

기업의 배당정책 결정요인에 관한 연구

연 강 흠

기업의 배당정책 결정요인에 관한 연구

연구자 : 연 강 흠

現) 연세대학교 경영대학 교수

한국재무학회 회장

한국파생상품학회 회장

기획재정부 기금운용평가단장

금감원 금융투자업인가 외부평가위원장

본 보고서는 기업이 배당정책을 수립하는데 고려하여야 할 요인과 이를 토대로 합리적인 배당정책을 수립하는데 참고할 수 있도록 연강흠 연세대학교 교수에게 의뢰한 연구로서, 본회의 공식적인 견해와 다를 수 있습니다.

목 차

I. 서론	1
1. 연구 배경	1
2. 연구 목적과 내용	2
II. 배당정책의 의미와 성격	3
1. 사내유보금과 배당	3
2. MM의 배당무관련이론	5
3. 국내외 배당 및 자사주매입 동향과 시사점	7
4. 국내 배당성향과 배당수익률이 낮은 이유	9
III. 배당정책의 결정요인	11
1. 배당 기피 요인	11
2. 배당 선호 요인	13
3. 비대칭정보와 배당의 신호 역할	14
4. 고객효과와 신무관련이론	19
5. 현금배당 대 자사주매입	20
IV. 배당정책의 현실적 고려사항	22
1. 수익성과 배당의 라이프 사이클(life cycle)이론	22
2. 미국에서의 배당실태와 결정요인에 의한 설명	23
3. 재무담당 임원 대상 서베이	27
4. 배당정책에 영향을 주는 외부환경요인	29
V. 배당정책의 유형과 특징	31
1. 무배당정책	31
2. 잔여배당정책	31
3. 일정배당성향정책	32
4. 안정적 배당정책	33
5. 하이브리드 배당정책	35
6. 약정배당정책	36
VI. 맺는말	37

I. 서론

1. 연구 배경

그 동안 국내 기업들이 배당금지급에 소극적이라는 지적이 있어오던 차에 2014년 정부가 '기업소득환류세제 및 배당소득 증대세제'를 한시적으로 도입하겠다고 발표한 것이 기폭제가 되어 기업 이익에 대한 배당에 관심이 고조되었다. 기업들의 사내유보금이 매년 상승하는 추세여서 소비와 투자가 이루어지지 않아 경기가 침체된 것으로 보고 사내유보금에 과세하여 배당확대를 유도함으로써 가계소득의 증대 및 소비와 기업투자를 통한 자본시장의 활성화를 유도하겠다는 취지이다. 국내증시가 오랫동안 담보하고 있는 것은 선진 외국 기업들에 비해 국내 기업들이 이익을 주주에게 환원하지 않아 주가가 저평가되었기 때문이라는 주장도 한몫했다. 파이낸셜타임즈(Financial Times)에서도 2012년 3월 16일자에 이어 2015년 2월 15일자에도 한국 상장기업의 주가가 저평가된 코리안 디스카운트(Korean discount)의 주요 원인으로 과다한 현금보유와 낮은 배당성향을 지목하고 있다.

기업소득환류세제는 2015년 1월 1일부터 3년간 한시적으로 중소기업을 제외한 자기자본 500억원 초과 법인과 상호출자제한 기업집단 소속 기업을 적용 대상으로 당기 소득의 일정액 중 투자, 임금 증가, 배당 등으로 활용하지 않으면 미환류소득의 10%에 해당하는 금액을 법인세로 추가 과세하는 제도이다. 이와 함께 배당소득 증대세제는 일정 요건을 충족하는 고배당 상장주식을 보유한 주주에게 해당 배당소득에 대한 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하고, 또한 금융소득종합과세 대상자에게는 선택적 분리과세를 허용하여 38%까지 적용되던 종합소득세율을 25%의 원천징수세율로 적용하는 제도이다. 여기에 지방세를 포함하면 세율은 10%가 더 높아진다.¹⁾

그 결과 2004년 10조원을 넘어섰던 유가증권시장 상장기업들의 현금배당액이 2015년에는 20조원을 넘어 사상 최대를 기록했다. 그럼에도 불구하고 동 세제는 기업경영의 자율성을 침해하고 이중과세에 해당한다는 비난을 받았다. 무엇보다도 사내유보금의 정의와 성격 규명에 대한 이해의 차이로 논란의 여지를 남겼다. 기업이 벌어들인 이익을 배당으로 지급할지 아니면 회사 내부에 유보할지를 결정하는 문제는 학술적으로도 오랜

1) 정부가 통제가능한 공기업에 대해서는 배당성향을 2020년까지 40% 수준으로 지속적으로 상향하기로 하였다.

논쟁의 대상으로 아직도 많은 것들이 숙제로 남아있다.

정부는 이밖에도 자본시장법 시행령(제154조)을 개정하여 국민연금이 배당의 결정과 관련하여 회사나 그 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사할 수 있는 길을 열었다. 이에 국민연금이 나서 '과소배당 판단 기준'을 마련해 저배당 기업에게 소명 요청, 중점관리 기업집단 지정과 명단 외부공개, 적극적 배당요구를 위한 주주제안 등 강력한 조치를 취하고자 했다. 그러나 '과소배당 판단 기준'에 대한 논란이 일면서 기업에게 '합리적인 배당정책 수립'을 요구하는 것으로 가닥을 잡았다. 기업의 배당수준은 절대적인 금액보다는 합리적인 수준인지가 더 중요하기 때문이다.

기업이 합리적인 배당정책을 수립하지 않거나 정책에 따른 배당을 하지 않으면 국민연금이 나서 1단계는 대화를 통해 배당을 유도하고, 만족할만한 결과를 얻지 못하면 2단계로 중점관리기업(focus list)으로 지정하고 나아가 의결권행사 전문위원회의 승인을 통해 기업명을 공개하며, 그래도 해결이 안 되면 3단계로 소액주주 제안 요청 시 전문위원회 심사 후 참여 결정 등의 행동을 취한다는 것이다. 이와 함께 정부는 영국과 일본이 운용하고 있는 스튜어드십 코드(Stewardship code)의 도입을 적극 검토하고 있다. 즉, 기관투자자는 수익자를 위해 투자활동을 할 것이 요구되므로 기업지배구조를 강조하고 의결권 행사에서도 이를 반영하도록 해 실질적인 주주권리행사를 유도하겠다는 것이다.

배당 등 기업이익 환수는 기업과 투자자를 연결하는 고리이므로 공급자인 기업과 수요자인 주주의 입장을 모두 고려해야 한다. 배당의 공급 결정요인이 있고 배당의 수요 결정요인이 있기에 배당은 다양한 요인이 복합적으로 작용하여 나온 결과이다. 어떤 요인들은 기업의 외부에서 변경할 수 있으며, 어떤 요인들은 기업이 스스로 변화해야 할 것들이다. 배당정책이 어떻게 결정되든지 간에 가장 중요한 것은 기업가치에 미치는 영향이다. 인위적으로 만든 어떠한 배당정책도 기업가치를 훼손한다면 결코 바람직한 배당정책이라고 할 수 없다. 그런데 배당정책을 변경하기 위한 요인의 변화나 배당정책의 변경이 기업가치를 높이는 것도 있고 그렇지 않은 것도 있을 것이기에 배당정책에 대한 이해가 우선되어야 할 것이다.

2. 연구 목적과 내용

배당과 기업가치나 주주가치에 관련이 없다면 배당을 크게 신경 쓸 필요가 없을지도 모른다. 그럼에도 불구하고 저성장, 저금리 그리고 낮은 주가수익률이 장기화되면서 중위험·중수익 관점에서 배당에 대한 투자자들의 관심이 고조되고 있는 것은 사실이다. 이에 본 연구에서는 기업이 배당정책을 수립하는데 고려하여야 할 요인들을 토대로 기업

가치와 주주가치를 높이는 합리적인 배당정책을 수립하는데 참고할 수 있는 대응방안 등을 제시하고자 한다.

구체적으로 본 연구에서는 우선 기업이 선택해야 할 최적의 배당정책이라는 것이 과연 존재하는지를 살펴본다. 그리고 최적 배당정책이 존재한다면 배당정책 수립시 고려하여야 할 결정요인에 대해 분석한다. 합리적이고 예측 가능한 배당모형 수립을 위해 고려하여야 할 사항으로 순이익, 주가 등 양적지표, 투자계획, 유동성 확보 등 질적지표, 그 외에도 배당정책 수립 시 고려해야 할 다양한 사항들을 살펴본다. 더불어 해외기업의 배당정책 사례와 함께 배당정책의 유형을 소개할 것이다.

여기서 배당정책은 배당의 크기와 배당형태, 그리고 배당시기 등 기업이 배당결정을 할 때 기준이 되는 구체적인 실행절차이다. 배당의 크기는 주당 배당금, 배당률, 배당성향, 배당수익률 등으로 표시할 수 있고, 배당형태는 현금배당, 주식배당, 의제배당인 현물배당 등으로 실시할 수 있으며, 배당 시기는 분기배당, 중간배당, 결산배당 등이 포함된다. 여기서는 배당 중에서 기업의 자금조달에 직접 영향을 주는 현금배당에 한정해 살펴보기로 한다. 한편, 기업이 이익을 주주에게 환원하는 방법에는 배당 이외에도 주주로부터 주식을 현금으로 매입하는 자사주매입이 있다. 주주는 배당소득과 주식의 양도소득(자본이득)에서 투자이익을 실현하므로 기업이익의 주주환원이라는 관점에서 보면 넓은 의미에서 배당정책(dividend policy)은 주주환원정책(payout policy)이 되어야 할 것이다.

II. 배당정책의 의미와 성격

1. 사내유보금과 배당

사내유보금(retained earnings or plowback)은 회계기준에서 명확하게 정의되지 않아 혼란을 초래한다. 사내유보금은 당해 연도 기업의 이익 중 주주에게 배당으로 지급하고 난 후 기업에 잔류한 금액으로 재무상태표에서 직전년도의 이익잉여금에 추가된다. 그런데 자기주식처분이익, 자산재평가, 국가보조금 등 기업이 영업활동을 제외한 활동으로 발생한 잉여금도 자본잉여금에 추가되는데 이익잉여금과 자본잉여금을 함께 지칭하기도 하고, 자본잉여금 중 일부항목(주식발행초과금, 감자차익, 합병차익 등)을 제외한 금액과 이익잉여금을 더해 산출하기도 한다. 통상 자본잉여금은 배당의 재원이 될 수 없으므로 이익잉여금만을 기준으로 사내유보금을 산출하는 것이 타당하다.

일반적으로 현재 또는 그 동안 누적된 유보이익에서 배분하는 것을 배당(dividend)이

라고 한다. 자본금에서 배분하면 청산배당(liquidating dividend)이라고 할 수 있다. 일반적으로는 기업이 주주에게 직접 지급하는 금액은 무엇이든지 배당이나 배당정책의 일부가 될 수 있다. 정규현금배당(regular cash dividend), 중간배당(interim dividend), 특별배당(special dividends)²⁾, 청산배당(liquidating dividends) 그리고 자사주매입도 여기에 해당한다.³⁾

일반적으로 현금배당은 주당배당금(dividends per share)으로 표현된다. 배당과 관련된 지표에는 액면가 대비 배당의 비율인 액면배당률로 표시되는 (액면)배당률, 주식의 시장가적인 주가 대비 비율로 시가배당률에 해당하는 배당수익률(dividend yield) 그리고 이익 대비 배당수준을 나타내는 배당성향(dividend payout ratio)이 있다. 이 중 만기가 도래하면 지급하는 금액을 나타내는 채권의 액면가와 달리 주식의 액면가는 그런 경제적인 의미가 없고 주가가 높을수록 배당을 실제 이상으로 많이 지급하고 있는 것처럼 보여 오해의 소지도 있다. 그럼에도 불구하고 우리나라 상장기업 대부분은 오랜 기간 액면배당률을 배당정책의 지표로 사용하고 있어 배당지급 통지서에 배당수익률 대신 액면배당률을 표시하는 관행이 아직도 남아 있다.

기업가치 제고를 위한 배당정책은 기업 내부적으로 수익성뿐만 아니라 투자정책과 자금조달정책을 복합적으로 판단해야 하는 구조이다. 외부적으로도 경제환경과 법률규제, 산업구조와 경쟁기업, 배당에 대한 사회적 인식 및 요구 변화와 정부의 정책 방향 등을 종합적으로 반영해야 한다. 그래서 많은 국가에서는 회사 운영의 효율성을 위해 경영의 전문지식과 능력을 갖고 기업 외부와 내부정보를 다루는 등재이사들로 구성된 이사회에서 배당을 확정하도록 하고 있다. 기업은 배당을 지급하기 위해 정기주주총회를 기다리거나 임시주주총회를 소집할 필요가 없이 이사회에서 분기실적을 기준으로 분기배당을 결정하면 된다. 배당에 불만을 가진 주주는 주주권을 행사해 현지 이사를 교체하거나 그럴 수 없으면 주식을 팔고 떠나면 그만이다.

우리나라에서 정규현금배당은 오랫동안 상법에 의해 1년에 한 번 이사회가 배당수준을 일차적으로 결정하고, 최종적으로 주주총회에서의 결의에 따라 배당을 집행했다. 회사의 주인인 주주의 가장 본질적 고유권리인 이익배당청구권을 주주가 직접 주주총회에서 행사하도록 하게하기 위한 취지이다. 그러나 일반주주들은 배당결정에 필수적인 각종 정보와 경영에 접목할 전문성이 떨어지다 보니 배당결정에 대해 판단하기가 쉽지 않다. 게다가 배당락일이 주총일 전에 오다보니 배당수준을 모르는 상태에서 배당락 주가가

2) 특별배당(줄여서 특배)은 진짜 특별한 경우나 일회적인 사건에 해당할 때 보통 배당을 한 나머지 이익금을 일정한 비율로 배분해 지급한다.

3) 금전 외에 현물배당도 허용하고 있다(개정상법 제462조의 4).

결정되는 문제가 있다. 배당락일과 주총 이후 실제 배당이 지급되는 날까지 기간이 오래 걸리는 것도 문제이다.

그래서 2011년 상법을 개정하여 외부감사인이 재무제표에 대해 적정의견을 표명하고, 이사회를 감시하는 감사나 감사위원회 전원의 동의가 있으면 이사회에서 배당을 결정할 수 있게 했다(개정상법 제462조제2항). 그로 인해 중간(분기)배당도 가능해졌다. 그러나 아직도 대부분의 상장회사들은 배당결정을 주주총회 의결사항으로 두고 있으며 중간(분기)배당을 실시하는 기업도 약 2% 정도에 불과하다.

2. MM의 배당무관련이론

그 동안 적정 배당과 사내유보금에 대해 수많은 연구가 수행되어 왔다. 배당의 수요 측면에서 보면 다른 기간의 배당에 변화가 없는데 특정 기간의 배당이 증가하면 투자자들은 당연히 좋아할 것이고 주가도 오를 것이다. 그러나 공급측면에서 보면 투자기회가 정해진 상태에서 현재의 배당을 늘리면 그만큼 외부자금을 조달해야 돼서 현재 주주들이 미래에 받게 되는 배당은 줄어들게 될 것이다. 결국 배당정책은 주주의 입장에서 당장 현금으로 돌려주는 것이 나은지, 아니면 사내유보한 후에 투자하여 미래에 투자수익과 함께 돌려주는 것이 나은지의 문제이다. 즉, 배당정책은 배당의 크기와 시기를 결정하는 일이며, 배당을 주느냐 마느냐가 아니라 배당을 언제 주는가의 문제로 귀결된다. 달리 표현하면, 기업의 이익을 배당으로 주고 주주가 직접 투자하는 것이 나은지, 아니면 기업이 투자해 얻은 수익을 나중에 배당으로 주는 것이 나은지의 문제이다.

배당정책의 이론적 기초를 마련한 노벨경제학상 수상자 Modigliani and Miller(1961)에 의하면 투자자에게 배당정책은 큰 의미가 없다. 이 때 전제가 되는 것은 투자자가 합리적이라는 것과 완전자본시장(perfect capital markets)의 존재이다. 즉, 시장에서 완전경쟁이 이루어지고 마찰적 요인이 없어 각종 거래비용이나 세금이 없으며, 자산은 완전분할 가능하고 거래에 제한이 없으며, 정보 취득비용이 없고 모든 시장참여자들이 모든 정보를 동시에 제공받으며, 모든 개인이 이성적으로 행동해 기대효용을 극대화한다는 조건이다.

