

## 기업수명주기에 따른 배당정책이 기업가치에 미치는 영향<sup>\*</sup>

한지연\* · 정경철\*\*

### 〈요 약〉

본 연구는 기업수명주기에 따른 고배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위하여 현금흐름패턴으로 구분한 기업수명주기와 배당률의 상호작용항이 기업가치로 측정된 Tobin's Q에 미치는 영향을 살펴보았다.

DeAngelo et al.(2006)의 수명주기효과에 따라, 성숙기에 있는 기업의 고배당정책은 다른 기업수명주기 기업의 배당정책보다 기업가치를 증가시킬 것으로 예상하였다. 분석결과, 성숙기의 고배당정책은 다른 기업수명주기의 배당정책보다 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 다른 기업수명주기의 더미변수와 배당정책의 상호작용항을 각각 분석한 결과에서는 도입기와 쇠퇴기의 배당정책이 다른 기업수명주기의 배당정책보다 가치관련성이 낮은 것으로 나타났다. 이와 반대로 성장기의 배당정책은 다른 기업수명주기의 배당정책보다 가치관련성이 높은 것으로 나타났다.

추가분석으로 유가증권 상장시장과 코스닥 상장시장으로 나누어 분석한 결과, 성숙기의 배당정책은 모든 시장에서 다른 기업수명주기의 배당정책보다 기업가치에 미치는 긍정적인 효과가 있는 것으로 나타났으며, 도입기와 쇠퇴기의 배당정책은 다른 기업수명주기의 배당정책보다 기업가치에 미치는 긍정적인 효과가 낮은 것으로 나타났다. 또한, 배당정책을 여러 측정 방법으로 나누어 분석한 결과, 매출액과 당기순이익, 자기자본 대비 배당액으로 측정한 배당정책 모두 성숙기의 배당정책이 다른 기업수명주기에 비해 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이상의 결과는 기업수명주기에 따라 배당정책의 가치관련성이 차이가 있음을 의미한다. 이를 통해 배당정책이 기업가치에 미치는 영향이 기업수명주기에 따라 다르게 작용하고 있음을 검증하였다는 점에서 공헌점이 있다. 이는 자본시장에서 배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 고려할 때 기업수명주기를 고려할 필요가 있음을 시사한다.

주제어 : 기업수명주기, 배당정책, 배당성향, 기업가치

\* 제1저자, 경북대학교 경상대학 경영학부 박사과정 수료 (dbr00260@naver.com)

\*\* 교신저자, 경북대학교 경상대학 경영학부 조교수 (kejung@knu.ac.kr)

최초접수일 : 2022년 07월 15일 심사수정일 : 2022년 08월 23일 게재확정일 : 2022년 08월 23일

## I . 서 론

본 연구는 기업수명주기에 따른 배당정책이 기업가치에 영향을 미치는지에 대한 실증적 연구이다. 기업은 영업활동을 통해 발생한 이익의 잉여금을 주주들에게 배당하며, 경영자에게는 정책적인 면에서 배당이 매우 중요한 역할을 한다. 이러한 배당은 기업의 이익을 주주들에게 배분하는 중요한 역할을 담당함으로써 기업의 가치를 평가하는 하나의 기준이 될 수 있다. 또한, 배당은 정보비대칭 하에서 대리인 문제를 완화하기도 하고 기업의 여유 현금흐름을 최소화하여 수익이 나지 않는 투자에 대한 과잉투자를 방지하고 감시하는 기능을 하기도 한다(Easterbrook, 1984; Jensen, 1986).

한국거래소에 따르면, 2021년 배당금 규모가 유가증권시장과 코스닥시장이 상이하게 나타났다. 유가증권시장 12월 결산법인의 최근 5년간(2017~2021년) 현금배당 실적과 시가배당률, 배당성향 및 주가상승률 현황을 분석한 결과에 따르면, 전체 상장사의 71.4%인 556개사가 배당을 실시한 가운데 배당총액은 전년(33조1638억원)보다 13.7% 감소한 28조6107억원을 기록했다. 반면에, 코스닥 시장 12월 결산법인의 최근 5년간(2017~2021년) 결산 현금배당 공시를 분석한 결과, 2021년 코스닥 상장사의 배당금 총액은 전년대비 24.8% 증가한 2조 2,000억원을 기록했다. 배당규모가 증가했음에도 불구하고 주가는 상승하여 평균 시가배당률이 0.113% 소폭 하락하였다. 이는 코스닥시장 상장법인의 배당규모와 1사 평균 배당금이 매년 증가하고 있음을 시사하고 있다. 한국거래소 측은 기업이익의 주주환원 확대 및 안정적인 배당정책 유지 노력이 강화되고 있고 투자자의 배당투자에 유리한 투자환경이 조성되고 있는 것으로 판단하고 있으며 향후 배당 정보 제공 등의 지속적인 관리가 필요하다고 덧붙였다.<sup>1)</sup> 이처럼 배당규모가 계속해서 증가하고 있는 가운데, 기업은 경영에 있어 중요한 의사결정인 배당을 통하여 기업가치의 극대화를 꾀하므로 배당정책과 기업가치의 관계에 대한 연구가 중요하며 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 대해 추가적으로 고려할 요인이 있는지 살펴볼 필요가 있다. 본 연구에서는 최근 증가하고 있는 배당규모가 과연 기업가치를 향상시키는지, 궁극적으로 수명주기에 따라 달라지는지를 확인하고자 한다.

배당에 관한 전통적인 연구를 살펴보면, Miller and Modigliani(1961)는 배당이 기업가치에 영향을 미치지 않는다는 배당 무관론(irrelevance theorem)을 제시하였다. 배당 무관론은 완전자본시장, 합리적 행동, 그리고 완전 불확실성 하에서 배당정책이 기업가치에 영향을 미치지 않는 것을 증명하였다. 그러나 그 이후의 배당 관련 연구들은 배당신호이론(dividend signaling

1) 조세일보, “코스피 상장사 28.6조 현금배당...전년비 13.7%↓.”. 2022.04.20.

theory), 배당고객가설(dividend clientele hypothesis), 배당케이터링(catering theory), 배당수명주기이론 등의 이론적 체계를 통해 배당의 변화가 기업의 미래 수익성에 대한 정보를 가지는 지에 대한 여러 연구들이 제시되고 있으며 대표적으로 Fama and French(1998)는 배당이 부채, 이익, 투자, R&D에서 잡아내지 못하는 정보를 가지고 있음을 제시하였다. 또한, DeAngelo et al.(2006)는 기존의 배당가설이 설명이 부족하다고 주장하며 기업수명주기가 이를 해결할 수 있다고 하였다. 국내에서도 배당수명주기가설을 이용하여 투자자의 시장반응, 경영자의 능력 등에 차이가 있음을 발견하였다(송준협·신민식, 2006; 김성신, 2013; 임병진·허지훈, 2020; 유현수 등, 2021). 따라서 본 연구는 배당수명주기가설을 통해 기업수명주기별 배당정책이 기업가치에 차별적인 영향을 미치는지 분석하고자 한다.

한편, 기업의 발전단계별 기업의 경제적 상황과 특성에 차이를 보이게 되는데, 이를 기업수명주기라고 한다. 기업수명주기는 통상적으로 도입기와 성장기, 성숙기, 쇠퇴기 그리고 쇠퇴기로 구분된다. 따라서 차이가 나는 기업의 각각의 수명주기 단계별로 경영자와 투자자는 수명주기 단계에 맞게 경영전략을 세우거나 투자를 고려해야 한다. 여기에는 자본조달결정, 투자결정과 같은 중요한 재무의사결정인 배당의사결정도 포함된다. 각 기업수명주기의 단계별 특징을 간단하게 살펴보면 다음과 같다. 도입기는 기업이 사업을 처음 시작하는 단계로, 기업규모가 상대적으로 작으며 많은 투자가 이루어지는 시기이므로 높은 영업위험에 직면해 있는 단계이다. 성장기는 매출액이 도입기에 비해 기업의 매출액이 급증하게 되며 영업활동 현금흐름의 순유입이 나타나기 시작하는 단계이다. 성숙기에는 매출액과 매출원가의 효율적인 균형으로 인해 전체적인 현금흐름이 높으며 상대적으로 다른 수명주기에 비해 기업의 안정성이 높은 단계이다. 쇠퇴기는 자산의 처분이나 상각, 인수합병 등으로 인한 다양한 변화를 모색하므로 회계이익이 가장 낮고 이익창출이 지속적으로 일어나지 않는 단계이다. 따라서 본 연구에서는 이러한 수명주기 각 단계의 특징을 통해 배당정책이 기업가치에 차별적 영향을 미치는지를 살펴보고자 한다.

본 연구를 위한 실증분석은 2011년부터 2021년까지 한국거래소의 유가증권시장과 코스닥 시장에 상장된 기업을 대상으로 실시하였다. 기업수명주기는 Dickinson(2011)의 현금흐름패턴을 사용하여 구분하였으며 배당정책은 현금흐름표 상의 배당액을 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 마지막으로 기업가치는 Tobin's Q(기업의 시장가치를 자산의 대체원가로 나눈 비율)를 사용하였다. 기업수명주기에 따른 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 성숙기에 있는 기업의 배당정책(배당률)과 기업가치 간에 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 즉, 성숙기 기업의 고배당정책이 가치관련성이 높은 것을 의미한다. 이는 성숙기 기업이 기업수명주기 중 가장 안정적인 단계로 매출액이 정점에 달하며 현금보유 수준이 높게 나타날 것이고 고배당정책을 하게 될 것이다. 따라서 여기서 높아지는 배당정책은 기업성과가 좋을수록 주주의 몫이 많아진다는 인식으로 투자자들에게 미래 수익에 대해 긍정적인 신호로 인식된 것을 시사한다. 둘

제, 도입기와 쇠퇴기 기업의 배당정책과 기업가치 간에는 유의한 음(-)의 관계가 나타났으며 성장기 기업의 배당정책과 기업가치 간에는 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 도입기는 다른 수명주기에 비해 불확실성이 높고 배당률이 낮으며 쇠퇴기는 자금조달이 불안정한시기이다. 따라서 두 수명주기 모두 현금보유수준이 낮을 것이기 때문에 이는 투자자들이 부정적으로 인식하여 기업가치를 감소시킨 것으로 볼 수 있다. 이에 반해 성장기 기업은 영업활동의 현금흐름의 순유입이 시작되는 시기로, 여기서 증가하고 있는 배당정책에 대해 투자자들에게 긍정적인 신호로 인식됨을 시사하고 있다. 추가로 시장별로 분석한 결과, 모든 시장에서 성숙기의 배당정책이 다른 수명주기에 비해 가치관련성이 높은 것으로 나타났으며 도입기와 쇠퇴기는 다른 수명주기에 비해 가치관련성이 낮은 것으로 나타났다. 이는 시장의 구분과 관계없이 성숙기의 배당정책이 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 의미한다. 또한, 배당률을 여러 측정방법(당기순이익 대비 배당액, 자기자본 대비 배당액, 매출액 대비 배당액)으로 나누어 분석한 결과, 본 분석과 질적으로 차이가 없는 것으로 나타났다.

