

## 배당투자를 위한 안정배당정책 기업의 특성에 관한 실증적 연구

장승욱

영남대학교 사회과학연구소 선임연구원  
(fn3737@ynu.ac.kr)

임병진

영남대학교 경영학부 부교수  
(sep1017@ynu.ac.kr)

본 연구는 2000년부터 2009년까지 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 부분조정모형을 이용하여 개별 기업별로 부분조정속도와 목표배당성향을 추정한 최초의 연구로 안정배당정책을 갖는 기업의 특성, 배당금 결정에 당기 이익이 영향을 미치는 기업의 특성 및 배당금을 전년도에 비해 증가하는 기업에 대한 특성별 변수를 검증하고자 하였다.

주요 분석 결과는 다음과 같다.

안정배당기업의 특성을 분석한 결과에서는 최대주주 지분율, 기업규모, 성장기회, 부채비율, 수익성 및 경영위험 변수가 안정배당기업의 특성임을 확인할 수 있었다.

당기 배당금이 당기 주당이익에 의존하여 결정하는 기업들의 특성을 분석한 결과에서는 최대주주 지분율, 기업규모, 성장기회, 부채비율, 유동성, 수익성, 경영위험, 현금흐름 및 외국인 지분율이 영향을 미치는 변수임을 발견하였다.

마지막으로 부분조정계수가 유의적인 1 이하 기업과 1이상 기업의 특성을 분석한 결과에서는 최대주주 지분율, 기업규모, 수익성 및 현금흐름의 변수들이 배당금의 증가 또는 감소에 영향을 미치는 변수임을 확인하였다.

최근 배당투자가 투자자와 시장에서 필수적 투자 전략으로 투자자들에게 인식되고 있으며, 투자자들의 노후 생활 자금 마련을 위한 수단 및 저금리시대에 투자 대안으로 배당투자에 대한 투자자의 관심이 높아지고 있다. 이를 통하여 어떠한 기업들이 안정적인 배당금을 지급하는지를 규명함으로써 배당투자와 관련된 정보를 제공할 뿐 만 아니라 배당투자 자금들이 안정적인 주식시장의 수요자금으로 작용하기 위한 정책 제도 개편과 기업들에게 배당 지급에 대한 인식의 변화에 많은 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

핵심주제어 : 안정배당정책, 부분조정모형, 부분조정계수, 목표배당성향, 배당투자

## I. 서론

최근 배당투자에 대한 투자자와 기관투자자의 관심이 증가하고 있다. 일반적으로 배당투자는 기업의 결산기에 높은 배당이 예상되는 종목을 매수하여 배당소득과 시세차익을 얻고자 또는 단순히 약세장의 대안으로 투자되고 있는 형태였다. 그러나 최근 배당투자는 바람직한 투자문화 중 하나로 투자자들의 관심이 높은 대상으로 적극적이고 장기적으로 활용 가능한 필수적 투자 전략으로 투자자들에게 인식되고 있으며, 투자자들의 노후 생활 자금 마련을 위한 수단 및 저금리시대에 투자 대안으로 배당투자에 대한 투자자의 관심이 높아지고 있다.

재무관리의 주된 논쟁 중의 하나로 배당정책이 기업 가치에 영향을 주는가에 대한 연구는 학계의 의견이 서로 상충되어 여러 가지로 분분하다. 배당정책이 기업 가치와 무관하다는 주장도 있으나 실제 기업들은 배당정책이 기업 가치에 중대한 영향을 미친다고 인식하여 배당 여부 및 배당수준 등을 결정할 때 신중을 기하고 있다. 또한 시장의 불완전요인들을 고려하여 배당과 관련된 이론들이 소개되고 있다.

안정배당정책(stable dividend policy)이론에 의하면 기업이 적정배당성향을 결정하여 매년 적용할 경우 기업의 이익수준이 매년 변동하므로 주주들이 받는 배당액도 변동하게 된다. 이 경우 주주들은 미래 배당 수준을 예측하기 어려우므로 배당 수입에 대한 위험이 커지게 된다. 따라서 많은 기업들은 주당이익의 변동에 따라 주당현금배당을 변동시키기보다는 안정된 수준에서 주당현금배당을 유지하는 것이 주주들의 부에 유리한 영향을 미칠 것으로 기대하고 있다. 즉, 기업의 이익이 크게 상승한 경우에도 미래에 이익이 지속적으로 증가할 것이라는 확신이 없는 한 기업의 경영자들은 배당을 일정하게 유지하거나 적은 폭만큼만 증가시킨다. 반대로 기업의 이익이 크게 하락한 경우에도 배당을 크게 하락시키지 않고 안정된 수준에서 유지하거나 약간만 낮추려 한다. 이와 같이 주당현금배당을 안정된 수준에서 유지하려는 배당정책을 안정배당정책이라고 한다.<sup>1)</sup>

본 연구에서는 기업의 배당정책의 특성을 Lintner(1956)의 부분조정모형을 이용하여 개별 기업별로 부분조정계수와 목표배당성향을 추정하여 개별 기업의 특성을 살펴보고자 한다. 또한 안정배당정책을 갖는 기업의 특성에 대해서도 분석하고자 한다. 즉 주당현금배당을 안정된 수준에서 유지하려는 안정배당정책에 근거한 부분조정모형에 의해 부분조정계수에 영향을 미치는 개별 기업의 특성에 대하여 검증하고, 당기 배당의 결정이 전기 배당 및 당기

1) 필요한 자기자본 조달액을 내부유보에 의하여 조달하고도 남은 잔여이익이 있을 때에만 이 잔여이익을 배당으로 지급한다는 잔여적 배당정책은 안정배당정책과 상반되는 이론이다. 안정배당정책에 관한 내용은 조담(1998) 참고.

이익에 의존하는 경향을 기업특성별로 분석하고자 한다.

배당에 관한 기존 연구들은 대부분 배당결정요인과 공시효과에 대하여 분석한 반면, 목표 배당성향, 부분조정계수 및 안정배당정책 기업의 특성을 개별 기업 수준별로 추정한 연구는 전무한 실정이다. 또한, 기업 전체를 대상으로 부분조정모형을 적용한 기존 연구들은 대부분 표본 기업을 IPO 기업으로 한정된 반면, 본 연구는 상장된 모든 기업을 대상으로 분석하였으므로 기존 연구와는 차별성을 갖는다고 할 수 있다.

본 연구의 결과는 배당투자와 관련된 정보를 제공할 뿐만 아니라 노후 생활자금 마련을 위한 투자 수단 및 배당투자 자금들이 안정적인 주식시장의 수요자금으로 작용하기 위한 정책 제도 개편과 기업들에게 배당 지급에 대한 인식의 변화에 많은 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

본 연구의 구성은 서론에 이어 II장에서는 이론적 배경을 살펴보고, III장에서는 연구모형과 방법론에 대하여 설명하며, IV장에서는 실증분석 결과를 제시하고 V장에서 결론을 내린다.

## II. 이론적 배경과 선행 연구

### 2.1 배당정책 결정요인

**최대주주 지분율(OWNER):** 기업이 어떤 배당정책을 택하느냐에 따라 경영자의 재량권에 의해 사용할 수 있는 자금의 크기가 달라진다. 따라서 배당비율을 늘리면 경영자와 주주간의 갈등 관계는 줄어들 것이며, 이로 인해 내부자 지분율이 낮을수록 자기자본 대리비용이 커지므로 이를 해소하는데 배당비율을 높이는 정책이 유용할 것이다. 또한 경영자들은 위험한 투자보다는 안전한 투자를 선호한다. 만약 주어진 부채 하에서 새로운 투자안에 대한 투자비용을 내부유보로 조달하면 부채비용은 감소 할 것이다. 따라서 배당정책을 조정함으로써 경영자들은 그들의 위험을 변경하고 위험회피에 의한 대리인 비용을 줄일 수 있다. 따라서 최대주주 지분율과 배당은 음(-)의 관계가 있을 것으로 예상하며, 최대주주 지분율은 배당의 안정성에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 즉, 내부자 소유지분율이 증가할수록 경영자들은 단기영업이익에 덜 민감하고 장기적 결과에 관심을 가지게 된다. 이것은 내부자 지분율이 큰 기업일수록 장기목표배당성향을 유지하려고 한다. 따라서 내부자 지분율이 큰 기업일수록 안정적인 배당정책을 할 것으로 예상된다. Rozeff(1982)는 배당금 지급의 고정비적인 성격은 부채와 유사하게 작용하여 대리인 비용을 줄이는 구속·감시의 기능을 가

지며, 따라서 배당성향이 경영자 지분과 음(-)의 관계가 있다고 주장하였으며, Easterbrook(1984)는 배당정책을 조정함으로써 경영자들은 그들의 위험을 변경하고 위험회피에 의한 대리인비용을 줄일 수 있다고 주장하였다. Kathryn and Vincent(1998)는 대리인비용이 배당정책에 영향을 준다는 것을 보고하고 있으며, Rafael, Florencio, Andrei and Robert(1998)는 "the outcome model"과 "the substitute model"을 분석하여 배당성향의 수준이 배당의 대리인 가설에 의해 지원된다고 하였다. 육근호(1989)는 매출액성장률, 대주주 지분을 등이 배당결정에 영향을 미친다고 하였다. 양채열(1997)은 경영자 지분이 높은 기업은 높은 배당을 결정·발표함으로써 지금의 주식가격을 높게 유지하는 것(신호편익) 보다는 신호비용을 절약하는 데에 더 관심을 두기 때문에(신호를 사용할 유인이 적기 때문에) 배당성향이 낮을 것이라고 하였다.

