리스크 관리⁴⁾까지 고려한 배당정책을 결정해야 한다.

기본적으로 은행, 증권, 보험 등의 금융 산업은 외부에서 들여다보기 어려운 불투명성(opaqueness)을 가지고 있다. 특히 높은 정보비대칭성으로 인해 주주와 채권자의 경영진에 대한 모니터링이 상대적으로 어렵기 때문에 은행 경영진은 리스크 구조의 달리 가져감으로써, 즉 시장을 통해 자산의 위험구조를 손쉽게 변경하거나 이익과 손실 발생시점을 재조정하여 단기적 이익을 목적으로 하는 의사결정을 내릴 유인을 가진다. 또한 은행에 존재하는 자산과 부채의 만기불일치 문제로 인한 뱅크런 우려는 예금보험제도를 통해서 해결할 수 있지만 예금보험제도는 예금자들로 하여금 금융기관 경영을 감시하고자 하는 인센티브를 약화시킬 개연성도 내포하고 있다.

이렇듯 은행은 정보의 비대칭성을 역이용하려는 유인, 즉 도덕적 해이 문제에 노출되어 있다. 예금보험이라는 최후의 제도적 장치가 있기 때문에 차주 혹은 사업안이 가지는 고위험에도 불구하고 과감히 대출을 승인할 수 있게 된다. 또한 예금보

3) 자본적정성 규제는 기본적으로 바젤협약에 따른 자기자본비율의 충족 여부로 결정된다. 자기자본비율은 금융기관의 대표적인 건전성 관리 지표인데, 예금을 받아 대출을 해주는 은행의 특성상 은행의 자본구조는 일반기업과 다를 수밖에 없기 때문에 비금융회사와 동일한 기준으로 자기자본비율을 평가할 수 없다.

4) 은행은 차주의 신용을 평가하여 대출해 준 대출자산이 쉽게 악화될 수 있고 예상치 못한 금융사건으로 인한 뱅크런 가능성에도 노출되어 있어서 적정수준의 자기자본비율을 유지해야 한다. 국제결제은행(Bank for International Settlements: BIS)은 1988년 7월에 '자기자본 규제에 관한 국제적 통일 기준'을 제정한 후 BIS자기자본비율이라는 은행 대상 측정지표를 개발하였다.

협제도의 존재로 인해 불완전한 정보 하에서 은행은 더 이상 위험회피자가 아닌 위험추구자로 행동하는 경우도 발생한다. 하지만 예금보험제도의 도입에 따른 도덕적 해이 우려에도 불구하고 예금보험제도의 존재가 부정될 수는 없다. 물론 이에 대한 가장 직접적인 대응은 도덕적 해이를 최소화할 수 있도록 유인부합적인 예금보험제도를 구축하는 것이지만 도덕적 해이를 차단하기 위한 완벽한 제도적 장치 마련은 현실적으로 불가능하기 때문에 이를 억제할 수 있는 규제정책을 모색해야 할 필요가 있다.

최근 금융위기 이후 연방준비제도이사회(Federal Reserve Board)와 바젤은행감독위원회(Basel Committee on Banking Supervision)가 은행의 배당에 대한 감독을 강화하는 등 배당정책과 규제의 연관성이 높아졌다. 2011년에 FRB는 은행의 스트레스트 테스트를 통해 경기 침체 등의 대내외적 경제충격 상황에서 위기관리능력을 평가하며 대형은행이 스트레스트 테스트를 통과하지 못할 경우 배당이나 자사주매입 등 주주 환원 계획을 제한하였다. 또한 바젤협약 이후 BCBS는 은행 최소필요자본 기준을 정해 각국 감독기구의 재량 하에 최소기준 이상 수준을 유지토록 권고해 왔는데, 최근 도입된 바젤III는 자본보전완충자본 미달 시 이익배당, 자사주매입 등 이익의 사외유출을 단계적으로 제한하고 있다⁵⁾.

현실적으로 저성장, 저금리 기조로 인한 수익성 하락은 은행에 대한 시장의 우려감을 증폭시키고 있기 때문에 코코본드를 통한 조건부자본증권 이외의 증자는 사실상 불가능한 실정이다. 또한 은행이 부실화될 경우 정부의 지원 가능성이 점차 줄어들고 있는 시점⁶⁾에서 자본조달 비용도 점차 상승하고 있기 때문에 은행이 얻을 수 있는 한정된 재원으로 자기자본 확충은 매우 어려운 상황이다. 즉, 바젤협약 하에서 배당을 높일수록 자기자본으로 활용할 사내유보금이 줄어들고 각종 충당금으로 활용할 재원이 감소하면서 건전성 유지에 장애물로 작용할 가능성도 크다. 따라서 개별 은행은 이에 대한 면밀한 검토를 통해 최적의 배당정책을 선택하는 작업도

5) 자기자본규제로 대표되는 건전성규제의 필요성은 1970년대 이후 금융규제완화와 은행의 거대화, 국제화, 복합화의 진전으로 금융산업 내부에서 경쟁이 격화되고 수익성이 악화되면서 제기되었다. 특히 상업은행의 수익성 확보를 위한 공격적 자산운용, 금융혁신으로 인한 고수익, 고위험 금융상품 발달 등으로 인해 잠재적 부실위험에 대한 노출과 이로 인한 금융시장의 불안정성에 대한 위기감이 증폭되었다. 이에 주요 선진국들은 상업은행의 건전성을 확보함과 동시에 예금자를 보호하고 국제은행시스템의 안정성을 도모하고자, 1980년대 중반부터 적정한 자기자본 수준에 대한 논의를 전개하면서 BIS규제의 틀을 마련하였다. 1988년 발표된 BIS자기자본규제는 은행자산에 위험가중치를 부여하여 산출한 가중위험자산에 대해 최소한 8%의 자기자본을 보유하도록 규제하는 것이다. 우리나라에서는 1992년 BIS자기자본규제제도를 도입하여 BIS자기자본비율이 1993년 말부터 7.25%, 1995년 말부터 8% 이상을 유지하도록 감독하고 있다.

6) 글로벌 금융위기 이후 각국의 금융당국은 대형 은행을 중심으로 규제 강화를 지속하고 있으며 유럽과 미국은 시스템적으로 중요한 글로벌 은행(G-SIB)을 대상으로 채권자 손실분담(Bail-in) 규제를 도입해 정부지원을 통한 금융안정 기조를 지양하고 있다. 글로벌 신용평가사들은 베일인 규제 도입으로 정부지원 가능성이 저하된 점을 고려해 일부 대형 은행의 선순위채권 등급을 조정했고, 특히 손실흡수의 중심이 될 은행지주의 경우 대대적으로 신용등급 강등 조치가 이루어졌다.

선행되어야 한다.

한편, 은행은 리스크를 관리하기 위한 차원에서 배당수준을 낮춤으로써 내부유보 자금을 증가시키거나, 주주이익 목적의 배당이 자본적정성 제고를 제약하여 채권자 혹은 예금자에게 은행 위험을 전가시키는 행위의 가능성이 존재한다. 또한 이러한 자본적정성을 고려한 배당정책이 은행의 경영성과 및 위험에 영향을 미칠 수 있음을 확인할 필요가 있는데, 성장성, 투자기회, 경영안정성, 유동성, 우량자산 등에 대한 신호(signaling)로서의 배당 실시는 채권자, 예금자 및 잠재적 금융소비자의 신뢰와 연결되며, 이는 자본조달비용 감소 및 영업이익 증가로 나타날 수 있다⁷⁾.

본 연구는 이러한 은행의 배당과 자본규제의 관련성을 고려하여 배당정책과 자기자본수준 간 관계를 검토하며, 자기자본규제 하의 은행의 배당 수준이 경영성과 및 위험에 미치는 영향을 파악하여 자기자본규제의 효과를 논의한다. 일반적으로 자본적정성 지표 수준에 따라 부실화 소지가 있는 금융기관에 대해서 적기시정조치가 내려지는데, BIS 자기자본비율이 최소 기준인 8%에 근접할수록 개별은행에 대한 감독당국의 규제압력은 증가하게 된다⁸⁾. 따라서 규제압력 하의 은행 배당과 경영성과 및 위험에 미치는 영향을 통해 자본적정성 규제의 효과성(effectiveness)을 평가할 수 있다.

특히 본 연구는 표본을 정부소유은행, 즉 정부 또는 예금보험공사가 최대주주로 있거나 우리금융지주의 자회사로 편입되어 있는 은행과 민간은행으로 구분⁹⁾해 자기자본 수준이 배당 수준에 미치는 영향을 동태적 패널모형을 통해 실증적으로 검토한다. 그리고 이러한 자본적정성을 고려한 배당이 경영성과 및 위험에 미치는 영향 비교 분석한다. 본 연구는 국내 은행을 대상으로 자본적정성을 고려한 배당정책 및 경영성과를 연구한 최초의 연구이기에 이해관계자들의 의사결정 판단에 기초적인 틀을 제공할 수 있다는 점에서 의의를 가진다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제2장의 선행연구에 이어 제3장에서 자료 및 분석방법론을 제시한다. 그리고 4장에서는 실증분석의 결과를 제시하고, 마지막으로 5장에서는 결론 및 시사점을 논의한다.

7) Forti and Schiozer(2015) 등의 연구는 은행의 배당이 예금자에게 신호효과가 있음을 실증적으로 확인하였다.

8) 경영성과가 나빠져 자기자본비율이 동 기준보다 하락할 경우 증자(recapitalization) 등의 방법을 통해 이 기준을 맞추어야 한다. 자기자본비율이 8%에 미치지 못함에도 불구하고 증자에 실패하는 은행에 대해서는 감독기관이 적기시정조치 등의 행정조치에 따라 경영개선을 권고(8% 이내), 요구(6% 이내) 내지 명령(2% 이내)할 수 있다. 따라서 자기자본비율은 은행에게는 건전 경영과 관련도니 핵심적인 전략적 변수가 되며 감독당국에게는 중요한 정책적 변수라고 할 수 있다.

9) 정부소유은행은 경영정상화를 통한 공적자금 회수·국책은행 의무를 지니고 있기 때문에 민간은행과 재무적 특성 뿐 만 아니라 소유·지배구조 상 큰 차이가 있다(이상욱, 2014).

2. 선행연구

현재까지 비금융회사를 대상으로 하는 배당 관련 연구는 매우 활발하게 진행되었다. Pettit(1972), Aharony and Swary(1980), Michaely et. al.(1995), 남명수, 우춘식(1987), 김동욱(1989), 김성민, 김지은(2004) 등은 사건연구를 통해 배당의 신호효과를 확인하였다. 특히, 박영규(2004)는 배당지급 변경이 1년 후 ROA 변화와 양의 관계를 확인함으로써 배당이 경영진의 미래 기업이익에 대한 신호로 활용된다는 정보효과를 주장하였으며, Bhattacharya(1979), John and Williams (1985), Miller and Rock(1985)는 기업과 투자자 간 미래 수익성에 대한 정보비대칭을 해소하기 위해 내부자들이 배당정책의 변화를 통해 신호를 전달함을 보여주었다. 그리고 Fama and French(2001)는 배당성향에 영향을 미치는 자산규모, 성장성, 수익성 등의 재무적 요인을 발견하였다.