본 연구는 기업수명주기에 따라 기업의 배당정책이 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타났다는 점에서 공헌점이 있다. 이러한 결과는 자본시장에서 배당정책에 관한 정보를 이용할 때 기업수명주기 단계를 고려할 필요성이 있음을 시사한다. 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제II장은 기업수명주기와 배당정책, 그리고 기업가치에 대한 주요 관련 선행연구를 검토하였으며, 가설을 설정한다. 제III장은 연구설계로, 가설검증을 위한 연구모형을 제시하고 각 변수의 정의와 측정 및 표본의 선정 과정을 기술한다. 제IV장은 실증분석 결과를 통해 가설을 검증하고 추가분석을 제시한다. 마지막으로 제V장은 본 연구의 결론과 한계점을 기술한다.

## II. 선행연구 검토 및 연구가설 설정

### 2.1 선행연구 검토

#### 2.1.1 기업수명주기와 배당에 관한 연구

기업수명주기 이론은 제품수명주기이론을 확장한 이론으로, 기업의 성장단계를 도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기, 쇠퇴기로 구분할 수 있다(Gort and Klepper, 1982; Dickinson, 2011). 기업수명주기는 단계별로 기업의 처한 상황, 조직구조, 여러 재무적인 특성이 다르며 기업의 위험 및 불확실성에 차이가 있다. 따라서 기업의 각 수명주기 단계별로 경영자와 투자자들은 이에 맞는 의사결정과

투자를 고려해야 하며 배당정책 역시 이러한 의사결정에 포함된다.

기업수명주기에 관한 연구로, Anthony and Ramesh(1992)는 기업수명주기를 매출액 증가율, 배당지급률, 그리고 기업연령을 이용하여 기업의 환경 및 특성을 구분하였다. 또한, 수명주기에 따라 주가를 결정하는 변수가 달라진다고 보고하며 매출액 성장률과 자본적 지출의 크기는 기업의 성장 단계에서 중요한 변수이므로 성장기 기업에서는 비기대매출액 증가율, 자본적 지출액이 비정상 주가수익률과 양(+)의 관계가 있는 반면에 쇠퇴기는 그 관계가 달라지는 것을 제시하였다. 기업수명주기 관련 연구들은 Anthony and Ramesh(1992)의 연구를 이용하여 수명주기를 측정하여 연구가 많이 진행되어왔다. 그러나, Dickinson(2011)은 기업수명주기 단계별로 기업을 구분하기 위해서 앞서 제시한 비율과 같은 지표는 기업수명주기가 단일분포형태(uniform distributions)를 가정하기 때문에 수명주기에 대한 설명이 어려울 수 있음을 제시하며 세 가지 현금흐름(영업현금흐름, 투자 현금흐름, 재무현금흐름)의 조합과 기업수명주기 이론을 연계하여 현금흐름패턴 방식을 이용하여 수명주기를 측정하였다. 또한, 기업수명주기와 조세회피와의 관계를 분석한 결과, 성장기와 성숙기는 조세회피 수준이 비슷하게 나타났으며 성장기와 성숙기의 조세회피 수준이 도입기와 쇠퇴기보다 높은 것으로 나타났다.

기업수명주기와 배당에 관한 연구로, DeAngelo et al.(2006)는 배당정책이 기존의 배당이론으로 설명하는데 어려움이 있으므로 기업수명주기가 이를 해결할 수 있음을 주장하였으며 수명주기와 배당정책의 선형관계가 존재함을 발견하였다. 즉, 같은 수명주기에 있는 기업들은 배당지급성향이 비슷하게 나타난다는 것이다. 이를 기업수명주기효과(life-cycle effect)라 할 수 있다. 투자기회가 많은 도입기 및 성장기 기업들은 미래 수익성을 좀 더 높이고자 보다 적은 배당을 지급하는 선택을 하게 될 것이며 수익성이 이미 높고 투자기회가 적은 성숙기 기업들은 배당을 많이 지급하는 선택을 하게 될 것이다. 따라서 성숙기 기업이 높은 배당성향을 보일 것이다. Bhattacharya et al.(2019)은 비선형 수명주기가설에 기초하여 기업이 한 수명주기 단계에서 다른 단계로 이전할 때 이전된 단계에 맞는 배당정책을 수립한다고 가정하며 이를 이전효과(transition effect)라고 하였다. 즉, 기업이 성장기에서 성숙기로 갈수록 기업이 배당을 증가시키는 반면, 성숙기에서 성장기로 되돌아갈 경우, 배당을 감소시킬 것이라고 예상하였다. 국내에서는 송준협과 신민식(2006)이 코스닥상장기업을 대상으로 이익잉여금이 배당성향에 미치는 영향을 배당수명주기가설을 통해 검증하였고 그 결과, 수명주기가 증가할수록 배당지급확률이 증가하는 것을 제시하였다. 이는 기업이 성장기를 지나 성숙기에 접어들면서 납입자본보다 이익잉여금의 비중이 크게 증가하였으므로 배당지급확률도 증가함을 의미한다. 김성신(2013)은 외환위기 전후의 배당 감소현상을 발견하였으며 수명주기가 국내 기업의 배당정책을 설명하는 주요 요인임을 제시하였으며 허지훈(2020)은 임병진과 허지훈(2020)의 연구를 연장하여 월별 평균주식수익률을 기준으로 상승기와 하락기로 구분하여 배당증감여부를 분석하였다. 분석결과, 하락기에 기업들이 배당을 증가시키는 경향이 있음을

제시하였다. 유현수 등(2021)은 기업수명주기를 고려하여 경영자의 능력과 배당정책의 관련성을 분석한 결과, 성숙기에는 경영자의 능력과 배당정책 간의 음(-)의 관계가 더 확대되지만 쇠퇴기에는 경영자 능력이 증가할수록 배당정책이 감소하는 정도가 완화되는 것을 발견하였다. 따라서 기업수명주기 이전에 따른 배당정책이 다를 수 시사하고 있다.

이상의 연구결과를 종합하면, 기업수명주기는 기업의 회계정보에 차이가 있음을 알 수 있으며, 그 회계정보 중에서도 배당 의사결정에 미치는 영향에 차이가 있는 것으로 나타났다. 따라서 기업수명주기가 기업의 재무적 의사결정 중 하나인 배당정책이 기업가치에 미치는 요인이 될 수 있음을 유추할 수 있다.

### 2.1.2 배당과 기업가치에 관한 연구

기업의 배당정책은 영업을 통해 발생한 이익의 일부를 주주에게 배분하는 주요 수단으로, 주주에게는 투자수익이 되고 경영자에게는 중요한 정책적 수단이 된다. 따라서 배당은 기업의 미래 수익성에 대한 정보를 전달(signaling)하는 역할을 할 수 있다(이화진 등, 2007). 또한, 배당은 기업의 가치를 평가할 수 있는 역할을 하기도 하며 미래 투자를 위한 내부유보 형태로 나누는 재무적인 의사결정의 핵심이 될 수 있다(Damodaran, 2014).

배당 관련 선행연구들은 여러 이론을 중심으로 진행되어 왔다. 배당과 기업가치 관련성에 대한 연구로, 먼저 Miller and Modigliani(1961)는 배당과 기업가치 간의 관련이 없다는 무관련 이론(dividend irrelevance theorem)을 제시하고 있다. 즉, 투자와 배당은 각각 독립적이며 완전자본시장에서의 배당정책은 기업가치와 무관하다는 전통적 입장을 주장한다.

Miller and Modigliani(1961) 이후의 배당 관련연구들은 주로 대리인 이론과 신호가설이론을 중심으로 이루어지고 있다. 대리인이론(agency theory) 관점에서는 기업의 배당정책이 주주와 경영자 간 대리인 문제를 완화하고 경영진을 견제하는 수단이 될 수 있다(Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Pinkowitz et al., 2006)고 한다. 이는 현금 수준이 높을수록 이익조정 정도를 낮추며 이익의 질이 높다는 연구 결과와 동일한 맥락으로 볼 수 있다(Skinner and Soltes, 2011; Tong and Miao, 2011; He et al., 2017). 한편, 배당신호가설(signaling hypothesis)에 따르면 배당은 기업가치와 관련된 정보를 자본시장에 전달하는 것으로, 배당을 통해 현재 저평가된 기업의 가치를 시장에 공유하여 수익률을 높이는 정보효과가 있다는 것이다(Bhattacharya, 1979; Miller and Rock, 1985; John and Williams, 1985).

이 외에도 Nissim and Ziv(2001)는 배당정보내용가설(the information content of dividends hypothesis)의 관점에서 배당정책의 변화가 기업의 미래 이익 수준에 대한 정보를 가지고 있다는 결과를 제시하였으며 Grullon, Michaely, Benartzi and Thaler(2005)는 배당의 변화가 미래의 이익

변화와 관련된 정보를 갖고 있지 않으며 미래의 수익성 변화와는 음(-)의 관계를 갖는다는 것을 나타냈다. 배당고객이론(dividend clientele phenomenon) 관점에서는 경영자가 투자자의 배당 요구에 반응하며 배당수준을 결정한다는 증거들이 제시하며 고객성향효과가 존재한다는 연구를 제시하고 있다(Lee, Liu, Roll and Subrahmanyam, 2006; Graham and Kumar, 2006; Jakob and Ma, 2007; Becker, Ivković, and Weisbenner, 2011). 케이터링 이론의 관점에서는 시장에서 배당을 지급한 기업의 가치를 지급하지 않은 기업의 가치보다 높게 평가할 때 적극적으로 배당을 한다고 제시하였으며(Baker and Wurgler, 2004), 유동성이론의 관점에서는 주식의 유동성이 낮은 기업이 자본이익의 실현에 높은 비용이 발생하기 때문에 자본이익보다는 배당을 지급하는 것을 더 선호한다(Banerjee et al., 2007)고 제시하고 있다.

