

# 배당방식에 따른 배당금 산정이 기업 성장성에 미치는 영향 -배당횟수와 공시시기를 중심으로-

서정훈, 김인환  
경희대학교 산업경영공학과

## <초록>

본 연구는 국내 자본시장에서 최근 분기배당 확대와 배당기준일 전 사전공시 제도 도입 등 배당정책 변화에 따라, 배당횟수와 공시시기의 변화가 기업의 배당금 산정 및 성장성에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 유가증권시장(KOSPI)과 코스닥시장 상장사의 재무, 배당, 공시 데이터를 토대로 회귀분석과 구조방정식 모형을 적용하였다. 회귀분석 결과, 결산배당 대비 중간배당, 분기배당을 실시할수록 총배당금액이 증가한 반면, 배당기준일 전 사전공시는 배당금 산정에 유의한 영향을 미치지 않았다. 한편, 구조방정식 분석에서는 배당성향을 높이는 것이 단기 기업성장에 부정적 영향을 미치지만 배당횟수 증가는 대리인 비용 감소를 통해 기업 성장에 기여하고, 배당기준일 전 사전공시는 정보 비대칭성 완화를 통해 배당의 정보효과를 높여 기업 성장으로 이어질 수 있음을 확인하였다. 결론적으로 기업은 배당횟수 증가와 사전공시 등 주주친화적 배당정책을 통해 정보효과를 극대화하여 장기적인 기업성장을 도모할 수 있음을 시사한다.

Keywords: 기업성장, 대리인 비용, 분기배당, 배당성향, 배당횟수, 사전공시, 정보 비대칭성, 주주친화정책, 중간배당, 총배당금액

# 목차

1. 서론 .....	3
2. 선행연구 .....	5
2.1. 배당에 관한 기초 이론 .....	5
2.2. 배당 공시에 따른 배당락일의 주가변동성에 대한 선행연구 .....	6
2.3. 선행연구에서 사용된 종속변수 측정치의 문제점 .....	7
3. 배당금 산정 회귀식 .....	8
3.1. 연구 배경 .....	8
3.2. 연구 설계 및 방법 .....	10
3.2.1. 데이터 수집 .....	10
3.2.2. 연구모형 및 변수선정 .....	12
3.2.3. 데이터 전처리 .....	15
3.3 실증 분석 .....	16
3.3.1 기초 통계량과 상관관계 분석 .....	16
3.3.2 배당방식에 따른 배당금 산정 회귀식 분석 연구모형 및 변수선정 .....	17
3.3.3 KOSPI, KOSDAQ 시장을 고려한 배당금 산정 회귀식 분석 .....	19
3.4 연구결과 및 해석 .....	21
4. 배당 효과 구조방정식 .....	22
4.1. 연구 배경 .....	22
4.2. 연구 설계 및 방법 .....	23
4.2.1 잠재변수 선정 .....	23
4.2.2 측정변수 선정 .....	24
4.2.3 구조방정식 모형 .....	28
4.2.4 가설 설정 .....	28
4.2.5. 표본 선정 .....	32
4.2.6. 데이터 수집 및 전처리 .....	32
4.3. 실증분석 .....	33
4.3.1. 모형 적합도 .....	33
4.3.2. 개념타당성 분석 .....	34
4.3.3. 모수 추정값 .....	35
4.4. 연구 결과 및 해석 .....	37
4.4.1. 가설 검증 .....	37
4.4.2. 수정된 연구 모형 .....	39
4.4.3. 경로 효과 분석 .....	39
5. 결론 .....	41
5.1. 결론 및 함의 .....	41
5.2. 한계점 .....	42

## 1. 서론

본 연구는 배당방식에 따른 배당금 산정이 기업에 미치는 영향을 배당횟수와 공시시기를 중심으로 실증 분석한다.

배당(dividend)이란 기업이 이익의 일부를 주주들에게 분배하는 행위를 의미한다. 기업은 주주들에게 수익을 안정적으로 환원함으로써 장기 투자를 유도할 수 있으며, 기업 신뢰도를 높이고 주가의 변동성을 완화하는 효과도 기대할 수 있다. 따라서 기업의 배당정책은 기업 이미지 및 성장성 측면에서 중요한 요소로 자리잡고 있다. 이러한 배당정책은 시간이 지남에 따라 다양하게 변화하였다. 과거 1960년대 이후 특별배당이 사라지면서 대기업 중심의 전통적인 고배당 정책이 이루어졌다. 2000년대에 들어서면서 전통적인 고배당 정책에서 보다 유연한 배당정책을 채택하였고, 2010년대부터는 분기배당, 중간배당을 채택하는 사례가 증가하며 주주 친화적 정책을 강화했다. 이러한 기조는 2020년대까지 이어서 2023년 기준 미국의 경우 분기배당 기업의 비율이 90%에 달하고 있다.<sup>1</sup>

기업의 배당정책 변화에 따라, 배당정책과 미래의 이익 성장성간 관계에 대한 연구도 활발히 이루어졌다. Arnott·Asness(2003)은 미국 기업을 대상으로 130년의 시계열 자료를 통해 분석한 결과, 기존의 고배당 정책이 미래의 이익 성장성을 증가시킨다고 주장하였다. 또한 Huang et al.(2009)은 대만 기업을 표본으로 분석한 결과, 현금배당과 주식배당을 동시에 실시하는 이중배당 기업은 미래의 이익 성장성이 증가한다고 주장하였다.

배당에 관한 국내 연구는 배당결정요인과 배당성향에 관한 연구가 주를 이루고 있다. 최종범·서정원(2005)은 세계 24개국의 기업을 대상으로 배당결정요인을 분석하였으며, 장기용(2002)은 주식배당의 결정요인을 분석하였다. 배당성향에 관해서는 윤봉한(2004)이 배당성향과 기업특성간 관계에 대해서 분석하고, 조영석·한형호·양성국(2007)은 배당성향과 미래 이익 성장성 간의 관계를 분석하였다. 또한, 배당정책에 대한 연구도 일부 이루어지고 있는 가운데, 신민식·이재익(2015)은

---

<sup>1</sup> 아이투자, “[미국주식]배당 체크리스트로 뽑은 안정 배당주 10선”, 2023년 9월 21일, <https://itooza.com/newsview/2023091817485566097>

현금배당기업, 주식배당기업 및 이중배당기업의 배당성향과 미래의 이익 성장성에 미치는 영향에 관한 연구를 실시했다.

이와 같이 배당결정요인, 배당성향 혹은 주식배당, 이중배당과 같은 배당정책 관련 연구에 집중되어 있는 반면, 분기배당과 중간배당과 같은 연간 배당횟수에 대한 연구는 취약하다. 2010 년대에 들어 국내 대기업들을 중심으로 배당정책 흐름에 맞춰 중간배당 및 분기배당을 하는 기업들이 증가하고 있다. 2011 년부터 한 자릿수에 머물던 국내 분기배당 기업 수는 2016 년부터 지속적으로 증가하고 있는 추세이며, 이러한 배당횟수의 변화가 기업에 미치는 영향을 분석할 필요성이 대두되고 있다.

배당횟수에 대한 정책 뿐만 아니라 배당절차제도에 대한 변화도 일어나고 있다. 기존 국내의 투자자들은 배당기준일 이전에 배당금을 알 수 없는 이른바 “깜깜이 배당을 해야 하는 관행이 존재해왔다. 이는 투자 불확실성을 높여 투자자들의 거래에 영향을 미치고 시장의 불필요한 변동성을 유발한다. 이런 비효율적인 배당절차를 개선하고자 2023 년에 배당금을 배당기준일 이전에 공시할 수 있도록 변경하였고, 2024 년부터는 분기배당 또한 배당기준일 이전 사전공시가 허용되었다. 이러한 공시시기의 변화가 기업에 미치는 영향에 대한 분석 또한 거의 없는 실정이다.

본 연구는 다음과 같은 차별점을 가진다.

첫째, 기존의 선행연구에서 이루어지지 않았던 배당횟수(분기배당, 중간배당, 결산배당)의 요인을 추가적으로 고려하여, 기업이 배당금을 산정할 때 배당횟수가 어떤 영향을 미칠지 분석하고자 한다.

둘째, 배당 공시정책의 변화 요소도 추가적으로 고려하여 배당기준일 이전에 배당금을 사전에 공시하는 것이 배당금 산정과 기업 성장에 어떤 영향을 미치는지 분석하고자 한다.

본 연구는 다음과 같이 구성한다. 제 1장 서론에 이어 제 2장에서는 선행 연구에 대하여 설명하고, 제 3 장에서는 기업의 배당금 산정 회귀 모형을 통해 배당횟수와 공시시기가 배당금 산정에 미치는 영향을 설명한다. 제 4 장에서는 구조방정식을 통해 배당횟수, 공시시기가 기업에 미치는 직접, 간접효과를 실증 분석하여 함의를 도출하고자 한다.

## 2. 선행연구

기업 성장의 측면에서 기업은 수익금을 내부 유보하는 것이 바람직할 수 있지만, 주주의 측면에서 높은 배당금은 투자 안정성과 만족도를 높이는 요소이다. 기업은 이러한 상충되는 두 가지 제반 상황들을 적절히 고려하여 기업 성장에 최적화된 배당금을 산정하는 것이 매우 중요하다. 배당횟수와 공시시기에 따른 배당금 산정이 기업에 미치는 영향을 파악하기 위해 배당에 관한 기본적인 이론과 선행연구를 고찰하였다.

### 2.1. 배당에 관한 기초 이론

신호이론은 배당을 증가시키는 것이 현재의 수익에 대한 정보를 주주에게 보다 자세히 제공하는 것이며, 이는 기업에 긍정적인 정보효과를 가지게 되고 더 나아가 미래의 수익에 대한 정보로 사용될 수 있다는 이론이다(이승희, 2007). Asquith and Mullins(1983)는 미국 뉴욕증시의 상장기업들을 분석하여, 배당의 증가는 양(+)의 초과수익률을 보인 반면 배당감소는 음(-)의 초과수익률을 보이는 것을 증명하였다. 또한 Bhattacharya(1979), Miller & Rock(1985) 등의 연구에 따르면 경영진은 미래 전망에 대한 자신감을 배당증가를 통해 신호를 보내기도 하며, 배당성향을 높이는 것이 오히려 정보비대칭을 완화하지 못할 수도 있다고 주장하였다.

Gorndon(1962)이 주장한 “Bird-in-the-hand” 가설은 투자자들은 불확실성을 회피하는 성향이 있으며, 배당이 많을수록 투자자가 기대하는 수익률이 낮아질 수 있다고 주장하였다. 또한 배당을 많이 지급하는 기업은 위험이 낮다고 평가받아 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다고 주장하였다.

Lintner(1956)는 배당조정회귀모형을 통해 배당조정속도를 측정하였으며, 이는 기업의 배당 결정 과정을 설명하는 최초의 체계적인 연구이다. 이를 통해 배당은 안정적인 경향을 가지며, 기업들은 배당을 쉽게 줄이지 않는다는 경향성을 증명하였다. 이 연구는 배당정책 연구의 기초를 확립하였고, 추후 후속연구에서 이 모형을 확장하여 사용하였다.

### 2.2. 배당 공시에 따른 배당락일의 주가변동성

배당은 일반적으로 배당기준일을 이전에 배당주를 보유한 투자자를 대상으로 부여된다. 배당락은 이러한 배당금을 받는 권리가 사라진 다음 날에 주가가 배당금의 액면가만큼 하락하는 현상을 이야기한다. 이론적으로 배당금의 액수만큼 주가가 하락할 것으로 예상되며, 투자자들은 이에 따라 주식의 가격을 예측한다.

국내 주식시장의 경우 2024년 이전까지 배당기준일 이후 배당금을 공시하여 투자자들은 배당금의 액수를 모른 채 배당기준일을 통해 권리를 부여받았다. 이러한 방식의 배당제도는 배당금에 대한 정보 불확실성을 높이며, 주가의 변동성을 증가시킨다는 주장이 지배적이었다.

윤종인(2003)은 2001년 이전 증권거래소 상장종목을 대상으로 통제변수와 미래 지급될 배당정보에 기초하여 현금배당락을 측정하였는데, 배당락의 크기는 현금배당 1원당 0.482원으로 나타났으며, 과소 배당락의 주요 원인으로 배당락일 전에 배당금액을 알지 못하는 국내 배당제도를 들면서 제도개선의 필요성을 주장하였다. 사전공시기업과 사후공시기업의 배당 결정 요인을 비교 분석한 길재욱, 한상전(2018)에 따르면 배당 공시의 시기에 따라 배당을 결정하는 요인간 유의한 차이를 증명했다. 사전공시기업의 정보효과에 대한 김성민, 김지은(2004) 연구에 따르면 현금배당을 사전공시를 실시하지 않은 기업의 경우 금기현금배당금에 대한 예측력이 떨어지는 현상을 증명했다. 이를 통해 사후공시 배당정책이 투자자에게 정보 불확실성을 높여 대리인 비용을 높인다고 주장하였다.

국내 금융위원회는 2023년 1월에 배당기준일 전에 배당금액을 확정하여 공시하도록 하는 제도 변경을 시행하였다. 한국거래소에 따르면 배당기준일 제도 변경을 실시한 기업은 유가증권시장 72개(12.8%), 코스닥 시장 19개(3.1%) 증가하였다. 이는 전체 시장의 7.7%에 달하는 수치이다. 특히 유가증권시장 시가총액 상위 1분위 기업 중 20.3%가 제도 변경을 실시하며 배당방식에 대한 관심이 집중되고 있다. 2024년 3월말 사업보고서 기준 배당기준일 변경 제도를 실시한 기업은 다음 <표 1>와 같다.