**기업 규모(SIZE):** 기업의 자금조달능력이 높은 경우 외부금융에 의한 자본조달이 용이하므로 내부유보를 통한 자금조달에는 다소 여유가 있을 것이다. 규모가 큰 대기업일수록 제도적으로 다양한 자본조달방법을 사용할 수 있고 신용등급이 높기 때문에 소기업에 비해 보다 유리한 자본으로 자금을 조달할 수 있다고 하였다. 기업의 자본조달능력은 기업의 수익력과 함께 배당성향 결정에 중요한 역할을 하기 때문에 기업규모에 따른 자본조달 능력은 배당결정과 일정한 관련이 있을 것으로 예상된다. 규모가 큰 기업은 작은 기업에 비하여 상대적으로 유리한 자본조달능력을 가진다고 볼 수 있으며, 기업규모가 클수록 소유경영자의 여유현금흐름은 증가하여 내부지분을 증가로 얻을 수 있는 대리비용에 대한 통제효과는 감소하므로 이 경우 기업은 배당지급을 늘리려 한다는 것이다. 그러므로 기업규모는 배당과 정(+)의 관계를 가질 것으로 예상된다. 또한 규모가 큰 기업일수록 단기의 영업성과에 덜 민감할 것이며, 회사의 평판을 유지하기 위해 배당 지급을 일정수준에서 유지하려고 할 것이므로 규모가 큰 기업일수록 안정적인 배당정책을 할 것으로 예상된다. Cruchley and Hansen(1989)의 연구에서는 기업규모가 클수록 배당비율이 늘어나고 있음을 발견하였다.

**성장기회(MB):** 투자기회가 많고 미래 성장전망이 밝을 때에는 기업의 성장을 위하여 많은 투자소요자금을 필요하게 되며, 따라서 이러한 기업은 가능한 한 배당을 줄이고 이익을 유보함으로써 기업의 가치를 상승시킬 수 있으며 또한 회사가 연구개발비에 많은 투자를 하면 생산성을 제고할 수 있으므로, 많은 연구개발비는 하나의 투자라 할 수 있으므로 외부금융에 따른 비용을 절감하는 입장에서 보면, 낮은 배당을 하게 될 것이다. 따라서 회사의 연구개발비는 배당과 음(-)의 관계가 예상된다. 또한 연구개발비의 투자로 인한 주당이익에 대한 (-)의 영향은 배당에도 영향을 미칠 것이다. 따라서 성장기회가 클수록 배당의 안정화에는 음(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 부채비율과 성장기회는 배당비율과 각각 음(-)의 관계를 갖고 있음도 발견하였다.

**부채비율(LEV):** 부채비율이 낮은 기업은 상대적으로 자금조달에 더 용이할 것이며, 부채

비율이 높을수록 채무고정비용과 상충관계에 있는 배당금은 낮아질 것이다. 또한 부채비율이 높을수록 지급이자가 증가하므로 배당 지급 여력이 감소할 것이며, 부채비율이 높을수록 잉여현금흐름이 감소된다고 할 수 있다. 따라서 부채비율과 배당은 음(-)의 관계가 예상된다. 또한 부채비율이 높은 기업은 이익의 변화에 따라 더 큰 주당이익의 변화를 가져오므로 부분조정계수가 클 것으로 예상되므로 부채비율이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 불안정한 배당정책을 가질 것으로 예상된다.

**유동성(CASH):** 기업이 높은 배당을 지급하고자 하여도 배당지급기에 기업의 유동성이 좋지 못할 경우에는 지급이 불가능하게 된다. 또한 기업의 수익력이 양호하고 기존 유보이익이 많다고 해서 유동성이 반드시 풍부하다고는 할 수는 없다. 그 이유는 기존유보이익과 당기의 이익이 이미 각종의 고정설비자금으로 투입되어 있을 수도 있기 때문이다. 따라서 배당은 배당가능이익 보다는 기업이 보유하고 있는 현금(유동성)에 의해 결정된다고 할 수 있다. 따라서 유동성이 양호할수록 배당지급능력은 커진다. 따라서 기업의 유동성은 배당과 정(+)의 관계가 있을 것으로 예상된다. 또한 기업의 유동성은 배당의 안정화에도 영향을 미쳐 유동성이 큰 기업은 배당이 안정되어 있을 것이다.

**자본 지출(CAF):** 성장기에 있는 기업은 투자 수요가 증가하므로 배당지급을 감소시키는 반면, 성숙기에 접어든 기업은 투자 수요가 감소하므로 배당지급이 용이하게 된다. 따라서 자본적 지출과 배당은 음(-)의 관계가 예상된다.

**수익성(EBITDA):** 수익성이 높은 기업은 보유현금이 증가하게 되므로 새로운 투자 기회에도 대처할 수 있으며 또한 배당 지급 능력이 양호하다고 할 수 있다. 또한 배당정책의 변화는 기업의 미래 수익성에 관한 정보를 제공해 준다는 신호효과이론에 의하면 수익성과 배당은 정(+)의 관계가 예상된다. Oded(1999)는 기대치 않는 기업의 배당성향의 증가는 장기 에 계속적으로 발생된 수익성 증가와 관련이 있다고 하였다. 조지호(1990), 김원기·심성식(1990) 그리고 이정도·공정택(1994) 등은 성장성, 경영위험, 안전성 등은 배당과 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있었으며, 미래에 성장이 예측되는 회사일수록 높은 배당을 한다는 것을 보고하면서 연구개발비, 수익성, 기업규모, 주주 수 등과는 유의적인 양(+)의 관계를 갖는다고 주장하였다.

**경영 위험(RISK):** 영업이익이나 영업순이익이 비교적 안정적인 기업은 대체로 안정된 현금흐름과 수익을 유지할 수 있으므로 높은 배당지급을 부담할 수 있으나 불안정하다면 미래 현금흐름의 불확실성으로 인하여 높은 배당지급은 그 만큼의 위험을 감수하여야 한다. 또한 변동성이 높을 것으로 예상되면 기업은 가급적 배당지급을 감소시킬 것으로 예상된다. 따라서 미래이익이나 이익률의 불안정성의 정도는 배당성향에 부(-)의 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 위험이 높은 기업일수록 배당의 안정화가 힘들므로 부분조정계수는 높을 것이다. 따라서 위험이 높은 기업일수록 배당은 불안정하게 될 것이다. 반면,

Easterbrook(1984)과 Cruchley and Hansen(1989)은 경영위험과 주식분산성효과가 배당정책에 미치는 영향을 대리문제에 기초하여 설명하고 기업의 경영위험이 클수록 대리비용을 통제하기 위하여 배당지급을 늘리려는 경향이 있음을 발견하였다. 또한 Hansen, Kumar and Shome(1989), Cruchley and Hansen(1989)등은 기업위험에 기인하여 자기자본 조달비용이 많이 소요될 것으로 기대할 때, 경영자는 많은 비용의 부담을 회피할 목적으로 배당을 줄인다. Baker, Farrelly and Edelman(1985)은 배당결정요인에 관한 설문조사 결과 주가 유지 및 주가상승에 대한 관심이 배당결정요인에 중요한 요인이라고 주장하였다. 조지호(1990), 김원기·심성식(1990) 및 이정도·공정택(1994) 등의 분석결과에 의하면 대체로 성장성, 안전성, 경영위험 등은 배당과 유의적인 음(-)의 관계를 갖고 있으며, 연구개발비, 수익성, 기업규모 등과는 유의적인 양(+)의 관계를 갖는 것을 발견하였다. 한편, 김철중(1996)은 재무레버리지는 대체로 그리고 내부자지분율은 제한적으로 배당비율에 음(-)의 영향을 주고 있음을 확인하였고, 경영위험과 수익성은 일관되게 배당비율과 양(+)의 관계를 갖고 있음을 발견하였다. 최종범·서정원(2005)의 연구에 의하면 주가변동성이 배당결정에 유의한 음(-)의 영향을 미친다고 주장하였다.

**주당현금흐름(CPS):** 현금흐름이 높은 기업은 배당지급 능력이 높으므로 현금흐름과 배당은 정(+)의 관계가 있을 것으로 예상된다. George and Nellie(2000)는 경영자 소유지분이 낮거나 투자기회가 없거나 또는 높은 현금흐름을 가진 회사가 높은 배당성향을 갖는다고 하였다.

**외국인 지분율(FOR):** 외국인 투자자들의 지분율이 높을수록 투자의 대가로 배당 요구가 증가될 것으로 예상되므로 외국인 지분율과 배당은 정(+)의 관계가 있을 것으로 예상된다. 외국인 투자자들이 해당기업이 이익을 낼 경우 투자확대보다는 배당 지급을 선호하며 또한 외국인들은 일정수준의 배당금을 받기를 원하므로 외국인 지분율이 높은 기업일수록 안정배당정책을 가질 것으로 예상된다. 박현수(2004)는 외국인투자자의 주식보유비중과 배당은 유의적인 양(+)의 관계이며, 외국인투자자의 영향력이 산업 특성과 무관하게 배당을 높이고 설비투자를 감소시킴을 제기하였다. 또한, 설원식·김수정(2006)의 연구에서도 외국인 투자자의 지분율이 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미친다고 하였다.