하지만 은행을 중심으로 하는 금융회사의 배당결정요인과 경영성과 등에 미치는 영향을 논의하는 실증연구는 상대적으로 적은 비중을 차지한다. 이는 많은 연구자들이 배당성향의 결정요인을 찾고자 노력하고 있으나 통계적으로 유의한 결과를 찾아내기 어려웠던 데 주로 기인한 것으로 판단된다(김우진, 이대기(2017)). 나아가 자본적정성을 고려해야 하는 은행의 특성 상 이를 고려한 배당에 관한 연구는 글로벌 금융위기의 원인으로 지목되었던 금융회사의 도덕적 해이의 관점에서 풀이하고 있는 일부 해외 논문을 제외하면 전무한 실정이다.

최근의 연구로서 Forti and Schiozer(2015)도 은행이 채권자, 특히 정보에 민감한 예금자인 기관투자자에게 우량자산보유와 높은 유동성을 알리기 위한 신호를 보내는지 실증적으로 확인하였는데, 특히, 정보비대칭성이 높은 금융위기 기간에 은행의 배당은 증가하는 것을 확인하였다. 김우진, 이대기(2017)는 2006년부터 2015년까지의 글로벌 100대 은행그룹의 배당성향 결정요인을 분석하였다. 이 연구는 ROE 및 BIS 비율 뿐 만 아니라 판매 및 일반관리비가 배당에 미치는 영향을 분석하였지만 변수 간 유의한 관계는 발견하지 못하였다.

Dickens et al.(2002)는 1998년에서 2000년 사이의 미국 677개 은행을 대상으로 배당성향과 재무지표와의 관계 분석하여, 배당성향과 최대주주지분 간 음의 관계를 발견하였다. Jamel et al.(2012)는 1993년부터 2000년 까지 기간의 미국 은행의 배당성향과 재무지표 및 지배구조 변수와의 관계를 살펴보았는데, 패널 회귀분석을 통해 수익성과 배당성향 간 양의 관계를 주장하였다.

한편, Acharya et. al(2017)는 금융위기 기간 동안 미국 은행의 고배당에 주목하여 배당을 통해 채권자 부가 주주로 이전되고, 은행의 위험이 채권자에게 전가되는 위

험이전(risk-shifting) 현상을 이론적으로 제시하였다. 이는 주주와 채권자의 대리인 문제 관점에서 채권자로부터의 부의 이전으로 보는 견해(Dhillon and Johnson, 1994; Akerlof and Romer, 1993)를 지지한다. 이와 같은 맥락으로 Abreu and Gulamhussen(2013)는 미국 462개 은행을 대상으로 글로벌 위기 전과 위기 동안의 배당지급 결정요인을 분석하였다. 이 연구는 은행의 배당 신호효과를 확인하였지만, 위기 기간 동안 자본적정성 미흡(undercapitalized) 은행의 배당이 오히려 증가한 것을 통해 자기자본규제의 효과가 없었음을 주장하였다.

Kanas(2013)는 1992년 미국의 적기시정조치 도입 이후 은행들의 배당을 통한 위험추구 및 위험이전 현상 두드러지기 시작했음을 시계열자료를 통해 실증적으로 밝혔는데, 이러한 현상은 적기시정조치의 효과가 없음을 대변하는 것이며 아울러 은행의 배당을 통한 위험추구 및 위험이전 행위는 글로벌 금융위기의 단초를 제공하였기 때문에 낮은 자기자본 수준의 은행에 대한 배당 제한이 필요함을 주장하였다. 반면, Onali(2014)는 2000년부터 2007년까지 미국과 유럽의 741개 은행을 대상으로 배당결정요인을 살펴보았다. 이 연구는 예금보험제도 혹은 공적자금투입과 같은 명시적 혹은 암묵적 공적 보증(public guarantees)으로 인해 배당성향과 위험추구 간의 양의 관계가 나타나지만, 은행의 프렌차이즈 가치(charter value)와 자본적정성 규제가 그러한 관계를 약화시키는 것을 확인하였다.

3. 분석자료 및 모형

3.1. 표본

본 연구가 분석대상으로 삼는 표본은 1999년부터 2015년 사이의 시중은행과 지방은행 중 금융감독원 전자공시시스템(DART)에서 배당현황 및 소유지분 현황이 파악 가능한 22개 은행, 총 234개 관측치이다.

그 중 본 연구는 기업은행과 같이 특별법에 의해 설립¹⁰⁾된 국책은행과 1990년대 말 구조조정 과정에서 공적자금이 투입된 후 민영화가 되지 않은 은행들을 정부소유은행으로 구분한다. 아래 <표 1>에서 볼 수 있듯이 연구대상 기간 동안의 정부소유은행은 15개 은행으로 전체 표본에서 상당한 비중을 차지하고 있는데, 이는 외환위기 이후 부실은행 구조조정 과정에서 민영 은행 수가 대폭 감소한 것에 기인한

10) 한국산업은행, 한국수출입은행, 기업은행, 농협, 수협 등이 특별법에 의해 설립되었으나 본 연구는 기업은행 만 표본에 포함하였다. 이는 본 연구의 주요 변수인 배당 관련 정보를 파악할 수 있는 금융감독원 전자공시시스템에 기업은행의 정보만 공시되고 있기 때문이다.

다.

공적자금이 투입된 은행들의 경우 재정경제부 혹은 기획재정부, 예금보험공사 등의 지분을 통해 실질적으로 정부가 소유하여 경영하는 형태로 존속된다. 특히 우리 금융지주 소속 계열은행들은 외환위기 이후 부실자산 매각 및 구조조정 이후 민영화 완료되지 않은 경우로 예금보험공사를 통해 정부가 실질적 소유권을 행사하였거나 현재까지 행사하고 있다.

특별법에 설립되거나 정부의 공적자금이 투입된 은행들은 정부에 의해 직간접 지배를 받고 있다는 점에서 일반 민영 은행과 소유지배구조 상 차이가 있으며(이상욱, 2014), 공적자금 투입 은행은 부실화 이후 구조조정을 거쳐 경영정상화 전후 단계에 있기 때문에 민간은행과 자본적정성, 자산건전성, 수익성 등의 재무적 속성 측면에서 차별화된다.

<표 1> 연구 대상 은행

구 분		은행명
민간 은행	시중은행*	국민, 국민(구1), 국민(구2), 기업, 서울, 신한, 신한(구), 우리, 외환, 조흥, 주택, 평화, 하나, 하나(구), KEB하나, SC제일
	지방은행	경남, 광주, 대구, 부산, 전북, 제주
정부 소유 은행	정부(재경부, 기재부) 및 예금보험공사가 최대주주	국민('01, '02), 기업, 서울('99, '00, '01), 우리('99, '00, '14, '15), 조흥('99, '00, '01, '02), 주택('99, '00), 평화('00), 하나('02, '03), SC제일('99, '03, '04), 경남('00), 광주('00), 제주('00, '01)
	우리지주 자회사	우리, 경남('01-'10), 광주('04)

* 주) 폐업, 인수합병 은행 포함

3.2. 변수의 정의

본 연구는 은행의 배당수준을 나타내는 변수로서 기존문헌들이 다루는 배당성향과 배당률을 분석모형의 종속변수로 사용한다. 배당성향은 현금배당액을 당기순이익으로 나눈 것으로 경영자가 주로 이익에 근거하여 배당을 결정한다는 점 고려한다. 또한 배당률은 현금배당액을 총자산으로 나눈 것으로 은행 전체의 자금조달구조 및 자산운용을 고려하여 배당을 결정함을 고려하였다.

자본적정성을 나타내는 변수는 BIS자기자본비율, 기본자기자본비율(Tier1)을 사용하였다. 또한 경영성과는 총자산순이익률(ROA)을, 경영위험은 최근 3년 간 ROE의 표준편차를 사용한다.

또한 규제압력을 나타내는 변수¹¹⁾는 BIS자기자본비율 11% 미만 은행일 경우 1을

부여하며, 그렇지 않을 경우 0을 부여하는 더미변수를 사용한다. 표본 은행들의 평균 BIS자기자본비율은 약 12%이며 이보다 조금 낮은 수준의 11% 미만일 경우에 감독당국의 직간접적인 규제압력에 직면할 것으로 예상하였다. 실제로 당국의 권고수준은 과거 10%~12%였으며, 2017년 현재 14% 이상을 유지하도록 권고하고 있다.

Fama and French(2001)는 미국 비금융회사를 대상으로 배당성향에 미치는 재무적 특성, 즉 수익성, 성장성, 기업규모와 배당성향 간 양(+)의 관계를 확인하였는데, 본 연구에서도 이러한 재무적 특성이 배당성향에 영향을 미치는지를 파악하고자 한다. 자산규모 변수는 총자산의 자연로그 값을 이용하였고, 성장성은 총자산의 성장률을 사용한다. 또한 수익성은 순이자마진(Net Interest Margin)¹²⁾을 이용한다. 순이자마진은 은행이 자산운용을 통해 얻은 수익에서 조달비용을 차감해 운용자산 총액으로 나눈 수치이다.

<표 2> 변수의 정의

변수	정의 및 의미
배당	배당성향(현금배당액/당기순이익)
	배당률(현금배당액/총자산)
자본적정성	Tier1 기본자기자본비율
	BIS 자기자본비율
수익성	ROA(당기순이익/총자산)
	순이자마진
자산건전성	총여신 대비 고정이하여신 비율(NPL): 높을수록 불량한 것으로 판단
경영위험	ROE의 과거 3년간 표준편차: 높을수록 경영위험이 큰 것으로 판단
자산규모	총자산의 자연 로그값
성장성	전년대비 총자산 증가율
겸업화	총자산 대비 비이자수익 비율: 높을수록 겸업화 정도가 높은 것으로 판단
비용효율성	총자산 대비 판매 및 관리비 비율: 높을수록 비용효율성이 낮은 것으로 판단
소유구조	최대주주 및 특수관계인과 2대주주~5대주주 지분율의 허쉬만-허핀달 지수 $(\frac{\sum w^2}{(\sum w)^2})$: 높을수록 소유집중도가 큰 것으로 판단
규제압력 (Dummy)	BIS자기자본비율 11% 미만 은행일 경우 1을 부여, 그렇지 않을 경우 0을 부여: BIS자기자본비율이 11%에 미달할 경우 잠재적인 부실위험에 노출되어 감독당국의 규제압력에 직면함을 의미

자산건전성은 고정이하여신비율(NPL)을, 겸업화정도를 나타내는 변수는 총자산

11) Abreu and Gulamhussen(2013)은 감독당국의 은행에 대한 규제압력을 대리하는 변수로서 해당 은행의 자기자본수준이 Tier1 기본자기자본비율 기준(6%)보다 조금 높은 8% 이하일 경우 규제압력 하에 놓인다고 설정하였다.
 12) 순이자마진에는 예금과 대출의 금리차이에서 발생하는 수익과 채권 등 유가증권에서 발생한 이자가 포함되며, 유가증권 평가이익과 매매이익은 포함되지 않는다.

