

국제회계연구

제57집, 2014년 10월: 120-135.

한국국제회계학회

기업의 현금흐름이 배당성향에 미치는 영향

심 재 우*

< 국문초록 >

본 연구의 목적은 기업의 현금흐름이 배당성향에 미치는 영향을 검증함에 있어 현금흐름표상의 영업활동현금흐름, 투자활동현금흐름, 재무활동현금흐름의 각각의 현금흐름이 배당성향에 미치는 영향을 연구하는 것이다. 연구의 표본은 2006년부터 2013년까지 한국거래소에 상장되어 있는 3,667개의 기업을 대상으로 다중회귀분석을 통하여 검증하였으며, 검증결과는 다음과 같다.

첫째, 현금흐름 중 영업활동 현금흐름으로 인한 배당성향에 미치는 영향을 살펴본 결과, 현금배당과 주식배당 모두 양의 관련성을 가지고 있는 것으로 나타났다. 이는 영업활동현금흐름이 증가할 경우 현금배당과 주식배당 모두 양의 관련성을 가지나, 현금배당의 경우가 더 크게 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 둘째, 투자활동 현금으로 인한 배당성향에 미치는 영향을 살펴본 결과, 현금배당과 주식배당 모두 음의 관련성을 가지고 있는 것으로 나타났으나 현금배당의 경우만 통계적으로 유의하게 나타나는 것을 알 수 있다. 이는 투자활동현금흐름이 증가하더라도 현금배당을 감소시키며, 영향을 미치는 것으로 나타났다. 셋째, 재무활동 현금으로 인한 배당성향에 미치는 영향을 살펴본 결과, 현금배당과 주식배당 모두 음의 관련성을 가지고 있는 것으로 나타났으나 현금배당의 경우만 통계적으로 유의하게 나타나는 것을 알 수 있어 투자활동현금흐름과 동일한 결과를 보이고 있다. 이는 재무활동현금흐름이 증가하더라도 현금배당을 감소시키며, 영향을 미치는 것으로 나타났다.

주제어 : 현금흐름, 현금배당, 주식배당

논문접수일: 2014.07.24. 논문수정일: 1차(2014.09.25.) 게재확정일: 2014.10.29.

* 안산대학교 세무회계과 교수 (제1저자)

A study on the influence of Pay-out ratio on the Cash Flow of a Firm

Sim, Jae Woo*

< Abstract >

The Purpose of this study discusses on how pay-out ratio throughout cash flow of a firm — operating cash flow, investing cash flow, financing cash flow — impacts the pay-out-ratio of a firm. We have analyzed the relationship between the two focusing on Korea stock exchange(3,667) from 2006 to 2013, and our findings are as follows:

First, the result about the influence that operating cash flow among cash flow affect to the pay-out, its showed a positive correlation with pay-out ratio. That is, both cash dividend and stock dividend showed a positive correlation with in case operating cash flow increase and cash dividends have an effect more than stock dividends.

Second, the result about the influence that investing cash flow among cash flow affect to the pay-out, its showed a negative correlation with pay-out ratio(cash dividends). That is, cash dividend showed a negative correlation with in case investing cash flow decrease.

Third, the result about the influence that financing cash flow among cash flow affect to the pay-out, its showed a negative correlation with pay-out ratio(cash dividends). That is, cash dividend showed a negative correlation with in case financing cash flow decrease.

Key words : cash flow, cash dividends, stock dividends

Received: 2014.07.24. Revision: 1st(2014.09.25.) Accepted: 2014.10.29.

* Professor, Dept. of Tax Accounting, Ansan University (First Author)

I. 서론

기업의 여러 정책 중에서 배당정책은 기업이 벌어들인 순이익을 소유자인 주주들에게 지급하는 배당과 미래의 투자기회에 대처하기 위하여 사내에 적립하는 유보이익으로 구분된다. 배당정책의 결정은 단순히 회사의 이익을 주주들에게 배분한다는 것뿐만 아니라 그 나머지를 기업에 유보한다는 점에서 투자의사결정과 더불어 기업의 중요한 재무의사결정중 하나이며, 배당정책도 다른 재무의사결정과 마찬가지로 기업가치 또는 주주의 부를 극대화시킬 수 있는 차원에서 이루어져야 한다(최영욱과 이상희, 2011).

그러면 기업이 주주들에게 부를 극대화하는 것으로는 현금 또는 이익을 분배하는 방법이 있으며, 이는 배당과 자사주매입으로 나누어진다. 이 중 배당정책은 기업이 경영활동의 결과로 얻은 잉여금을 주주들에게 얼마나 나누어주며, 얼마나 유보할지를 결정하는 것으로서 기업의 재무정책의 중요한 부분이다. 또한 배당은 현금배당과 주식배당으로 나누어지며, 기업의 보통주에 대한 배당은 일반적으로 현금배당을 원칙으로 하나 기업의 투자여건이나 현금조달여건에 따라 현금배당 이외의 다른 방법을 사용하기도 하는데 그 중 하나가 주식배당이다. 우리나라의 경우를 보면, 1990년 3월 이후 주식배당의 사전공시제도가 도입된 이후 주식배당의 실시에 대한 관심이 고조되었고, 기업의 주식배당 공시의 정보효과에 대한 연구가 상당히 활발히 진행되었다. 이렇게 배당은 기업이 주주에게 현금 및 이익을 분배하는 중요한 수단인 것이다(하동경, 2003).

국내의 기존선행연구를 살펴보면, 배당과 관련된 연구는 현금흐름 및 현금보유여부에 따라 배당성향에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 연구, 기업의 배당의사결정요소에 대한 연구, 재무적 요인이 현금배당의 미치는지에 대한 연구, 현금배당과 주식배당의 배당결정요인 차이와 성향에 관한 연구, 주식배당, 현금배당 그리고 자사주매입을 선택요인에 미치는 영향 등으로 다양하게 나타나고 있다. 하지만 현금의 보유여부만을 가지고 또한 경영자는 기업의 이익으로 현금배당인지 주식배당인지 또는 자사주매입의 선택여부에만 그치지 않고 현금흐름에 따른 배당성향이 미치는 연구는 아직 미흡한 실정이다. 이에 본 연구는 다음과 같이 연구목적을 설정하였다.