표 1. 국내 상장기업 배당절차 개선 기업 현황

구분		유가증권시장			코스닥시장			시장 전체		
		정관 유지	정관 개정	개정 비율	정관 유지	정관 개정	개정 비율	정관 유지	정관 개정	개정 비율
규모	상위(1분위)	105	58	35.6%	189	135	41.7%	309	178	36.6%
	중위(2&3분위)	240	86	26.4%	416	232	35.8%	668	306	31.4%
	하위(4&5분위)	275	50	15.4%	432	216	33.3%	680	293	30.1%
합계		620	194	23.8%	1,037	583	36.0%	1,657	777	31.9%

주목해야 할 점은 2024년 12월 27일을 기준으로 분기배당 또한 배당기준일을 분기 말 이후에 변경할 수 있는 자본시장법이 국회 본 회의를 통과하였다는 점이다.<sup>2</sup> 따라서 2025년부터 분기배당을 실시하는 기업 또한 선배당 제도로 변경할 가능성이 존재하며, 그에 따른 경제 영향에 대한 이목이 집중되고 있다.

### 2.3. 선행연구에서 사용된 종속변수 측정치의 문제점

배당정책의 효과에 대한 분석을 진행한 국내외 선행연구들은 기업의 배당 정도의 대용변수로 주로 배당성향을 사용해왔다. 배당성향이란 당기순이익 대비 배당금의 비율을 의미하며, 기업의 순이익의 유보와 주주 환원분의 상대적인 비중을 나타낸다. 육근호(1989), 조지호(1990), 김철중(1996), 설원식(2005), 이우창·박정철(2010) 등이 기업의 배당수준을 반영하는 대용변수로 사용하였다.

하지만 전상경·최설화(2011)은 한국 시장에서는 기업의 배당지급에 대한 재무규제가 강력하기 때문에 국내 연구에서 배당성향을 대용치로 사용하는 것은 논리적 한계점을 가진다고 주장한다. 미국기업의 경우에는 자기자본의 처분에 대한 정부의 규제가 거의 존재하지 않으며 배당에 있어 자유로운 편이지만, 한국기업은 상법에 따라 매 회계연도마다 배당가능이익 범위를 규정하고 범위 내에서 총배당금액을 결정해야 한다. 특히, 기업별 배당 결정요인을 횡단면 분석하는 경우,

<sup>2</sup> 금융위원회, “[보도참고]배당절차 및 기업공시 제도개선을 위한 자본시장법 개정”, 2024년 12월 27일, <https://www.fsc.go.kr/no010101/83741?srchCtgry=&curPage=&srchKey=&srchText=&srch-BEGINDt=&srchEndDt=>

기업별 배당성향의 차이가 배당의 차이보다는 당기순이익의 차이에 의해 결정되는 한계가 있다고 주장한다.

따라서 본 연구에서는 회귀 모형을 설계 시, 종속변수를 배당성향이 아닌 다른 대용치를 사용한다. 기업의 배당가능이익 범위 내에서 산정된 총배당금액을 종속변수로 선정하여, 그 기업이 해당 년도에 주주에게 배당할 수 있는 실제 배당액을 추정할 수 있도록 한다. 다만, 총배당금액의 경우 기업 간의 편차가 매우 큰 점을 고려하여 로그 변환을 통해 기업 간 편차 문제를 해결하고자 한다.

### 3. 배당금 산정 회귀식

#### 3.1. 연구 배경

기업이 배당금을 산정함에 있어서는 과거의 경영성과, 현재의 재무구조 뿐만 아니라 향후 기업의 방향성, 주주 특성, 산업별 경제상황, 배당에 대한 규정 등을 종합적으로 고려하여 결정해야 한다. 2020년대에 들어서 국내 대기업을 중심으로 분기배당 등 연중 배당횟수 증가 추세가 나타나고 있으며 이에 따라 배당횟수가 배당금 산정에 미치는 영향을 규명할 필요성이 대두되었다.

본 연구는 배당횟수 변수를 포함하여 배당금 산정에 영향을 미치는 변수들을 선정하고 영향 관계를 분석하고자 한다. 아울러, 배당기준일 이전 공시여부가 배당금 결정에 미치는 효과도 함께 살펴봄으로써 기업의 배당정책이 배당금 산정에 직접적인 영향을 미치는지도 함께 분석하고자 한다.

**[가설 1] 배당횟수가 많은 기업일수록 총 배당금액을 높게 산정할 것이다.**

배당횟수와 배당금과의 관계에 대한 선행연구는 해외연구에서 찾아볼 수 있다. Ferris(2010)은 동일한 총배당금을 지급하더라도 지급 빈도가 높을수록 투자자가 얻는 효용이 커진다는 것을 행동재무학적으로 실증하였고, 배당 지급 빈도와 기업 가치 사이 강한 양의 상관관계를 확인했다. 투자자들은 배당을 더 자주 주는 것을 호재로 인식하여 더 큰 안정감과 만족감을 느끼며, 이는 전통적인 “bird-in-the-hand” 가설과 일치한다. 즉 미래에 불확실한 자본이득보다 현재의 확실한 현금



배당을 더 선호하므로, 기업이 배당을 자주 지급하면 가까운 시기에 현금을 확보함으로써 미래 현금흐름에 대한 위험이 낮아졌다고 느끼게 되는 것이다.

이러한 관계 속에서 배당횟수 증가에 따라 기업이 어떻게 총배당금 규모를 조정하는가에 대한 해외연구를 찾아볼 수 있었다. Jinxiu Guo(2020)에 따르면 배당 빈도의 변경은 통상 배당금 규모의 변화와 함께 나타나는 경우가 많다고 주장했다. Emilie Andersson et al. (2017)은 북유럽 기업들을 통해 더 구체적인 분석을 진행하였고, 배당 횟수를 늘리면서 각 분기별로 배당금을 지급한 기업들은 전년도 대비 연간 배당금을 평균 26% 가량 증액했다는 것을 증명했다. 이는 배당을 더 자주 줄 수록 시간가치 손실을 보전하고 투자자 만족도를 유지하기 위한 기업의 전략으로서 작용할 수 있음을 시사한다.

한편 국내에는 배당횟수와 총배당금과의 관계에 대한 연구가 부족한 상황이다. 안현미(2021)은 중간배당 및 분기배당의 실시가 기업가치에 유의한 영향이 없다고 보고했고, 이는 배당횟수를 늘리는 것만으로는 국내 투자자들의 평가나 심리에 큰 영향을 주지 못했다고 해석될 수 있다. 국내 기업은 2024년 1분기 기준 단 21개만 분기배당을 진행하고 있기에 배당금 산정에 유의한 영향을 미치기 어렵다고 판단된다. 다만, 국내기업의 분기배당 추이는 2016년부터 지속적으로 증가하는 추세이기에 배당횟수 증가가 배당금 산정에 미치는 영향을 재평가할 필요가 있다. 따라서 본 연구에서 배당금 산정 회귀식을 통해 [가설 1]을 검증하고 배당횟수와 배당금과의 관계를 분석하고자 한다.

**[가설 2] 배당기준일 이전 사전공시를 한 기업은 배당금을 높게 산정할 것이다.**

배당에 있어 공시여부는는 투자자들의 의사결정에 중요한 영향을 미친다. Hussainey.Walker(2009)는 배당에 대한 정보공시가 강화되면 투자자들이 투자 판단을 보다 합리적으로 할 수 있고, 배당락 등에 대한 시장충격도 완화될 수 있다고 말한다. 해외의 경우에는 배당기준일 이전에 배당금을 공시하는 것이 정착화되어 있는 반면, 국내의 경우에는 전통적으로 배당기준일만 정해두고 실제 배당금액은 배당기준이 이후의 주주총회 혹은 이사회에서 결정하여 공시한다. 따라서 투자자들은 배당금에 대한 정보를 알지 못하고 투자를 하게 된다. 강소현(2024)는 이러한 국내의

전통적인 정보공시가 배당락일 주가 하락 등 기업의 변동성을 증가시키는 현상으로 인해, 투자자들의 거래에 영향을 미치고 시장의 불필요한 변동성을 유발한다고 주장했다.

2023년부터는 결산배당 시 배당기준일 이전에 예정 배당금을 사전공시하는 것이 가능하게 되었고, 2024년부터는 분기배당 또한 배당기준일 이전 사전공시가 허용되었다. 길재욱·한상전(2018)은 배당기준일 이전에 배당금에 대한 사전공시를 실시할 경우, 투자자들에게 배당관련 불확실성을 감소시켜 투자에 영향을 미칠 것이라고 주장했다. 또한 김성민·김지은(2004)은 배당기준일 이전에 배당금을 사전공시한 기업이 사후공시한 기업보다 배당락일 주가수익률이 배당금을 더 정확히 반영한다고 말한다. 사전공시 여부와 배당락일의 관계에 대한 사전연구는 비교적 발견할 수 있는 반면, 기업의 사전공시여부가 배당금을 산정할 때 어떤 영향을 미치는지에 대한 연구는 현재 미미한 상태이다.

따라서 본 연구는 배당금 산정 회귀식에 배당기준일 이전 배당금 사전공시 여부 변수를 추가하여, 배당기준일 이전에 배당금을 공시한 기업이 그렇지 않은 기업보다 총배당금을 유의하게 높게 책정하는지를 검증하고자 한다. 배당기준일 이전에 사전공시를 한 기업은 투자 불확실성을 감소시켜 투자자들의 투자 만족도와 안정감을 유도하기 때문에, 앞선 [가설 1]에서와 동일하게 총배당금액을 증액하는 전략을 사용할 것으로 예측된다.

### 3.2. 연구 설계 및 방법

#### 3.2.1. 데이터 수집

본 연구는 한국거래소(KRX)에서 제공하는 기업의 주식 및 배당데이터를 수집하고, 금융감독원(FSS)의 전자공시시스템(DART)을 통해 기업의 재무제표데이터와 공시데이터를 수집하였다.

표본 기업은 2015년 1월 1일부터 2023년 12월 31일까지 한국거래소(KRX)의 유가증권시장(KOSPI)과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 다음과 같은 기준에 따라 표본기업을 선정하였다.

- 1) 상장 기업 중 배당을 실시한 기업만을 표본기업으로 선정한다.
- 2) KRX와 DART에서 주식 및 재무 데이터를 구할 수 없는 기업은 제외한다.
- 3) KRX의 산업분류기준에 있어 금융업종은 자본구조와 영업방법 등이 타 업종과 상이한 특징이 있어 Fama and French(2001), 최중범·서정원(2005) 등 선행연구에 따라 표본기업에서 제외한다.
- 4) 수집연도 내 KOSPI, KOSDAQ에 상장된 국내 배당주 중 주식배당만을 진행하는 기업은 29곳으로 전체 배당기업의 1.86%이다. 이는 현금배당기업에 비해 적은 비중이며, 주식배당의 경우에는 주가에 따라 배당금의 가치가 상이하고 배당금을 산정하는데 미치는 영향이 현금배당과 상이하기에 표본기업에서 제외한다.
- 5) 주식배당과 현금배당을 모두 진행하는 이중배당을 실시하는 기업은 73곳으로 전체 배당기업의 4.69%이다. 이중배당기업 중 주식배당의 비율이 높은 기업의 경우 배당금산정 회귀식 도출에 이상치로 작용할 수 있다. 따라서 주식배당의 비율이 0.5 이상인 주식배당편향기업은 제외한다.<sup>3</sup>

해당 절차를 통해 선정된 표본기업은 총 7,201개이며 <표 2>에서 확인 가능하며, 표본은 KOSPI 기업 3569개, KOSDAQ 기업 3632개로 구성되어 있다. 각 연도별 기업 수는 <표 3>에 제시하였다.

---

<sup>3</sup> 신민식·이재익(2015), “기업의 배당정책이 미래의 이익 성장성에 미치는 영향”. 이중배당기업 중에서, 현금배당 비율[(i 기업의 t 년 현금배당액)/(i 기업의 t 년 현금배당 액+i 기업의 t 년 주식배당액)]이 50% 이상인 기업을 현금배당편향 기업으로 분류하고, 50% 미만인 기업을 주식배당편향 기업으로 분류한다.

