

배당변화와 미래 수익성 예측

전상경* · 최설화**

<요 약>

배당의 정보효과를 분석한 국내 선행연구들은 기업별 배당규모를 측정할 때, 순이익 대비 배당금을 의미하는 배당성향을 주로 사용하였다. 하지만 배당지급에 대한 규제가 약한 미국 등 선진 자본시장과는 달리, 한국에서는 주로 이익잉여금에 근거한 배당가능이익의 범위 내에서 배당을 지불하도록 규정되어 있다. 그러므로 배당가능이익 배당률의 측면에서 배당의 정보효과를 추가로 분석해 볼 필요성이 존재한다. 본 연구는 국내 기업 배당규모의 횡단면적 차이를 반영하는 변수로 배당가능이익 배당률을 제시하고, 배당가능이익 배당률을 사용하여 배당의 정보효과를 검증한다. 배당의 정보효과를 분석하기 위해 배당변화와 향후 기업이익 변화와의 사후적인 관련성을 분석함으로써, 배당의 정보효과에 대한 보다 직접적인 분석을 수행하고 있다. 또한 배당 비율 추정에는 현금배당뿐만 아닌 자사주 순매입도 포함하여 최근 기업들의 배당정책을 합리적으로 반영하였다.

배당가능이익 배당률의 변화를 설명변수로 하고, 기업이익의 변화율을 종속변수로 하여, 2003년부터 2009년까지 한국거래소에 상장되어 있는 배당기업들을 대상으로 회귀분석을 수행하여 배당의 정보효과를 분석하였다. 분석결과에 의하면, 배당가능이익 배당률과 미래이익의 변화는 오히려 음(-)의 상관관계를 나타내는 것으로 나타났다. 이는 한국 상황에서 배당의 정보효과를 부인하는 결과로 해석된다. 미래이익의 추정을 영업이익과 경상이익 등 다양한 방법으로 시도했으나 분석결과는 강건한 것으로 나타났다. 또한 자사주 순매입을 도입한 확장된 배당비율들도 현금 배당비율과 같이 배당의 정보효과를 지지하지 않았다. 다만 배당성향을 이용한 분석에서는 배당성향의 증가와 미래이익의 증가 사이에 양(+)의 상관관계가 존재하는데, 이는 기업이익의 평균회귀 현상에 의해 도출된 무의미한 관계 (spurious relationship)일 가능성을 배제할 수 없다.

주제어: 배당의 정보효과, 이익변화, 배당가능이익, 배당률, 자사주매입

논문접수일 : 2011. 1. 10 1수정일 : 2011. 3. 7 게재확정일 : 2011. 3. 10

본 논문의 심사과정에서 유익한 조언을 해주신 두 분의 심사위원님께 감사드립니다.

* 한양대학교 경영대학 교수, Email: sjun@hanyang.ac.kr Tel: 02-2220-1650

** 한국투자증권, Email: sherhua2003@gmail.com

I. 연구의 동기

배당의 정보효과를 분석한 국내 선행연구들은 기업별 배당규모를 측정할 때, 순이익 대비 배당금을 의미하는 배당성향을 주로 사용해왔다. 하지만 배당지급에 대한 규제가 약한 미국 등 선진 자본시장과 달리, 한국에서는 이익잉여금과 관련이 높은 배당가능이익의 범위 내에서 배당을 지불하도록 규정되어 있다. 그러므로 배당가능이익 배당률의 측면에서 배당의 정보효과를 추가로 분석해 볼 필요성이 존재한다. 본 연구는 국내 기업 배당규모의 횡단면적 차이를 반영하는 변수로 배당가능이익 배당률을 제시하고, 배당가능이익 배당률을 사용하여 배당의 정보효과를 검증한다. 배당의 정보효과를 분석하기 위해 배당변화와 향후 기업이익 변화와의 사후적인 관련성을 분석함으로써, 배당의 정보효과에 대한 보다 직접적인 분석을 수행하고 있다. 또한 배당비율 추정에는 현금배당뿐만 아닌 자사주 순매입도 포함하여 최근 기업들의 배당정책을 합리적으로 반영하였다.

MM(1961)이론은 완전시장이라는 가정 하에, 기업 가치와 배당 사이에는 아무런 상관관계가 존재하지 않는다고 주장하였다. 이런 완전시장의 가정에서는 기업을 둘러싼 이해관계자들이 동일한 수준의 정보를 공유한다고 가정하고 있지만, 현실에서는 기업 내부자가 기업의 미래 수익성이나 전망을 외부 투자자보다 더 많이 갖고 있는 정보 비대칭 현상이 발생하게 된다. 그러므로 기업의 경영자는 기업의 수익성이나 전망에 대한 사적 정보를 배당 정책을 통해 시장에 알릴 수 있으며, 이 때 배당의 정보효과(information content of dividend)가 나타난다. 배당의 정보효과에 따르면, 예상치 못한 배당의 증가는 기업의 전망에 대한 낙관적인 신호로 인식되어 주가가 상승하게 되며, 반대로 예상치 못한 배당의 감소는 경영자의 미래 전망이 비관적이라는 신호로 인식되어 주가가 하락하게 될 것이다.

이러한 맥락에서 기업 배당의 정보효과에 대한 선행연구들은 배당 공시일 전후 주가의 비정상 초과수익률을 실증분석 하였고, 대부분의 연구들은 예상치 못한 배당증가의 공시가 양(+의) 초과수익률을 유도한다는 것을 증명하였다. 이들 연구들은 배당 공시일 전후 양(+의) 초과수익률이 발생하는 원인이 배당증가 공시가 기업의 향후 수익성에 대한 긍정적 신호로 작용하기 때문이라고 주장한다.

이와 같이 배당의 정보효과를 분석하는 국내연구들은 주로 배당변화에 대한 시장반응을 중심으로 수행하였고, 배당의 정보효과를 주가반응 이외의 측면에서 파악하는 연구는 상대적으로 부족한 실정이다. 특히 기업의 배당변화와 미래이익 변화와의 상관관계를 분석함으로써 배당의 정보효과를 직접 분석한 연구는 매우 부족하다. 또한 이들

연구들에 있어서도 배당의 변화를 측정하는 방법이 각기 상이하여 분석결과의 해석이 쉽지 않은 상황이다.

그러므로 기업의 배당변화와 미래 수익성 사이에 상관관계가 존재하는지, 그리고 만약 상관관계가 존재한다면 미래이익의 예측 지표로 배당변화를 어떻게 측정하는 것이 합리적인지에 대한 연구가 필요하다.

이러한 선행연구의 공백을 보완하기 위해 본 연구는 다음과 같은 분석을 시도한다.

첫째, 횡단면 분석에서 국내 기업별 배당수준을 적절히 대변할 수 있는 대리변수(proxy variable)로 배당가능이익 배당률을 제시하고, 이 대리변수를 통해 배당의 정보효과를 분석한다. 배당가능이익 배당률의 변화와 기업 이익변화의 상관관계를 분석함으로써 배당의 정보효과를 검증한다. 또한 선행연구에서 활용되었던 배당성향을 사용한 분석결과를 추가하여, 이를 배당가능이익 배당률을 사용한 분석결과와 비교하고, 그 해석을 수행한다.

둘째, 배당의 정보효과를 분석함에 있어서 자사주매입을 포함한 확장된 배당비율을 이용하여 분석한다. 자사주 순매입금액은 자사주 취득에서 자사주 처분금액을 차감하여 계산하였다.

본 연구는 배당규모의 대리변수로 배당성향 이외 배당가능이익 배당률을 추가로 제시하여 향후 배당관련 분석의 합리성을 증가시키며, 또한 기업과 투자자 간의 정보비대칭 문제에 대한 이해를 제고시키는 데 기여할 것을 기대한다.

이어서 2장에서 선행연구의 내용을 검토한 후, 3장에서는 기업의 배당규모를 적절히 나타내는 대리변수를 검토하고, 4장에서는 가설 설정 및 연구에 사용할 데이터와 연구방법론을 제시한다. 5장에서는 실증분석 결과와 그 해석을 수행하고, 6장에서 요약과 결론을 서술한다.

II. 선행 연구 검토

Lintner(1956)는 경영자와 외부 투자자 사이의 정보비대칭으로 인해, 경영자가 기업의 이익전망에 관한 사적 정보를 전달하는 수단으로 배당을 많이 활용할 것이라는 주장을 제기했다. 이후 배당의 정보가설에 바탕을 두고 기업의 배당변화가 미래이익에 어떠한 정보를 전달하는 지를 검증하는 연구가 활발히 진행되어 왔다.

배당의 정보효과에 대한 실증분석은 배당공시에 따른 주식의 초과수익률의 존재유무를 분석하는 연구로부터 출발한다. 이에 관련된 연구들로는 Pettit(1972), Aharony and

Swary(1980), Asquith and Mullins(1983), Dielman and Oppenheimer(1984) 등이 있다. 이런 연구들은 내용 면에서 조금씩 차이를 보이고 있지만 모두 배당이 증가할 때 양(+)의 초과수익률이 발생함으로써 배당의 정보효과가 존재한다고 보고하고 있다.

이후 배당의 정보효과에 관한 연구들은 배당변화에 대한 시장반응의 분석에서 더 나아가 배당이 기업의 미래이익에 대한 정보를 전달할 수 있는 지를 검증하게 되었다. 하지만 배당의 미래이익 예측력에 대한 초기의 실증연구들은 그 분석결과의 일관성이 약하게 나타났다. Ofer and Siegel(1987), Healy and Palepu(1988), Aharony and Dotan(1994) 등은 배당이 기업의 미래이익을 예측하는 증거를 보고하고 있지만, Watts(1973), Penman(1983), Denis et al.(1994) 등은 정반대의 결과를 보고하고 있다.

초기의 연구들은 주로 배당 개시나 누락, 혹은 배당금의 증가분 등을 이용한 보다 단순한 형태의 분석이 일반적이었다. 반면, DeAngelo et al. (1996)는 배당의 정보효과가 존재하지 않는다는 직접적이고 강력한 증거를 보고하고 있다. 그들은 9년 혹은 그 이상의 기간 동안 연속 이익이 증가하다가 감소한 145개의 NYSE 기업들을 대상으로 실증 분석한 결과, t연도의 배당증가는 향후 수익성의 증가에 대한 정보를 전혀 전달하지 못함을 발견하였다. 경영자들이 기업의 미래이익 전망을 낙관적으로 과대 추정(over-optimism)하기 때문에 배당은 미래 수익성에 신뢰할 만한 정보를 제공하지 못한다고 설명했다. 또한 Benartzi et al.(1997)도 배당의 정보효과가 존재하지 않는다고 주장했다. 실증분석을 통해 그는 t연도에 배당이 증가한 기업은 t-1연도와 t연도에 모두 이익이 증가했지만 t+1연도에는 이익이 증가하지 않았음을 발견했고, t연도에 배당을 줄인 기업의 이익은 t-1연도와 t연도에 이익이 모두 줄어들었지만 t+1연도에는 유의적인 수준의 이익증가가 나타났음을 보고했다.

이러한 엇갈린 의견 하에 2000년대에 들어서면서, 배당변화와 기업의 미래 수익성에 관련된 새로운 연구들이 출현하기 시작했다. Nissim and Ziv(2001)은 회계이익이 랜덤 워크를 따른다는 가정 하에 기업의 미래 수익성을 기업의 이익과 비정상이익(Abnormal Earnings)로 측정하여 실증 분석한 결과, 배당의 변화는 기업의 미래 수익성과 양(+)의 상관관계를 가짐을 증명함으로써 배당의 정보효과를 지지하는 증거를 보고하였다. 그는 기업의 배당증가는 향후 4년 동안의 미래 수익성과 높은 상관관계를 가지는 반면, 배당의 감소는 당기의 이익을 통제하면 미래이익과 관계가 없는 것으로 나타난다고 설명했다.