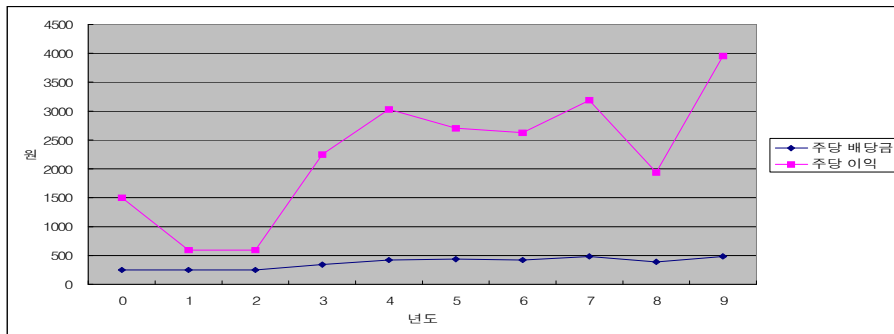
## 2.2 안정배당정책과 선행 연구

기업이 안정배당정책을 택하는 이유로서 첫 번째 이유는 많은 투자자들이 안정적인 주당 현금배당 소득을 바라고 있다는 것이다. 예를 들어 안정된 현금소득을 필요로 하는 은퇴한 노년층이나 연금공단 등은 안정된 주당현금배당이 얻어지기를 원한다. 물론 투자자들이 주

식의 일부를 매도하여 현금소득을 얻어낼 수 있지만, 이것은 번거로운 거래절차와 무시할 수 없을 정도의 거래비용을 필요로 하기 때문에 바람직한 현금소득 실현방법이 아닌 것으로 여겨지고 있다. 두 번째 이유로써 기업의 경영자들은 불필요한 신호전달효과를 배제하기 위하여 안정배당정책을 택한다는 것이다. 지속적이 아닌 일시적인 주당이익의 변동을 반영하여 주당배당을 변경하게 되면 이것을 기업의 미래 수익력이 지속적으로 상승 또는 하락할 것이라는 그릇된 신호를 투자자들에게 전달해 줄 가능성을 갖고 있다. 따라서 경영자들은 기업의 장기적인 미래 수익력이 달라질 것이라고 판단될 경우에만 배당정책을 변경하려 할 것이며 그렇지 못한 경우에는 그릇된 신호의 전달을 방지하기 위하여 안정배당정책을 택하게 된다.<sup>2)</sup> 세 번째 이유로써 기관투자자들은 펀드매니저의 행동을 제한하기 위하여 일종의 “투자제한 종목 리스트”를 갖고 있을 수 있다는 것으로서 이는 투자해서는 안 되는 종목의 리스트로서 대체로 주당배당의 변동성이 크거나 장기적인 감소추세를 보이고 있는 종목들이 이 리스트에 포함된다면 그것은 그 주식에 대한 수요를 감소시켜 주주의 부에 부정적인 영향을 미치게 될 수 있기 때문이다.

[그림 1]은 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업들의 2000년부터 2009년까지의 주당 배당금과 주당이익의 추이를 제시하고 있다. 제시된 바와 같이 주당 배당금은 비교적 일정한 수준을 유지하고 있는 반면, 주당 이익의 변동성은 상대적으로 높은 것을 알 수 있다. 또한 주당 배당금의 평균과 표준오차는 380과 12.78로 나타난 반면, 주당 이익의 경우에는 2,202와 298.75로 나타났다.

[그림 1] 주당 배당금과 주당 이익의 추이



Lintner(1956)는 부분조정모형을 이용하여 배당조정속도를 측정하였으며, 전기 주당배당과

2) 이와 같이 기업의 미래 가치에 관한 정보를 시장에 전달하기 위한 수단으로 배당을 사용한다는 신호효과 이론은 안정배당정책과 그 맥을 같이 한다.

당기 주당이익 중 배당지급에 더 큰 영향을 미치는 요인을 분석하였다. Fama and Babiak(1968)는 이익수준과 이익증가의 빈도에 따라 배당수준의 상향조정이 결정된다는 사실을 발견하였다. 이들의 연구결과에 의하면 표본기업 중에서 직전 년도에 비하여 순이익이 증가한 기업은 59.3%인 반면에 순이익이 감소한 기업은 40.7%이었으며 직전 년도에 비하여 순이익이 증가한 기업 중에서 배당을 증액 지급한 기업은 65.8%이었고, 전년도에 비하여 순이익이 감소한 기업 중에서 배당을 증액 지급한 기업은 42.8%이었으며, 최근 2년 동안에 순이익이 계속 증가한 기업 중에서 배당을 증액 지급한 기업은 74.8%이었으나 최근 2년 동안 순이익이 계속 감소한 기업 중에서 배당을 증액 지급한 기업은 38.1%에 지나지 않았으며, 직전 년도에는 순이익이 증가하였으나 금년도에 순이익이 감소한 경우보다 최근 2년 동안 순이익이 계속 감소한 경우에서 배당이 감액 지급되는 경향이 높았던 것으로 나타났다. 이러한 결과는 순이익이 지속적으로 증가할 때에만 대부분의 기업들이 배당성향을 상향조정하는 경향이 있다는 사실을 반증하는 것이다. 또한 Behn and Zimmerman(1993), Goergen et al.(2003), Adoaglu(2000), 및 Aivazian et al.(2003) 등도 배당조정속도에 관한 연구를 수행하였다. Aivazian et al.(2006)은 신용평점이 배당조정속도에 미치는 영향을 분석한 결과, 신용평점이 높은 기업은 신용평점이 낮은 기업보다 배당조정속도가 빠르다는 사실을 발견하였다. 관련 국내 연구로 우춘식(1988)에 의하면 업계의 배당지급관행, 과거의 배당지급패턴이 배당결정요인에 중요한 요인이라고 하였다. 또한 오유선, 최운열(1992)에 의하면 미래예상이익수준, 목표자본구조유지, 업계의 배당지급관행이 배당결정요인이라고 하였다. 그리고 원정연 · 김성민(1999)에 의하면 주당이익규모, 배당가능이익 등 기업 내적인 요인이 중요하게 나타났으며 과거의 배당성향, 동종 업계 배당 지급 관행 등 기업 외적인 요인도 중요한 요인으로 나타낸다고 하였다. 원정연 · 김성민(1999)의 설문조사 결과에 의하면 주당이익규모, 배당가능이익, 향후 필요한 현금흐름, 미래 예상이익, 과거의 배당성향 등 기업 내적인 요인이 중요하게 나타났으며 동종 업계 배당 지급 관행, 시중금리 등 기업 외적인 요인도 중요한 요인으로 나타낸다고 하였다.

Lintner의 부분조정모형과 관련된 국내의 연구로 주상용(1993)의 연구에서는 VLIS에 속하는 표본기업을 Fama and Babiak(1968)의 이익-배당모형을 이용하여 배당성향 및 배당조정계수 모두 1%의 유의수준에서 내부자소유구조와 유의적인 음의 관계를 발견하였다. 장승욱(2001)은 당기배당 결정을 전기배당에 의존하는 기업일수록 부분조정계수가 낮은 안정적인 배당을 하는 기업이라고 하였으며, 당기의 이익에 의해 당기배당에 영향을 미치는 기업일수록 높은 목표배당성향을 가지는 것으로 나타났다고 주장하였다. 신민식(2008)은 Lintner의 배당조정모형의 검증을 통하여 전기 주당배당과 당기 주당이익이 배당조정속도에 영향을 미친다고 하였다. 신민식 · 김성환 · 김수은(2008) 등의 연구에서는 배당정책의 결정요인과 조정속도에 관하여 실증 분석한 결과, 수익성, 배당프리미엄, 자본지출, 레버리지, 경영위험 및



거래량 회전을 등이 배당결정에 영향을 미치며, 전기 주당배당과 당기 주당이익에 의해 배당조정속도가 결정된다고 하였다. 신민식·김수은(2009)의 연구에서는 재무적 제약과 배당조정속도간의 관계를 분석하였다.

### III. 연구자료 및 연구모형

#### 3.1 연구자료

본 연구에서는 2000년부터 2009년까지 한국거래소의 유가증권시장에 계속 상장된 기업을 연구대상기업으로 선정하였다.<sup>3)</sup> 분석기간 동안 분석에 필요한 자료를 구할 수 없는 기업은 분석대상에서 제외하였으며, 또한 금융업종은 자본구조, 영업방법, 정부의 규제 감독 등의 측면에서 제조기업과 차이가 있으므로 연구 대상 기업에서 제외하였다. 그리고 변수별 극단치를 갖는 기업은 연구대상에서 제외하여, 본 연구에 사용된 기업은 총 405개 기업을 대상으로 분석하였다. 분석에 필요한 자료는 한국신용정보(주)의 KIS Value를 통하여 입수하였다.