대비 비이자수의 비율을 사용하였다. 비이자이익률(NONINT)은 비이자이익을 총자산으로 나눈 값이다. 그리고 비용효율성을 대리하는 변수는 총자산 대비 판매비 및 일반관리비를 활용한다. 소유구조 변수는 최대주주 및 특수관계인과 2대주주~5대주주 지분율을 고려한 허쉬만-허핀달 지수(HHI)를 사용하였다. <표 2>는 주요 변수에 관한 정의 및 의미를 요약하여 보여준다.

3.3. 연구방법론 및 분석모형

본 연구는 동태적 패널 system-GMM을 사용하여 배당결정요인을 살펴본다. 이는 해당 기업의 과거 배당이 이후의 배당에 미치는 효과를 고려한 것이다. 일반적으로 기업의 경영진은 일정한 배당성향을 유지, 즉 목표배당성향을 가지려고 노력하는 것으로 알려져 있다¹³⁾. 따라서 과거 배당성향이 높았을 경우 배당의 예측가능성을 고려하여 당기의 배당이 낮아질 수 있으므로 이점을 고려하여 종속변수의 시차변수를 모형에 포함시키는 동태적 모형을 설정하였다¹⁴⁾.

통상 배당결정요인을 다루는 많은 실증연구들이 정태적 패널회귀모형을 통해 이를 추정하기도 하지만 이러한 방법론을 통한 추정량은 편의(bias)를 갖게 되며 불일치(inconsistent) 추정치를 가진다.¹⁵⁾ 또한 미시적 재무변수인 배당결정요인들이 본질적으로 내생적일 가능성이 높다는 특성 때문에 동태적 패널 system-GMM은 내생성 문제를 해결하기 위해 도구변수를 이용한다. 즉, 설명변수를 차분한 후 이를 도구변수로 이용하여 관측불가능한 기업효과를 제거함으로써 설명변수의 내생성을 통제할 수 있다.

그리고, 배당이 경영성과 및 위험에 미치는 영향을 살펴보기 위한 실증모형도 동일한 맥락에서 이해할 수 있다. Wintoki et al.(2012), Harris and Raviv(2008)가 주장하는 바와 같이 기업재무의 많은 실증연구에서 발생하는 내생성 문제를 통제하기 위한 방법론으로 동태적패널모형을 이용할 수 있는데, 예를 들어 과거의 경영성과 및 위험(추구행위)은 현 시점에서의 배당정책에 영향을 미치며, 이러한 경영의사결정이 현 시점의 경영성과 및 위험(추구행위)에 영향을 미칠 개연성이 크다. 그러므

13) Brav, et al.(2005)은 미국 기업의 재무담당 임원들을 대상으로 배당결정에 영향을 주는 요인에 대한 설문조사에서 이들은 배당금 삭감을 꺼리며, 과거의 배당수준을 고려한 안정적 배당을 유지하길 원한다고 밝히고 있다.

14) 배당결정요인을 분석하는 데 있어서 Goergen et al.(2004), Renneboog and Trojanowski(2005)도 GMM 추정법을 이용하여 추정하였다.

15) 이는 고정효과 패널모형이 평균으로부터의 편차를 OLS로 추정하는데, 종속변수의 시차변수와 상관되어 있는 오차항이 오차항의 평균값에도 반영되고 시차종속변수 역시 오차항의 평균과 상관되기에 발생하는 문제이다.

로 본 연구는 종속변수인 경영성과 혹은 위험의 시차변수를 모형에 포함하여 설명변수인 배당이 미치는 영향을 분석한다.

동태적 패널모형의 신뢰성은 도구변수가 제대로 선택되었는지에 달려있기 때문에 도구변수의 과도식별제약(overidentification restriction)을 검정하는 사간 검정(Sargen test)을 통해 도구변수의 적합성 판단한다. 사간 검정의 귀무가설은 도구변수와 잔차항이 비상관관계이며, 만약 귀무가설을 기각하지 못하면 도구변수 선택이 올바르다는 것을 의미한다. 또한 1차 차분된 방정식을 이용한 모수 추정 방식이므로 오차항의 2계(second order) 자기상관은 0이라는 귀무가설을 설정하여 자기상관 여부를 검정한 m2통계량 이용, 귀무가설을 기각하지 못하면 설정된 모형의 타당성 하다는 판단이 가능하다.

또한 본 연구는 군집표준오차(clustered standard error) 추정법을 통해 패널그룹 내 잔차 간 독립이라는 가정을 완화하여 표준오차를 계산함으로써 잔차 간 상관성으로 인한 편의를 대폭 감소시켰다.

분석모형은 아래와 같다. 우선 은행의 배당 시 자기자본 수준을 고려하는가를 살펴보기 위해 다음의 모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 - \Delta \text{배당} &= \alpha + \beta_1(\Delta \text{자본적정성}) + \beta_2(\Delta \text{자산규모}) + \beta_3(\Delta \text{성장성}) + \beta_4(\Delta \text{수익성}) \\
 &+ \beta_5(\Delta \text{소유구조}) + \beta_6(\Delta \text{자산건전성}) + \beta_7(\Delta \text{겸업화}) + \beta_8(\Delta \text{비용효율성}) \\
 &+ \beta_9(\Delta \text{PCA규제압력}) + \beta_{10}(\Delta \text{수익성} \times \Delta \text{PCA규제압력}) + \delta(\Delta \text{과거 배당성향}) + \varepsilon
 \end{aligned}$$

그리고 배당이 경영성과에 미치는 영향을 파악하기 위해 아래 모형들을 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 - \Delta \text{ROA} &= \alpha + \beta_1(\Delta \text{배당}) + \beta_2(\Delta \text{자본적정성}) + \beta_3(\Delta \text{자산규모}) + \beta_4(\Delta \text{성장성}) \\
 &+ \beta_5(\Delta \text{순이자마진}) + \beta_6(\Delta \text{소유구조}) + \beta_7(\Delta \text{자산건전성}) + \beta_8(\Delta \text{겸업화}) \\
 &+ \beta_9(\Delta \text{비용효율성}) + \beta_{10}(\Delta \text{PCA규제압력}) + \beta_{11}(\Delta \text{배당} \times \Delta \text{PCA규제압력}) + \delta(\Delta \text{과거 ROA}) + \varepsilon
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 - \Delta \text{경영위험} &= \alpha + \beta_1(\Delta \text{배당}) + \beta_2(\Delta \text{자본적정성}) + \beta_3(\Delta \text{자산규모}) + \beta_4(\Delta \text{성장성}) \\
 &+ \beta_5(\Delta \text{순이자마진}) + \beta_6(\Delta \text{소유구조}) + \beta_7(\Delta \text{자산건전성}) + \beta_8(\Delta \text{겸업화}) \\
 &+ \beta_9(\Delta \text{비용효율성}) + \beta_{10}(\Delta \text{PCA규제압력}) + \beta_{11}(\Delta \text{배당} \times \Delta \text{PCA규제압력}) \\
 &+ \delta(\Delta \text{과거 경영위험}) + \varepsilon
 \end{aligned}$$

4. 실증분석 결과

4.1. 기초통계량

정부소유은행과 민간은행 간 재무적 특성의 차이가 존재함을 <표 3>을 통해 확인할 수 있다. 배당성향 및 배당률, 자본적정성, 수익성, 자산건전성, 위험 등 거의 모든 변수에서 민간은행의 수준이 유의적으로 더 우수한 것으로 나타났다. 그리고 규제압력 수준도 민간은행보다 정부소유은행이 낮은 것으로 나타났다. 이는 외환위기 이후 지방은행을 중심으로 많은 은행들이 부실화에 따른 구조조정 과정을 거쳤기 때문에 재무건전성이 회복되지 않았음을 의미한다. 소유집중 변수 역시 유의미한 차이를 보인다. 일반적으로 구조조정 과정에서 정부는 직간접적으로 부실 은행의 절반 이상의 상당 지분을 인수하게 되므로 정부소유은행의 소유집중도가 높아지게 되며, 이러한 집중된 소유구조는 주요 경영 사안 결정 시 일관적이고 명확한 의사결정으로 이어져 경영정상화의 동력으로 작용할 수 있다.

다시 말해, 정부소유은행은 구조조정을 거쳐 경영정상화 전후 단계에 있는 경우가 대부분이기 때문에 낮은 수익성을 시현하게 되며, 높은 경영위험을 가지게 된다. 또한 이는 낮은 배당성향과 자기자본수준으로 이어지는 것으로 해석할 수 있다. 그리고 정부소유은행은 재무적 변수들 뿐만 아니라 소유구조에서도 차별화된 모습을 보이고 있다. 이러한 결과들에 비추어 볼 때, 본 연구가 전체 은행을 정부소유은행과 민간은행으로 구분하여 분석하는 것은 타당성을 가진다고 판단할 수 있다.

<표 3> 기초통계량

변수	정부소유은행						민간은행						차이 검정 T-Test
	관측 치	평균	중위값	표준 편차	최소값	최대값	관측 치	평균	중위값	표준 편차	최소값	최대값	
배당성향	81	0.1553	0.1493	0.1438	0.0000	0.5208	153	0.2214	0.1499	0.2930	0.0000	1.9634	-0.0661**
배당률	81	0.0009	0.0000	0.0012	0.0000	0.0060	153	0.0016	0.0008	0.0022	0.0000	0.0139	-0.0007***
Tier1	77	0.075	0.0742	0.0138	0.0459	0.1043	147	0.0864	0.0856	0.0198	0.0298	0.1494	-0.0114***
BIS	77	0.1149	0.1134	0.0130	0.0864	0.1470	147	0.1236	0.1222	0.0187	0.0515	0.1900	-0.0087***
자산규모	81	17.5719	17.7051	1.2484	14.1378	19.4380	153	17.3455	17.5672	1.3947	14.2082	19.4699	0.2264
성장성	81	0.0974	0.0931	0.1246	-0.2793	0.8116	151	0.0798	0.0759	0.1071	-0.1736	0.7226	0.0176
ROE	81	-0.0077	0.1087	0.4075	-2.1397	0.3406	153	0.0727	0.0962	0.1533	-1.0768	0.3410	-0.0804*
ROA	81	0.0015	0.0065	0.0166	-0.1009	0.0191	153	0.0054	0.0061	0.0059	-0.0224	0.0302	-0.0039**
NIM	81	0.0262	0.0264	0.0059	0.0045	0.0434	153	0.0265	0.0262	0.0060	0.0142	0.0444	-0.0003
ROE 표준편차	66	0.1310	0.0376	0.2589	0.0014	1.1442	134	0.0599	0.03	0.0904	0.0023	0.7032	0.0711**
Z-SCORE	66	3.2558	3.4486	1.3139	-0.4025	5.7712	134	3.5165	3.6387	1.0456	0.2109	7.0546	-0.2607
소유집중도	81	0.9346	1.0000	0.1454	0.5000	1.0000	153	0.8113	1.0000	0.2579	0.2200	1.0000	0.1233***
NPL	81	0.0395	0.0186	0.0542	0.0054	0.2995	153	0.0257	0.0133	0.0332	0.0036	0.1889	0.0138**
비이자수익 비중	81	0.0325	0.0244	0.0364	0.0047	0.2780	153	0.047	0.0239	0.0737	0.0024	0.5757	-0.0145**
비용효율성	81	0.0125	0.0117	0.0027	0.0070	0.0205	153	0.0142	0.0142	0.0030	0.0081	0.0253	-0.0017***
규제압력	77	0.3506	0.0000	0.4803	0.0000	1.0000	147	0.2177	0.0000	0.4140	0.0000	1.0000	0.1329**

주 : *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

아래 <표 4>는 각 변수 간 상관관계를 보여주는데, 동 표를 통해 배당수준과 자기자본수준 간 유의한 양(+의 상관관계를 확인할 수 있다. 그리고 경영성과를 대리하는 변수인 ROA, ROE는 배당수준, 자본적정성과 유의한 관계를 보인다. 즉, ROA와 ROE는 배당수준(+) 및 자본적정성(+)과 유의한 상관관계를 보인다. 또한 경영위험을 나타내는 변수인 ROE의 표준편차는 배당수준, 자본적정성과 유의미한 음(-)의 상관관계를 가짐을 알 수 있다.