본 연구의 목적은 기업의 현금흐름으로 인하여 배당성향에 미치는 영향을 검증함에 있어 현금흐름표상의 영업활동현금흐름, 투자활동현금흐름, 재무활동현금흐름의 각각의 현금흐름이 배당성향에 미치는 영향을 연구하는 것이다. 또한 기업의 배당성향 중에서 현금배당과 주식배당을 구분하여 현금흐름이 미치는 영향을 심층 분석함에 목적이 있다. 이로 인해 정보이용자에게 투자의사결정 정보와 경영분석의 의사결정에 보다 많은 정보를 제공할 것이다.

연구의 구성은 1장에서는 연구목적 및 필요성을 제시하였으며, 2장에서는 이론적 배경 및 선행연구로서 배당정책에 대한 이론과 관련 선행연구를 검토하였으며, 선행연구와의 차이점을 서술하였다. 그리고 3장에서는 연구설계로 가설설정, 변수 정의와 측정 및 연구모형 설정에 대하여 서술하였으며, 표본의 선정을 설명하였다. 4장에서는 실증분석결과에 의하여 가설을 검증하였으며, 5장에서는 결과를 요약하고 연구의 유용성 및 한계점을 서술하였다.

II. 이론적 배경 및 선행연구

본 연구에서는 선행연구인 하동경(2003), 김천희(2009), Ofer et al.(1987), Barkely et al(1988)의 연

구를 바탕으로 기업의 현금흐름으로 인하여 배당성향에 미치는 영향을 검증함에 있어 이와 관련된 배당성향에 대한 이론적 고찰과 배당성향과 현금흐름에 관한 연구에 대해서 서술하였다.

2.1 기업의 배당성향

2.1.1 이익의 배당

배당이란 기업이 회계기간 중 발생한 이익에 대하여 동일한 지분을 주장할 수 있는 출자자에게 출자액 또는 출자구좌수 등의 크기에 따라 비례적으로 현금 또는 기타 자산의 형태로 균등하게 배분하는 것을 의미한다. 이러한 이익배당 중 가장 일반적인 형태는 현금배당이며, 그 외에 비 화폐성 자산의 배분인 현물배당이 있고, 어음으로 지급하는 어음배당, 신주를 발행하여 배당으로 지급하는 주식배당이 있다. 그러나 우리나라에서 현금배당 이외에 허용되는 비 현금 배당은 주식배당뿐이다(하동경, 2003).

2.1.2 배당의 유형

배당은 현금배당과 비 현금배당으로 구분된다. 현금배당(cash dividend)은 현금으로 지급하는 배당을 말하며, 비 현금배당(non-cash dividend)은 주식 등 현금 이외의 자산으로 지급하는 배당을 말한다. 중국의 상장기업에서는 보통 현금배당, 주식배당 및 현금과 주식배당 형태로 배당을 지급하고 있다.

배당의 유형 중 현금배당의 경우 특징으로 살펴보면, 기업의 입장에서 보면 잉여현금을 불확실한 투자 안에 투자하기보다 주주들에게 현금으로 배당을 지급함으로써 대리인 문제를 해결할 수 있으며, 또한 주식시장에 기업의 양호성과 미래수익성 및 성장가능성 등과 같은 정보가 전달되기 때문에 궁극적으로 기업의 가치를 상승시키는 효과를 볼 수 있다. 물론 현금배당은 현금유출을 수반하기 때문에 외부자금조달을 이용해야 하는 경우를 초래할 수 있다. 이는 부채의 증가를 유발시키고 부채의 증가는 기업의 성장성과 수익성 신호를 시장에 전달하기도 하지만 부채의 증가에 따른 현금배당의 축소를 발생시킬 수 있다

다음은 주식배당의 경우 특징은 다음과 같다.

기업의 관점에서 보면, 첫째, 주식배당을 통하여 현금배당재원을 사내에 적립시킴으로써 투자의 재원으로 이용할 수 있다. 둘째, 주식이 지나치게 높은 가격 수준에서 거래됨에 따라 시장성이 떨어지는 것을 방지하기 위하여 주식배당을 통하여 발행주식수를 증가시켜서 시장성을 높일 수 있다. 셋째, 주식배당은 법정자본금을 증가시키는 동시에 회사의 대외적인 지위를 높여준다. 한편 주주의 입장에서 주식배당의 특징을 보면 다음과 같다. 첫째, 투자자들이 배당으로 받은 주식을 처분할 경우 심리적으로 투자원금에 변동이 없는 것으로 느껴져 여유를 갖게 된다. 둘째, 주식배당이라는 정보가 해당 기업의 이익증대와 배당의 확대라는 신호로 시장에 전달됨에 따라 주가가 상승하기 때문에 주식배당으로 인한 자본이득을 얻을 수 있다(김천희, 2009; 하동경, 2003).

2.1.3 배당정책의 수립

배당이 중요한 이유는 여러 가지가 있다. 먼저 주주의 입장에서 볼 때 자본이득과 함께 투자수익

율(rate of return)의 한 부분을 구성하며, 둘째, 주가에 영향을 미치며, 셋째, 배당의 실적은 그 기업의 주식발행능력과 밀접한 관련이 있으며 넷째, 현금배당은 사내유보의 감소를 초래하여 외부자금의 조달금액을 증가시켜 궁극적으로 자본구조를 변동시킨다. 따라서 배당결과에 영향을 주는 배당정책은 기업의 의사결정에 있어서 매우 중요한 부분이다. 한편 배당의 정보효과 이론에 따르면 배당을 지급한 기업은 배당의 여력이 있는 건전한 기업임을 의미하고, 특히 장기간 일정한 배당수준을 유지하고 있는 기업은 그렇지 못한 기업보다 위험이 적은 우량기업임을 의미하는 것으로 일반투자자들에게 해석되어 배당을 많이 지급하는 회사의 가치가 더 높다. 솔로몬은 배당금을 지급하는 것은 그 기업의 수익성이 있음은 물론, 현금을 동원할 수 있는 능력을 나타내는 증거이므로 배당지급은 주주에게 강력한 영향을 준다고 하였다. 따라서 배당은 배당금 자체에 대한 정보뿐만 아니라 기업 내부의 정보를 포함하고 있으며, 외부 투자자들은 이 정보를 주식평가에 이용하게 되어 주가에 영향을 미치게 된다.