배당의 수요자인 주주입장에서는 현금배당을 원하는데 배당을 주지 않으면 주식을 매도해 현금화하면 된다. 현금배당을 하면 보유주식수는 변함이 없으나 주가가 배당만큼 감소할 것이다. 현금배당을 하지 않아 주식을 매각하면 주가는 변함이 없으나 보유주식수가 줄어 보유지분의 가치가 배당만큼 감소할 것이다. 반대로 현금배당을 원하지 않는 데 배당을 주면 배당으로 주식을 매입함으로써 주가는 배당만큼 감소할 것이나 보유주

식수가 늘어 보유주식의 가치에는 변함이 없을 것이다. 따라서 주주의 입장에서는 기업이 배당을 지급하건 하지 않던 간에 필요 이상의 배당으로는 주식을 매입하고 부족한 배당은 주식을 매각해 마련함으로써 결과적으로 동일한 효과를 얻게 된다. 기업의 배당 정책과 상관없이 주주가 원하는 만큼 스스로 현금흐름을 만들어낼 수 있다는 자가(自家)배당(homemade dividend)이라고 하는 배당무관론이론의 핵심개념이다.

한편, 배당의 공급자인 기업의 입장에서는 배당을 지급해서 투자할 자금이 모자라면 신주를 발행해 총자산과 자기자본 변동 없이 투자를 할 수 있다. 배당을 하지 않아 여유 자금이 생기면 금융자산으로 운용해 나중에 주주에게 배당하게 되면, 주주가 배당으로 받아 금융자산으로 운용한 것과 동일한 결과를 얻는다. 배당정책 자체는 다른 모든 시점의 배당이 일정한 경우에 특정일의 배당을 증가시키지는 못한다. 오히려 배당정책은 어느 한 시점과 다른 시점 사이의 배당을 상쇄할 뿐이다. 화폐의 시간가치를 고려하면 배당흐름의 현재가치는 변하지 않는다. 따라서 단순한 세계에서는 경영진이 배당을 올릴 것인지 아니면 낮출 것인지가 기업가치에 영향을 주지 않기 때문에 배당정책은 상관이 없다.

배당을 지급하면 배당금만큼 기업의 현금유출이 발생해 기업가치는 그만큼 줄어든다. 주당가치로 말하면 주식 매도자가 배당을 받을 수 있는 권리를 가지는 마지막 날에 주식은 배당락(ex-dividend)이 된다. 그 이전에는 주식보유자가 배당을 받을 수 있기에 배당부(cum dividend)가 되며 배당을 받을 권리를 반영한 주가인 배당부 주가로 거래될 것이다. 따라서 완전자본시장에서 배당락 주가는 배당부 주가에서 배당금만큼 하락하기 때문에 투자자의 입장에서 배당수익만큼 자본수익이 줄 것이기에 배당수익과 자본수익을 합한 투자수익은 배당금과 상관이 없게 된다. 주주배정(right offer)방식에서도 무위험차익거래(arbitrage)가 발생하지 않기 위해서는 배당락 주가에 신주인수권의 가치를 조정하면 배당부 주가와 같아지기에 주주의 부에는 영향을 주지 않는다. 결국 배당은 주주의 한 쪽 주머니에 있는 돈을 다른 쪽 주머니로 옮기는 행위에 불과하다. 이렇게 기업의 배당정책은 기업가치와 주주의 만족도에 영향을 주지 않기에 어떤 것이든 상관이 없다는 것이다.

그러나 현실에서 완전자본시장의 전제가 성립되지 않으면 배당정책이 주주와 기업가치에 영향을 줄 수 있다. 즉, 세금, 정보비대칭, 대리인비용, 거래비용, 발행비용이 존재하고 투자자의 행태적 고려도 필요하다. 배당정책은 기업이나 주주에게 매우 중요한 사안이지만 경제적으로 논리적인 것과 비논리적인 것이 혼합되어 주장되는데다 배당정책에 영향을 주는 요인들도 교차적으로 영향을 주어 간단하게 밝히기는 어렵다. 배당을 많

이 주어야 하는 많은 이유들이 있지만 마찬가지로 배당을 적게 주어야 하는 이유도 많이 있다.

3. 국내외 배당 및 자사주매입 동향과 시사점

유가증권시장에서 전체 상장기업의 총 배당액은 2001년 약 4조원을 기록한 뒤에 꾸준한 증가세를 보여 2007년에는 14조원까지 증가했다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기의 영향으로 10조원 미만으로 내려갔다가 이후 빠른 회복세를 보였으나 2010년 이후에는 다시 줄어들었다. 2015년에는 정부가 기업이익환류제도를 시행한데 영향을 받아 20조원 이상으로 상승했다.

한편, 배당수익률은 2004년 2.3%를 기록하고 2005년 1.4%로 크게 하락한 이후 꾸준히 감소하는 추세이다. 반면에 코스닥시장은 2004년 이후 뚜렷하게 하락하는 추세를 보이지는 않고 있다. 배당수익률과 달리 배당을 지급하는 기업의 비중에는 큰 변화가 없다. 따라서 배당수익률 하락은 배당을 지급하는 기업의 수가 줄어서가 아니라 배당을 지급하는 기업의 배당수익률이 하락하기 때문으로 해석된다. 배당지급기업의 비중은 유가증권시장이 60%대로 코스닥시장의 40%보다 높다. 배당성향은 유가증권 상장기업의 경우 2000년 초반 16~20% 수준이었으나 최근까지 크게 감소해 13~15% 수준에 머물고 있다.

〈표 2.1〉 연도별 유가증권시장 배당회사 및 배당금 총액

(단위 : 사, 억원, %)

사업 연도	회사 수			배당금 총액**		
	상장사*	배당사	비중	금액	증감	증가율
2010년	722	481	66.6	121,617	17,542	16.9
2011년	735	466	63.4	116,017	-5,600	-4.6
2012년	729	452	62.0	110,592	-5,425	-4.7
2013년	725	460	63.4	118,225	7,633	6.9
2014년	729	481	66.0	150,553	32,327	27.3

주) * 12월 결산 주권상장법인 대상(제외 : 외국주권, 주식예탁증서, 투자회사 등)

** 보통주와 우선주의 결산 현금배당금 기준(중간 배당금 등 제외)

한국의 주식시장은 배당성향 및 배당수익률 모두 전 세계에서 가장 낮은 나라 중 하나이다. 블룸버그 자료를 이용해 최근 5년간의 평균을 살펴보면 한국의 배당수익률은 1.6%로 선진시장의 2.8%나 신흥시장의 3.0%보다 현저히 낮다. 배당성향도 한국은 19.1%로 선진시장의 49.8%, 신흥시장의 32.7%와 큰 차이를 보이고 있다. 여기에 미국 상장기업

의 자기주식취득이 폭발적으로 증가해 2007년에는 그 규모가 전체 실질배당의 약 2.5배에 달하고 있어 이익의 상당 부분을 투자자에게 돌려주고 있음을 보여주고 있다.

〈표 2.2〉 주요 각국시장의 배당성향과 배당수익률

국가	지수	배당성향(%)		배당수익률(%)	
		2014년	5년 평균	2014년	5년 평균
미국	S&P 500	34.7	47.8	2.0	2.2
영국	FTSW 100	44.7	64.7	3.7	3.9
프랑스	CAC 30	72.6	63.1	3.1	4.0
독일	DAX 30	48.1	69.6	2.9	3.6
일본	TOPIX	27.5	54.0	1.9	2.1
선진시장	MSCI DM	43.0	49.8	2.5	2.8
신흥시장	MSCI EM	33.6	32.7	2.8	3.0
세계시장	MSCI World	41.9	47.0	2.5	2.8
한국	KOSPI	18.9	19.1	1.3	1.6

출처: Bloomberg, 2014.12.29. 기준 각국 대표 지수를 바탕으로 함

2015년 1월 FTSE가 발표한 “Asia Monthly Index Performance Report”에서도 우리나라의 배당수익률은 1.2%로 아시아 11개국 중에서 가장 낮은 것으로 나타났다. 싱가포르와 말레이시아의 배당수익률이 3.3%로 가장 높았고 이어 중국(3.1%), 태국(3.0%), 대만(2.7%), 홍콩(2.5%), 인도네시아(2.3%), 일본(1.7%), 필리핀(1.7%), 인도(1.3%) 순이었다.

물론 외부자금조달의 편의와 투자기회의 차이 등에 의해 국가별로 배당성향에 차이가 날 수 있다. 그런데 상대적 주가 수준을 나타내는 주가수익비율(PER)을 보면 한국은 홍콩이나 일본기업의 15배 수준보다 훨씬 낮은 10배에 머물고 있어 코리아 디스카운트의 현실을 보여주고 있다. 배당수익률 및 배당성향과 주가수익비율의 상관관계로부터 우리나라 상장기업의 저평가 원인 중에 낮은 배당이 크게 기여하고 있다는 시각이 우세하다. 우리나라에서 삼성전자 등 대표적인 수출기업의 이익, 사내유보와 이익잉여금이 급증한 데 비해 배당, 투자, 임금, 소비는 늘어나지 않고 있음이 지적되어 왔다. 매일경제가 2014년 2월에 실시한 설문조사에서도 한국 증권시장의 가장 큰 문제점은 코리아 디스카운트로 투자문화 개선과 배당수익률 개선을 통해 해결해야 한다는 응답이 많았다.

한편, 평균자료로는 개별기업의 실상을 파악하기 어렵다. 미국의 상장회사를 예로 들면 배당금 전체는 증가했으나 배당을 지급하는 상장회사 수는 오히려 줄어 배당을 지급하는 회사의 비중이 30%에 불과하다(DeAngelo, et. al., 2009). 소수의 대기업들이 배당

의 대부분을 지급하고, 업력이 짧고 이익이 적은 기업들은 배당을 거의 지급하지 않기 때문이다. 국내 상장기업의 배당지급기업 비중은 외국과 유사한 수준으로 배당수익률에 비해 비교적 순위가 높은 편이다. 따라서 국내 중소기업보다는 업력이 길고 이익이 많은 대기업의 배당성향과 배당수익률이 특히 낮다는 결론이 나온다.

세부적으로 국가별 상황의 차이와 시장 내 기업간 편차를 감안하더라도 한국의 대표적인 상장기업인 삼성전자의 최근 5년간 배당관련 지표를 살펴보면 저배당정책임을 알 수 있다. 2014년도에는 순이익이 전년도 대비 감소했지만 주당배당금은 전년도 대비 약 40% 증가했고, 2007년 이후 중단했던 자사주매입도 실시했다. 그럼에도 불구하고 배당성향과 배당수익률은 각각 13.0%와 1.46%에 지나지 않는다. PER 값은 10배도 안 되어 경쟁기업이라고 할 수 있는 애플의 14.88배, 인텔의 15.57배, 도시바의 27.67배에 크게 못 미치고 있다.

〈표 2.3〉 최근 삼성전자 배당 지표와 주가수익비율

연도	배당정책 관련 지표				자본이득률	주가	주가수익비율(PER)
	주당배당금	자사주매입	배당성향	배당수익률			
2010~2014	11,560	2,251	8.22	1.00	12.20	1,245,600	10.49
2010	10,000	0	9.47	1.25	18.77	949,000	10.22
2011	5,500	0	6.19	0.58	11.49	1,058,000	13.47
2012	8,000	0	5.20	0.76	43.85	1,522,000	11.17
2013	14,300	0	7.23	0.94	-9.86	1,372,000	7.83
2014	20,000	11,253	13.00	1.46	-3.28	1,327,000	9.78

출처: 정형찬, “삼성전자의 자본구조와 배당정책에 관한 사례연구”, 재무관리연구, 2016, 61-92.

4. 국내 배당성향과 배당수익률이 낮은 이유

우리나라 대기업의 배당성향과 배당수익률이 다른 나라와 비교해서 낮다면 그 원인을 살펴볼 필요가 있다. 기업가치 제고를 위해서 배당을 적게 주어야 할 합리적인 이유가 있다면 국제 비교만으로 무조건 배당증가 압박을 가해서는 안 될 것이다. 반면에 기업가치에 부정적임에도 불구하고 특정인이나 집단의 이해관계로 배당을 적게 준다면 주주가치 제고를 위해 배당에 대한 정당한 요구를 해야 할 것이다.

대기업이 그 동안 배당을 못한 이유 중 하나로 재무구조의 안정 추구를 들 수 있다. 우리나라 기업들은 초고속 경제성장기에 투자자금을 주로 부채로 조달했는데 대주주의 경영권을 유지하기 위한 이유도 한몫했다. 그 결과 1998년 외환위기를 맞을 당시 기업들의 부채비율은 400퍼센트에 가까웠고 30대 재벌의 부채비율은 519%에 달했다. 외환위기

이후에는 200%라는 정부의 가이드라인도 있어 부채비율을 계속 줄여 2000년대 중반 이후에는 100% 수준으로 낮아졌다. 부채비율을 줄이기 위해서는 이익으로 부채를 상환하거나 자본을 확충해야 했기에 배당여력이 별로 없었을 것이다. 그러나 2015년 말 비금융업 유가증권시장 상장회사 평균 부채비율이 121.2%으로 2000년대 중반 이후에는 기업의 자본구조 안정성만으로 저배당성향을 정당화하기는 어려운 것 같다.

2000년대 후반 이후에는 글로벌 금융위기의 영향으로 전세계적인 경제성장의 둔화 속에 기업을 둘러싼 경영여건은 예전보다 불확실해졌다. 우리나라 상장기업은 수익성이 낮고 사업위험은 높으며 경기변동에 민감한 산업에 속한 기업의 비중이 높아 배당수익률이 낮을 것이라고 예상되는 조건을 갖추고 있다(강소현, 김준석, 양진영, 2013; 김준석, 2015). 2000년대 초중반 이후로 국내 기업들의 수익은 줄어들고 있는데 영업현금흐름보다 투자현금흐름이 평균보다 높게 나타나 영업이익과 잉여현금이 지속적으로 감소해 배당여력이 크지 않은 편이었다. 2010년 이후로는 기업의 수익성이 더욱 악화되었다. 유가증권 상장기업의 매출액 대비 영업이익은 2000년 초중반 5~6%대였으나 2011년 이후 4% 전후로 하락하였으며, 6~7% 수준이었던 총자본 대비 순이익 또한 5%대로 감소하였다. 배당성향도 따라서 낮아졌으며 배당수익률도 지속적으로 하락했다. 외국인투자자의 비중이 높은 대기업은 배당성향이 높으면 상당 부분이 외국인투자자에게 지급되어 국부유출이라는 비난을 받을 수 있다는 부담감도 배당지급을 주저하게 하는 요인으로 작용했다(강소현, 2014).

상장기업 중 배당수익률이 높은 산업의 비중이 지속적으로 낮아진 것도 평균 배당수익률이 낮아진 원인 중 하나이다. 유틸리티와 통신서비스, 소재산업의 배당수익률이 높은 편인데 이들의 시가총액이 전체 시가총액에서 차지하는 비중이 2000년 42%에서 2012년 16%로 크게 감소했다. 배당수익률이 낮은 IT와 소비재산업의 비중은 2000년 30%에서 2012년 52%로 증가했다.

배당에 대한 수요측면에서 자본이득에 비해 배당소득이 불리한 세율구조와 간접투자 및 장기투자의 비중은 낮은 것도 배당을 중시하지 않는 투자문화를 형성했다. 배당수익률이 높은 외국에서는 대부분 자본이득에 대해서도 과세한다. 국내 상장기업의 주식에는 주식 시세차익에 의한 양도소득에 대해 과세하지 않는 반면 배당소득에 대해서는 과세한다. 게다가 순환출자형 구조를 갖는 기업집단은 여러 회사의 지분을 거치면서 배당소득세를 여러 번 납부해야 한다. 실제로 지주회사형 그룹의 배당성향이 순환출자형 그룹보다 훨씬 높다.