<표 4> 피어슨 상관계수표

	배당 성향	배당률	Tier1	BIS	자산 규모	성장성	ROE	ROA	NIM	ROE 표준편차	Z-SCORE	소유 집중도	NPL	비이자수 익 비중	비용 효율성	규제압력
배당률	0.7247***	1														
Tier1	0.2522***	0.2541***	1													
BIS	0.1760***	0.1738***	0.8924***	1												
자산규모	0.3040***	0.2121***	0.2321***	0.1412**	1											
성장성	0.0586	0.0096	-0.1508**	-0.1681**	0.0300	1										
ROE	0.1869***	0.2089***	0.3147***	0.2933***	0.1123*	0.1989***	1									
ROA	0.2063***	0.2615***	0.3345***	0.3052***	0.1336**	0.1655**	0.9621***	1								
NIM	-0.1568**	0.0278	-0.126*	-0.0942	-0.3717***	0.2034***	0.2036***	0.2054***	1							
ROE 표준편차	-0.1972***	-0.1399**	-0.3955***	-0.2959***	-0.1311*	0.0946	0.1639**	0.0016	0.2541***	1						
Z-SCORE	0.2128***	0.1208*	0.5169***	0.4564***	0.0367	-0.0705	0.0473	0.1453**	-0.2623***	-0.7429***	1					
소유집중도	0.0474	0.0475	0.1689**	0.1229*	0.2624***	-0.1128*	-0.1267*	-0.1206*	-0.2615***	0.0455	0.0375	1				
NPL	-0.2286***	-0.2411***	-0.4239***	-0.4097***	-0.2219***	-0.1351**	-0.6919***	-0.6946***	-0.0325	0.4390***	-0.5006***	0.0071	1			
비이자수익 비중	0.0287	0.061	0.2636***	0.1864***	0.3223***	-0.0559	-0.0014	-0.0095	-0.2303***	-0.0897	0.0372	0.1945***	-0.0828	1		
비용효율성	-0.3322***	-0.0455	-0.0369	-0.0494	-0.5838***	-0.2361***	-0.1937***	-0.1927***	0.4166***	0.1644**	-0.1557**	-0.1993***	0.2723***	-0.0072	1	
규제압력	-0.1265*	-0.1513**	-0.5886***	-0.6675***	-0.1799***	0.009	-0.3606***	-0.3784***	0.053	0.1701**	-0.3555***	-0.0675	0.3805***	-0.1102*	0.1127*	1

주: *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

4.2. 배당결정요인

본 절에서는 자본적정성 수준, 즉, BIS자기자본비율 및 Tier1 기본자기자본비율이 배당성향 및 배당률과 같은 배당 변수에 미치는 영향을 확인하였다. 우선 <표 5>에서 볼 수 있듯이, 전체 은행을 표본으로 했을 때, 자기자본수준과 배당률 간 음(-)의 관계를 확인할 수 있다. 이는 은행의 자기자본수준에 따라 자금조달구조 및 자산운용을 고려한 배당률이 결정됨을 의미한다. 그리고 자산규모가 클수록 배당성향과 배당률은 모두 높아짐을 확인할 수 있다. 일반적으로 자산규모는 자본조달제약을 대리하는 변수로 간주될 수 있으므로 이러한 실증결과는 은행의 자본조달에 제약이 적을수록 배당수준이 높다는 것을 의미한다. 반면 성장성과 수익성 간 유의한 관계는 발견되지 않았다. 이는 은행 전체를 대상으로 할 경우, 비금융회사를 대상으로 하는 Fama and French(2001)를 일부만 지지하는 결과이다.

소유구조가 배당에 미치는 유의미한 영향은 배당률과 소유집중도 간의 양(+의) 관계를 통해 확인할 수 있다. 즉, 주주 소유지분이 일부 대주주들에게 집중되어 있을 경우에 배당수준이 높아졌는데, 이는 대리인 문제를 해결하기 위한 방안으로 배당이 활용될 수 있음을 의미한다¹⁶⁾.

한편, 배당과 자기자본 규제와의 관계를 다룬 선행연구들에서 제시하는 바와 달리 전체 은행을 대상으로 했을 경우, 규제 압력으로 인한 배당 수준의 변화를 지지하는 결과는 발견되지 않았다. 또한 전전기(t-2)의 배당률이 당기의 배당률에 영향을 미치는 것으로 나타나 은행들은 일정수준의 배당 수준을 유지하려는 모습을 보인다는 것을 확인할 수 있다.

16) Jensen(1986)은 기업의 배당지급을 통해 경영자가 관리하는 잉여현금이 경영자 자신을 위해 투자되는 유인을 줄이고 결과적으로 주주가치 훼손을 막을 수 있다고 주장하였다. 미래 내부자금이 투입되어야 할 투자기회가 존재하지 않는데도 배당으로 지급하지 않고 현금성 자산으로 유보해두면 도덕적 해이에 의해 경영자나 지배주주가 사적 이익을 위해 사용할 개연성이 있다. 이러한 가능성을 줄이려면 기업가치 제고를 위한 뚜렷한 명분이 없는 잉여현금흐름을 배당으로 지급함으로써 대리인비용을 줄일 수 있다. 기업이 잉여현금흐름을 배당으로 지급한다는 정책을 발표하는 것은 과도한 현금 축적에 의한 대리인 문제의 소지를 줄여 주주가치를 제고한다는 정보를 시장에 전달해 주가에도 긍정적인 영향을 준다. 박경서 외(2003)는 한국거래소에 상장된 제조기업을 대상으로 한 실증분석에서 외환위기 이후 잉여현금흐름이 많은 기업일수록 현금배당에 대해 시장이 긍정적인 반응을 보여 주가상승률이 높아짐을 발견했다. 박광우 외(2005)는 기업지배구조점수(CGI)를 이용해 지배구조가 좋은 기업의 기업가치와 배당 모두가 높음을 확인했다.

<표 5> 은행의 배당결정요인(전체 표본)

	전체 은행							
	배당성향				배당률			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
상수항	-2.6803**	-2.9517***	-2.3523**	-2.6997**	-0.0392***	-0.0393***	-0.0365**	-0.0355***
Tier1기본자기자본비율	-1.1156	-0.8042			-0.0300*	-0.0283*		
Bis자기자본비율			-2.3259	-1.5677			-0.0367**	-0.0367**
자산규모	0.1659***	0.1784***	0.1580***	0.1711***	0.0020***	0.0021***	0.0020***	0.0020***
성장성	-0.2612	-0.2596	-0.2715	-0.2665	-0.0006	-0.0006	-0.0007	-0.0007
ROE	0.5037	0.5578	0.5150	0.5929	0.0043	0.0068	0.0045	0.0075
소유집중도	0.1017	0.0879	0.1274	0.1093	0.0022**	0.0022***	0.0025***	0.0026***
NPL	-4.6785	-4.2307	-5.1756	-4.8222	-0.0594	-0.0633	-0.0678	-0.0773**
겸업화	-0.0013	-0.0964	-0.0167	-0.0890	0.0022	0.0020	0.0015	0.0016
비용효율성	-3.9134	-0.8942	-3.8610	-1.3293	0.4362**	0.4703**	0.4095**	0.4363**
PCA규제압력 더미		0.0875		0.0845		0.0010		0.0009
ROE × 규제압력더미		-0.0058		-0.0775		-0.0038		-0.0052
전기 배당성향(t-1)	-0.0834	-0.1062	-0.0857	-0.1049				
전기 배당성향(t-2)	-0.1381***	-0.1442***	-0.1378***	-0.1429***				
전기 배당성향(t-3)	-0.0442	-0.0476	-0.0536	-0.0535				
전기 배당률(t-1)					-0.0429	-0.0571	-0.0594	-0.0680
전기 배당률(t-2)					-0.2018	-0.1975***	-0.2131***	-0.2059***
전기 배당률(t-3)					-0.0827	-0.0820	-0.1015	-0.1012
year	포함							
관측치	166	166	166	166	166	166	166	166
Wald ch12	200.45	337.49	741.51	220.80	542.55	1457.58	860.31	939.26
Wald ch12 p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
m1	-2.1478	-2.2751	-2.1681	-2.2948	-2.4786	-2.5875	-2.5254	-2.6215
m1 p-value	0.0317	0.0229	0.0301	0.0217	0.0132	0.0097	0.0116	0.0088
m2	-1.1669	-1.0663	-1.1528	-1.0336	-1.3328	-1.1300	-1.2110	-1.0340
m2 p-value	0.2433	0.2863	0.2490	0.3013	0.1826	0.2585	0.2259	0.3011
Sargan	107.4980	106.9756	108.3351	107.401	100.3222	99.6509	102.4155	101.5097
Sargan p-value	0.1986	0.2085	0.1834	0.2005	0.1556	0.1670	0.1239	0.1370

주 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함
 2) Wald 검정의 귀무가설은 '모형 내 모든 계수가 0이다' 임
 3) Arellano and Bond 제2차 자기상관검정의 귀무가설은 '차분된 잔차항의 제2차 자기상관관계가 0이다' 임
 4) Sargan 검정은 과도식별조건에 대한 귀무가설은 '도구변수의 선택이 옳다' 임

그리고 표본을 정부소유은행과 민간은행으로 나누어 살펴본 결과는 아래 <표 6>에 제시되어 있다. 우선 정부소유은행의 경우, 기본자기자본 수준이 배당성향 및 배당률에 양(+)의 영향을 미치고 있으며, BIS비율과 배당수준 간 관계는 유의하지 않음을 확인할 수 있다. 이는 은행의 배당정책 결정 시, Tier1 기본자기자본비율이 고려됨을 의미한다.

