

국제회계연구
제64집, 2015년 12월
한국국제회계학회

기업지배구조가 배당스무딩에 미치는 영향*

반 혜 정**

< 국문초록 >

본 연구는 기업지배구조가 배당 스무딩에 미치는 영향을 검증한다. 지배구조가 비효율적인 기업은 보다 안정적인 배당 정책을 통하여 지배구조 매커니즘의 약점을 보완하고 자금조달을 원활하게 할 수 있으므로 배당 스무딩의 유인이 증가할 수 있다. 지배구조가 열악한 기업의 경영자가 배당을 축소하는 경우 주주들은 비효율적인 투자 의사결정을 예상하고 기업가치의 손실을 예상할 것이므로 경영자는 묵시적으로 일관된 배당 행태를 유지하고 하향 편차를 회피함으로써 보다 지속적이고 안정적인 배당 경로를 만들어 내고자 할 것이다.

본 연구는 2010년부터 2014년까지 유가증권시장 상장기업을 대상으로 기업지배구조와 배당 스무딩간 관련성을 분석하였다. 분석결과, 당기 주당이익 및 전기 주당배당이 높을수록 당기 주당배당이 증가하되, 기업지배구조가 양호한 기업일수록 당기 주당이익과 당기 주당배당간 양(+)의 관련성이 강화되며 CGS가 열악한 기업일수록 전기 주당배당과 당기 주당배당간 양(+)의 관련성이 강화된다는 증거를 발견하였다.

본 연구는 지배구조가 열악한 기업일수록 묵시적인 배당 약정에 대한 기대 효익이 높고 배당 스무딩을 통하여 투자자들과의 갈등 및 대리인비용을 완화하여 자본비용을 감소시킬 수 있는 기회가 될 수 있다는 함의를 제공함으로써 배당 추세의 분석이 지배구조 질에 따라 달라질 수 있다는 시사점을 제공한다.

주제어 : 기업지배구조, ESG, 배당스무딩, 대리인비용, 투자의사결정

논문접수일: 2015.12.10. 논문수정일: 1차(2015.12.28.) 게재확정일: 2015.12.28.

* 이 논문은 2015학년도 안동대학교 연구비에 의하여 연구되었음.

** 안동대학교 회계학과 부교수

The Effect of Corporate Governance Structure on Dividend Smoothing

Ban Hye-jung*

< Abstract >

This paper attempts to examine corporate governance affecting dividend smoothing. Although on average dividends tend to be sticky, intertemporal patterns in dividends vary considerably across firms, and systematic empirical evidence on the underlying determinants of dynamic dividend behavior is scarce. I offers evidence that variation in corporate governance and managerial incentive conflicts explains differences in intertemporal properties of dividends.

Weak governance can result in misalignment of managers and shareholders and lead to inefficient investment. Stable dividends limit managerial discretion and free cash flow at the manager's disposal. So I suggest that smooth dividends are an alternative to traditional corporate governance mechanisms. According to my main empirical findings, I document a greater degree of dividend smoothing at firms with weak corporate governance mechanisms.

This paper sheds light on the differences between firms with weak versus strong governance mechanisms with respect to aggregate trends, such as dividend change. However, some issues are open for future research. While this paper has focused on dividend smoothing, it would be of interest to examine the joint determination of dividend and earning smoothing in settings with varying corporate governance quality.

Key word : Corporate Governance Structures, ESG, Dividend Smoothing, Agency Problem,
Investment Decision

Received: 2015.12.10. Revision: 1st(2015.12.28.) Accepted: 2015.12.28.

* Associate Professor, Department of Accounting, Andong National University

I. 서론

배당은 주주에게는 투자에 대한 보상이며 기업의 입장에서는 자본조달 의사결정 및 투자 의사결정에 영향을 미치는 중요한 정책이라 할 수 있다. 배당의 중요성으로 인하여 많은 연구자들은 배당 관련 주제에 관한 논의를 활발하게 진행하여 왔다. 그러나 여전히 풀리지 않는 의문점에 대한 논쟁이 진행 중이다. 그 중 하나가 배당 스무딩에 관한 논의이다. 배당 스무딩(dividend smoothing)은 기업이 배당을 일정한 수준으로 유지하려는 행위로 Lintner(1956)와 Fama and Babiak(1968)이 배당 스무딩과 배당 축소를 꺼려하는 기업의 성향을 연구한 이래로 배당의 기간간 패턴 및 배당 스무딩 행태에 관한 많은 연구가 지속되고 있다. Lintner(1956)는 배당조정모형을 통하여 배당조정속도를 측정하고 배당이 목표수준에서 벗어나는 경우 기업이 배당정책을 조정하므로 당기의 배당은 당기의 이익보다 전기의 배당에 의하여 더 많은 영향을 받는다고 주장하였다. 이후, Fama and Babiak(1968)과 Goergen *et al.*(2005) 등 많은 연구자들이 Lintner(1956)의 모형에 따라 배당조정속도를 측정하고 이에 따른 배당 스무딩 행태에 관한 논의를 이어오고 있다.

본 연구는 기업지배구조의 관점에서 이러한 이슈에 접근하고자 한다. 기업의 투자기획이 일정하다고 가정하는 경우, 지배구조가 열악한 기업일수록 경영자와 주주간 정보불균형이 심각하고 다양한 갈등을 초래하여 비효율적인 투자 의사결정을 유발할 수 있다. 이 때, 안정적인 배당은 경영자의 재량적 의사결정 및 잉여현금흐름의 사용을 제한함으로써 비효율적인 투자 의사결정의 가능성을 완화할 수 있다. 즉, 대리인비용이 존재하는 상황에서 열악한 지배구조로 인하여 모니터링이 효과적이지 못한 기업의 경우 안정적인 배당에 대한 묵시적인 약속은 경영자의 행동을 통제하는 대체적 장치로 사용될 수 있는 것이다.

기간간 배당 패턴의 유지에 관한 의사결정은 경영자의 이기적 행위와도 결합될 수 있다. 주주들은 경영자에 의해 선택되는 투자안의 질에 관한 정보가 부족한 반면, 배당이나 현금흐름 및 모니터링 매커니즘은 상대적으로 관찰이 용이하다. 따라서 다른 상황이 동일한 경우, 전통적인 모니터링 매커니즘이 약할 때 배당의 편차에 대한 주주들의 부정적인 반응은 보다 심각한 비용을 야기할 수 있으며 기업의 가치손실을 가져오게 된다. Zwiebel(1996)과 Fluck(1998, 1999)는 배당의 편차로 인해 예상되는 기업가치의 손실이 큰 경우 주주들은 경영자의 모니터링을 증가시키거나 경영 의사결정을 중재하려는 시도를 할 수 있다고 지적하였다. 유사하게, 경영자가 배당을 축소하는 경우 투자자들은 경영자가 선택하는 프로젝트에 편당하지 않는 선택을 할 수 있으며 Myers(2000)는 투자자와의 묵시적인 배당 계약을 지키는 이기적 경영자와 배당 정책간 관계를 모델화하였다.