표 2. 표본기업 선정기준

표본기업 선정기준	표본기업 수(개)
KOSPI, KOSDAQ 배당 진행 기업(2015~2023)	9,603
차감	-
KRX, DART에서 주식 및 재무 데이터를 구할 수 없는 기업	2,185
금융 기업	153
주식배당 기업	24
주식배당 비율이 높은 기업	40
합계	7,201

표 3. 연도별 표본기업 수

연도	KOSPI	KOSDAQ	합계
2016	425	403	828
2017	446	416	862
2018	456	436	892
2019	448	440	888
2020	439	454	893
2021	454	480	934
2022	472	509	981
2023	429	494	923
합계	3,569	3,632	7,201

### 3.2.2. 연구모형 및 변수선정

본 절에서는 [가설1]과 [가설2]를 검증하기 위한 배당금 산정 회귀 모형을 선정한다. 배당 관련 선행연구에 기반하여 배당금 산정 회귀식의 종속변수 및 독립변수를 선정한다. 연구모형의 OLS회귀식은 아래와 같다.

$$TD_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 MC_t + \beta_2 Profit_t + \beta_3 Growth_t + \beta_4 Stability_t + \beta_5 Debt_t + \beta_6 PER_t + \beta_7 Quarter_t + \beta_8 Half_t + \beta_9 Disclosure_t + \sum \beta_i Y_i^d + \sum \beta_j I_j^d + \sum \beta_k C_k^d + \epsilon_t \quad (1)$$

단,  $TD_{t+1}$  : 기업이 산정할 총배당금액의 자연대수

- $MC_t$  : 시가총액의 자연대수
- $Profit_t$  : 총액대비영업이익 (= 세후영업이익/시가총액)
- $Growth_t$  : 총자산변화율(=(t연도 총자산-t-1연도 총자산)/(t-1연도 총자산))
- $Stablity_t$  : 영업이익률표준편차(= t기준 과거 5년간 영업이익률 표준편차)
- $Debt_t$  : 부채비율 (= 부채총계/자본총계)
- $PER_t$  : 주가수익비율 (= 시가총액/당기순이익)
- $Quarter_t$  : 분기배당 실시여부
- $Half_t$  : 중간배당 실시여부
- $Disclosure_t$  : 배당기준일 이전 공시여부
- $Y_i^d$  : 연도더미
- $I_j^d$  : 업종더미
- $C_k^d$  : 기업더미
- $\epsilon_t$  : 오차항

식 (1)에서 종속변수로 사용되는 총배당금액의 자연대수는 기업이 배당금을 산정할 때를 가정하여, 배당성향이 아닌 실제 배당금 수치를 변수로 사용하였다. 총배당금액은 기업의 규모에 따라 값의 차이가 매우 크기 때문에 로그변환을 통해 기업별 편차를 줄이고자 했다.

시가총액의 자연대수는 기업규모에 대한 대용변수로 Fama-French(2001)은 기업의 규모가 클수록 수익 안정성이 높아 배당을 높게 지급한다고 주장했다. 시가총액 또한 총배당금액과 마찬가지로 기업별 값의 차이가 매우 크기에 로그변환을 통해 편차를 줄였다.

총액대비영업이익은 기업의 수익성을 나타내는 대용변수로 Benartzi-Michaely(1997)은 총배당금을 인상한 기업은 그 이전 기간에 이익이 유의하게 증가한다는 것을 발견했고, Oosterink(2021)은 기업의 수익성이 총배당금 수준을 높이는 요인이라고 주장했다.

총자산변화율은 기업의 성장성의 대용변수로 Fama-French(2001)은 총자산증가율이 높은 기업일수록 배당을 적게 지급한다고 주장했다. 그러나 Oosterink(2021)은

S&P500기업 표본에서는 총자산성장률이 높은 기업이 오히려 배당금이 더 높다고 주장한다. 즉, 기업의 성장성과 배당금의 관계는 표본의 특성에 따라 다르게 나타날 수 있다.

영업이익률표준편차는 기업의 이익 변동성을 나타내는 대용변수로 Zahid·Ammar·Aamir(2022)은 영업이익률의 변동성이 큰 기업은 배당을 크게 늘렸다가 향후 이익 감소 시 배당을 삭감하는 위험이 있으므로 보수적인 배당정책을 채택하는 경우 많다고 주장하였다.

부채비율은 기업의 위험성을 나타내는 대용변수로 Jensen·Meckling(1976)은 부채의 증가가 배당과 음의 관계임을 설명하였다. Rozeff(1982)는 부채비율이 높은 기업일수록 배당성향이 낮아 소극적인 배당금 산정을 실시한다고 주장하며, Shyam-Sunder·Myers(1999) 또한 성장기의 기업일수록 부채비율이 높으수록 배당과 부의 관계를 가진다고 분석하였다.

주가수익비율을 의미하는 PER은 시장평가의 대용변수로 Fama·French(2001)은 시장가치가 높은 기업군이 배당지급비율이 낮았다고 주장하였다. 즉, PER이 높은 기업일수록 내부유보를 택해 배당을 적게 지급할 수 있다고 해석된다.

분기배당 실시여부와 중간배당 실시여부는 기업이 해당 연도에 어떤 배당방식을 실시했는지 나타내는 이진 변수로, 기업이 해당 배당을 실시한 경우 1, 실시 하지 않은 경우 0으로 정의하였다. 표본기업은 결산배당, 주간배당, 분기배당 3가지 경우 중 한 가지에 해당하고, 본 연구는 배당횟수의 증가에 관심이 있었기에 결산배당 대비 중간배당, 분기배당의 영향을 파악하고자 했다. 따라서 분기배당 실시여부와 주간배당 실시여부를 이진 변수로 선정하였다.

배당기준일 이전 공시여부는 배당기준일 이전에 기업이 배당금 공시를 통해 정보 비대칭성을 일부 해결하는 여부를 나타내는 변수로, 배당기준일 이전에 공시를 한 기업은 1, 그렇지 않은 기업은 0으로 이진분류하였다.

연도더미, 업종더미, 기업더미를 더미변수로 추가하여 연도, 업종, 기업 별로 발생하는 차이를 통제하였다. 이를 통해 기업 간 차이로 인해 회귀 분석 결과가

왜곡되는 것을 방지하고 기업 개별적 특성을 고려하면서 회귀분석을 수행 가능하도록 하였다

### 3.2.3. 데이터 전처리

본 절에서는 배당금 산정 회귀 모형을 안정성을 확보하기 위해 데이터 전처리를 진행하였다. Fama-French(2001), Osborne(2002) 을 비롯한 여러 선행연구에서 재무 지표의 로그 변환을 통해 데이터의 극단값 영향을 줄인 것처럼, 종속변수인 총배당금액과 독립변수인 시가총액의 경우 단위가 매우 크고 값이 오른쪽으로 치우쳤기에, 로그 변환을 사용하였다. 이를 통해 데이터의 분포를 정규에 가깝게 만들고 등분산성을 만족시키는데 기여한다.

KRX에서 수집한 기업의 업종은 매우 세분화되어 있어 분석에 있어 어려움이 있다. 따라서 한국표준산업분류에 따라 기업을 9가지의 업종으로 재분류하여 분석에 용이성을 더하였다. 업종별 기업 수는 아래 <표 4>에서 제공하였다.

표 4. 한국표준산업분류에 따른 업종 재분류

업종	분류 기준	표본 개수 (개)
A	농업, 임업 및 어업	10
B	제조업	4,894
D	전기, 가스 증기 및 공기조절 공급업	61
F	건설업	227
G	도매 및 소매업	487
H	운수 및 창고업	105
J	정보통신업	429
N	사업시설 관리, 사업 지원 및 임대 서비스업	419
S	협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업	569
합계	-	7,201

주요 변수들의 값이 이상치인 기업은 일반적인 의사결정과는 다른 의사결정을 할 가능성이 높다고 판단된다. 따라 배당금 산정 회귀식에 사용된 주요 변수들 중 이상치 값이 많은 총자산변화율과 부채비율 데이터의 상위 1%와 하위 1%를 percentile-based outlier removal 방식을 통해 제거하였다. 이상치 제거 후 총

표본의 수는 7,203개에서 6,915개로 감소하였다. 그 이후 데이터의 안정성을 위해 표준편차가 매우 큰 부채비율의 경우 z-score 정규화를 진행하였다.

### 3.3. 실증 분석

#### 3.3.1. 기초통계량과 상관관계 분석

본 절에서는 배당금 산정 회귀식의 변수들의 기초 통계량 분석을 통하여 변수들의 확률분포를 파악했다. 그리고 변수들 간의 상관관계 분석과 다중공선성 파악을 통해 변수 선정의 타당성을 점검하였다. <표 5>는 배당금 산정 회귀식의 독립변수의 기초통계량을 분석한 결과를 나타낸다.

표 5. 독립변수 기초통계량

변수	평균값	표준편차	최소값	1분위수	중앙값	3분위수	최대값
<i>TD</i>	21.941	1.533	17.474	20.871	21.735	22.761	30.205
<i>MC</i>	26.061	1.429	21.380	25.097	25.791	26.715	32.812
<i>Profit</i>	0.153	0.367	-3.782	0.045	0.093	0.168	11.378
<i>Growth</i>	8.386	13.235	-17.700	0.550	5.530	12.785	89.350
<i>Stablity</i>	3.085	3.465	0.010	1.160	2.230	3.810	76.400
<i>Debt</i>	0.000	1.000	-1.075	-0.745	-0.311	0.454	4.821
<i>PER</i>	1.796	6.812	-71.941	0.485	0.931	1.730	92.436
<i>Quarter</i>	0.005	0.076	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Half</i>	0.050	0.221	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>Disclosure</i>	0.063	0.240	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000

배당금 산정 회귀식 분석을 위해 이용된 변수들 간의 피어슨 상관 분석의 결과는 <표 6>과 같다. 다중공선성의 경우 각 변수의 분산팽창계수(VIF) 값이 통계적으로 허용되는 범위 내에 분포하여, 다중공선성 문제는 발생하지 않는다.

표 6. 변수들 간 상관관계 및 다중공선성 분석

변수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	VIFs
(1) <i>TD</i>	1										



(2) <i>MC</i>	0.72	1									2.530
(3) <i>Profit</i>	0.12	-0.10	1								1.201
(4) <i>Growth</i>	0.07	0.13	0.05	1							1.434
(5) <i>Stablity</i>	-0.05	0.01	-0.07	0.04	1						1.878
(6) <i>Debt</i>	0.10	0.11	0.11	0.07	-0.17	1					1.055
(7) <i>PER</i>	-0.07	0.02	-0.07	0.03	0.02	-0.04	1				1.078
(8) <i>Quarter</i>	0.20	0.17	0.04	-0.00	0.00	0.05	-0.01	1			1.012
(9) <i>Half</i>	0.17	0.08	0.02	-0.01	-0.03	0.02	-0.02	-0.02	1		1.055
(10) <i>Disclosure</i>	-0.03	-0.01	-0.01	0.06	0.11	-0.06	-0.02	-0.02	-0.02	1	1.086

### 3.3.2. 배당방식에 따른 배당금 산정 회귀식 분석

본 절에서는 앞선 가설에서 언급한 배당횟수와 공시여부가 총배당금 산정에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. <표 7>는 배당방식의 변화가 배당금 산정에 미치는 영향을 분석한 결과이다. <표 7>의 ‘예측 부호’는 앞서 변수 설정 단계에서 설명한 선행연구를 바탕으로 선정하였다. 예를 들어, 기업의 성장성의 경우 양의 영향을 미친다는 연구와 음의 영향을 미친다는 연구가 모두 존재하기에 +, -로 표현하였다.

표 7. 배당금 산정 회귀분석 결과

변수	계수	예측 부호	분석결과		
			회귀계수	t 값	p-value
<i>Intercept</i>	$\beta_0$		14.0001	43.1636	0.0000
<i>MC</i>	$\beta_1$	+	0.2973	24.6129	0.0000
<i>Profit</i>	$\beta_2$	+	0.2573	14.5373	0.0000
<i>Growth</i>	$\beta_3$	+, -	0.0038	9.0656	0.0000
<i>Stablity</i>	$\beta_4$	-	-0.0084	-3.9216	0.0009

<i>Debt</i>	$\beta_5$	-	-0.1640	-11.8266	0.0000
<i>PER</i>	$\beta_6$	-	-0.0029	-3.7200	0.0002
<i>Quarter</i>	$\beta_7$	+	0.4530	4.2066	0.0003
<i>Half</i>	$\beta_8$	+	0.3086	8.3221	0.0000
<i>Disclosure</i>	$\beta_9$	+	-0.0071	-0.2187	0.8269
연도/업종/기업더미			포함		
F-statistic			88.7162***		
Adjusted R-square			0.9439		
N(관측수)			6,915		

1) \*\*\*은 p-value가 0.01 수준에서 유의성을 가짐을 의미한다.

총자산변화율의 회귀계수는 선행연구 상에서 기업 표본에 따라 상이하게 나올 수 있다고 주장했다. 본 연구에서의 기준으로 선정된 표본에서는 총자산변화율이 유의한 양(+)의 회귀계수를 나타냈다. 즉, 국내 자본시장에서 배당을 지급하는 기업은 총자산변화율이 커질수록 총배당금을 높게 산정하는 경향이 있다는 것으로 볼 수 있다. 그 외 관심변수(배당횟수, 공시여부)을 제외한 다른 독립변수들은 선행연구와 동일한 회귀계수 부호를 나타냈으며, 모두 유의하게 영향을 미치는 것을 알 수 있었다.

관심변수인 배당횟수의 경우 분기배당과 중간배당 모두 배당금 산정에 양(+)의 영향을 미친다. 즉 결산배당을 하는 기업보다 분기배당, 중간배당을 하는 기업이 총배당금액을 더 크게 산정한다는 것을 알 수 있다. 배당기준일 전 공시여부는 p-value가 0.8269로 배당금 산정에 유의한 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다.

### 3.3.3. KOSPI, KOSDAQ시장을 고려한 배당금 산정 회귀식 분석

국내 주식 시장은 크게 유가증권시장(KOSPI)과 KOSDAQ시장으로 나눌 수 있다. KOSPI시장은 일정 규모 이상의 대형 기업들이 모여있어 주가 변동성이 작은 편이고, KOSDAQ시장은 주로 벤처 및 중소기업이 상장되어있어 주가 변동성이 큰 편이다. 두 시장에 속해있는 기업의 특징이 다르기 때문에 배당금 산정에 있어 차이가 있을 것으로 추정된다. 따라서 KOSPI와 KOSDAQ 시장을 각각 나눠 분석하여 배당횟수가

배당금 산정에 어떻게 영향을 미치는지 분석하고자 한다. <표 8>에서 각 시장 별로 군집화하여 배당금 산정 회귀식에 대한 결과이고 <표 9> 는 계수차이검정을 진행한 결과이다.