그리고 자산규모, 성장성, 수익성이 높은 은행의 배당수준이 높은 것으로 나타났는데, 이는 Fama and French(2001)를 지지하는 결과이다. 특히, 성장성과 배당 간의 유의한 양(+)의 관계는 성장기회(투자기회)에 대해 주주 뿐 만 아니라 예금자/채권

자를 대상으로 하는 신호효과(signaling effect)가 있음을 의미한다. 또한 업무 겸업화·다각화 수준이 높으면 배당수준이 낮는데, 이는 다양한 부문으로의 확장이 진행될수록 투자가 증가하여 상대적으로 배당을 감소시키는 것으로 해석할 수 있다.

자기자본규제의 효과 측면에서 살펴보면, BIS자기자본비율이 11%에 미달하여 감독당국의 규제압력을 받게 되는 정부소유은행은 수익성이 높을지라도 배당수준이 낮아지고 있는데, 이는 부실화 위험을 줄이기 위해 리스크관리에 적극적으로 대응하는 것으로 해석할 수 있다.

반면, 민간은행의 경우, 자기자본비율이 배당에 유의미한 영향을 미치지 못하는 것으로 나타났다. 즉, 민간은행의 배당결정 시, 자본적정성이 고려된다는 것을 통계적으로 확인할 수 없었다. 또한 수익성은 배당률에 양(+의 영향을 미치지만 성장기회에 대한 신호효과는 발견되지 않았다. 그리고 정부소유은행 뿐 만 아니라 민간은행의 경우에도 자산규모가 크면 배당수준이 높은 것으로 나타났다.

그런데 <표 6>에서 자기자본 규제압력에 놓이게 되는 민간은행의 배당 축소의 직접적인 증거는 발견하지 못하였다. 즉, 자기자본규제에 상관없이 수익성(ROE)과 배당률이 비례하였는데, 이는 수익성 제고가 해당 은행의 건재함을 알리고 뱅크런을 막기 위한 비용소모적인 배당 전략으로 이어짐을 의미한다. 이러한 행태는 은행의 위험을 주주가 아닌 채권자·예금자에게 이전(risk-shifting) 시키는 것을 의미한다. 기존 연구에서 언급하는 바와 같이 이러한 주주 우선의 위험이전 현상은 대리인 문제, 즉 대주주의 사적이익 극대화 추구로 인해 발생할 수 있다.

본 연구는 추가적으로 자기자본규제로 인한 은행의 위험이전(risk-shifting) 행위를 확인하기 위해 자기자본비율 결정요인을 살펴보고 그 결과를 아래 <표 7>에 제시하였다. 여기서 확인할 수 있듯이 정부소유은행의 경우, 배당과 Tier1 자기자본비율 간 유의한 양(+의 관계를 발견하였다. <표 6>에서의 Tier1 자기자본비율이 배당에 영향을 미친다는 결과를 고려하면, 정부소유은행은 배당수준과 자기자본수준을 동시에 고려한다는 것으로 해석이 가능하다.

그리고 민간은행 중 자기자본 규제압력에 직면한 은행은 높은 수익성을 보일 경우에 오히려 자기자본비율(BIS, Tier1) 제고 노력이 소홀해 지는 것을 확인할 수 있다. 즉, 규제압력 직면 하의 낮은 자기자본비율은 은행의 위험을 채권자·예금자로 이전시키는 증거이다. 또한 민간은행의 자기자본수준 결정에 있어 배당은 유의한 음(-)의 관계를 보이고 있는데, 앞서 배당결정에 있어 자기자본비율이 영향을 미치지 못한다는 결과(<표 6>)를 고려하면, 민간은행은 배당수준을 고려한 후 자기자본수준을 결정한다는 것을 알 수 있다.

<표 6> 정부소유은행과 민간은행의 배당결정요인

	정부소유은행																민간은행															
	배당정향								배당률								배당정향								배당률							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)	(29)	(30)		
상수항	-0.4041	-0.5787	-0.2514	-0.4958	-0.0229***	-0.0257***	-0.0173***	-0.0229***	-2.0331	-2.2428*	-1.6577	-1.9857	-0.0413**	-0.0449**	-0.0373**	-0.0408**																
Tier1/본자본비율	3.2462**				0.0423***	0.0502***			-1.9598	-0.6458			-0.0176	-0.0096																		
Bis자기자본비율			-1.8760	-1.2283			-0.0025	0.0169			-3.0035	-1.8244																				
자산규모	0.0272	0.0383	0.0442	0.0551**	0.0007**	0.0008**	0.0007**	0.0008***	0.1500*	0.1471**	0.1391**	0.1398**	0.0024***	0.0024***	0.0022***	0.0022**																
성장성	0.2791*	0.2953**	0.1117	0.1348	0.0081***	0.0083***	0.0063**	0.0064***	-0.2604	-0.3484	-0.2864	-0.3598	-0.0023	-0.0027	-0.0024	-0.0026																
ROE	0.0135	0.5123***	0.0989	0.4293***	0.0065***	0.0104***	0.0067***	0.0093***	0.3189	0.3666	0.3750	0.4685	0.0059*	0.0106**	0.0062**	0.0113**																
소유집중도	-0.1071	-0.1699	-0.0801	-0.1196	0.0024***	0.0025***	0.0015**	0.0019***	0.0467	0.0342	0.0703	0.0539	0.0008	0.0010	0.0010	0.0013**																
NPL	0.6351*	0.2337	0.8694*	0.5976	0.0836***	0.0810***	0.0892**	0.1012***	-4.4483	-5.1594	-4.0396	-4.9005	-0.0242	-0.0385	-0.0229	-0.0386																
검열화	-0.4298***	-0.7081***	-0.8230***	-1.0380***	-0.0067***	-0.0097***	-0.0092***	-0.0113***	0.2051	0.2204	0.1614	0.2218	0.0028	0.0029	0.0020	0.0021																
비용효율성	14.0746***	12.9647**	11.3660	10.9232	0.1930***	0.1848***	0.2077	0.1920*	1.7248	1.4469	-0.0235	1.2631	0.3700	0.4059	0.3488	0.4030*																
PCA규제압력 터미		0.1165***		0.0920**		0.0012*		0.0012***		0.1851		0.1778		0.0019*		0.0017*																
ROE × 규제압력터미		-0.5196***		-0.3397***		-0.0053*		-0.0037		-0.1055		-0.1652		-0.0064		-0.0074																
진기 배당정향(t-1)	0.0456	0.0260	0.1155	0.0879																												
진기 배당률(t-1)					0.3031*	0.2474	0.3514**	0.2696*																								
진기 배당률(t-2)					-0.2390	-0.2098	-0.1955	-0.1847																								
year	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함									
관측치	69	69	69	69	58	58	58	58	134	134	134	134	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125	125		
Wald chi2	103095.70	3184.41	14781.43	22503.89	326.24	7484.18	3.21e+10	5.57e+10	4805.36	20167.00	8480.14	1677.86	850.33	782.47	410.02	534.98																
Wald chi2 p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000																
m1	-2.1310	-2.1065	-2.2581	-2.2061	-1.7654	-1.7212	-1.7769	-1.7670	-2.0766	-2.2412	-2.1238	-2.2699	-2.2732	-2.3898	-2.2886	-2.3622																
m1 p-value	0.0331	0.0352	0.0239	0.0274	0.0775	0.0852	0.0756	0.0772	0.0378	0.0250	0.0337	0.0232	0.0230	0.0169	0.0221	0.0182																
m2	-0.6068	-0.2194	-0.8018	-0.2829	1.2851	1.5740	1.2407	1.4319	-1.6772	-1.3083	-1.7788	-1.4086	-1.4505	-0.7483	-1.0471	-0.3724																
m2 p-value	0.5439	0.8263	0.4226	0.7772	0.1988	0.1155	0.2147	0.1522	0.0935	0.1908	0.0753	0.1590	0.1469	0.4543	0.2951	0.7095																
Sargan	34.7139	31.3498	34.5319	31.2958	23.8795	21.0800	23.9737	20.4926	95.1186	95.1761	95.1066	95.1011	89.9094	89.1140	91.4525	90.7202																
Sargan p-value	0.7067	0.8343	0.7144	0.8360	0.9393	0.9695	0.9375	0.9758	0.2350	0.2337	0.2352	0.2354	0.2832	0.3033	0.2462	0.2634																

주 1) * **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

2) Wald 검정의 귀무가설은 '모형 내 모든 계수가 0이다' 임

3) Arellano and Bond 제2차 자기상관검정의 귀무가설은 '차분된 잔차항의 제2차 자기상관관계가 0이다' 임

4) Sargan 검정은 과도식별조건에 대한 귀무가설은 '도구변수의 선택이 옳다' 임

4.3. 배당이 수익성에 미치는 영향

본 절에서는 정부소유은행과 민간은행의 경영성과에 배당성향과 배당률이 미치는 영향을 확인하였다. 아래 <표 8>에서 확인할 수 있듯이 정부소유은행의 배당률은 경영성과, 즉 수익성에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 일반적으로 정부소유은행은 주로 경영정상화 단계 혹은 직후 단계에 있는데, 이들 은행의 배당은 시장에 긍정적인 신호를 전달하는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 배당수준과는 달리 자본적정성이 수익성이 미치는 유의미한 영향은 확인되지 않았으며, 정부소유은행은 기본적으로 자산규모가 크고 안정적(저성장)인 경우 ROA가 높은 것으로 나타났다.

또한 소유집중도가 높을수록 경영성과가 높았는데, 이는 경영정상화를 추구하는 정부소유은행의 특성 상 최대주주 및 특수관계인의 지분이 집중된 형태의 소유구조가 효율적 의사결정으로 이어짐을 의미한다. 한편, 자기자본 규제압력 하의 배당이 경영성과에 미치는 영향은 통계적으로 유의하지 않았다.

민간은행의 경우, 자기자본 수준은 민간은행의 경영성과에 유의한 양(+)의 영향을 미친다. 하지만 배당수준과 경영성과의 관계는 유의미하지 않았다. 그리고 민간은행, 정부소유은행 모두 순이자마진이 높을 경우 수익성이 높은 것으로 나타났으며, NPL은 경영성과와 음(-)의 관계를 보임을 확인하였다.

한편, 자본적정성이 미흡하여 규제압력에 직면한 민간은행의 경우 배당에 따른 수익성 증대 효과를 발견하였다. 이는 뱅크런을 막기 위한 신호가 효과적으로 전달되는 것으로 판단할 수 있지만, 비용소모적인 배당정책이 경영위험을 증가시킬 가능성이 높다.

4.4. 배당이 경영위험에 미치는 영향

본 절은 정부소유은행과 민간은행의 경영위험(ROE의 표준편차)에 배당(배당성향, 배당률)이 미치는 영향을 확인하였다(<표 9>). 우선, 정부소유은행의 경우, 자기자본 규제압력 하의 배당으로 인한 경영위험의 감소를 확인하였다. 이는 주주, 채권자/예금자 등 이해관계자에 대한 신호효과가 수익성 증가 뿐 만 아니라 수익의 안정화를 가능하게 하여 경영위험(부도위험)을 감소시키는 것으로 파악 가능하다. 한편, BIS자기자본비율, 자산규모, 성장성은 정부소유은행의 위험에 양(+)의 영향을 미치는 반면, 비용효율성이 좋지 않을수록 위험이 증가하였다.