본 연구는 기업지배구조와 배당 스무딩간 관련성을 검정하고자 한다. 2010년부터 2014년까지 유가증권시장 상장기업을 대상으로 기업지배구조와 배당 스무딩간 관련성을 분석

함으로써 배당 스무딩이 경영자의 기회주의적 행동을 제약하는 역할을 수행하는지 규명하고자 한다. 지배구조 매커니즘이 열악한 기업일수록 배당 스무딩이 경영자와 주주간 대리인문제 완화에 효과적인 수단이 될 수 있는지에 관한 증거를 도출하고 배당 스무딩 관련 선행연구에 공헌하고자 한다. 지배구조가 열악한 기업의 경우 묵시적인 배당 약정에 대한 신뢰성이 높고 배당 스무딩을 통하여 투자자들과의 갈등 및 대리인비용을 완화하고 자본비용을 감소시킬 수 있는 기회가 될 수 있는지에 관한 함의를 도출함으로써 배당 추세의 분석이 지배구조 질에 따라 달라질 수 있다는 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

II. 이론적 배경 및 가설의 설정

배당 스무딩(dividend smoothing)은 시간의 흐름에 따라 안정적으로 배당을 지급하는 것을 말한다. 많은 선행연구는 기업의 배당이 지속적이라는 논의를 하여 왔으며(Dewenter and Warther, 1998; Gugler, 2003) 이러한 논의는 Lintner(1956)의 연구를 출발점으로 하여 다뤄지기 시작하였다. Lintner(1956)는 미국의 28개 상장기업을 대상으로 한 서베이를 통하여 시장은 기업의 안정적인 배당 정책에 긍정적으로 반응하므로 기업은 안정적으로 배당을 지급한다고 논의하였다. Fama and Babiak(1968)과 Morck and Yeung(2005) 등은 기업이 주주들에 대한 지속적인 배당을 지급하며 배당 삭감을 선호하지 않는다는 사실을 입증하고 Lintner(1956)의 주장에 관한 실증적 증거를 제시하였다.

기업이 배당을 스무딩하는 이유는 대리인 이론의 관점에서 접근할 수 있다. 경영자와 주주간 이해관계의 불일치로 인하여 경영자는 개인적 효익 극대화를 위한 비효율적인 투자 의사결정을 할 수 있으며, 정보불균형으로 인한 경영자의 투자 의사결정에 대한 관찰 불가능성은 대리인 문제를 심화시킨다.(Jensen and Meckling, 1976; Rozeff, 1982). 대리인 이론의 관점에서 배당은 투자 자금을 위한 잉여현금흐름의 대리인 문제를 완화시킬 수 있는 수단이다. 배당을 통한 현금의 사외 유출은 투자 의사결정을 수행하기 위한 가용자원을 감소시킴으로써 경영자가 통제할 수 있는 잉여현금흐름을 제한할 수 있다(Jensen, 1986). 또한 지속적으로 배당을 지급하는 기업은 시장으로부터 관심을 받게 되며 많은 이해관계자들에게 노출됨으로써 모니터링이 강화되고 대리인 문제를 감소시킬 수 있다. 즉, 배당을 통하여 기업의 현금이 사외로 유출되면서 경영자의 재량적 사용에 대한 기회가 줄어들고, 배당을 많이 하는 기업은 시장의 관심으로 인하여 외부 이해관계자들의 감시가 강화되며 배당을 삭감하게 되면 투자자들로 부터 외면당하게 되므로 배당 스무딩이 발생하게 되는 것이다. Tirole(1995)은 주주와 대리인간 정보불균형으로 인하여 배당 스무딩이 발생한다고 논의한 바 있으며, Michaely and Robert(2012)는 상장회사가 비상장회사보다 대리인 문제

가 심각하므로 배당 스무딩을 더 많이 한다고 주장하였다.

그리고 배당은 외부 투자자에게 경영자의 사적 정보를 제공하는 수단이 될 수 있다 (Allen *et al.*, 2000). 지속적으로 지급되는 배당은 경영자가 주주들에게 기업의 재무상태가 양호하다는 정보를 전달하는 것으로 해석될 수 있으며, 배당의 삭감은 그 반대 현상에 대한 신호로 작용할 수 있으므로 경영자는 배당의 축소를 꺼려하게 되는 것이다. DeMarzo and Sannikov(2011)는 경영자와 주주간 정보불균형이 배당 스무딩을 유도하는 동인이라고 주장하였다. Acharya and Lambrecht(2013)는 주주와 비교하여 경영자가 정보의 우위에 있으나 주주의 배당청구 권리로 인하여 경영자는 지속적으로 배당을 지급하며 배당 스무딩 현상이 나타난다는 증거를 발견하였다.

Myers(2000)는 기회주의적 경영자에 의한 다이내믹한 배당 행태를 모형화하였다. 그는 배당의 축소가 투자 의사결정에 대한 보다 많은 재량을 허용함으로써 경영자의 개인적 효용을 증가시킬 수 있으나, 지속적인 배당 축소에 의한 경영자의 기대 효용은 배당 의사결정에 관한 주주들의 부정적인 반응에 의하여 감소된다고 주장하였다. Myers(2000)는 목시적인 배당 계약을 위배하는 것에 대한 대응으로 투자자가 기업에 제공하는 자금의 규모를 제한할 수 있다고 논의하였다. 자금조달의 어려움은 내부적 현금흐름의 부족으로 이어져 경영자로 하여금 사적인 효용 극대화를 위한 투자안의 선택을 어렵게 한다. 만약 경영자의 기회주의적 투자 의사결정으로 인한 기업가치 예상 손실이 실질적이라면, 경영자는 투자 의사결정에 관한 주주들의 개입이나 추가적인 정밀조사의 위협에 직면하게 된다. 배당은 경영자와 주주간 목시적인 계약이며(Myers, 2000) 초기의 배당 선택에 따라 경영자는 이러한 목시적인 배당 약속을 유지하거나 혹은 배당을 축소함으로써 계약을 불이행할지 선택할 수 있는데 경영자의 배당 의사결정은 투자자금 조달과의 상충관계에 의하여 영향을 받을 수 있다.

이와 같이 배당 스무딩 현상은 정보불균형 및 대리인비용과 관련되어 나타날 수 있는데 대리인문제는 기업지배구조에 의해 통제될 수 있으므로 배당 스무딩은 기업지배구조의 영향을 받을 수 있다. 예를 들어, 비효율적인 지배구조를 가지는 기업에서 배당을 증가시키는 경우, 내부 현금흐름의 감소로 외부 자본시장으로부터 자금을 조달할 때 대리인비용이나 정보불균형으로 인한 높은 자본비용이 예상된다. 따라서 배당의 증가를 회피하게 된다. 또한 지배구조가 비효율적인 기업이 배당을 축소하는 경우 투자자들은 그러한 배당 정책에 대하여 부정적으로 반응할 것이며 경영자는 주주들의 부정적인 의사결정을 감소시키기 위하여 배당의 축소를 꺼려하게 된다.

또한 경영자가 선택한 투자 프로젝트의 질과 달리 배당의 변화나 지배구조 매커니즘은 관찰가능하고 확인가능하며, 지배구조가 비효율적인 기업은 보다 안정적인 배당 정책을 통하여 지배구조 매커니즘의 약점을 보완하고 자금조달을 원활하게 할 수 있으므로 배당 스

무당의 유인이 증가할 수 있다. 즉, 지배구조가 열악한 기업의 경영자가 배당을 축소하는 경우 주주들은 비효율적인 투자 의사결정을 예상하고 기업가치의 손실을 예상할 것이므로 경영자는 묵시적으로 일관된 배당 행태를 유지하고 하향 편차를 회피함으로써 보다 지속적이고 안정적인 배당 경로를 만들어 내고자 할 것이다. 반면, 우수한 지배구조의 기업은 대리인문제가 상대적으로 심각하지 않으며 경영 의사결정에 대한 추가적인 제약이 불필요하고 경영자는 보다 유연하게 배당 정책을 활용하면서 가용 자원을 조절할 수 있다. 이에 따라 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 : 지배구조가 우수한 기업일수록 배당 스무딩이 감소한다.