표 8. KOSPI, KOSDAQ 시장별 배당금 산정 회귀분석 결과

변수	계수	예상 부호	KOSPI			KOSDAQ		
			회귀계수	t 값	p-value	회귀계수	t 값	p-value
<i>Intercept</i>	$\beta_0$		14.1905	32.0360	0.0000	12.4723	28.2020	0.0000
<i>MC</i>	$\beta_1$	+	0.2931	17.4576	0.0000	0.3021	17.0654	0.0000
<i>Profit</i>	$\beta_2$	+	0.2192	10.2440	0.0000	0.3612	10.7333	0.0000
<i>Growth</i>	$\beta_3$	+, -	0.0037	5.7906	0.0000	0.0037	6.5646	0.0000
<i>Stablity</i>	$\beta_4$	-	-0.0044	-1.6139	0.1067	-0.0152	-4.3365	0.0001
<i>Debt</i>	$\beta_5$	-	-0.1772	-9.4306	0.0000	-0.1391	-6.6743	0.0000
<i>PER</i>	$\beta_6$	-	-0.0032	-2.5828	0.0098	-0.0026	-2.5980	0.0094
<i>Quarter</i>	$\beta_7$	+	0.4946	4.3411	0.0001	0.0082	0.2034	0.8389
<i>Half</i>	$\beta_8$	+	0.3641	7.9200	0.0000	0.2020	3.1188	0.0018
<i>Disclosure</i>	$\beta_9$	+	0.0524	0.8358	0.4034	-0.0270	-0.7214	0.4707
연도/업종/기업더미			포함			포함		
F-statistic			109.8679***			34.5703***		
Adjusted R-square			0.9503			0.8779		
N(관측수)			3,449			3,466		

1) \*\*\*은 p-value가 0.01 수준에서 유의성을 가짐을 의미한다.

표 9. 회귀계수 차이 검정(KOSPI - KOSDAQ)

변수	Coefficient difference	T값	p-value
<i>MC</i>	-0.0090	-0.3690	0.7217
<i>Profit</i>	-0.1421	-3.5618	0.0074***
<i>Growth</i>	0.0000	0.0352	0.9728
<i>Stablity</i>	0.0108	2.4181	0.0420**

<i>Debt</i>	-0.0382	-1.3603	0.2108
<i>PER</i>	-0.0006	-0.3932	0.7044
<i>Quarter</i>	0.4128	1.9875	0.0821*
<i>Half</i>	0.1620	2.0398	0.0757*
<i>Disclosure</i>	0.0794	1.0872	0.3086

1) \*\*\*, \*\*, \*은 P-value가 0.01, 0.05, 0.1 이하로 유의성을 만족함

기업의 수익성을 나타내는 총액대비영업이익(*Profit*)의 경우, KOSPI가 KOSDAQ보다 유의한 양(+)의 영향이 더 크다. 이는 수익성이 높은 기업일수록 더 많은 배당을 지급하는 경향이 KOSPI 시장에서 특히 강함을 의미한다.

영업이익의 변동성을 나타내는 영업이익률 표준편차(*Stability*)의 경우, KOSPI가 KOSDAQ보다 유의미하게 더 큰 음(-)의 영향을 미친다. 이는 KOSPI 시장이 KOSDAQ보다 상대적으로 안정적인 특성을 갖고 있기 때문으로 해석할 수 있다. 특히 KOSPI 시장에서는 이익 변동성이 클수록 위험이 더 높게 평가될 가능성이 있어, 배당금 산정 시 보다 보수적인 접근이 이루어질 수 있다.

중간배당을 도입한 기업들이 더 높은 배당금을 지급하는 경향성 또한 KOSDAQ보다 KOSPI에서 더 크다. KOSDAQ의 경우 보통 기업의 성장에 초점을 맞춘 기업들이 많지만, KOSPI의 경우 안정적인 이윤 창출에 초점을 맞춘 기업들이 비교적 많다. 이는 KOSPI가 주주환원정책에 더 적극적임을 시사하며, 총배당 규모를 확대함으로써 기업의 주주친화적 이미지를 만들어 나가는 것으로 해석할 수 있다.

분기배당의 경우, KOSPI 시장에서는 유의한 양(+)의 영향을 나타냈지만, KOSDAQ 시장에서는 유의한 영향이 나타나지 않았다. 이는 KOSDAQ에서 분기배당을 실시하는 기업의 수가 매우 적을 뿐더러, 평균적으로 배당 규모가 크지 않아 배당금 산정에 영향이 제한적이기 때문으로 해석된다. KOSDAQ 기업들은 잉여이익을 배당보다는 성장투자에 활용하는 경향이 강해 분기배당을 채택하는 경우는 흔치 않다.

KOSPI와 KOSDAQ 나눠서 배당금 산정 회귀식을 분석해본 결과, 시장 구조적 특징으로 인해 각 변수들이 배당금 산정에 미치는 영향력이 달라진다. 즉, 이처럼 각

시장에 따라 배당금 산정에 대한 접근 방식이 상이하며, 기업의 특성에 따라 배당 관련 의사결정 및 경영전략이 달라지는 것을 위 분석을 통해 알아낼 수 있었다.

### 3.4. 연구결과 및 해석

**[가설 1] 배당횟수가 많은 기업일수록 총 배당금액을 높게 산정할 것이다.**

본 회귀분석에서는 관심변수인 배당횟수를 결산배당, 중간배당, 분기배당으로 나누어 이진 분류를 진행하여 배당금 산정과의 관련성을 검증하였다. 결산배당 대비 분기배당을 실시한 기업은 총배당금액에 양(+)의 영향을 미치고, 결산배당 대비 중간배당을 실시한 기업 또한 총배당금액에 양(+)의 영향을 미친다. 또한, 분기배당의 회귀계수(0.4530)가 중간배당의 회귀계수(0.3086)보다 0.1444 더 크다는 것을 통해, 분기배당이 중간배당보다 더 큰 양(+)의 영향을 미친다는 것을 알 수 있다. 이는 앞서 설명한 [가설 1]을 뒷받침하는 결과로, Emilie Andersson et al.(2017)의 주장과 일치하며, 해당 연구의 결과가 국내 시장에서도 동일하게 적용됨을 시사한다.

결론적으로 국내 배당기업 또한 해외와 마찬가지로 배당횟수를 늘릴수록 총배당금을 높게 산정함으로써 투자자들의 투자 효용을 높일 것으로 추정할 수 있다. 즉, 총배당금을 증액하면서 주주에게 수익을 환원함으로써 얻는 가치가 증액 비용보다 더 크다고 해석할 수 있다. 실제로 최근에는 기업의 주주친화정책 중 배당빈도를 늘려 더 많은 배당을 지급하는 경영전략들이 이루어지고 있다.

**[가설 2] 배당기준일 이전 사전공시를 한 기업은 배당금을 높게 산정할 것이다.**

본 회귀분석에서는 관심변수인 배당기준일 이전 사전공시 여부를 이진 분류하여 배당금 산정과의 관련성을 검증하였다. 분석 결과 공시여부는 음(-)의 회귀계수로 나타났으나, p-value 값이 0.8269로 매우 크게 나와 유의하지 않다는 결과를 도출할 수 있었다. 즉, 배당기준일 이전에 사전공시 여부는 총 배당금액 산정에 고려되는 요인이 아니라고 추정할 수 있다.

사전공시 여부가 총배당금 산정에 영향을 미치지 않는 이유는 몇 가지로 추정할 수 있다. 첫 번째로, 2023년에 배당 공시제도 도입 후 1년여간 KOSPI 기업 중 약 24% 정도만 배당절차를 개선했고, 실제로 새로운 절차를 실행한 기업은 그보다 적은 수준이었다.<sup>4</sup> 따라서 표본 기업이 제한적인 상황에서 공시 여부가 총배당금 증감과 뚜렷한 상관관계를 나타내기 어려울 수 있다고 판단할 수 있다. 두 번째로, 배당금 산정은 기본적으로 기업의 이익 수준, 규모, 현금 흐름 등에 따라 이루어지며, 공시 여부는 배당금 산정에 직접적으로 변화시키는 요인이 아니다. 다만, 김선현·정진영·조성우(2021)는 정보 비대칭이 큰 기업일수록 배당을 적게하는 경향성을 증명하며 정보 비대칭성이 배당정책에 영향을 줄 수 있다고 주장하였다. 이는 공시여부는 투자자에게 정보 비대칭성을 완화시키는 효과를 통해 장기적으로 배당정책에서 영향을 줄 수 있지만, 직접적인 영향을 주기에는 어렵다고 해석할 수 있다.

## 4. 배당 효과 구조방정식

### 4.1. 연구 배경

이전 회귀 모형에서 배당기준일 전 공시가 기업의 배당금 산정에 직접적인 영향을 미치지 못한다는 결과가 도출되었다. 특히, 최근 배당기준일 제도 변경으로 집중되고 있는 현 상황에서 배당기준일 전 공시 여부의 간접적 영향까지 분석함으로써 공시 시기에 따른 변화에 대해 접근할 필요가 있다.

또한 회귀모형에서 배당횟수가 높은 기업이 배당금 산정에 있어 높은 액수를 산정함을 입증하였다. 이는 해당 기업이 배당횟수 증가와 함께 총배당금액을 증액함으로써 배당친화정책을 실시하고자 함을 시사한다. 하지만 기업 측면에서 내부 유보금 감소를 감안하면서까지 횟수를 늘리는 데에는 어떤 효과가 존재하며, 결과적으로 기업에 어떤 영향을 미치는지에 대해 분석하고자 한다.

---

<sup>4</sup> 강소현(2025), “배당기준일 제도 변경 현황과 향후 과제”, 자본시장포커스, 2025, 24-04, 1-7.

따라서 본 연구에서는 구조방정식(SEM) 모형을 통해 배당방식에 대한 자본시장과 기업의 영향을 분석하고자 한다. 특히, 배당횟수와 최근 제도 변경으로 집중되고 있는 배당기준일 전 공시 여부에 따른 직접, 간접적인 영향을 배당의 효과 및 기업 측면에서 실증적으로 분석하여 회귀 분석에서 도출된 결과에 함의를 더하고자 하였다.

## 4.2. 연구 설계 및 방법

### 4.2.1. 잠재변수 선정

본 절에서는 배당방식에 따른 효과를 파악하기 위해 구조방정식(SEM)의 잠재변수를 선정하였다. 관심변수인 배당기준일 전 공시 여부, 배당횟수와 더불어 배당금의 크기를 대응하기 위해 배당성향까지 3개의 외생변수를 사용하였다. 배당성향은 기업이 벌어들인 수익 중 배당금의 비율로 주당순이익 대비 주당배당금으로 산출된다. 구조방정식의 경우, 각 변수의 분산에 의해 모형이 추정되므로 기업간 분산을 조정하기 위해 배당성향을 채택하였다.

이후 배당방식의 효과에 대한 선행연구를 기반으로 잠재변수를 선정하였다. Arnott and Asness(2003), Apwilyn et al.(2006), Zhou and Ruland(2006), Huang et al.(2009)은 공통적으로 배당의 효과를 정보 비대칭 문제와 대리인 비용 완화로 제시하였다. 배당의 결정요인과 그에 따른 관계를 연구한 Jensen(1986), Easterbrook(1984), Allen, Bernardo and Welch(2000)은 신호이론을 주장하며, 기업은 정보 비대칭 문제를 완화하는 수단으로써 배당금을 이용한다고 주장하였다. 길재욱, 한상전(2018)에 따르면 배당의 공시 시기에 따라 기업성장성이 유의한 영향이 있다고 주장하였다. 김성환, 박진모(2009), 차명기, 김수성(2016)은 중간배당이 대리인 비용에 유의한 영향을 미치며, 대리인 비용의 감소가 기업 성장 이익에 양의 인과관계가 존재한다고 설명하였다. 앞선 선행연구에서 배당정책을 통해 대리인비용과 정보 비대칭성 문제를 완화할 수 있으며, 이는 기업 성장에 유의한 영향을 미친다는 연구가 지배적이었다.

따라서 본 연구에서는 배당방식에 따른 이해관계자에 대한 영향으로 대리인 비용과 정보 비대칭성을 잠재변수로 선정하였으며, 해당 변화에 따른 기업의 영향을 파악

하기 위해 기업 성장 또한 잠재변수로 선정하였다.

#### 4.2.2 측정변수 선정

### [대리인 비용]

#### 1. 내부지분율

내부지분율은 전체 발행주식 중 소유주와 소유주의 특수관계인들이 보유한 주식 비율이다. 즉, 기업의 총수와 우호적인 관계에 놓여있는 세력이 가진 지분 비중을 의미한다.