민간은행의 경우, 자본적정성이 미흡하여 규제압력에 직면할 때의 배당증가는 경영위험을 가중시킴을 발견하였다. 앞의 <표 6>에서 확인한 바와 같이 민간은행의 높은 배당 수준은 신호효과로서 수익성 향상에는 기여할 수 있으나 안정적인 수익시현에는 부정적 영향을 미치는 것으로 나타났다.

<표 8> 정부소유은행과 민간은행의 배당이 수익성에 미치는 영향

	정부소유은행																민간은행																
	ROA								ROA								ROA								ROA								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	
상수항	-0.0682***	-0.0644***	-0.0616***	-0.0553***	-0.0530***	-0.0467**	-0.0421**	-0.0317*	-0.0114	-0.0103	-0.0073	-0.0064	-0.0094	-0.0083	-0.0059	-0.005	-0.0682***	-0.0644***	-0.0616***	-0.0553***	-0.0530***	-0.0467**	-0.0421**	-0.0317*	-0.0114	-0.0103	-0.0073	-0.0064	-0.0094	-0.0083	-0.0059	-0.005	
배당성장	-0.0022	-0.0015	-0.0037	-0.0023	0.9120***	0.9765**	0.8385*	1.0100**	0.0014**	-0.0007	0.0012*	-0.0005	0.1808**	0.0027	0.1674*	0.0109	-0.0022	-0.0015	-0.0037	-0.0023	0.9120***	0.9765**	0.8385*	1.0100**	0.0014**	-0.0007	0.0012*	-0.0005	0.1808**	0.0027	0.1674*	0.0109	
배당률	0.0842	0.0683			0.1061	0.0830			0.0840***	0.0715**			0.0888***	0.0715**			0.0842	0.0683			0.1061	0.0830			0.0840***	0.0715**			0.0888***	0.0715**			
Bis-자기자본비율																																	
Tier1/본자/자본비율																																	
자산규모	0.0021***	0.0020***	0.0022***	0.0020**	0.0015***	0.0013**	0.0016**	0.0013**	0.0004	0.0006	0.0004	0.0004	0.0004	0.0005	0.0003	0.0004	0.0021***	0.0020***	0.0022***	0.0020**	0.0015***	0.0013**	0.0016**	0.0013**	0.0004	0.0006	0.0004	0.0004	0.0005	0.0003	0.0004		
성장성	-0.0248***	-0.0255***	-0.0245**	-0.0262**	-0.0268***	-0.0275***	-0.0271**	-0.0297***	-0.0047	-0.0045	-0.0052	-0.0049	-0.0044	-0.0041	-0.0051	-0.0046	-0.0248***	-0.0255***	-0.0245**	-0.0262**	-0.0268***	-0.0275***	-0.0271**	-0.0297***	-0.0047	-0.0045	-0.0052	-0.0049	-0.0044	-0.0041	-0.0051	-0.0046	
NIM	0.6909***	0.6944***	0.7499***	0.7323***	0.5338***	0.5273***	0.5997***	0.5668***	0.2595**	0.2687***	0.2562**	0.2817***	0.2280**	0.2429***	0.2530***	0.2558***	0.6909***	0.6944***	0.7499***	0.7323***	0.5338***	0.5273***	0.5997***	0.5668***	0.2595**	0.2687***	0.2562**	0.2817***	0.2280**	0.2429***	0.2530***	0.2558***	
소유집중도	0.0096**	0.0092**	0.009**	0.0086*	0.0070*	0.0066*	0.0063	0.0055	-0.0007	-0.0003	-0.0010	-0.0006	-0.0006	-0.0001	-0.0010	-0.0006	0.0096**	0.0092**	0.009**	0.0086*	0.0070*	0.0066*	0.0063	0.0055	-0.0007	-0.0003	-0.0010	-0.0006	-0.0006	-0.0001	-0.0010	-0.0006	
NPL	-0.0342	-0.0416	-0.0811	-0.0753	-0.0874	0.0063	-0.158	-0.1552	-0.2803***	-0.2958***	-0.2627***	-0.2703***	-0.2764***	-0.292***	-0.2618***	-0.2737***	-0.0342	-0.0416	-0.0811	-0.0753	-0.0874	0.0063	-0.158	-0.1552	-0.2803***	-0.2958***	-0.2627***	-0.2703***	-0.2764***	-0.292***	-0.2618***	-0.2737***	
검열화	-0.0054	-0.0054	-0.0115*	-0.0086	0.0052	0.1604	-0.0027	0.0024	0.0028	0.0025	-0.0002	-0.0005	0.0028	0.0024	-0.0004	-0.0004	-0.0054	-0.0054	-0.0115*	-0.0086	0.0052	0.1604	-0.0027	0.0024	0.0028	0.0025	-0.0002	-0.0005	0.0028	0.0024	-0.0004	-0.0004	
비용효율성	0.3834	0.3813	0.5398	0.4813	0.1542	-0.1023	0.3875	0.2798	-0.1794	-0.1958	-0.2786*	-0.3019**	-0.2298	-0.2147	-0.3300*	-0.3044*	0.3834	0.3813	0.5398	0.4813	0.1542	-0.1023	0.3875	0.2798	-0.1794	-0.1958	-0.2786*	-0.3019**	-0.2298	-0.2147	-0.3300*	-0.3044*	
PCA규제압력 대비																																	
배당성장 x 규제압력 대비																																	
배당률 x 규제압력 대비																																	
전기 ROA(t-1)	0.0959***	0.1019**	0.1042**	0.1205**	0.0636*	0.0730*	0.0814	0.1017*	0.1975***	0.2248***	0.1553***	0.1866**	0.1878***	0.2231***	0.1409**	0.1778***	0.0959***	0.1019**	0.1042**	0.1205**	0.0636*	0.0730*	0.0814	0.1017*	0.1975***	0.2248***	0.1553***	0.1866**	0.1878***	0.2231***	0.1409**	0.1778***	
전기 ROA(t-2)	0.0422	0.0442	0.0528	0.0537	0.0209	0.0221	0.0393	0.0383	-0.3932***	-0.3881***	-0.3996***	-0.3990***	-0.3973***	-0.4029***	-0.4047***	-0.4106***	0.0422	0.0442	0.0528	0.0537	0.0209	0.0221	0.0393	0.0383	-0.3932***	-0.3881***	-0.3996***	-0.3990***	-0.3973***	-0.4029***	-0.4047***	-0.4106***	
year	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	
관측치	58	58	58	58	58	58	58	58	125	125	125	125	125	125	125	125	58	58	58	58	58	58	58	58	125	125	125	125	125	125	125	125	125
Wald chi2	298.43	270.30	12728.09	3273.18	2650.58	2484.79	2.83e+07	5111.94	4245.89	4971.84	42768.14	17314.80	2168.79	6612.31	17673.89	15765.97	298.43	270.30	12728.09	3273.18	2650.58	2484.79	2.83e+07	5111.94	4245.89	4971.84	42768.14	17314.80	2168.79	6612.31	17673.89	15765.97	
Wald chi2 p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	
m1	-1.7924	-1.6617	-1.7109	-1.6725	-1.7537	-1.7263	-1.7734	-1.8445	-1.8216	-1.8899	-1.8582	-1.9263	-1.7815	-1.8466	-1.8050	-1.8683	-1.7924	-1.6617	-1.7109	-1.6725	-1.7537	-1.7263	-1.7734	-1.8445	-1.8216	-1.8899	-1.8582	-1.9263	-1.7815	-1.8466	-1.8050	-1.8683	
m1 p-value	0.0731	0.0966	0.0871	0.0944	0.0795	0.0843	0.0762	0.0651	0.0685	0.0588	0.0631	0.0541	0.0748	0.0648	0.0711	0.0617	0.0731	0.0966	0.0871	0.0944	0.0795	0.0843	0.0762	0.0651	0.0685	0.0588	0.0631	0.0541	0.0748	0.0648	0.0711	0.0617	
m2	-1.6836	-1.2892	-1.8373	-1.3213	-1.3491	-1.0081	-1.8119	-0.8244	1.4912	1.4706	1.4480	1.2932	1.5180	1.4806	1.4884	1.3506	-1.6836	-1.2892	-1.8373	-1.3213	-1.3491	-1.0081	-1.8119	-0.8244	1.4912	1.4706	1.4480	1.2932	1.5180	1.4806	1.4884	1.3506	
m2 p-value	0.0923	0.1973	0.0662	0.1864	0.1773	0.3134	0.0700	0.4097	0.1359	0.1414	0.1476	0.1959	0.1290	0.1387	0.1367	0.1768	0.0923	0.1973	0.0662	0.1864	0.1773	0.3134	0.0700	0.4097	0.1359	0.1414	0.1476	0.1959	0.1290	0.1387	0.1367	0.1768	
Sargan	24.3843	21.6206	25.3195	21.5121	24.2242	21.0241	24.6834	20.0480	99.5468	94.2518	96.8226	91.3400	97.9604	92.9252	100.598	95.3667	24.3843	21.6206	25.3195	21.5121	24.2242	21.0241	24.6834	20.0480	99.5468	94.2518	96.8226	91.3400	97.9604	92.9252	100.598	95.3667	
Sargan p-value	0.9449	0.9627	0.9271	0.9641	0.9476	0.9701	0.9396	0.9798	0.3281	0.4733	0.4004	0.5585	0.3694	0.5120	0.3020	0.4413	0.9449	0.9627	0.9271	0.9641	0.9476	0.9701	0.9396	0.9798	0.3281	0.4733	0.4004	0.5585	0.3694	0.5120	0.3020	0.4413	