III. 연구설계

3.1 연구모형 및 분석방법

본 연구는 기업의 배당 스무딩을 분석하기 위하여 Lintner(1956)의 배당조정모형을 이용한다. Lintner(1956)의 배당조정모형은 배당조정속도(Speed of Adjustment)를 계산하여 배당의 변화가 이익의 변화를 부분적으로 반영한다는 논리로 배당 스무딩을 측정한다. Lintner(1956)의 모형은 수많은 국내·외 연구자들에 의해 이용되어 오고 있으며 기업의 배당정책을 직접적으로 설명할 수 있는 장점이 있는 것으로 평가되어 왔다(Brealey and Myers, 2005). 따라서 본 연구에서도 Lintner(1956) 모형을 기본으로 하여 모형을 확장한다.

$$\begin{aligned}\Delta DPS_t &= DPS_t - DPS_{t-1} \\ &= \alpha + \beta DEV_t + \epsilon_t \\ &= \alpha + \beta (TPR_t * EPS_t - DPS_{t-1}) + \epsilon_t\end{aligned}\tag{1}$$

식 (1)에서, DPS 와 EPS 는 각각 기업의 주당배당 및 주당이익이며 TPR 은 기업의 목표 배당성향(Target Payout Ratio)이다. 식 (1)은 기업의 목표 배당과 실제 배당의 괴리가 실제로 발생한 전기와 당기의 배당차이에 얼마나 영향을 미치는지를 모형화한 것이다. 즉, 목표 당기 배당과 실제 전기 배당간 차이의 계수 값인 β 가 1에 가까우면 당기 주당이익의 변화에 따라 당기 주당배당이 빠르게 조정되며, β 가 0에 가까우면 당기 주당배당과 전기 주당배당의 차이는 당기 주당이익에 의해 영향을 받지 않으므로 배당 스무딩이 발생하는

것으로 파악할 수 있다. 식 (1)에서 β 는 Linter(1956)가 정의한 배당조정속도가 되는 것이다.

이와 같이 Linter(1956)의 배당조정모형에 따르면 당기 주당배당은 전기 주당배당과 당기 주당이익의 함수이며, 당기 주당이익과 전기 주당배당 및 당기 주당배당간 관련성을 이용하여 식 (1)은 다음의 모형 (2)와 같이 변형될 수 있다. 또한 본 연구는 당기 주당이익 및 전기 주당배당과 당기 주당배당의 관계가 기업지배구조에 의해 영향을 받는지 검증하는 것이 목적이므로 모형 (2)에 기업지배구조와의 상호작용항을 포함시켜 모형 (3)을 도출한다.

$$DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \epsilon_t \quad (2)$$

$$DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t * CGS_t + \gamma_4 DPS_{t-1} * CGS_t + \epsilon_t \quad (3)$$

본 연구는 가설 검증을 위하여 모형 (3)을 이용한 OLS 회귀분석을 실시한다. 다만, OLS 회귀분석은 누락변수와 설명변수간 관련성으로 인하여 추정에 편의가 발생할 수 있으며, 이러한 문제의 해결 방법으로 Chamberlain and Griliches(1984)가 주장한 고정효과모형을 이용하여 보다 강건한 증거를 도출하고자 한다. 그리고 고정효과모형을 이용한 회귀분석을 수행하기 위해서는 Hausman 검증을 통하여 고정효과모형(fixed-effect model)이 확률효과모형(random-effect model)보다 적합하다는 사실이 입증되어야 하므로 Hausman 검증을 우선 실시한다. 본 연구의 가설이 지지되기 위해서는 당기 주당이익의 계수(γ_1) 및 전기 주당배당의 계수(γ_2)가 유의적인 값을 보여야 한다. 그리고 추가적으로 당기 주당이익과 기업지배구조간 상호작용항의 계수(γ_3) 및 전기 주당배당과 기업지배구조간 상호작용항의 계수(γ_4)를 이용한 기업지배구조의 조절효과에 대한 증거가 도출되는 경우 기업의 배당 스무딩에 관한 기업지배구조의 역할이 입증될 수 있다.

3.2 변수의 측정 및 표본의 선정

본 연구는 기업지배구조를 측정하기 위하여 한국기업지배구조원에서 평가하는 ESG 등급을 사용한다. ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 일컫는 말로 UN의 사회적 책임투자 원칙에서 투자의사결정시 고려하도록 하는 핵심요소이며, 한국기업지배구조원은 국내 상장법인의 지속가능한 발전을 도모하기 위하여 기존의 지배구조 평가에서 사회 및 환경부문의 평가를 보완하여 ESG 등급을 평가하고 있다. 본 연구는 배당 스무딩에 관한 기업지배구조의 조절효과를 분석하고자 하므로 ESG 등급 중 지배구조 등급에 초점을 둔다. 다만, ESG 등급에 지배구조 평가결과가 포함되어 있으므로 ESG를 이

용한 분석을 함께 실시한다. 그리고 ESG의 또 다른 평가항목인 환경 및 사회 등급을 이용한 분석도 추가적으로 실시함으로써 기업지배구조와 환경 및 사회영역의 활동이 배당 스무딩에 미치는 영향에 차이가 있는지 알아보고자 한다. 한국기업지배구조원은 지배구조 등급을 A+, A, B+, B, C, D로 평가하여 공개하고 있다. 이에 따라 본 연구는 1에서 6까지의 서열척도를 이용하여 지배구조 변수를 측정한다.

본 연구는 한국기업지배구조원에서 공표하는 기업지배구조 등급이 확인가능한 2010년에서 2014년까지를 연구기간으로 하여 이 기간 동안 한국기업지배구조원에서 환경, 사회, 지배구조를 포함한 ESG 등급을 공표하는 기업을 표본으로 한다. 단, 은행, 증권, 보험 등 금융업종의 기업은 제외한다. 금융업은 경영환경이 일반 제조업과 차이를 보이며 업무 특성으로 인하여 규제기관의 감독 또한 상대적으로 강하게 이루어지고 있으므로 높은 등급을 받을 가능성이 있기 때문이다. 그 외 연구모형 내 투입되는 재무변수 측정을 위한 자료가 누락되는 기업을 제외하고 최종 1,384개 연도-기업을 분석 대상으로 하였다. 그리고 연구모형을 분석하기 위한 모든 재무자료는 한국신용평가(주)의 KIS-VALUE를 이용하여 수집하였다.

IV. 분석결과

4.1 기술통계량 및 변수간 상관관계

〈표 1〉은 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. 주당이익(EPS)의 평균은 4.520이고 중위수는 1.385로 최소 0.003에서 최대 43.72의 값을 보이고 있다. EPS가 가장 높은 기업은 삼성전자이며 포스코와 롯데제과가 뒤를 잇는 것으로 조사되었다. 주당배당(DPS)의 평균과 중위수는 각각 0.761과 0.295로 DPS가 높은 기업으로는 포스코, SK텔레콤, 삼성전자, KCC, 한국셀석유 등인 것으로 나타났다. 그리고 기업지배구조(CGS)의 평균은 3.158로 표본기업의 경우 평균 3등급 정도의 지배구조를 보이는 것으로 확인되었다. 최우량 지배구조 등급(A+)으로 평가된 기업군에는 포스코, SK텔레콤, KT&G, S-Oil, KT, 두산건설 등이 포함되는 것으로 조사되었다. 포스코와 같이 기업지배구조가 우수한 기업들이 EPS와 DPS 또한 상대적으로 높은 값을 가지는 것으로 볼 때 배당 스무딩을 적게할 것으로 추측할 수 있다. 그리고 종합적인 평가 척도인 ESG와 환경영역(ENV) 및 사회영역(SOC) 평가에서 높은 등급을 받은 기업은 금융기관이 다수 포함되어 있었으며 B이하의 등급을 받은 기업은 공개되지 않았다.