상장회사의 대주주는 자본이득에 대해서도 세금을 내지만 그렇다고 배당을 적극적으로

로 요구하지는 않는다. 낮은 지분율로 수많은 기업들의 경영권을 유지해야 하는 국내 재벌의 특성도 배당을 적게 지급하는 유인이다. 배당은 대주주와 일반주주가 지분율에 따라 동등하게 이익을 나눠 갖는 반면 사내유보에 대주주가 전부에 대해 권한을 행사할 수 있기 때문이다. 재벌의 순환출자구조에서는 상장회사가 이익을 내서 배당을 지급하기보다 일감몰아주기(tunneling) 등으로 상장회사의 이익을 비상장사로 옮겨 비상장사의 배당으로 지급하는 폐해도 상장회사의 배당이 적은 이유가 될 수 있다. 기업의 지배구조가 취약하면 적절한 주주환원 정책도 기대하기 어렵다.

Ⅲ. 배당정책의 결정요인

1. 배당 기피 요인

(가) 배당소득세

양도소득(자본소득)과 배당소득에 대한 세금은 국가마다 다르지만 일반적으로 자본소득에 대한 유효세율은 자본소득에 대한 세율보다 높다. 자본소득은 세율이 낮거나 주식을 매각할 때까지 연기할 수 있기 때문이다. 우리나라에서는 비상장기업의 주식거래에 따른 자본소득에 대해서는 과세하지만 상장주식의 자본소득에 대해서는 세금을 부과하지 않는다. 반면에 배당에 대해서는 원천과세 또는 종합소득과세를 한다. 대주주 및 거주자 여부에 따른 상장주식의 양도소득과 배당소득은 <표 3.1>에 정리되어 있다.

<표 3.1> 상장주식의 양도소득세와 배당소득세

구분	상장주식 양도소득		배당소득*
대주주	중소기업주식	10%	금융소득 종합과세 (최고세율 38%)**
	대주주 1년 이상 보유주식	20%	
	대주주 1년 미만 보유주식	30%	
소액주주	장내거래	비과세	14% 분리과세, 금융소득 종합과세 대상자는 세율에 따라 최고 38%까지 부담
	장외거래	양도소득세 과세	
비거주자	조세조약 등에 따름		

주) * 배당소득 증대세제 적용은 배제, 지방소득세를 제외.

** Gross-up 방식의 배당세액공제를 감안하면 최고세율 부담은 31% 수준

기업이 이익을 현금배당으로 지급하는 대신 사내유보하여 투자하면 기업의 가치와 자
기자본을 증가시켜 자본소득을 증가시킨다. 다른 모든 요인들이 같다면 배당소득이 자본
소득보다 세금 측면에서 불리하기 때문에 주주 입장에서는 배당을 적게 주고 대신 자본
소득을 높여 주는 것이 유리할 것이다. 세율이 높은 주주일수록 이러한 의향은 더 클 것
이다.

따라서 배당을 유도하기 위해서는 자본소득 대비 배당소득에 대한 세제 측면의 유인
을 주어야 한다. 최근 미국에서 배당에 대한 최대세율을 낮추면서 상장회사의 배당총지
급액이 증가한 바 있다. 우리나라에서는 배당 확대 세제정책을 도입하면서 배당소득에
대해 불리한 세제를 줄여 주어 상장법인의 고배당을 유도하기 위한 세제를 2017년까지
한시적으로 도입했다. 고배당기업에 대해서는 개인주주의 배당소득세는 원천징수세율이
지방소득세 포함 15.4%가 아닌 9.9%를 적용하고, 2016년 4월 14일 이전까지 거래하는
증권사 영업점에 종합소득세에서 분리과세 신청하면 지방소득세 포함 27.5%를 적용받을
수 있다.⁴⁾

배당을 지급하게 되면 배당만큼 기업자산이 줄어들기에 이를 반영해서 주가는 배당락
(ex-dividend)주가가 된다. 완전자본시장에서 불확실성이 없으며 주가는 주당배당금만큼
하락해야 할 것이다. 그런데 많은 실증연구들은 주가하락이 주당배당금보다 훨씬 작다고
보고한다(Campbell and Beranek, 1955; Elton and Gruber, 1970; Kalay, 1982;
Lakonishock and Vermaelen, 1983; Eades, Hess, and Kim, 1984). 비록 이론적으로는
상대적 배당락일 주가하락과 장기적 자본이득세율과의 특정 관계를 예측하지는 못하지
만 실증검증 결과는 같은 금액의 자본이득이 배당보다 더 가치가 있다는 가설과 일치한
다. 그러나 Eades et al.(1984)은 배당락일 전과 배당락일의 정의 초과수익 그리고 그 이
후 부의 비정상수익을 발견해 이러한 설명에 의문을 갖게 했다. 우리나라에서는 대부분
의 기업이 12월 결산법인으로 1월 최초거래일이 배당락일이 되어 일월효과(January
effect)와 혼재한다. 이에 박철·박수철(2009)은 12월 결산법인이 아닌 기업만으로 배당락
일 전후의 비정상수익률을 검토한 결과 세금효과는 발견하지 못했다.

Brennan(1970)이 개발한 배당수익률을 프리미엄으로 추가한 자본가격결정모형(CAPM)에
대한 실증검정도 일관된 결과를 보이지는 않았다. Black and Scholes(1974)와 Kalay and
Michaely(2000)은 세금효과를 발견하지 못한 반면에 Litzenberger and Ramaswamy(1979)

4) 고배당기업은 배당성향과 배당수익률이 시장평균의 120% 이상이고 총배당금 증가율이 10% 이상이거나 또는 배당성향과 배당수익률이 시장평균의 50% 이상이고 총배당금액 증가율이 30% 이상이거나 또는 신규상장기업이나 직전 3개년 무배당기업의 배당성향/배당수익률이 시
장평균의 130% 이상인 경우이다.

는 세전수익률이 배당수익률과 관련이 있다는 증거를 보였다.

(나) 신주 발행비용

투자할 돈을 배당으로 지급하면 투자를 위해 부족한 자금을 신주를 발행해 조달해야 한다. 그런데 신주를 발행하는 일은 주간사 수수료 등 직접비용과 신주발행 업무에 투입된 경영진의 시간 등 간접비용 그리고 IPO에서의 저평가로 각종 비용이 발생한다. 신주의 발행비용을 포함하면 신주를 발행할 때 주식의 가치는 떨어질 것이다. 따라서 기업은 유망한 투자기회를 포착하면 이익을 현금배당으로 지급하기보다 유보하여 투자에 사용해야 할 것이다.

게다가 기업의 가치가 시장에서 저평가되어 있다고 생각하는 기업은 낮은 가격에 더 많은 주식을 발행해야 하므로 기존 주주들의 지분이 희석되고, 심하면 가치 있는 투자기회를 포기해야 할지도 모른다. 이런 경우에는 내부자금으로 투자하는 것이 좋을 것이며 미래에 찾아온 투자기회를 잃지 않기 위해서는 사전에 충분한 여유자금(financial slack)을 보유해 두어야 할 것이다(Myers and Majluf, 2014).

또한 신생기업이나 중소·벤처기업은 금융시장에 접근하는 것 자체가 어려울 수 있고, 대기업도 금융위기 등으로 자금시장이 경색되면 외부자금조달 자체가 어려워 귀중한 투자기회를 무산시킬 수 있다. 그래서 성장하는 중소·벤처기업들은 배당을 주지 않는 경향이 있으며, 금융시장이 불안한 상황에서는 대기업도 내부자금을 확보해 두려는 경향이 있다. 특히 이익의 예측가능성이 낮아 변동이 심하다면 배당으로 지급하고 일단 유보하여 투자기회에 활용할 수 있도록 대비해야 할 것이다. 현금배당으로 주주에게 당장 지급하지 않고 유보자금으로 충분한 투자수익을 낼 수 있으면 주주에게 충분한 보상이 되어 주주 입장에서 이익이 될 것이다.

(다) 대주주의 기업지배권

대주주가 회사의 경영권을 유지하기 위해서는 지분의 희석(dilution)을 피해야 한다. 따라서 유상증자에 참여할 충분한 자금을 확보하지 못한 대주주는 신규 투자의 자금조달을 위해 내부자금과 부채를 선호하고 배당을 기피할 것이다. 그 결과는 높은 부채비용과 낮은 배당이다. 대주주의 경영권 확보가 중요한 우리나라 기업 현실에서는 기업의 지배권유지가 배당을 기피하는 중요한 요인이 될 것이다.

2. 배당 선호 요인

이상적인 세계인 완전자본시장에서는 주주가 소비를 위해 현금을 원하더라도 배당을

지급할 필요는 없다. 배당을 적게 주면 주식을 매각해 필요한 자금을 확보하면 되고, 배당을 필요 이상으로 많이 주면 다시 주식을 매입하면 된다. 따라서 세금이나 거래비용이 존재하지 않는다면 배당의 수요 측면에서 주주에게 기업의 배당정책은 상관이 없다.

그런데 완전자본시장이 아니라면 배당을 고정소득으로 하는 주주는 배당을 적게 주면 주식을 매각해야 한다. 이 때 거래수수료와 기타 거래비용을 지급해야 한다. 주식 매각을 위해 자신의 시간을 소비해야 하고, 매각 시점을 결정해야 하는 부담을 갖는다. 주식을 매각하면 그 뿐인데 주식 매각 후 주가가 상승하면 심리적으로 후회를 하게 되고 마음을 불편하게 하기에 주식매각보다는 배당을 바랄 것이다. 심리학에서는 이를 후회기피(regret aversion)라고 한다. 주식을 매각한 후 주가상승에 따른 후회를 피하기 위해 회사가 소비에 필요한 배당을 지급해 주는 것을 선호한다는 것이다.

미국에서는 1930년대 대공황 때 주가폭락으로 생활이 어려워진 주주들이 기업들로 하여금 강제로 배당을 늘리게 해달라고 의회에 압력을 넣기도 했다. 그 결과 1936년에는 기업이 이익을 사내에 유보하면 추가로 세금을 매기는 법이 제정되었고 1937년에는 미국 기업전체 이익의 80%가 배당으로 지급되었다.

3. 비대칭정보와 배당의 신호 역할

(가) 미래 이익과 배당지급 능력에 대한 신호

기업이 배당정책을 변경하는 발표를 전후해서 배당을 증가시키는 발표가 주가에 긍정적인 영향을 주는 경향이 있음을 보이는 연구가 많이 있다(Pettit, 1972; Aharony and Swary, 1980; Benesh et. al., 1984). 이 밖에 그 동안 배당을 지급하지 않던 기업이 최초로 배당지급을 개시한 경우에도 유사한 결과를 보였다(Asquith and Mullins, 1983; Michaely et. al., 1995).

그렇다고 해서 어느 기업이나 배당지급을 개시하거나 배당을 늘린다고 주가에 긍정적이라는 의미는 아니다. 어떤 회사가 배당지급을 개시하거나 배당을 늘릴 때 시장에서 호재로 작용하는지를 알기 위해서는 배당금 지급개시나 증가가 주가를 끌어올리는 이유를 규명해야 할 것이다. Bhattacharya(1979), John and Williams (1985), Miller and Rock(1985)는 기업과 투자자 사이에 비대칭 정보가 존재하는 경우 내부자들은 배당정책의 변화를 통해 기업의 미래 수익성 전망에 대한 정보를 정보 열위에 있는 외부 투자자들에게 신호하려는 유인이 있다고 했다.

배당신호모형에서 경영자는 현재의 수익이 높더라도 지속적으로 수익이 높을 것이라는 확신이 없다면 배당을 늘리지 않을 것이고, 비록 현재의 수익이 낮더라도 일시적이라

면 배당을 줄이지 않을 것이다. 경영자가 배당정책의 변화를 달리할 인센티브가 없다면 투자자는 배당의 증가나 배당의 개시를 기업의 수익성이 개선될 것이라는 신호로 받아들이고, 반대로 배당의 감소나 배당의 중단을 기업의 수익성이 악화될 것이라는 신호로 받아들일 것이다. 배당과 수익간 관계를 명시적으로 검증한 Ofer and Siegel(1987)은 애널리스트들이 예상치 않았던 배당정책의 변경에 기초해 이익 예측을 수정함을 발견했다. 배당의 시그널링 관점에서 보면 기업은 지속적 수익 향상이 예상될 경우에만 배당을 올릴 것이기에 관측되는 기업의 배당정책은 안정적이며 하방 경직적 경향을 보일 것이다.

배당과 수익에 대한 실증검정 결과가 일관되지는 않는다. Nissim and Ziv(2001)은 실증적으로도 배당변경 사례를 분석해 배당변경과 후속되는 이익 간에 유의적으로 정의 상관관계가 있음을 발견했다. 반면에 Watts(1973)는 현재의 예상치 않은 배당변경과 미래이익 변화 간의 관계를 지지하는 증거를 찾지 못했다. Penman(1983)은 이익발표 효과를 제거한 결과 배당과 이어지는 이익간의 관계는 사소했다고 보고했다. Benartzi et al.(1997)도 최근 이익이 증가한 기업이 배당을 증가했으나, 배당 증가나 규모는 미래의 예상치 않은 이익 성장과 관계가 없었으며 다만 배당을 증가한 기업의 미래이익이 낮아질 가능성이 적음을 보여 제한적으로만 배당이 미래 이익에 대한 정보를 담고 있다고 보고했다. Grullon et al.(2005)도 이익의 비선형 패턴을 통제한 후에 배당변화가 미래이익 변동에 대한 정보를 담고 있지 않음을 보였다.

배당발표에 대한 주가의 긍정적인 반응을 기업의 미래 이익 증가에 대한 신호가 아니라 주주와 경영자의 대리인문제 관점에서 과잉 투자기회의 감소(Lang and Litzenberger, 1989), 기업의 라이프사이클 관점에서 성숙단계 기업의 리스크 감소(Grullon et al, 2002; Grullon et al., 2005) 그리고 주주와 채권자의 대리인문제 관점에서 채권자로부터의 부의 이전(Dhillon and Johnson, 1994)으로 보는 견해도 있다.

전에 있었던 배당의 정보효과가 낮아진 배경으로 Amihud and Li(2006)는 기관투자자의 비중이 높아진 점을 들었다. 기관투자자 지분율이 높은 기업의 경우 기관투자자의 사전 정보수집 활동에 의해 배당 발표로 전달하려는 정보가 이미 주가에 반영되었을 것이기 때문이라는 것이다.

우리나라 기업을 대상으로 한 초기의 연구에서 남명수·우춘식(1987)은 배당 발표일에 주가가 정의 비정상수익을 발견해 배당의 정보효과를 지지한 반면, 김동욱(1989)은 주주총회일을 사건일로 한 결과 시장반응에서 비정상수익을 발견하지 못했다. 김성민·김지은(2004)은 자발적인 배당의 사전공시를 사건일로 하여 배당발표 효과를 보았는데 확실하게 배당이 정보효과가 있음을 발견했다. 경영진이 배당으로 미래 기업이익을 신호하는지

를 검정한 연구에서 박영규(2004)는 배당지급 변경은 1년 후 ROA 변화와 양의 관계를 보여 배당의 미래 기업이익에 대한 정보효과를 지지했다.

(나) 대리인문제 감소에 대한 신호

배당정책은 기업을 둘러싼 다양한 대리인비용과 관련이 있다. 배당 확대는 주주와 경영자 또는 지배주주와 소액주주 간 대리인비용을 줄이기 위해 활용되기도 하고, 외부 금융시장이나 기관투자자에게 노출되어 모니터링을 증가시키는 수단으로 사용되기도 한다. 반면에 배당 억제제는 주주와 채권자 간의 대리인비용을 줄이기 위한 수단으로 사용된다.

우선 주주와 경영자 또는 지배주주와 소액주주 간 대리인문제를 살펴본다. 기업이 영업활동에서 발생한 현금흐름에서 설비투자과 운전자금에 투자하고 남은 자금으로 채권자와 주주에게 환원하는데 사용할 수 있는 자금이 잉여현금흐름 또는 자유현금흐름(Free cash flow)이다. 미래 가치가 있는 투자를 위해 유보해 둔 내부자금이 아니라면 주주에게 환원해야 할 것이다. 미래 내부자금이 투입되어야 할 투자기회가 존재하지 않는 데도 배당으로 지급하지 않고 현금성 자산으로 유보해두면 도덕적 해이에 의해 경영자나 지배주주가 사적 이익을 위해 사용할 개연성이 있다. 순전히 사적 소비를 위해 현금을 낭비하거나 회사규모를 키워 자신의 영향력을 높이고 과시하기 위해 수익성이 낮은 투자임에도 불구하고 기업인수 등의 투자를 집행하든지 또는 순환출자를 통해 소수지분으로 그룹 전체를 지배하는 지배주주가 터널링(tunneling)이나 프로핑(propping)을 통해 소액주주의 부를 자신에게 이전시킬 수 있다.