그리고 배당정책 수립의 고려요인을 살펴보면, 배당정책은 자본조달에 미치는 영향과 기업가치에 미치는 영향을 고려하여, 발생된 이익을 주주에게 지급할 것인가 아니면 유보시켜 재투자할 것인가에 관한 결정이다. 좀 더 구체적으로 살펴보면 배당정책은 배당유형의 결정뿐만 아니라 배당을 지급한다면 배당을 많이 할 것인가 적게 할 것인가의 결정, 안정된 배당을 할 것인가 불규칙한 배당을 할 것인가에 대한 결정, 얼마나 자주 배당을 할 것인가에 대한 결정, 배당에 대한 정책을 언제 발표할 것인가를 결정하는 것이다. 이러한 기업의 배당정책은 주주의 배당에 대한 요구와 개별기업의 재무적 상태에 달려있다.

그러므로 재무적 기반이 취약한 기업은 자금사정을 우선시 할 것이며 재무적 기반이 건고한 기업은 일반적인 방법인 잔여배당정책을 수립하게 된다. 이러한 잔여배당정책의 기본적인 논리는 투자대상 기업의 투자수익율이 이와 비슷한 투자의 위험도에서 얻을 수 있는 다른 투자안보다 우위에 있다는 가정을 하면, 투자자들 입장에서는 기업이 이익배당을 실시하는 것보다는 이익유보와 이익재투자하기를 더 선호한다는 것이다. 따라서 이익유보와 이익재투자는 주주에게 있어서 하나의 기회원자로 반영될 수 있다(김천희, 2009; 하동경, 2003).

2.1.4 배당의 절차

기업들은 한 사업연도가 종료되면 그 해 영업실적을 결산하고 당기에 발생한 순이익을 확정하게 되고, 이러한 당기순이익 혹은 내부에 축적된 이익잉여금의 일부를 배당으로 특정 주주(주주명부 폐쇄일 이전에 주식을 매입한 주주에게 지급하게 되는데 여기에는 일정한 절차들이 필요하다. 배당의 지급은 보통 다음과 같은 과정으로 이루어진다.

- 배당의 발표일(declaration date) : 배당에 관한 모든 사항들, 즉 주당배당금, 배당기준일, 배당지급일 등이 결의되어 공표되는 날이다. 배당에 관한 결의는 중간배당의 경우는 이사회 결의를 통하여 결산배당은 일반적으로 주주총회에서 이루어지므로 배당발표는 결산 배당기준일 전이나 그 후가 될 수 있다.

- 배당기준일(record date) : 배당을 지급받을 주주를 확정시키기 위해 주주명부를 폐쇄시키는 날을 말한다. 주식시장에서는 주식의 매매가 끊임없이 계속되고, 또 이를 통해 언제든지 주주가 바뀌게 되므로 당해 기간의 배당을 받을 권리를 확정짓기 위해서 어느 일정한 날짜를 기준으로 주주명부를

폐쇄하고 당 기간의 배당지급에 관한 한 주식의 명의 개서를 인정하지 않게 되는데 이 날을 배당기준일이라 한다. 이사회는 결의로 배당기준일이 정해질 수도 있고, 또는 배당결정이 주주총회의 의결 사항일 때는 결산일이 배당기준일이 된다.

- 배당락일(ex-dividend date) : 배당기준일 이후에 주식을 취득한 사람은 당해 기간의 배당을 받을 권리를 잃게 되는데 이것을 배당락이라 한다. 즉 실제로 배당을 받을 권리를 확보하기 위해서는 배당기준일 이전에 주식을 취득해야 하고 그 이후에 취득한 주식은 배당을 받을 권리를 갖지 못하는 것이다. 이와 같이 배당을 받을 권리를 상실하게 되는 날을 배당락일이라 하는데 우리나라의 경우 12월 결산법인의 배당락일은 1월 첫 거래일이 된다.

- 배당지급일(payment date) : 실제로 배당금이 지급되는 날을 말한다(김천희, 2009; 하동경, 2003).