내부지분율을 기반으로 소유구조를 파악하고, 대리인 비용을 추정하기 위한 연구는 지속되어 왔다. 최종범, 서정원(2005)은 대리인 비용을 내부지분율로 대용하였다. 한국 기업의 대리인 비용을 추정한 연구에서 조성빈(2006)은 내부지분율과 대리인 비용간 유의한 양의 관계를 입증하였다. 반면, 내부지분율이 대리인비용과 음의 관계를 가지고 있다고 주장한 Jensen and Meckling(1976)은 내부자의 지분이 증가할수록 주주와 경영진의 이해관계가 일치되어 대리인 비용이 감소한다는 이해일치 가설(convergence of interest hypothesis)을 주장하였다. 또한 Jensen(1986)은 내부지분율과 대리인비용에 U자형 비선형 관계가 존재하며, 내부지분율의 증가가 대리인비용을 낮출 수 있다고 주장하였다.

대부분의 선행연구에서 대리인 비용이 내부지분율간 유의한 양(+)의 관계가 있다고 주장하는 한편, 일부 연구에서는 음(-)의 관계가 존재할 수 있음을 주장하였다. 두 변수간 대립된 의견이 공존하는 반면에, 공통적으로 내부지분율의 증가가 대리인 비용에 유의한 영향을 미친다고 주장하였다. 따라서 대리인비용을 추정하기 위해 내부지분율의 분산이 유의한 영향을 미칠 것이라 판단하였다.

#### 2. 외국인지분율

외국인지분율은 기업의 종목 유통주식 수 중 국외인이 보유한 주식 비율이다. 즉, 주식의 투자 비중 중 외국인이 보유한 비율이며, 해당 비율에 따른 영향을 분석하는



연구가 진행되어 왔다.

소유구조와 대리인비용의 관계를 연구한 Cole, and Lin(2002)은 외국인지분율과 대리인 비용의 관계를 입증하였다. Gillan, Starks(2003)은 외국인지분율이 높은 기업은 외국인 기관투자자의 높은 투자 비중으로 인해 기업의 거버넌스가 개선됨에 따라 대리인 비용이 감소한다고 주장하였다. 외국인지분율과 배당에 관한 국내 선행연구들을 살펴보면 중간배당의 영향을 실증분석한 고운성, 강동관(2006)은 대리인비용이 외국인지분율과 높은 상관관계가 존재한다고 주장하였다. 또한 조성빈(2006)은 대리인비용을 추정하기 위한 변수로 외국인지분율을 선정하였고, 유의한 음(-)의 관계를 입증하였다.

국내외 선행연구에서는 외국인지분율이 높을수록 대리인 비용이 낮아진다고 주장하였다. 외국인 투자자는 대규모 기관의 투자자일 가능성이 높으며, 기관투자자는 기업 투명성을 높여 대리인 비용이 감소한다고 언급하였다. 또한 외국인 투자자가 장기 투자 비중이 높다는 점을 근거로 주장하였다. 이에 기반하여 대리인 비용을 추정하기 위한 측정변수로 국내 기업의 외국인지분율을 측정변수로 선정하였다.

### 3. 자산회전율(AUR)

자산회전율(AUR)은 기업이 보유한 총 자산을 얼마나 효율적으로 활용하여 매출을 창출했는지에 대한 지표이다. 총 자산 대비 매출액의 비율로 계산되며, 자산의 효율성 문제와 직결되는 변수이다.

기존 선행연구에서는 자산회전율(AUR)을 자산 활용도의 지표로 사용하여 자산회전율(AUR)이 대리인 비용에 미치는 영향을 중심으로 연구되었다. Jensen, Meckling(1976)은 대리인 문제와 기업의 운영 비효율성 간의 관계를 분석하여, 기업의 운영 비효율성이 높을수록 대리인 비용이 높아져 대리인 문제를 불러온다고 주장하였다. Ang, Cole and Lin(2000)은 대리인비용(AC)의 대용치로 AUR을 제시하였다. 자산 효율성비율(asset utilization ratio: AUR)을 자산 운영의 효율성을 측정하는 척도로 사용하였으며, 연간 매출액을 총 자산으로 나누는 방식으로 산출하였다. Florackis and Ozkan(2004)은 지출비율과 함께 자산 대비 매출의 비율인 자산가동률(AUR)을 대

리인 비용의 지표로 설정하여 미국의 소기업, 대규모기업, 그리고 영국의 상장기업들을 대상으로 대리인 비용의 결정 요인을 분석하였다. 조성빈(2006)은 대리인 비용을 추정하는 데에 외국인지분, 부채비율 등과 함께 자산회전율을 사용하였으며, 자산회전율과 대리인 비용간 유의한 음의 관계를 입증하였다.

자산활용도의 대용치로서 자산회전율(AUR)을 사용한 선행연구에서 공통적으로 대리인비용 간 음의 관계가 존재한다고 주장하였으며, 일부 연구는 대리인 비용을 대용하는 변수로 사용하였다. 특히 해당 연구들은 자산의 활용도가 높은 기업일수록 효율적인 사업 활동으로 대리인 비용이 감소하는 경향이 있다고 주장하였다. 따라서 위 선행연구에 기반하여 자산회전율(AUR)을 측정변수로 선정해 대리인 비용을 추정하였다.

## [정보 비대칭성]

### 1. 배당락 오차율

배당기준일 이후 생기는 배당락은 이론상 주당배당금의 액수만큼 하락한다. 배당락일 당일 전날인 배당부 종가에서 배당금만큼 하락한 시가를 배당락후 기준가격이라 부른다. 하지만 실제 자본시장에서는 배당락일의 시가가 배당락후기 준가격과 오차를 가지며, 이 오차의 크기는 투자자들에게 주식의 가격에 혼동을 일으켜 배당금 정보의 불확실성으로 대변된다.

우춘식(1993)은 국내 자본시장에서 배당락 이후 시가가 배당락에 의한 주가 조정이 전혀 이루어지지 않고 있음을 발견했으며, 배당락에 의한 조정시가와 실제 시가의 차이가 정보 비대칭성을 의미한다고 주장하였다. 김성민(2003)은 배당락후 기준가격을 배당부 종가와 금기예상배당금의 차 배당락 후 주가를 예측하며, 실제 배당락 후 시가와 차이를 실제 배당락 후 시가로 나눠 배당락 오차를 분석했다. 이후 해당 배당락 오차를 배당 정보 불확실성을 대변하는 변수로 사용하였다. 본 연구에서도 김성민(2003)에 따라 배당락 오차율을 다음과 같은 식으로 산출하였다.

$$MISP = \frac{P_i - P_{eff}}{P_{eff}}$$

단,  $MISP$  : 배당락 오차율(개별 주식의 주가와  $P_{eff}$ 의 차를  $P_{eff}$ 로 나눈 값

$P_i$  : 금기 실제 배당금으로 산정한 배당락 기준가격

$P_{iff}$  : 배당부 증가

위 식을 기반한 배당락 오차율을 측정변수로 선정하여, 배당락일의 배당락기준가격과 실제 주가 간 오차로 정보 비대칭성을 측정하였다.

## 2. 배당락일 수익률

배당락일의 일간 수익률은 일반적으로 음(-)의 값을 가지고 있다. 이론상 주당배당금의 액수만큼 하락하는 배당락에 따라 수익률이 하락하는 경향이 나타나며, 주식하락세에 따라 투자의 불확실성이 높아진다.

Elton and Gruber(1970)은 배당금에 대한 세율이 자본이득에 대한 세율보다 높은 경제 환경 하에서는 배당락일 이후 시가가 배당금만큼 하락하지 않는 현상을 수학적으로 도출하였다. 특히 배당에 대한 투자자들의 한계세율을 배당락일의 주가 하락으로부터 추론 가능하며, 배당락일의 주가 하락이 정보 비대칭성과 유의한 관계가 있다고 주장했다. 한상전(2019)은 국내 주식시장에서 결산배당과 중간배당 기업을 대상으로 배당의 정보효과를 분석하였다. 연구를 통해 배당락일의 수익률이 배당 정보효과와 유의한 관계에 있음을 입증하였다. 위 선행연구에 기반하여 배당락일 수익률(일간)을 정보 비대칭성의 측정변수로 선정하였다.

## [기업성장]

기업성장을 측정하는 측정변수를 선정하기 위해 구조방정식 선행연구 중 기업성장 잠재변수를 측정하기 위한 변수를 본 연구에서 사용하였다.

성병호, 김태성(2019)는 기업성장 영향 요인을 파악하기 위한 구조방정식 모형에서 기업성장을 매출액증가율과 영업이익증가율을 사용하였다. Sutardjo Tui, Afriyani(2019)는 기업 성장을 대용하는 측정변수로 자산성장률, 자본성장률 등을 사용해 연구를 진행하였다. 위 선행연구에 근거하여 본 연구에서는 기업성장의 측정변수로 총매출액 변화율, 총자산 변화율, 총자본 변화율을 선정하여 분석을 진행하였다. 해

당 변수들은 연간 변화율로 계산하여 측정변수로 사용하였다.

#### 4.2.3. 구조방정식 모형

본 절에서는 기업의 외생변수(배당횟수, 사전공시 여부, 배당성향)의 효과(대리인 비용, 정보 비대칭성)와 그에 따라 기업성장에 미치는 영향 관계를 분석하였다. 선정된 잠재변수와 관측변수를 기반으로 선행연구를 통해 가설을 설정하였고, 아래와 같은 연구모형을 가정해 분석을 진행하였다.

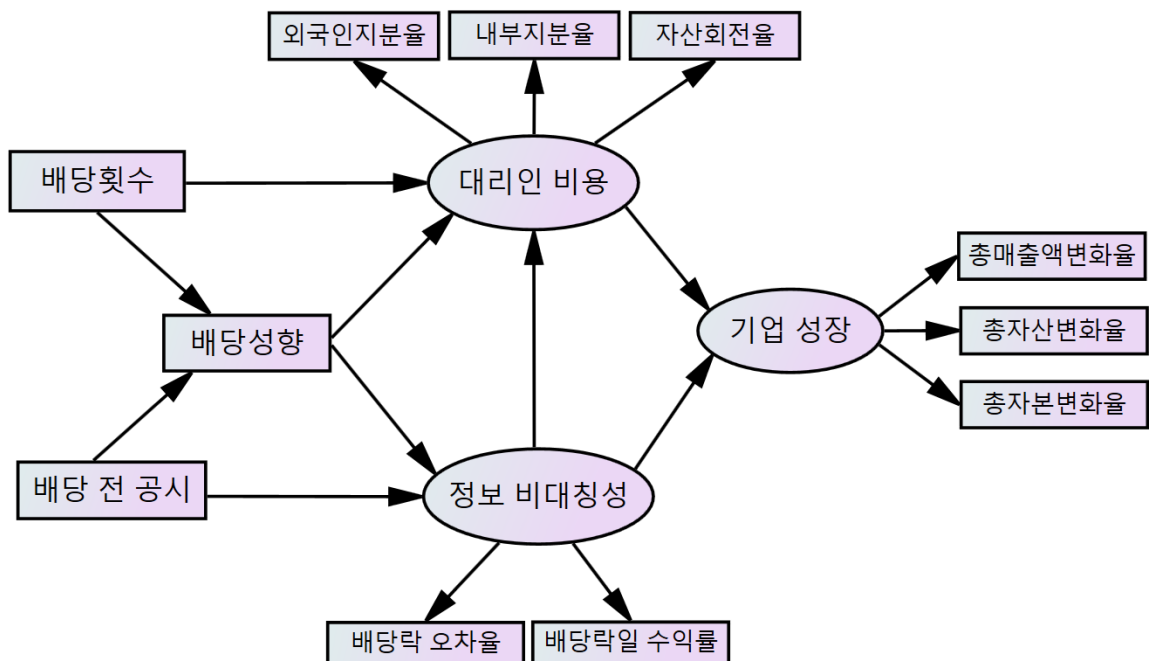


그림 1. 배당 효과 구조방정식(SEM)

#### 4.2.4. 가설설정

본 절에서는 변수 간 관계를 규명하기 위해 가설을 설정하여, 구조방정식(SEM)의 잠재변수 간 경로를 규명하였다. 내생변수 4가지(배당성향, 대리인 비용, 정보 비대칭성, 기업 성장)에 따라 가설을 구분하였다.

##### 1) 배당성향에 영향을 주는 변수

[가설 1] 배당횟수는 배당성향에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.

본 연구에서 이전 분석한 회귀 모형에서는 배당횟수의 증가 즉, 결산배당 대비 중간배당과 분기배당을 실시하는 기업이 총 배당금을 높게 산정하는 경향이 존재함을 발견했다.

특히, 배당성향은 주당순이익 대비 주당배당금으로서 배당금의 크기를 기업간 편차를 조정해낸 값으로 도출된다. 따라서 회귀 모형 가설 설정 단계에서 언급한 선행연구들에 의해 배당금의 크기, 즉 배당성향은 배당횟수에 양(+)의 영향을 받을 것이라는 가설을 설정하였다.

[가설 2] 배당 전 공시 여부는 배당성향에 영향을 미치지 않을 것이다.

이전 회귀 모형에서는 총 배당금과 공시시기간 인과관계가 유의하지 않은 것으로 분석되었다. 마찬가지로 배당성향을 배당금의 크기를 대용하는 변수로 선정하였기에 두 변수간 영향이 유의하지 않을 것으로 예측된다.

하지만 구조방정식(SEM)에서는 배당금의 크기를 총 배당금액이 아닌 배당성향으로 대용하였기에 일부 차이가 존재할 가능성이 존재한다. 따라서 두 변수간 관계를 분석하고자 배당 전 공시 여부와 배당성향간 경로를 설정하고자 한다.