국내 연구에서도 강나라와 백원선(2016)은 배당의 정보전달 효과로 인해 높은 수준의 배당이 정보 비대칭으로 인해 발생하는 모니터링 비용을 낮출 수 있다고 하였으며, 김인수 등(2011)은 수익성 및 외국인지분율이 높을수록 배당지급 가능성이 크다는 결과를 제시하며 고객효과가 배당지급의 결정요인이 된다고 주장하였다. 신호가설에 관해서는 박경서 등(2013)과 안혜진 등(2014)의 연구에서 배당을 통하여 기업의 긍정적인 신호를 시장에 전달하여 배당공시시점에 양(+)의 초과 수익률이 나타난다는 증거를 제시하여 이러한 이론들을 지지함을 알 수 있다.

그러나, DeAngelo et al.(2006)와 Fama and French(2001) 등의 연구에서는 앞의 이론들이 배당 정책을 설명하기 어렵다고 하며 기업이 수명주기에 따라 경제적 상황이 달라지며 이에 따른 재무적인 의사결정이 상이할 수 있어 이러한 점을 고려하여 배당정책 역시 달라진다는 것을 주장하였다. 국내에서도 배당수명주기가설을 이용하여 투자자의 시장반응, 경영자의 능력 등에 차이가 있음을 발견하였다(송준협·신민식, 2006; 김성신, 2013; 임병진·허지훈, 2020; 유현수 등, 2021).

지금까지 배당에 관한 연구들은 신호가설이론(signaling hypothesis), 대리인이론(agency theory), 잔여배당이론(residual theory of dividend), 케이터링 이론(catering theory) 등과 같이 여러 이론들을 중심으로 이루어지고 있으나 DeAngelo et al.(2006)의 기업수명주기효과가 기존의 배당가설보다 배당정책을 더 잘 설명할 수 있다고 하였다. 또한, 선행연구에서는 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 대한 요인으로 기업수명주기를 고려하지 않았으나 배당 의사결정은 기업의 경제적 상황에 따라 내·외부지배구조 시스템과 재무적 상태 등의 특성에 따라 다르게 나타날 것으로 보인다. 따라서 본 연구는 기업수명주기에 따라 배당정책이 기업가치에 미치는 영향이 차별적으로 나타나는지 분석하고자 한다.



## 2.2 연구가설 설정

본 연구는 기업수명주기에 따른 배당정책이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 한다. 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 대한 결과는 여러 이론을 통해 제시되고 있으며 대표적으로 기업의 배당정책이 주주와 경영자 간 대리인 문제를 완화하고 경영진을 견제하는 수단이 될 수 있다(Easterbrook, 1984; Jensen, 1986; Pinkowitz et al., 2006)는 대리인이론(agency theory)과 배당은 기업가치에 대한 정보를 자본시장에 전달하기 위한 것이라는 배당의 신호가설(signaling hypothesis)을 중심으로 연구가 진행되어 왔다. 그러나 DeAngelo et al.(2006)는 기존의 배당이론으로 배당정책을 설명하는데 어려움이 있으며 기업의 수명주기가 이를 해결할 수 있음을 주장하였다. 또한 수익성이 높으며 투자기회가 적은 성숙기 기업이 보다 많은 배당을 지급하고, 투자기회가 다른 수명주기에 비해 많은 성장기와 도입기 기업은 미래 재투자를 위해 보다 적은 배당을 지급하는 선택을 하게 된다. 따라서 성숙기 기업이 높은 배당성향을 보일 것이다. 본 연구는 DeAngelo et al.(2006)이 제시한 수명주기효과(life-cycle effect)를 이용하여 배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한다.

각 기업수명주기 단계별 특성을 살펴보면 먼저, 도입기는 기업이 사업을 처음 시작하는 초기 단계로, 기업 내에 자산이 거의 없고 위험과 사업의 불확실성이 높은 시기이다(홍난희, 2019). 또한 높은 영업위험에 직면해 있어서 불확실성이 매우 높아 이 시기는 미래 이익을 위해 활발한 투자를 하게 된다. 성장기는 시장점유율이 높아짐에 따라 설비시설 등에 지속적으로 투자하고 영업현금흐름이 미비하게 되어(Liu, 2006) 많은 기업들이 적자를 보고하며 이로 인해 자금조달이 필요하다. 따라서 상대적으로 도입기와 성장기의 배당정책은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 성숙기는 영업현금흐름이 점차 늘어나고(목남희, 2014) 기업경영 환경이 안정적이라 할 수 있으며 재무적 위험이 낮고 기업이 성과가 지속적인 시기이다. 다른 수명주기에 비해 재무적 위험이 상대적으로 낮아 안정적인 수익을 얻게 됨으로써 경영자의 배당성향은 높아질 것이다. 따라서 성숙기의 배당정책은 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 쇠퇴기는 이미 시장이 포화된 상태로 인해 인수·합병 등의 변화를 모색하는 시기로, 매출과 이익이 하락하여 재무적 위험이 증가한다. 이 시기는 다른 수명주기에 비해 시장점유율이 감소하고 설비자산의 효율성이 감소하게 되므로(Wernerfelt, 1985) 기업의 배당정책은 감소할 것으로 보인다.. 따라서 쇠퇴기 기업의 배당정책은 기업가치에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다.

이상의 결과를 종합하면, 성숙기 기업은<sup>2)</sup> 경쟁자들과의 경쟁이 심화되면서 기업의 매출 및 사

2) 본 연구는 기업수명주기 중 성숙기 기업의 배당정책이 기업가치에 가장 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상하였기에 성숙기 기업만을 연구가설로 설정함으로써 다른 수명주기와 비교를 통해 분석하고자 한다.



업의 확장이 정체에 이르게 되는 단계로, 매출의 성장보다는 이익의 극대화를 추구하게 된다. 또한, 경영활동으로 인해 현금의 유입은 높고, 투자와 재무활동은 다소 줄어들게 되어 기업은 현금보유수준이 높게 나타날 것이며 배당성향이 높아지게 될 것이다. 이러한 단계에서 높아지는 배당성향은 기업성과가 좋을수록 주주의 몫이 많아진다는 인식으로 미래 수익에 대한 긍정적인 신호로 볼 수 있다. 또한, 배당수명주기가설에 따르면 수익성이 높고 투자기회가 적은 성숙기 기업들이 배당을 지급하고 투자기회가 많은 도입기 기업은 미래 채투자를 위해 배당보다는 내부유보를 선택하게 된다. 배당이 증가하게 되면 이는 긍정적인 신호로 받아들여져(박경서 등, 2013; 안혜진 등, 2014) 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 따라서 성숙기 기업의 고배당정책은 다른 수명주기보다 가치관련성을 높이는 영향을 미칠 것으로 예상하여 다음과 같은 가설을 설정한다.

[연구가설] 성숙기 기업의 고배당정책은 다른 수명주기에 비해 가치관련성이 높을 것이다.

### III. 연구방법

#### 3.1 기업수명주기의 측정

기업수명주기는 Anthony and Ramesh(1992)에서 먼저 성장기, 성숙기, 쇠퇴기로 나누어 회계학 분야에 적용하였다. Anthony and Ramesh(1992)는 매출액증가율, 자본적지출, 배당성향, 기업연령과 같은 4가지 변수로 기업수명주기를 측정한다. 구체적인 측정방법은 각각의 비율을 중위수를 측정치로 사용하였다. 반면, Dickinson(2011)은 현금흐름표 상의 영업활동 현금흐름, 재무활동 현금흐름, 투자활동 현금흐름으로 구분하였다. 각각의 현금흐름 부호를 조합하여 총 8가지로 나타나게 되는데 여기서 도입기, 성장기, 성숙기, 쇠퇴기의 5단계로 기업수명주기로 구분할 수 있다. Dickinson(2011)의 측정법은 각 현금흐름의 부호로 구분하기 때문에 더욱 객관적이며 Anthony and Ramesh(1992)의 임의로 변수들의 포트폴리오를 구성하여 변수를 분류하는 한계점을 극복할 수 있다는 장점이 있다. 따라서 본 연구에서는 Dickinson(2011)의 현금흐름 패턴을 사용하여 기업수명주기를 측정하였다. 각 기업수명주기의 현금흐름패턴의 조합으로 측정된 결과는 다음 <표 1>과 같다.

〈표 1〉 현금흐름 패턴에 따른 기업수명주기 측정법

수명주기 현금흐름	도입기	성장기	성숙기	채신기			쇠퇴기	
영업활동 현금흐름	-	+	+	-	+	+	-	-
투자활동 현금흐름	-	-	-	-	+	+	+	+
재무활동 현금흐름	+	+	-	-	+	-	+	-

### 3.2 연구모형의 설계

본 연구에서는 기업수명주기에 따른 배당률이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 이를 위해서 기업가치는 Tobin's Q를 사용하였다. 따라서 성숙기의 고배당정책이 기업가치에 어떠한 영향을 미치는지 연구가설을 검증하기 위해 다음의 식 (1)과 같은 연구모형을 설정한다.

$$\begin{aligned}
 \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 LCM_{i,t} + \beta_3 DIV * LCM_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} \\
 & \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 PPE_{i,t} + \beta_9 GRW_{i,t} \\
 & \beta_{10} LOSS_{i,t} + \beta_{11} ID + \beta_{12} YD + \epsilon_{i,t} \quad \dots \text{식 (1)}
 \end{aligned}$$

여기서,

Tobin's Q(TQ) <sup>3)</sup>	= 기업가치 ((보통주시가+우선주시가+부채장부가치)/총자산)
DIV	= 현금흐름표 상 현금배당 지급액 <sup>4)</sup> /총자산
LCM	= 기업수명주기 중 성숙기에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0
CFO	= 영업현금흐름비율 (영업현금흐름/총자산)
LEV	= 부채비율 (총부채/총자산)
SIZE	= 기업규모 (총자산의 자연로그 값)
ROE	= 자기자본순이익률 (당기순이익/자기자본)
PPE	= 유형자산증가율 (당기유형자산증감분/전기유형자산)
GRW	= 매출액성장률 ((당기매출액-전기매출액)/전기매출액)
LOSS	= 당년도에 손실이면 1, 아니면 0
ID	= 산업더미
YD	= 연도더미

3) 배당과 기업가치 간에 같은 t기로 분석하였을 경우, 배당은 전년도 잉여를 통해 배당을 하기 때문에 시점의 문제가 있을 수 있다. 따라서 기업가치를 t+1기의 tobin's Q를 종속변수로 하여 추가로 분석하였을