〈표 1〉 기술통계량

	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
EPS	4.520	1.385	7.997	0.003	43.72
DPS	0.761	0.295	1.284	0.000	8.000
ESG	4.370	4.000	0.547	4.000	6.000
CGS	3.158	3.000	0.930	1.000	6.000
ENV	4.385	4.000	0.601	4.000	6.000
SOC	4.507	4.000	0.633	4.000	6.000

EPS : 주당이익 DPS : 주당배당 ESG : 환경·사회·지배구조지수
 CGS : 지배구조등급 ENV : 환경영역 등급 SOC : 사회영역 등급

〈표 2〉는 변수간 상관관계를 보여주고 있다. 주당이익(EPS)은 기업지배구조(CG)를 포함하여 환경영역(ENV) 및 사회영역(SOC) 평가 등급과 1%수준에서 유의적인 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났다. 또한 주당배당(DPS)도 기업지배구조(CG), 환경영역(ENV), 사회영역(SOC), 그리고 종합평가 등급인 ESG와 모두 유의적인 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 이에 따라 수익성이 양호한 기업이 지배구조가 우수하고 환경경영 활동이 적극적일 뿐만 아니라 공급업자, 종업원, 소비자, 지역사회를 위한 활동을 성실히 수행하는 것으로 예상된다. 또한 ESG 등급과 주당배당(DPS)도 1%유의수준에서 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타나 지배구조와 환경경영활동이 우수하고 사회영역 등급이 높은 기업들의 배당수준이 높은 것으로 추측할 수 있다.

〈표 2〉 변수간 상관관계

	EPS	DPS	ESG	CGS	ENV	SOC
EPS	1					
DPS	0.542 (.000)	1				
ESG	0.128 (.005)	0.189 (.000)	1			
CGS	0.237 (.000)	0.358 (.000)	0.107 (.767)	1		
ENV	0.173 (.000)	0.255 (.000)	0.430 (.000)	0.051 (.385)	1	
SOC	0.134 (.005)	0.137 (.004)	0.578 (.000)	0.04 (.274)	0.467 (.005)	1

EPS : 주당이익 DPS : 주당배당 ESG : 환경·사회·지배구조지수
 CGS : 지배구조등급 ENV : 환경영역 등급 SOC : 사회영역 등급

기업지배구조(CGS)와 환경영역(ENV) 및 사회영역(SOC) 등급간 관련성을 살펴보면, 환경영역(ENV)과 사회영역(SOC) 등급은 1%수준에서 유의적인 양(+)의 상관관계를 보이고 있으며, 환경영역(ENV)과 사회영역(SOC) 등급이 높을수록 ESG 등급도 높다는 사실이 확인된다. 그러나, 지배구조(CGS) 등급은 이러한 관련성과 달리 환경영역(ENV)과 사회영역(SOC) 및 ESG 등급과 유의적인 관련성이 없는 것으로 나타났다. 이에 따라 지배구조가 배당 스무딩에 미치는 영향과 환경 및 사회영역 등급이 배당 스무딩에 미치는 영향이 차이를 보일 것으로 기대하고 각 영역별 등급 및 통합 등급을 이용하여 회귀분석을 수행한다.

4.2 단변량분석

본 절에서는 가설을 검증하기 전에 사전적으로 기업의 배당 스무딩에 영향을 미칠 수 있는 재무적 특성을 살펴보고자 한다. 재무적 특성 변수는 선행연구에서 논의되어 오는 변수들로 구성하였다. 먼저, 기업규모와 연령은 배당 변화에 영향을 미칠 수 있다(Lemmon and Zender, 2010). 규모가 크고 사업활동을 수행한 기간이 오래된 기업일수록 상대적으로 주주와 경영자간 정보불균형이 적으며 배당 스무딩의 유인이 적을 수 있다. 또한, 이익의 변동성이 높은 기업일수록 이러한 위험을 회피하기 위한 이익 유연화의 동기가 있고 이익의 질이 낮다고 할 수 있다(Graham *et al.*, 2005). 이익의 질이 낮은 기업은 대리인문제의 발생가능성이 높으며 배당 스무딩에 영향을 미칠 수 있다. 기업규모(SIZE)는 총자산의 자연로그 값으로 측정하였고 기업연령(AGE)은 사업활동을 수행한 개월 수의 자연로그 값으로 계산하였다. 그리고 이익의 변동성(RISK)은 과거 5년간 총자산에 대한 영업이익률의 표준편차로 측정하였다.

한편, 성장기회가 낮은 기업의 경영자는 내부의 잉여현금흐름을 통한 기회주의적인 효익을 추구하는 유인이 높으며 대리인문제에 노출될 수 있다(Jensen, 1986). 따라서 자산의 시장가치 대 장부가치 비율(MB)이 높은 기업일수록 배당 스무딩의 유인이 적을 것으로 기대한다. 또한 재무적인 제약으로 인하여 외부자본조달비용이 높은 기업일수록 내부적 현금유보를 선호하며 배당을 증가시키기 어렵다. 본 연구는 수익성(ROA)이 높거나 자산회전율(TURN)이 높고, 레버리지(LEV)가 낮으며, 이자보상비율(INT)이 높은 기업일수록 재무적 제약이 적을 것으로 예상한다. 수익성 변수는 총자산 대비 영업이익의 비율로 측정하고 자산회전율은 총매출액 대비 총자산 비율로 계산한다. 레버리지는 총자본 대비 총부채 비율로 계산하였으며 이자보상비율은 이자비용 대비 영업이익의 비율로 측정한다. <표 3>는 재무적 특성 변수의 정의이다.

〈표 3〉 재무적 특성 변수의 정의

변수명		변수의 정의
SIZE	기업규모	총자산의 자연로그 값
AGE	기업연령	사업수행 개월 수의 자연로그 값
RISK	기업위험	과거 5년간 총자산에 대한 영업이익의 표준편차
MB	성장기회	자산의 장부가치 대 시장가치 비율
ROA	수익성	총자산에 대한 영업이익 비율
TURN	자산회전율	총매출액에 대한 총자산 비율
LEV	레버리지	총자본에 대한 총부채 비율
INT	이자보상비율	이자비용에 대한 영업이익 비율

본 연구는 이상에서 제시한 재무적 특성 변수를 이용하여 평균 차이분석(t-test)을 실시하였다. 배당 변화율의 중위수를 기준으로 배당 변화가 큰 기업과 작은 기업의 재무적 특성 차이를 분석하였으며 그 결과는 〈표 4〉에 제시되고 있다.¹⁾

〈표 4〉 재무적 특성의 차이분석 결과

	평균차이	t-값	p-value
SIZE	0.157	3.070	0.002
AGE	-0.050	-1.647	0.100
RISK	-0.001	-1.180	0.238
MB	0.268	8.106	0.000
ROA	0.025	5.875	0.000
TURN	0.044	2.343	0.019
LEV	0.005	0.833	0.405
INT	26.499	0.539	0.590

SIZE : 기업규모 AGE : 기업연령 RISK : 기업위험 MB : 성장기회
 ROA : 수익성 TURN : 자산회전율 LEV : 레버리지 INT : 이자보상비율

예상과 일치하게, 배당 변화율이 높은 기업이 상대적으로 기업규모(SIZE)가 크고 성장 기회(MB)가 높은 것으로 나타났다. 또한, 배당 변화가 높은 기업군의 수익성(ROA) 및 자산회전율(TURN)이 유의하게 높은 것으로 나타나 재무적 제약이 적은 기업일수록 배당 스무딩의 유인이 낮은 것으로 추측한다. 한편, 본 연구는 기업연령(AGE)이 높을수록 배당 스무딩의 유인이 적어 배당 변화가 높을 것으로 기대하였으나 배당 변화가 적은 기업군의

1) 주당 배당(DPS)의 중위수를 기준으로 구분한 기업군의 차이분석 결과도 〈표 4〉와 동일한 것으로 확인되었다.