## 2) 정보 비대칭성에 영향을 주는 변수

[가설 3] 배당성향은 정보 비대칭성에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

김성호, 이재형(2008)은 국내 증권시장을 중심으로 배당정책과 정보 비대칭성간 관계에 대한 연구를 통해 배당성향이 높은 기업일수록 투자자와 경영자 간의 정보 비대칭이 감소하는 경향을 입증하였다. 위 선행연구를 근거로 두 변수 간 음(-)의 관계가 성립함을 가설로 설정하였다.

[가설 4] 배당 전 공시 여부는 정보 비대칭성에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

현금배당 사전공시 기업을 대상으로 배당의 정보효과를 연구한 김성민, 김지은(2004)은 현금배당의 정보효과가 사전공시일 시기에 따라 유의적이라는 결과를 도출했으며, 사전공시 기업이 사후공시 기업에 대비하여 정보 비대칭성이 감소함을 입증

하였다. 위 선행연구를 근거로 두 변수 간 음(-)의 관계가 성립함을 가설로 설정하였다.

### 3) 대리인 비용에 영향을 주는 변수들

**[가설 5] 배당횟수는 대리인비용에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.**

김성환, 박진모(2009)는 기업지배구조와 미래 경영성과가 자사주매입이나 중간배당에 미치는 영향을 연구하였다. 그 결과, 결산배당 대비 중간배당을 실시하는 기업이 미래 경영성과가 좋다는 결론을 도출했다. 위 선행연구를 근거로 두 변수 간 음(-)의 관계가 성립함을 가설로 설정하였다.

**[가설 6] 배당성향은 대리인 비용에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.**

최종범, 서정원(2005)은 세계 각국의 배당성향에 대해 공통적으로 대리인 비용과 음(-)의 상관관계가 존재함을 주장했다. 하지만 최삼열(2012)이 한국 주식시장 2,550건의 전체표본을 대상으로 진행한 연구에서 신호표시효과가설과 기업규모 효과 가설은 채택되었으나, 대리인 효과 가설은 기각되었다.

이와 같이 배당성향과 대리인 비용의 직접적인 영향에 대한 연구는 의견이 엇갈렸다. 하지만 기존 잠재변수 선정에서 배당의 효과로 대리인 비용 감소를 주장한 선행연구가 많았다. 배당성향의 증가는 이익 환원을 통해 주주친화도를 높여 기업내부와 주주간 의견 격차를 줄인다는 의견이 주를 이뤘다. 따라서 위와 같은 가설을 설정하여 두 변수간 관계를 분석하고자 하였다.

**[가설 7] 정보 비대칭성은 대리인 비용에 양(+)의 영향을 미칠 것이다.**

김성호, 이재형 (2008)은 배당정책의 영향에 대한 연구에서 정보 비대칭성 감소가 대리인 비용을 낮춘다는 결론을 도출했다. 또한 김명종, 하승화(2013)은 정보 비대칭성이 높은 기업을 대상으로 연구한 결과, 정보 비대칭성을 줄임으로써 대리인 문제를 완화할 수 있고, 이는 결과적으로 대리인 비용을 감소시킬 수 있음을 주장하였다. 위 선행연구를 근거로 두 변수간 양(+)의 관계가 성립함을 가설을 설정하였다.

#### 4) 기업 성장에 영향을 주는 변수들

[가설 8] 정보 비대칭성은 기업 성장에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

Jensen(1986), Easterbrook(1984), Allen, Bernardo and Welch(2000)은 공통적으로 신호이론을 주장하며, 기업의 미래 전망에 대해 정보비대칭 문제를 줄이는 수단으로서 배당을 이용한다고 주장했다. 특히 배당이 기업의 내부 정보를 외부에 전달하는 신호 역할을 함으로써 정보 비대칭성을 줄이고, 이는 곧 기업 성장으로 이어질 수 있다고 시사하였다. 위 선행연구를 근거로 두 변수 간 음(-)의 관계가 성립함을 가설로 설정하였다.

[가설 9] 대리인 비용은 기업 성장에 음(-)의 영향을 미칠 것이다.

김성환, 박진모(2009)는 대리인 비용을 줄이기 위한 다양한 기업 지배구조 개선 방안이 기업의 재무 성과에 미치는 영향을 분석하였다. 그 결과, 기업의 소유구조 등에 따른 대리인 비용 감소가 결과적으로 기업의 이익 증가로 이어진다는 결론을 도출하였다. 차명기, 김수성(2016)은 대리인 비용 감소를 위해서 내부 통제 시스템의 강화와 주주 권리 보호의 중요성을 강조하였다. 이러한 노력들이 수반되어야 대리인 문제가 완화되며, 이는 기업의 운영 효율성을 높여 이익 증가에 기여한다는 것을 입증하였다. 위 선행연구를 근거로 두 변수 간 음(-)의 관계가 성립함을 가설로 설정하였다.

#### 4.2.5 표본 선정

본 연구는 국내 유가증권시장(KOSPI)과 코스닥시장(KOSDAQ)의 배당주를 대상으로 연구를 진행하였다. 구체적인 표본 기업 선정은 3.1.1 절에서의 표본기업 선정과 동일하게 선정하였다.

추가적으로 2024년 결산배당 기업의 배당기준일 제도 변경으로 인한 배당 전 공시의 영향을 반영하기 위해 2024년 데이터를 수집하였다. 이 과정에서 수집 당시 재무제표가 존재하는 기업 대상으로 수집하였으며, 최종적으로 수집된 2024년 표본 기업은 688개로 유가증권시장(KOSPI) 303개, 코스닥 시장(KOSDAQ) 385개이다.

#### 4.2.6 데이터 수집 및 전처리

본 절에서는 이전 수집한 변수 외에 배당방식이 미치는 영향을 파악하기 위해 추가적인 데이터를 수집하였다.

2023년 이후, 배당기준일 제도 변경으로 결산배당 기업 중 사후공시의 방식을 채택한 기업 수가 증가하였다. 따라서 재무제표의 배당기준일과 의사회결의일 데이터를 수집하여, 제도 변경 이후 2024년의 사전공시기업과 사후공시기업을 분류하였다. 이를 기반으로 Yfinance 라이브러리를 통해 배당락일 관련 주가 데이터를 수집하였다.

이후 배당기준일을 중심으로 배당락일을 결정하였다. 한국 주식시장의 배당관련 내역 통보 절차가 매수일 기준 2일 후 배당권이 인정된다. 따라서 배당기준일이 거래일인 경우 배당기준일 기준 2 거래일 전 시가, 배당기준일이 휴장일인 경우 1 거래일 시가를 배당락 직후 시가로 산출하였다.

기업 성장의 측정변수(총매출액 변화율, 총자산 변화율, 총자본 변화율)의 데이터는 기존에 수집되었던 데이터에서 2024년 데이터를 추가로 수집하였다. 이후 변화율 산출의 경우, 배당금 지급 연도의 전년도 대비 변화율을 계산하였다.

### 4.3. 실증분석

#### 4.3.1. 모형 적합도

본 연구 모형의 가설을 잘 설명하는지에 대한 모델 적합도 중  $\chi^2$  통계량은 <표 10>에 나타나 있다.

표 10. 구조방정식  $\chi^2$  통계량

모형	NPAR	CMIN	DF	P	CMIN/DF
측정모형	27	316.035	36	0.001	8.779

NPAR(자유모수)는 27이고,  $\chi^2$  값(CMIN)은 316.035이며, DF(자유도)는 36, p 값은 0.001로 통계적으로 유의한 수준이다.



표준  $\chi^2$  값(CMIN/DF)은 8.77로 추천기준치 3.0 이내를 벗어난 수치이다. 이에 관련하여 검증회(2000)는 구조방정식 모형 연구에서 카이 제곱 검정의 한계점과 크기에 대한 대안을 주장한 바 있다. 카이제곱 검정은 모델 데이터 사이의 차이에 대해 의미있게 설명하기에 부적합한 이해관계가 있음을 주장하였다. 특히 표본의 크기가 클수록 민감하며, 이러한 한계를 보완하기 위해 CFI, TLI, RMSEA, SRMR 등의 적합도를 사용할 것을 주장하였다.

해당 연구의 경우 표본의 수가 매우 크기 때문에 적합도 지수를 통해 모형의 적합도를 보다 정확하게 판단하고자 하였다.

표 11. 구조방정식 적합도 지수

모형	RMSEA	SRMR	IFI	TLI	CFI
측정모형	0.055	0.038	0.981	0.971	0.981

위 <표 11>에서 연구모형의 적합도 지수를 살펴보면 RMSEA의 경우 추천기준치가 0.08 이하를 만족하는 0.055로 나타났고, SRMR의 경우 추천기준치가 0.08 이하인 0.038로 나타났다. 절대적합지수인 TFI의 경우 추천기준치의 0.9이상인 0.981로 나타나 모형이 적합하였다. 그리고 증분적합지수인 TLI와 CFI의 경우, 추천기준치가 0.9 이상으로 TLI가 0.971, CFI가 0.981로 나타났다.

본 연구의 구조모형의 적합도를 파악하였을 때,  $\chi^2$  통계량 외에는 모두 우수한 수준으로 파악되었다. 위 선행연구에서 언급한 바,  $\chi^2$  통계량의 경우 표본 크기가 큰 본 연구모형에서 적합도 산정에 대한 정확도가 낮아 타 지수로 판단하는 것이 정확하다. 따라서 타 지수들의 추천기준치를 모두 만족하는 본 모형은 적합하게 측정되었다고 나타난다.

#### 4.3.2. 개념타당성 분석

본 연구 모형의 개념타당성을 분석한 결과를 <표 12>와 같이 정리하였다.

표 12. 구조방정식 모형 개념타당성 분석

잠재변수 -> 측정변수	CR	AVE	Cronbach's_alpha
정보 비대칭성	0.996	0.993	0.997
대리인 비용	0.964	0.899	0.946
기업 성장	0.876	0.752	0.850

정보비대칭성 잠재변수의 개념신뢰도(CR) 값은 0.996, 평균분산추출(AVE) 값은 0.661이며, 크론바흐 알파 값은 0.997이다. 대리인 비용 잠재변수의 개념신뢰도(CR) 값은 0.964, 평균분산추출(AVE) 값은 0.899이며, 크론바흐 알파 값은 0.946이다. 기업 성장 잠재변수의 개념신뢰도(CR) 값은 0.876, 평균분산추출(AVE) 값은 0.752이며, 크론바흐 알파 값은 0.850이다.

세 잠재변수 모두 개념신뢰도(CR)의 추천기준치인 0.7 이상, 평균분산추출(AVE)의 추천기준치인 0.7 이상, 크론바흐 알파의 추천 기준치인 0.7 이상을 만족하여 측정모형이 적합하게 추정되었다고 나타난다.

#### 4.3.3. 모수 추정값

본 모형에서 사용된 잠재변수의 표준화 회귀계수와 비표준화 회귀계수를 살펴보았다. 구조방정식에서 측정변수에 의해 형성된 각 잠재변수의 모수 추정값을 <표 13>로 정리하였다.

표 13. 구조방정식 모수 추정값

잠재변수 -> 측정변수		표준화 회귀계수	비표준화 회귀계수
정보 비대칭성	배당락 오차율	0.989	1.051***
	배당락일 수익률	-0.977	-1.023***
대리인 비용	외국인지분율	-0.402	-0.451***

	내부지분율	0.500	0.522***
	자산회전율	-0.813	-0.906***
	총매출액변화율	0.785	0.771***
기업 성장	총자산변화율	0.466	0.478***
	총자본변화율	0.768	0.761***

1) \*\*\*은 p-value가 0.01 수준에서 유의성을 가짐을 의미한다.

각 측정변수들의 모수를 추정한 값을 바탕으로 변수간 관계성을 검증하였다. 우선 유의수준의 경우, 모든 측정변수가 0.01 하에서 유의한 수준으로 도출되었다. 또한 각 경로의 지표를 통해 잠재변수별 요인적재량을 분석하였다.

정보 비대칭성을 구성하는 측정변수는 배당락 오차율, 배당락일 수익률이다. 배당락 오차율은 투자자들이 예상 가능한 배당락일 이후, 시가와 실제 시가의 오차를 기반으로 측정된 변수이다. 배당락일 오차율은 표준화 회귀계수 0.989로 양(+)의 값으로 정보 비대칭성을 설명하는 것으로 도출되었다. 선행연구와 같이 투자자들이 예상한 배당락과 오차가 클수록 기업 내부와 투자자 간 정보 비대칭성이 심화되는 것으로 나타났다. 배당락일 수익률의 경우, 표준화 회귀계수가 -0.977로 음(-)의 영향이 도출되었으며, 선행연구와 일치한 결과로 나타났다, 이를 통해 배당락일의 주식 수익률(1일 기준)이 낮을수록 정보 비대칭성이 심화되는 것으로 해석된다. 배당락일의 수익률 감소는 배당락이 실제보다 더 크게 발생했을 가능성을 시사하며, 이러한 점은 선행연구에서 언급한 투자자들의 불안정한 심리에 기반해 정보 비대칭성을 대변하는 것으로 분석되었다.