종속변수인 기업가치는 Tobin's Q를 이용하여 측정한다. Tobin's Q는 기업의 시장가치를 자산의 대체원가로 나눈 비율로서, 자산의 대체원가는 추정하기 어려우므로 자산의 장부가액을 대용치로 사용한다. 이는 기업가치 실증연구에서 널리 사용되는 변수이며 주주의 몫을 잘 반영하고 감가상각 등의 경영자의 이익조정 등의 가능성이 없으며 투자자들의 평가를 통한 기업 간 비교가 용이하여 미래의 수익을 반영할 수 있다는 장점이 있다(Black et al., 2002; 이광윤 등, 2012). DIV는 본 연구의 관심변수인 배당률이다. 배당 관련 선행연구들은 배당률을 현금배당액을 당기순이익으로 나눈 배당성향이 이용되기도 한다(안혜진 등, 2014). 그러나 당기순이익을 기초로 측정된 배당정책은 당기순손실이 발생했을 때 음(-)의 값을 가지는 문제점이 생길 수 있다. 또한, 김인수 등(2011)에 따르면 총자산 대비 현금배당액으로 측정되는 배당률이 당기순이익을 기초로 산출되는 배당정책보다는 높은 설명력을 가진다고 주장하였다. 따라서 본 연구에서는 배당정책을 총자산 대비 현금배당액으로 측정하였다. 다음으로, LCM은 기업수명주기 중 성숙기에 해당하면 1, 아니면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 관심변수로 성숙기의 배당률이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기 위해 기업수명주기와 배당률의 상호작용항(LCM\*DIV)을 연구모형에 포함하며 본 연구의 가설 1과 같이 성숙기 기업에서의 고배당정책이 다른 기업수명주기에 비해 가치관련성이 높다면,  $\beta_3$ 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것이다.

통제변수로는 선행연구에서 기업가치에 영향을 미치는 것으로 제시한 다음과 같은 변수들을 포함하였다. 영업현금흐름비율(CFO)은 기업의 현금유동성과 영업이익을 나타낸다고 할 수 있다. 영업현금흐름이 높다면 현금흐름이 원활하고 영업실적이 높으므로 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 부채비율(LEV)은 부채총계를 자산총계로 나눈 값을 사용하였으며 부채비율이 크다면 기업가치는 낮아질 것이다. 기업규모(SIZE)는 기업규모 효과를 통제하기 위하여 변수에 포함한다. 자기자본순이익률(ROE)은 기업의 수익성을 나타내는 지표로, 수익성이 높을수록 기업가치가 크게 나타날 것이다. 또한 Lemmon and Zender(2010)은 유형자산을 많이 보유하고 있는 기업일수록 재무적인 제약을 동반한 비용이 낮다고 주장하였다. 따라서 유형자산비중이 기업가치에 미치는 영향을 통제하고자 유형자산비율(PPE)을 모형에 포함하였다. 매출액성장률(GRW)은 매출액증감액을 전기매출액으로 나눈 값으로 성장성<sup>5)</sup>을 나타내는 지표로, 성장성이 높을수록 기업가치가 크게

때 본 분석과 차이가 없음을 확인하였다.

- 4) 배당은 현금배당과 주식배당으로 나눌 수 있다. 그러나 배당과 관련한 선행연구에서는 배당률을 통상적으로 현금배당액/총자산, 당기순이익 등으로 측정하였다(안혜진 등 2014; 남기만과 전경민 2020). 이는 주식배당액의 수준이 현저히 낮다보니 연구결과의 일반화에 한계가 있어 현금배당액을 통해 배당률을 측정하여 분석한 것으로 보인다. 따라서 본 연구도 현금배당액을 배당률로 측정하여 분석하고자 한다.
- 5) 여기서 말하는 성장성은 기업수명주기의 성장기를 말하는 것이 아닌 기업의 수익성, 안정성과 같은 지표들 중 하나를 말한다. 따라서 매출액 성장률은 기업의 성장성을 나타내는 지표로서 통제변수로 포함되었다.

나타날 것이다. 손실여부(LOSS)는 당년도에 당기순이익이 손실이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다.

각각 통제변수의 예상되는 부호는 선행연구의 결과에 따라 영업현금흐름비율(CFO), 자기자본순이익률(ROE), 유형자산비율(PPE), 매출액성장률(GRW)은 기업가치(Tobin's Q)에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 기대한다. 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 은 기업가치(Tobin's Q)에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 기대한다. 산업효과와 연도효과를 통제하기 위하여 산업더미(ID)와 연도더미(YD)를 모형에 각각 포함한다.

### 3.3 표본 선정

본 연구의 표본은 2011년부터 2021년까지 유가증권 및 코스닥시장에 해당하는 기업을 대상으로 다음의 조건을 충족시키는 기업을 최종표본으로 선정한다.

- (1) 비금융업 및 12월 결산기업
- (2) 관리대상기업 및 자본잠식 기업-연 제외
- (3) KIS-value 에서 필요한 재무자료가 누락이 된 기업-연 제외
- (4) 수명주기 측정을 위한 변수 수집이 가능한 기업

분석에 필요한 변수는 한국신용평가(주)의 KIS-ValueⅢ에서 수집하였다. 금융업에 속한 기업의 경우 특성상 다른 기업과 비교분석이 어려우므로 제외하며 비금융업 및 12월 결산기업으로 선정하였다. 본 연구는 극단치가 회귀분석 결과에 미치는 영향을 통제하기 위해서 표본의 상, 하위 1% 수준에서 winsorization하였다. 따라서 위의 조건을 모두 만족하는 최종 표본은 17,454 기업-연도이다. <표 2>는 표본의 연도별 분포를 나타낸다.

<표 2> 연도별 표본 분포

연도 구분	전체표본		기업수명주기별 표본				
	표본 수 (기업-연)	%	도입기	성장기	성숙기	쇠퇴기	취지기
2011	1,282	7.3%	240	409	388	144	101
2012	1,307	7.5%	188	377	495	159	88
2013	1,346	7.7%	154	390	513	192	97
2014	1,379	7.9%	170	344	569	182	114
2015	1,474	8.4%	170	385	570	233	116

2016	1,535	8.8%	213	386	624	209	103
2017	1,615	9.3%	226	448	575	206	160
2018	1,717	9.8%	299	413	627	233	145
2019	1,844	10.6%	213	432	737	304	158
2020	1,924	11.0%	230	490	678	353	173
2021	2,031	11.6%	378	506	642	301	204
계	17,454	100%	2,481	4,580	6,418	2,516	1,459

## IV. 실증분석 결과

### 4.1 기술통계

주요 변수들의 기술통계량은 <표 3>과 같다. TQ는 Tobin's Q로 측정한 기업가치로 평균이 1.517, 중위수가 1.131로 나타나 큰 차이가 없는 것으로 나타났으며 평균적으로 자산의 장부가치보다 자산의 시장가치가 높게 나타났다. 기업수명주기의 분포는 성숙기(LCM)가 전체 표본에서 36.8%로 가장 높게 나타났으며 쇠퇴기(LCD)는 전체 표본에서 8.4%로 가장 적은 것으로 나타났다. 본 연구의 주요변수인 배당률(DIV)은 평균이 0.008로 전체 기업의 배당률 평균이 0.8%인 것을 알 수 있으며 중위수인 0.004와 큰 차이가 없는 것으로 나타났다.

<표 3> 주요 변수에 대한 기술통계

변수	평균	표준편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
TQ	1.517	1.189	0.457	0.859	1.131	1.690	7.861
LCI	0.142	0.349	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
LCG	0.262	0.440	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
LCM	0.368	0.482	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
LCS	0.144	0.351	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
LCD	0.084	0.277	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
DIV	0.008	0.011	0.000	0.000	0.004	0.011	0.059
CFO	0.043	0.083	-0.220	0.000	0.043	0.090	0.271
LEV	0.839	0.887	0.027	0.263	0.585	1.086	5.475
SIZE	26.014	1.355	23.708	25.087	25.755	26.668	30.676
ROE	0.005	0.203	-1.088	-0.012	0.043	0.095	0.403
PPE	0.187	0.836	-0.814	-0.049	0.006	0.139	6.276
GRW	0.086	0.378	-0.685	-0.077	0.035	0.164	2.249

여기서, TQ:  $((\text{보통주시가} + \text{우선주시가} + \text{부채장부가치}) / \text{총자산})$ 으로 측정된 기업가치 LCI: 도입기; LCG: 성장기; LCM: 성숙기; LCS: 쇠퇴기; DIV:  $(\text{현금흐름표 상 현금배당 지급액} / \text{총자산})$ 로 측정된 배당률 CFO:  $(\text{영업현금흐름} / \text{총자산})$ 으로 측정된 영업현금흐름비율; LEV:  $(\text{t기 총부채} / \text{t기 총자산})$ 로 측정된 부채비율; SIZE:  $\ln(\text{t기 자산총계})$ 로 측정된 기업규모; ROE:  $(\text{t기 당기순이익} / \text{t기 자기자본})$ 으로 측정된 자기자본순이익률; PPE:  $(\text{당기유형자산증감분} / \text{전기유형자산})$ 으로 측정된 유형자산증가율 GRW:  $\{(\text{t기 매출액} - \text{t-1기 매출액}) / \text{t-1기 매출액}\}$ 으로 측정된 매출액성장률;

<표 4>는 기업수명주기별 주요 변수에 대한 기술통계이다. 기업가치(TQ)의 평균을 보면, 도입기에서 성장기, 성숙기로 넘어갈수록 감소하다가 쇠퇴기에서 증가하는 것을 확인할 수 있다. 배당률(DIV)의 평균은 도입기에서 성숙기로 갈수록 증가하고 성숙기에서 0.011로 가장 높은 배당률로 나타났으며 쇠퇴기에서 감소하는 것을 확인하였다. 영업현금흐름비율(CFO)의 평균 역시 배당률과 같다. 부채비율(LEV)은 도입기, 성장기, 성숙기로 갈수록 감소하며 성숙기에서 0.701로 기업수명주기 중 가장 낮은 부채비율로 나타났으며 부채비율은 이후 다시 쇠퇴기와 쇠퇴기에서 증가하는 것으로 나타났다. 기업규모(SIZE)는 도입기에서 성숙기로 갈수록 증가하고 쇠퇴기, 쇠퇴기에서 감소하는 것을 알 수 있으며 성숙기에서 평균이 26.266으로 기업규모가 가장 큰 것으로 나타났다. 도입기의 자기자본순이익률(ROE) 평균은 -0.129로 손실로 나타났고 성장기에는 0.033으로 나타나 이익으로 전환되었으며 성숙기에는 0.062로 가장 높은 것을 알 수 있다. 이상의 기업수명주기별 기술통계량은 현금흐름패턴에 대한 특성을 잘 나타내고 있다.