이러한 가능성을 줄이려면 기업가치 제고를 위한 뚜렷한 명분이 없는 잉여현금흐름을 배당으로 지급함으로써 대리인비용을 줄일 수 있다. 기업이 투자자가 추정하는 잉여현금흐름을 현금배당으로 지급한다는 정책을 표명함으로써 지나친 현금 축적에 의한 대리인 문제의 소지를 줄여 주주가치를 제고한다는 정보를 시장에 전달해 주가에도 긍정적인 영향을 줄 것이다. Rozeff(1982)는 배당이 주주와 경영자 간의 대리인문제를 완화하는 한 방법으로 배당이 증가하면 대리인비용이 감소하고 거래비용은 증가함을 보였다. 그리고 최적 배당성향은 배당에 따른 대리인비용과 자금조달비용의 합을 최소화하는 수준이라고 제안했다. Jensen(1986)도 유사한 주장을 했는데 배당을 지급함으로써 경영자가 자신이 관리하는 잉여현금흐름으로 자신을 위해 주주가치를 훼손하는 투자를 하려는 유인을 줄인다고 설명했다. 이러한 주장을 뒷받침하는 실증연구로 Lang and Litztenberger(1989)는 토빈큐가 1.0보다 큰 기업과 낮은 기업의 표본에 대해 기업 배당 변경에 대한 시장반응을 검토한 결과 시장은 토빈큐가 1.0보다 낮은 기업들의 현금배당을 반겼다고 보고했다.

다양한 이해관계자들 간의 대리인관계도 배당을 지급해야 하는 이유가 된다. Easterbrook(1984)

은 기업이 배당을 지급하면 외부자금을 더 많이 사용하게 되고 그에 따라 외부의 모니터링에 노출되어 주주와 경영자 사이의 대리인비용을 줄일 수 있다고 주장한다. Allen et al.(2000)은 배당의 고객효과(clientele effect)를 이용해 기관투자자에게 의한 모니터링으로 배당지급이 대리인비용을 줄인다고 했다. 즉, 기관투자자들이 개인보다 상대적으로 세금을 적게 낸다면 고배당이 기관투자자 중심으로 주주를 구성함으로써 모니터링을 효율적으로 수행할 수 있다는 것이다.

투자자의 법적 보호와 주주권리라는 사회적 인프라와 배당정책과의 관계에 대한 연구도 활발히 진행되었는데 두 가지 가설이 대립된다. 결과(outcome)가설에 의하면 투자자 보호나 기업지배구조가 강한 경우 배당이 투자자보호 수단으로 사용되어 대리인비용을 줄이기 위해 더 많은 배당을 지급한다는 것이다. 대체(substitute)가설은 투자자 보호나 기업지배구조가 약한 경우 이를 보완하기 위해 더 많은 배당을 지급한다는 주장이다.

LaPorta, et al.(2000)는 기업은 배당을 법적 보호의 대체물로 사용하기 때문에 법적 보호가 강한 국가에서 기업이 소액주주들에게 더 많이 배당을 지급한다는 결과가설을 지지했다. 반면에 Jiraporn and Ning(2006)은 기업지배구조의 대용변수로 사용되는 기업의 G-index와 배당성향 간에 정의 관계가 있음을 보고해 소액주주 보호에 약한 기업이 배당을 많이 준다는 대체가설을 지지했다. 대리인문제와 관련해 배당 및 현금보유와 기업가치의 관계를 분석한 Pinkowitz, et al. (2006)은 투자자보호가 약한 국가에서는 내부자가 사적 이득을 취하기가 더 쉽기 때문에 기업의 현금보유의 가치는 더 작다는 대리인이론을 지지하는 결과를 보였다.

한편, 주주는 특히 재무적 곤경(financial distress) 상황에서 배당지급을 통해 자산가치를 줄임으로써 채권자의 담보가치를 줄여 채권자의 부를 주주로 이전시키려는 유인이 존재한다. 채권자는 이러한 주주의 유인을 사전에 차단하기 위해 채권신탁증서에 보호조항으로 배당지급 조건을 까다롭게 해 배당을 제한하려고 할 것이다. Brockman and Unlu(2009)는 채권자 권리보호가 약한 국가에서는 채권자가 스스로를 보호하기 위해 경영자에게 더 제한적인 배당정책을 요구해 배당성향이 더 낮다는 대체가설을 지지하는 결과를 보였다. 또한 배당정책을 결정하는데 있어서 부채의 대리인비용이 자기자본의 대리인비용보다 더 결정적인 역할을 함을 보였다.

우리나라에서 배당에 관한 초기의 연구는 주로 내부소유자가 배당정책에 미치는 영향에 집중했다(육근호, 1989; 김철중, 1996). 그러다 외환위기 이후 기업지배구조의 중요성이 강조되면서 기업지배구조가 배당정책에 미치는 영향에 대한 연구가 활발해졌다. 특히, 배당 지급이 대리인비용을 줄여 주가상승으로 연결된다는데 초점이 맞추어졌다. 박

경서 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. 또한 소액주주보호가 약한 기업의 내부자는 기업이익을 주주에게 덜 지급한다는 결과(outcome)가설을 지지했다.

반면에 Kim and Lee(2008)는 대체(substitute)가설을 지지했다. 그들은 과거 연구들이 주로 대리인비용과 배당간의 직접적 관계에 중점을 두고 있어 외부자금조달 제약을 명시적으로 고려하지 않은 점을 지적했다. 배당은 경영자 착취를 줄여 대리인문제를 줄이지만 외부자금조달비용을 높이는 효과도 있음을 고려했다. 그 결과 외부자금조달 제약이 높은 기업은 지배구조가 개선될 때 오히려 배당을 줄이고 그 반대로 성립함을 보였다. Chae, et al.(2009)도 대리인문제와 외부자금조달 제약이 존재할 때 기업지배구조가 배당 정책에 미치는 영향을 분석했다. 그 결과 기업지배구조를 개선하면 외부자금조달 제약이 높은 기업이 배당성향을 줄이고 반대로 외부자금조달 제약이 낮은 기업이 배당성향을 높이는 것을 발견해 대체가설을 지지했다.

(다) 대리인문제와 외국인투자자의 감시 역할

한편, 아시아 외환위기 이후 외국인투자자가 배당정책에 미치는 영향에 대한 연구도 활발했는데 주로 외국인투자자가 감시(monitoring)역할을 수행하는지의 여부에 초점을 맞추었다. 하지만 대부분 연구들의 한계는 모두 외국인투자자가 국내투자자보다 모니터를 더욱 잘 할 수 있는지를 확인하기보다 그러한 가정을 하고 결과를 해석한다는 데 있다.

설원식·김수정(2006)은 2001~2003년 표본기간에서 외국인투자자 단독으로는 배당 증가에 별다른 영향을 미치지 못했으나 5% 이상 지분을 소유한 외국인투자자는 배당 증가에 상당한 영향을 미치며 최대주주가 외국인투자자인 경우 국내투자자인 경우보다 더 많은 배당을 지급하는 경향이 있음을 발견했다. 주재근·강길환(2007)도 외국인 지분율이 증가함에 따라 더 많은 배당을 지급하는 경향이 있음을 보고했다. 고영경·조성욱(2009)은 외국인투자자 지분율과 배당수익률간에는 양의 관계, 국내기관투자자와 배당수익률간에는 음의 관계를 보여 국내기관투자자가 단기거래자인 반면에 외국인투자자는 모니터링 역할을 수행한다고 주장했다. 반면에 김영환 외(2009)는 1992~2005년 표본기간에서 외국인투자자가 과도한 배당수준을 이끌었다는 사실을 발견하지 못했다.

4. 고객효과와 신무관련이론

자본소득에 비해 배당소득이 소득세 측면에서 불리하므로 배당을 기피한다고는 하지만 투자자에 따라 소득세율은 천차만별이다. 배당을 받으면 높은 세율로 배당소득세를 내야 하는 투자자는 배당을 기피하고 대신 자본소득의 형태로 투자수익을 얻기를 원할 것이다. 배당에 대해 세제 혜택이 있는 투자자는 배당이 많고 자본소득이 적은 주식을 선호할 것이다. 특히 배당에 대해 세금을 전혀 내지 않는 투자자는 더욱 고배당기업을 선호할 것이다. 게다가 연기금이나 신탁기금 같은 대형 기관들은 자금운용을 신중하게 투자해야 하는 수탁의무(fiduciary responsibility)를 지고 있다. 배당을 지급하지 않거나 적게 지급하는 기업의 주식을 매입하는 것은 신중하지 않은 것으로 간주될 수 있다. 또한 원금 사용이 금지되고 사업에는 투자과실만을 사용해야 하도록 규제된 기관들은 배당에 의존해야 할 것이다. 주식매각에 따른 기회비용과 후회기피(aversion to risk) 등 주식 매도를 꺼리는 투자자도 배당을 원할 것이다. 단기투자자는 배당보다 자본이득을 원하고, 장기투자자는 안정적인 배당수익을 원할지도 모른다.

이렇게 배당에 대한 선호도가 다른 다양한 투자자 집단이 존재하는 상황에서 기업의 특정 배당정책을 선택하면 이러한 배당정책을 선호하는 투자자 집단을 주주로 구성할 수 있을 것이다. 투자자집단 유형은 대략 기관투자자, 연기금, 외국인투자자, 대기업, 중소기업, 순환출자기업, 지배주주, 소득이 많은 개인투자자, 소득이 적은 개인투자자, 연금소득자 등으로 나눌 수 있을 것이다. 이들 모두를 만족시키는 기업의 배당정책은 없으며 성향에 따라 배당수준에 대한 선호도는 다양하다. 연기금이나 기관투자자와 같은 장기투자자를 비롯하여 배당에 대한 선호도가 높은 외국인투자자도 대부분 기관투자자인 관계로 배당을 선호하는 경향이 있다. 경영자가 사적 이익을 추구하는 것을 막기 위해 잉여현금흐름을 배당으로 지급해 줄 것을 요구하고 감시할 것이기 때문이다. 우리나라 투자자의 절반을 차지하는 기관투자자와 외국인투자자의 지분이 많은 부분을 차지하는 기업이 되기를 원한다면 업종 평균 이상이거나 최소한 금리수준의 배당수익률을 제공하는 배당을 유지할 수 있는 배당정책을 선택하면 된다. 기업이 배당정책을 바꾸면 새로운 투자집단으로 주주가 형성될 것이다. 즉, 기업의 배당정책에 따라 투자자 집단별로 고객(clientele)이 형성되는 것이다.

자본시장에서 특정 투자자가 선호하는 배당수준을 만족시키는 기업이 충분하지 않으면 배당정책을 변경하여 해당 투자자를 만족시킴으로써 주가를 상승시킬 수 있을 것이다. 최종적으로 배당시장에서 균형이 이루어지면 모든 투자자들이 요구에 맞는 기업의 주주가 되어 만족하고 있으므로 배당정책을 변경시킴으로써 주가를 높일 수 없어 배당

정책의 변경은 더 이상 의미가 없어진다. 결과적으로 개별기업은 배당정책을 변경하여 기업가치와 주주만족 수준을 높일 수 없게 된다. 시장이 균형 상태에 있으면 그 동안의 배당정책을 유지하면 된다. 그러나 아직 균형에 이르지 않았다면 투자자의 배당에 대한 욕구를 만족시키도록 배당정책을 변경하여 기업의 가치를 높일 수 있을 것이다.

5. 현금배당 대 자사주매입

현금배당의 대안으로 기업은 이익으로 자사주를 매입해 주주환원을 할 수 있다. 배당은 경상소득과 마찬가지로 모두 과세대상이 되고 주주들은 배당을 지급받는 것에 대해서 선택의 여지가 없다. 그러나 자사주매입은 주주가 판단하여 매각여부를 결정할 수 있고, 실제로 매각해 자본소득이 있는 경우에만 세금을 내며, 배당보다 낮은 세율을 적용 받을 수 있어 주주환원수단으로 배당보다 유리할 수 있다.

이전에는 기업이 자사주를 사들이면 부당하게 주가를 조작할 우려가 있다는 우려에서 자사주매입을 엄격하게 제한했다. 그러다 1992년에 주식시장 부양의 필요성으로 인해 자사주펀드 제도를 도입했다. 1994년에는 인수합병으로부터 경영권을 보호하는 한편 주가를 안정시키기 위한 목적으로 공개시장에서 자사주의 직접 취득이 허용되었다.

상법상 자사주매입은 배당가능이익 한도 내에서 가능하다. 2001년에는 주주에게 배당할 이익으로 주식을 소각할 수 있다고 정관에서 정하면 이사회 결의로 주식을 소각할 수 있도록 규정하였다. 이익소각 목적의 자사주매입을 공시한 기업은 매입 후 반드시 소각해야 한다. 2011년 개정상법에서는 회사가 배당가능이익 한도 내에서 주주총회 결의(배당결정권이 이사회에 있는 경우에는 이사회 결의)로 자기주식을 거래소 시장에서 또는 주주에게 균등한 조건으로 취득하는 방법으로 취득하는 것을 허용했다(개정상법 제341조). 아울러 이사회 결의에 의하여 회사가 보유하는 자기주식을 소각하는 경우에는 감자절차의 적용을 받지 않도록 예외를 규정했다(개정상법 제343조).

국내 기업의 자사주매입 규모는 현재 순이익의 2% 정도에 머물고 있는데 자사주매입의 목적으로는 주가안정 및 주주가치증대가 주를 이루고 그 밖에 경영권안정, 기업이미지 제고, 스톡옵션 행사, 격려금 지급 등이 언급되고 있다. 자사주매입은 주식의 신규발행과 반대 효과가 있다. 자기자본이 감소하고 부채비율이 증가하는 것은 현금배당과 유사하나 배당과 달리 주식 수가 감소해 주당 순이익(EPS)이 증가하는 효과가 있다. 전체 주식수가 감소하면서 자사주매입에 응하지 않은 주주들의 지분비율은 증가해 지배주주의 경영권을 강화하고 소각하지 않은 자사주는 경영권분쟁시 우호세력에게 매각해 경영권방어수단으로 활용되기도 한다.

자사주매입도 배당과 같이 기업의 현금을 사용하므로 주주환원정책의 하나로 볼 수 있다. 그런데 소각으로 이어지지 않은 자사주는 언제든지 시장에 되팔 수 있기 때문에 진정한 주주이익환원으로 보기는 어렵다. 국내에서 시행되고 있는 기업소득환류세제에서도 이익소각을 전제로 한 자사주매입에 한해 배당으로 인정해주고 있다. 국내에서 자사주매입은 이익소각 목적이 드물어 자사주의 순매입 규모는 아주 작아 주주환원정책의 역할을 수행하기보다는 주로 경영권 강화와 경영권 방어에 활용하는 경향이 있다고 볼 수 있다. 자사주매입이 주주가치를 훼손하는 경영권 방어 목적이라면 주가에는 악영향을 줄 수도 있다.

자사주매입은 국내외 모두에서 단기뿐만 아니라 장기적으로도 주가상승에 긍정적인 영향을 준다. 정무권(2005)에 의하면 자사주매입 공시가 주가에 긍정적인 영향을 주었는데 취득 목적이 이익소각이나 주가안정 및 주주가치 증대인 경우에 특히 주가상승효과가 있었다. 경영진이 기업의 현재 주가가 저평가되어 있다고 생각하는 시점에 자기주식을 취득할 것이라고 시장에서 판단하거나, 잉여현금흐름을 줄여 대리인비용을 줄이거나 지배주주의 경영권 안정으로 경영자에 대한 모니터링 강화 등으로 해석할 수 있다.