대리인 비용을 구성하는 측정변수는 외국인지분율, 내부지분율, 자산회전율(AUR)이다. 외국인지분율의 경우, 표준화 회귀계수가 -0.402로 도출되었다. 결국 대리인 비용에 미치는 영향이 음(-)의 값으로 선행연구와 일치하였다. 외국인지분율의 증가가 선행연구에서 언급된 외국인 투자자의 특징을 반영하여 대리인 비용을 감소시킬 수 있다는 점을 시사한다. 내부지분율의 경우 대리인 비용에 미치는 영향이 표준화 회귀계수 0.500으로 도출되었으며, 양(+)의 영향을 가지는 것으로 파악되었다. 결국 내부지분율의 증가는 기업 내부의 영향력 증가로 주주에 대한 입장 견해 차이가 벌어

지는 결과로 이어질 수 있음을 시사한다.

추가적으로 외국인지분율과 내부지분율의 표준화 회귀계수의 절댓값은 0.451, 0.500으로 추천기준치인 0.4 이상의 값이지만 0.4에 비교적 근접한 수치이다. 낮은 계수는 타 측정변수들에 비해 설명력이 낮을 수 있음을 의미한다. 이는 내부지분율과 외국인지분율만으로 기업의 소유구조를 대용하여 대리인 비용의 관계를 정의하는 데에는 설명력이 비교적 부족할 수 있음을 의미한다. 그러나 추천기준치인 0.4 이상의 수치이며, 모든 선행연구에서 적절한 통제 한에서 대리인 비용과 두 변수간 관계가 유의하다고 한 점을 근거하여 두 변수를 유지하여 배당의 효과를 직접, 간접적 영향을 중심으로 분석하였다.

자산회전율(AUR)의 표준화 회귀계수는 -0.813으로 대리인 비용에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 도출되었으며, 선행연구와 일치하였다. 자산회전율(AUR)이 높을수록 자산효율성 증대에 영향을 미치며, 이는 재무효율화로 대리인 비용이 감소시킴을 시사한다.

기업 성장을 구성하는 측정변수는 총매출액변화율, 총자산변화율, 총자본변화율이다. 세 측정변수 모두 기업성장에 미치는 영향이 양(+)의 값을 가지는 것으로 도출되었으며, 선행연구와 일치하였다. 총 매출액, 총 자산, 총 자본의 변화는 기업 성장에 긍정적인 영향을 미치며, 해당 변수들에 의해 기업 성장이 적절하게 측정되었다고 나타났다.

모든 측정변수가 유의수준 0.01 하에서 유의했으며, 표준화 회귀계수 또한 추천기준치인 0.4 이상의 값을 가지는 것으로 도출되었다. 따라서 본 연구모형의 측정모형은 요인적재가 적합하게 이뤄지고 있음을 검증하였다.

#### 4.4. 연구 결과 및 해석

##### 4.4.1. 가설 검증

본 연구모형의 경로를 분석하여 가설을 검증한 결과는 다음 <표 14>와 같다.

표 14. 구조방정식 가설검증 결과

연구가설	가설검증	Estimate	S.E.	C.R.	P-value	결과
가설 1	배당횟수 → 배당성향	0.625	0.085	2.569	***	채택
가설 2	배당전공시 → 배당성향	0.424	0.060	0.878	0.380	기각
가설 3	배당성향 → 정보 비대칭성	0.328	0.013	3.193	***	기각
가설 4	배당전공시 → 정보 비대칭성	-0.232	0.055	-2.101	0.036	채택
가설 5	배당횟수 → 대리인비용	-0.268	0.021	-3.209	***	채택
가설 6	배당성향 → 대리인비용	-0.072	0.010	-0.896	0.370	기각
가설 7	정보비대칭성 → 대리인비용	0.104	0.009	2.120	0.034**	채택
가설 8	정보비대칭성 → 기업성장	-0.408	0.015	-3.460	***	채택
가설 9	대리인비용 → 기업성장	-0.816	0.042	-6.758	***	채택

1) \*\*\*,\*\*은 p-value가 0.01,0.05 수준에서 유의성을 가짐을 의미한다.

[가설 1]의 경우, 음(-)의 영향을 미칠 것이라는 연구 가설이 채택되었다. 분석을 통해 배당횟수 증가로 인해 배당 성향이 증가하는 관계를 발견했으며, 회귀모형과 마찬가지로 배당성향도 결산배당 대비 중간배당 및 분기배당 실시 기업이 더 높은 배당성향을 가지고 있음이 나타났다.

[가설 2]의 경우, P 값이 0.380으로 기각되었다. 배당 전 공시 여부는 배당성향에 직접적인 영향을 미치지 못하는 것으로 분석되었다. 이는 배당의 공시 시기에 따라 기업간 배당성향 차이가 유의하지 않음을 의미한다.

[가설 3]의 경우, 배당성향이 정보비대칭성에 미치는 영향이 유의하였으나, 양(+)의 계수를 가지므로 가설이 기각되었다. 기존 가설에서 배당성향이 정보 비대칭성에 미치는 영향을 양(+)으로 설정하였으나, 배당방식을 통제한 경우 배당성향 자체는 정보 비대칭성 문제를 증대할 수 있음을 시사한다. 즉, 배당성향의 증가가 오히려 기업 내부와 투자자 간 정보 비대칭성 문제를 심화하는 현상을 도출했다.

[가설 4]의 경우, 배당 전 공시가 정보 비대칭성에 미치는 영향은 계수가 음(-)의 값으로 유의하여 가설을 채택하였다. 배당 전 공시는 투자자들에게 배당금의 액수를 미리 알림으로써 정보 격차를 완화할 수 있음을 의미한다. 따라서 공시시기를 배

당기준일 전으로 변경함으로써 정보 비대칭성 문제를 완화할 수 있음을 시사하는 바이다.

[가설 5]의 경우, 배당횟수가 대리인 비용에 미치는 영향이 음(-)이므로 가설을 채택하였다. 기업의 배당횟수 증가가 대리인 비용을 감소시키는 영향을 미치며, 결산 배당 대비 중간배당 및 분기배당이 기업 내부와 이해관계자들의 대리인 비용을 낮추는 데에 긍정적인 영향을 미칠 수 있음을 시사한다.

[가설 6]의 경우, 배당성향이 대리인 비용에 미치는 영향은 P값 0.370으로 유의하지 않은 것으로 분석되어 가설을 기각하였다. 이를 통해 배당성향 자체가 대리인 비용을 낮추는 직접적인 효과는 존재하지 않다는 것으로 해석된다.

[가설 7]의 경우, 정보 비대칭성이 대리인 비용에 미치는 영향은 P값이 0.034로 도출되어 0.05 수준에서 유의해 가설을 채택하였다. 계수는 0.104로 정(+)의 값을 가지며, 이는 정보 비대칭성의 증가는 대리인 비용을 증가시키며 반대로 정보비대칭성을 낮추는 것이 대리인 비용을 완화시킬 수 있음을 의미한다. 따라서 정보 비대칭성에 유의한 영향을 미치는 배당 전 공시 여부의 경우, 공시시기를 배당기준일 전으로 변경함으로써 대리인 비용까지 간접적으로 완화하는 효과를 증명했다.

[가설 8]의 경우, 정보 비대칭성이 기업 성장에 미치는 영향은 음(-)으로 유의하여 가설을 채택하였다. 이를 통해 정보 비대칭성의 감소가 기업 성장을 증가할 수 있으며, 기업 성장을 위해 기업 내부와 투자자 간 정보 비대칭성을 줄이려는 노력이 필요하다는 점을 시사한다.

[가설 9]의 경우, 대리인 비용이 기업 성장에 미치는 영향은 음(-)의 값으로 가설을 채택하였다. 기업의 대리인 비용의 증가가 기업 성장에 직접적인 방해 요소로 작용할 수 있음을 시사한다.

#### 4.4.2. 수정된 연구 모형

본 연구에서 연구 가설 검증을 통해 수정된 구조방정식(SEM) 모형은 다음 그림과 같다. [가설 2], [가설 7]의 경우, 분석 결과 유의하지 않은 것으로 도출되어 경로에서 제거하였으며, 각 잠재변수를 구성하는 측정변수의 요인적재량을 표기하였다.

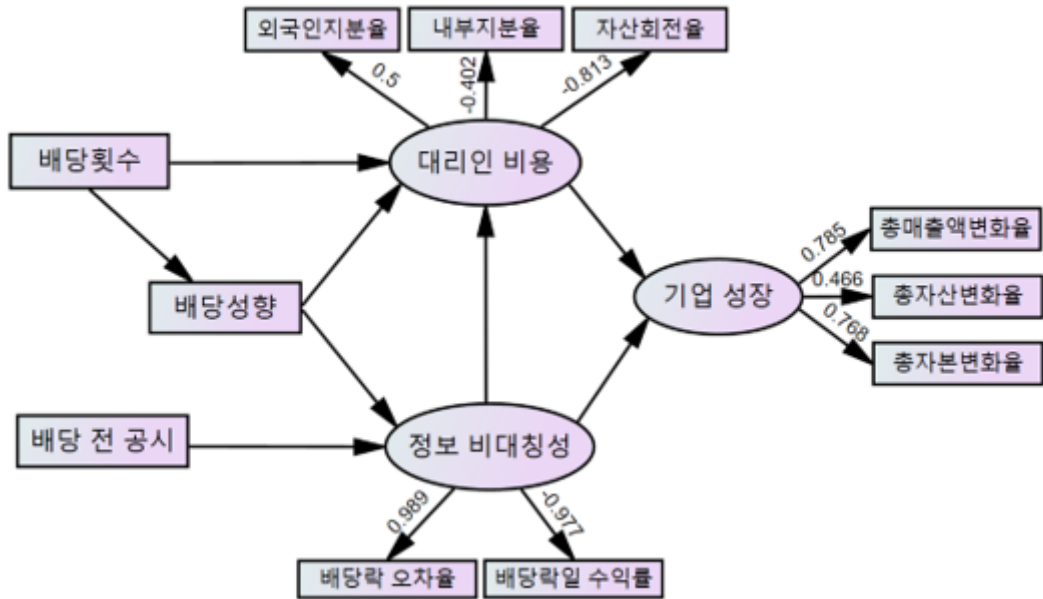


그림 2. 수정된 구조방정식 모형

#### 4.4.3. 경로 효과 분석

본 절에서는 배당방식에 따른 기업의 영향을 분석하기 위해 최종 연구 모형 [그림2]과 같이 각 경로의 회귀 계수를 도출하였다. 분석된 구조방정식(SEM)을 기반으로 <표 15>와 같이 배당방식이 정보 비대칭성, 대리인 비용에 미치는 영향과 이후 기업의 성장에 어떤 영향을 미치는지 직접적, 간접적 효과를 도출하였다.

표 15. 수정된 구조방정식 모형 경로효과 분석결과

구분		직접효과	간접효과	총 효과
배당성향	정보비대칭성	0.328		0.328
	대리인비용		0.034	0.034
	기업성장		-0.161	-0.161
배당횟수	정보비대칭성		0.205	0.205
	대리인비용	-0.268	0.021	-0.247

	기업성장	0.118	0.118
배당 전 공시	정보비대칭성	-0.232	-0.232
	대리인비용	-0.024	-0.024
	기업성장	0.097	0.097

배당방식에 따른 직접, 간접효과를 분석한 결과, 배당성향, 배당횟수, 배당 전 공시 여부가 기업의 성장에 각각 음(-), 양(+), 양(+)의 영향을 미치는 것으로 분석되었다.

다만, 본 모형에서 측정한 기업 성장은 1년간 추이로 단기적 기업 성장에 중점을 두고 있다. Miller, Rock(1985)은 배당성향의 증가가 정보 비대칭성 문제를 악화시켜 단기적으로 기업 성장에 악영향을 미친다고 주장했다. 특히, 고성장 기업의 경우 내부유보금 감소로 인해 단기적인 기업 성장에 방해요소로 작용한다고 주장하였다.

결국, 배당성향의 증가는 기업의 성장에 단기적으로 악영향을 미칠 가능성이 있다. 하지만 배당 전 사전공시를 통해 정보 비대칭성을 줄이고, 분기배당 혹은 중간배당을 통해 대리인비용을 감소시킨다면, 악영향을 미치는 정도를 완화시킬 수 있다고 해석할 수 있다.

## 5. 결론

### 5.1. 결론 및 함의점

배당정책의 이점은 앞선 선행연구에서 언급했듯, 정보효과를 중심으로 다양한 효과가 입증되어 왔다. 반면, 현재까지 국내 주식시장의 배당제도는 해외 배당주들에 비해 주주 친화적이지 못하다는 여론이 지배적이다. 특히, 미국의 배당주 중 약 90%가 분기배당을 실시하고 있는 반면, 국내의 경우 최근 배당횟수를 늘리고 있는 추세를 감안하더라도 2024년 기준 유가증권시장(KOSPI) 약 4%로 턱없이 부족한 수이다.



공시 시기 또한 2020년도 전까지 배당기준일 후에 공시하는 기업이 대부분이었다.

하지만 2024년을 기준으로 배당기준일 변경 제도가 개선되며 배당기준일 후 공시를 통해 배당 예측성과 신뢰도 제고하려는 노력이 계속되고 있다. 이에 따라 2024년 기준 유가증권시장(KOSPI)의 상위 시가총액 기업의 20.3%가 배당기준일 전 공시로 배당방식을 변경하였다. 더불어 2025년 지급되는 배당금부터는 분기배당 실시 기업 또한 배당기준일 전 공시 제도가 통과됨에 따라 배당방식 변화가 형성하는 영향들에 대해 이목이 쏠리고 있는 심상이다.