〈표 4〉 기업수명주기별 변수에 대한 기술통계

수명 주기	표본수	변수	평균	표준 편차	최소값	25%	중위수	75%	최대값
도입기	2,481	TQ	1.857	1.521	0.457	0.945	1.295	2.081	7.861
		DIV	0.003	0.005	0.000	0.000	0.000	0.004	0.059
		CFO	-0.057	0.055	-0.220	-0.079	-0.039	-0.016	0.000
		LEV	1.173	1.024	0.027	0.498	0.895	1.527	5.475
		SIZE	25.666	1.219	23.708	24.870	25.441	26.279	30.676
		ROE	-0.129	0.277	-1.088	-0.218	-0.041	0.035	0.403
		PPE	0.277	1.002	-0.814	-0.048	0.017	0.212	6.276
		GRW	0.108	0.478	-0.685	-0.129	0.035	0.217	2.249
성장기	4,580	TQ	1.533	1.121	0.457	0.899	1.180	1.739	7.861
		DIV	0.006	0.008	0.000	0.000	0.004	0.009	0.059
		CFO	0.063	0.051	0.000	0.025	0.052	0.088	0.271
		LEV	0.883	0.781	0.027	0.366	0.690	1.145	5.475
		SIZE	26.044	1.320	23.708	25.138	25.772	26.656	30.676
		ROE	0.033	0.157	-1.088	0.007	0.050	0.101	0.403
		PPE	0.266	0.877	-0.814	-0.025	0.051	0.234	6.276
		GRW	0.118	0.365	-0.685	-0.048	0.060	0.188	2.249
성숙기	6,418	TQ	1.405	1.028	0.457	0.830	1.080	1.603	7.861

		DIV	0.011	0.012	0.000	0.002	0.008	0.015	0.059
		CFO	0.093	0.061	0.000	0.048	0.081	0.127	0.271
		LEV	0.701	0.810	0.027	0.204	0.436	0.898	5.475
		SIZE	26.266	1.411	23.708	25.271	26.005	26.933	30.676
		ROE	0.062	0.132	-1.088	0.025	0.065	0.115	0.403
		PPE	0.119	0.642	-0.814	-0.044	0.001	0.093	6.276
		GRW	0.076	0.312	-0.685	-0.052	0.035	0.141	2.249
채신기	2,516	TQ	1.368	1.115	0.457	0.787	1.029	1.499	7.861
		DIV	0.008	0.012	0.000	0.000	0.005	0.012	0.059
		CFO	0.041	0.063	-0.220	0.008	0.034	0.070	0.271
		LEV	0.726	0.898	0.027	0.193	0.442	0.876	5.475
		SIZE	25.908	1.302	23.708	24.991	25.664	26.618	30.676
		ROE	0.011	0.180	-1.088	-0.009	0.036	0.082	0.403
		PPE	0.155	0.938	-0.814	-0.084	-0.016	0.066	6.276
쇠퇴기	1,459	GRW	0.054	0.380	-0.685	-0.114	0.006	0.134	2.249
		TQ	1.644	1.392	0.457	0.855	1.161	1.850	7.861
		DIV	0.004	0.009	0.000	0.000	0.000	0.006	0.059
		CFO	-0.066	0.061	-0.220	-0.095	-0.046	-0.018	0.000
		LEV	0.932	1.066	0.027	0.248	0.593	1.186	5.475
		SIZE	25.585	1.263	23.708	24.696	25.327	26.249	30.676
		ROE	-0.119	0.299	-1.088	-0.222	-0.019	0.048	0.403
		PPE	0.136	0.931	-0.814	-0.138	-0.022	0.081	6.276
		GRW	0.047	0.463	-0.685	-0.187	-0.011	0.171	2.249

## 4.2 상관관계

<표 5>는 기업가치, 배당성향, 기업수명주기 변수 및 각각의 통제변수의 상관관계를 보여준다. 기업가치(TQ)와 배당률(DIV) 간의 관계를 보면 유의한 양(+)의 상관관계가 나타났다. 이는 배당률이 높을수록 기업가치를 증가시킨다고 할 수 있다. 기업수명주기와 기업가치(TQ) 간의 상관관계를 보면, 도입기(LCI)와 성장기(LCG), 쇠퇴기(LCD)는 양(+)의 상관관계로 나타났으며, 성숙기(LCM)와 채신기(LCS)는 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 기업수명주기와 배당률(DIV) 간의 상관관계에서는 도입기와 성장기, 쇠퇴기에서는 음(-)의 상관관계로 나타났으며 성숙기와 채신기에서는 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 따라서 도입기와 성장기, 쇠퇴기에서는 배당률이 낮은 반면에 성숙기와 채신기에서는 배당률이 높음을 단편적으로 알 수 있다.



〈표 5〉 주요 변수에 대한 상관관계

	TQ	DIV	LCI	LCG	LCM	LCS	LCD	CFO	LEV	SIZE	ROE	PPE
DIV	0.040 ***											
LCI	0.116 ***	-0.195 ***										
LCG	0.008	-0.085 ***	-0.243 ***									
LCM	-0.072 ***	0.254 ***	-0.310 ***	-0.455 ***								
LCS	-0.052 ***	0.026 ***	-0.167 ***	-0.245 ***	-0.313 ***							
LCD	0.032 ***	-0.095 ***	-0.123 ***	-0.180 ***	-0.230 ***	-0.124 ***						
CFO	-0.044 ***	0.316 ***	-0.495 ***	0.145 ***	0.461 ***	-0.008 ***	-0.400 ***					
LEV	-0.100 ***	-0.259 ***	0.154 ***	0.030 ***	-0.119 ***	-0.052 ***	0.032 ***	-0.123 ***				
SIZE	-0.193 ***	0.103 ***	-0.105 ***	0.013 *	0.142 ***	-0.032 ***	-0.096 ***	0.128 ***	0.184 ***			
ROE	-0.080 ***	0.297 ***	-0.268 ***	0.083 ***	0.215 ***	0.012	-0.184 ***	0.437 ***	-0.364 ***	0.168 ***		
PPE	0.108 ***	-0.006	0.044 ***	0.057 ***	-0.062 ***	-0.016 *	-0.018 **	-0.016 **	-0.028 ***	-0.058 ***	0.010	
GRW	0.144 ***	-0.022 ***	0.024 ***	0.051 ***	-0.020 ***	-0.035 ***	-0.031 ***	0.070 ***	-0.028 ***	-0.012	0.165 ***	0.114

### 4.3 분석결과

본 절에서는 기업수명주기별 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 대해 실증 분석한 결과를 제시하고 있다. 먼저, 기업수명주기 중 성숙기의 고배당정책이 기업가치에 미치는 영향이 다른 수명주기에 비해 어떻게 나타나는지 검증하였으며 그 결과는 <표 6>에 제시하였다.

성숙기에 있는 기업은 기업수명주기 중 매출액이 정점에 달하는 단계로, 경영환경이 다른 수명주기에 있는 기업보다 안정적이고 현금흐름 수준이 높다(목남희 2014). 따라서 다른 기업수명주기에 비해 재무적 위험이 상대적으로 낮은 기업의 고배당정책이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 다른 수명주기에 비해 클 것으로 예상하였다. 분석결과, 본 연구의 연구가설에 따라 성숙기(LCM)와 배당률(DIV)간의 상호작용항의 계수값이 14.546으로 유의한 양(+)의 값으로 나타나 성숙기의 고배당정책이 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 이는 성숙기의 배당률이 기업가치에 미치는 긍정적인 효과가 다른 기업수명주기에 비해 큰 것을 의미한다. 여기서 성숙기의 터미변수는 기업가치에 유의한 음(-)의 값으로 나타났지만 이는 성숙기와 배당률과의 상호작용항이 영향이 통

제된 결과이다.

통제변수의 결과는 선행연구의 결과와 같이 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE)는 기업가치(TQ)에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 영업현금흐름비율(CFO), 유형자산비율(PPE), 매출액성장률(GRW)은 시장조정 초과수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 자기자본순이익률(ROE)과 손실더미(LOSS)는 예상한 부호와 반대로 나타났다.

〈표 6〉 기업수명주기 중 성숙기의 배당률이 기업가치에 미치는 영향

$$Tobin's\ Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 LCM_{i,t} + \beta_3 DIV * LCM_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 PPE_{i,t} + \beta_9 GRW_{i,t} + \beta_{10} LOSS_{i,t} + \beta_{11} ID + \beta_{12} YD + \epsilon_{i,t}$$

변수	값	sign	Coeff	t-value
상수			3.047	8.65***
DIV		+	2.482	2.07**
LCM		-	-0.211	-9.14***
DIV*LCM		+	14.546	9.28***
CFO		+	0.286	2.37**
LEV		-	-0.031	-2.92***
SIZE		-	-0.087	-13.13***
ROE		+	-0.238	-4.22***
PPE		+	0.078	8.11***
GRW		+	0.344	15.99***
LOSS		-	0.164	6.84***
ID			included	
YD			included	
F-value			95.69***	
Adj_R <sup>2</sup>			0.249	
N			17,454	

다음으로, 다른 기업수명주기의 배당률이 기업가치에 미치는 영향을 분석하고자 하며 그 결과는 <표 7>에 제시하였다. 분석방법은 앞에서 분석한 모형과 같이 식(1)의 모형에서  $\beta_2$ 와  $\beta_3$ 의 성숙기(LCM) 더미변수 대신에 다른 기업수명주기의 더미변수를 포함하여 회귀분석을 실시하였다. 도입기의 기업들은 사업을 시작한 초기단계이므로 위험성과 사업의 불확실성이 매우 높은 시기이며 이로 인해 배당률이 낮게 나타나 자본시장에서는 다른 기업수명주기에 비해 부정적으로 인식할 것으로 예상하였다. 분석결과, 도입기(LCI)와 배당률(DIV) 간의 상호작용항이 기업가치에 유의한 음(-)의 관련성이 나타났다. 이는 도입기의 배당률이 다른 기업수명주기에 비해 가치관련성이

낮다는 것을 의미한다.