#### 3.2 연구모형과 방법론

Lintner(1956)는 대부분의 경영자들이 장기적인 목표배당성향에 따라 배당성향을 단계적으로 조정하고 있다고 하였다. 또한 경영자들은 절대적인 배당수준보다 배당조정 상대적인 크기에 중요한 의미를 부여하고 있으며, 1년이나 2년 이내에 다시 조정하여야 하는 경우에는 이익수준과 관계없이 배당성향을 조정하지 않으며, 순이익이 장기적이고 지속적으로 증가할 것이라는 확신이 있을 때에만 배당성향을 상향조정하는 경향이 있다는 사실을 발견하였다. 또한 그는 기업은 목표주당현금배당과 실제로 얻어진 주당이익의 크기를 반영하여 서서히 주당현금배당 크기를 조정하여 나간다고 한다. 먼저 기업은 배당정책의 장기적 목표로서 장기배당성향  $f$ 를 정해놓고 있다. 따라서 주당이익( $E_t$ )이 주어지면, 장기배당성향  $f$ 를 만족시키는 당기의 목표주당현금배당  $D^*t$ 는  $f \cdot E_t$ 로 정해진다. 그러나 그 기업이 전기( $t-1$ )에 실제로 지급한 주당현금배당이  $D_{t-1}$ 라고 한다면, 당기에 목표주당현금배당  $D^*t$ 를 달성하기 위해서는 당기의 목표주당현금배당과 전기 주당현금배당액의 차이( $=D^*t - D_{t-1}$ ) 만큼

3) 분석 기간을 10년으로 선택한 이유는 기업의 목표배당성향이 10년 이상 장기간 유지된다고 볼 수 없기 때문이다.

조정하여 주어야 한다. 그러나 기업은 이 차이를 일시에 조정하게 되는 경우 주당현금배당의 변동성이 커지게 되어 안정배당정책을 실천할 수 없게 되기 때문에 이 차이만큼을 당기에 한꺼번에 조정하기 않고, 그 일부( $=\delta$ )만을 조정하여 당기의 주당현금배당  $D_t$ 를 결정한다. 따라서 당기의 주당현금배당은 다음 식 (1)과 같이 결정된다.

$$\begin{aligned} D_t &= D_{t-1} + \delta(D_t^* - D_{t-1}) \\ &= D_{t-1} + \delta(f \cdot E_t - D_{t-1}) \\ &= (1-\delta)D_{t-1} + \delta \cdot f \cdot E_t \end{aligned}$$

단,  $D$ 는 주당현금 배당액,  $E$ 는 주당이익,  
 $\delta$ 는 부분조정계수 및  $f$ 는 목표배당성향

위 식에서  $\delta$ 는 주당현금배당의 조정계수이다. 이 조정계수는  $0 \leq \delta \leq 1$ 로, 이 조정계수가 1이라면 주당현금배당이 주당이익에 비례하여 변동한다는 것을 의미하며 조정계수가 0이라면 주당현금배당이 주당이익의 변동과 전혀 무관하게 일정한 수준에서 유지될 것이라는 것을 의미한다. 한편, 전년도에 비해 점차적으로 주당 배당금을 감소하는 기업의 경우에는 추정계수  $(1-\delta)$ 가 음(-)으로 나타나 조정계수의 값이 1보다 더 큰 값을 보일 수 있다(Aivazian et al.(2006) 참고).

부분조정모형에서 장기배당성향  $f$ 와 조정계수  $\delta$ 를 알아내기 위해서  $D_t$ 를 종속변수로 하고  $D_{t-1}$ 과  $E_t$ 를 독립변수로 한 다음의 회귀식에서 회귀계수를 추정한다. 연도별 특성에 따라 발생할 수 있는 관측 불가능한 경제적 요인을 통제하기 위하여 연도더비( $Y_t$ )를 식 (2)에 포함하였다.

$$D_t = \alpha_1 D_{t-1} + \alpha_2 E_t + \epsilon_t \quad (2)$$

단,  $D$ 는 주당현금 배당액,  $E$ 는 주당이익,  
 $\delta$ 는 부분조정계수 및  $f$ 는 목표배당성향

위 식 (2)를 부분조정모형인 식 (1)과 비교하면  $\alpha = 1 - \delta$  및  $\beta = \delta \cdot f$ 의 관계가 성립하므로 아래와 같이 정의할 수 있다.

$$\delta = 1 - \alpha_1, \quad f = \frac{\alpha_2}{\delta} = \frac{\alpha_2}{1 - \alpha_1}$$

단,  $\delta$ : 부분조정계수,  $f$ : 목표배당성향

배당정책에 대한 특성을 분석하기 위한 연구 모형은 아래 식 (3)과 같다.

$$DUM_d = \gamma_0 + \gamma_1 OWNER_{t,i} + \gamma_2 SIZE_{t,i} + \gamma_3 MB_{t,i} + \gamma_4 LEV_{t,i} + \gamma_5 CASH_{t,i} + \gamma_6 CAF_{t,i} + \gamma_7 EBITDA_{t,i} + \gamma_8 RISK_{t,i} + \gamma_9 CPS_{t,i} + \gamma_{10} FOR_{t,i} + \xi_i \quad (3)$$

식 (3)의 종속변수는 연구기간 중 배당을 지급한 기업이면 1, 배당을 한 번도 지급하지 않는 경우에는 0을 부여한 더미변수이다. 따라서 위 모형을 이용하여 배당을 지급한 기업의 특성을 분석하고자 한다. 모형의 설명변수는 다음과 같이 측정하였다. 최대주주 지분율(OWNER)은 1대 주주 지분율로 측정하였으며, 기업 규모(SIZE)는 총자산의 로그치로 이다. 성장기회(MB)는 (자기자본 시가총액+부채총액)/자산총계로 측정하였으며 또한 성장기회의 변수로 연구개발비/자산총계를 추가적으로 사용하였다.<sup>4)</sup> 부채비율(LEV)은 부채총액/자산총액으로 측정하였다. 유동성(CASH)은 현금 및 현금등가물/자산총액으로 측정하고, 자본 지출(CAF)은 (t년 고정자산 - t-1년도 고정자산 + t년 감가상각비)/t년 자산총계로 측정하였다. 수익성(EBITDA)은 EBITDA/총자산으로 측정하며, 경영 위험(RISK)은 t년 베타계수/(1+t년 부채총계/t년 자기자본 총계)로 측정하였다. 주당현금흐름(CPS)은 현금흐름/발행주식수로 측정하였으며, 마지막으로 외국인 지분율(FOR)을 설명변수로 사용하였다. 그리고 산업별 특성에 따라 발생할 수 있는 관측 불가능한 경제적 요인을 통제하기 위하여 산업별 더미변수를 사용하였다.

부분조정모형을 이용하여 개별 기업의 부분조정계수를 추정하여 부분조정계수가 유의적으로 나타난 기업들에게 종속변수인 더미 변수에 1을 부여하여 부분조정계수에 영향을 미치는 기업 특성에 대하여 분석하였다. 또한, 부분조정모형에서 당기 주당이익에 당기 배당금을 의존하는 기업의 특성을 분석하기 위해 당기 주당이익의 추정계수가 유의적인 기업들에게 종속변수로 더미 변수 1을 부여하여 분석하였다.

마지막으로 부분조정계수가 0-1사이에 있는 기업과 1 이상인 기업의 특성을 분석하기 위하여 부분조정계수가 0-1사이인 기업들에게 종속변수로 더미변수 1을 부여하여 분석하였다.

## IV. 실증연구 결과분석

4) MB변수와 연구개발비 변수간의 상관계수가 높지 않은 것으로 나타났으나, 다중공선성의 발생 가능성을 고려하여 각 모형에 개별로 사용하여 분석하였다. 분석 결과 그 차이는 대동소이하여 분석 결과는 MB 변수를 사용한 결과를 제시하였다.

## 4.1 기초통계 분석

연구대상 기업의 변수별 기초통계량을 <표 1>에 제시하고 있다. <표 1>에서는 배당을 연구 기간 중 지급한 기업을 배당 기업으로 단 한 번도 지급하지 않는 기업을 무배당 기업으로 나누어 제시하고 있다.