2.2 현금흐름과 배당성향과 관련된 연구

기업의 현금흐름이 배당성향에 어떠한 영향을 미치는지를 검증하기 위해서는 배당이 어떤 요소에 의해 결정되는지를 살펴보아야 한다. 우선 배당과 관련된 연구는 오래된 주제로 연구되어 진행되었다. 본 연구는 현금흐름이 배당성향에 어떠한 영향을 미치는지에 대해서 알아보고자 선행연구 중에서 현금흐름, 현금이용가능성, 잔여현금보유 등과 관련된 연구를 중점적으로 서술하였다. Lintner(1956)와 Baker et al.(1985)의 연구는 경영자들을 대상으로 배당에 관한 의사결정시 구체적으로 어떤 요소를 고려하여 의사결정 하는지를 실증분석 하였다. 분석결과를 보면, 경영자들이 배당결정시 가장 중요시 고려하는 요인을 살펴보면, 미래예상이익수준, 과거수준의 배당지급형태, 현금이용가능성 또는 여유현금보유 등에 의해 배당수준을 결정하는 것으로 나타났다. 그리고 이정도와 공정택(1994)의 연구는 기업의 재무적 요인이 현금배당의 수준에 미치는 영향을 실증분석 하였다. 연구결과를 보면, 기업의 재무적 요인 중 유동성은 현금배당수준과 양의 영향을 미치고 있으며, 이는 유동성 비율의 대표적인 변수인 현금수준의 증가는 현금배당의 규모와 양의 관련성을 갖는다는 것을 의미한다. 또한 이만우와 김기영(1995)은 현금배당과 주식배당에서 배당결정요인 사이에 차이가 존재하는지를 연구하였으며, 연구기간은 1989년부터 1992년까지이며 주식배당과 현금배당기업들을 구분하여 분석을 하였다. 그래서 주식배당기업들을 실험집단으로 선정하고 현금배당 실시기업들을 통제집단으로 추출하여 분석하였으며, 현금배당 보다는 주식배당을 선택하는 기업의 특성과 결정요인이 무엇인지를 파악하려고 하였다. 연구결과를 보면, 주식배당은 기업의 현금제약으로 인해 실시되며 그 원인은 급속한 성장에 따른 일시적인 것이 아니라 전반적인 수익성 악화에 따른 현금부족에서 비롯된 것이다. 주식배당은 기업의 배당가능이익이 부족하여 일정 배당액을 지급하지 못하는 경우 시가와 액면가액의 차액만큼 실질적으로 배당을 증가시키기 위해서 실시된다. 주식배당은 주주에게 유리한 세부담(tax-effect)이 되도록 하기 위해 선호된다. 그리고 하동경(2003)의 연구는 주식배당, 현금배당 그리고 자사주매입을 선택하는 기업의 경우 그 특성요인이 무엇인지를 살펴보았다. 연구결과를 보면, 주식배당과 현금배당 기업의 배당성향을 살펴보니, 기업의 현금부족이 주식배당의 동기가 되며, 자사주매입을 하는 기업이 현금배당을 하는 기업보다 현금흐름이 불규칙성이 더 크다는 것을 알 수 있다. 또한 장기용(2002)의 연구는 현금배당과 주식배당에 대해 배당성향에 미치는 영향을 실증분석함으로써 연구 기간은 1993년부터 1998년까지이며, 표본은 현금배당표본과 주식배당표본으로 구분선정

하여 각각의 집단 간에 차이와 회귀분석을 하였다. 연구결과를 보면, 기업규모의 확대가 배당성향에 양의 영향을 미치고 있으며, 유동비율과 주당 현금흐름과는 음의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다. 이는 유동비율이 작고 주당현금흐름이 적은 기업은 현금배당보다는 주식배당으로 유동성에 대한 유출을 막고 있는 것을 의미한다. 김명애(2011)의 연구는 기업의 상황(현금보유여부의 다소여부)에 따라 지배주주가 배당의사결정에 미치는 영향을 달라질 것으로 예상했다. 분석결과를 보면, 대주주지분의 증가는 현금배분에 대한 규모에 양의 영향을 미치며, 이는 지분의 증가가 배당규모를 증가시킨다. 그러나 미래투자를 위한 재원이 필요한 경우에는 오히려 배당에 소극적인 경향도 가지고 있다. 따라서 여유현금의 많음과 적음의 영향에 따라 배당규모의 의사결정이 다양하게 존재할 수 있다는 것을 보여주고 있다.

2.3 본 연구와 선행연구의 차이점

선행연구를 살펴보면, 경영자는 배당에 관한 의사결정시 Lintner(1956)와 Baker et al.(1985), 이만우와 김기영(1995), 김명애(2011)는 현금이용가능성 또는 여유현금보유 등에 의해 배당수준을 결정하는 연구를 하였다. 그러나 본 연구에서는 단지 현금이용가능성과 여유현금보유만으로 결정하는 것이 아니라 현금흐름표상의 영업활동현금흐름, 투자활동현금흐름, 재무활동현금흐름으로 나누어 배당성향에 미치는 영향을 연구하였다.

또한 이정도와 공정택(1994)의 연구는 재무적 요인이 현금배당의 수준에 미치는 영향을 분석하였고, 하동경(2003), 장기용(2002)의 연구는 주식배당, 현금배당, 자사주매입에 대한 선택적 연구와 주식배당과 현금배당의 차이를 분석하였으나, 본 연구에서는 각각의 현금흐름표상의 활동별 배당성향인 현금배당과 주식배당에 미치는 영향을 각각 분석하였으며, 이를 비교하여 차이점을 알아보고 각 활동별로 주식배당과 현금배당에 미치는 영향을 비교분석하였다.

Ⅲ. 연구방법

3.1 가설설정 및 연구모형

기업이 주주들에게 현금 또는 이익을 분배하는 방법으로 배당정책은 기업이 경영활동의 결과로 얻은 잉여금을 주주들에게 얼마나 나누어주며, 얼마나 유보할지를 결정하는 것으로서 기업의 재무정책의 중요한 부분이다. 또한 배당은 현금배당과 주식배당으로 나누어지며, 기업의 보통주에 대한 배당은 일반적으로 현금배당을 원칙으로 하나 기업의 투자여건이나 현금조달여건에 따라 현금배당 이외의 다른 방법을 사용하기도 하는데 그 중 하나가 주식배당이다(하동경, 2003, Rozeff, 1981).

기업은 성장시점과 수준에 따라서 자금의 필요성을 느끼게 되며, 현금의 부족으로 또는 충분함으로 인하여 유동성이 확보되기도 하고 부족하기도 하게 된다. 만약 유동성이 부족하게 되는 경우에는 많은 현금을 사내에 유보시킴으로써 기업의 유동성을 유지하려고 하기에 현금배당을 최대한 줄이고 주식배당으로서 주주들에게 기업의 이익을 배분하려고 할 것이다. 이로 인하여 현금흐름표상의 현금의 증감을 살펴보면, 영업활동으로 인한 현금흐름의 경우는 일반적인 경우이며, 영업활동을 통하여 생성된 것이며, 변화율이 크지 않을 것이다. 그러나 투자활동이나 재무활동으로 인한 현금흐름의 경

우에는 기업의 자본조달이나 상환 또는 유동자산의 매각이나 취득으로 인한 현금흐름은 빈번하게 일어나는 상황이 아니기에 현금의 변화율은 상당히 클 것이다. 이에 본 연구의 목적을 충족하기 위하여 기업의 경영자가 일년 동안의 각 활동별로 인한 현금흐름의 증감이 배당성향에 미치는 영향을 살펴보고자 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 : 기업의 현금흐름은 배당성향에 영향을 미칠 것이다.