연령이 높은 것으로 나타났다. 그러나 유의수준이 0.1로 임계치에 머무르고 있으므로 유의적인 차이가 있다고 단정하기는 어렵다. 그 외, 기업위험(RISK)과 레버리지(LEV) 및 이자보상비율(INT)은 유의적인 차이를 발견하지 못하였다.

4.3 가설 검증결과

<표 5>은 배당 스무딩에 대한 CGS의 조절효과를 검증한 OLS 회귀분석 결과이다. 모형의 설명력은 약 86%로 ESG의 경우와 유사하게 나타났고 모형의 타당성도 확인되고 있다(F=2121.11).

<표 5> OLS 회귀분석 결과 I

변수	기대부호	계수	t-값	p-value
<i>constant</i>	?	0.041	3.041***	0.002
EPS_t	+	0.012	4.521***	0.000
DPS_{t-1}	+	0.912	42.213***	0.000
$EPS_t * CGS_t$	+	0.030	8.120***	0.000
$DPS_{t-1} * CGS_t$	-	-0.331	-13.505***	0.001
$adj-R^2$	0.860			
$F-test$	2121.11 (p-value = 0.000)			
$SOA(1-\gamma_2)$	good CGS 0.419			
	poor CGS 0.088			

모형 : $DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t \times CGS_t + \gamma_4 DPS_{t-1} \times CGS_t + \epsilon_t$

여기서, EPS는 주당이익, DPS는 주당배당, CGS는 지배구조등급임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

계수의 유의성을 살펴보면, 당기 주당이익과 전기 주당배당 변수의 계수 값은 모두 1% 유의수준에서 당기 주당배당에 양(+)의 영향을 미치고 있다. 이로써 당기 주당이익 및 전기 주당배당이 높을수록 당기 주당배당이 증가한다는 사실을 확인하였다. 이러한 관련성에 대한 CGS의 조절효과를 살펴보면, 당기 주당이익과 CGS의 상호작용항의 계수 값 및 전기 주당배당과 CGS 상호작용항의 계수 값이 각각 1%수준에서 유의적인 양(+)과 음(-)의 값을 보이고 있다. 즉, CGS가 양호한 기업일수록 당기 주당이익과 당기 주당배당 간 양(+)의 관련성이 강화되며 CGS가 열악한 기업일수록 전기 주당배당과 당기 주당배당 간 양(+)의 관련성이 강화된다는 증거를 발견하였다. 본 연구의 가설은 배당 스무딩에 관한 CGS의 조절효과에 초점을 두고 있으며 <표 5>의 결과는 본 연구의 가설을 지지하고 있다. 다만, 본 연구는 고정효과모형을 분석함으로써 보다 강건한 증거를 도출하고자

하였으며 가설 검증을 위한 증거는 <표 6>에서 제시한다.²⁾ 이상에서 제시되는 OLS 회귀분석 결과는 누락변수 및 누락변수와 설명변수간 상관관계에 의해 영향을 받을 수 있으므로, 본 연구는 고정효과모형(fixed-effect regression)에 의해 가설을 검증함으로써 보다 강건한 연구결과를 도출하고자 한다.³⁾

<표 6> 고정효과모형 vs. 확률효과모형 분석 결과 I

변수	Fixed-effect			Random-effect		
	계수	t-값	p-value	계수	z-값	p-value
<i>constant</i>	0.106	1.091	0.277	0.025	1.121	0.263
<i>EPS_t</i>	0.007	2.590***	0.010	0.011	3.940***	0.000
<i>DPS_{t-1}</i>	0.195	5.502***	0.000	0.756	30.802***	0.000
<i>EPS_t* CGS_t</i>	0.012	3.584***	0.000	0.025	7.132***	0.000
<i>DPS_{t-1}* CGS_t</i>	-0.104	-3.311***	0.001	-0.283	-10.461***	0.000
<i>R² within</i>	0.080			0.062		
<i>R² between</i>	0.825			0.877		
<i>R² overall</i>	0.817			0.860		
<i>F-test/χ²-test</i>	19.612 (p-value = 0.000)			2268.84 (p-value = 0.000)		
<i>Hausman test</i>		570.22 (p-value = 0.000)				
<i>SOA</i> (1-γ ₂)		good CGS	0.909			
		poor CGS	0.805			

모형 : $DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t \times CGS_t + \gamma_4 DPS_{t-1} \times CGS_t + \epsilon_t$

여기서, EPS는 주당이익, DPS는 주당배당, CGS는 지배구조등급임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<표 6>은 고정효과모형과 확률효과모형의 분석결과를 제시하고 있으며 Hausman test 결과 고정효과모형이 보다 적합하다는 사실이 확인되었다. 계수의 유의성 분석결과, 모형 내 투입되고 있는 모든 변수는 1%수준에서 유의적인 값을 보이고 있다. 즉, CGS가 낮은 기업의 경우 당기 주당이익의 계수 값이 0.007인 반면, 전기 주당배당의 계수 값이 0.195로 전기 주당배당의 계수 값이 더 크게 나타났으며 배당조정속도는 0.805(=1-0.195)로 측정되었다. 한편, CGS가 높은 기업의 경우 당기 주당이익과 CGS간 상호작용변수의 계수가 0.012이며 전기 주당배당과 CGS간 상호작용변수의 계수는 -0.104로 나타났다. 따라서 CGS가 높은 기업의 전기 주당배당의 계수 값은 0.091(=0.195-0.104)로 당기 주당이익

2) 모형에서 전기 주당배당의 계수 값인 γ_2 를 추정하여 1에서 차감한 1- γ_2 는 배당조정속도가 된다.

3) Chamberlain and Griliches(1984)는 모형 내 포함되지 않는 누락변수가 존재하고 누락변수와 설명변수간 관련성이 존재하더라도 고정효과모형을 통하여 분석하는 경우 그 결과에 편의가 발생하지 않는다고 논의한 바 있다.

의 계수 0.019(=0.007+0.012)보다 큰 양의 값을 보이고, 배당조정속도는 0.909 (=1-0.091)로 측정된다.⁴⁾ 즉, CGS가 낮은 기업은 CGS가 높은 기업과 비교하여 전기 주당배당의 계수 값이 크며 더 낮은 배당조정속도를 보임으로써 전기 주당배당을 당기 주당이익보다 당기 주당배당에 더 많이 반영하며 상대적으로 배당 스무딩이 증가한다는 증거가 발견되어 본 연구의 가설이 지지되고 있다.