<표 1> 전체 기업의 변수별 기초통계량

		전체 (405개 기업)	배당 기업 (348개 기업)	무배당 기업 (57개 기업)
OWNER	평균	24.2766	24.1367	25.1308
	최대값	93.5400	91.5500	93.5400
	최소값	0.6000	0.600	2.0300
SIZE	평균	11.4190	11.4729	11.0896
	최대값	13.8450	13.8450	13.2528
	최소값	9.3054	10.0111	9.3054
RD	평균	0.0094	0.0093	0.0103
	최대값	0.1986	0.1986	0.1585
	최소값	0.0000	0.0000	0.0000
MB	평균	0.9214	0.8846	1.1460
	최대값	9.6779	9.6779	6.8557
	최소값	0.1883	0.1883	0.2796
LEV	평균	0.4889	0.4638	0.6421
	최대값	3.2803	3.2803	2.1407
	최소값	0.0094	0.0094	0.0437
CASH	평균	0.0496	0.0485	0.0565
	최대값	0.6038	0.6038	0.5288
	최소값	0.0000	0.0000	0.0000
CAF	평균	0.0069	0.0154	-0.0449
	최대값	0.7930	0.7930	0.6071
	최소값	-16.4398	-16.4398	-2.8626
EBITDA	평균	0.0734	0.0842	0.0076
	최대값	0.9434	0.9434	0.3480
	최소값	-2.6753	-2.6753	-0.9089
RISK	평균	1.2207	1.3079	0.6886
	최대값	112.9160	112.9160	9.9261
	최소값	-5.8881	-1.4736	-5.8881
CPS	평균	3,612	4,075	786
	최대값	261,796	261,796	170,949
	최소값	-781,420	-781,420	-26,949
FOR	평균	8.5015	9.4354	2.7996
	최대값	92.9700	92.9700	79.2400

	최소값	0.0000	0.0000	0.0000
--	-----	--------	--------	--------

최대주주 지분율의 전체 기업 평균은 24.2766으로 나타났으며, 무배당 기업의 평균이 배당 기업에 비해 다소 높은 것으로 나타났다. 따라서 최대주주 지분율과 배당간에 음(-)의 관계가 있다는 예상과 일치하고 있다. 기업 규모의 전체 기업 평균은 11.4190으로 나타났으며, 배당 기업의 평균이 무배당 기업에 비해 다소 높은 것을 알 수 있다. 따라서 기업규모가 클수록 배당금이 증가할 것이라는 예상과 일치하는 결과를 보이고 있다. 연구개발비와 MB 비율의 경우 무배당기업의 평균이 높은 것으로 나타나 성장기회가 높을수록 배당을 적게 할 것이라는 예상과 일치하고 있다. 부채비율의 경우 무배당기업의 평균이 더 높은 값을 갖는 것으로 나타나 부채비율과 배당간의 음(-)의 관계가 있을 거라는 예상과 일치하고 있다. 한편, 현금비율의 경우에는 무배당기업의 평균값이 더 높은 것으로 나타나 현금비율과 배당간의 정(+)의 관계가 있을 거라는 예상과 일치하지 않고 있다. 이러한 결과는 배당 기업이 배당지급으로 인한 현금의 감소로 인해 발생한 결과라고 판단된다. 자본적 지출의 경우는 배당기업의 평균값이 더 높은 것으로 나타났다. 자본적 지출이 많은 기업일수록 배당지급을 가급적 자제할 것이라는 예상과는 다른 결과가 나타났다. 이러한 결과는 기업의 수익성 또는 현금흐름 창출 능력이 배당결정에 더 큰 영향을 미치게 된 결과라고 판단된다. 수익성 변수인 EBITDA의 경우 배당기업의 평균값이 더 높은 것으로 나타나 예상과 일치하고 있다. 그리고 경영위험 변수의 경우 배당기업의 경영위험이 더 높은 것으로 나타나 김철중(1996)의 결과와 일치하는 것으로 나타났다. 주당현금흐름(CPS)의 경우 배당기업의 평균값이 더 높은 것으로 나타나 예상과 일치한 결과를 보이고 있으며, 외국인 지분율(FOR)의 경우에도 배당기업의 평균값이 더 높은 것으로 나타나 예상과 일치하고 있다.<sup>5)</sup>

## 4.2 로짓분석 결과

### 4.2.1 배당기업과 무배당기업

배당기업과 무배당기업의 특성에 대한 로짓분석과 프로빗분석의 결과가 <표 2>에 제시되어 있다. 분석 결과, 최대주주 지분율의 추정계수의 값이 음(-)으로 유의적으로 나타나 최대주주 지분율이 낮을수록 배당이 증가할 것이라는 예상과 일치하는 결과가 나타났다. 또한 기업규모의 추정계수의 값이 유의적인 정(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 기업규모가 클수록

5) 설명변수에 대한 상관관계 및 분산팽창계수(VIF)의 분석 결과 다중공선성의 문제는 크지 않는 것으로 나타났다.

배당이 증가할 것이라는 예상과 일치하는 결과를 보였다. 다음으로 성장기회의 추정계수의 값의 음(-)으로 유의적으로 나타나 성장기회가 높은 기업일수록 배당지급을 자제할 것이라는 예상과 일치하고 있으며, 부채비율의 추정 계수의 경우에서도 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다.

**<표 2> 배당기업과 무배당기업에 대한 분석 결과**

	Logit	Probit
C	-4.1257* (1.3981)	-1.8611* (0.6994)
OWNER	-0.0092* (0.0034)	-0.0049* (0.0019)
SIZE	0.7403* (0.1217)	0.3501* (0.0603)
MB	-0.7590* (0.1285)	-0.3704* (0.0603)
LEV	-2.4746* (0.3071)	-1.1227* (0.1553)
CASH	-2.1331** (0.8965)	-1.3539* (0.4773)
CAF	0.4172 (0.2585)	0.1627 (0.1278)
EBITDA	8.0342* (0.8180)	3.3820* (0.3723)
RISK	0.1864* (0.0271)	0.0812* (0.0159)
CPS	-0.0000 (0.0000)	-0.0000 (0.0000)
FOR	0.0271* (0.0071)	0.0142* (0.0032)
LR statistic (20 df)	745.6348	693.6922
Probability(LR stat)	0.0000	0.0000

( )안은 표준오차를 의미함

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄

유동성 변수의 경우에는 추정계수의 값이 음(-)으로 유의적인 값을 갖는 것으로 나타나 예상과는 상반된 결과가 나타났다. 이러한 결과는 언급된 바와 같이 배당 지급 후 기업의 현금 감소로 인하여 발생되었다고 판단된다. 자본적 지출의 추정계수의 값은 정(+)으로 나타났다, 비유의적인 값을 보였다. 따라서 자본적 지출은 배당결정에 유의적인 영향을 미치

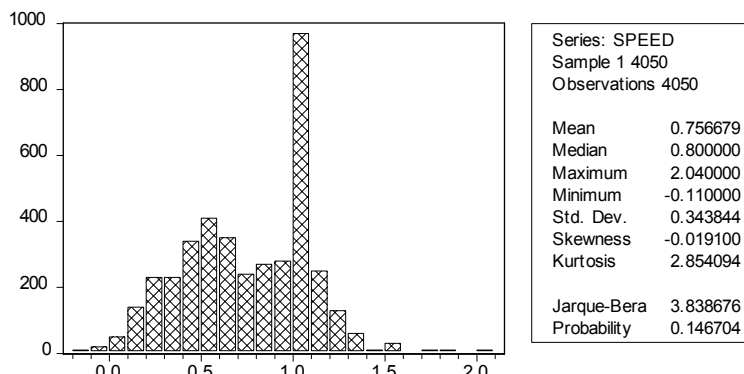
지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 배당결정은 기업의 수익성과 현금 창출능력에 더 큰 영향을 받게 된 결과라고 판단된다.

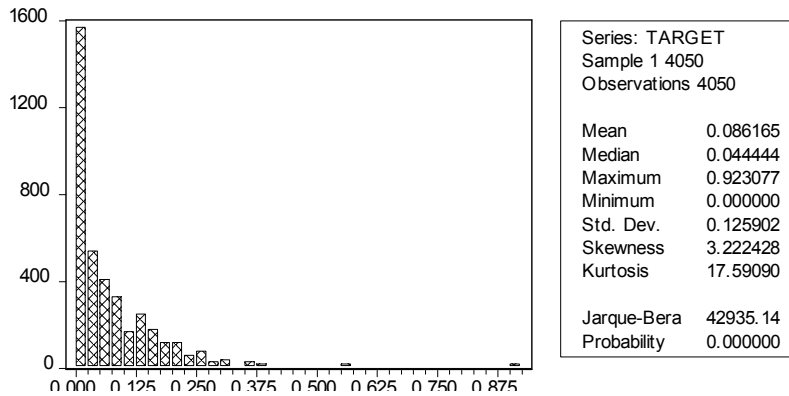
수익성의 추정계수의 값은 예상과 일치하게 정(+)으로 유의적인 값을 보여 수익성이 높은 기업일수록 배당지급이 용이할 것이라는 예상과 일치하고 있다. 경영위험의 추정계수의 값은 양(+)으로 유의적인 값을 보여 경영위험이 높은 기업일수록 더 많은 배당을 지급하는 것으로 나타나 김철중(1996)의 결과와 유사한 결과가 나타났다. 한편, 주당현금흐름의 추정계수의 값은 비유의적 음(-)으로 나타나 주당현금흐름은 배당결정에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 외국인 지분율의 추정계수의 값은 정(+)으로 유의적인 값을 갖는 것으로 나타나 외국인 지분율이 높은 기업일수록 배당지급이 높을 것이라는 예상과 일치하고 있다.

#### 4.2.2 부분조정계수와 목표배당성향

다음으로 연구 대상 전체기업을 대상으로 개별 기업별로 부분조정모형을 이용하여 추정한 부분조정계수와 목표배당성향에 대한 분포와 기초 통계량이 [그림 2]와 <표 3>에 제시되어 있다. 부분조정계수의 평균값은 0.7567로 나타났으며, 중앙값은 0.8000, 최소값은 -0.1100, 최대값은 2.0400으로 나타났으며, 목표배당성향의 평균값은 0.0862로 나타났으며, 중앙값은 0.0444, 최소값은 0.0000 그리고 최대값은 0.9231로 나타났다. 그리고 두 변수간의 상관계수가 음(-)으로 나타나 부분조정계수가 높을수록 목표배당성향은 낮은 것을 알 수 있다. 부분조정계수가 높다는 것은 작년도의 배당수준에 비해 큰 폭으로 배당을 변화시킨다는 것을 의미하므로 주당 배당금 지급이 안정하지 못하다는 것을 의미한다. 주당 배당금 지급이 안정하지 못한 기업일수록 목표배당성향이 낮음을 알 수 있다.

