

이익지속성이 기업의 배당정책에 미치는 영향

김 확 열* · 김 형 석** · 서 정 구***

I. 서 론

본 연구는 한국의 상장기업을 대상으로 이익지속성이 기업의 배당정책에 미치는 영향을 실증분석을 통해 알아보고자 한다. 본 연구의 배당정책은 기업의 배당성향을 의미하며, 이익지속성은 당기순이익을 이용하여 Sloan(1996)의 모형을 활용한 값으로 전체기업과 사분위수로 나누어 구간별 차이와 각 변수들 간의 상관관계에 대한 실증분석을 실시하였다.

최근 배당에 대한 관심이 증대되고 있는 것은 주주중시 경영에 따른 시가배당의 실시 등과 저금리 정책이 지속적으로 이루어지고 있는 상황과 이에 따른 예금금리의 지속적인 하락, 경기불황에 따른 증시불황등과 같은 경제, 금융환경의 변화에 기인한다고 할 수 있다. 최근까지 한국의 자본시장에서 배당은 매우 제한적 의미만 가져왔는데, 이는 기업들의 장기간에 걸친 소극적 배당행태에 기인하는 것으로 여겨진다.

배당정책이란 일정기간의 경영성과를 주주들에게 자본제공의 대가로서 지급하는 배당금의 수준과 미래 투자에 대비하기 위한 유보율 수준을 결정하는 재무의사결정을 의미한다. 배당은 기업의 경영 활동의 결과를 주주들에게 되돌려 주는 주요 수단으로 기업가치를 결정하는 중요한 잣대가 되고, 경영자가 기업의 미래수익성에 대한 사적 정보를 알릴 수 있는 정보전달(signalling)의 역할도 한다. 최근 연구에서도 현금배당은 현금배당의 크기 혹은 그 변동은 기업의 미래현금흐름(future cash flow)에 대해 많은 정보를 제공하여 기업이 영업을 통해 얻은 이익을 주주에게 되돌려주는 가장 직접적인 수단으로 이용된다.(Skinner,2004; 이화진 등,2005; 이화진,이계진,2007)

배당과 관련한 중요한 문제들 중의 하나는 순이익 중에서 얼마를 배당으로 지급할 것이냐를 결정하는 배당정책이 주주의 부에 미치는 영향이라고 할 수 있다. DeAngelo, DeAngelo and

* 부경대학교 경영학부 교수(제1 저자) (e-mail: hykim@pknu.ac.kr)

** 부경대학교 대학원 박사과정(교신 저자) (e-mail: hskimlab@hanmail.net)

*** 부경대학교 대학원 박사과정(공동 저자) (e-mail: pcs8768@hanmail.net)

Skinner(2004)등은 1978년부터 2000년까지 기업의 배당 지급현상이 매우 급격하게 변해왔다는 것을 제시하였지만, 배당 자체가 소멸한다는 증거는 존재하지 않음을 주장하였다. 하지만, 기업의 경영성과에 대한 중간 점검기회의 제공을 통한 경영진의 책임경영의식 고취 등을 위하여 도입되었다고 할 수 있다.(이진욱, 1999).

Sloan(1996)의 연구에서 시작된 회계이익 및 회계이익구성요소에 대한 차별적 지속성이 시장에서 합리적으로 평가되고 있는지에 대한 연구들은 Xie(2001), Fairfield et al(2003) 및 Hanlon(2005)의 연구에서 보다 정교화 되었다. 이들의 연구에서 회계이익 및 회계이익의 구성요소에 대한 지속성이 다르고, 이러한 지속성의 차이를 시장에서 투자자들이 적절히 평가하지 못하여 회계이익 및 그 구성요소가 과대평가되고 있다는 증거들을 제시하고 있으며, 재무제표에서 파악할 수 있는 기업의 회계특성에 따라 이익지속성이 다를 수 있고, 이러한 특성 요인에 따른 지속성의 차이를 투자자들이 완전히 주식가격에 반영하지 못한다는 지적을 하는 연구도 있다(Hanlon,2005; 고종권과 윤성수 2006).