<표 7>은 ESG 등급을 조절변수로 포함한 OLS 회귀분석 결과이다.⁵⁾

<표 7> OLS 회귀분석 결과 II

변수	기대부호	계수	t-값	p-value
<i>constant</i>	?	0.023	0.410	0.680
EPS_t	+	0.024	4.831***	0.000
DPS_{t-1}	+	0.960	30.713***	0.000
$EPS_t * ESG_t$	+	0.011	1.560	0.120
$DPS_{t-1} * ESG_t$	-	-0.170	-3.345***	0.001
$adj-R^2$	0.850			
$F-test$	533.70 (p-value = 0.000)			
$SOA(1-\gamma_2)$	good ESG 0.210			
	poor ESG 0.004			

모형 : $DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t \times ESG_t + \gamma_4 DPS_{t-1} \times ESG_t + \epsilon_t$

여기서, EPS는 주당이익, DPS는 주당배당, ESG는 환경·사회·지배구조등급임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

모형의 $adj-R^2$ 는 85%를 보이고 있으며 1%수준에서 모형은 타당한 것으로 확인되고 있다. 당기 주당이익 및 전기 주당배당의 계수 값은 1%수준에서 당기 주당배당에 유의적인 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 그리고 ESG와 당기 주당이익의 상호작용항은 비유의적인 값을 보이고 있는 반면, ESG와 전기 주당배당의 상호작용항은 1%유의수준에서 당기 주당배당에 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이로써 ESG가 당기 주당이익에 따른 당기 주당배당에 미치는 조절효과는 없으나 전기 주당배당이 당기 주당배당에 미치는 영향에는 부(-)의 조절효과를 가지는 것으로 나타났다. 즉, ESG 지수가 낮은 기업일수록 전기 주당

4) 본 연구는 CGS가 높은 기업군과 낮은 기업군을 각각 1과 0으로 측정하여 상호작용항을 정의하고 있다. 서열척도를 사용하여 상호작용효과를 분석하는 경우 현재 제시되고 있는 결과보다 더욱 명확한 조절효과가 발견되나, 배당조정속도의 측정이 어렵기 때문이다.

5) 이미 언급한 바와 같이, 본 연구는 기업지배구조를 측정하기 위하여 한국기업지배구조원에서 평가하는 ESG 등급을 사용하며, ESG 등급에는 지배구조 평가결과가 포함되어 있으므로 ESG를 이용한 분석을 함께 실시한다. 그리고 ESG는 환경(Environment), 사회(Social), 지배구조(Governance)를 통하여 기업의 지속가능성을 측정하는 지표이므로, 기업지배구조와 환경 및 사회영역의 활동이 배당 스무딩에 미치는 영향에 차이가 있는지 알아보려고 ESG의 또 다른 평가항목인 환경 및 사회 등급을 이용한 분석도 추가적으로 실시하였다.

배당이 당기 주당배당에 미치는 영향이 강화된다는 사실을 확인하였다. 배당조정속도(SOA)를 살펴보면, ESG 지수가 낮은 기업의 SOA가 0.004로 실제 당기와 전기 배당의 차이가 현재 이익에 큰 영향을 받지 않는다는 사실을 알 수 있다.

<표 8>에서는 고정효과모형을 분석한 결과가 제시되고 있으며, 고정효과모형이 확률효과모형보다 적합하다는 사실을 입증하기 위하여 Hausman(1978) 검증결과 및 확률효과모형의 분석결과를 함께 제시한다. Hausman test 결과, 1%유의수준에서 고정효과모형이 적합한 것으로 나타났으며 가설 검증 결과는 고정효과모형의 분석에 따른다.

<표 8> 고정효과모형 vs. 확률효과모형 분석 결과 II

변수	Fixed-effect			Random-effect		
	계수	t-값	p-value	계수	z-값	p-value
<i>constant</i>	0.034	0.781	0.434	0.027	0.401	0.692
<i>EPS_t</i>	0.024	2.490***	0.013	0.028	5.340***	0.000
<i>DPS_{t-1}</i>	0.192	3.082***	0.002	0.903	25.242***	0.000
<i>EPS_t*ESG_t</i>	0.008	1.104	0.271	0.123	1.642*	0.100
<i>DPS_{t-1}*ESG_t</i>	-0.028	-2.631***	0.009	-0.195	-3.351***	0.009
<i>R² within</i>	0.077			0.035		
<i>R² between</i>	0.749			0.926		
<i>R² overall</i>	0.644			0.850		
<i>F-test/χ²-test</i>	5.250 (p-value = 0.000)			1292.21 (p-value = 0.000)		
<i>Hausman test</i>		337.92 (p-value = 0.000)				
<i>SOA</i> (1-γ ₂)		good ESG	0.836			
		poor ESG	0.808			

모형 : $DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t \times ESG_t + \gamma_4 DPS_{t-1} \times ESG_t + \epsilon_t$

여기서, EPS는 주당이익, DPS는 주당배당, ESG는 환경·사회·지배구조등급임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

우선, ESG가 낮은 기업의 경우 당기 주당이익의 계수 값이 0.014이고, ESG가 높은 기업의 경우 당기 주당이익과 ESG간 상호작용변수의 계수 값이 0.008이므로 당기 주당이익의 계수는 0.022(=0.014+0.008)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 그러나 ESG와 당기 주당이익간 상호작용항 계수의 유의성이 확인되지 않으므로 ESG의 조절효과는 발견되지 않았다. 반면, 전기 주당배당의 계수 값을 살펴보면, ESG가 낮은 기업의 경우 전기 주당배당의 계수 값이 0.192로 당기 주당이익의 계수 값보다 크다. 그리고 ESG가 높은 기업의 경우 전기 주당배당의 계수 값은 0.164(0.192-0.028)로 ESG가 낮은 기업보다 적은 양(+)의 값을 보이고 있으며 배당 조정 속도(SOA)도 상대적으로 적은 값을 보이고 있다. 이에 따라 ESG가 낮은 기업은 ESG가 높은 기업과 비교하여 당기 배당을 함에 있어서 전

기 주당배당을 당기 주당이익보다 더 많이 고려하며 전기 주당배당에 따라 당기 주당배당을 더 많이 스무딩하는 것으로 확인되었다.

<표 9>는 당기 주당이익 및 전기 주당배당과 당기 주당배당간 관련성에 대한 ENV의 조절효과를 분석한 결과이다. 모형의 설명력은 약 86%인 것으로 나타났으며 F-test 결과, 1%유의수준에서 모형의 타당성이 입증된다. 계수의 유의성을 살펴보면, 당기 주당이익 및 전기 주당배당은 당기 주당배당에 1%수준에서 유의적인 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그러나 당기 주당이익과 ENV간 상호작용항 및 전기 주당배당과 ENV간 상호작용항의 계수 값은 유의성이 확인되지 않아 기업이 환경영역의 사회적인 활동에 따라 배당 스무딩을 조절한다는 증거는 발견되지 않았다.