[그림 2] 전체기업의 부분조정계수와 목표배당성향





<표 3> 전체 기업의 부분조정계수와 목표배당성향의 기초통계량

	부분조정계수	목표배당성향
평균	0.7567	0.0862
표준편차	0.3438	0.1259
중앙값	0.8000	0.0444
최소값	-0.1100	0.0000
최대값	2.0400	0.9231
상관계수	-0.3133	

#### 4.2.3 안정배당기업과 불안정배당기업

다음으로 전체기업을 대상으로 부분조정모형으로 추정한 부분조정계수의 유의수준이 10% 유의수준에서 유의적인 기업을 본 연구에서 안정배당기업으로 분류하여 <표 4>에서는 기초통계량을 제시하였다. 한편, 부분조정계수가 1보다 큰 기업은 부분조정모형에서 전기 배당금의 추정계수의 값이 음(-)으로 나타난 기업으로 계수의 값이 유의적이라고 할지라도 배당금을 전년도에 비해 감소하는 기업이므로 이들은 제외하고 분석하였다. 본 연구에서는 부분조정계수의 값이 0-1 사이에 유의적인 기업과 부분조정계수의 값이 1 이상인 기업들을 대상으로 추가적인 분석을 행하였다. 또한, 부분조정모형으로 추정한 당기 EPS의 추정계수가 10% 유의수준에서 유의적인 기업을 당기 배당지급에 당기 EPS에 의존하는 기업으로 분류하여 <표 4>에 기초통계량을 제시하였다.

안정배당기업과 불안정배당 기업들의 변수별 기초통계량을 살펴보면, 조정계수의 평균값은 안정배당기업이 더 낮은 것으로 나타났으며, 목표배당성향은 더 높은 값을 갖는 것으로 나타났다.



최대주주 지분율과 기업 규모의 평균값은 안정배당기업이 비안정배당기업에 비해 다소 높은 것으로 나타났으며, 연구개발비와 MB의 평균값은 안정배당기업이 비안정배당기업에 비해 다소 낮은 것으로 나타났다. 또한 부채비율과 유동성변수의 평균값도 안정배당기업이 비안정배당기업에 비해 다소 낮은 것으로 나타났다. 한편, 자본적 지출 변수의 평균값은 안정배당기업이 비안정배당기업에 비해 높은 것으로 나타났으며, 수익성 변수의 평균값도 안정배당기업이 더 높은 것으로 나타났다. 그리고 경영위험, 주당현금흐름 및 외국인 지분율의 평균값도 안정배당기업이 비안정배당기업에 비해 높은 것으로 나타났다.

**<표 4> 안정배당기업과 비안정배당기업의 기초통계량**

		안정배당기업 (134개 기업)	비안정배당 (191개 기업)	EPS 의존 (157개 기업)	EPS 비의존 (168개 기업)
SPEED	평균	0.4087	0.8386	0.6074	0.7118
	최소값	0.0650	0.1090	0.0650	0.0770
	최대값	0.9500	1.0000	1.0000	1.0000
TRAGET	평균	0.1409	0.0596	0.1546	0.0356
	최소값	0.0000	0.0000	0.0096	0.0000
	최대값	0.9231	0.9091	0.9231	0.8442
OWNER	평균	25.4287	23.7033	24.0872	24.7208
	최소값	3.5800	0.6000	2.8400	0.6000
	최대값	84.7400	93.5400	84.7400	93.5400
SIZE	평균	11.5719	11.3502	11.5610	11.3301
	최소값	10.0111	9.3054	10.0732	9.3054
	최대값	13.8450	13.6020	13.8450	13.2855
RD	평균	0.0088	0.0110	0.0097	0.0104
	최소값	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	최대값	0.1986	0.1784	0.1986	0.1585
MB	평균	0.9018	0.9598	0.8737	0.9940
	최소값	0.2118	0.1883	0.2372	0.1883
	최대값	3.9537	9.6779	3.4631	9.6779
LEV	평균	0.4574	0.5152	0.4553	0.5251
	최소값	0.0773	0.0094	0.0285	0.0094
	최대값	1.4830	3.2803	1.1816	3.2803
CASH	평균	0.0481	0.0509	0.0461	0.0532
	최소값	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	최대값	0.5127	0.6038	0.5127	0.6038
CAF	평균	0.0112	-0.0003	0.0141	-0.0046
	최소값	-16.4398	-2.8626	-16.4398	-2.8626
	최대값	0.7930	0.6071	0.7930	0.6071
EBITDA	평균	0.0948	0.0564	0.0895	0.0560
	최소값	-0.3266	-2.6753	-0.1907	-2.6753

	최대값	0.9434	0.5648	0.9434	0.3669
RISK	평균	1.2627	1.2030	1.2590	1.1983
	최소값	-0.2382	-5.8881	-0.2081	-5.8881
	최대값	10.0780	112.9160	24.8790	112.9160
CPS	평균	5,733	2,832	3,401	4,614
	최소값	-45,367	-781,420	-781,420	-470,782
	최대값	261,796	170,949	99,100	261,796
FOR	평균	10.9468	7.2125	10.7389	6.8956
	최소값	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
	최대값	92.9700	79.2400	92.9700	79.2400

안정배당기업과 불안정배당기업들의 특성을 파악하기 위하여 종속변수로 안정배당기업이면 1을, 불안정배당기업이면 0을 부여하여 로짓분석한 결과가 <표 5>에 제시되어 있다.

**<표 5> 안정배당기업과 불안정배당기업의 특성**

	Logit	Probit
C	-5.0295* (0.8647)	-3.0767* (0.5284)
OWNER	0.0074* (0.0026)	0.0045* (0.0016)
SIZE	0.4963* (0.0762)	0.3040* (0.0465)
MB	-0.3488* (0.1086)	-0.2049* (0.0647)
LEV	-1.4661* (0.2875)	-0.8855* (0.1733)
CASH	-0.5827 (0.7247)	-0.3780 (0.4413)
CAF	0.1668 (0.1572)	0.0659 (0.1057)
EBITDA	5.3882* (0.6711)	3.1236 * (0.3901)
RISK	-0.1030* (0.0351)	-0.0638* (0.0214)
CPS	0.0001 (0.0001)	0.0001 (0.0001)
FOR	0.0004 (0.0032)	0.0004 (0.0019)
LR statistic (18 df)	282.3815	281.2443
Probability(LR stat)	0.0000	0.0000

( )안은 표준오차를 의미함

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄

분석 결과, 최대주주 지분율의 추정계수의 값이 정(+)으로 유의적으로 나타나 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 안정배당정책을 갖는 것을 확인할 수 있었다. 또한 기업규모의 추정계수의 값이 정(+)으로 유의적으로 나타나 기업 규모가 클수록 안정배당정책을 갖는 것을 알 수 있었다. 성장기회 변수의 추정계수의 값은 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나 성장기회가 낮은 기업일수록 안정배당정책에 의한 배당결정이 이루어짐을 알 수 있었다. 또한 부채비율의 추정계수의 값도 유의적인 음(-)으로 나타나 부채비율이 낮은 기업일수록 안정배당정책에 의한 배당결정이 이루어짐을 확인할 수 있었다. 한편, 유동성 변수, 자본적 지출 변수, 주당현금흐름 및 외국인 지분율의 추정계수들의 값은 비유의적으로 나타나 안정배당정책의 기업 특성으로는 위 변수들은 적당하지 않음을 알 수 있었다. 그리고 수익성 변수의 추정계수의 값은 유의적인 정(+)의 값을 갖는 것으로 나타났으며, 경영위험의 추정계수의 값은 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 따라서 수익성이 높은 기업일수록 그리고 경영위험이 낮은 기업일수록 안정배당정책에 의한 배당결정이 이루어짐을 알 수 있었다.

#### 4.2.4 배당금 결정시 당기 주당이익에 의존하는 기업의 특성

다음으로 부분조정모형의 당기 주당이익의 추정계수가 유의적인 즉, 당기 배당금이 당기 주당이익에 의존하여 결정하는 기업들과 의존하지 않는 기업들의 특성을 분석하기 위하여 종속변수로 의존하는 기업이면 1을 그렇지 않으면 0을 부여하여 분석한 결과가 <표 6>에 제시되어 있다.