성장기의 경우, 내부현금보유액 수준이 낮고 부채비율이 높아지며(박원, 2018) 영업현금흐름이 미비하기 때문에(Liu, 2006) 배당률은 낮게 나타날 것이다. 이로 인하여 성장기의 배당정책과 관련하여 기업가치 간의 관계가 부정적일 것으로 예상하였다. 분석결과, 성장기(LCG)와 배당률(DIV) 간의 상호작용항이 기업가치에 유의한 양(+)의 관련성이 나타났다. 이는 성장기의 배당정책이 다른 수명주기에 비해 가치관련성이 높은 것을 의미한다. 예상한 결과와 반대로 나타난 이유로는 성장기 기업의 매출액이 도입기에 비해 급증하게 되며 영업활동 현금흐름의 순유입이 나타나기 시작하는 단계이기 때문에 점점 증가하고 있는 배당정책에 대해 자본시장에서 긍정적으로 평가하고 있음을 유추할 수 있다.

쇠퇴기는 시장이 포화상태에 이르는 단계로, 인수 합병 등의 다양한 방법으로 변화를 모색하지만 경쟁에서 살아남지 못하게 되어 다른 단계에 비해 불안정하다. 따라서 자금조달이 불안정한 기업에 있는 쇠퇴기의 배당률이 기업가치에 다른 수명주기에 비해 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상하였다. 분석결과, 쇠퇴기(LCD)와 배당률(DIV) 간의 상호작용항이 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 쇠퇴기의 배당정책이 다른 수명주기에 비해 가치관련성이 낮은 것을 의미한다. 이러한 결과는 쇠퇴단계의 기업이 인수 합병 등으로 경쟁구조에서 살아남거나 새로운 시장으로 진입에 실패하여 살아남지 못하게 되는 불안정한 단계(권수영·문보영, 2009)로 인해 나타난 결과로 해석할 수 있다.

이상의 결과를 종합하면, 도입기와 쇠퇴기, 쇠퇴기의 배당정책은 다른 기업수명주기에 비해 기업가치에 부정적인 영향을 미치며 성장기의 배당정책은 다른 수명주기에 비해 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 성숙기의 배당정책은 다른 기업수명주기에 비해 가치관련성이 높은 것으로 나타나 본 연구의 가설을 지지한다. 따라서 기업수명주기에 따라 배당정책의 가치관련성이 차이가 있음을 시사하고 있다.<sup>6)</sup>

6) 본문에는 분석결과를 제시하지 않았으나, 각 기업수명주기별로 표본을 구분하여 배당률이 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 도입기의 부채비율이 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으며 성장기의 배당정책은 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 성숙기의 배당정책은 기업가치에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고 쇠퇴기 역시 같은 결과로 나타났다. 마지막으로, 쇠퇴기의 배당정책은 기업가치에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 본 분석과 유사한 결과이다.

〈표 7〉 기업수명주기에 따른 배당률이 기업가치에 미치는 영향

$$Tobin's\ Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 LC_{i,t} + \beta_3 DIV * LC_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 PPE_{i,t} + \beta_9 GRW_{i,t} + \beta_{10} LOSS_{i,t} + \beta_{11} ID + \beta_{12} YD + \epsilon_{i,t}$$

표본 변수	LCI(도입기)		LCG(성장기)		LCS(채신기)		LCD(쇠퇴기)	
	Coeff	t-value	Coeff	t-value	Coeff	t-value	Coeff	t-value
상수	2.929	8.31***	3.102	8.78***	3.180	9.01***	3.092	8.76***
DIV	10.659	12.26***	9.534	10.19***	10.874	11.59***	11.241	12.78***
LC7)	0.335	11.71***	0.030	1.31	-0.129	-4.67***	0.091	2.67***
DIV*LC	-18.738	-4.77***	4.226	2.04**	-4.263	-2.15**	-22.821	-6.92***
CFO	0.567	4.63***	0.030	0.27	0.032	0.29	-0.003	-0.02
LEV	-0.036	-3.42***	-0.028	-2.62***	-0.029	-2.74***	-0.026	-2.49**
SIZE	-0.088	-13.28***	-0.091	-13.71***	-0.093	-14.01***	-0.091	-13.71***
ROE	-0.232	-4.11***	-0.240	-4.23***	-0.230	-4.07***	-0.215	-3.80***
PPE	0.076	7.94***	0.078	8.08***	0.079	8.20***	0.080	8.35***
GRW	0.339	15.76***	0.355	16.45***	0.351	16.31***	0.354	16.41***
LOSS	0.162	6.73***	0.189	7.88***	0.188	7.86***	0.186	7.76***
ID	included		included		included		included	
YD	included		included		included		included	
F-value	96.35***		93.67***		94.63***		94.41***	
Adj_R <sup>2</sup>	0.250		0.245		0.247		0.246	
N	17,454							

다음은 성숙기의 배당정책과 다른 기업수명주기의 배당정책 간의 상호비교를 위해 성숙기 더미 변수를 제외하고 다른 기업수명주기 더미변수를 포함하여 분석하였다. <표 8>은 성숙기의 배당률과 비교하여 다른 기업수명주기의 배당률이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과이다. 분석결과, 도입기(LCI)와 성장기(LCG), 그리고 채신기(LCS), 쇠퇴기(LCD)와 배당률 간의 상호작용항이 기업가치에 모두 유의한 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 다른 기업수명주기에 있는 배당정책의 가치관련성이 상대적으로 성숙기에 있는 배당률의 가치관련성보다 낮은 것을 의미한다.

7) 여러 수명주기를 각각 분석하기 위해 본 분석과 다르게 수명주기를 LC라고 표시하였으며, LC에 도입기(LCI)와 성장기(LCG), 그리고 채신기(LCS), 쇠퇴기(LCD)를 각각 분석하여 실시한다.

〈표 8〉 기업수명주기에 따른 배당률이 기업가치에 미치는 영향  
(성숙기 기업 비교분석)

$$\begin{aligned} \text{Tobin's } Q_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{DIV}_{i,t} + \beta_2 \text{LCI}_{i,t} + \beta_3 \text{DIV} * \text{LCI}_{i,t} + \beta_4 \text{LCG}_{i,t} + \beta_5 \text{DIV} * \text{LCG}_{i,t} \\ & + \beta_6 \text{LCS}_{i,t} + \beta_7 \text{DIV} * \text{LCS}_{i,t} + \beta_8 \text{LCD}_{i,t} + \beta_9 \text{DIV} * \text{LCD}_{i,t} + \beta_{10} \text{CFO}_{i,t} + \beta_{11} \text{LEV}_{i,t} \\ & + \beta_{12} \text{SIZE}_{i,t} + \beta_{13} \text{ROE}_{i,t} + \beta_{14} \text{PPE}_{i,t} + \beta_{15} \text{GRW}_{i,t} + \beta_{16} \text{LOSS}_{i,t} + \beta_{17} \text{ID} + \beta_{18} \text{YD} + \epsilon_{i,t} \end{aligned}$$

변수	값	Coeff	t-value
상수		2.698	7.65***
DIV		16.042	14.21***
LCI		0.493	13.75***
DIV*LCI		-25.553	-6.40***
LCG		0.173	6.57***
DIV*LCG		-4.208	-1.94*
LCS		0.056	1.79*
DIV*LCS		-10.657	-5.13***
LCD		0.361	8.73***
DIV*LCD		-29.805	-8.87***
CFO		0.852	5.88***
LEV		-0.043	-4.06***
SIZE		-0.085	-12.90***
ROE		-0.226	-4.02***
PPE		0.073	7.66***
GRW		0.324	15.09***
LOSS		0.144	5.97***
ID		included	
YD		included	
F-value		91.09***	
Adj_R <sup>2</sup>		0.257	
N		17,454	

## 4.4 추가분석결과

### 4.4.1 시장구분

재무적 환경 및 제도적 차이가 있는 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업은 회계정보의 질적 차이로 인해 유가증권 상장기업의 회계이익의 질적 수준이 코스닥 상장기업에 비해 높다고 제시하였다(박종일·전규안, 2003; 최중서 등, 2010). 따라서 시장에 대해 한정된 결과는 아닌지 검증하고자 시장별로 나누어 분석할 필요가 있다.

전체표본을 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업으로 나누어 기업수명주기에 따른 배당률이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과는 다음 <표 9>와 같다. 분석결과, 유가증권 상장기업과 코스닥 상장기업에서 모두 기업수명주기 중 도입기(LCI)의 배당정책(DIV)은 다른 수명주기에 비해 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 성숙기(LCM)의 배당정책(DIV)은 다른 수명주기에 비해 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 쇠퇴기(LCD)의 배당정책(DIV)은 다른 수명주기에 비해 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나, 성장기의 기업은 유가증권 상장기업에서만 성장기(LCG)와 배당정책(DIV)의 상호작용항이 유의한 양(+)의 관계로 나타난 것과 달리 도입기와 성숙기, 쇠퇴기 기업의 배당률이 기업가치에 미치는 영향은 시장에 관계없이 더욱 뚜렷하게 나타남을 알 수 있다. 따라서 기업수명주기에 따라 배당정책의 가치관련성이 차이가 있음을 시사하고 있다.

〈표 9〉 시장별 기업수명주기에 따른 부채비율이 기업가치에 미치는 영향

PanelA KOSPI(N= 6,957)

표본 값 변수	LCI(도입기)		LCG(성장기)		LCM(성숙기)		LCS(쇠퇴기)	
	Coeff	t-value	Coeff	t-value	Coeff	t-value	Coeff	t-value
상수	2.606	7.72***	2.794	8.29***	2.676	7.93***	2.749	8.14***
DIV	16.198	14.53***	14.297	12.17***	11.974	7.72***	16.649	13.83***
LC	0.229	5.45***	-0.023	-0.7	-0.138	-4.65***	-0.046	-1.25
DIV*LC	-14.775	-2.85***	11.659	4.16***	6.920	3.52***	-4.424	-1.78*
CFO	0.912	4.91***	0.587	3.45***	0.825	4.43***	0.539	3.15***
LEV	0.042	3.33***	0.046	3.67***	0.044	3.50***	0.047	3.73***
SIZE	-0.023	-2.98***	-0.026	-3.33***	-0.024	-3.11***	-0.026	-3.38***
ROE	0.037	0.49	0.041	0.54	0.035	0.46	0.046	0.60
PPE	0.034	2.44**	0.034	2.38**	0.036	2.55**	0.037	2.66***
GRW	0.159	4.81***	0.174	5.28***	0.164	4.98***	0.170	5.16***
LOSS	0.079	2.52**	0.098	3.14***	0.082	2.60***	0.096	3.05***
ID	included		included		included		included	
YD	included		included		included		included	
F-value	27.37***		27.25***		27.21***		26.98***	
Adj_R <sup>2</sup>	0.1777		0.1770		0.1768		0.1755	