<표 9> OLS 회귀분석 결과 III

변수	기대부호	계수	t-값	p-value
<i>constant</i>	?	-0.007	-0.191	0.847
EPS_t	+	0.022	6.261***	0.000
DPS_{t-1}	+	0.830	31.393***	0.000
$EPS_t * ENV_t$	+	0.002	0.450	0.653
$DPS_{t-1} * ENV_t$	-	-0.045	-1.115	0.267
$adj-R^2$	0.859			
$F-test$	759.09 (p-value = 0.000)			
$SOA(1-\gamma_2)$	good ENV	0.215		
	poor ENV	0.170		

모형 : $DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t \times ENV_t + \gamma_4 DPS_{t-1} \times ENV_t + \epsilon_t$

여기서, EPS는 주당이익, DPS는 주당배당, ENV는 환경영역등급임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

<표 10>은 ENV의 조절효과 검증을 위한 고정효과모형 분석결과이다. Hausman test 결과로 볼 때 확률효과모형보다 고정효과모형이 적합하다는 사실이 확인되며 고정효과모형의 타당성도 입증되고 있다. 계수의 유의성 분석에서, 전기 주당배당의 계수 값 및 당기 주당이익과 ENV 상호작용항의 계수 값은 유의적인 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났으나, 당기 주당이익 계수 값이 비유의적이며 전기 주당배당과 ENV간 상호작용항의 계수 값도 통계적 유의성이 확인되지 않았다. 이로써 배당 스무딩에 미치는 ENV의 조절효과에 관한 증거는 발견하지 못하였으며 기업의 환경경영 전략이나 환경 성과에 따라 배당 의사결정이 달라진다는 사실을 확인되지 않았다.

〈표 10〉 고정효과모형 vs. 확률효과모형 분석 결과 III

변수	Fixed-effect			Random-effect		
	계수	t-값	p-value	계수	z-값	p-value
<i>constant</i>	-0.003	-0.118	0.912	-0.014	-0.311	0.759
<i>EPS_t</i>	0.007	1.561	0.120	0.027	7.050***	0.000
<i>DPS_{t-1}</i>	0.126	2.780***	0.006	0.740	24.594***	0.000
<i>EPS_t*ENV_t</i>	0.013	2.165**	0.032	0.002	0.422	0.675
<i>DPS_{t-1}*ENV_t</i>	-0.052	-1.045	0.299	-0.040	-0.862	0.390
<i>R² within</i>	0.073			0.038		
<i>R² between</i>	0.795			0.906		
<i>R² overall</i>	0.716			0.860		
<i>F-test/χ²-test</i>	6.288(p-value = 0.000)			1402.23 (p-value = 0.000)		
<i>Hausman test</i>		560.93 (p-value = 0.000)				
<i>SOA</i> (1-γ ₂)		good ENV	0.926			
		poor ENV	0.987			

모형 : $DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t \times ENV_t + \gamma_4 DPS_{t-1} \times ENV_t + \epsilon_t$

여기서, EPS는 주당이익, DPS는 주당배당, ENV는 환경영역등급임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

〈표 11〉은 SOC를 조절변수로 포함한 OLS 회귀모형의 분석결과이다. 모형의 $adj-R^2$ 은 0.856이고 F-값은 635.16으로 1%수준에서 유의하게 나타났다.

〈표 11〉 OLS 회귀분석 결과 IV

변수	기대부호	계수	t-값	p-value
<i>constant</i>	?	0.009	0.209	0.839
EPS_t	+	0.021	4.762***	0.000
DPS_{t-1}	+	0.936	33.301***	0.000
$EPS_t^* SOC_t$	+	0.012	1.887*	0.061
$DPS_{t-1}^* SOC_t$	-	-0.138	-3.071***	0.002
$adj-R^2$	0.856			
$F-test$	635.16 (p-value = 0.000)			
$SOA(1-\gamma_2)$	good SOC	0.202		
	poor SOC	0.064		

모형 : $DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t \times SOC_t + \gamma_4 DPS_{t-1} \times SOC_t + \epsilon_t$

여기서, EPS는 주당이익, DPS는 주당배당, SOC는 사회영역등급임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

당기 주당이익은 1%수준에서 당기 주당배당에 유의적인 양(+)의 영향을 미치며, 전기

주당배당 또한 1%수준에서 당기 주당배당에 유의적인 양(+의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 그리고 당기 주당이익과 SOC간 상호작용변수의 계수 값 및 전기 주당배당과 SOC간 상호작용변수 각각 유의적인 양(+의 계수 값을 보임으로서, SOC가 높은 기업일수록 당기 주당이익과 당기 주당배당간 양(+의 관련성이 강화되는 반면 SOC가 낮은 기업일수록 전기 주당배당과 당기 주당배당간 양(+의 관련성이 강화된다는 증거가 발견되었다. 이러한 결과는 근로자, 협력사, 소비자, 지역사회 등 기업의 활동과 직·간접적으로 이해관계를 가지는 이해관계자들에 대하여 관련 정책을 수립하고 자율적으로 실행할 뿐만 아니라 법규를 준수하는 등 사회적 책임을 다하는 기업일수록 배당 스무딩이 감소하는 것으로 해석될 수 있다.

<표 12>는 고정효과모형 및 확률효과모형을 이용하여 배당 스무딩에 관한 SOC의 조절효과를 분석한 결과이다. Hausman test 결과는 고정효과모형이 보다 타당하다는 사실을 확인시켜 주고 있으며 본 연구의 가설 검증도 고정효과모형에 따른다. SOC가 낮은 기업의 경우, 당기 주당이익의 계수 값은 0.001이고 전기 주당배당의 계수 값은 0.072로 당기 주당이익과 비교하여 전기 주당배당을 당기 주당배당에 더 많이 고려한다는 증거가 발견되었다. SOC가 높은 기업의 경우, 당기 주당이익의 계수 값은 0.022이고 전기 주당배당의 계수 값은 0.044로 역시 전기 주당배당을 당기 주당배당에 더 많이 고려하는 것으로 나타났다.

<표 12> 고정효과모형 vs. 확률효과모형 분석 결과 IV

변수	Fixed-effect			Random-effect		
	계수	t-값	p-value	계수	z-값	p-value
<i>constant</i>	-0.016	-0.501	0.615	0.015	0.030	0.761
<i>EPS_t</i>	0.001	2.922***	0.004	0.022	4.992***	0.000
<i>DPS_{t-1}</i>	0.072	3.050***	0.002	0.908	29.014***	0.000
<i>EPS_t*SOC_t</i>	0.021	7.105***	0.000	0.014	2.213***	0.027
<i>DPS_{t-1}*SOC_t</i>	-0.028	-5.861***	0.000	-0.163	-3.380***	0.001
<i>R² within</i>	0.178			0.020		
<i>R² between</i>	0.609			0.930		
<i>R² overall</i>	0.625			0.857		
<i>F-test/χ²-test</i>	14.915(p-value = 0.000)			1757.13 (p-value = 0.000)		
<i>Hausman test</i>		333.17 (p-value = 0.000)				
<i>SOA(1-γ₂)</i>		good SOC	0.956			
		poor SOC	0.928			

모형 : $DPS_t = \gamma_0 + \gamma_1 EPS_t + \gamma_2 DPS_{t-1} + \gamma_3 EPS_t \times SOC_t + \gamma_4 DPS_{t-1} \times SOC_t + \epsilon_t$

여기서, EPS는 주당이익, DPS는 주당배당, SOC는 사회영역등급임.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함

그리고 SOC가 낮은 기업의 전기 주당배당 계수 값이 SOC가 높은 기업보다 큰 것으로 확인되고 배당조정속도(SOA)도 SOC가 낮은 기업이 다소 낮은 것으로 나타나 SOC가 낮은 기업일수록 배당 스무딩이 강화된다는 사실이 입증되었다.