또한 Arnott and Asness(2003)은 130년 간의 시계열 자료와 S&P500 지수를 사용하여 기업의 배당성향과 미래 수익성에는 강한 양(+)의 상관관계를 가진다고 주장했다. 그들은 배당성향이 기업의 누적이익 성장률에 주는 효과를 분석한 결과, 배당성향이 높은 기업의 이익 성장이 더 크고 배당성향이 낮은 기업의 이익 성장이 더 작다는 것

을 발견했다. 이는 배당이 경영자들의 미래 수익성에 대한 예측을 내포하고 있기 때문이라고 설명하면서 저배당, 고성장이라는 전통적인 이론을 다르게 해석했다. Zhou and Ruland(2006)은 Arnott and Asness(2003) 연구를 보다 구체적으로 확장하여 분석하였다. 그들은 1950-2003년까지 NYSE, Amex, and NASDAQ에 상장된 기업들을 대상으로 연구한 결과, 현재 배당성향과 미래이익성장에는 강한 양(+)의 상관관계가 존재함을 발견했고 이러한 관계는 여러 가지 변수들을 통제한 상태에서도 여전히 유의하다고 설명했다. 뿐만 아니라 이런 결과는 잉여현금이론과 일치한 것으로 제한된 성장기회를 가지거나 혹은 과잉투자를 하는 기업에서 더욱 뚜렷하게 나타난다고 밝혔다.

하지만 Grullon et al.(2005)은 Nissim and Ziv(2001) 등의 발견은 회계이익의 랜덤워크를 가정한 이익예측 모형에 오류가 있었기 때문이라고 주장한다. 회계이익의 평균회귀 경향을 반영하고, 이익예측모형을 수정하여 실증 분석한 결과, 배당의 변화와 기업의 미래이익에는 아무런 상관관계가 존재하지 않는다고 주장했다. 그는 기업의 회계이익은 평균회귀 현상이 존재하므로 비선형 성질을 갖고 있고, 분석에서는 이런 비선형성을 제거한 모델을 사용해야 한다고 설명했다.

이처럼 배당의 정보효과에 대한 연구가 예전부터 해외에서 활발히 진행된 반면, 한국에서는 배당의 정보효과에 대한 연구가 상대적으로 적다. 또한 배당의 정보효과를 검증하는 연구들은 배당공시에 따른 주식의 초과수익률에 대한 실증분석이 주를 이루고 있다. 배당의 정보효과를 배당과 기업의 미래 수익성 관계를 통해 분석한 연구들은 일치한 결론을 얻지 못하고 있다.

김동욱(1989)은 1983-1987년 동안, 389개의 12월 결산법인에 대해 사건연구(Event-Study)의 방법으로 배당공시에 따른 초과수익률 존재유무를 실증분석하였다. 그의 연구는 배당금이 증가한 경우 배당 공시일 주위에 양(+)의 초과수익률이 발생하여 배당의 정보효과가 존재한다고 해석할 수 있으나 이런 초과수익률이 배당변화에 기인한다는 증거는 발견할 수 없었다.

박경서, 이은정, 이인무(2003)는 국내기업의 배당 결정요인과 배당정책에 대한 투자자의 반응을 실증분석 하였다. 배당공시효과에 대한 분석을 통해 투자자들은 동일한 배당변화에 대해 상이한 투자반응을 보였는데 잉여현금흐름이 많은 기업일수록 추가 상승률이 더 높은 것으로 나타났다고 설명했다. 이는 국내시장에서 투자자들이 기업의 배당변화를 기업의 미래 수익성에 대한 신호로 인식하기보다는 여유현금흐름에 기인한 대리인 문제를 완화하는 수단으로 인식한다고 설명하였다. 또한 기업의 배당정책을 대변하는 변수로 기업의 배당성향보다 자산 대비 배당금 비율의 설명력이 더 높다고 주장하였다.

반면, 박영규(2004)는 한국 자본시장에서 배당금의 변화가 가지는 미래 수익성의 예

측력을 실증 분석함으로써 배당의 정보효과를 검증하였다. 그는 Nissim and Ziv(2001)의 연구를 국내 시장에 적용하여 배당의 변화가 향후 1년 동안의 기업이익과 강한 연관성을 가지며, 단순한 이익변화보다 자산이익률(ROA)의 변화로 미래의 수익성을 측정할 때 그 예측능력이 더욱 강하다고 설명하면서 한국 시장에서 배당의 변화가 지닌 정보의 유용성을 지지하였다.

또한 조영석, 한형호, 양성국(2007)의 연구도 배당의 정보효과를 지지하고 있다. 그들은 배당성향의 차이와 미래이익성장과의 관계를 분석하였다. 1990년-2005년까지 16년 동안 한국 유가증권시장에 상장된 기업들을 표본으로 다중회귀분석을 진행한 결과 배당성향과 미래이익성장률은 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났고, 3년, 5년간 이익성장률에 대해서도 각각 5%, 1% 수준에서 유의함을 발견하였다. 특히 아시아 외환위기 전후를 구분하여 분석한 결과 외환위기 전에는 저배당 기업의 배당이 증가할 경우 미래이익성장이 높아지는 것으로 나타났지만, 외환위기 이후에는 배당성향이 강한 기업에서 배당과 미래이익성장이 양(+)의 상관관계를 보였다.

배당과 미래이익 간의 관계성을 분석한 국내 선행연구는 배당성향이나 자산 대비 배당, 혹은 주당 배당금 그 자체를 활용하여 분석을 수행하였고, 배당의 미래이익 예측력에 대해서는 일관성 있는 결과를 도출하지 못하고 있는 상황이다.

Ⅲ. 배당규모의 측정

3.1 기업별 배당규모에 대한 대리변수

배당관련 선행연구들은 기업 배당 결정에 대한 시계열 분석이나 혹은 배당의 장기 추세를 분석하는 경우, 순이익 변화에 대한 배당의 반응이나 민감도를 분석하고 있다. 또한 배당의 결정요인 또는 배당의 영향에 대한 횡단면 분석을 수행한 국내연구들은 배당규모를 반영하는 대리변수로 순이익 대비 배당금 비율을 의미하는 배당성향을 사용하는 것이 일반적이다.

순이익 중 미래 투자를 위한 사내 유보금액을 제외한 금액이 배당으로 주주에게 지불되므로, 배당의 원천은 기업의 순이익이며, 배당 의사결정은 순이익의 유보와 지불의 상대적 비중에 대한 의사결정이다. 그러므로 배당의 결정요인이나 영향을 분석함에 있어서 선행연구들이 배당성향을 이용한 것은 그 논리적 타당성을 지닌다.

배당성향은 기업의 배당정책을 적절하게 반영하는 것으로 판단되어 해외의 많은 연구에서 널리 사용되고 있다. 국내에서도 육근효(1989), 조지호(1990), 김철중(1996), 김

대식, 류동진, 전상경(2005), 설원식(2005), 조영석, 한형호, 양성국(2007)의 연구와 같이, 기업별 배당규모가 재무정책에 미치는 영향이나 배당규모의 결정요인에 대한 연구에서 배당성향은 널리 사용되어 왔다.

하지만 배당지급에 대한 재무규제가 약한 선진 시장과 달리, 국내에서는 기업의 배당지급에 대한 재무규제가 존재하는 점을 고려할 때, 국내 연구에서 배당성향을 이용한 분석은 상당한 논리적 한계점을 지니게 된다.

DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)에서 보는 바와 같이, 미국 기업들의 경우에는 자기자본 처분에 대한 정부의 규제가 거의 존재하지 않는다. 미국 대부분의 주들은 기업들의 이익잉여금과 자본잉여금이 음(-)인 경우에도 원칙적으로 배당을 지불할 수 있도록 허용하고 있다. 1970년경에는 자기자본에서 액면 자본금을 제외한 잉여금의 한도 내에서 배당을 지불할 수 있다는 자기자본 규제가 미국 대다수의 주에서 존재하고 있었다. 이러한 자기자본 규제는 주로 채권자 이익 보호를 그 주된 논거로 하고 있었다. 하지만 Delaware 주가 최초로 배당지급 후 공정가치(시장가치)에 기초한 잔여자산가치가 채권가치를 초과하는 경우에는 잉여금이 음(-)인 경우에도 주주에게 배당을 지급할 수 있도록 법을 개정하였다. 그 후 1980년에 개정된 표준 회사법 (Model Business Corporation Act)은 Delaware 주의 공정가치 원칙을 수용하고, 이를 미국 대부분의 주에서 수용하게 되었다. 이러한 이유로 미국의 경우 공정가치에 근거하여 채권가치를 본질적으로 훼손하지 않는 한도 내에서는 자본잠식 상태의 기업들도 배당을 지불할 수 있다.

하지만 한국의 상법이나 기업회계기준은 매 회계연도에 배당으로 지불할 수 있는 총액의 규모를 규정하고 있고, 기업은 규정된 배당가능이익의 범위 내에서 배당과 사주매입 금액을 결정할 수 있다. 배당가능이익의 계산방법에 대해서는 다음 절에 설명되어 있지만, 대체로 이익잉여금과 자본잉여금의 합산 금액과 유사하다.

그러므로 국내의 법규에 의하면, 과거 경영실적의 악화로 자본잠식 상태에 있던 기업은 금년에 높은 이익을 실현하더라도, 그 순이익을 배당으로 지불할 수 없다. 금기에 높은 순이익을 달성했지만, 법규정에 의해 배당을 지급할 수 없는 기업의 경우를 생각해 보자. 만약 그 기업의 배당정책을 단순히 배당성향만으로 분석하는 경우 이 기업은 저배당 기업으로 분류될 것이다. 하지만 그 기업은 법규정에 의해 배당지급이 금지된 상황이므로, 그 기업이 자발적으로 저배당 정책을 선택했다고 판단하는 것은 합리적이지 않을 것이다.

배당규모는 주주에게 환원 가능한 금액에서 기업이 자발적으로 결정한 배당금액의 상대적 규모로 측정하는 것이 합리적일 것이다. 그러므로 국내 기업의 배당정책에 대한 합리적인 대리변수는 법규정에 의한 배당가능이익 수준에서 그 기업이 어느 정도

의 배당을 지불하기로 결정했는가 하는 점을 나타낼 수 있어야 할 것이다. 이러한 점에서 한국의 배당 관련 연구에서 배당가능이익 대비 배당금을 배당규모의 대리변수로 사용한 분석이 필요할 것이다.

순이익 대비 배당금으로 측정되는 배당성향은 측정상의 한계점도 지니고 있다. 기업별 배당 결정요인을 분석하거나 혹은 배당의 정보효과를 분석하는 횡단면 분석의 경우, 기업별 배당성향의 차이가 배당의 차이보다는 순이익의 차이에 의해 결정되는 단점이 있다. 순이익의 변동성이 배당의 변동성보다 월등히 높아서 배당의 변동이 거의 없는 상황에서도 배당성향은 높은 변동을 보이게 되는 것이다. 한국의 배당현황을 검토해 보면 2008년의 배당성향은 18.8%로 2003년의 배당성향인 23.3%에 비해 하락하였지만 이는 주로 분모인 기업의 당기 순이익 증가 폭이 배당금 증가 폭보다 더 빨리 증가하여 배당성향이 감소했기 때문이다. 배당성향이 경영자들의 배당에 대한 의사결정보다는 기업의 이익변동을 더 민감하게 반영하는 것이다.