가설 1-1 : 기업의 영업활동현금흐름은 배당성향에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

가설 1-2 : 기업의 투자활동현금흐름은 배당성향에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

가설 1-3 : 기업의 재무활동현금흐름은 배당성향에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

본 연구의 목적을 달성하기 위하여 공정택(1990), 이정도와 공정택(1994), 이만우와 김기영(1995), 하동경(2003), 김영애(2011), 오유선과 최운열(1992), 장기용(2002)의 연구를 바탕으로 아래와 같이 <식 1>의 연구모형을 도출하였다.

$$D_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 CF_{i,t} + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 CR_{i,t} + \alpha_5 ROE_{i,t} + \alpha_6 PPE_{i,t} + \alpha_7 PF_{i,t} + \alpha_8 FR_{i,t} + e_{i,t} \quad \text{식 1}$$

여기서	D	CDI : 현금배당(현금배당금/당기순이익)
	대용치	SDI : 주식배당(주식배당금/당기순이익)
	CF	현금흐름
		OCF : 영업현금흐름
		ICF : 투자현금흐름
		FCF : 재무현금흐름
	SIZE	기업크기(총자산의 자연로그값)
	LEV	부채비율(총부채/자기자본)
	CR	유동성비율
	ROE	자기자본순이익율(당기순이익/자기자본)
	PPE	유형자산증가율(당기유형자산증감분/전기유형자산)
	PF	당년도에 이익이면 1, 그렇지 않으면 0
	FR	외국인주주의 지분율
	$e_{i,t}$	t년도 i기업의 잔차항

주요변수

- 배당성향

본 연구의 종속변수인 배당성향에 대한 대용치로 크게 2가지로 나누었으며, 첫째는 현금배당과 관련하여 현금배당변수는 현금배당금을 당기순이익으로 나누어 계산하였으며, 둘째는 주식배당과 관련하여 주식배당변수는 주식배당금을 당기순이익으로 나누어 계산하였다.

- 현금흐름과 통제변수

다음은 본 연구의 주요 독립변수인 현금흐름은 현금흐름표의 영업활동현금흐름과 투자활동현금흐름, 재무활동현금흐름으로 구분하였으며 총자산으로 나누어 계산하였다. 나머지 통제변수로는 기업의

크기는 총자산의 자연로그값으로 측정하였으며, 부채비율은 총부채에서 자기자본을 나누어 계산하였다. 또한 유동성 비율변수로서 유동자산을 유동부채로 나누어 계산하였다. 그리고 자기자본순이익을 변수는 당기순이익을 자기자본으로 나누어 계산하였다. 유형자산증가율변수는 당기유형자산에서 전기유형자산을 차감하여 전기유형자산으로 나누어 계산하였으며, 당기순이익변수는 당년도에 이익을 발생하였으면 1, 그렇지 않으면 0으로 더미변수로 처리하였다. 그리고 외국인주주지분율은 기업별 외국인투자자의 지분율의 합으로 하였다.

3.2 연구표본

본 논문에서의 표본은 2006년부터 2013년까지 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 다음의 조건을 충족시키는 기업을 최종표본기업으로 선정하였다. (1) 12월 결산기업, (2) 금융업을 제외한 기업, (3) TS-2000에서 필요한 재무자료가 입수 가능한 기업, (4)표본기간 중 관리대상에 속하지 아니한 기업으로 이상의 조건을 만족시키는 최종표본은 3,667개 기업이며, 본 연구의 분석에 이용되었고, 산업분류는 중분류로 나누어 분석하였으며, 년도별 표본수는 다음과 같다.

<표 3-1> 유효표본수

년도	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	합계
표본	649	649	649	649	649	649	650	650	5,194
결측 및 이상치제거(표준편차±3을 벗어나는 수치)									1,527
유효	461	470	444	466	481	462	440	443	3,667
유효표본수									

IV. 실증분석

4.1 기술통계량

본 연구의 주요 변수들간의 기술통계량을 나타낸 것으로서 주요변수들의 평균, 표준편차와 4분위수에 대해서 알아본다.

<표 4-1> 변수들의 기술통계량

변수	평균	표준편차	최소값	25%	중간값	75%	최대값
CD	0.020	0.025	0.000	0.009	0.015	0.024	0.519
SD	0.004	0.006	0.000	0.002	0.004	0.005	0.054
OCF	0.045	0.099	-2.504	0.000	0.043	0.091	0.532
ICF	0.015	0.135	-1.517	-0.032	-0.002	0.049	5.002
FCF	0.027	0.155	-3.476	0.008	0.038	0.074	3.365
SIZE	19.727	1.521	15.804	18.658	19.456	20.548	25.766
LEV	1.083	1.080	0.001	0.405	0.807	1.374	9.831

CR	3.342	3.137	0.002	0.937	1.355	2.089	14.458
ROE	0.000	1.584	-40.907	0.013	0.061	0.118	66.510
PPE	0.237	0.521	-1.000	-0.039	0.013	0.134	34.255
PF	0.802	0.399	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
FR	9.916	14.243	0.000	0.450	3.380	13.970	89.210

주) D의 CDI : 현금배당(현금배당금/당기순이익)
대용치 SDI : 주식배당(주식배당금/당기순이익)
CF OCF : 영업현금흐름((영업활동현금흐름/총자산))
ICF : 투자현금흐름(투자활동현금흐름/총자산)
FCF : 재무현금흐름(재무활동현금흐름/총자산)
SIZE 기업크기(총자산의 자연로그값)
LEV 부채비율(총부채/자기자본)
CR 유동성비율
ROE 자기자본순이익율(당기순이익/자기자본)
PPE 유형자산증가율(당기유형자산증감분/전기유형자산)
PF 당년도에 이익이면 1, 그렇지 않으면 0
FR 외국인주주지분율

<표 4-1>는 주요변수들간의 기술통계량을 나타낸 것으로서 우선 종속변수를 나타내는 배당관련 변수로서 현금배당과 주식배당으로 나누어진다. 현금배당과 관련하여 보면, 현금배당성향이 평균 0.02이며 표준편차는 0.025로 나타나고 있으며, 주식배당성향의 경우는 평균이 0.004이며, 표준편차는 0.006으로 나타났다. 이는 주식배당보다는 현금배당을 더 많이 하고 있는 것을 알 수 있다. 그리고 영업현금흐름은 평균이 0.045이며, 투자현금흐름은 0.015, 재무활동현금흐름은 0.027로 나타나고 있어 영업활동현금흐름이 가장 큰 비중을 차지하고 있다는 것을 알 수 있다. 또한 총자산의 로그값의 평균은 19.727이며, 부채비율은 평균 1.083으로 나타나고 유동비율은 3.342이며, 외국인주주지분율은 평균 9.916%로 나타나고 있다.