<표 6> 당기 주당이익에 의존하는 기업의 특성

	Logit	Probit
C	-6.1101* (0.9168)	-3.5750* (0.5490)
OWNER	-0.0073* (0.0027)	-0.0042** (0.0017)
SIZE	0.6262* (0.0810)	0.3692* (0.0485)
MB	-0.4928* (0.1150)	-0.2921* (0.0681)

LEV	-1.9152* (0.2955)	-1.1749* (0.1755)
CASH	-1.9163** (0.7507)	-1.2270* (0.4566)
CAF	0.1809 (0.1261)	0.0801 (0.0848)
EBITDA	4.4255* (0.6613)	2.5895* (0.3930)
RISK	-0.1222* (0.0353)	-0.0739* (0.0200)
CPS	-0.0001* (0.0000)	-0.0000* (0.0000)
FOR	0.0111* (0.0034)	0.0064* (0.0020)
LR statistic (18 df)	455.6928	451.8139
Probability(LR stat)	0.0000	0.0000

( )안은 표준오차를 의미함

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄

분석 결과, 최대주주 지분율의 추정계수의 값의 유의적인 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타나 최대주주 지분율이 낮은 기업일수록 배당금의 결정에 당기의 주당이익에 의존하는 것으로 나타났다. 또한 기업규모가 큰 기업일수록 당기의 주당이익이 배당금 결정에 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 그리고 성장기회, 부채비율 및 유동성의 추정계수들의 값이 음(-)으로 유의적으로 나타나 성장기회가 낮은 기업일수록, 부채비율이 낮은 기업일수록, 유동성이 낮은 기업일수록 당기의 배당금 결정에 당기의 이익에 의존함을 알 수 있었다. 한편, 자본적 지출의 추정계수의 값은 비유의적으로 나타났다. 그리고 수익성 변수의 추정계수는 유의적인 정(+)으로 나타나 수익성이 높은 기업일수록 배당금 결정에 이익이 영향을 미치는 것을 알 수 있었다. 그리고 경영위험 및 현금흐름의 추정계수들이 음(-)으로 유의적으로 나타나 경영위험이 낮은 기업일수록 그리고 현금흐름이 낮은 기업일수록 배당 결정에 이익이 영향을 미치는 것을 확인할 수 있었다. 그리고 외국인 지분율의 추정계수의 값이 유의적인 정(+)으로 나타나 외국인 지분율이 높은 기업일수록 배당 결정에 이익이 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

#### 4.2.5 부분조정계수에 대한 추가적 분석

부분조정계수가 유의적인 1 이하 기업(134개 기업)과 1이상 기업(77개 기업)의 변수별 기

초통계량이 <표 7>에 제시하고 있으며, 종속변수로 부분조정계수가 유의적인 1 이하 기업에게 1, 1 이상 기업에게는 0을 부여하여 로짓분석을 행한 결과가 <표 8>에 제시되어 있다. <표 7>을 살펴보면, 부분조정계수의 평균값은 각각 0.4078과 1.1916으로 나타났으며, 목표배당성향은 부분조정계수가 1 이하의 기업들의 평균값이 1 이상의 기업들에 비해 높은 것으로 나타났다. 또한 최대주주 지분율, 기업규모, 연구개발비, MB비율 등의 평균값들도 1이하 기업들이 더 높은 것으로 나타났다.

부채비율과 유동성 및 자본적 지출의 경우는 1 이상의 기업들이 1 이하의 기업들보다 다소 높은 평균값을 갖는 것으로 나타났다. 그리고 수익성, 경영위험, 현금흐름 및 외국인 지분율의 경우에는 1 이하의 기업들이 보다 높은 평균값을 갖는 것으로 나타났다.

다음으로 부분조정계수별 기업 특성을 검증한 결과가 <표 8>에 제시되어 있다.

최대주주지분율의 추정계수가 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 최대주주 지분율이 높은 기업일수록 전년도에 비해 배당금을 증가시키고 있음을 알 수 있다. 그리고 기업규모의 경우에도 규모가 큰 기업일수록 전년도에 비해 배당금을 유의적으로 증가시키고 있음을 알 수 있었다. 한편, 성장기회 변수, 부채비율, 유동성, 자본적 지출, 경영위험 및 외국인 지분율 변수의 추정계수들은 비유의적으로 나타나 위 변수들은 전년도에 비해 배당의 증가 혹은 감소에 영향을 미치지 않음을 확인할 수 있었다. 그리고 수익성 변수의 추정계수는 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 수익성이 높은 기업일수록 전년도에 비해 배당금을 증가시키고 있음을 알 수 있으며, 현금흐름 변수의 경우에서도 추정계수가 유의적인 양(+)의 값을 갖는 것으로 나타나 현금흐름이 증가하는 기업일수록 전년도에 비해 배당금을 증가시키고 있음을 확인할 수 있었다.

**<표 7> 부분조정계수가 1 이하 기업과 1 이상 기업의 기초통계량**

	변수	1 이하	1 이상	변수	1 이하	1 이상
평균	SPEED	0.4078	1.1916	CASH	0.0483	0.0485
최소값		0.0650	1.0100		0.0000	0.0000
최대값		0.9500	2.0400		0.5127	0.5412
평균	TRAGET	0.1416	0.0596	CAF	0.0109	0.0172
최소값		0.0000	0.0000		-16.4398	-3.7400
최대값		0.9231	0.3671		0.7930	0.6600
평균	OWNER	25.5375	23.4373	EBITDA	0.0950	0.0775
최소값		3.5800	1.0200		-0.3266	-0.2875
최대값		84.7400	91.5500		0.9434	0.5034
평균	SIZE	11.5747	11.3369	RISK	1.2639	1.2093
최소값		10.0111	10.1580		-0.2382	-1.4736
최대값		13.8450	12.9759		10.0780	16.9460
평균	RD	0.0089	0.0061	CPS	5,780	1,935

최소값	MB	0.0000	0.0000	FOR	-45,367	-59,972
최대값		0.1986	0.1479		261,795	59,062
평균		0.9043	0.8443		11.0162	7.6780
최소값		0.2118	0.2849		0.0000	0.0000
최대값		3.9537	3.8000		92.9700	68.6200
평균	LEV	0.4583	0.4730			
최소값		0.0773	0.0613			
최대값		1.4830	2.7969			

&lt;표 8&gt; 부분조정계수에 대한 검증 결과

	Logit	Probit
C	-8.3181* (1.2682)	-4.9697* (0.7524)
OWNER	0.0171* (0.0039)	0.0102* (0.0023)
SIZE	0.7324* (0.1120)	0.4387* (0.0667)
MB	0.1220 (0.1644)	0.0694 (0.0978)
LEV	-0.5226 (0.3989)	-0.3345 (0.2417)
CASH	-0.4133 (0.8944)	-0.2656 (0.5517)
CAF	-0.0805 (0.2257)	-0.0337 (0.1139)
EBITDA	1.9014** (0.8482)	1.1773** (0.5060)
RISK	-0.0678 (0.0458)	-0.0436 (0.0270)
CPS	0.0001* (0.0000)	0.0001* (0.0000)
FOR	-0.0024 (0.0043)	-0.0016 (0.0026)
LR statistic (19 df)	193.3049	193.5168
Probability(LR stat)	0	0

( )안은 표준오차를 의미함

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 1%, 5%, 10% 유의수준을 나타냄

## V. 결 론

본 연구는 2000년부터 2009년까지 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 부분조정모형을 이용하여 개별 기업별로 부분조정속도와 목표배당성향을 추정한 최초의 연구로 안정배당정책을 갖는 기업의 특성, 배당금 결정에 당기 이익이 영향을 미치는 기업의 특성 및 배당금을 전년도에 비해 증가하는 기업에 대한 특성별 변수를 검증하고자 하였다. 주요 분석 결과는 다음과 같다.

배당기업과 무배당기업의 특성에 대한 분석 결과, 최대주주 지분율, 기업규모, 성장기회, 부채비율, 수익성 및 외국인 지분율 등은 예상과 일치하게 배당결정에 영향을 미치는 것으로 나타났으며, 유동성과 경영위험의 변수도 배당결정에 영향을 미치는 것으로 나타났다.

안정배당기업의 특성을 분석한 결과에서는 최대주주 지분율, 기업규모, 성장기회, 부채비율, 수익성 및 경영위험 변수가 안정배당기업의 특성임을 확인할 수 있었다.

다음으로 당기 배당금이 당기 주당이익에 의존하여 결정하는 기업들의 특성을 분석한 결과에서는 최대주주 지분율, 기업규모, 성장기회, 부채비율, 유동성, 수익성, 경영위험, 현금흐름 및 외국인 지분율이 영향을 미치는 변수임을 발견하였다.

마지막으로 부분조정계수가 유의적인 1 이하 기업과 1이상 기업의 특성을 분석한 결과에서는 최대주주 지분율, 기업규모, 수익성 및 현금흐름의 변수들이 배당금의 증가 또는 감소에 영향을 미치는 변수임을 확인하였다.

최근 배당투자가 투자자와 시장에서 필수적 투자 전략으로 투자자들에게 인식되고 있으며, 투자자들의 노후 생활 자금 마련을 위한 수단 및 저금리시대에 투자 대안으로 배당투자에 대한 투자자의 관심이 높아지고 있다. 본 연구는 배당투자를 위한 기업의 배당정책에 영향을 주는 변수를 검증한 결과를 제시하였다. 본 연구의 결과는 어떠한 기업들이 안정적인 배당금을 지급하는지를 규명함으로써 노후생활자금 마련을 위한 투자수단으로 배당투자자와 관련된 유용한 정보를 제공할 뿐만 아니라 배당투자 자금들이 안정적인 주식시장의 수요자금으로 작용하기 위한 정책 제도 개편과 기업들에게 배당 지급에 대한 인식의 변화에 많은 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

한편, 본 연구는 부분조정모형의 타당성을 전제로 분석하였으므로 부분조정모형이 가질 수 있는 한계점은 본 연구의 분석 결과에 영향을 미칠 수 있다.