한국 기업들의 배당성향은 다른 선진국 기업들에 비해 낮은 수준이며, 다른 선진국 기업들의 배당성향은 증가추세를 보이는 반면 국내기업들의 배당성향은 하락추세를 보이고 있다는 것으로 알려져 있다. 이것은 한국기업의 만성적인 자금 부족, 기업의 관행 혹은 자본조달 비용 등에 대한 부담으로 인해 내부유보를 선호하는 경영진의 의도에서 그 원인을 찾을 수 있다. 따라서 한국기업의 이익지속성에 따라 배당정책의 변화는 한국기업의 특성을 잘 설명해 줄 것이라 예측하고 있다.

지금까지 연구의 대부분은 배당신호이론¹⁾에 초점이 되어 배당정보 효과가 이익의 지속성에 미치는 영향에 초점이 맞추어져 왔다. 하지만 본 연구의 목적은 선진 외국의 경우 당기순이익 혹은 이익이 지속됨으로 지급되는 배당이 증가하는 형태와 달리 한국 기업들은 이익지속성에 따라 다른 형태의 배당성향을 나타낼 것이라고 예측하면서 이익지속성과 배당성향을 중심으로 실증분석하며 이익의 지속성의 크기에 따라 달리 나타나는 배당성향을 표본기업의 자료를 이용하여 이론적 모형을 실증적으로 분석하는데 그 목적을 둔다.

또한 본 연구는 제Ⅱ장의 이론적 고찰에서 이익지속성과 회계이익의 질, 배당정책 및 이익지속성과 배당정책을 알아보고, 제Ⅲ장의 가설설정 및 분석결과에서는 연구방법론적인 제시와 실증분석 결과 해석을 논의 하고, 제Ⅳ장에서는 연구의 결론과 시사점과 한계점을 통하여 추후의 연구방향을 제시한다.

1) 배당신호이론 : 완전자본시장의 가정 하에는 정보의 동질성이 전제되므로 경영자가 보유한 정보와 투자자가 보유하는 정보에 차이가 없고 투자자간에도 정보의 차이가 없어서 모든 시장참가자들이 기업의 미래수익흐름에 대한 정확한 정보를 보유한다. 불완전한 자본시장에서는 시장참가자 모두가 기업의 미래전망에 관한 정보를 쉽게 이용 가능한 것이 아니며 일반적으로 기업은 안정적인 배당을 유지하려는 경향이 있다. 이러한 상황에서 배당정책은 투자자들에게 내부정조를 전달하는 중요한 수단이 될 수 있다.

II. 이론적 고찰

2.1 이익의 지속성과 회계이익의 질

이익의 지속성(earnings persistence)은 당기의 이익이 미래기간에도 계속해서 유지되는 정도를 의미하는 것으로 많은 선행 연구들에서 회계이익의 질을 나타내는 지표로 사용되었다. 즉, 두 기간 동안의 비기대이익 상관관계로 이익의 지속성개념(persistence parameter)을 설명하였는데, 현재의 비기대이익과 미래의비기대이익이 영구적이며(지속성이 높고) 계수 값이 0이면 일시적이라(지속성이 낮다)고 하였다.(Miller and Rock,1985)

미래의 수익성과 기업의 가치는 현재에 의해서도 좌우된다는 것을 이용하여 수익성을 재구성하였다(Fairfield et al,2003; Feltham and Ohlson,1995). 즉, Sloan(1996)의 연구결과인 현금흐름과 발생액의 차별적 지속성과 시장에서 가치평가의 오류(mispricing)를 순영업자산의 성장으로 확장하여 적용하였다. 수익성을 발생액과 영업현금으로 분해할 수 있듯이, 순영업자산의 성장을 발생액과 장기순영업자산의 성장이라는 두 가지 구성요소로 분해하고, 이들 구성요소의 차별적 지속성이 주가가격에 합리적으로 반영되고 있는지를 분석하였다. 분석결과 수익성의 구성요소인 장기순영업자산의 성장 및 발생액은 시장에서 과대평가되고 있는 것으로 나타났다.

Sloan(1996)이 발생액 이상(accrual anomaly)현상에 관해 처음 보고한 이래 현금흐름과 발생액의 지속성이 이익기업과 손실기업별로 차이가 있는지를 분석하고, 자본시장에서 현금흐름과 발생액의 지속성을 발생액의 재량성 여부에 따라 합리적으로 평가하는지를 분석하는 연구들이 수행되고 있다.(Collins and Hribar, 2000; Bradshaw et al; Xie, 2001; Pincus et al., 2005; 이화득 등,2006).