미국에서는 자사주매입이 배당과 함께 주주환원의 주요 수단으로 활용되고 있다. 최근 미국의 예를 몇 가지 살펴보면, 2014년에만 애플(Apple)은 560억 달러, 아이비엠(IBM)은 137억 달러의 자사주를 매입했다. IBM의 자사주매입은 2010년에서 2015년까지 회사가 사용할 것으로 추정되었던 500억 달러를 넘어서 유통주식수가 1995년 약 22억 주에서 2014년 말에는 약 9억 8,800만주로 줄어 19년 동안 절반 이상의 자기주식을 취득했다. 자기자본의 상당한 비중을 자기주식 취득한 사례도 많아 라스베이거스 샌즈(Las Vegas Sands)는 2012년에서 2015년에 걸쳐 주식의 20%, 시게이트 테크놀로지(Seagate Technology)는 2014년에 주식의 약 11%에 해당하는 자사주를 매입했다. 자동차 부품업체 델파이(Delphi)는 2014년과 2015년에 걸쳐 회사 가치의 약 10%에 해당하는 25억 달러의 자기주식을 취득했다. 이렇듯 미국에서는 배당보다 자사주매입이 꾸준히 성장해 최근에는 자사주매입 규모가 배당금을 넘어섰고, 투자자들도 선호하는 것으로 보인다.

주주환원의 수단으로 자사주매입이 배당과 다른 점은 자사주매입을 공시하고도 실행하지 않을 수 있어 감시가 필요하다는 것이고, 고정된 자사주매입 정책은 주가가 과대평가되었을 때에도 고가에 재매입해야 한다는 것이다. 그리고 불투명한 지배구조 하에서 자사주매입이 주주 부의 극대화 목표와는 무관하게 경영권방어 목적이라고 시장에서 판단하면 Denis(1990)의 연구결과에서와 같이 주가에도 부정적으로 작용할 것이다. 따라서 자사주매입은 매입 즉시 소각해야 주주가치를 높이는 효과가 있다고 볼 수 있다.

IV. 배당정책의 현실적 고려사항

1. 수익성과 배당의 라이프 사이클(life cycle)이론

배당에 가장 영향을 주는 것은 수익성이다. 이익이 나지 않으면 배당을 주기 어려울 것이다. 비교적 업력이 짧고 이익이 덜 나는 기업은 현금배당을 할 수가 없다. 이익이 나더라도 성장하는 기업들은 투자를 위해 자금수요가 늘어나는데 발행비용 때문에 외부 자금에 의존하는 것보다 유보이익을 활용하는 것이 유리하므로 현금배당을 억제한다. 특히 자본시장에 접근하기 어렵거나 발행비용이 높거나 금융시장이 경색된 경우 그리고 정보의 비대칭성이 크면 투자에서 내부자금의 중요성은 더욱 커진다.

기업이 성숙단계에 들어서면 내부적으로 투자활동에 필요한 자금보다 더 많은 잉여현금흐름 또는 자유현금흐름(free cash flow)이 발생하기 시작한다. 잉여현금흐름을 배당으로 지급하지 않으면 대리인문제를 유발할 수 있다. 경영자들은 여유자금을 자기과시용 기업 확장을 추구하거나 주주의 최고 이익이 아닌 곳에 사용하려는 유혹을 받게 될지도 모른다. 이익이 많이 나지만 투자기회가 줄어든 성숙단계의 대형 기업들은 여유자금을 현금배당으로 지급해 줄 것을 요구하는 주주들의 압력을 받는 관계로 배당성향을 높게 책정할 것이다.

실제로 미국의 전기, 가스, 수도 등 전통적인 공익 산업(utilities)의 경우는 배당성향이 100%에 가까운 기업들도 있다. 이러한 산업에서는 이미 설비가 대부분 구축되어 재투자의 필요성이 적기 때문에 이익의 대부분을 주주환원에 쓴다. Gruillon et al.(2002)는 기업이 배당을 통해 성숙단계임을 신호하는 것을 보였다. DeAngelo et al.(2006)도 기업이 성숙하면 잉여현금흐름의 대리인비용이 커지기 때문에 배당을 지급하기 시작하거나 배당을 늘린다고 보고했다.

이와 같이 라이프사이클이론에 의하면 기업들이 초과 현금보유의 대리인비용과 외부 자기자본조달의 잠재적 미래 비용을 고려하여 결정한다. 기업은 현재와 예상할 수 있는 미래의 투자에 필요한 충분한 내부 현금흐름이 발생할 때 배당하기 시작한다. 애플도 그동안 배당을 주지 않는 무배당 정책을 고수했었다. 그러나 2012년 스티브 잡스가 작고한 후 아이폰 판매가 주춤해지자 배당금을 지급하기로 했다. 애플의 그러한 의도를 알아챈 시장은 배당금 지급결정이 이제는 애플이 성숙단계에 접어들어 성장이 둔화될 것으로 받아들여 애플 주가는 급락했다. 이후 배당확대와 자사주매입을 통한 이익환원 프로그램의 영향으로 주가는 사상 최고치를 경신하기도 했다.

2. 미국에서의 배당실태와 결정요인에 의한 설명

자본시장이 가장 큰 미국의 경우를 해외 사례로 살펴본다. 미국은 대부분의 상장기업이 이사회결의에 의해 연 4회에 걸쳐 분기마다 정기적으로 배당을 실시하는데 매월 배당을 실시하는 기업도 있다.⁵⁾

〈표 4.1〉 한국과 미국의 배당정책 비교.

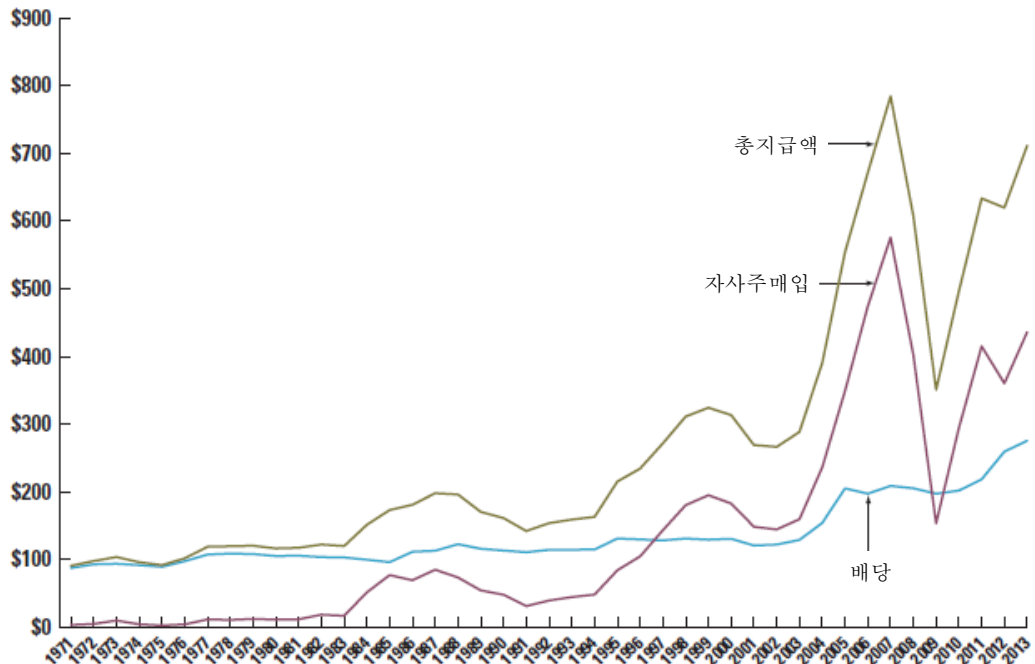
구분	한국	미국
결의	주주총회 중간(분기)배당은 이사회 결의 가능	이사회
종류	결산배당, 중간(분기)배당은 정관상 규정	연간배당, 분기배당, 월말배당 등 종류가 다양하며, 각 회사별로 상이함
절차	배당락-배당결의-명부폐쇄-배당지급	배당결의-명부폐쇄-배당락-배당지급
소요기간	약 3-4개월	약 1-3개월 월간배당의 경우 1개월 이내에 완료

미국에서도 주주의 입장에서 경상소득세율로 과세되는 배당은 자본이득에 비해 세제 측면에서 불리하게 적용된다. 그런데 2003년에 배당에 대한 최고세율이 35~39% 범위에서 15%로 낮아져 배당지급은 세금 측면에서 주주들에게 유리해졌다. 2015년에 배당에 대한 세율은 개인소득에 따라 0%, 15% 또는 20%를 적용하고 있다.

〈그림 4.1〉은 1971년부터 2013년까지의 기간 동안 미국의 상장 제조업체의 전체 실질 배당과 자사주매입 그리고 주주에게 지급한 총액을 보여준다. 이 기간 동안 전체 실질 배당은 비교적 꾸준히 성장해 온 반면에 자사주매입은 지난 20년간에 걸쳐 급격히 증가했다. 2007년에는 전체 배당규모의 약 2.5배인 5,630억 달러로 최고점에 달했다. 글로벌 금융위기로 인해 기업들이 현금을 보유하면서 2008-2009년에는 자사주매입 규모가 급락했다가 2010년에 반등해 2014년에는 거의 2007년 수준으로 돌아왔다. 지난 수년간 미국의 기업들은 주식발행보다 자사주매입 규모가 더 커서 순자본이 감소했다. 엑손모빌(ExxonMobil)이나 마이크로소프트(Microsoft)와 같이 수차례에 걸쳐 자사주매입을 하는 기업도 있다.

5) 미국 상장기업의 배당과 관련된 정보(DATA, 리서치, 평가 등)를 제공하는 금융서비스기관(DIVIDEND.COM)의 자료에 의하면 올해 2월 기준 747개사에게 매월 배당을 지급하는데 대부분 REITs와 MLPs 형태의 기업이다.

〈그림 4.1〉 미국 상장제조업체의 실질배당과 자사주매입, 1971-2013 (2012년 기준 실질가치)



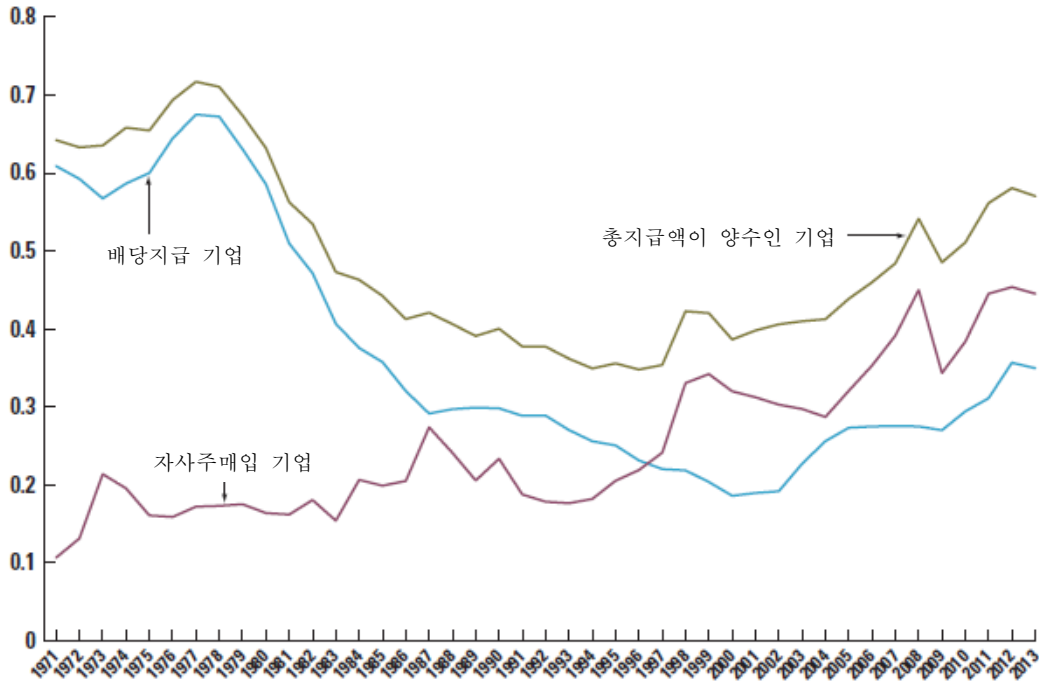
출처: Farre-Mensa, Michaely, and Schmalz, "Payout Policy," *Annual Review of Financial Economics* 6 (2014), pp. 75-134에 따라 Ross, Westerfield, Jordan, *Essentials of Corporate Finance*, (9th ed), 1995, McGraw-Hill에서 컴퓨스타트(compustat) 데이터를 이용해 변경한 것을 재인용

배당금 지급 전체 금액은 커졌지만 〈그림 4.2〉에서 보는 바와 같이 자사주매입 회사 비중이 급등한 반면에 배당을 지급하는 회사의 비중은 크게 감소했다. 엑손모빌(ExxonMobil)이나 제너럴 일렉트릭(General Electric)과 같이 잘 알려진 소수의 초대형 기업이 집중적으로 배당을 지급한다는 의미이다.⁶⁾ 배당금을 지급하는 기업의 비중이 감소한데는 기업 구성의 변화가 큰 역할을 했다. 지난 20여 년간 업력이 짧고 이익이 적은 신규 상장기업의 수가 크게 증가해왔다. 이런 기업들은 성장에 필요한 자금조달을 위해 내부에서 현금을 조성할 필요가 있어 통상 배당을 지급하지 않는다. 또 다른 요인으로서는 기업들이 자사주매입을 통한 주주환원으로 방향을 틀었다는 것이다. 그러나 기업 구성의 변화와 자사주매입 활동을 통제 한 후에도 여전히 오래되고 정착된 기업들 중에서도 배당을 지급

6) 배당이 소수의 업력이 오래된 대기업에 집중되어 있는 현상을 유산효과(legacy effect)로 설명하기도 한다. 즉, 오래 전부터 배당을 지급해 왔는데 배당을 삭감하기를 주저하기에 배당을 지급하는 “고착”(lock-in)효과 때문이다. 유산효과에서는 배당을 개시하는 성숙된 기업의 수는 적어야 하며 현금배당보다는 자사주매입의 성장이 더 크다는 것이다. 유산효과를 보이는 경향도 있지만 모든 현금배당 지급 기업에 적용하기는 어렵다.

하는 성향이 감소하는 것으로 보인다.

〈그림 4.2〉 미국의 상장된 제조업체 중 배당지급, 자사주매입, 그리고 총지급액이 양수인 비중, 1971-2013



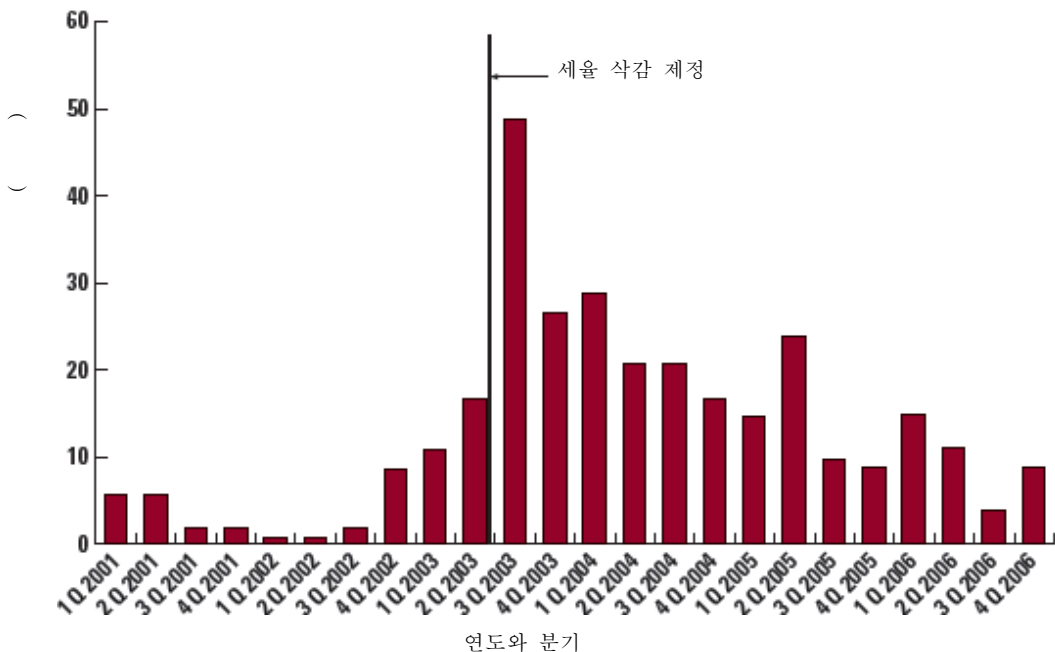
출처: Farre-Mensa, Michaely, and Schmalz, "Payout Policy," *Annual Review of Financial Economics* 6 (2014), pp. 75-134 에 따라 저자가 컴퓨스타트(compustat) 데이터를 이용해 변경한 것을 재인용

한편, 2002년부터는 배당지급 기업의 비중이 다시 높아지는 듯이 보인다. 원인 중 하나는 주요 증권거래소에 상장된 기업의 수는 2000년~2005년 기간 중 5,000개 이상에서 4,000개 이하로 급격히 감소했는데 이 기간 중 상장철회(delisting)한 약 2,000개 기업 중 98%가 배당을 지급하지 않아 결과적으로 배당을 지급하는 기업들의 비중이 상승했기 때문이다(Chetty and Saez, 2006). 2013년까지 상장회사의 수는 3,000개 이하로 줄었고 배당지급회사의 비중은 36%가 되었다.