배당 관련 선행연구들은 배당규모를 측정함에 있어서, 배당성향 이외에도 배당금 규모 그 자체를 사용하기도 한다. 주당 배당금 그 자체는 기업규모의 상대적 크기를 반영하지 못하는 단점이 존재한다. 또한 주당 배당금을 이용하여 배당증가율을 활용할 경우 전기의 배당금이 0인 기업들의 배당증가율은 산출할 수 없다. 연속적으로 배당을 지불하지 않는 기업의 경우 배당증가율이 너무 큰 변동성을 갖게 되기도 한다. 그러므로 단순한 배당금의 증가율은 일부 기업들의 배당지급 상황을 제대로 반영할 수 없고, 표본의 누락현상이 생겨 배당정책을 적절하게 대변하기 어렵다.

배당수익률은 주주의 투자 수익률 측면에서의 연구에는 합당하지만 기업의 배당의 사결정을 대변하는 변수로는 한계가 존재한다. 또한 자산 대비 배당금 비율은 배당의 원천인 이익규모가 반영되지 않았으므로 기업별 배당규모의 상대적 크기를 분석하는 횡단면 변수로 사용하는 데는 한계가 있다.

3.2 배당가능이익의 배당률

현행 상법상 기업은 배당가능이익의 범위에서 배당을 해야 한다고 규정되어 있어 한국의 경영현실에서는 배당가능이익 대비 배당금의 비율이 경영자의 배당의지로 해석될 수 있다. 그러므로 배당가능이익 배당률은 배당성향보다 그 실질적 의미가 더 크다. 상법 제462조에서 배당가능이익은 대차대조표 상의 순자산액(자산총계-부채총계)에서 자본금, 그 결산기까지 적립된 자본준비금, 이익준비금 및 그 결산기에 적립해야 할 이익준비금을 차감한 한도 내에서 배당할 수 있다고 규정한다:

상법상 배당가능이익 = 순자산액 - 자본금 - 자본잉여금 - 법정적립금 (이익준비금 등)

그러므로 상법 규정에 의하면, 기간별 순이익보다는 이익잉여금의 수준이 배당금액을 결정하는 주요한 변수가 됨을 알 수 있다. 최근 DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)는 미국 기업의 배당정책을 분석함에 있어서 순이익 수준보다는 자기자본 대비 잉여금의 수준을 중요한 변수로 취급하고 있다. 잉여금 수준을 바탕으로 배당가능이익을 규정한 한국의 경우에는 배당정책을 분석함에 있어서 잉여금의 중요성이 더 강조되어야 할 것이지만, 국내 선행연구에서는 이에 대한 관심이 미약하였다.

다만 현행 상법 규정에 따라 계산된 금액 전체를 배당가능이익으로 가정하기 어려운 현실적인 문제점이 있다. 상법 규정에 의해 계산된 금액은 자본조정 항목의 '기타포괄이익'(평가이익 등 미실현 이익)을 포함하고 있는데, '기타포괄이익'은 회사가 소유하고 있는 자산의 평가 증감을 누적한 항목이므로, 이 금액은 현실적으로 금기의 배당가능이익에 포함할 수는 없다. 또한 현행 상법 규정의 적립금의 성격에 대한 기준도 명확하지 않았다. 그러므로 기업들은 각각 상이한 방식으로 산정된 배당가능이익을 사업보고서에 공시하고 있다. 보고된 배당가능이익이 높을 경우 주주의 배당압력이 강할 수 있고, 이에 따라 상법 규정의 취지에 벗어난 고배당을 지급하게 되면 채권자 소송 위험에 직면할 수 있다. 이에 따라 기업들은 배당가능이익을 가능한 한 축소 추정하여 보고하는 것이 일반적이다. 그러므로, 기업의 사업보고서에 보고된 배당가능이익을 그 기업이 해당 년도에 주주에게 배당할 수 있는 진정한 의미의 배당가능이익으로 해석할 수는 없다.

예를 들면 2008년의 사업연도보고서에서 삼성전자와 포스코의 배당가능이익은 서로 다른 기준의 배당가능이익을 보고하고 있다. 2008년 사업보고서에 보고되어 있는 포스코의 보고된 배당가능이익은 22,768,698백만원으로 배당가능이익 배당률은 약 3% 수준이다. 포스코는 상법상에서 요구하는 배당가능이익 산출법에 가장 근접한 방법으로 배당가능이익을 계산하였다. 반면, 삼성전자의 보고된 배당가능이익은 808,883백만원으로 이는 기업의 법정 적립금 외에 임의 적립금까지 차감한 금액이다. 삼성전자의 보고된 배당가능이익을 기준으로 배당률을 계산할 경우 배당가능이익 배당률은 90%에 가까이 된다.

상법에 규정된 배당가능이익은 기업이 지급할 수 있는 배당의 총액을 의미하지만, 기업들은 추가로 임의의 금액들을 차감함으로써 상법상 배당가능이익보다 낮은 금액을 사업보고서상에 보고하는 것이 일반적이다. 그러므로 사업보고서에 '보고된 배당가능이익'을 기업의 배당 한도로 가정할 수 없다. 그러므로 본 연구는 상법상에서 규정된 배당가능이익의 취지를 활용하여 개별 기업들이 보고한 배당가능이익과는 별개로

기업별 배당가능이익을 추정하여 '추정된 배당가능이익'을 분석에 사용하였다.

법정적립금의 경우는 배당가능이익에서 제외하는 것이 합리적이지만, 임의적립금의 경우 기업이 그 금액을 배당가능이익에 포함시킬 수도 있었음에도 불구하고 임의로 배당에서 제외하기로 결정한 금액의 성격이 강하므로 이를 배당가능이익에서 제외하는 것은 불합리하다고 판단한다. 따라서 분석에 사용된 '추정된 배당가능이익'은 대차대조표의 미처분 이익잉여금에서 기업의 임의적립금을 더해주고 그 중, 법적으로 규정되어 있는 적립금은 차감하여 추정하였다. 즉

$$\text{추정된 배당가능이익} = \text{미 처분이익(결손금)} + \text{임의적립금} - \text{법정적립금}$$

위 식은 상법 규정의 배당가능이익에서 기타포괄이익을 차감하고 임의적립금을 포함한 형태이다. 추정된 배당가능이익은 개별기업의 회계처리 규정의 자의성을 배제시킴으로써, 분석의 합리성을 확보하였다. 배당가능이익 배당률은 배당가능이익 대비 배당금 규모로 측정하며, 이를 기업별 배당규모의 횡단면적 차이를 대변하는 변수로 선정하였다.

배당가능이익 배당률이 통계적 속성에서도 합리성을 지니는가를 검토하기 위해 추가적으로 배당가능이익 배당률의 변동성을 검토하였다. 먼저 배당률을 구성하는 이익 변수들, 자산총액, 그리고 배당금의 변동성을 검토해 보았다. 이들은 모두 금액으로 표시된 변수들이므로 표준편차로 그 변동성을 측정하는 것은 한계가 있다. 수준(level)이 높은 계열 값일수록 표준편차는 높이 나오는 경향이 강하기 때문이다. 그러므로 이들 변수들에 대해 변동계수(coefficient of variation)를 활용하여 기업별 변동성을 추정하였다. 변동계수는 표준편차를 산술평균으로 나눈 값으로 변수별 규모를 고려한 변동성을 측정하는 장점이 있다. <표 1>는 표본 기업별 이익변수들과 배당금의 변동계수의 기술적 통계량을 보고하고 있다.

<표 1>에서 보는 바와 같이 배당금의 변동계수는 0.47로 나타났다. 이는 배당금의 표준편차는 그 평균의 0.47배 수준임을 의미한다. 그러나 당기 순이익이나 보고된 배당가능이익은 변동계수의 평균이 0.79으로 나타나, 상당히 높은 수준이다. 당기 순이익이나 보고된 배당가능이익의 경우 평균적으로 연간 표준편차가 그 수준변수들의 0.79배에 수준인 것이다. 특히 당기 순이익의 경우 순이익 평균이 음(-)의 값을 가진 기업들이 존재하므로 변동계수의 평균은 실제보다 과소 계산된 측면이 있다. 순이익 평균이 음(-)인 기업들을 제외하면 변동계수의 평균은 1.03으로 나타난다. 즉 당기 순이익은 그 표준편차가 기업별 평균 순이익 규모보다 높으며, 당기 순이익 대비 배당금을 기업별 배당규모로 측정할 경우 그 비율은 배당금의 변동보다는 주로 순이익의 변동

에 의해 그 변화가 발생한다는 것을 알 수 있다.

<표 1> 이익변수들과 배당금의 기업별 변동계수의 기술적 통계량

이 표는 이익과 배당 관련 변수들의 기업별 변동계수의 기술적 통계량을 보고하고 있다. 분석대상 기업은 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업 409개 기업들이다. 각 변수들에 대해 기업별 시계열 자료의 표준편차와 평균을 이용하여 기업별 변동계수를 계산한 후, 그 기술적 통계량을 산출하였다.

변수	평균	표준편차	최소값	최대값
영업이익	0.56	0.61	-5.45	5.41
경상이익	0.48	4.11	-58.28	43.64
당기순이익	0.79	2.87	-9.55	52.97
배당가능이익_보고	0.79	0.38	0.44	2.65
배당가능이익_추정	0.53	0.31	0.07	2.65
자산	0.27	0.15	0.02	0.90
현금배당	0.47	0.38	0.00	2.65

보고된 배당가능이익은 사업보고서상에 보고된 이익으로서 기업들이 상이한 산출방법을 기간별로 달리 적용함에 따라 변동성이 큰 것으로 판단된다.

반면 변동계수가 제일 작은 변수는 총자산으로 변동계수의 평균은 0.27배로 나타났다. 하지만 기업의 배당지급 변수로 총자산 대비 배당금을 활용하는 것은 논리적으로 적절치 않다. 왜냐하면 배당의 원천은 총자산이 아니라 기업이익으로 설정하는 것이 논리적이기 때문이다. 또한 기업의 배당지급 변수로 총자산 대비 배당금을 사용하면, 총자산의 규모변동이 지나치게 안정적이어서 배당금 변수에 의해서만 배당비율이 결정되게 된다.

본 연구에서 제시하는 배당가능이익은 사업보고서상에 ‘보고된 배당가능이익’이 아니라, 상법상의 배당가능이익의 정의를 기준으로 ‘추정된 배당가능이익’이다. 추정된 배당가능이익은 개별기업의 회계처리 규정의 자의성을 배제시킴으로써, 분석의 합리성을 확보하였다. 추정된 배당가능이익 변동계수의 평균은 0.53으로 비교적 안정적임을 알 수 있다. 또한 추정된 배당가능이익 변동계수는 배당금의 변동계수인 0.47과도 유사한 수준이다. 그러므로 추정된 배당가능이익은 이익의 규모에 대한 배당의 상대적 크기를 반영할 수 있을 것으로 판단된다.

한편, 아래 <표 2>는 위에서 설명한 다양한 이익변수들을 사용하여 계산된 각 배당비율들의 기업별 ‘표준편차’의 기술적 통계량을 보고하고 있다. 이들 비율들은 이익 혹은 자산 대비 배당금으로 계산된 ‘비율’들이므로 <표 1>에 보고된 변수들의 경우와 달리, 변수들의 수준(level)을 표준화해서 변동성을 분석하는 것이 오히려 불합리하다. 그러므로 이들 배당비율들의 변동성을 검토하기 위해, 배당비율들의 기업별 표준편차

를 활용하였다.