이러한 배당방식의 변화에도 불구하고 지금까지 대다수의 국내 연구에서는 배당방식의 차이에 따른 영향을 총체적으로 반영하지 못했다. 사전공시와 사후공시를 구별하지 않았으며, 특히 배당횟수를 고려한 분기배당의 효과에 대한 분석이 부재하다. 이에 본 연구는 배당방식에 따른 자본시장의 영향을 분석하고자 배당횟수, 배당시기를 관심변수로 선정하여 회귀 모형과 구조방정식 모형을 통해 다음과 같은 함의를 제공하였다.

첫 번째, 회귀 분석을 통해 배당방식이 기업의 배당금 산정에 미치는 영향을 분석한 결과, 배당횟수가 높은 기업 즉, 결산배당 대비 중간배당 및 분기배당을 실시하는 기업이 더 많은 배당금을 지급하는 것으로 분석되었다. 특히 KOSPI 기업의 경우 배당횟수의 증가에 따라 배당금액을 증가하는 경향성이 더 높은 것으로 나타났다. 한편, 배당기준일 사전공시 기업과 사후공시 기업간 배당금 차이는 기업 입장에서 배당금 산정에 있어 무의미한 것으로 드러났다.

두 번째, 구조방정식을 통해 배당방식의 변화가 자본시장과 기업에 미치는 효과를 분석한 결과, 배당성향을 높이는 방식은 단기적 기업성장에 악영향을 미칠 수 있음을 입증했다. 반면, 배당횟수를 늘리는 방식은 기업 내부와 주주간 대리인 비용을 완화하여 기업 성장에 기여할 수 있다. 또한, 배당기준일 전 공시를 통해 정보 비대칭성을 완화함으로써 배당의 정보효과를 극대화할 수 있으며, 이는 곧 기업 성장으로 이어진다는 함의를 제공한다. 특히, 배당기준일 전 공시를 통해 대리인 비용을 낮추는 효과까지 기대할 수 있다.

분석을 통해 기업이 배당 친화정책을 실시하는 경우에, 배당금 자체의 액수를 증가하려는 경향이 발견됐다. 하지만 이는 단기적으로는 기업 이익에 악영향으로 작용

할 수 있으며, 오히려 배당횟수와 공시 시기 변경을 통해 배당의 효과를 증대할 수 있다. 특히 배당방식의 변화를 통해 대리인 비용과 정보 비대칭 문제를 완화함으로써 기업 이익에 기여할 수 있다.

결국, 배당방식의 적절한 변경은 자본시장 내에서 기업 내부와 주주 및 투자자의 격차를 감소시킴으로써 정보효과를 극대화할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기업이 내부 현황에 따라 적합한 배당방식을 적용하는 것이 자사의 이익을 증대할 뿐 아니라 국내 자본시장의 투명성과 신뢰도를 제고하여 시장 전체의 성숙도를 높일 수 있을 것이다. 추가적으로 정부와 금융기관의 배당 친화정책 장려에 대한 적극적인 움직임을 통해 자본시장의 성장을 추구할 수 있음을 시사하는 바이다.

## 5.2. 한계점

본 연구에서는 배당방식의 차이에 대한 영향을 분석하는 과정에서 몇 가지 한계점이 존재한다.

표본을 선정하는 과정에서 우선주와 금융 업종의 상이점을 반영하는 데에 어려움을 인지하여 제외한 후 분석을 진행하였다. 우선주의 경우 배당금 지급이 보통주와 상이한 방식을 반영하기 어려우며, 금융 업종과 타 업종의 자본 구조 차이를 반영하지 못하였다는 점에서 국내 자본시장의 모든 배당주를 취급하지 못한다는 한계를 지닌다.

국내 자본시장에서 2020년도부터 배당방식의 변화가 가속화되고 있다. 또한 2023년을 기준으로 배당기준일 제도 변경 법안이 통과되어 2024년 자료의 중요도가 높아 기업 성장을 1년간 변화율로 산출하였다. 따라서 배당방식에 대한 장기적인 기업 성장의 영향으로 해석하지 못한다는 점에서 한계를 가진다. 이에 따라 배당성향이 장기적으로 기업의 성장성에 미치는 영향을 분석하지 못해, 단기적 성장성에 부정적 영향이 존재한다는 해석에 그쳤다.

향후 자료 표본이 증가한 경우, 장기적인 성장성에 대한 실증분석을 통해 배당방식에 대한 심층적 연구가 가능할 것이라 판단된다. 또한 국내 자본시장의 배당주들이 배당방식의 변경을 통해 결산, 분기배당의 표본 수가 증가한다면 본 연구보다 다각적

인 연구가 진행될 수 있을 것이라 판단된다.

## References

1. 강소현(2025). 배당기준일 제도 변경 현황과 향후 과제. 자본시장포커스, 2025, 24-04, 1-7.
2. 고윤성, 강동관(2006). 연간 및 중간 배당의 결정요인에 관한 연구: 사외이사 및 외국인 지분율을 중심으로. 경제연구, 2006, 24(2), 135-164.
3. 길재욱, 한상전(2018). 결산배당 사전공시기업과 사후공시기업의 배당 결정요인 비교 분석. 한국산학기술학회논문지, 2018, 19(8), 86-93.
4. 김명중, 하승화(2013). 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구. 재무관리연구, 2013, 30(2), 1-25.
5. 김선현, 정진영, 조성우(2021). 기업 지배구조가 배당성향에 미치는 영향. 금융연구, 2021, 15(4), 73-95.
6. 김성민(2003). 벤처기업의 배당정책에 관한 연구. 석사학위논문, 2003.
7. 김성민, 김지은(2004). 배당공시 효과에 관한 실증연구. 재무연구, 2004, 17(1), 85-108.
8. 김성호, 이재형(2008). 배당정책의 국제비교와 시사점. 산업경제저널, 2008, 21(3), 55-78.
9. 김성환, 박진모(2009). 기업 성장성과 배당정책의 관계 분석. 경영연구, 2009, 24(3), 99-120.
10. 김철수. (2023). "KOSPI 와 KOSDAQ 의 배당 트렌드 비교." 조선일보, 6 월 22 일.
11. 김철중(1996). 배당결정에 관한 실증연구. 재무관리연구, 1996, 13(2), 123-137.
12. 설원식(2005). 배당정책이 기업성과에 미치는 영향. 세무와회계저널, 2005, 6(1), 45-62.

- 13.성병호, 김태성(2019). 기업지배구조와 배당정책. 회계정보연구, 2019, 37(4), 149-177.
- 14.신민식, 이재익(2015). 배당정책 변화가 주주가치에 미치는 영향. 재무연구, 2015, 28(3), 59-85.
- 15.안현미(2021). 배당정책 변화의 시장반응에 관한 연구. 석사학위논문, 2021.
- 16.우춘식(1993). 우리나라 기업의 배당정책 결정요인에 관한 연구. 석사학위논문, 서울대학교, 1993.
- 17.육근호(1989). 한국 기업의 배당결정 요인에 관한 연구. 석사학위논문, 연세대학교, 1989.
- 18.윤봉한(2004). 한국 상장기업의 자본구조 결정요인에 대한 장기분석: 정태적 절충모델과 자본조달순위모델 간의 비교. 경영학회지, 2005, 34(4), 973-1000.
- 19.윤종인(2003). 배당정책 결정에 관한 실증적 연구. 석사학위논문, 2003.
- 20.이승희. 기업규모별 외국인 지분 결정요인에 관한 연구. 대한경영교육학회, 2007, 14, 153-177.
- 21.이우창, 박정철(2010). 정부의 부채비율 감축 정책이 기업의 배당성향에 미치는 영향. 국제회계연구, 2010, 32, 1-15.
- 22.장기용(2002). 배당정책 변화에 따른 주가반응에 관한 연구. 재무관리연구, 2002, 19(2), 77-95.
- 23.전상경, 최설화(2011). 배당변화와 미래 수익성 예측. 금융공학연구, 2011, 10(1), 1-32.
- 24.조성빈(2006). 코스닥 기업의 배당정책 결정요인. 석사학위논문, 2006.
- 25.조영석, 한형호, 양성국(2007). 배당성향과 미래 이익성장에 관한 연구. 산업경제연구, 2007, 20(4), 1445-1462.

- 26.조지호(1990). 배당정책 결정에 관한 연구. 경영학연구, 1990, 18(1), 45-62.
- 27.차명기, 김수성(2016). 기업의 배당정책 결정요인 분석. 재무와회계저널, 2016, 27(4), 211-230.
- 28.최삼열(2012). 현금배당정책의 공시효과에 관한 실증적 연구: 신호효과, 대리인효과, 기업규모효과를 중심으로. 박사학위논문, 숭실대학교, 2012.
- 29.최종범, 서정원(2005). 배당 공시효과와 기업가치에 관한 연구. 재무관리연구, 2005, 22(2), 95-116.
- 30.한상전(2019). 기업 배당정책의 최근 동향과 시사점. 재무연구, 2019, 32(3), 1-20.
- 31.Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A Theory of Dividends Based on Tax Clienteles. Journal of Finance, 2000, 55(6), 2499-2536.
- 32.Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W. (2000). Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Finance, 2000, 55(1), 81-106.
- 33.Ap Gwilym, O., Seaton, J., Suddason, K., & Thomas, S. (2006). International Evidence on the Payout Ratio, Earnings, Dividends, and Returns. Financial Analysts Journal, 2006, 62(1), 36-53.
- 34.Arnett, R. D., & Asness, C. S. (2003). Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth. Financial Analysts Journal, 2003, 59(1), 70-87.
- 35.Asquith, P., & Mullins, D. W. (1983). The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth. Journal of Business, 1983, 56(1), 77-96.
- 36.Benartzi, S., Michaely, R., & Thaler, R. (1997). Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past? Journal of Finance, 1997, 52(3), 1007-1034.
- 37.Bhattacharya, S. (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and "The Bird in the Hand" Fallacy. Bell Journal of Economics, 1979, 10(1), 259-270.

- 38.Cole, Rebel A.; Lin, James W. Ownership Structure, Agency Costs and Dividend Policy. Working Paper, 2002.
- 39.Easterbrook, F. H. (1984). Two Agency-Cost Explanations of Dividends. American Economic Review, 1984, 74(4), 650-659.
- 40.Elton, E. J., & Gruber, M. J. (1970). Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect. Review of Economics and Statistics, 1970, 52(1), 68-74.
- 41.Emilie Andersson et al. (2017). Dividend Frequency - The newest addition to Nordic companies, Stockholm School of Economics Master' s Thesis.
- 42.Jensen, Michael C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. American Economic Review, 1986, 76(2), 323-329.
- 43.Fama, E. F., & French, K. R. (2001). Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay? Journal of Financial Economics, 2001, 60(1), 3-43.
- 44.Ferris, S. P., Noronha, G., & Unlu, E. (2010). The More, the Merrier: An International Analysis of the Frequency of Dividend Payment. Journal of Business Finance & Accounting, 2010, 37(1-2), 148-170.
- 45.Florackis, C., & Ozkan, A. (2004). Agency Costs and Corporate Governance Mechanisms: Evidence for UK Firms. (Working Paper, 2004).
- 46.Gillan, S. L., & Starks, L. T. (2003). Corporate Governance, Corporate Ownership, and the Role of Institutional Investors: A Global Perspective. Journal of Applied Finance, 2003, 13(2), 4-22.
- 47.Gordon, M. J. (1962). The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation. Richard D. Irwin (Book), 1962.

48. Hussainey, Khaled; Walker, Martin. The Effects of Voluntary Disclosure and Dividend Propensity on Prices Leading Earnings. *Accounting and Business Research*, 2009, 39(1), 37-55.
49. Hussainey, K., & Walker, M. (2009). The Effects of Voluntary Disclosure and Dividend Propensity on Prices Leading Earnings. *Accounting and Business Research*, 2009, 39(1), 37-55.
50. Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305-360.
51. Jensen, Michael C. Duplicate of reference 13. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *AER*, 1986.
52. Jensen, Michael C.; Meckling, William H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, 3(4), 305-360
53. Guo, Jinxiu. Do Announcements of Dividend Payment Frequency Change Matter? Master's Thesis, Concordia University, 2020
54. Lintner, J. (1956). Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *American Economic Review*, 1956, 46(2), 97-113.
55. Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend Policy under Asymmetric Information. *Journal of Finance*, 1985, 40(4), 1031-1051
56. Osborne, Evan. The Rise of the Anti-Corporate Movement: Corporations and the People Who Hate Them. *Cato Journal*, 2002, 22(3), 297-316.
57. Osborne, Evan. The Rise of the Anti-Corporate Movement: Corporations and the People Who Hate Them. *Cato Journal*, 2002, 22(3), 297-316.



58. Rozeff, M. S. (1982). Growth, Beta and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Financial Research*, 1982, 5(3), 249-259.
59. Shyam-Sunder, L., & Myers, S. C. (1999). Testing Static Trade-Off Against Pecking Order Models of Capital Structure. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(2), 219-244.
60. Sutardjo Tui, R. N., & Afriyani (2019). Effect of Liquidity and Company Size on Profitability and Company Value in Industry Banking in Indonesia. *Journal of Research in Business and Management*, 2019, 7(6), 28-38.
61. Zahid Maqbool, Abid, A., & Bhutta, A. I. (2022). Effect of Corporate Social Responsibility Performance on Dividend Pay-Out: Role of Corporate Governance Quality. *Frontiers in Psychology*, 2022, 13, Article 883952.
62. Zhou, P., & Ruland, W. (2006). Dividend Payout and Future Earnings Growth. *Financial Analysts Journal*, 2006, 62(3), 58-69.