4.2 상관관계분석

변수간의 상관성을 알아보기 위하여 주요변수 중 종속변수인 배당관련 대용치인 현금배당과 주식배당, 그리고 독립변수인 현금흐름 변수이 대용치인 영업활동현금흐름, 투자활동현금흐름, 재무활동현금흐름 그리고 통제변수인 기업크기, 부채비율, 유동성비율, 자기자본순이익률, 유형자산증가율, 당기순이익률 등의 상관관계를 알아보았다.

<표 4-2> 주요변수간 상관관계

		CD	SD	OCF	ICF	FCF	SIZE	LEV	CR	ROE	PPE	PF
SD	상관 계수	0.291										
		0.002 ***										
OCF	상관 계수	0.324	0.479									
		0.000 ***	0.000 ***									

ICF	상관 계수	-0.120	0.083	-0.151								
		0.000 ***	0.392	0.000 ***								
FCF	상관 계수	0.301	0.381	0.519	-0.140							
		0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***							
SIZE	상관 계수	-0.034	-0.345	0.124	-0.025	0.137						
		0.041 **	0.000 ***	0.000 ***	0.073 *	0.000 ***						
LEV	상관 계수	0.007	0.112	-0.143	0.105	-0.220	0.158					
		0.673	0.247	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***					
CR	상관 계수	-0.010	-0.021	-0.008	-0.014	0.009	-0.028	-0.071				
		0.556	0.832	0.562	0.317	0.522	0.049 **	0.000 ***				
ROE	상관 계수	0.338	0.536	0.107	-0.058	0.263	0.040	-0.354	0.003			
		0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.005 ***	0.000 ***	0.848			
PPE	상관 계수	-0.001	-0.023	-0.008	0.006	-0.006	-0.016	0.004	-0.002	0.004		
		0.941	0.810	0.593	0.657	0.654	0.247	0.771	0.904	0.797		
PF	상관 계수	0.108	0.008	0.317	-0.116	0.473	0.130	-0.315	0.028	0.128	-0.003	
		0.000 ***	0.933	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.049 **	0.000 ***	0.832	
FR	상관 계수	0.213	-0.164	0.184	-0.082	0.161	0.460	-0.108	0.000	0.038	-0.016	0.127
		0.000 ***	0.088*	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.000 ***	0.975	0.007 ***	0.258	0.000 ***

주1) <표 4-1>참조.

주2) ***, **, * 는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함.

<표 4-2>는 주요변수간의 상관관계를 나타낸 표이다. 분석결과, 현금배당과 영업활동현금흐름변수는 0.324로 양(+)의 상관성을 나타내고 있으며, 통계적으로 1%에서 유의하게 나타나는 것을 알 수 있으며, 투자활동현금흐름은 -0.120으로 음(-)의 상관성을 나타내며, 통계적으로 1%하에서 유의하게 나타나는 것을 알 수 있다. 또한 재무활동현금흐름에서는 양(+)의 상관성을 나타내며, 통계적으로 1%하에서 유의한 것을 알 수 있다. 또한 기업의 크기와는 -0.034로 음(-)의 상관성을 나타내며, 자기자본순이익률은 0.338로 양(+)의 상관성을 나타내고, 당년도 순이익의 더미변수도 0.108로 양의 상관성을 보이며, 외국인주주지분율도 0.213으로 양(+)의 상관성을 나타내며 통계적으로 유의한 것을 알 수 있다. 이는 즉, 현금배당과 관련된 변수 중 양의 상관성을 미치는 변수로는 영업활동현금흐름, 재무활동현금흐름, 자기자본순이익률, 당기순이익의 더미변수, 외국인주주지분율이며, 음의 상관성을 나타내는 변수는 투자활동현금흐름과 기업의 크기로 나타나고 있는 것을 알 수 있다. 다음은 주식배당과 관련하여 보면, 영업현금흐름변수는 0.479로 양(+)의 상관성을 나타내며, 재무활동현금흐름은 0.381로 양의 상관성을 나타내며, 통계적으로 1%하에서 유의한 것을 알 수 있다. 하지만 투자활동현금흐름에서는 양(+)의 상관성을 나타내고 있으나 통계적으로 유의하지 않는 것을 알 수 있다. 그리고

기업크기와 외국인주주지분율변수는 음(-)의 상관성을 나타내며, 자기자본순손익률변수는 양의 상관성을 나타내고 있다. 또한 변수들간의 다중공선성 검증결과 다중공선성에 없는 것으로 나타났다.

4.3 가설검증

본 연구의 가설을 검증하기 위하여 현금흐름활동별로 나누어서 영업활동, 투자활동, 재무활동 현금흐름이 배당성향에 미치는 영향을 알아보기 위하여 다중 회귀분석을 실시하였다.

<표 4-3> 영업활동 현금흐름과 배당성향과의 회귀분석

	CD(현금배당)		SD(주식배당)	
	회귀계수	VIF	회귀계수	VIF
(상수)	0.380		0.543	
OCF	0.074***	1.209	0.017***	2.308
SIZE	-0.003***	1.455	-0.002***	1.861
LEV	0.004***	1.175	0.005***	2.002
CR	0.001	1.013	0.001	1.393
ROE	0.051***	1.335	0.030***	2.565
PPE	0.001	1.003	-0.001	1.037
PF	-0.001	1.195	-0.003**	1.410
FR	0.001***	1.367	0.001***	1.394
YD	포함		포함	
IND				
	F값 : 103.148***		F값 : 16.803***	
	수정 R^2 : .209		수정 R^2 : .571	

주1) <표 4-1>참조

주2) ***, **는 각각 유의수준 1%, 5% 에서 유의함.