2003년 5월에 배당금에 대한 최고 개인소득세가 약 38%에서 15%로 대폭 삭감한 것도 배당지급회사 비중이 높아진 이유 중 하나이다. 〈그림 4.3〉은 정규현금배당을 개시한 기업의 숫자이다. 역시 2003년 배당금에 대한 개인소득세율 삭감이 현금배당 지급개시에 큰 효과가 있음은 명백하다. 그러나 이렇게 배당지급을 개시하는 수백 개의 기업들이 있

지만 여전히 배당지급을 개시하지 않는 수천 개의 기업들이 있다는 사실을 간과해서는 안 된다. 배당정책에서 세율이 중요하지만 세율이 배당정책의 최우선 결정요인은 아니라는 것이다. 이런 해석은 재무담당 임원을 대상으로 한 2005년 설문조사 결과와도 일치한다. 그들의 2/3 이상은 세율삭감이 배당정책에 아마도 또는 확실히 영향을 주지 않을 것이라고 답변했다(Brav et al., 2008).

〈그림 4.3〉 정규배당지급 개시, 2001-2006



출처: A. Brav, J. R. Graham, C. R. Harvey, and Michaely, "Managerial Response to the May2003 Dividend Tax Cut," *Financial Management* 37 (2008).

증시에서는 닷컴 붐괴로 신규 상장회사들에 대한 우려와 함께 엔론(Enron)과 월드컴(WorldCom) 등의 회계부정 사태로 공시내용에 대한 불신이 팽배한 상황에서 기업들이 투자자에게 미래 배당을 지급할 여력이 있음을 시그널하기 위해 배당을 지급하기 시작했을지도 모른다. 그렇다고 기업들이 다시 배당을 지급하기 시작했다고 단언할 수는 없다. 어쩌면 배당지급회사 비중의 반등은 장기적으로 배당이 감소하고 있는 추세에서 일시적으로 발생한 것일지도 모른다.

미국 기업들의 배당실태에서 얻은 시사점은 라이프 사이클 이론과 비대칭정보 하에서 배당의 신호역할이 설득력이 있다는 것이다. 미국 기업의 배당정책을 라이프 사이클 이

론에 근거해 정리하면 총 배당금과 자사주매입이 제법 큰 금액이고 오랫동안 명목가치 이건 실질가치이건 간에 꾸준히 증가해 왔다는 것과 배당은 비교적 적은 수의 크고 성숙한 기업에 거의 집중되어 있다는 사실이다. 비대칭정보 하에서 배당의 신호 역할에 의거해 살펴보면 경영자들은 배당 삭감을 매우 꺼려 일반적으로 기업에 특정된 문제가 발생할 때에만 배당을 줄이며, 배당을 안정되게 지급하고 이익이 증가하면서 서서히 그리고 점증적으로 배당을 늘리며, 주가는 예상하지 못한 배당의 변동에 반응한다.

3. 재무담당 임원 대상 서베이

일찍이 Lintner(1956)는 투자자들이 왜 배당을 원하는지 알기 위해 최고경영진들에게 설문한 결과 기업들은 장기적 목표 배당성향에 있어서 배당지급을 유연하게(smooth) 하도록 한다는 사실을 발견했다. 따라서 이익의 변화에 대해 배당을 부분적으로만 변화시킨다. 또한 나쁜 상황이 지속될 것 같지 않는 한 배당 삭감을 주저한다.

미국에서도 이례적으로 오랫동안 배당을 꾸준히 지급하는 회사들이 있다. S&P 500 배당귀족(Dividend Aristocrat) 리스트에는 최소한 25년간 연속해서 배당을 올려준 54개 회사들이 포함된다. 오랫동안 배당을 지급한 역사를 가진 두 회사는 공구 제조업체 스탠리웍스(Stanley Works)와 프로क्टर앤갬블(Proctor & Gamble)이다. 2015년 말에 스탠리웍스는 과거 139년간 연속해서 매년 배당을 지급했고, 지난 48년간 매년 배당을 증가해 왔다. 프로क्टर앤갬블은 59년간 배당을 증가해 왔다. 주주에게 일시적인 이익을 환원하려면 자사주매입이나 특별배당이나 중간배당을 활용한다. Guay and Harford(2000)도 영속적으로 현금흐름의 증가가 예상되는 기업은 배당을 하고 일시적인 현금흐름의 증가가 예상되는 기업은 자사주를 매입하는 것으로 나타났다.

최근에는 Brav, et al. (2005)가 384명의 재무담당 임원들을 대상으로 배당정책에 관해 설문조사를 실시했다. 배당결정에 영향을 주는 요인에 대한 답변인 <표 4.2>에서 보는 것처럼 재무관리자들은 배당금 삭감을 꺼린다. 더욱이 과거의 배당을 매우 의식하고 비교적 안정적 배당을 유지하길 원한다. 따라서 투자결정과 함께 배당수준을 일정하게 유지하며, 투자하고 남은 여유자금으로는 자사주매입을 한다. 한편, 외부자본의 비용과 수탁의무(fiduciary duties)가 있는 “선관주의”(prudent man) 투자자들의 요구를 충족시키는 일은 덜 중요하다고 응답했다.

〈표 4.2〉 배당결정에 대한 서베이 응답

“다음은 당신 회사의 배당결정에 영향을 주는 요인인가?”	그렇다 또는 매우 그렇다 (%)
1. 주당배당금을 줄이는 것을 피하려고 한다.	93.8
2. 해가 바뀌어도 안정된 배당을 유지하려고 한다.	89.6
3. 최근 분기에 지급한 주당 배당금 수준을 고려한다.	88.2
4. 미래에 역전될지도 모르는 배당변동을 주저한다.	77.9
5. 주당 배당금의 변동 또는 성장을 고려한다.	66.7
6. 외부자본을 조달하는 비용이 배당 삭감 비용보다 작다고 생각한다.	42.8
7. “선관주의”(prudent man) 투자 제약의 영향을 받는 투자자들의 마음을 끌기 위해 배당을 지급한다.	41.7

출처: A. Brav, J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely, “Payout Policy in the 21st Century,” *Journal of Financial Economics*, 2005. Elsevier.

배당결정요인의 중요성에 대한 답변인 〈표 4.3〉에서도 일관된 배당정책의 유지가 우선 순위에서 가장 높았다. 이전의 미국기업 배당지급 실태분석에서 보았듯이 재무관리자들은 배당결정에서 이익 안정성과 미래 이익수준을 매우 중요하게 여기고 우수한 투자기회의 유효성을 고려한다. 서베이 응답자들은 또한 기관투자자와 개인투자자를 유인하는 것이 비교적 중요하다고 믿었다. 배당에 대한 주주들의 개인소득세가 매우 중요하다고 생각하지는 않았고 주식의 발행비용이 관련되어 있다는 응답자도 거의 없었다.

〈표 4.3〉 배당결정에 대한 서베이 응답

“배당결정에 다음의 요인이 얼마나 중요한가?”	중요하다 또는 매우 중요하다고 생각 (%)
1. 역사적 배당정책의 일관성 유지	84.1
2. 미래 이익의 안정성	71.9
3. 지속가능한 이익의 변동	67.1
4. 기관투자자를 주주로 유인	52.5
5. 기업이 추구하는 우수한 투자기회의 유효성	47.6
6. 개인투자자를 주주로 유인	44.5
7. 배당을 수령할 때 주주가 내야 하는 개인소득세	21.1
8. 신규 주식을 발행하는데 드는 발행비용	9.3

출처: A. Brav, J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely, “Payout Policy in the 21st Century,” *Journal of Financial Economics*, 2005. Elsevier.

이상의 결과를 토대로 볼 때 미국 기업들은 명백히 배당 유연화(smoothing)를 중시하고 있다.⁷⁾ 즉, 이익이 증가한 후에만 배당을 늘리고, 일시적인 이익변동에 대해서는 배당을 늘리거나 줄이지는 않는다. 따라서 배당을 줄이는 일은 기업의 사정이 상당히 악화되었다는 신호가 되어 시장에는 상당한 악재로 받아들여진다. 그 결과 회사들은 다른 수용할 만한 대안이 없어 어쩔 수 없는 상황에서만 배당을 줄인다. 실제로 대기업 중 배당을 삭감한 기업은 5% 내외이다. 같은 이유로 회사들은 새로운 배당수준이 지속될 것을 확신하지 않으면 배당금 올리기를 주저한다. 주주환원수단으로 배당보다는 신축적으로 활용할 수 있는 자사주매입을 보다 선호하는 것도 확인할 수 있다. 경영자들은 기관투자자가 배당과 자사주매입을 차별하지 않을 것이라고 생각하는 것 같다.

우리나라에서의 설문에서 우춘식(1988)은 지난 배당수준, 경쟁사의 배당금액, 기준금리 등과 같이 주로 외부 요인에 의해 결정된다고 보고해 기업가치와 연결한 배당정책이 부재했다고 볼 수 있다. 그 이후 오유선·최운열(1992)은 배당정책이 최적자본구조의 유지, 미래 이익, 현금수준 등 내부요인이 점차 중요해짐을 보였고, 원정연·김성민(1999)은 1997년 아시아외환위기를 거치면서 순이익 수준, 배당가능 이익수준, 그리고 현금흐름과 같은 내부요인이 배당결정에 주요한 요인으로 부각했다고 보고했다.

2003년 2월에는 시장가치에 근거한 배당수익률(dividend yield)이 액면가에 근거한 배당률(dividend rate)을 대체하면서 배당에 대한 인식에 변화가 있었는데 외부요인을 중요시 하는 한국기업의 관행은 여전히 남아 있었다. 최근에 한국상장회사협의회(2015)가 유가증권상장회사의 회계·세무·재무담당 실무책임자 622명(417개사)을 대상으로 한 조사에 의하면 기업들은 '당해 기업의 영업실적 및 재무상황'(42.94%), '당해 기업의 과거 배당지급 관행'(27.0%), '미래투자계획 등 자본예산'(14.39%) 등의 순으로 응답해 대체로 내부요인을 반영한 일관된 배당정책을 수립하지 못하는 것으로 보인다.

4. 배당정책에 영향을 주는 외부환경요인

(가) 경제 환경

경제 환경의 변화는 배당정책의 내부적 결정요인에 다양하게 영향을 준다. 금리는 주주의 요구수익률, 자금조달비용, 투자기회, 유동성 등 배당을 선호하거나 기피하는 요인들에 영향을 준다. 경기상황 및 경제성장률, 통화량 및 통화량 증가율, 물가수준, 환율

7) 최근의 국가별 제도적 차이에 따른 연구로 김현석·최경섭(2016)에 의하면 기업들은 대리인문제를 완화하기 위한 수단으로 배당 유연화를 증가시키고 있고, 영미권 국가에 속한 기업들이 배당 유연화를 많이 하고 있다.

등의 경제변수들도 배당결정에 영향을 주는 요인이다. 금융시장과 자본시장의 동향도 중요한 요인이다. 따라서 배당은 현재뿐만 아니라 미래의 경제 환경을 면밀히 분석한 결과를 바탕으로 결정해야 한다.

(나) 동종기업과 경쟁기업

산업 내 동종기업이나 경쟁기업의 배당정책과 배당수준을 벤치마크하는 것이 관행이 되고 있다. 투자자나 주주가 제한된 정보를 갖고 기업을 분석할 때 경쟁기업과 비교하는 점을 반영한 것이다. 그러나 사업이 복잡해지고 다양화되면서 동종기업이나 경쟁기업을 명확히 구분하기 어려운 경우도 있으며 외국인이 주요 주주나 잠재적 투자자라면 국내가 아닌 외국 소재 기업도 벤치마크 해야 할 것이다. 또한 동종기업이나 경쟁기업과 차별화할 수 있는 주주친화적인 배당정책을 수립함으로써 기업가치 제고를 도모할 수도 있을 것이다.

(다) 법적 제한

주식회사의 배당가능이익은 법으로 한도가 규정되어 있다(상법 462조). 즉, 재무상태표의 순자산가액에서 자본금과 자본잉여금, 이익준비금, 법정적립금, 미실현이익을 차감한 금액에서 자기주식 액면금액과 자본조정을 합산한 금액 이상은 지급할 수 없다. 일반적으로 기업이 자본잠식인 경우에는 배당을 줄 수 없고, 이익잉여금을 초과해 배당을 줄 수 없으며, 자본금이나 자본잉여금으로도 배당을 줄 수 없다고 보아야 한다. 채권자가 계약에서 배당에 대해 제한을 가하는 보호조항(protective covenant)을 설정할 수도 있다.

(라) 정부정책

배당정책도 기업이 창의력을 발휘해 다른 기업과 차별화함으로써 주주나 잠재적 투자자의 호감을 이끌어 낼 수 있는 분야이다. 그럼에도 불구하고 기업소득환류세제와 같은 정부정책에 대해서는 배당을 적게 할 경우에 세제측면의 불리한 점과 배당을 적게 함으로써 얻게 되는 이득을 비교해 결정해야 한다. 이 때 배당을 적게 함으로써 얻는 이득은 외부자금 조달비용, 대리인문제, 시장의 역선택, 주주구성 등 기업마다 다른 동기들로 인해 개별기업의 사정이나 여건에 따라 다르다.

V. 배당정책의 유형과 특징

1. 무배당정책

설립 초기단계 기업이나 수익성이 낮은 기업은 아예 배당 여력이 없으므로 무배당정책을 표방할 수밖에 없다. 현재 수익이 나더라도 지속적으로 배당을 줄 여력이 없으면 배당을 지급하지 말아야 한다. 배당을 일단 지급했다가 다시 지급을 중단하면 시장에서 큰 악재로 작용할 것이다. 따라서 배당을 영원히 지급하지 않겠다는 의미가 아니고 배당을 지속적으로 지급할 수 있는 여건이 갖추어질 때까지 배당지급을 유보하는 정책이다.

수익성이 있더라도 투자기회가 많아 빠르게 성장하는 회사는 외부자금조달이 어려울수록 배당을 자제해야 한다. 외부자금 조달 자체가 발행비용을 수반할 뿐만 아니라 내부자와 투자자 사이에 정보비대칭이 존재하면 저평가된 기업일수록 외부자금 유입에 따른 주주의 지분을 희석과 부채비율 증가에 따른 비용을 감수해야 하므로 내부자금을 확보하기 위해서라도 배당을 지급할 수가 없다.

구글(Google)이나 아마존(Amazon)과 같이 업력은 짧지만 빠르게 성장하는 회사는 창사 이래 배당을 준적이 없으며 성장을 추구하는 한 배당을 실시할 계획도 없다고 한다. 주주에게 이익을 배당이나 자사주매입으로 환원하기 보다는 재투자하거나 향후 투자를 위해 내부에 유보하고 투자할 때까지는 금융자산으로 운용하는 것이 주주에게도 이익이라는 판단에서 내린 결정이다. 주주도 배당을 받아 주주 자신이 재투자하는 것보다는 기업이 성장에 투자해 후에 더 많은 배당을 지급해 주기를 원할 것이다.

2. 잔여배당정책

기업 가치를 높이는 것은 기본적으로 투자기회의 활용이며 투자에 필요한 자금을 내부자금으로 할 것인가 아니면 주식발행이나 차입 등 외부자금으로 할 것인가를 결정하는 것이 배당이다. 현재의 자본구조를 유지하면서도 가능한 한 신주발행에 따른 각종 비용을 피하기 위해서 신주발행을 최소화하는데 주력하는 기업은 수익성 있는 투자기회에 필요한 자금을 내부에서 발생하는 현금흐름으로 조달할 것이다. 따라서 배당은 투자하고 남은 여분으로만 지급하게 된다. 이를 잔여배당정책(residual dividend approach)이라고 한다.