Panel B KOSDAQ(N=10,497)

표본 값 변수	LCI(도입기)		LCG(성장기)		LCM(성숙기)		LCS(쇠퇴기)	
	Coeff	t-value	Coeff	t-value	Coeff	t-value	Coeff	t-value
상수	5.107	8.61***	5.174	8.69***	5.148	8.67***	5.335	8.97***
DIV	7.546	6.02***	7.061	5.19***	-1.096	-0.64	7.599	5.65***
LC	0.364	9.78***	0.048	1.57	-0.234	-7.16***	-0.183	-4.78***
DIV*LC	-14.623	-2.66***	0.977	0.34	16.372	7.25***	-3.026	-1.06
CFO	0.497	3.13***	-0.137	-0.93	0.143	0.92	-0.099	-0.68
LEV	-0.088	-5.30***	-0.075	-4.52***	-0.080	-4.81***	-0.079	-4.76***
SIZE	-0.186	-12.65***	-0.187	-12.66***	-0.180	-12.24***	-0.190	-12.92***
ROE	-0.305	-3.91***	-0.315	-4.03***	-0.316	-4.05***	-0.303	-3.88***
PPE	0.087	7.00***	0.090	7.16***	0.088	7.06***	0.088	7.08***



GRW	0.397	14.41***	0.412	14.88***	0.401	14.54***	0.407	14.75***
LOSS	0.181	5.44***	0.211	6.31***	0.183	5.48***	0.211	6.34***
ID	included		included		included		included	
YD	included		included		included		included	
F-value	68.44***		66.28***		67.72***		67.19***	
Adj_R <sup>2</sup>	0.2715		0.2651		0.2694		0.2678	

#### 4.4.2 배당정책의 측정방법 구분

본 연구의 주요 분석에서는 배당정책 변수를 총자산 대비 현금배당액으로 측정하여 분석하였다. 이 외에 일반적으로 배당정책에 관한 변수는 총배당액을 이익으로 나눈 값으로 측정되기도 하고 (안혜진 등, 2014) 다른 선행연구에서는 이익보다 매출을 사용하는 것이 적절하다고 주장하기도 한다(La Porta et al., 2000; Brockman and Unlu, 2009). 이익에 대한 정보는 쉽게 조작될 수 있고 이로 인해 잘못된 정보를 나타낼 수 있으며 이익이 음인 경우, 배당정책을 측정하는데 있어 정확성이 떨어질 수 있기 때문에 배당정책 측정시 이익보다는 매출로 나누는 것이 적절하다고 보는 것이다. 이를 참고하여 본 연구에서는 종속변수를 다양하게 살펴보고자 3가지 변수를 추가로 측정하여 분석하고자 한다. 첫째는 현금배당금을 당기순이익으로 나누어 계산한 것으로, 이는 당기순이익에 대한 배당정책을 알아보기 위하여 사용하였으며 둘째는 평균배당과 관련하여 현금배당금을 자기자본으로 나누어 계산한 것으로 이는 순자산에 대한 현금배당으로서 당기순이익보다는 평균 배당으로서의 배당정책을 알아보기 위한 것이다. 셋째는 현금배당금을 매출액으로 나누어 계산한 것으로 앞의 선행연구 주장에 따라 매출액을 사용하였다. 따라서 추가적인 강건성 분석의 일환으로 배당정책을 여러변수로 이용하여 주요 분석을 실시하여 분석한 결과, 본 분석과 질적으로 유사한 결과를 도출하였다.

〈표 10〉 기업수명주기 중 성숙기의 부채비율이 기업가치에 미치는 영향

$$Tobin's\ Q_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 LCM_{i,t} + \beta_3 DIV * LCM_{i,t} + \beta_4 CFO_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 SIZE_{i,t} + \beta_7 ROE_{i,t} + \beta_8 PPE_{i,t} + \beta_9 GRW_{i,t} + \beta_{10} LOSS_{i,t} + \beta_{11} ID + \beta_{12} YD + \epsilon_{i,t}$$

변수	DIV2(현금배당액/당기순이익)		DIV3(현금배당액/자기자본)		DIV4(현금배당액/매출액)	
	Coeff	t-value	Coeff	t-value	Coeff	t-value
상수	3.009	8.49***	3.111	8.84***	3.028	8.53***
DIV	-0.023	-0.98	2.611	3.33***	-0.508	-2.39**
LCM	-0.088	-4.35***	-0.216	-9.29***	-0.102	-5.1***
DIV*LCM	0.104	2.90***	10.307	9.65***	1.543	5.22***
CFO	0.486	4.04***	0.265	2.21**	0.491	4.09***
LEV	-0.051	-4.86***	-0.045	-4.29***	-0.050	-4.7***
SIZE	-0.083	-12.55***	-0.090	-13.52***	-0.084	-12.58***
ROE	-0.220	-3.80***	-0.271	-4.79***	-0.225	-3.97***
PPE	0.078	8.05***	0.077	8.03***	0.079	8.16***
GRW	0.336	15.50***	0.347	16.13***	0.332	15.37***
LOSS	0.154	5.82***	0.165	6.86***	0.147	6.11***
ID	included		included		included	
YD	included		included		included	
F-value	90.95***		96.58***		91.38***	
Adj_R <sup>2</sup>	0.239		0.250		0.240	
N	17,454		17,454		17,454	

## V. 결 론

배당정책은 기업의 중요한 재무정책 중 하나로 기업별로 다르게 결정되는 요인에 대한 연구가 진행되고 있다. 배당정책이 기업가치에 미치는 연구에 관한 다양한 선행연구에 따르면, 배당의 변화가 기업이 가지는 미래의 이익 수준에 정보를 가지고 있다는 배당정보내용가설, 배당이 기업의 미래가치와 이익에 대한 정보를 가지고 있다는 신호가설이론, 경영자가 투자자의 배당 요구에 반응하여 배당수준을 결정한다는 배당고객이론 등을 통해 여러 관점에서 연구가 진행되어왔다. 그러나 DeAngelo et al.(2006)는 기존의 배당가설이 설명이 부족하다고 주장하며 기업의 수명주기가 이를 해결할 수 있다고 하였다. 배당은 현금의 유출로 인하여 기업의 가치가 감소할 수도 있지만 미래의 투자기회를 살펴볼 수도 있기 때문에 기업가치가 증가되는 결과도 가져올 수 있다. 따라서 배당정책이 기업가치에 미치는 요인에 관해 수명주기를 적용하여 기업수명주기별 배당정책이 기업가치에 차별적으로 영향을 미치는지 분석하고자 한다.

본 연구는 2011년부터 2021년까지의 유가증권 및 코스닥시장에 상장된 금융업을 제외한 12월 결산법인을 표본으로 분석을 실시하였다. 주요 분석결과는 다음과 같다.

먼저, 성숙기의 고배당정책은 다른 수명주기에 비해 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 이는 성숙기의 기업이 수명주기 중 가장 수익성이 높고 안정적인 시기로, 기업의 현금보유 수준이 높고 투자기회가 많기 때문에 미래의 수익성을 위해 배당을 많이 지급하게 되고 이는 주주의 몫으로 연결 될 수 있다는 인식 때문으로 보인다. 따라서 기업의 성과가 높은 성숙기 기업의 배당성향이 높을수록 투자자들은 미래 수익에 대한 긍정적인 신호로 인식하여 나타난 것으로 보인다. 다음으로, 도입기와 쇠퇴기의 배당정책은 다른 기업수명주기에 비해 가치관련성이 낮은 것으로 나타났으며 성장기의 배당정책은 다른 수명주기에 비해 기업가치를 증가시키는 것으로 나타났다. 도입기는 사업의 불확실성이 매우 높은 시기이며 쇠퇴기는 상대적으로 불안정한 단계로 이 시기의 배당정책은 부정적인 신호로 인식되고 성장기는 성숙기 기업에 비해 배당률이 낮더라도 매출액이 도입기에 비해 급증하게 되며 영업활동 현금흐름의 순유입이 나타나기 시작하는 단계이기 때문에 성장기의 배당정책은 미래 수익에 대한 긍정적인 신호로 인식된 것으로 보인다.

추가적인 분석으로는 첫째, 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 가설을 검증하였다. 확인 결과, 유가증권시장과 코스닥시장의 전체표본을 대상으로 분석한 결과와 비슷한 결과를 확인할 수 있었다. 이는 기업수명주기별 배당정책이 기업가치에 미치는 영향이 상장된 시장에 차별적으로 나타나지 않으며 시장에 한정된 결과가 아님을 알 수 있다. 둘째, 본 연구의 배당정책은 총자산 대비 현금배당액으로 분석하였으나, 강건성의 일환으로 배당정책을 여러 특성에 따라 나누어 분석한 결

과, 당기순이익 대비 현금배당, 자기자본 대비 현금배당, 매출액 대비 현금배당 모두 앞의 본 분석이 질적으로 동일한 결과를 도출하였다. 따라서 기업수명주기에 따른 배당정책의 가치관련성에 차이가 있음을 시사하고 있다.

본 연구는 다음과 같은 시사점을 가진다. 경영자는 배당정책과 관련된 의사결정을 할 때, 상황적 특성을 고려하여 결정을 내려야 하며 이러한 상황적 특성은 다양한 지표를 사용하여 기업의 경제적 실질을 반영한 기업수명주기를 통해 살펴볼 수 있다. 따라서 자본시장에서 배당정책에 대한 정보를 이용할 때 기업수명주기를 고려할 필요가 있음을 시사한다.

이상의 시사점을 제공함에도 불구하고 본 연구는 다음과 같은 점에서 한계점을 갖는다. 첫째, 기업수명주기를 측정하는데 있어 본 연구에서 이용한 변수 외의 다른 변수가 누락될 수 있으며 이는 수명주기의 외적타당성에 한계가 존재할 수 있다. 둘째, 본 연구는 기업수명주기의 더미변수와 배당률의 상호작용항을 통해 Tobin's Q에 미치는 영향을 분석하였다. 그러나 우리나라의 배당률은 다른 나라에 비해 한참 낮은 수준으로, 연구의 결과를 일반화하는데 한계가 있다. 따라서 본 연구의 결과를 해석하는데 주의가 필요하나 배당률에 대한 여러 측정치로 분석하여 같은 결과를 도출하였으므로 해석하는데 있어 큰 문제가 없는 것으로 판단된다.