주 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

2) Wald 검정의 귀무가설은 '모형 내 모든 계수가 0이다' 임

3) Arellano and Bond 제2차 자기상관검정의 귀무가설은 '차분된 잔차항의 제2차 자기상관관계가 0이다' 임

4) Sargan 검정은 과도식별조건에 대한 귀무가설은 '도구변수의 선택이 옳다' 임

<표 9> 정부소유은행과 민간은행의 배당이 위험에 미치는 영향

	정부소유은행																민간은행															
	ROE 표준편차								ROE 표준편차								ROE 표준편차								ROE 표준편차							
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(22)	(23)	(24)	(25)	(26)	(27)	(28)				
상수항	-0.1126***	-0.1793***	-0.0821**	-0.1376***	-0.1713***	-0.1873***	-0.1355**	-0.1472**	-0.1782	-0.1915	-0.2004	-0.1913	-0.2200	-0.2273	-0.2331	-0.2441																
배당성장	0.0001	0.0355***	-0.0004	0.0370**					-0.0156	-0.0364**	-0.0168	-0.0375**																				
배당률					-4.4047	-0.9706	-4.1853	-0.5677																								
Bis자기자본비율	0.2965	0.3699**			0.3349	0.3906**			-0.0775	-0.0240																						
Tier1/본사자본비율			-0.0203	-0.1013			0.0045	0.1051																								
자산규모	0.0018	0.0040**	0.0021	0.0044**	0.0032	0.0059**	0.0034	0.0056***	0.0081	0.0090	0.0103	0.0102	0.0099	0.0105	0.0113	0.0122																
성장성	0.1779**	0.1100**	0.1793**	0.1089**	0.1744**	0.1148**	0.1775**	0.1232***	-0.0233	-0.0205	-0.0311	-0.0280	-0.0263	-0.0201	-0.0281	-0.0253																
NIM	-4.2606***	-1.6953*	-4.0985***	-1.5302*	-4.0224***	-1.7411***	-3.8799***	-1.7169**	1.1229	0.7524	1.6110	1.0326	1.5952	1.0378	1.5500	1.2602																
소유집중도	0.0265	0.0233	0.0209	0.0167	0.0389	0.0084	0.0331	0.0044	0.0227*	0.0185	0.0260**	0.0233**	0.0220	0.0191	0.0272**	0.0222**																
NPL	-0.3881	-0.3520	-0.5955	-0.6378	-0.2333	-0.1806	-0.4679	-0.4228	0.1137	-0.0639	-0.1049	-0.3816	0.1334	-0.0605	-0.1463	-0.2847																
검정화	0.1881***	0.0570	0.1650**	0.0315	0.1802***	0.0472	0.1566***	0.0290	-0.0368	-0.0404	-0.0267	-0.0317	-0.0351	-0.0423	-0.0281	-0.0344																
비용효율성	8.4272**	6.6432**	9.3783**	7.8438**	9.6817***	6.2560**	10.7014**	7.3245**	2.2131	2.7686	2.4035	2.8400	3.0487	3.8902	3.5201	4.1217*																
PCA규제입력 터미		0.0444***		0.0428**		0.0391**		0.0382**		-0.0109		-0.0105		-0.0074		-0.0067																
배당성장 x 규제입력터미		-0.1084***								0.0395***		0.0381**																				
배당률 x 규제입력터미						-9.2236***		-9.7789**																								
배당률																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																
변동성																																
변동성 x 규제입력터미																																

4.5. 강건성 검증

본 절은 규제압력에 직접적으로 직면함을 나타내는 더미변수 대신 금융위기 기간 더미변수를 이용하여 규제의 효과성을 재검증한다. 금융위기 기간에는 은행산업 전반적으로 자기자본수준이 하락하여 감독당국의 리스크 관리 측면에서 규제 압력이 증가할 가능성이 매우 크기 때문이다. 아래 <표 10>에서 볼 수 있듯이 정부소유은행의 배당 수준은 기본자기자본에 유의한 양(+)¹⁾의 영향을 받고 있으며, 자산규모, 성장성, 수익성 등의 재무변수가 배당에 영향을 미친다. 그리고 규제의 효과를 살펴보기 위해 위기기간 변수와 수익성 변수의 교차항이 배당에 미치는 영향을 살펴보았다. 결과적으로 정부소유은행과 민간은행 모두 앞 절의 결과를 지지하는 것으로 나타났다. 즉, 정부소유은행의 경우, 위기기간 동안의 높은 수익에도 불구하고 리스크 관리를 위한 배당 억제 효과를 확인할 수 있지만, 민간은행의 경우, 오히려 배당이 증가하는 것으로 나타났다. 이는 은행 경영위험을 채권자에게 이전하는 위험이전 행태를 직접적으로 보여주는 결과라 할 수 있다.

<표 10> 정부소유은행과 민간은행의 배당결정요인(금융위기 기간 고려)

	정부소유은행				민간은행			
	배당성향		배당률		배당성향		배당률	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
상수항	-1.1732***	-1.0097***	-0.0225***	-0.0185***	-2.6004**	-2.1466*	-0.0400**	-0.0365**
Tier1자기자본비율	3.8256***		0.0396***		-1.8073		-0.0114	
Bis자기자본비율		-0.8000		-0.0029		-3.0611		-0.0235
자산규모	0.0527**	0.0665***	0.0007**	0.0007**	0.1538**	0.1418**	0.0023***	0.0022***
성장성	0.3269	0.1049	0.0074***	0.0055**	-0.3424	-0.3642	-0.0021	-0.0022
ROE	0.3020***	0.3405***	0.0071***	0.0073***	0.5480*	0.6219*	0.0055*	0.0058*
소유집중도	-0.0133	-0.0595	0.0022***	0.0015**	0.0719	0.0892	0.0007	0.001
NPL	7.8902***	9.3171***	0.0910***	0.0981***	-2.0902	-1.7167	-0.0254	-0.0242
검열화	-0.2287	-0.7085***	-0.0110***	-0.0142***	0.1801	0.0853	0.0026	0.0021
비용효율성	22.9283***	20.5822	0.1811***	0.1933	8.5241	5.8592	0.3526	0.3432
위기기간 더미	-0.2926***	-0.1543**	0.0023**	0.0029***	-0.1074	-0.1095	-0.0045***	-0.0042**
ROE x 위기기간 더미	-0.3462	-0.6694*	-0.0110**	-0.0129**	1.7587***	1.7263***	0.0172***	0.0168***
전기 배당성향(t-1)	-0.0379	0.0129			-0.0769	-0.0859		
전기 배당성향(t-2)	-0.4292***	-0.3631***			-0.0424	-0.0366		
전기 배당률(t-1)			0.2877*	0.3311**			-0.1053	-0.1105
전기 배당률(t-2)			-0.2156	-0.1720			-0.1492***	-0.1511***
year	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함
관측치	58	58	58	58	125	125	125	125
Wald ch12	3297.27	17638.84	400.81	731.49	83370.41	29397.80	14702.26	4108.60
Wald ch12 p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
m1	-2.0454	-2.1016	-1.7486	-1.7576	-1.9615	-1.9962	-2.1847	-2.2135
m1 p-value	0.0408	0.0356	0.0804	0.0788	0.0498	0.0459	0.0289	0.0269
m2	1.6908	1.6880	1.2984	1.2329	0.0304	0.1280	-0.3430	-0.1119
m2 p-value	0.0909	0.0914	0.1942	0.2176	0.9757	0.8981	0.7315	0.9108
Sargan	19.6530	19.9009	22.8771	22.9956	93.521	93.1247	88.0338	89.5509
Sargan p-value	0.9914	0.9903	0.9428	0.9406	0.2017	0.2098	0.3319	0.2922

주 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

2) Wald 검정의 귀무가설은 '모형 내 모든 계수가 0이다' 임

3) Arellano and Bond 제2차 자기상관검정의 귀무가설은 '차분된 잔차항의 제2차 자기상관관계가 0이다' 임

4) Sargan 검정은 과도식별조건에 대한 귀무가설은 '도구변수의 선택이 옳다' 임

그리고 <표 11>은 경영성과, 즉 수익성에 배당이 미치는 영향을 살펴보기 위해 ROA 대신 ROE를 종속변수로 이용하고, 경영위험의 대리변수로 ROE의 표준편차 대신 Z-Score를 이용한 결과이다. Z-Score¹⁷⁾는 부도 거리를 의미하므로 그 값이 작을수록 경영위험이 높다는 의미로 해석된다.

우선, 정부소유은행의 경우, ROE, 즉 경영성과에 배당률이 미치는 유의미한 영향이 발견되었으며, 규제 압력 하의 배당으로 인한 통계적으로 유의한 영향은 확인되지 않았다. 반면, 민간은행의 경우 자기자본 수준은 ROE에 유의한 양(+)의 영향을 미치지만 배당수준과 경영성과의 관계는 유의미하지 않았으며, 자본적정성 수준이 미흡하여 규제압력에 직면할 때 배당에 따른 수익성 증대 효과를 발견하였다.

또한 정부소유은행과 민간은행의 경영위험에 배당성향, 배당률이 미치는 영향을 Z-score 변수를 통해 재확인하였는데, 정부소유은행은 자기자본 규제압력 하의 배당으로 인한 경영위험의 감소가 나타났다. 이는 앞 절에서 언급한 바와 같이 배당의 신호효과가 수익 안정화를 유도하여 부도위험을 감소시키는 것으로 해석할 수 있다. 하지만 민간은행의 경우, 규제압력에 직면할 때의 배당증가는 경영위험을 가중시키는 것을 확인하였다.

17) Z-Score는 부도거리(the distance from insolvency)를 의미하며, $(ROA + \text{자기자본비율}) / (\text{과거 3년 ROA 표준편차})$ 로 계산하였다. Z-Score값이 커질수록 이익충격 1단위 당 충격흡수 여력이 크다는 의미이다.

<표 11> 정부소유은행과 민간은행의 배당이 수익성과 위험에 미치는 영향(ROE, Z-Score 고려)

	정부소유은행										민간은행									
	ROE					Z-Score					ROE					Z-Score				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)				
상수항	-0.0637	0.0590	0.1676	0.3392	8.0507***	12.606***	11.9159***	15.8773**	0.6441	0.6263*	0.6546	0.6262*	7.7904**	10.7794***	6.9806**	9.1662***				
배당성장	-0.0145	0.0216			2.1918**	1.8316***			-0.0095	-0.0128			0.5112**	0.6135**						
배당률			16.3988*	17.5719*			343.2192**	88.5523			-0.3549	-0.7678			-19.6226	-4.0011				
Bis자기자본비율	-0.9157		-0.4050		-2.8242		-1.6812		0.3037		0.4836		7.1061		6.7995					
Tier1/분자기 자본비율		-2.9911**		-2.9131**		-25.8228*	-16.5106			1.1164*		1.0654*		6.9485		5.2809				
자산규모	0.0092	0.012	0.0018	0.0049	-0.3535	-0.3329	-0.4062*	-0.4092*	-0.0224	-0.0229	-0.0225	-0.0227	-0.1548	-0.288**	-0.1137	-0.1467				
성장성	-0.3843**	-0.5377***	-0.4427***	-0.5971***	-3.4135	-6.1637***	-4.1118**	-7.0677***	0.0005	0.0003	0.0054	0.0069	-1.1605	-0.6732	-1.3052*	-1.3014*				
NIM	12.9349***	14.5212***	10.4952**	12.4914***	95.9734	95.8356***	58.0808	81.5475**	0.6785	1.2044	0.4909	1.1581	14.4533	10.9551	18.9787	19.5012				
소유집중도	0.0546	0.019	0.0327	-0.0148	0.4097	1.3433	-0.4498	0.2438	0.0286	0.0114	0.0277	0.0113	-1.1239***	-0.7893*	-1.1469***	-1.0553***				
NPL	-3.0733	-2.5362	-3.6512	-3.3139	38.4941	-5.6167	32.7382	0.2573	-7.5738***	-7.2852***	-7.6138***	-7.3731***	-42.032***	-40.683	-44.393***	-47.8978***				
검열화	0.1610	0.1147	0.3629	0.2821	-9.4715**	-1.4935	-7.1988	-0.5208	0.1063***	0.0677**	0.1086***	0.0718**	1.8188**	1.2311*	2.057***	1.8036***				
비용효율성	0.3140	-2.8893	-5.0553	-7.6906	-2.697336	-205.22***	-337.0064	-226.27***	-5.231	-6.2909*	-5.1853	-6.0398*	-150.26***	-144.92***	-144.58***	-149.28***				
PCA규제압력 터미	-0.0885	-0.0359	-0.0459**	-0.0453	0.8468	-1.0399***	0.5353	-0.8885**	-0.0563**	-0.0469*	-0.057**	-0.0487*	0.3739	0.0267	0.2869	0.2286				
배당성장 x 규제압력터미	-0.0356	-0.0488			-2.2148	2.0759***			0.0800**	0.0698**			-0.5616*							
배당률 x 규제압력터미			2.7219	-1.7264			-175.1197	227.44**				10.0193***			3.3487	0.5194				
과거 수익성 or 위험																				
year	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함	포함				
관측치	58	58	58	58	53	41	53	46	125	125	125	125	119	101	119	111				
Wald chi2	237.39	4.75e+06	299.38	22224.09	3208.05	156.81	4385.50	75.05	4018.59	13247.77	1956.25	2564.52	271.88	1.03e+10	270.28	208.93				
Wald chi2 p-value	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000				
m1	-1.7897	-1.8504	-1.8838	-1.9928	-1.8164	-1.7098	-1.7761	-1.6978	-2.2575	-2.1295	-2.2751	-2.1679	-2.2468	-2.2221	-2.3363	-2.2726				
m1 p-value	0.0735	0.0643	0.0596	0.0463	0.0693	0.0873	0.0757	0.0895	0.0240	0.0332	0.0229	0.0302	0.0246	0.0263	0.0195	0.0231				
m2	-0.9631	-0.9537	-1.0956	-0.9701	-1.1577	-1.0381	-2.1240	-1.0885	-1.5947	-1.8893	-1.5239	-1.8577	-0.9921	0.2212	-0.9775	0.7103				
m2 p-value	0.3355	0.3403	0.2732	0.3320	0.2470	0.2992	0.0337	0.2764	0.1108	0.0589	0.1275	0.0632	0.3212	0.8249	0.3283	0.4775				
Sargan	23.1452	22.5168	22.3668	21.8071	16.7892	6.5818	16.3787	13.5734	117.1620	120.144	117.5029	123.2656	70.7408	58.3031	70.0329	68.6504				
Sargan p-value	0.9378	0.9491	0.9516	0.9601	0.9750	0.9961	0.9793	0.9687	0.0531	0.0358	0.0508	0.0231	0.7350	0.8949	0.7545	0.7404				