잔여배당정책에서는 우선 투자결정을 하고 투자에 필요한 자금 중 부채비율을 유지하

는 금액은 부채로 사용하고 나머지는 이익을 유보해 사용한다. 이렇게 정책이 정해지면 투자기회가 많은 기업들은 이익에서 배당을 적게 지급할 것이고, 투자기회가 적은 기업은 이익에서 배당을 많이 지급할 것이다. 따라서 신생기업이며 성장이 빠른 기업은 일반적으로 배당성향이 낮은 반면에 성숙기에 들어선 산업에 속한 오래되고 성장이 더딘 기업은 배당성향이 높을 것이다.

배당은 수익성 있는 투자기회가 모두 고갈된 후에야 지급된다는 것이 잔여배당정책의 핵심으로 배당은 기업의 이익수준과 투자결정 그리고 적정 부채비율의 결과일 뿐이다. 따라서 투자규모가 안정된 패턴을 보이더라도 이익의 변동에 따라 배당수준은 달라질 수 있다. 투자기회가 많아지는 기간에는 배당을 적게 지급하거나 아예 지급하지 않을 것이다. 반대로 투자 기회의 전망이 그다지 밝지 않을 때에는 배당이 많아질 것이다. 자연히 연간 이익이 안정된 패턴을 보이더라도 투자기회의 발생 정도에 따라 배당성향은 불안정해질 것이다. 이렇게 이익수준과 투자기회의 변동성이 크면 배당성향의 예측은 더욱 어려워지는 문제가 있다.

잔여배당정책은 투자하고 남은 돈을 배당으로 지급하기 때문에 경영진 입장에서는 단순하고 경영진이 배당의 제약을 받지 않는 장점이 있다. 그러나 투자기회에 따라 배당의 변동성이 크고 배당의 불확실성으로 주가에 악영향을 주어 투자자에게는 부정적이다. 배당정책에서 경영자가 안정된 배당을 주요한 요인으로 삼는 것으로 볼 때 잔여배당정책을 실시하는 기업은 드문 것 같다.

3. 일정배당성향정책

일정배당성향정책은 주기적 배당정책(cyclical dividend policy)이라고도 하는데 연간 일정한 배당성향을 적용해 연간 주당배당액을 주당순이익의 일정 비율로 고정하는 것이다. 일정배당성향정책에 의하면 주당순이익의 변동에 따라 주당배당금 수준도 비례해서 변동하게 된다. 따라서 주당배당금이 감소하는 경우도 발생할 수 있다. 미국 기업들의 경우에 주당배당금의 감소는 미래에 대한 회의적 전망을 의미해서 시장에는 부정적 시그널로 작용해 경영자들이 배당 감소를 꺼리는 것을 확인했었다. 따라서 철저하게 일정 배당성향정책을 유지하기는 쉽지 않다.

한편, 우리나라에서 시가총액이 가장 큰 삼성전자에 배당정책을 검토한 정형찬(2016)에 의하면 삼성전자는 외환위기 이전에는 안정배당정책을 채택했다. 그러나 1997년 외환위기 이후에는 배당성향을 일정 범위 내에서 안정된 수준을 유지하면서 주당배당금은 주당순이익의 크기에 따라 변화하는 일정배당성향정책 혹은 변동배당정책(variable

dividend policy)을 채택하고 있음을 발견했다. 외환위기 이후인 1999년부터 2014년까지 3개의 하위 기간에서 기간 평균 배당성향이 11~13% 범위에서 안정적으로 변화하는데 근거를 두고 있다. 반면에 보통주 주주에게 지급되는 주당배당금은 주당순이익의 변화에 따라 기간별로 큰 편차를 보이고 있었다. 따라서 외환위기 이전기간에는 연도별 배당성향이 상당히 큰 편차를 보이는 반면 외환위기 이후에는 대체로 안정된 수준을 유지하면서 변화하고 있었다.

이러한 발견은 한국기업의 경영자들은 미국 경영자들에 비해 주당배당금의 감소 결정에 덜 부담을 느끼는 경향이 있다는 Ahn et al.(2011)의 견해와 일치한다고 한다. 한편, 연평균 배당수익률은 외환위기 이전의 4.31%에 비해 약 1.40%로 대폭 줄었는데 주가상승 때문이기도 하지만 저배당의 논란을 불러일으킬 여지가 있다. 이러한 현상은 제조업 평균 배당수익률도 마찬가지로 행태를 보이고 있다.

〈표 5.1〉 1997년 외환위기 이후 삼성전자의 현금배당 관련 지표의 변동 추이

연도	주당배당금	주당 순이익	연말 증가	배당정책 관련 지표(%)		
				배당성향	배당수익률	액면배당률
1997~2014	6,6661	64,618	630,200	11.97	1.40	133.22
1997~1998	550	-5,206	59,550	N/A	1.33	11.00
1990~2003	3,700	30,134	293,600	12.25	1.84	74.00
2004~2007	7,250	55,067	569,625	12.89	1.40	145.00
2008~2014	10,186	114,658	1,068,286	11.24	1.11	203.71

출처: 정형찬, “삼성전자의 자본구조와 배당정책에 관한 사례연구”, 재무관리연구, 2016, pp.61-92.

4. 안정적 배당정책

안정적 배당정책(stable dividend policy)은 기업의 이익이 변동하더라도 배당유연화(dividend smoothing)를 추구하는 배당정책이다. 즉, 일시적인 이익 증가로 배당을 변경하지 않고 이익의 증가가 미래에도 지속될 수 있는 상황이 발생한 경우에만 배당을 증가시킨다. 마찬가지로 이익이 줄어들더라도 일시적이라면 배당을 비례해서 줄이지 않고 지속적인 수익성 악화의 경우에만 배당을 감소시킨다. 투자자가 배당증가를 지속가능한 기업수익성의 개선 신호로 인식하고, 반대로 배당감소를 악화 신호로 인식하는 시장상황에서 일시적인 배당 증가 후, 배당삭감은 주가에도 악영향을 주기에 주가의 급격한 변동을 원치 않는 기업에게는 적합한 배당정책이다.

사업의 특성상 일정 주기 동안의 이익은 안정되었으나 주기 내에서는 매출과 이익의

변동성이 큰 기업의 경우 배당액의 변동이 심한 주기적 배당정책보다는 일정 주기 전체 기간 동안의 평균 주당순이익인 정상 주당순이익(normal EPS)에 고정된 배당성향을 적용해 주당 배당금을 지급하는 안정적 배당정책을 선택할 수 있다. 그러면 주당배당금을 주당순이익으로 나눈 배당성향은 매년 변동할 수 있지만 배당은 안정되게 지급할 수 있다. 안정적 배당정책에서는 기업성장을 위해 필요한 연구개발이나 시설투자 그리고 M&A 등을 통해 미래 신규 사업에 진출하기 위해 필요한 안정적 장기자금을 확보하기에도 용이할 것이다.

정상 주당순이익(normal EPS)에 적용하는 정상 배당성향(normal dividend payout ratio)은 목표 지속가능성장률(target sustainable growth rate)로부터 추정할 수 있다. 지속가능성장률은 추가적 주식 발행 없이 외부자금은 부채비율을 일정하게 유지하는 수준의 차입에 의존할 때의 장기성장률이다. 장기성장률은 자산회전율, 매출액이익률, 배당성향이 안정되었다면 자산규모, 자본규모, 매출액, 순이익 그리고 배당금 모두에 적용할 수 있다. 목표 지속가능성장률(target sustainable growth rate)은 기업이 위험을 감수하며 추구하는 성장률로 정상 유보율(normal retention ratio)에 정상 자기자본이익률(normal ROE)을 곱한 값으로 결정된다.

$$\text{목표 지속가능성장률} = \text{정상 유보율} \times \text{정상 ROE}$$

정상 유보율(normal retention ratio)은 목표 지속가능성장률을 정상 ROE 값으로 나누어 설정할 수 있다.

$$\text{정상 유보율} = \text{목표 지속가능성장률} \div \text{정상 ROE}$$

정상 배당성향(normal retention ratio)은 다음과 같이 설정할 수 있다.

$$\text{정상 배당성향} = (\text{정상 ROE} - \text{목표 지속가능성장률}) \div \text{정상 ROE}$$

따라서 정상 배당성향은 정해진 목표 지속가능성장률에서 정상 ROE가 높을수록 높게 설정되고, 정상 ROE를 유지하는 상태에서 목표 지속가능성장률을 높게 잡을수록 낮게 설정된다. 즉, 지향하는 성장률이 높을수록 그리고 투자수익률이 낮을수록 배당을 줄여 더 많은 유보금으로 재투자해야 하는 것을 의미한다.

주당배당금은 정상 주당순이익에 정상 배당성향을 곱해 산정한다. 그 결과는 정상 ROE와 목표 지속가능성장률과의 차이에 주당 자본을 곱한 것과 같다. 즉, 주주의 투자에 대해 정상 ROE가 높을수록 더 많은 배당을 지급하게 된다. 성장을 뒷받침할 수 있는 것 보다 더 많은 이익이 날수록 배당여력은 커진다는 의미이다.

목표 지속가능성장률을 높게 설정해 결과적으로 배당성향을 낮게 설정하는 것이 항상 바람직한 것은 아니다. 정상 ROE가 자기자본비용보다 클 경우에만 성장이 기업가치 증대와 연결되기 때문이다. 배당성향을 낮추고 유보율을 높이면 투자규모가 커져 투자수익률이 줄어들고 ROE가 감소한다. ROE가 자기자본비용(cost of equity)보다 낮아지면 투자를 멈추고 배당해야 한다. 따라서 ROE가 자기자본비용과 같아지는데서 목표 지속가능성장률의 상한선이 존재하고 최대 유보율과 최소 정상 배당성향도 정해진다. 정상 ROE가 주기적으로 성장하면 정상 배당성향의 성장으로 주당 배당금은 목표 지속가능성장률로 성장할 것이다.

5. 하이브리드 배당정책

목표 지속가능성장률을 설정하지 않았거나 정상 ROE를 예측하기 어려우면 매년 이익의 변화를 반영하면서도 이익의 일부만 배당성향을 조정하는 하이브리드 배당정책을 선택할 수 있다. 하이브리드배당정책(hybrid dividend policy)은 일정배당성향정책과 안정배당성향정책을 혼합한 정책이다. 비즈니스 사이클 변동에 대처해 미국기업들이 많이 활용한다. 연간이익에 대해 비교적 최저배당성향으로 관리가 용이한 최소한의 배당을 지급하고, 이익이 일반적인 수준을 넘어설 때 추가배당을 지급하는 정책이다.

Lintner(1956)는 서베이를 바탕으로 기업의 배당실태를 설명하고 배당을 예측하기 위한 모형을 다음과 같이 설정했다.

$$\text{당기 배당 변동} = a + c \times (\text{당기 목표배당} - \text{직전기 배당})$$

여기서 a 는 상수항으로 일종의 기본적인 배당변동분이고, c 는 당기 목표배당과 직전기 배당의 차이를 조정하는 계수이다. 당기 목표배당은 당기순이익에 목표배당성향을 적용한 값이다. Lintner가 1918~1941년 연간 자료를 이용해 가중한 결과 그의 모형이 배당변동의 약 85%를 설명했다. 평균조정속도(c)는 대략 연 30%였고 목표 배당성향은 50%였다. 배당의 변동을 설명하는 Lintner 모형을 당기 배당으로 재구성하면 다음과 같다.

$$\text{당기 배당} = a + (c \times \text{당기 목표배당}) + ((1-c) \times \text{직전기 배당})$$

즉, 당기 배당은 기본배당변동분에 당기 목표배당과 직전기 배당을 가중 평균한 값으로 가중치는 조정계수인 c 이다. 조정계수는 배당 선호요인과 기피요인을 비롯해 기업의 배당에 영향을 줄 수 있는 요인을 기업의 특성에 맞게 결정해야 하는 값으로 높을수록 이익의 변동을 배당에 더 신속히 반영하는 것이다. Fama and Babiak(1968)은 Lintner 모형을 비롯해 많은 모형들을 실증 분석했는데 Lintner 모형도 현실을 잘 설명하고 있지만 Lintner 모형에서 상수항을 제거하고 직전년도 순이익을 추가한 모형이 다소 우월함을 보였다. Lintner 모형을 변형해 목표 배당성향(target payout ratio)을 설정한 후, 당기순이익의 변동에 대해 목표 배당성향을 적용한 당기 목표배당의 일부분을 조정계수로 조정함으로써 이익의 변동보다 배당의 변동이 적도록 하는 정책이다.

$$\text{당기 배당} = \text{직전기 배당} + (\text{당기순이익 변동} \times \text{목표 배당성향} \times \text{조정계수})$$

여기서 조정계수는 배당조정이 이루어지는 기간의 역수이다. 예를 들어 이익변동에 따른 목표배당의 변동을 3년에 걸쳐 조정을 한다면 조정계수는 0.33이 된다. 조정계수가 낮을수록 배당의 변동은 적을 것이고 조정은 오랜 기간에 걸쳐 이루어질 것이다.

6. 약정배당정책

약정배당정책은 엄격한 안정배당정책을 고수하기보다는 미래 예측이 쉽지 않은 상황에서 기업가치 측면에서 중요도에 따라 고려해야 할 원칙의 순서를 정하고, 원칙을 지키되 어느 정도는 탄력적으로 배당을 정하는 정책이다. 기본적으로는 다음과 같은 다섯 가지 주요 목표를 중요한 순서대로 정한다.

- ① 배당을 지급하기 위해서 가치를 창출하는 NPV 프로젝트를 포기하는 일이 없도록 할 것.
- ② 배당을 삭감하는 일이 없도록 할 것.
- ③ 주식을 발행할 필요가 없도록 할 것.
- ④ 장기적으로 목표부채비율(target debt-to-equity ratio)을 유지할 것.
- ⑤ 장기적으로 목표배당성향(target payout ratio)을 유지할 것.

약정배당정책에서는 부채비율은 고정되었다기보다 장기적인 목표로 본다. 따라서 배당을 삭감하거나 신주를 발행할 필요성을 피하기 위해서라면 부채비율을 단기적으로 변화시킬 수도 있다. 목표배당성향도 단기적으로 고정된 것이 아니라 장기적으로 설정해 일반적인 상황에서는 이익의 배당성향을 적용해 배당을 결정하나 상위 원칙에 따라 필요하면 단기적으로 변동할 수 있도록 유연하게 운용하는 것이다. 장기적으로 배당의 증가는 시차를 두고 이익의 성장을 따라간다.

VI. 맺는말

배당정책은 기업이 영업현금흐름에서 비유동자산과 순운전자금 투자액을 차감한 잉여 현금흐름 중에서 주주에게 환원하는 현금배당 지급과 자사주매입의 수준을 결정하는 기준이다. 투자자 입장에서는 주주가 될 것인지를 결정할 때 기업의 구체적인 배당정책을 기준으로 배당수준의 적정성, 투자수익률 중 배당수익률이 차지하는 정도 등도 투자정보로 활용할 것이다. 따라서 기업은 투자자에게 배당정책을 명확히 제시하고 홈페이지나 공시자료를 통해 투명하게 공시함으로써 시장과의 정보비대칭을 해소해 투자자와의 대리인문제를 완화하고 궁극적으로는 기업 가치를 제고해야 한다.

기업이 배당정책을 선택할 때는 매출액과 순이익의 변동성 및 계속성, 설비투자계획, 적정 부채비율, 적정 유동성 수준, 내부자금 상태, 이자율 및 자금시장 상황, IR정책에 따른 시장과의 정보비대칭 정도 등을 두루 고려해야 한다. 향후 경제환경 및 시장상황을 살펴가며 투자를 연기할 수도 있고, 사업을 포기, 축소 또는 확장하는 경영옵션(managerial option) 또는 실물옵션(real option)의 행사가능성도 염두에 두어야 한다. 이렇듯 기업의 배당정책은 재무정책을 총망라하는 복합적 성격의 중요한 의사결정이다. 또한 주주집단의 배당에 대한 성향도 고려해야 하므로 배당정책 또는 기업이익 주주환원정책은 수많은 정보가 종합적으로 응축된 고도의 경영행위이다.