“본 게재논문에 대한 윤리적 문제는 전적으로 저자에게 책임이 있음을 확인함”

## 참 고 문 헌

- 강나라 · 백원선 (2016), 배당변화와 미래신용위험의 예측가능성. 회계학연구, 41(2), 167-211.
- 권수영 · 문보영 (2009), 기업수명주기 하에서 자기자본이익률의 구성요소와 미래수익성 및 가치관련성. 경영학연구, 38(5), 1213-1249.
- 김상명 · 박성욱 (2016), 현금흐름패턴 방식을 사용한 기업수명주기와 조세회피와의 관계에 대한 연구. 회계저널, 25(6), 135-158.
- 김성신 (2013), 기업은 왜 배당을 지급하는가? 한국기업의 자료를 이용한 수명주기이론에 대한 실증분석. 경영학연구, 42(3), 743-766.
- 김인수 · 김동욱 · 김병곤 (2011), 한국기업의 배당결정요인: 재벌 비재벌, 소유 전문 경영기업 비교. 산업경제연구, 24(5), 2855-2880.
- 남기만 · 전경민 (2020), 주가붕괴가 배당의사결정에 미치는 영향. 회계학연구, 45(6), 149-188.
- 목남희 (2014), 기업수명주기에 따라 외국인투자자가 배당성향에 미치는 영향. 국제회계연구, 53, 276-291.
- 목남희 · 송동섭 (2015), 잉여현금흐름과 외국인주주가 배당성향에 미치는 영향. 글로벌경영학회지, 12(3), 401-419.
- 박경서 · 이은정 · 이인무 (2003), 국내기업의 투자행태와 투자자의 반응에 관한 연구. 재무연구, 16(2), 195-229.
- 박 원 · 박상규 (2010), 기업수명주기에 따른 회계이익과 순자산의 가치관련성. 경영학연구, 39(6), 1451-1476.
- 박 원 (2018), 기업수명주기와 이익조정의 관계에 부채비율, 기업성과가 미치는 영향. 국제회계연구, 28,
- 박종일 · 전규안 (2003), 거래소와 코스닥기업의 회계이익과 과세소득의 차이 및 기업지배구조 비교분석. 경영학연구, 32(2), 343-378.
- 심재우 (2015), 기업수명주기에 따른 기업의 현금보유가 배당성향과 기업가치에 미치는 영향. 글로벌경영학회지, 12(4), 371-393.
- 안혜진 · 광수근 · 최삼열 (2014), 발생액과 현금흐름이 현금배당 공시시점의 주가반응에 미치는 영향. 회계학연구, 39(6), 57-100.
- 유현수 · 김새로나 · 최규담 (2021), 경영자 능력, 기업수명주기 및 기업의 배당정책. 회계저널, 30(2), 1-47.
- 이광윤 · 김진배 · 양대천 (2012), 내생성과 다기간 문제를 고려한 기업의 사회적책임의 세부활동과 기업가치와의 관계. 회계정보연구, 30(4), 115-145.
- 최종서 · 광영민 · 백정한 (2010), 코스닥 신규상장 기업의 이익조정과 경영자의 사적이익추구.

- 회계학연구, 35(3), 37-80.
- 송준협 · 신민식 (2006), 중소기업의 이익잉여금이 배당정책에 미치는 영향: 배당의 수명주기에  
론 검정을 중심으로. *중소기업연구*, 28, 81-94.
- 이화진 · 이계원 (2007), 이익지속성을 통한 이익기업과 손실기업의 배당정보효과. *회계저널*,  
16(3), 169-195.
- 임병진 · 허지훈 (2020), 투자자심리와 배당공시에 대한 시장반응: 행동재무학적 관점에서의 접  
근. *경영교육연구*, 35(1), 117-144.
- 허지훈 (2020), 투자자들은 투자자 심리가 위축되는 하락장에서 배당주를 더 선호하는가? *경영  
교육연구*, 35(6), 533-555.
- 홍난희 (2019), 현금흐름패턴방식을 이용한 기업수명주기에 따른 보유 현금의 가치. *경영학연구*,  
48(3), 819-836.
- Anthony, J., & Ramesh, K. (1992), Association between accounting performance measures and  
stock prices : A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*,  
15(2-3), 203-227.
- Baker, M., & Wurgler, J. (2004), A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3),  
1125-1165.
- Banerjee, S., Gatchev, V. A., & Spindt, P. A. (2007), Stock market liquidity and firm dividend  
policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 42(2), 369-397.
- Barclay, M., & Smith, Jr. C. (2005), The capital structure puzzle: The evidence revisited.  
*Journal of Applied Corporate Finance*, 17(1), 8-17.
- Becker, B., Ivković, Z., & Weisbenner, S. (2011), Local Dividend Clienteles. *Journal of  
Finance*, 66(2), 655-683.
- Bhattacharya, S. (1979), Imperfect information, dividend policy, and 'the bird in the hand'  
fallacy. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 259-270.
- Bhattachayra, D., Chang, C., & Li, W. (2020), Stage of Firm life cycle, transition, and dividend  
policy. *Working Paper*.
- Black, B., Jang, H., & Kim, W. (2002), Does Corporate Governance act Firm Value? *Working  
paper 327, Stanford Law School*.
- Brockman, P., & Unlu, E. (2009), Dividend policy, creditor rights, and the agency costs of  
debt. *Journal of Financial Economics*, 92(2), 276-299.
- Damodaran, A. (2014), *Applied corporate finance. 4th ed*, New Jersey, Wiley
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., & Stulz, R. M. (2006), Dividend policy and the  
earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial  
Economics*, 81, 227-254.

- Dickinson, V. (2011), Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969-1994.
- Easterbrook, F. H. (1984), Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review*, 74(4), 650-659.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1998), Taxes, Financing Decisions, and Firm Value. *Journal of Finance*, 63(3), 819-843.
- Fama, E.F. & French, K.R. (2001), Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics*, 60, 3-43.
- Gort, M., & Klepper, S. (1982), Time paths in the diffusion of product innovation. *Economic Journal*, 92(367), 630-653.
- Graham, J. R., & Kumar, A. (2006), Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors. *Journal of Finance*, 61(3), 1305-1336.
- Grullon, G., Michaely, R., Benartzi, S., & Thaler, R. (2005), Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability. *Journal of Business*, 78(5), 1659-1682.
- He, W., Ng, L., Zaiats, N., & Zhang, B. (2017), Dividend policy and earnings management across countries. *Journal of Corporate Finance*, 42, 267-286.
- Jacob, K. J. & Ma, T. (2007), Are Ex Day Dividend Clientele Effects Dead? Dividend Yield Versus Dividend Size. *Journal of Empirical Finance*, 14(5), 718-735.
- Jensen, M. J. (1986), The agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- John, K. & Williams, J. (1985), Dividends, dilution, and taxes: A signalling equilibrium. *The Journal of Finance*, 40(4), 1053-1070.
- Jovanovic, B. (1982), Selection and the evolution of industry. *Econometrica*, 50(3), 649-670.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000), Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance*, 55(1), 1-33.
- Lee, Y. T., Liu, Y. J., Roll, R., & Subrahmanyam, A. (2006), Taxes and Dividend Clientele: Evidence from Trading and Ownership Structure. *Journal of Banking and Finance*, 30(1), 229-246.
- Lemon, M. L., & Zender, J. F. (2010), Debt capacity and tests of capital structure theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 45(5), 1161-1187.
- Liu, Michelle. (2008), Accruals and Managerial Operating Decisions over the Firm Life Cycle. *Doctoral thesis*, The Pennsylvania State University.
- Miller, M. H. & Modigliani, F. (1961), Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.



- Miller, M. H. & Rock, K. (1985), Dividend policy under asymmetric information. *Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Myers, S. C. (1977), Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147 - 175.
- Nissim, D., & Ziv, A. (2001), Dividend Changes and Future Profitability. *Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Pinkowitz, L., Stulz, R., & Williamson, R.. (2006), Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis. *Journal of Finance*, 61(6), 2725-2751.
- Skinner, D. J., & Soltes, E. (2011), What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies*, 16(1), 1-28.
- Spence, A. M. (1977), Entry, capacity, investment, and oligopolistic pricing. *The Bell Journal of Economics*, 8(2), 534-544.
- Spence, A. M. (1979), Investment strategy and growth in a new market. *The Bell Journal of Economics*, 10(1), 1-19.
- Spence, A. M. (1981), The learning curve and competition. *The Bell Journal of Economics*, 12(1), 49-70.
- Tong, Y. H., & Miao, B. (2011), Are dividends associated with the quality of earnings? *Accounting horizons*, 25(1), 183-205.
- Wernerfeit, B. (1985), The dynamics of prices and market shares over the product life cycle. *Management Science*, 31(8), 928-939.

## Impact of Dividend policy on Firm Value in the Corporate Life Cycle

Han, Jiyeon \* · Jung, Kyoung Chol \*\*

—〈Abstract〉—

This paper examines the effect of high dividend payout policy on firm value according to the corporate life cycle. For the empirical analysis, we conduct the effect of the interaction term between the corporate life cycle and the dividend payout rate measured by cash flow patterns, on Tobin's Q measured by firm value.

According to the life cycle effect of DeAngelo et al. (2006), we expect that the high dividend payout of the maturity stage will have a more positive effect on firm value than the dividend payout of companies in other life cycles. As a result of the analysis, we confirm that the high dividend payout in the maturity stage is positively associated with firm value compared to the other corporate life cycles. In the analysis, which includes dummy variables in other corporate life cycles except for the maturity stage, the dividend payout in the introduction stage and the decline stage has a lower positive effect on firm value than the dividend payout in other corporate life cycles. On the other hand, we find that the dividend payout in the growth stage has a higher positive effect on firm value than the dividend payout in other corporate life cycles.

As an additional analysis, we divide by market and find that the dividend payout at the maturity stage is positively associated with firm value compared to the other corporate life cycles in all markets. And the dividend payout at the introduction stage and decline stage is negatively associated with firm value. In addition, as a result of analyzing the dividend payout by dividing it by various measurement methods(dividend to sales, net income, equity), we find that the dividend payout of the maturity stage is positively associated with firm value compared to the other corporate life cycles.

This results imply that there is a difference in the value relevance of the dividend payout policy according to the corporate life cycle. Through this, we expect that information of the dividend payout policy effects can work differently according to the corporate life cycle.

Key Words : Corporate life cycle, Dividend policy, Dividend payout, Firm value

---

\* 1<sup>st</sup> author, Ph.D. candidate, School of Business Administration, Kyungpook National University (dbr00260@naver.com)

\*\* Corresponding author, Ph.D., Assistant professor, School of Business Administration, Kyungpook National University (kjeung@knu.ac.kr)