표에서 보는 바와 같이, 추정된 배당가능이익 배당률(현금배당금/추정된 배당가능이익)의 표준편차는 평균 0.07로 분석되었다. 확장된 배당가능이익 배당률은 현금배당뿐 아니라 자사주 순매입을 고려하여 (현금배당금 + 자사주 순매입)/추정된 배당가능이익으로 측정하였는데, 이 변수의 표준편차는 평균 0.08로 나타났다. 반면, 배당성향과 자산 대비 배당률의 표준편차들은 각각 0.14와 0.01로 추정되었다. 그러므로 배당가능이익 배당률의 표준편차는 배당성향과 자산 대비 배당률의 표준편차들의 중간 정도의 수준이다. 물론 분석변수가 어느 정도의 표준편차를 가질 때 통계분석의 합리성을 제고시킬 수 있는 지에 대한 기준은 없다. 하지만 배당가능이익 배당률의 표준편차가 배당성향과 자산 대비 배당률의 표준편차들의 중간 정도라는 점은 대체로 배당가능이익 배당률을 독립변수로 활용하여 분석하는 경우 변수측정의 오류로 인한 위험성이 합리적으로 통제할 수 있는 수준임을 시사한다고 할 수 있다.

<표 2> 배당비율들의 표준편차의 기술적 통계량

이 표는 기업별 상대적 배당규모를 측정하는 배당비율들의 변동성을 보여주고 있다. 배당비율들의 변동성은 표준편차로 추정하였다. 분석대상 기업은 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업 409개 기업들이다.

변수	평균	표준편차	최소값	최대값
배당가능이익 배당률_보고	0.30	0.13	0.00	0.66
배당가능이익 배당률_추정	0.07	0.11	0.00	0.51
확장 배당가능이익 배당률_추정	0.08	0.11	0.00	0.52
배당성향	0.14	0.10	0.01	0.47
자산 대비 배당률	0.01	0.01	0.00	0.09

기업의 배당정책을 대변하는 변수인 배당금, 배당성향, 자산 대비 배당금, 배당가능이익 배당률 변수들의 논리적, 실증적 타당성을 비교 분석한 결과, 추정된 배당가능이익 배당률은 기업의 배당정책을 합리적으로 대변한다고 판단된다. 추정된 배당가능이익 배당률은 기업이이익의 규모에 대한 배당의 상대적 크기를 반영하고 있고, 현금배당의 변동과 이익의 변동 중 어느 변수에 의해 결정되지는 않고 있다.

또한 논리적 측면에서 판단할 때, 배당가능이익 배당률은 주주에게 환원 가능한 금액에서 기업이 자발적으로 결정한 배당 금액의 상대적 규모를 측정한다. 미국의 경우와 달리 자기자본의 운용에 대한 정부의 규제가 강한 한국의 법제도적 상황에서, 배당정책에 대한 합리적인 대리변수는 배당가능한 이익 수준에서 그 기업이 어느 정도의 배당결정을 수행했는가 하는 점을 나타낼 수 있어야 할 것이다. 배당성향의 계산 기준이 되는 기업의 당기 순이익은 법제도적으로 배당가능한 금액을 의미하지 않는다. 또한 총자산 대비 배당금을 배당규모의 대리변수로 사용하는 것은 배당의 원천이 ‘이

익'이 되어야 한다는 논리에 어긋난다.

본 연구에서는 배당가능이익 배당률의 미래 기업이익 예측력을 검증하고, 그 결과를 기존 연구에서 일반적으로 사용되던 배당성향을 활용한 분석결과와 비교한다.

IV. 연구방법 설계

4.1 표본 선정 및 표본의 특성

현금배당뿐만 아니라 자사주 순매입을 포함한 배당의 변화가 미래 수익성을 예측할 수 있는 지 분석하기 위하여 본 연구에서는 최근 2003년부터 2009년 회계연도까지 7년 기간을 연구기간으로 이용하였다. 표본기업은 유가증권시장과 코스닥시장에 상장되어 있는 금융업에 속하지 않는 12월 결산법인 중에서 아래의 조건을 만족시키는 기업들로 구성하였다.

- ① 분석대상 기간 중에 계속 상장되어 있는 유배당기업으로 감사의견 한정, 부적정, 의견거절, 결산기변경, 상장폐지(예정) 기업들은 제외
- ② 분석대상 기간 중 완전 자본잠식 상태가 아닌 기업

2003년~2008년 동안 한번이라도 배당을 진행하였다면 배당을 실시한 유배당 기업으로 분류하여 분석하였다. 연구에 필요한 재무자료는 FN-Guide(주)에서 제공하는 FnDataguidePro와 한국상장협회에서 제공하는 TS-2000자료를 비교하면서 수집하였다. 표본 선정 조건에 의해 총 407개 기업의 배당변화를 대상으로 분석하였다. <표 3>는 연도별, 전년도 대비 배당가능이익 배당률의 변화 관측 기업 수 등 통계 값을 정리하였다.

<표 3> 연도별 배당가능이익 배당률 변화

이 표는 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업 409개에 대해 배당가능이익 배당률의 연도별 증감 기업 수를 보고하고 있다.

년도	배당률 증가	배당률 감소	배당률 유지	합계
2004	101	291	15	407
2005	112	286	9	407
2006	85	313	9	407
2007	109	287	11	407
2008	54	340	13	407
2009	128	252	27	407
합계	589	1,769	84	2,442

연구 기간 중에 배당가능이익 배당률이 증가한 기업은 589개, 감소 기업은 1769개, 유지 기업은 84개이다. 전체 표본에서 볼 수 있듯이 배당가능이익 배당률 증가 기업 수는 감소 기업 수의 1/3밖에 되지 않으며, 또한 배당률 증가 기업 수는 감소 추세에 있다. 이는 한국시장에서 기업 경영자들이 배당가능이익 중에서 배당으로 주주의 부를 환원하려고 하는 성향이 약해지고 있음을 의미한다. 특히 2008년 금융위기 기간 중에는 기업들의 현금 유보 성향이 더욱 강했음을 관찰할 수 있다. 배당가능이익 배당률 유지 기업은 84개로 이는 배당가능이익의 변동이 없는 상황에서 동일한 배당을 유지했거나, 혹은 배당을 하지 않은 기업들이다.

<표 4>는 연도별 배당가능이익 배당률의 증가, 감소 및 유지 기업들의 일반적 특성을 보고하고 있다.

<표 4> 배당가능이익 배당률 변화와 수익성 및 기업규모

2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업의 기업-연도 표본을 배당가능이익 배당률이 증가, 유지, 감소한 세 하위표본으로 구분하였다. 이 표는 세 하위표본에 대해 주요한 기업 특성을 보고하고 있다. ΔDiv 는 배당가능이익 배당률의 변화, ROE는 자기자본이익률, ROA는 총자산이익률, $\ln(Size)$ 는 시가총액의 로그값을 의미한다.

	평균	표준편차	최소값	최대값
	(단위: %, 억)			
	배당가능이익 배당률 증가 기업 (N=589)			
ΔDiv	4.65	10.02	0.0001	47.09
ROE	9.93	7.49	0.56	37.67
ROA	6.07	5.07	0.02	43.55
$\ln(SIZE)$	18.98	1.45	16.68	23.65
	배당가능이익 배당률 유지 기업 (N=84)			
ΔDiv	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE	7.71	9.16	0.56	37.67
ROA	4.04	5.03	0.04	27.72
$\ln(SIZE)$	18.74	1.46	16.68	22.49
	배당가능이익 배당률 감소 기업 (N=1769)			
ΔDiv	-4.46	7.88	2.94	-0.004
ROE	11.55	7.04	0.56	37.67
ROA	6.88	4.55	0.03	36.41
$\ln(SIZE)$	19.28	1.54	16.68	23.65
	전체 (N=2442)			
ΔDiv	-2.11	0.19	-29.43	47.09
ROE	11.03	7.29	0.56	37.67
ROA	6.59	4.73	0.02	43.55
$\ln(SIZE)$	19.19	1.52	16.68	23.65

배당가능이익 배당률이 증가한 기업과 감소한 기업의 배당 변화율은 각각 4.65%, -4.46%로 나타났다. 배당가능이익 배당률이 감소한 기업의 ROE와 ROA가 증가 기업에 비해 더 큰 것으로 나타났다. 또한 배당가능이익 배당률 감소 기업들이 증가 기업에 비해 기업규모가 더 큰 것으로 나타나 대기업들의 배당이 상대적으로 더 감소했음을 보여준다.

그러므로 기업규모가 큰 기업일수록, 수익성이 좋은 기업일수록 기업 경영자들은 배당을 지급하려는 성향이 더 낮고 배당의지가 감소하는 것으로 판단된다. 이는 한국 시장에서 저배당, 고성장이라는 기업성장 패턴을 따르고 있음을 암시한다.

4.2 연구 모형과 변수의 측정

배당정책 변화와 기업의 미래이익간의 상관관계를 검증하기 위해 배당가능이익 배당률에 초점을 맞추어 분석하고자 한다. 또한 이와 함께 선행연구에서 널리 사용되었던 배당성향에 대한 분석도 추가하여 두 분석결과를 비교한다.

분석의 설명변수는 배당가능이익 배당률 변화이며, 다음 식(1)과 같이 i 기업의 t 연도 배당가능이익 배당률과 $t-1$ 년의 차이가 기업의 배당변화로 정의된다.

$$\Delta Div1 = \left(\frac{Dividend}{Div. Earnings} \right)_{i,t} - \left(\frac{Dividend}{Div. Earnings} \right)_{i,t-1} \quad (1)$$

식에서 연도별 배당가능이익 배당률의 분모로 정의된 Div. Earnings는 배당가능이익을 의미한다.

한편 최근 기업의 이익환원정책으로 배당정책과 더불어 자사주매입이 적극적으로 활용되고 있는 것이 현실이다. 제한된 현금을 가진 기업의 입장에서 현금배당과 자사주매입의 적절한 혼합이 재무정책의 중요한 결정사항이 되었다. 그러므로 현금배당과 함께 자사주매입을 포함한 주주로의 현금환원의 효과를 종합적으로 분석하기 위하여, 자사주 순매입을 포함한 확장된 배당가능이익 배당률이 기업의 수익성에 갖는 설명력을 추가 분석한다. 자기주식 순매입은 자기주식의 취득에서 처분을 공제하여 계산하였다. 확장된 배당가능이익 배당률은 아래 식(2)와 같이 측정한다.

$$\Delta Div2 = \left(\frac{Dividend + Re purchase}{Div. Earnings} \right)_{i,t} - \left(\frac{Dividend + Re purchase}{Div. Earnings} \right)_{i,t-1} \quad (2)$$

이렇게 계산된 두 종류의 배당가능이익 배당률의 변화를 설명변수로 하고 이익의 변화율을 종속변수로 하는 회귀모형을 설정하였다. 본 연구는 배당의 정보효과가 존재하는 지, 존재한다면 향후 몇 년까지의 이익 수준을 예측하는 지에 초점을 맞추고 있다.

종속변수인 이익변화는 2003년 ~ 2009년 각각의 회계연도에 대해 배당변화가 발생한 시점인 t=0인 시점과 그 이후 년도인 t=1, t=2, t=3 등 미래 시점 사이의 이익의 변화율로 측정하였다. 기업이익의 대리변수로는 경상이익과 영업이익을 사용하였다. 예를 들어 2003년이 t=0인 시점이라면 설명변수인 배당가능 이익배당률의 변화는

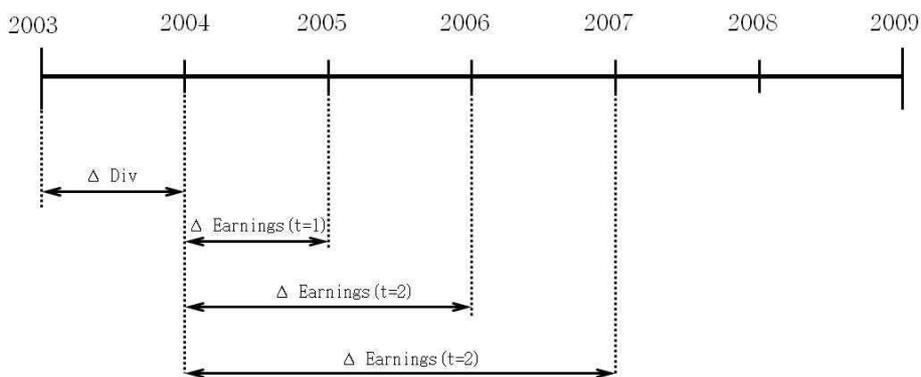
$$\Delta Div1 = \left(\frac{Dividend}{Div. Earnings} \right)_{i,2004} - \left(\frac{Dividend}{Div. Earnings} \right)_{i,2003} \quad \text{이다.}$$

종속변수인 이익의 변화율은 2003년이 t=0인 시점인 경우

$$\frac{Earnings_{i,2004} - Earnings_{i,2003}}{|Earnings_{i,2003}|} \quad \text{이고, } t=1 \text{인 시점에는} \quad \frac{Earnings_{i,2005} - Earnings_{i,2003}}{|Earnings_{i,2003}|}$$

이며, t=2인 시점은 $\frac{Earnings_{i,2006} - Earnings_{i,2003}}{|Earnings_{i,2003}|}$ 으로 측정하게 된다.