모든 경영 여건이 같은 기업은 없기에 모든 기업에게 일률적으로 적용할 수 있는 최적배당수준이나 공식은 존재하지 않는다. 결국 배당의 공급자인 개별기업이 처한 경영 여건과 배당의 수요자인 해당 기업 주주의 요구가 효율적으로 조화된 배당정책이 최적 배당정책이라고 할 수 있다. 기업이 투자자와 소통하면서 주주의 요구를 수용하고 반영하기 위해서는 높은 경영투명성과 건전한 지배구조가 기반이 되어야 한다.

배당정책은 구체적인 배당선정 기준을 제시하거나 목표 배당성향을 설정하는 등 구체적이어야 한다. 동종업종의 평균수준 등으로 하는 것은 동종업종의 기준도 모호하고, 동

종업종이라고 해도 기업의 전략과 전망 및 각종 상황에 따라 달라질 수 있으므로 기업 가치나 주주가치 향상을 염두에 둔 배당정책이라고 할 수 없다. 그래도 벤치마크를 활용하려고 한다면 직전 년도 주당배당금 수준에서 상하 20% 범위 내에서 결정한다고 하는 등 추세를 반영하는 것이 차라리 나을 것이다.

일반적으로 활용할 수 있는 배당정책으로는 배당을 전혀 하지 않는 무배당정책, 투자 기회를 우선적으로 활용하고, 부채비율을 유지하면서 가능한 내부자금을 활용하는 정책의 결과로 배당을 결정하는 잔여배당정책, 이익 대비 일정한 비율의 배당을 유지하는 일정배당성향정책, 그리고 배당유연화를 최대한 유지하도록 정상이익에 대해 고정된 배당성향을 적용해 배당을 결정하는 안정적 배당정책이 있다. 투자자의 예측가능성을 높여주는 안정적 배당정책을 채택하려면 장기적인 목표 배당성향을 설정하면 된다. 투자자 입장을 더 중시하면 장기적인 배당수익률을 설정해 발표할 수도 있다. 목표 지속가능성장률을 설정하지 않았거나 정상 ROE를 예측하기 어려우면 매년 이익의 변화를 반영하면서도 이익의 일부만 배당성향을 조정하는 하이브리드 배당정책이 바람직하다. 배당정책을 단순화하기보다 복합적으로 고려하기로 했다면 기업경영에서 고려해야 할 기준들을 정하고 우선순위를 정한 후 원칙에 따라 탄력적으로 배당을 정하는 약정배당정책도 고려해 볼만 한다.

한편, 주주환원정책의 하나로 자사주매입(자기주식취득)은 시기나 규모 면에서 신축적으로 운영해 경직된 배당정책으로 인한 제약을 극복할 수 있다. 주주 입장에서도 자사주매입은 현금배당에 비해 투자 과실을 당장 회수할지를 선택적으로 결정할 수 있는데다 배당소득세를 피할 수 있어 현금배당보다 유리하다. 그러나 주주 입장에서는 예측가능성이 줄어들고, 주가가 과대평가되었을 때 자사주를 매입 할 것이라는 해석이 주가에 부정적일 수 있다. 안정적 배당정책과 연결하면 투자결정과 함께 배당수준을 일정하게 유지하면서 투자하고 남은 여유자금을 자사주매입을 통해 주주에게 환원하는 형태로 운용할 수 있을 것이다.

구조적으로 고착화되어 가는 저성장, 고금리, 고령화로 투자가 장기화되어 가면서 기관투자자의 비중이 확대되고 있다. 스톱어드십 코드의 도입도 예정되어 있어 기관투자자의 배당에 대한 요구는 날로 커질 것이다. 따라서 기업은 공급측면에서 기업가치를 훼손하지 않는 범위에서 이러한 수요 변화를 반영한 배당정책을 수립해야 한다. 일단 배당정책이 마련되면 기업설명회 등 IR활동을 통해 투자자에게 적극 설명하고 공표한 배당정책을 가능한 지키려는 노력을 해야 한다. 투자자 입장에서는 기업이 배당정책의 일관성을 유지해 예측 가능한 배당을 지급해야 기업에 충실할 것이다.

투자자도 무조건 높은 배당을 요구할 것이 아니라 기업을 둘러싼 모든 여건을 감안해 기업가치를 훼손하지 않는 범위 내에서 배당이 결정되어야 함을 인지해야 할 것이다. 배당정책의 핵심은 배당을 얼마나 주어야 하는가가 아니고 기업이익을 주주에게 지금 환원할 것인지, 아니면 나중에 환원할 것인지에 대한 결정으로 귀착된다. 기업이 주주에게 더 많은 투자이익을 가져다줄 수 있는 배당정책을 선택할 수 있도록 하는 기업과 주주 간의 신뢰와 이해의 구축이 그 무엇보다 중요하다.

[참고문헌]

- 강소현, 국내 상장기업 배당에 대한 투자자 성향 변화와 그 영향, 자본시장 Weekly 2014-23호 (2014), 자본시장연구원.
- 강소현, 김준석, 양진석, 국내 상장기업 배당정책: 평가와 시사점 (2013), 자본시장연구원
- 고영경, 조성욱, “소유지배구조가 지급정책에 미치는 영향”, 재무연구, 제22권 제3호(2009), pp. 36-72.
- 김동욱, “배당의 정보효과에 관한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제6권 제2호(1989), pp. 97-112.
- 김성민, 김지은, “현금배당 사전공시기업의 정보효과 및 배당락일의 주식수익률”, 재무관리연구, 제21권 제1호(2004), pp. 1-32.
- 김영환, 정성창, 전선애, “외국인투자자가 국내 유가증권시장 상장기업의 배당행태에 미치는 영향에 대한 연구: 다양한 계량 경제모형의 적용”, 재무관리연구, 제26권 제1호(2009), pp. 1-29.
- 김준석, “국내 상장기업 배당정책의 이해”, 상장 (2015).
- 김철중, “소유권 구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구”, 재무관리연구, 제13권 제1호(1996), pp. 51-78.
- 김현석, 최경섭, “국가별 제도적 차이에 따른 배당스무딩 결정요인”, 증권학회지, 제45권 3호 (2016), 477-506.
- 남명수, 우춘식, “배당정책의 신호표시내용에 관한 실증적 검증”, 증권학회지, 제9집 제1호(1987), pp. 257-308.
- 박경서, 이은정, 이인무, “국내 기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구”, 재무연구, 제16권 (2003), pp. 195-229.
- 박광우, 박래수, 황이석, “기업지배구조와 주주부의 배분에 관한 연구”, 증권학회지, 제34권(2005), pp. 149-188.
- 박영규, “배당변화를 통한 기업의 미래이익 예측가능성 연구”, 증권학회지, 제33권 제4호(2004), pp. 63-94.
- 설원식, 김수정, “외국인 투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”, 증권학회지, 제35권 제1호(2006), pp. 1-40.
- 오덕교, 정재규, “유가증권시장 상장기업의 배당확대 현황”, ESG Focus 6월30일(2015).
- 우춘식, “배당정책의 결정요인과 그 효과에 관한 경영자의 견해” 신평저널, 겨울호(1988), 한국신용평가주식회사, pp. 6-16.
- 원정연, 김성민, “기업의 배당정책에 관한 경영자 인식에 관한 연구” 증권·금융연구, 제5권 제1호 (1999), pp. 131-158.
- 오유선, 최운열, “한국 상장기업의 배당정책에 관한 연구”, 연구보고서, 한국상장회사협의회, 제 92-4호(1992).

- 육근호, “주주-경영자 간의 대리문제에 관한 실증연구: 배당정책을 중심으로” 증권학회지, 제11권 제1호(1989), pp. 143-166.
- 이다원, “국내외 주주환원 정책 동향: 배당 확대 이슈”, CGS Report, 5권 3호(2015), 15-19.
- 이예지, “상장기업의 배당확대 세제정책에 대한 개선 건의”, 상장, 5월(2015), 18-21.
- 정무권, “자사주 매입선언에 따른 주주와 채권자의 부의 변화”, 재무연구, 제18권 제2호(2005), 67-99.
- 정형찬, “삼성전자의 자본구조와 배당정책에 관한 사례연구”, 재무관리연구 제33권 제2호(2016), 61-92.
- 주재근, 강길환, “외국인 지분율과 배당변수의 관련성 연구”, 한국재무학회 학술발표, (2007), 1-25.
- Aharony, J. and I. Swary, “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder's Returns: An Empirical Analysis,” *Journal of Finance*, Vol. 35(1980), pp. 1-12.
- Ahn, B. J., J. Chae, and J. Jung, “What Drives Firms' Financial Decisions? Evidence from the Field,” *Korean Journal of Financial Studies*, 40(2011), 219-20.
- Allen, F., A. Bernardo, and I. Welch, “A Theory of Dividends based on Tax Clientele,” *Journal of Finance*, Vol. 55(2000), pp. 2499-2536.
- Asquith, P. and D. Mullins, “The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth,” *Journal of Business*, Vol. 56(1983), pp. 77-96.
- Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler, “Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?” *Journal of Finance*, Vol. 52(1997), pp. 1007-1034.
- Benesh, G. A., A. J. Keown, and J. M. Pinkerton, “An Examination of Market Reaction to Substantial Shifts in Dividend Policy,” *Journal of Financial Research*, Vol. 7(1984), pp. 131-140.
- Bhattacharya, S., “Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in the Hand Fallacy,” *Bell Journal of Economics*, Vol. 10, No. 1(1979), pp. 259-270.
- Brav, A. J. Graham, C. Harvey, and R. Michaely, “Managerial Response to the May 2003 Dividend Tax Cut,” *Financial Management*, 37(2008), pp. 611-624.
- Brennan, M. J., “Taxes, Market Valuation and Financial Policy,” *National Tax Journal*, Vol. 23(1970), pp. 417-429.
- Brockman, P. and E. Unlu, “Dividend Policy, Creditor Rights, and The Agency Costs of Debt,” *Journal of Financial Economics*, Vol. 92(2009), pp. 276-299.
- Campbell, J. and A. Beranek, “Stock Price Behavior on Ex-Dividend Dates,” *Journal of Finance*, Vol. 10(1955), pp. 425-429.
- Chae, J., S. M. Kim, and E. J. Lee, “How Corporate Governance Affects Payout Policy under Agency Problems and External Financing Constraints,” *Journal of Banking and Finance*(2009), pp. 949-981.

- Chetty, R. and E. Saez, "The Effects of the 2003 Dividend Tax Cut on Corporate Behavior: Interpreting the Evidence," *American Economic Review Papers and Proceedings* Vol. 96 (2006), pp. 124-129.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner, "Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling", *Journal of Financial Economics*, Vol. 57, No. 3(2000), pp. 309-354.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner, "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings", *Journal of Financial Economics*, Vol. 72, No. 3(2004), pp. 425-456.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner, "Corporate Payout Policy," *Foundations and Trends in Finance* 3(2009).
- Dhillon, U. S. and H. Johnson, "The Effect of Dividend Changes on Stock and Bond Prices," *Journal of Finance*, Vol. 49(1994), pp. 281-289.
- Eades, K. M., P. J. Hess, and E. H. Kim, "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period," *Journal of Financial Economics*, Vol. 13(1984), pp. 3-35.
- Elton, E. J. and M. J. Gruber, "Marginal Stockholder Tax Rates and The Clientele Effect," *Review of Economics and Statistics*, Vol. 52(1970), pp. 68-74.
- Easterbrook, F. H., "Two Agency-Cost Explanations of Dividends," *American Economic Review*, Vol. 74(1984), pp. 650-659.
- Fama, E. and H. Blasiak, "Dividend Policy: An Empirical Analysis," *Journal of the American Statistical Association*, December(1968), pp.1132-1161.
- Farre-Mensa, Michael, and Schmalz, "Payout Policy," *Annual Review of Financial Economics*, 6(2014), pp. 75-134
- Grullon, G. and R. Michael, "Dividends, Share Repurchases and the Substitution Hypothesis," *Journal of Finance*, Vol. 57, No. 4(2002), pp.1649-1684.
- Grullon, G., Gustavo, R. Michael, S. Bernartzi, and R. Thaler, "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability," *Journal of Business*, Vol. 78, No. 5(2005), pp. 1659-1682.
- Grullon, G., R. Michael, and B. Swaminathan, "Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?" *Journal of Business*, Vol. 75(2002), pp. 387-424.
- Guay W. and G. Harford, "The Cash-Flow Performance and Information Content of Dividend Increases versus Repurchases," *Journal of Financial Economics*, 57(2000), pp. 385-415,
- Jensen, M. C., "Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers," *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2(1986), pp. 323-329.
- Jiraporn, P. and Y. Ning, "Dividend Policy, Shareholder Rights, and Corporate Governance," *Journal of Applied Finance*, Vol. 16, No. 2(2006), pp. 24-36.
- John, K. and J. Williams, "Dividend, Dilution and Taxes: A Signaling Equilibrium," Vol. 40, No. 4, *Journal of Finance*, Vol. 40(1985), pp. 1053-1070.

- Kalay, A., "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of The Clientele Effect," *Journal of Finance*, Vol. 37(1982), pp. 1059-1070.
- Kalay, A. and R. Michaely, "Dividends and Taxes: A Re-Examination," *Financial Management*, Vol. 29(2000), pp. 55-75.
- Kim, S. M. and E. J. Lee, "Corporate Governance and Dividend Policy under External Financing Constraints and Agency Problems," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies*, Vol. 37, No. 4(2008), pp. 949-981.
- Lakonishok, J. and T. Vermaelen, "Tax Reform and Ex-Dividend Day Behavior," *Journal of Finance*, Vol. 38, No. 4(1983), pp. 1157-1179.
- Lang, L. and R. Litzenberger, "Dividend Announcements: Cash Flow Signaling vs. Free Cash Flow Hypothesis?" *Journal of Financial Economics*, Vol. 24(1989), pp. 181-191.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny, "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *Journal of Finance*, Vol. 55(2000), pp. 1-33.
- Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, Vol. 46, No.2(1956), pp. 97-113.
- Litzenberger, R. H. and K. Ramaswamy, "The Effects of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics*, Vol. 7(1979), pp. 163-195.
- Michaely, R., R. Thaler, and K. Womack, "Price Reactions to Dividend Initiations and Omissions: Overreaction and Drift?" *Journal of Finance*, Vol. 50(1995), pp. 573-608.
- Miller, M. H. and F. Modigliani, "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, Vol. 34, No. 4(1961), pp. 411-433.
- Miller, M. H. and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information," *Journal of Finance*, Vol. 40, No. 4(1985), pp. 1031-1051.
- Myers, S. and N. Majluf, "Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have," *Journal of Financial Economics*, 13(1984), 187-221.
- Nissim, D. and A. Ziv, "Dividend Changes and Future Profitability," *Journal of Finance*, Vol. 56, No. 6(2001), pp. 2111-2133.
- Ofer, A. and R. Siegel, "Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations: An Empirical Investigation of Dividends," *Journal of Finance*, Vol. 42, No. 4(1987), pp. 889-911.
- Penman, S., "The Predictive Content of Earnings Forecasts and Dividends," *Journal of Finance*, Vol. 38, No. 4(1983), pp. 1181-1199.
- Pettit, R. R., "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency," *Journal of Finance*, Vol. 27, No. 5(1972), pp. 993-1007.
- Pinkowitz, L., R. Stulz, and R. Williamson, "Does the Contribution of Corporate Cash Holdings

and Dividends to Firm Value Depend on Governance? A Cross-Country Analysis," *Journal of Finance*, Vol. 61(2006), pp. 2725-2751.

Ross, Westerfield, Jordan, *Essentials of Corporate Finance*, (9th ed),(1995), McGraw-Hill.

Rozeff, M. S., "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research*, Vol. 5(1982), pp. 249-259.

Watts, R., "The Information Content of Dividend," *Journal of Business*, Vol. 46, No. 1, 1973, pp. 191-211.

상장협연구 2016 - 2

기업의 배당정책 결정요인에 관한 연구

인 쇄 : 2016년 10월 14일

발 행 : 2016년 10월 17일

발행겸
편집인

발행처

정 구 용

한국상장회사협의회

서울 영등포구 여의나루로 76

(한국거래소 별관 5층)

대표전화 02-2087-7000

인 쇄 경성문화사

▷ 본 연구내용을 전제하는 경우 출처를 명기하여 주시기 바랍니다.

▷ 본 연구내용은 본회 홈페이지(www.klca.or.kr)에서도 보실 수 있습니다.