V. 결 론

본 연구는 기업지배구조가 배당 스무딩에 미치는 영향을 검증한다. 경영자가 선택한 투자 프로젝트의 질과 달리 배당의 변화나 지배구조 매커니즘은 관찰가능하고 확인가능하며, 지배구조가 비효율적인 기업은 보다 안정적인 배당 정책을 통하여 지배구조 매커니즘의 약점을 보완하고 자금조달을 원활하게 할 수 있으므로 배당 스무딩의 유인이 증가할 수 있다. 즉, 지배구조가 열악한 기업의 경영자가 배당을 축소하는 경우 주주들은 비효율적인 투자 의사결정을 예상하고 기업가치의 손실을 예상할 것이므로 경영자는 묵시적으로 일관된 배당 행태를 유지하고 하향 편차를 회피함으로써 보다 지속적이고 안정적인 배당 경로를 만들어 내고자 할 것이다. 대리인비용이 존재하는 상황에서 열악한 지배구조로 인하여 모니터링이 효과적이지 못한 기업의 경우 안정적인 배당에 대한 묵시적인 약속은 경영자의 행동을 통제하는 대체적 장치로도 사용될 수 있는 것이다.

본 연구는 2010년부터 2014년까지 유가증권시장 상장기업을 대상으로 기업지배구조와 배당 스무딩간 관련성을 분석하였다. 분석결과, 당기 주당이익 및 전기 주당배당이 높을수록 당기 주당배당이 증가하되, 기업지배구조가 양호한 기업일수록 당기 주당이익과 당기 주당배당간 양(+)의 관련성이 강화되며 CGS가 열악한 기업일수록 전기 주당배당과 당기 주당배당간 양(+)의 관련성이 강화된다는 증거를 발견하였다. 다시 말해서, CGS가 낮은 기업은 CGS가 높은 기업과 비교하여 전기 주당배당의 계수 값이 크며 더 낮은 배당조정속도를 보임으로써 전기 주당배당을 당기 주당이익보다 당기 주당배당에 더 많이 고려하며 상대적으로 배당 스무딩이 큰 것으로 확인되었다.

본 연구는 지배구조가 열악한 기업의 경우 묵시적인 배당 약정에 대한 효익이 높고 배당 스무딩을 통하여 투자자들과의 갈등 및 대리인비용을 완화하여 자본비용을 감소시킬 수 있는 기회가 될 수 있는지에 관한 함의를 제공함으로써 배당 추세의 분석이 지배구조 질에 따라 달라질 수 있다는 시사점을 제공한다. 추가적으로 본 연구는 근로자, 협력사, 소비자, 지역사회 등 기업의 활동과 직·간접적으로 이해관계를 가지는 이해관계자들에 대하여 관련 정책을 수립하고 자율적으로 실행할 뿐만 아니라 법규를 준수하는 등 사회적 책임을 다하는 기업일수록 배당 스무딩이 감소한다는 결과도 제시한다.

그러나 향후 보다 정교한 모형을 설계하는 경우 포괄적이고 의미있는 증거를 도출할 것

으로 기대한다. 예를 들어, 기업의 이익 유연화는 기업지배구조 및 사회적책임과 관련성이 있으며 이익의 질에 영향을 미친다. 그리고 이익의 질은 배당 스무딩과도 관련이 있을 것으로 예상된다. 따라서 기업지배구조나 사회적책임의 정도에 따른 이익 및 배당 스무딩의 행태 등에 관한 연구도 흥미로운 시사점을 도출할 수 있을 것이다. 또한 기업의 투자 의사결정 및 기타 가치-관련 의사결정과 배당 스무딩간 관련성을 포함하여 다양한 상황변수를 추가하거나, 이러한 변수들간 내생성으로 인한 편의를 충분히 고려한 Heckman's 2stage approach 등의 분석방법도 향후 연구에서 다루어져야 할 것으로 기대한다.

“본 논문은 다른 학술지 또는 간행물에 게재되었거나 게재 신청되지 않았음을 확인함 “

참고문헌

- 강진구. 2014. 배당 스무딩과 이익조정의 관계분석. 석사학위논문. 한양대학교.
- 목남희. 2014. 기업수명주기에 따라 외국인투자자가 배당성향에 미치는 영향. 국제회계연구 (제53집): 276-291.
- 반혜정. 2015. 최고경영자의 특성과 배당성향이 기업의 투자의사결정에 미치는 상호작용효과. 국제회계연구 (제59집): 237-258.
- 신민식, 김수은. 2014. 기업의 배당 스무딩이 주식수익률에 미치는 영향. 경영학연구 (제43권 제3호): 857-888.
- 지성권, 신성욱, 변설원. 2009. 이익 유연화와 경영자 보상. 국제회계연구 (제27집): 217-212.
- 한민연, 강형구. 2015. 배당 스무딩 행태의 결정요인. 대한경영학회지 (제28권 제9호): 2407-2738.
- Acharya, V. V., and B. M. Lambrecht. 2013. A Theory of Income Smoothing When Insiders Know More Than Outsiders. *Review of Financial Studies* 28 (9): 2534-2574.
- Allen, F. A., E. Bernardo, and I. Welch. 2000. A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. *The Journal of Finance* 55 (6): 2499-2536.
- Brealey, R., and S. Myers. 2005. *Principles of Corporate Finance*. 8th ed. London. McGraw-Hill.
- DeMarzo, P., and Y. Sannikov. 2011. *Learning, Termination and Payout Policy in Dynamic Incentive Contracts*. Mimeo.
- Dewenter, K., and V. Warther. 1998. Dividends, asymmetric information, and agency conflicts: Evidence from a comparison of the dividend policies of Japanese and U.S. firms. *Journal of Finance* 53: 879-904.
- Fama, E., and H. Babiak. 1968. Dividend policy: An empirical analysis. *Journal of the American Statistical Association* 63: 123-1161.
- Fluck, Z. 1998. Optimal financial contracting: dept versus outside equity. *Review of Financial Studies* 11 (2): 383-418.
- Fluck, Z. 1999. The dynamics of the management-shareholder conflict. *Review of Financial Studies* 12 (2): 379-404.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The Economic Implications of Corporate Financial Reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 (1): 3-73.

- Goergen, M., L. Renneboog, and L. Correia da Silva. 2005. When Do German Firms Change Their Dividends?. *Journal of Corporate Finance* 11 (1): 375-399.
- Gugler, K. 2003. Corporate governance, dividend payout policy, and the interrelation between dividends, R&D, and capital investment. *Journal of Banking and Finance* 27: 1297-1321.
- Hausman, J. 1978. Specification tests in econometrics. *Econometrica* 46 (6): 1251-1271.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76: 323-329.
- Jensen, M., and W. Meckling. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3: 305-360.
- Karpavičius, S. 2014. Dividends: Relevance, rigidity, and signaling. *Journal of Corporate Finance* 25: 289-312.
- Knyazeva, A., D. Knyazeva, and R. Masulis. 2013. The supply of corporate directors and board independence. *Review of Financial Studies* 26 (6): 1561-1605.
- Lemmon, M. L., and J. F. Zender. 2010. Debt Capacity and Tests of Capital Structure Theories. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 45 (5): 1161-1187.
- Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *American Economic Review* 46: 97-113.
- Michaely, R., and M. Roberts. 2012. Corporate dividend policies:: Lessons from private firms. *Review of Financial Studies* 25: 711-746.
- Morck, R., and B. Y. Yeung. 2005. Dividend Taxation and Corporate Governance. *Journal of Economic Perspectives* 19 (3): 213-247.
- Myers, S. 2000. Outside equity. *Journal of Finance* 55: 1005-1037.
- Officer, M. 2011. Overinvestment, corporate governance, and dividend initiations. *Journal of Corporate Finance* 17 (3): 710-724.
- Rozeff, M. S. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *Journal of Financial Research* 3: 249-259.
- Zwiebel, J. 1996. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review* 86: 1197-1215.