이익 변화율은 경상이익과 영업이익의 두 측면에서 개별적으로 측정하여 분석에 사용하였다. <그림 1>는 본 연구의 분석설계를 그림으로 정리하고 있다.



<그림 1> 배당가능이익 배당률 변화와 이익변화의 관계 구조도

한편 배당의 변화가 미래 수익성에 대한 정보를 전달하는 지를 검증하기 위해 기업의 이익 성장성에 영향을 줄 수 있는 기타 변수들을 통제한다. 기업 성장성에 대한

통제변수는 t=0인 시점의 변수를 사용하여 이익의 변화가 발생하기 전의 사전적인 데이터를 사용하여 분석하였다. 분석에 포함된 통제변수들은 <표 5>에 정리되어 있다.

<표 5> 기업의 미래이익과 관련된 기타 통제변수

이 표는 실증분석에 사용된 통제변수들을 요약하고 있다. 배당의 변화가 수익성에 대한 정보를 전달하는 지를 검증하기 위해 기업의 이익 성장성에 영향을 줄 수 있는 통제변수들을 선정하였다.

변수	변수의 구체적 정의	기대부호
Ln(Size)	기업규모: $\log(\text{회계 연도말 종가} * \text{기발행주식수})$	(-)
Debt	부채비율: $(\text{부채} / \text{자기자본}) * 100$	(+)
R&D	$(\text{연구비} + \text{개발비}) / \text{총자산} * 100$	(+)
AssetG	연간 총자산 증가율	(+)
ROE	자기자본수익률: $\text{당기순이익} / \text{자기자본}$	(+)
MktD	더미변수: 유가증권시장에 상장된 기업=1, 아니면 0	(-)

기업규모(Size)는 매 회계연도 말의 시가총액으로 측정하였는데, 기업별 시가총액의 자연로그 값을 분석에 사용하였다. 일반적으로 기업규모가 큰 기업일수록 중소기업에 비해 성숙기에 근접하는 기업들이 많다고 가정한다면, 대기업의 이익 변화율은 상대적으로 더 낮을 것으로 예상된다.

Debt은 부채비율을 의미하는데 다른 조건이 일정하다면 부채비율이 높은 기업은 레버리지 효과에 의해 이익 성장성이 더 높을 것으로 기대된다. 그러므로 부채비율은 기업의 이익변화와는 정(+)의 상관관계를 가질 것으로 예상된다.

R&D는 전체 자산에서 연구개발 지출액이 차지하는 비율로 기업의 성장성을 측정하는 변수로 사용한다. 기업에서 연구개발에 투자하는 비용이 자산총액 대비 클수록 향후 성장성이 더 높을 것으로 예상하는 것이 일반적이므로, 이익 성장성과 양(+)의 상관관계를 가질 것으로 예상된다.

AssetG는 기업의 총자산 증가율로서 총자산 증가액을 전년도 총자산으로 나눈 값이다. 자산 가치가 상승하는 기업이 상대적으로 이익창출 기회가 더 많아진다고 가정해서 미래이익의 증가율이 더 클 것으로 예상된다. 그러므로 총자산 증가율은 기업의 이익변화와 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다.

ROE는 전년도 자기자본이익률로서 당기 순이익에서 자기자본을 나누어 측정한다. Nissim and Ziv(2001)에서 전년도 자기자본 비율인 ROE를 설명변수로 추가하였는데 이는 자기자본이익률(ROE)의 평균회귀(Mean reverting) 현상이 존재하기 때문이라고 주장했다. 또한 Olson and Penman(1982) 그리고 Fama and French(2000)도 ROE가 높을 경우 미래이익은 감소하는데 이는 ROE와 미래이익은 음(-)의 상관관계를 가짐을 설명한다고 밝혔다. 그러므로 ROE는 기업의 미래이익 변화와 음(-)의 관계를 가질 것

으로 기대된다.

MktD는 시장 더미변수로서 유가증권시장에 상장되어 있는 기업은 1, 코스닥시장에 상장되어 있는 기업은 0으로 정의했다. 일반적으로 유가증권시장에 상장되어 있는 기업은 기업규모가 크고 보다 안정적인 기업들이다. 반면 코스닥시장에 상장되어 있는 기업은 위험도가 상대적으로 높고 수익성 변동이 심하므로 미래이익의 변화가 더 클 것으로 기대된다. 그러므로 시장더미는 미래의 이익변화와 음(-)의 상관관계를 가질 것으로 기대된다.¹⁾

이익 변화율을 종속변수로 하고, 배당가능이익 배당률의 변화를 설명변수로 하면서, 통제변수들을 포함하는 회귀모형을 설정하면 다음 식(3)과 같다.

$$\frac{Earnings_{i,t} - Earnings_{i,0}}{|Earnings_{i,0}|} = \alpha + \beta_1 \Delta Div_{i,0} + \beta_2 Ln(Size)_{i,0} + \beta_3 Debt_{i,0} + \beta_4 R \& D_{i,0} + \beta_5 AssetG_{i,0} + \beta_6 ROE_{i,0} + \beta_7 MktD_{i,0} + \varepsilon_{i,0} \quad (3)$$

독립변수로 사용된 배당비율이나 통제변수 중 부채비율, ROE 등 ‘비율’변수들은 극단치(outlier)를 가지는 경우가 많다. 그러므로 이들 변수들을 그대로 사용하여 분석하게 되면 그 분석결과가 극단치의 영향을 강하게 받게 된다. 그러므로 우리는 분석에 사용된 비율변수들에 대해 상하 양 극단 1 백분위 (percentile)를 윈스라이즈(winsorize)하여, 상하 양 극단치를 각각 99 백분위 수와 1 백분위 수로 고정하였다.

또한 배당비율 중 배당성향의 경우 분모로 사용되는 당기 순이익이 음(-)인 경우가 존재한다. 동일한 배당금을 지불하더라도 당기 순이익이 낮을수록 그 기업의 배당성향은 더 높아질 것이다. 하지만 당기 순이익이 너무 낮아져서 음(-)의 당기 순이익을 기록하게 되면, 배당성향은 음(-)의 값을 갖게 되어 크기의 배열(cardinal rank)에 모순을 갖게 된다. 그러므로 당기 순손실이 발생하였는데 양(+)의 배당을 지불한 기업들의 배당성향은 일률적으로 윈스라이즈된 최대값인 99 백분위 수로 대체하여 분석에 활용하였다.

1) 그 외 당기 순이익도 기업의 수익성을 나타내는 중요한 지표이긴 하지만 본 연구에서 설명변수로 배당성향을 사용하고 있고 배당성향 계산 시 사용되는 당기 순이익과 수익성 지표인 당기 순이익의 변화율이 서로 내생성을 가질 수 있기 때문에 당기 순이익의 변화율은 통제변수로 고려하지 않았다.

V. 실증분석 결과

5.1 배당가능이익 배당률 변화와 이익변화와의 관계

기업의 이익 변화율을 종속변수로, 배당가능이익 배당률의 변화를 설명변수로 하는 회귀모형을 통해 배당의 정보효과를 분석하였다. 기업이익의 대리변수는 경상이익과 영업이익을 사용하였다.

<표 6>는 경상이익의 변화를 종속변수로 설정하고 회귀모형 추정식(3)을 $t = 0, 1, 2, 3$ 에 대해 분석을 진행한 결과를 보고하고 있다. 표에 보고된 바와 같이 배당가능이익 배당률의 변화율은 향후 1년, 2년 동안의 경상이익의 변화율과 유의한 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 보고되었다. 배당이 미래이익을 예측하기 위해서는 배당의 증가와 미래이익 사이에 양(+)의 상관관계가 나타나야 하지만, 실증분석 결과에 의하면 오히려 두 변수 사이에는 음(-)의 상관관계가 존재하는 것이다. 배당 변동 이후 향후 3년간 이러한 유의한 음(-)의 상관관계가 지속되고 있다.

성장성에 관련된 통제변수들을 통제한 뒤에도 배당가능이익 배당률의 변화가 유의적인 것으로 나타나, 배당의 증가는 오히려 미래이익 변화율의 감소를 유도하는 것으로 해석된다. 즉 분석결과는 기업의 배당증가가 미래이익의 증가를 신호한다는 정보가 설에 반하는 증거를 제공하고 있다.

이러한 결과는 조영석, 한형호, 양성국(2007), Nissim and Ziv(2001), 박영규(2004)의 연구결과와 대비되는 결과이다. 이는 기존 연구에서 사용했던 배당성향의 변화가 아닌 배당가능이익 배당률의 변화를 설명변수로 사용하였기 때문이다. 즉 배당가능이익 배당률에 의해서는 배당의 정보효과가 증명되지 않음을 알 수 있다.

통제변수들 중 부채비율, 연구개발비, 총자산 증가율, ROE가 5% 수준에서 유의한 결과값을 보였다. 부채비율은 기업의 이익변화율과 양(+)의 상관관계를 가짐으로써 부채비율이 높은 기업의 이익변화가 더 큼을 설명하였다. 이는 부채비율이 높은 기업은 대규모 투자를 하는 경향이 있고, 레버리지 효과로 인해 이익성장이 클 것이라는 Fama and French(2002)의 주장을 지지한다.

또한 연구개발비도 기업의 이익변화율과 양(+)의 상관관계를 가짐으로써 연구개발에 투자하는 비용이 큰 기업일수록 시장의 수요에 맞는 제품 개발이 더 원활하게 이루어져 향후 제품의 매출이 더 증가할 것이며 이로 인해 기업의 이익변화가 더 클 것임을 보여주었다. 그러나 연구개발비는 향후 1년까지의 수익 변화만 예측할 수 있는 것으로 관찰된다.