주 1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 의미함

2) Wald 검정의 귀무가설은 '모형 내 모든 계수가 0이다' 임

3) Arellano and Bond 제2차 자기상관검정의 귀무가설은 '차분된 잔차항의 제2차 자기상관관계가 0이다' 임

4) Sargan 검정은 과도식별조건에 대한 귀무가설은 '도구변수의 선택이 좋다' 임

5. 결론 및 시사점

본 연구는 기존 연구와 달리 동태적 패널모형을 통해 국내 은행의 배당결정요인과 배당정책이 은행의 경영성과 및 위험에 미치는 영향을 다각적으로 검토하였다. 이를 위해 1999년부터 2015년까지의 전체 은행 표본을 정부소유은행과 민간은행으로 나누어 분석하였으며, 분석결과를 요약하면 아래와 같다.

정부소유은행의 경우, 민간은행과 달리 자본적정성을 고려하여 배당정책 결정을 내리고 있으며, 자기자본규제는 자본적정성 미흡 은행의 배당억제를 유도하고 있다. 특히, 민간은행의 경우, 당국의 자기자본 규제압력에 직면하는 경우 오히려 규제압력 하에서의 자본적정성 하락 유인, 즉 은행 경영위험의 채권자·예금자로의 이전(risk-shifting)을 발견하였다.

또한 정부소유은행의 배당은 경영성과에 긍정적인 영향을 미치는 반면, 민간은행 경우 자기자본 수준이 경영성과와 양(+)의 관계를 가지는 것으로 확인되었다. 그리고 정부소유은행에 대한 자기자본 규제압력은 수익성의 증가 뿐 만 아니라 경영위험 감소에도 기여하는 것으로 나타났지만, 민간은행의 경우 비용소모적인 배당으로 인해 경영위험이 가중됨을 확인하였다.

본 연구는 자본적정성과 배당이 유의미한 관계를 가지는지 확인함과 동시에 은행의 위험추구행위를 억제하고 지급불능을 방지하기 위해 필요한 자기자본규제의 효과성(effectiveness)을 검토함으로써, 개별은행 뿐 만 아니라, 감독당국에 정책적 시사점 제공한다. 개별은행은 배당정책에 영향을 미칠 수 있는 다양한 재무적 요인들을 고려하여 배당의 효과를 적극적으로 발생시키는 동시에 자기자본 규제를 고려한 리스크 관리가 필요하다.

또한 민간은행의 경우에는 자기자본규제의 효과가 미약한 것으로 나타났는데, 이는 자본적정성이 미흡한 은행에 대한 현행 배당제한 규제에 더하여 은행 배당정책에 대한 개별적 감독을 강화할 필요가 있음을 시사한다. 이를 통해 자본적정성을 고려한 배당정책을 유도하고, 자기자본규제 압력으로 인한 위험이전 현상을 방지할 수 있다. 즉, 위험추구행위를 야기하며 경영위험을 증가시키게 되는 배당에 대한 규율효과를 기대할 수 있을 것이다. 아울러 이러한 결과들은 은행업권 전체의 자본적정성 수준이 급락할 가능성이 높은 대내외적 금융위기 기간에는 배당정책과 관련하여 감독당국의 적극적인 개입이 필요함을 시사한다. 자산불투명성, 정보비대칭이 심화되는 금융위기 기간의 비용소모적 배당은 자기자본비율 하락과 경기순응적 대출 회수를 야기하여 금융불안정 심화가 우려되기 때문이다.

그리고 경영성과, 위험 등의 측면에서 정부소유은행의 배당정책은 높은 경영성과

및 낮은 경영위험 등의 긍정적인 요소를 내포하고 있으므로 이러한 배당정책을 활용한 적극적인 공적자금 회수 노력을 가속화할 필요가 있다. 또한 은행의 위험이전 행태를 고려하면 과거 경제위기 수준의 극단적인 위기 도래 시 예금자보호 수준 등에 대한 논의도 필요할 것이다.

본 연구는 국내 은행을 대상으로 자본적정성을 고려한 배당정책 및 경영성과를 연구한 최초의 연구이기에 이해관계자들의 의사결정 판단에 기초적인 틀을 제공할 수 있다는 점에서 의의를 가진다. 하지만 은행산업은 시간가변적인 각종 규제와 복잡한 대내외적 주요 현안에 직접적으로 노출되어 있기에 세밀한 실무적 접근 필요할 것이다.

<참고 문헌>

- 김동욱, 1989, 배당의 정보효과에 관한 실증적 연구, 재무관리연구, 제6권 제2호, pp. 97-112
- 김성민, 김지은, 2004, 현금배당 사전공시기업의 정보효과 및 배당락일의 주식수익률, 재무관리연구, 제21권 제1호, pp. 1-32
- 김우진, 이대기, 2017, 은행그룹의 비용구조가 경영성과에 미치는 영향, 한국금융연구원 KIF 연구보고서, 권6호, pp.1-118
- 남명수, 우춘식, 1987, 배당정책의 신호표시내용에 관한 실증적 검증, 증권학회지, 제9권 제1호, pp. 257-308
- 박경서, 이은정, 이인무, 2003, 국내 기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구, 재무연구, 제16권, pp. 195-229
- 박광우, 박래수, 황이석, 2005, 기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구, 증권학회지, 제34권, pp. 149-188
- 박영규, 2004, 배당변화를 통한 기업의 미래이익 예측가능성 연구, 증권학회지, 제33권 제4호, pp. 63-94
- 이상욱, 2014, 기업업력과 정부소유은행과의 관계, 보험금융연구, 제25권 3호, pp. 61-96
- 정성창, 전선애, 2014, 은행의 소유구조가 대출 및 경영성과에 미치는 영향, 산업경제연구 제27권 6호, pp. 2709-2735
- Abreua, J., M. Gulamhussen, 2013, Dividend payouts: Evidence from U.S. bank holding companies in the context of the financial crisis, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 22, pp. 54-65
- Acharya, V., H. Le, and H. Shin, 2017, Bank Capital and Dividend Externalities, *Review of Financial Studies*, Vol. 30, No. 3, pp. 988-1018
- Acharya, V. , Gujral, I., Kulkarni, N. and Shin, H. S., 2011, Dividends and bank

capital in the financial crisis of 2007-2009, NBER Working Paper

- Aharony, J. and I. Swary, 1980, Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis, *Journal of Finance*, Vol. 35, pp. 1-12
- Akerlof, G. A., and Romer, P. M., 1993, Looting: the economic underworld of bankruptcy for profit, *Brookings Papers on Economic Activity (Macroeconomics)*, pp. 1-73
- Arellano, M. and Bond, S., 1991, Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations, *Review of Economic Studies*, Vol. 58, pp. 277-97
- Bhattacharya, S., 1979, Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy, *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1, pp. 259-270
- Blundell, R. and Bond, S., 1998, Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models, *Journal of Econometrics*, Vol. 87, pp. 115-43
- Brav, A., J. Graham, C. Harvey, and R. Michaely, 2005, Payout Policy in the 21st Century, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, pp. 483-527
- Dhillon, U. S. and H. Johnson, 1994, The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices, *Journal of Finance*, Vol. 49, pp. 281-289
- Dickens R., K. Casey and J. Newman, 2002, Bank Dividend Policy: Explanatory Factors, *Quarterly Journal of Business and Economics*, Vol. 41, No. 1, pp. 3-12
- Fama E., K. French, 2001, Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, No. 1, pp. 3-43
- Forti, C., R. Schiozer, 2015, Bank dividends and signaling to information-sensitive depositors, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 56, pp. 1-11

- Jamal, A., M. Shariff and K. Al-Zubi, 2012, Propensity to Pay Dividends: Evidence from US Banking Sector, *International Journal of Economics and Finance*, Vol. 4, No. 9, pp. 130-141
- Jensen, M. C., 1986, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329
- John, K. and J. Williams, 1985, Dividend, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium," Vol. 40, No. 4, *Journal of Finance*, Vol. 40, pp. 1053-1070
- Kanas, A., 2013, Bank dividends, risk, and regulatory regimes, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, No 1, pp. 1 - 10
- Michaely, R., R. Thaler, and K. Womack, 1995, Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction and Drift? *Journal of Finance*, Vol. 50, pp. 573-608
- Miller, M. H. and K. Rock, 1985, Dividend Policy under Asymmetric Information, *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4, pp. 1031-1051
- Onali, E., 2014, Moral hazard, dividends, and risk in banks, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 41, No. 2, pp. 128-155
- Pettit, R. R., 1972, Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency, *Journal of Finance*, Vol. 27, No. 5, pp. 993-1007
- Renneboog, L. and G. Trojanowski, 2005, Patterns in Payout Policy and Payout Channel Choice of UK Firms in the 1990s, SSRN working paper
- Silva, C., Goergen M., and Renneboog L. 2004, Dividend policy and corporate governance, Oxford University Press
- Wintoki, M., J. Linck, and J. Netter, 2012, Endogeneity and the Dynamics of Internal Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, Vol. 105, No. 3, 2012, pp. 581-606