<표 4-3>는 영업활동 현금흐름이 배당성향에 영향을 미치는지에 대해서 분석한 것으로 가설 1-1에 대해서 검증한 것이다. 분석결과를 보면, 현금배당의 경우, 영업현금흐름이 0.074로 양의 영향을 미치고 있으며, 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 또한, 주식배당의 경우, 영업현금흐름변수 계수가 0.017로 양의 값을 가지며, 통계적으로 유의한 것을 볼 수 있다. 이는 즉, 영업현금흐름이 높을수록 주식배당보다 현금배당에 더 많은 영향을 미치는 것으로 나타나고 있는 것을 알 수 있다. 그리고 회귀모형의 설명력은 현금배당, 주식배당의 경우 20.9%와 57.1%로 나타나며 통계적으로 유의하게 나타나고 있으며, 다중공선성 검증결과 모든 값이 10이하로 나타나고 있어 변수간의 다중공선성은 없는 것으로 나타났다.

<표 4-4> 투자활동 현금흐름과 배당성향과의 회귀분석

	CD(현금배당)		SD(주식배당)	
	회귀계수	VIF	회귀계수	VIF
(상수)	0.594		0.576	

ICF	-0.010*	1.017	-0.005	1.436
SIZE	-0.004***	1.469	-0.002***	1.997
LEV	0.003***	1.248	0.005***	2.035
CR	0.001	1.012	0.001	1.463
ROE	0.020***	1.283	0.040***	1.693
PPE	0.000	1.003	-0.001	1.042
PF	0.001	1.301	-0.004	1.402
FR	0.001***	1.339	0.001**	1.391
YD	포함		포함	
IND				
	F값 : 32.386***		F값 : 15.058***	
	수정 R^2 : .275		수정 R^2 : .542	

주1) <표 4-1>참조와

주2) ***, **, *는 각각 유의수준 1%, 5%, 10%에서 유의함.

<표 4-3>는 투자활동 현금흐름이 배당성향에 영향을 미치는지에 대해서 분석한 것으로 가설 1-2에 대해서 검증한 것이다. 분석결과를 보면, 현금배당의 경우, 투자현금흐름이 -0.010으로 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 또한, 주식배당의 경우, 투자현금흐름변수 계수가 -0.005로 음(-)의 값을 가지고 있으나, 통계적으로는 유의하지 않는 결과를 볼 수 있다. 이는 투자활동으로 인한 현금흐름에서는 현금배당과 부(-)의 상관성을 나타내고 있어, 영업현금흐름과 반대의 결과를 보여주고 있다. 그러나 주식배당의 경우에는 부(-)의 상관성을 가지고는 있으나 통계적으로 유의하지 않아 영향을 미치는지는 알 수 없다. 그리고 회귀모형의 설명력은 현금배당, 주식배당의 경우 27.5%와 54.2%로 나타나며 통계적으로 유의하게 나타나고 있으며, 다중공선성 검증결과 모든 값이 10이하로 나타나고 있어 변수간의 다중공선성은 없는 것으로 나타났다.

<표 4-5> 재무활동 현금흐름과 배당성향과의 회귀분석

	CD(현금배당)		SD(주식배당)	
	회귀계수	VIF	회귀계수	VIF
(상수)	0.485		0.568	
FCF	-0.019***	1.021	0.002	1.151
SIZE	-0.003***	1.458	-0.002***	1.840
LEV	0.003***	1.153	0.005***	2.052
CR	0.001	1.012	0.001	1.418
ROE	0.067***	1.198	0.041***	1.495
PPE	0.001	1.003	-0.001	1.089
PF	-0.001	1.196	-0.004**	1.393
FR	0.001***	1.358	0.001**	1.291
YD	포함		포함	
IND				
	F값 : 83.227***		F값 : 14.926***	
	수정 R^2 : .178		수정 R^2 : .539	

주1) <표 4-1>참조와 O*F는 대주주지분율*외국인주주의 지분율로서 상호작용

주2) ***, **는 각각 유의수준 1%, 5%에서 유의함.

<표 4-3>는 재무활동 현금흐름이 배당성향에 영향을 미치는지에 대해서 분석한 것으로 가설 1-3에 대해서 검증한 것이다. 분석결과를 보면, 현금배당의 경우, 재무현금흐름이 -0.019로 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 통계적으로 유의하게 나타나고 있다. 또한, 주식배당의 경우, 재무현금흐름변수 계수가 -0.002로 음(-)의 값을 가지고 있으나, 통계적으로는 유의하지 않는 결과를 볼 수 있다. 이는 투자활동으로 인한 현금흐름의 결과와 동일하게 재무활동으로 인한 현금흐름에서는 현금배당과 부(-)의 상관성을 나타내고 있어, 영업현금흐름과 반대의 결과를 보여주고 있다. 그러나 주식배당의 경우에는 부(-)의 상관성을 가지고는 있으나 통계적으로 유의하지 않아 영향을 미치는지는 알 수 없다. 그리고 회귀모형의 설명력은 현금배당, 주식배당의 경우 17.8%와 53.9%로 나타나며 통계적으로 유의하게 나타나고 있으며, 다중공선성 검증결과 모든 값이 10이하로 나타나고 있어 변수간의 다중공선성은 없는 것으로 나타났다.

V. 결 론

본 연구에서는 기업의 현금흐름으로 인하여 배당성향에 미치는 영향을 검증함에 있어 현금흐름표상의 영업활동현금흐름, 투자활동현금흐름, 재무활동현금흐름의 각각의 현금흐름이 배당성향(현금배당과 주식배당)에 미치는 영향을 분석하였다. 연구의 표본은 2006년부터 2013년까지 한국증권거래소에 상장되어 있는 3,667개의 기업을 대상으로 다중회귀분석을 통하여 검증하였으며, 결과는 다음과 같다.