<표 6> 배당가능이익 배당률 변화와 경상이익 변화

회귀분석에 사용된 표본은 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업의 기업-연도 표본이다. 회귀식의 종속변수는 기준 년도부터 미래 1년, 2년, 3년간 경상이익의 변화율이며, 설명변수는 배당가능이익 배당률의 변화량이다. 통제변수들은 다음과 같이 정의되었다: Ln(Size) =시가총액의 자연로그, Debt =부채비율, R&D= 연구개발비/총자산, AssetG =연간 자산증가율, ROE =자기자본이익률, MktD =유가증권시장 중목의 경우 1을 취하는 더미변수. 독립변수들은 t=0기를 기준으로 측정되었다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

Dependent Variable: 경상이익 변화율				
	t=0	t=1	t=2	t=3
Intercept	0.85 [*] (1.69)	0.77 (1.45)	2.23 ^{**} (2.39)	1.54 (1.17)
△현금배당비율	-0.75 ^{***} (-3.06)	-0.99 ^{***} (-4.17)	-1.44 ^{***} (-4.33)	-1.70 ^{***} (-3.81)
Ln(size)	0.01 (0.26)	0.01 (0.32)	-0.05 (-0.88)	-0.01 (-0.12)
Debt	0.21 ^{***} (4.02)	0.09 [*] (1.66)	0.36 ^{***} (3.61)	0.37 ^{***} (2.7)
R&D	7.05 ^{**} (2.36)	6.51 ^{**} (2.12)	7.86 (1.45)	11.17 (1.46)
AssetG	1.23 ^{***} (6.82)	1.27 ^{***} (6.79)	1.03 ^{***} (6.38)	1.07 ^{***} (6.85)
ROE	-7.66 ^{***} (-16.75)	-7.33(-15.04)	-12.40 ^{***} (-15.59)	-12.43(-11.67)
MktD	-0.15 [*] (-1.82)	-0.11 (-1.26)	-0.02 (-0.11)	-0.15 (-0.69)
No.Obs	2,045	1,636	1,227	818
R-Square	0.1204	0.1173	0.1538	0.1311

총자산 증가율은 기업의 이익변화와 양(+)의 상관관계를 가져 기업의 자산 증가율이 높은 기업일수록 기업의 수익성이 더 커짐을 알 수 있다. 반면, ROE는 기업의 이익변화와 음(-)의 상관관계를 가져 이익의 평균회귀(Mean reverting) 현상을 증명하였다. 즉 당해 년도 ROE가 높은 기업은 향후의 수익성이 감소하며 이로 인해 ROE와 기업의 이익변화는 음(-)의 관계를 가지게 된다.

또한 시장더미는 t=0인 시점에서 기업의 이익변화와 5% 유의수준에서 음(-)의 상관관계를 가진다는 것을 확인하였다. 이는 코스닥 기업의 이익변화율이 유가증권 기업의 이익변화율보다 더 크다는 것을 알 수 있다. 하지만 시장더미는 향후 기업의 이익변화와 통계적으로 유의적인 관계를 보여주지 않았다.

분석의 강건성 검증을 위해, 경상이익의 변화율 대신 영업이익의 변화율을 종속변수로 활용한 분석을 추가하였다. 영업이익을 이용한 분석결과는 <표 7>에 보고되어 있다. 표에 보고된 분석결과에 의하면, 경상이익에 비해 영업이익 모형의 설명도가 다소 떨어졌지만, 경상이익을 이용한 <표 6>의 분석결과와 질적으로 유사하다. 두 분석결과에서 도출할 수 있는 주된 결론은 배당의 정보효과가 지지되지 못한다는 점이다. 배당가능이익 배당률의 변화는 향후 1년 뒤 이익변화와 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 관찰된다.

<표 7> 배당가능이익 배당률 변화와 영업이익의 변화

회귀분석에 사용된 표본은 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업의 기업-연도 표본이다. 회귀식의 종속변수는 기준 년도부터 미래 1년, 2년, 3년간 영업이익의 변화율이며, 설명변수는 배당가능이익 배당률의 변화량이다. 통제변수들은 다음과 같이 정의되었다: Ln(Size) =시가총액의 자연로그, Debt =부채비율, R&D= 연구개발비/총자산, AssetG =연간 자산증가율, ROE =자기자본이익률, MktD =유가증권시장 중목의 경우 1을 취하는 더미변수. 독립변수들은 t=0기를 기준으로 측정되었다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

Dependent Variable: 영업이익 변화율				
	t=0	t=1	t=2	t=3
Intercept	0.77* (1.91)	0.86* (1.73)	0.30 (0.14)	-3.10 (-0.8)
△현금배당비율	-0.31 (-1.5)	-0.70***(-3.06)	-0.60(-0.66)	-0.03 (-0.02)
Ln(Size)	-0.01 (-0.52)	-0.013(-0.46)	0.08 (0.64)	0.30 (1.37)
Debt	0.05 (1.1)	0.03 (0.53)	0.07 (0.28)	0.15 (0.35)
R&D	0.66 (0.27)	0.23 (0.08)	-3.05(-0.24)	-17.48 (-0.76)
AssetG	1.20*** (7.88)	1.28*** (7.00)	1.72*** (3.97)	2.45*** (4.89)
ROE	-3.50***(-9.21)	-4.10***(-8.74)	-14.05***(-6.81)	-19.52***(-5.56)
MktD	-0.03 (-0.48)	-0.03(-0.33)	0.27 (0.74)	-0.29 (-0.45)
No.Obs	2,045	1,636	1,227	818
R-Square	0.0537	0.0568	0.035	0.0387

<표 6>과 <표 7>의 분석을 배당증가 기업 표본과 배당감소 기업 표본으로 분리하여 각각 추가분석을 수행해 보았다.²⁾ 두 표본 모두에서 배당의 정보효과가 지지되지 않는 점을 확인할 수 있었다. 다만 배당가능이익 배당률의 변화와 미래이익 변화 사이의 음(-)의 상관관계는 배당감소 기업 표본에서 강하게 나타나는 점을 확인할 수 있었다. 배당증가 기업 표본에서는 배당가능이익 배당률의 변화와 미래이익의 변화 사이에는 통계적 유의성이 존재하지 않았다. 경영진은 불가피한 경우에만 배당감소를 결정하는 것이 일반적이므로, 배당의 정보효과는 배당증가보다는 배당감소의 경우 더 강해야 할 것이다. 하지만 본 연구는 이러한 추론을 지지해 주지 못하고 있다. 그러므로 추가분석 결과도 배당이 미래이익을 예측하지 못한다는 본 논문의 결론을 더 강화시킨다는 점을 시사한다.

5.2 확장된 배당가능이익 배당률과 이익변화와의 관계

최근 들어 자사주매입이 증가하고 있는 추세이며, 자사주매입은 현금배당과 더불어 주주들의 이익을 환원시켜주는 주요한 수단이 되었다. 자사주매입(stock repurchase)에 대한 이론적, 실증적 연구들은 현금배당 대체설과 보완설이 함께 제기되어 있다. 자사주매입은 배당정책의 일환으로 취급하는 것이 합리적이므로, 자사주매입을 포함한 현

2) 이 추가분석 결과는 별도의 표로 보고하지 않았지만, 저자에게 요청하면 획득 가능하다.

금융출의 변화가 기업의 미래 수익성에 대한 정보를 전달할 수 있을지에 대한 분석이 필요하다.

우리는 자사주 순매입을 고려한 확장된 배당가능이익의 배당률의 변화와 기업의 수익성 변화에 대해 분석을 진행했다. <표 8>은 확장된 배당가능이익의 배당률의 변화와 미래 경상이익의 변화에 대한 분석 결과를 보여주고 있다.

<표 8> 확장된 배당가능이익의 배당률의 변화와 경상이익 변화

회귀분석에 사용된 표본은 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업의 기업-연도 표본이다. 회귀식의 종속변수는 기준 년도부터 미래 1년, 2년, 3년간 경상이익의 변화율이며, 설명변수는 자사주 순매입을 고려한 확장된 배당가능이익의 배당률이다. 통제변수들은 다음과 같이 정의되었다: Ln(Size) = 시가총액의 자연로그, Debt = 부채비율, R&D = 연구개발비/총자산, AssetG = 연간 자산증가율, ROE = 자기자본이익률, MktD = 유가증권시장 종목의 경우 1을 취하는 더미변수. 독립변수들은 t=0기를 기준으로 측정되었다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

Dependent Variable: 경상이익 변화율				
	t=0	t=1	t=2	t=3
Intercept	0.86* (1.72)	0.76 (1.41)	2.17** (2.31)	1.60 (1.2)
△확장 배당비율	-0.80*** (-4.17)	-0.45** (-2.24)	-0.81*** (-2.94)	-0.51 (-1.47)
Ln(Size)	0.01 (0.26)	0.01 (0.34)	-0.04 (-0.83)	-0.01 (-0.19)
Debt	0.21*** (3.95)	0.11** (2.00)	0.39*** (3.90)	0.43*** (3.18)
R&D	6.94** (2.33)	6.88** (2.22)	8.64 (1.59)	12.02 (1.56)
AssetG	1.19*** (6.64)	1.28*** (6.84)	1.06*** (6.55)	1.07*** (6.84)
ROE	-7.63*** (-16.75)	-7.31*** (-14.91)	-12.39*** (-15.52)	-12.19*** (-11.39)
MktD	-0.15* (-1.84)	-0.11 (-1.20)	-0.01 (-0.07)	-0.13 (-0.57)
No.Obs	2,045	1,636	1,227	818
R-Square	0.123	0.1123	0.1498	0.1231

분석결과에 의하면, 자사주 순매입을 고려한 기업의 배당가능이익의 배당률에 대한 분석결과와 현금배당만을 고려한 경우의 분석과 거의 비슷한 결과를 보여주고 있다. 확장된 배당가능이익의 배당률은 향후 3년까지 기업의 미래 경상이익의 변화와 음(-)의 상관관계를 가져 전반적으로 기업의 배당가능이익의 배당률의 증가는 향후 기업의 이익의 증가를 예측할 수 없다는 점을 다시 확인해 주고 있다.

<표 9>는 경상이익 대신 영업이익의 변화를 종속변수로 하고 확장된 배당률을 설명변수로 하는 분석결과를 보고하고 있다. 영업이익의 변화를 종속변수로 한 경우에도 배당가능이익의 배당률은 미래이익과 양(+)의 상관관계를 갖지 못함에 따라 배당의 정보효과를 지지하는 증거를 발견할 수 없었다. 다만 경상이익을 사용한 경우에서 나타났던 배당률 증가율과 미래이익 증가율과의 부정적 상관관계는 그 통계적 유의성이 다소 하락하였다.

<표 9> 확장된 배당가능이익 배당률 변화와 영업이익 변화

회귀분석에 사용된 표본은 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업의 기업-연도 표본이다. 회귀식의 종속변수는 기준 년도부터 미래 1년, 2년, 3년간 영업이익의 변화율이며, 설명변수는 자사주 순매입을 고려한 확장된 배당가능이익 배당률의 변화량이다. 통제변수들은 다음과 같이 정의되었다: Ln(Size) =시가총액의 자연로그, Debt =부채비율, R&D= 연구개발비/총자산, AssetG =연간 자산증가율, ROE =자기자본이익률, MktD =유가증권시장 종목의 경우 1을 취하는 더미변수. 독립변수들은 t=0기를 기준으로 측정되었다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

Dependent Variable: 영업이익 변화율				
	t=0	t=1	t=2	t=3
Intercept	0.76*(1.90)	0.85*(1.70)	0.29(0.14)	-2.99(-0.77)
△확장된 배당비율	-0.23(-1.43)	-0.41**(-2.10)	0.59(0.76)	2.30(1.88)
Ln(Size)	-0.01(-0.49)	-0.013(-0.45)	0.08(0.63)	0.29(1.33)
Debt	0.05(1.14)	0.04(0.74)	0.11(0.46)	0.24(0.59)
R&D	0.66(0.28)	0.48(0.17)	-2.64(-0.21)	-17.08(-0.74)
AssetG	1.19*** (7.82)	1.29*** (7.04)	1.73*** (3.99)	2.42*** (4.83)
ROE	-3.50*** (-9.23)	-4.07*** (-8.68)	-13.86*** (-6.72)	-18.88*** (-5.38)
MktD	-0.03(-0.48)	-0.03(-0.30)	0.29(0.81)	-0.26(-0.40)
No.Obs	2,045	1,636	1,227	818
R-Square	0.0536	0.0545	0.0351	0.0414

확장된 배당가능이익 배당률의 경우 자사주 순매입을 포함하고 있다. 자사주 매입은 그 빈도 및 금액 면에서 코스닥시장보다는 유가증권시장에서 더 활발히 활용되는 것이 일반적이다. 이를 반영하여 <표 8>과 <표 9>에서는 증권시장을 더미를 활용하여 그 효과를 통제하였다. 하지만, 증권시장의 차이에 따른 효과를 보다 직접적으로 통제하기 위해, 확장된 배당가능이익 배당률에 대한 분석을 유가증권시장과 코스닥시장으로 표본을 구분하여 추가분석을 실시하였다³⁾. 추가분석 결과에 의하면, 두 표본 모두에서 배당의 정보효과가 지지되지 않는 점을 확인할 수 있었다. 이러한 추가분석 결과는 배당이 미래이익을 예측하지 못한다는 본 논문의 결론이 유가증권시장과 코스닥시장 모두에서 성립한다는 점을 시사한다. 다만 배당가능이익 배당률의 변화와 미래 이익 변화 사이의 음(-)의 상관관계는 코스닥시장보다는 유가증권시장에서 강하게 나타나는 점을 확인할 수 있었다. 코스닥시장에서는 배당가능이익 배당률의 변화와 미래 이익의 변화 사이에는 통계적 유의성이 존재하지 않았다.