## 참 고 문 헌

- 강인철 · 정종범, “외환위기 전 · 후 배당성향의 결정요인에 관한 연구,” *산업경제연구*(2004), 제17권, 525-542.
- 김동욱, “배당의 정보효과에 관한 실증적 연구,” *재무관리연구*(1989) 6, 97-1121.
- 김성민, 정진호, “대주주와 소액주주간의 차등배당을 실시하는 동기에 관한 연구” *재무관리연구*, (1997), pp.57-72.
- 김철중, “소유권구조, 자본조달정책 및 배당정책의 상호관련성에 관한 연구,” *재무관리연구*, (1996) pp.51-78.
- 김원기, 반성식, “배당정책에 국적은 있는가?,” *재무관리연구*, (1992) pp.153-163.
- 남명수 · 우춘식, “배당정책의 신호표시 내용에 관한 실증적 검증,” *증권학회지*(1987), 9, 257-308.
- 신민식, “린트너의 배당조정모형의 실증적 검증,” *금융공학연구*(2008), 제7권, 97-110.
- 신민식 · 김성환 · 김수은, “배당정책의 결정요인과 조정속도,” *산업경제연구*(2008), 제21권, 6호, 2647-2670.
- 신민식 · 김수은, “재무적 제약과 배당조정속도,” *산업경제연구*(2009), 제 22권 6호, 2761-2786.
- 설원식 · 김수정, “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향,” *증권학회지*(2006), 35, 1-40.
- 이정도, 공정택 “기업의 재무적요인과 현금배당을 수준의 관련성에 관한 연구,” *증권학회지* (1994) pp.437-464.
- 양채열 “경영자지분과 배당정책,” *재무연구*, (1997) pp.125-144.
- 원정연, 김성민 “기업의 배당정책에 관한 경영자 인식에 관한 연구,” *증권 · 금융연구* (1999) pp.131-158.
- 육근호, “주주-경영자간의 대리문제에 관한 실증연구-배당정책을 중심으로,” *증권학회지*(1989), 11, 143-166.
- 장승욱, “배당정책과 기업특성에 관한 연구,” 석사학위 논문, 영남대학교, (2001).
- 조담, “현대재무관리,” 무역경영사, (1998).
- 조지호 “배당중심으로 본 주주-경영자간의 대리문제에 관한 연구,” *경제연구* (1990) pp.75-89.
- 주상용 “내부자 소유구조가 배당성향에 미치는 영향에 관한 실증적 연구,” *재무관리 연구*(1993) pp.125-140.
- Adoaglu, C. (2000), “Instability in the dividend policy of the Istanbul Stock Exchange(ISE) corporations: Evidence from an emerging market”, *Emerging Markets Review*, 1(3), 252-270.
- Aivazian, V., L. Booth, and S. Cleary (2003), “Do emerging market firms follow different dividend policies from U.S. firms”, *Journal of Financial Research*, 26(3), 371-387.
- Aivazian, V., L. Booth, and S. Cleary (2006), “Dividend smoothing and debt ratings”, *Journal of Financial And Quantitative Analysis*, 41(2), 439-453.



- Baker, M. and J. Wurgler (2004), "A catering theory of dividends", *Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- Baker, H. K, Farrelly G. E and R. Edelman "A Survey of Management View on Dividend Policy," *Financial Management* (1985) pp.78-84.
- Bajai. M and Vijh. A "Dividend Clienteles and the Information Content of Dividend Changes," *Journal of Financial Economics* (1990) pp.193-219.
- Behm, U. and Zimmermann, H. (1993), "The empirical relationship between dividends and earnings in Germany", *Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften*, 113, 225-254.
- 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*, 7(1984) pp.131-142.
- Bhattacharya, S "Imperfect information, Dividend Policy and the 'Bird in Hand' Fallacy," *Bell Journal of Economics*, (1979) pp.259-276.
- Black, F, "The Dividend Puzzle," *Journal of Portfolio Management*, (1976) p.634-639 .
- B. Graham, D. Dodd and Cottle, "Security Analysis," (1962) pp.229-303.
- Brealey, R. and S. Myers (2005), *Principles of corporate finance*, 8th ed., London: McGraw-Hill.
- Chauvin, K. W. and M. Hirschey (1993), "Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm", *Financial Management*, 22(4), 128-140.
- Correia, C., D. Flynn, E. Uliana, and M. Wormald (1993), *Financial Management*, 3rd edition, Juta, Cape Town.
- Crutchley, H and R. Hansen "A Test of the Agency Theory of Managerial Ownership, Corporate Leverage and Corporate Dividend," *Financial*
- Dewenter, K. L. and V. A. 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(3), 879-904.
- Easterbrook. F. H, "Two Agency-Cost Explanations of Dividend," *American Economic Review* 74 (1984) pp.650-659.
- Fama, E "The Empirical Relationship between the Dividend and Investment Decision of Firms," *American Economic Review*, (1974) pp.304-318.
- Fama, E. and H. Babiak (1968), "Dividend policy of individual firms: An empirical analysis", *Journal of the American Statistical Association*, 63(4), 1132-1161.

- Fama, E. and K. French (2001), "Disappearing dividends: Changing firm characteristics or lower propensity to pay?", *Journal of Financial Economics*, 60(1), 3-43.
- Faulkender, M. and J. Smith (2007), "Are adjustment costs impeding realization of target capital structure?", Working Paper.
- George W. F and Nellie F "Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives," (2000).
- 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.
- Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan (2002), "Dividend changes a sign of firm maturity", *Journal of Business*, 75(3), 387-424.
- Gugler, K. and B. Yurtoglu (2003), "Corporate governance and dividend payout policy in Germany", *European Economic Review*, 47(4), 731-758.
- Hakansson. U "To Pay or Not to Pay Dividends," *Journal of Finance*, (1982) pp.415-428.
- Hansen. R. S, and Kumer. P and Shome. D "Dividends and Agency Costs : Empirical Evidence from the Electric Utilities Case," Working Paper. The University of Michign (1989)
- James E. Walter "Dividend Policy and Common Stock Price," *Journal of finance*, Vol 11 (1956) pp. 29-41.
- Jensen, M. C and Meckling, W. H "Theory of the firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure," *Journal of Financial Economics*, (1976) pp.305-360.
- \_\_\_\_\_, Solberg. D. P and T. S. Zorn "Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, (1992) pp.517-529.
- Jensen, M. C. and W. H. Meckling (1976), "Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305-360.
- Jensen, M. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers", *American Economic Review*, 76(2), 323-329.
- Jensen, G., D. Solberg, and T. Zorn (1992), "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies", *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 27(2), 247-263.
- John, K. and J. Williams (1985), "Dividends, dilution and taxes: A signalling equilibrium", *Journal of Finance*, 40(3), 1053-1070.
- Kale, J. and T. Noe (1990), "Dividends, uncertainty, and underwriting costs under asymmetric

- information", *Journal of Financial Research*, 13(4), 265-277.
- Kale, J., O. Kino, and Payne, J. (2006), "On the dividend initiation decisions of newly public firms", Working Paper, Georgia State University.
- Kathryn L. Dewenter and Vincenta A. Warther "Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts : Evidence Policies of Japanese and U.S Firms," *Journal of Finance* (1998) pp.879-904.
- Kumar. P and C. Spatt "Asymmetric Information and The Smoothing Dividends," Working Paper (1987).
- Lintner, J. (1956), "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", *American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Marshall, M and M. Smirlock, "An Explanations of the Empirical between the Dividend and Investment Decision," *Journal of Finance* 38 (1983) pp.1659-1667.
- McDowell, A. (2005), "Testing the equality of regression coefficients across independent areas", [www.stata.com](http://www.stata.com).
- Miller, M. and F. Modigliani (1961), "Dividend policy, growth and the valuation of shares", *Journal of Business*, 34(3), 11-33.
- Miller, M. and K. Rock (1985), "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance*, 40(3), 1021-1051.
- M. J. Brennan "Taxes, Market Valuation and Corporate Policy," *National Tax Journal* (1970).
- Myron J. Gordon and Eli Shapiro "Capital Equipment Analysis : the Required Rate of Profit," *The Management of corporate Capital* (1959)
- Oded S "A Longitudinal Analsis of Corporate Payout Policies," *University of Pennsylvania* (1999).
- Pettit R "Taxes, Transaction Costs and Clientele Effect of Dividends," *Journal of Financial Economics* (1977).
- Rafael L. P, Florencio L. S, Andrei S and Robert W. V "Agency Problems and Dividend Policies around the World," *NBER Working Paper Series* (1998).
- Rozeff, M. S, "Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios," *Journal of Financial Research* 5 (1982) pp.249-260.
- Stulz, R. M. (1990), "Managerial discretion and optimal capital structure", *Journal of Financial Economics*, 26(2), 3-28.
- Viral A, J. Z Huang, Marti S and Rangarajan S "Costly Financing, Optimal Payout Policies and the Valuation of Corporate Debt," (2000).