첫째, 현금흐름 중 영업활동 현금흐름으로 인한 배당성향에 미치는 영향을 살펴본 결과, 현금배당과 주식배당 모두 양의 관련성을 가지고 있는 것으로 나타났다. 이는 영업활동현금흐름이 증가할 경우 현금배당과 주식배당 모두 양의 관련성을 가지나, 현금배당의 경우가 더 크게 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 선행연구에서 살펴보면, Lintner(1956)와 Baker et al.(1985), 김명애(2011)의 연구는 경영자들이 배당결정시 가장 중요시 고려하는 요인을 살펴보면, 미래미래예상이익수준, 과거수준의 배당지급형태, 현금이용가능성 또는 여유현금보유 등에 의해 배당수준을 결정하는 것으로 나타났다. 또한 이정도와 공정택(1994)의 연구는 유동성 비율의 대표적인 변수인 현금수준의 증가는 현금배당의 규모와 양의 관련성을 갖는다는 것을 의미하고 있어, 이는 기업의 경우도 영업활동현금흐름으로 인한 현금의 증가는 반복적이고 일반적인 활동으로 인한 증가는 배당에 양의 영향을 미치고 있는 것을 의미하며, 이만우와 김기영(1995), 하동경(2003)의 연구의 결과와 마찬가지로 현금보유여부의 적정량을 고려하여 현금배당과 주식배당을 고려하여 결정하는 것을 알 수 있다.

둘째, 투자활동 현금으로 인한 배당성향에 미치는 영향을 살펴본 결과, 현금배당과 주식배당 모두 음의 관련성을 가지고 있는 것으로 나타났으나 현금배당의 경우만 통계적으로 유의하게 나타나는 것을 알 수 있다. 이는 투자활동현금흐름이 증가하더라도 현금배당을 감소시키며, 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 반복적이고 일반적으로 일어나지 않는 활동으로 인한 현금흐름의 증가는 배당성향과 음의 상관성을 나타내는 것을 의미한다.

셋째, 재무활동 현금으로 인한 배당성향에 미치는 영향을 살펴본 결과, 현금배당과 주식배당 모두 음

의 관련성을 가지고 있는 것으로 나타났으나 현금배당의 경우만 통계적으로 유의하게 나타나는 것을 알 수 있어 투자활동현금흐름과 동일한 결과를 보이고 있다. 이는 재무활동현금흐름이 증가하더라도 현금배당을 감소시키며, 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 투자활동으로 인한 현금흐름의 결과와 동일하게 반복적이고 일반적으로 일어나지 않는 활동으로 인한 현금흐름의 증가는 배당성향과 음의 상관성을 나타내는 것을 의미한다.

본 연구의 공헌점 및 한계점을 보면, 본 연구의 특징은 현금흐름을 단순히 현금이용가능성 또는 여유현금보유금액만을 고려하여 연구한 것이 아니라 현금흐름에 관련하여 정보이용자가 쉽게 이용할 수 있는 현금흐름표를 사용하여 각 활동별로 구분하여 영업활동현금흐름, 투자활동현금흐름, 재무활동현금흐름으로 나누어 심층적으로 살펴봄으로써 투자 및 정보이용자에게 보다 많은 정보를 제공하고 있다. 그러나 기업의 특성별로 소유경영자 중심 기업인지 아니면 전문경영자 중심 기업인지에 따라서 배당성향이 크게 영향을 미칠 수 있으며, 주주총회 의결사항이므로 기업의 대주주의 성향과 특성에 따라서도 달라질 수 있는 즉, 지배구조의 특성을 고려하여 미래 연구가 필요할 것으로 사료되며, 우리나라 환경에 맞는 소유구조관점에서 좀 더 정교한 연구방법 및 세밀한 연구가 필요하다.

참고문헌

- 공정택(1990), “상장기업의 현금배당율과 재무요소간의 관련성” 경북대학교 대학원 박사학위 논문.
- 김명애, (2011), “개인대주주지분이 소액주주의 이익에 미치는 영향 : 현금배분의사결정을 중심으로”, 한국재무관리학회, pp.109-137.
- 김천희, (2009), 배당정책의 결정요인에 관한 실증분석 : 중국 상해증권거래소의 상장기업을 중심으로, 숭실대학교 대학원 석사학위논문
- 라동혁, (2008), 우리나라 기업 배당행태에 관한 연구, 연세대학교 대학원 석사학위논문
- 오유선과 최운열,(1992), 한국 상장기업의 배당정책에 관한 연구, , 한국상장회사협의회, 연구보고서, pp92-94.
- 이만우와 김기영(1995), “주식배당의 결정요인에 관한 실증연구”, 회계학연구 제20호, pp 53-77.
- 이정도와 공정택, (1994), “기업의 재무적 요인과 현금배당율수준의 관련성에 관한 연구”, 한국증권학회, pp.437-465.
- 장기용, (2002), “주식배당 선택의 결정요인에 관한 연구”, 대한회계학회, pp.133-157.
- 최영옥과 이상희, (2011), “현금배당수준 결정요인 - 중국상장기업을 중심으로 -”, 영상저널 제4권, 제1호, pp. 81-103.
- 하동경, (2003), 주식배당, 현금배당, 자사주매입의 결정요인에 관한 연구 - 현금흐름과 소유구조를 중심으로 -, 연세대학교 대학원 석사학위논문.
- Lintner, J.(1956), "Distribution of Incomes of Corporation's among Dividends. Retained Earnings and Taxes", American Economic Review(May), pp97 - 113.
- Baker, H. K. , Farrelly and R. Edelman(1985), "A Survey of Management View on Dividend Policy" Financial Management(Autumn), pp78-84.
- Barkely, Michael J. & Smith Clifford W. Jr, (1988), " Corporate payout policy : cash dividends vs open-market repurchase", Journal of Financial Economics 22, pp.61-82.
- Ofer Aharon R. and Thaker, Anjan V., (1987), " A theory of Stock price response to alternative corporate cash disbursement methods : Stock repurchase and Dividends " Journal of Finance 42, pp.365-394
- Rozeff, M.(1981), "Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios", Working Paper Series No. 80-11, University of Jowa