5.3 배당성향을 사용한 분석결과

전절에서 보고된 바와 같이 배당가능이익 배당률의 미래이익 예측력은 실증적으로 지지되지 못하였다. 여기서는 배당관련 선행연구에서 일반적으로 활용되었던 배당성향

3) 이 추가분석 결과는 별도의 표로 보고하지 않았지만, 저자에게 요청하면 획득 가능하다.

(순이익 대비 배당금)을 이용한 분석을 수행하여 배당가능이익 배당률을 활용한 분석 결과와 비교해 보고자 한다. 기술한 바와 같이 배당성향은 논리적, 실증적 한계점을 지니고 있다. 하지만 배당성향은 국내의 배당관련 선행연구에서 가장 일반적으로 사용되는 변수이므로, 배당성향을 이용하여 전절에서 수행한 분석을 반복해 보고 그 시사점을 찾고자 한다.

배당성향을 설명변수로 사용하여 회귀모형 식(3)을 $t = 0, 1, 2, 3$ 에 대해 분석을 진행한 결과는 아래의 <표 10>과 같다. 표에 나타난 바와 같이 배당성향의 변화율은 향후 1년, 2년 동안의 경상이익의 변화율과 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 보고되었다. 이익 성장성에 관련된 통제변수들을 통제된 뒤에도 배당성향의 변화가 유의적인 것으로 나타났다. 즉 배당성향의 증가는 미래이익 변화율의 증가를 나타내 기업의 배당정책의 변화가 미래이익의 증감을 예측할 수 있다는 의견을 지지한다. 이러한 결과는 조영석, 한형호, 양성국(2007), Nissim and Ziv(2001)의 연구결과와 동일함을 확인하였다. 또한 총자산 대비 배당률을 이용하여 분석한 박영규(2004)의 연구결과와도 유사함을 의미한다.⁴⁾

<표 10> 현금배당성향 변화와 경상이익 변화

회귀분석에 사용된 표본은 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업의 기업-연도 표본이다. 회귀식의 종속변수는 기준 년도부터 미래 1년, 2년, 3년간 경상이익의 변화율이며, 설명변수는 배당성향 (=배당금/순이익)의 변화량이다. 통제변수들은 다음과 같이 정의되었다: Ln(Size) =시가총액의 자연로그, Debt =부채비율, R&D= 연구개발비/총자산, AssetG =연간 자산증가율, ROE =자기자본이익률, MktD =유가증권시장 종목의 경우 1을 취하는 더미변수. 독립변수들은 t=0기를 기준으로 측정되었다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

Dependent Variable: 경상이익 변화율				
	t=0	t=1	t=2	t=3
Intercept	0.584 (1.71)	0.34 (0.91)	1.212 (1.58)	1.193 (1.14)
△배당성향	-2.403***(-15.97)	0.451***(2.74)	0.817** (2.54)	0.297 (0.67)
Ln(Size)	0.009 (0.43)	0.022 (1.02)	0.008 (0.18)	0.011 (0.18)
Debt	0.273***(6.33)	0.213***(4.46)	0.497***(4.87)	0.732***(5.24)
R&D	5.799*(2.18)	5.187*(1.89)	7.766 (1.28)	1.058 (0.12)
AssetG	1.151***(7.48)	1.216***(7.72)	1.116***(6.49)	1.192***(7.09)
ROE	-5.835***(-13.72)	-6.340***(-13.95)	-12.19***(-13.51)	-13.49***(-10.76)
MktD	-0.140**(-2.06)	-0.098(-1.34)	-0.066 (-0.41)	-0.107(-0.49)
No.Obs	2,045	1,636	1,227	818
R-square	0.2422	0.1471	0.175	0.1835

4) 다만 박영규(2004)에서는 향후 1년까지의 수익성까지 예측할 수 있다는 결과를 보고한 데 비해 본 연구분석 결과는 향후 2년까지의 수익성까지 관련성이 있음을 보여준다.

기업의 수익성을 경상이익 대신 영업이익의 변화율로 측정하여 분석한 결과, 영업 이익의 변화율과 배당성향의 변화와 유의한 양(+)의 상관관계는 그대로 유지되었다. 다만, 이익의 변화율과 배당성향 변화 사이에는 향후 1년까지만 상관관계가 존재하는 것으로 나타났다.

현금 배당과 함께 자사주매입을 포함한 분석도 추가로 수행하였다. 자사주 순매입을 고려한 확장된 배당성향의 변화와 기업의 수익성 변화에 대해 분석을 진행했다. <표 11>은 확장된 배당성향에 의한 분석 결과를 보여주고 있다.

<표 11> 확장된 배당성향과 경상이익 변화

회귀분석에 사용된 표본은 2003년~2009년 기간 중에 계속 상장되어 있는 비금융 상장기업의 기업-연도 표본이다. 회귀식의 종속변수는 기준 년도부터 미래 1년, 2년, 3년간 경상이익의 변화율이며, 설명변수는 자사주 순매입을 고려한 확장된 배당성향 (=배당+자사주매입/순이익)의 변화량이다. 통제변수들은 다음과 같이 정의되었다: Ln(Size) =시가총액의 자연로그, Debt =부채비율, R&D= 연구개발비/총자산, AssetG =연간 자산증가율, ROE =자기자본이익률, MktD =유가증권시장 종목의 경우 1을 취하는 더미변수. 독립변수들은 t=0기를 기준으로 측정되었다. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준에서 유의함을 나타낸다.

Dependent Variable: 경상이익 변화율	Variable: 경상이익 변화율			
	t=0	t=1	t=2	t=3
Intercept	0.356 (1.00)	0.336 (0.90)	1.150 (1.50)	1.194 (0.25)
△ 확장된 배당성향	-1.315***(-13.35)	0.330*** (3.10)	0.877*** (4.39)	1.083*** (3.86)
Ln(size)	0.029 (1.40)	0.023 (1.05)	0.011 (0.25)	0.01 (0.16)
Debt	0.282*** (6.34)	0.214*** (4.49)	0.491*** (4.83)	0.715*** (5.15)
R&D	6.500** (2.36)	5.133* (1.87)	7.221 (1.19)	0.203 (0.02)
AssetG	1.033*** (6.56)	1.190*** (7.57)	1.097*** (6.41)	1.188*** (7.11)
ROE	-6.654*** (-15.48)	-6.378*** (-14.15)	-12.08*** (-13.57)	-13.04*** (-10.61)
MktD	-0.191*** (-2.72)	-0.01 (-1.36)	-0.07 (-0.44)	-0.105(-0.48)
No.Obs	2,045	1,636	1,227	818
R-square	0.218	0.1482	0.1839	0.1978

자사주 순매입을 고려한 기업의 배당성향에 의한 분석결과는 현금배당성향에 의한 분석과 거의 비슷한 결과를 보여주고 있다. 확장된 배당성향은 향후 3년까지 기업 미래이익의 변화와 양(+)의 상관관계를 가져 전반적으로 기업의 배당성향의 증가는 향후 기업의 이익의 증가를 예측할 수 있다고 보여진다. 경상이익 대신 영업이익의 변화를 종속변수로 하고 확장된 배당성향을 설명변수로 분석한 분석에서도 상술한 결과가 관찰되었다.

배당성향을 이용한 실증분석 결과를 종합하면, 현금배당만을 고려한 경우나 자사주 매입까지 포함한 경우 모두 배당성향은 미래 기업이익을 적절히 예측하는 것으로 나

타났다. 이는 선행연구와 일치하는 결과이다. 하지만 배당성향은 논리적, 실증적으로 한계점을 가진 변수이므로 그 실증분석결과의 해석에 주의를 요한다. 배당성향은 기업의 배당사결정을 합리적으로 대변할 수 없으므로 기업이 배당성향의 증가를 통해 미래 기업이익의 증가를 신호한다는 해석은 무리가 있다.

기업의 경영자는 미래의 현금흐름에 대한 기대가 비관적이어서 현재의 배당수준을 유지하는 것이 도저히 불가능하다는 판단을 내리기 전에는 배당을 감소시키는 것을 꺼려 하며, 반대로 미래의 현금흐름이 배당의 증가를 상쇄하고도 충분하다는 확신이 없이는 배당을 증가시키지 않으려 한다. 배당성향은 당기 순이익 대비 배당으로 측정되므로 배당보다는 당기 이익의 변화에 매우 민감하게 반응한다. 그러므로 배당성향을 이용한 분석결과는 이익의 평균회귀 현상에 의해 나타나는 무의미한 관계 (spurious relationship)라는 점을 배제할 수 없다.

물론 배당성향뿐 아니라 배당가능이익 배당률도 이러한 문제점에서 완전히 자유로울 수는 없지만, 배당가능이익은 기간별 이익보다는 누적된 이익잉여금의 크기를 반영한다. 그러므로 기간별 이익변동의 영향이 상당히 희석되어 있다.

5.4 배당성향과 회계이익 평균회귀 현상

<표 10>과 <표 11>에 보고한 배당성향을 이용한 분석결과에 의하면, 배당성향의 증가가 미래 회계이익의 증가를 예측할 수 있다는 해석이 가능하다. 여기서 그 해석의 합리성을 회계이익의 평균회귀 현상을 통해 재해석해 보고자 한다.

1980년대 이전의 회계학 연구들에서는 회계이익의 시계열 행태에 대해 랜덤워크(random walk) 과정을 가정하는 것이 일반적이었지만, 현대 연구들은 회계이익의 시계열 변동행태가 평균회귀(mean reversion) 관계를 지니고 있다고 주장한다.

Little(1962), Little and Rayner(1966), Ball and Watts(1972) 등에서 보듯, 과거 회계학계의 일반적 가정이었던 회계이익의 랜덤워크 가정은 회계이익의 시계열 변동행태가 불규칙적이며, 기간 간 이익변동행태에는 어떠한 유기적인 상관관계가 관측되지 않는다는 주장이었다.

하지만 1980년 이후, Freeman et al.(1982)이 자기자본이익률(ROE)의 평균회귀 과정에 대한 연구를 처음으로 제시된 이후 랜덤워크 가정은 거부되었다. 기업의 회계이익률은 평균회귀 경향을 갖고 있어서 금기의 높은 회계이익률을 기록한 기업들은 대체로 미래에 회계이익률이 하락하게 된다는 것이다. 회계이익의 평균회귀 현상의 원인으로서는 기업 간 경쟁, 외부 규제, 경영자 보상구조, 법인세 절감을 위한 이익유연화 등 다양한 요인들이 지적되고 있다.

Freeman, Ohlson, and Penman(1982), Fairfield, Sweeney, and Yohn(1996) 등은 ROE의 평균회귀 과정에 대한 실증적 검증결과를 근거로 기존의 랜덤워크 가설을 반박하였다. 그들은 ROE의 평균회귀과정을 이용한 이익예측모형에서 ROE를 이익의 구성요소 별로 분해하여 적용할 경우 모형의 설명력이 증가함을 실증적으로 보여주고 있다. 또한 Nissim and Penman(2001)은 비율분석과 주주지분가치 평가에 대하여 논의를 통해 역시 ROE의 시계열 행태에 대해 분석하였고, 실증자료를 이용하여 ROE의 평균회귀 경향을 보고하고 있다. 이외에도 Penman(2001), Ohlson and Penman(1992), Fama and French(2000) 등의 연구에서도 ROE의 평균회귀 경향을 보여주는 실증연구는 동일한 결과를 제시하였다.

회계이익의 평균회귀 과정에 대한 가설은 국내의 실증연구로도 입증되었다. 김권중과 김문철(2005)은 상장 기업에 대한 ROE의 평균회귀 경향을 분석하여, 기준연도의 기업별 ROE를 순위에 따라 5개 그룹으로 구분하고 기준연도 이후에 각 그룹의 평균 ROE 변동행태가 평균회귀 과정을 따르는 지를 검증한 결과, ROE의 평균회귀 현상이 관측됨을 보고하고 있다.

회계이익의 시계열 행태에 관한 현대 연구들은 이익의 평균회귀 가설에서 더 나아가, 다양한 이익예측모형에 관한 연구를 진행하고 있는데, 주요한 연구로는 Fairfield, Yohn, and Lombardi (2001), 전성일과 정혜영(2003), 심상규, 허영빈, 김창수(2004) 등을 들 수 있다.

<표 10>과 <표 11>에서 보듯이, 우리의 연구에서도 이익의 평균회귀 현상은 강하게 지지되고 있다. 금기의 ROE는 미래이익의 변동과 강한 음(-)의 상관관계를 보이고 있는 것이다. 회계이익의 평균회귀 현상을 가정할 경우, 배당성향과 미래이익간의 양(+)의 상관관계는 무의미한 상관관계 (spurious relationship)로 해석될 수 있다. 예를 들어 금년 낮은 이익을 보고한 기업이 이익의 평균회귀현상에 따라 내년에 상대적으로 높은 이익을 보고한다고 가정하자. 이 경우 배당의 변화가 없다고 가정하면, 금년 배당성향은 내년보다 높을 것이므로, 금년의 배당성향과 내년의 이익 사이에는 통계적으로 강한 양(+)의 상관성을 보이게 되는 것이다. 즉 회계이익률의 평균회귀 현상으로 인해 미래이익은 현재 이익과 음(-)의 상관관계를 지니게 되므로, 배당성향에서 분자인 배당금의 영향보다는 분모인 현재이익의 영향이 더 클 경우 현재의 배당성향과 미래의 이익 간에는 양(+)의 상관관계가 나타날 수밖에 없을 것이다.

VI. 요약 및 결론

배당가능이익 배당률은 기업 경영자가 주어진 시점에서 규정상 배당으로 지급 가능한 총액 중에서 배당금으로 지급한 비율을 표현하므로, 경영자의 배당의지를 나타내는 비율이다. 본 연구는 배당의 정보효과를 배당가능이익 배당률을 활용하여 분석하였다. 분석결과에 의하면, 배당가능이익 배당률과 미래이익의 변화는 오히려 음(-)의 상관관계를 나타내는 것으로 나타났다. 이는 한국의 상황에서는 배당의 정보효과를 부인하는 결과로 해석된다.

미래이익의 측정을 영업이익과 경상이익 등 다양한 방법으로 시도했으나 분석결과는 강건한 것으로 나타났다. 또한 자사주 순매입을 도입한 확장된 배당비율들도 현금 배당 변수들과 비슷한 결과를 나타내었다.

반면 배당성향 변화를 설명변수로 하고, 이익 변화를 종속변수로 한 분석에서 두 변수는 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 선행연구 결과와 일치하는 결과로서, 배당성향의 변화가 향후 기업이익의 변화를 예측할 수 있는 것처럼 보이는 측면도 있음을 확인해 준다. 하지만, 그 결과는 이익의 평균회귀 현상을 반영하는 결과로 해석될 수도 있다. 배당성향을 이용한 분석결과는 기업 경영자의 주관적인 배당의지보다는 이익의 평균회귀 현상 때문에 나타나는 무의미한 연관관계일 가능성이 존재한다. 그러므로 배당성향을 이용한 분석결과가 배당의 정보효과에 대한 설명력으로 해석하기는 어렵다. 다만 그 해석에 대한 판단은 이익의 평균회귀 현상에 대한 추가적인 실증연구가 진행되어야 할 것으로 판단하며, 이에 관한 후속 연구를 기대한다.

참고문헌

- 김권중·김문철 (2005), 기업가치 평가와 회계연구, 한국회계학회.
- 김대식·류동진·전상경 (2005), “외국인 지분과 기업의 배당정책,” 경영연구, 제17권, 63-89.
- 김동욱 (1989), “배당의 정보효과에 관한 실증적 연구,” 재무관리연구, 제6권 제2호, 97-112.
- 김철중 (1996), “소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구,” 재무관리연구, 제13권 제1호, 51-78
- 박경서·이은정·이인무 (2003), “국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구,” 재무연구, 제16권 제2호, 195-229.

- 박영규 (2004), “배당변화를 통한 기업의 미래이익 예측가능성 연구,” 증권학회지, 제33권 4호, 63-94.
- 설원식 · 김수정 (2005), “외국인투자가 기업의 배당에 미치는 영향,” 한국증권학회, 제1차 정기학술발표회 발표논문집, 333-357.
- 심상규 · 허영빈 · 김창수 (2004), “동태적 패널모형의 회계이익률 예측능력 검증,” 회계학연구, 제2호, 29-57.
- 육근효 (1989), “주주-경영자간의 대리문제에 관한 실증분석,” 증권학회지, 제11집, 54-164.
- 전성일 · 정혜영 (2003), “추정손익계산서 작성에 의한 회계이익 예측에 관한 연구,” 회계저널, 제3호, 1-28.
- 조영석 · 한형호 · 양성국 (2007), “배당성향과 미래이익성장에 관한 연구,” 산업경제연구, 제20권 제4호, 1445-1462.
- 조지호 (1990), “배당중심으로 본 주주-경영자간의 대리문제에 관한 연구,” 경제연구, 제11권 제1호, 75-89.
- Arnott, R. D. and C. S. Asness (2003), “Surprise! Higher dividends= Higher Earnings Growth,” *Financial Analysts Journal*, 59(1), 70-88.
- Aharony, J. and A. Dotan (1994), “Regular Dividend Announcements and Future Unexpected Earnings: An Empirical Analysis,” *Financial Review*, 29(1), 125 - 151.
- Aharony, J. and I. Swary (1980), “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders’ Returns: An Empirical Analysis,” *Journal of Finance*, 35(1), 1-12
- Asquith, P. and D. W. Mullins (1983), “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’ Wealth,” *Journal of Business*, 56, 77-96.
- Ball, R. and R. Watts (1972), “Some Time Series Properties of Accounting Income,” *Journal of Finance*, 27(3), 663-682.
- Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler (1997), “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?,” *Journal of Finance*, 52(3), 1007-1034.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin (1994), “The Information Content of Dividend Changes: Cash Flow Signaling, Overinvestment, and Dividend Clienteles,” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 29(4), 567-587.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner (2004), “Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings,” *Journal of*

- Financial Economics*, 72, 425-456.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and R. Stulz (2006), "Dividend Policy and the Earned/contributed Capital Mix: a Test of the Life-cycle Theory," *Journal of Financial Economics*, 81, 227-254.
- Dielman, T. E. and H. R. Oppenheimer (1984), "An Examination of Investor Behavior During Periods of Large Dividend Changes," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 19(2), 197-216.
- Fairfield, P., R. Sweeney, and T. Yohn (1996), "Accounting Classification and the Predictive Content of Earnings," *Accounting Review*, 71(3), 337-356.
- Fairfield, P., T. Yohn, and T. Lombardi (2001), "Using Asset Turnover and Profit Margin to Forecast Changes in Profitability?," *Review of Accounting Studies*, 6, 371-385.
- Fama, E. and K. R. French (2000), "Forecasting Profitability and Earnings," *Journal of Business*, 73(2), 161-175.
- Freeman, R., J. Ohlson, and S. Penman (1982), "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Changes: An Empirical Investigation," *Journal of Accounting Research*, 20(2), 639-653.
- Grullon, G., R. Michaely, S. Benartzi, and R. H. Thaler (2005), "Dividend Changes Do not Signal Changes in Future Profitability," *Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu (1984), "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions," *Journal of Financial Economics*, 21(2), 149-175.
- Little, I. M. D. (1962), "Higgledy Piggledy Growth," *Oxford Institute of Statistics*, 24(4).
- Little, I. M. D. and A. C. Rayner (1966), "Higgledy Piggledy Growth Again," Oxford: Basil Blackwell.
- Nissim, D. and A. Ziv (2001), "Dividend Changes and Future Profitability," *Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Nissim, D. and S. Penman (2001), "Ratio Analysis and Equity Valuation: From Research to Practice," *Journal of Accounting Research*, 6(1), 109-154.
- Ofer, A. R. and D. R. Siegel (1987), "Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends," *Journal of Finance*, 42(4), 889-911.

- Ohlson, J. and S. Penman (1992), "Disaggregated Accounting Data As Explanatory Variables for Returns," *Journal of Accounting, Auditing and Finance*, 7, 553-578.
- Penman, S. H. (1983), "The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends," *Journal of Finance*, 38(4), 1181-1199.
- Penman, S. H. (2001), *Financial Statement Analysis and Security Valuation*, McGraw-Hill Irwin.
- Pettit, R. R. (1972), "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency," *Journal of Finance*, 27(5), 993-1007.
- Watts, R. (1973), "The Information Content of Dividends," *Journal of Business*, 46(2), 191-211.
- Zhou, P. and W. Ruland (2006), "Dividend Payout and Future Earnings Growth," *Financial Analysts Journal*, 62(3), 58-69.

Abstract

Do Dividend Policy Changes Predict Future Earnings?

Sang-gyung Jun^{} and Xuehua Cui^{**}*

Signaling theory argues that managers use dividend policy to signal the future prospects of firm's operational performance. According to the theory, the future operational performance would be enhanced after the firm increases dividends. In this paper, we investigate the information content of dividend. Specifically we examine whether dividend policy changes have the predictive power to the future earnings, using the sample of firms which have been continuously listed on Korean Stock Exchange during the period of year 2003 to 2009. We also include stock repurchase in firm's dividend policy.

Dividend payout ratio, which is the commonly used variable for dividend policy, has a logical limitation in measuring the cross-sectional variations of firms' dividend policy in Korea. Considering the regulations on dividend payment in Korean firms, we suggest that the appropriate proxy variable of dividend policy in Korea is the ratio of dividend to distributable income, not to net income. The ratio of dividend to distributable income appropriately reflects firm's dividend changes relative to its earnings.

Our empirical results show that the ratio of dividend to distributable income does not have any predictive power to the change of future ordinary income, or operating income. Instead, there exists a significant negative correlation between dividends and future earnings, which are contrary to signaling theory. The results still hold even if we include stock repurchase in firms' payout. Our empirical results overall provide evidence against the concept of information content of dividend in Korea.

Key Words: Dividend, Information Content, Earnings Changes, Distributable Income, Signaling Theory, Stock Repurchase

* School of Business, Hanyang University, Email: sjun@hanyang.ac.kr Tel: +82-2-2220-1650,

** Korea Investment & Securities Co. Ltd., Email: sherhua2003@gmail.com