당기 보고이익이 재무분석가의 예측치 수준이거나 그보다 높은 기업에게 투자자의 보상이 돌아간다는 결과를 보고하였다. 즉, 보고이익이 재무분석가의 예측치를 충족하거나 상회하는 기업의 주식수익률이 그렇지 않은 기업의 주식수익률보다 유의하게 높다는 것이다. 이러한 결과는 당기 경영성과의 절대적 수준에 대한 보상 이외에도 재무분석가의 예측치의 충족여부에 대하여 추가적인 보상이 존재한다는 것을 의미한다(Bartov et al, 2002).

이익이 지속적으로 증가하는 패턴을 보일 때 이익주가배수의 증감 여부를 분석하였다. 최근 5년간 이익이 꾸준히 증가한 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 이익주가배수가 유의하게 컸다. 이는 지속적인 이익증가에 대하여 시장의 평가가 우호적이라는 것을 시사해 준다(Barth et al,1999). Sloan(1996)이후 많은 연구들은 회계이익과 주식수익률간의 관계 뿐 아니라 자본시장의 효율성과 무관한 이익지속성에 대한 분석의 중요성을 인식하고 있다. 또한 이익지속성은 이익의 질에 영향을 미치는 주요 요인 중의 하나로서 최근 큰 관심을 끌고 있다(김문철과 최관, 1999;백원선, 2008; Schipper and Vincent 2003; Francis et al. 2004).

회계이익의 구성요소를 현금흐름과 발생액으로 구분한데에서 더 나아가 총발생액(total accruals)을 Jones(1991)모형을 사용하여 재량적 발생액(discretionary accruals)과 비재량적 발생액(non-discretionary accruals)으로 구분하고, 이들 구성요소들의 지속성에 대해 시장에서 주가가격에 합리적으로 반영되고 있는지를 검증하였다. 검증결과 영업활동으로 인한 현금흐름의 지속성이 비재량적 발생액의 지속성보다 명백히 높았으며, 재량적 발생액보다는 비재량적 발생액의 지속성이 높은 것으로 나타났다(Collins and Hribar(200a).

재무제표에 나타난 회계이익보다는 과세소득을 경영자가 재량적으로 조정하기 어렵다는 점을 이용하여 회계이익과 과세소득의 차이가 이익, 발생액, 현금흐름의 지속성에 미치는 영향을 검토하고, 회계이익과 과세소득의 차이의 크기가 미래 이익지속성에 대한 투자자들의 주가가격 평가에 어떠한 영향을 주는지를 검토하였다(Hanlon,2005). 분석결과 회계이익과 과세소득의 차이가 큰 기업이 차이가 작은 기업에 비해서 이익지속성이 낮게 나타났으며, 투자자들은 회계이익과 과세소득의 차이의 크기를 위험신호로 받아들여 이러한 기업에 대한 미래 이익지속성에 대한 기대치를 낮추는 것으로 나타났다.

우리나라 자본시장을 대상으로 검증한 결과 회계이익과 과세소득의 차이가 큰 집단 및 작은 집단에서 발생액과 현금흐름의 지속성이 모두 낮게 나타났으며, 현금흐름의 지속성은 투자자들이 합리적으로 평가하고 있는 것으로 나타나고 있다. (고종권, 윤성수, 2006). 또한 회계이익과 과세소득의 차이가 작은 집단에서 투자자들이 발생액의 지속성을 과대평가하고 있는 것으로 나타나고 있으며, 회계이익과 과세소득의 차이가 큰 집단에서는 발생액의 지속성을 적절하게 평가하고 있는 것으로 나타났다.(유성용, 2008).

회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성이 높을수록 이익에 대한 불확실성은 감소하므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장하고, 당기 이익이 미래에도 지속될 가능성이 높을수록, 이익의 지속성이 클수록 미래 이익의 예측가능성이 커지므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장하였다(Comiskey,1982).

2.2 배당정책

배당정책이란 일정기간의 경영성과를 주주들에게 자본제공의 대가로서 지급하는 배당금의 수준과 미래 투자에 대비하기 위한 유보율 수준을 결정하는 재무의사결정을 의미한다. 배당은 기업의 경영 활동의 결과를 주주들에게 되돌려 주는 주요 수단으로 기업가치를 결정하는 중요한 잣대가 되고, 경영자가 기업의 미래수익성에 대한 사적정보를 알릴 수 있는 정보전달(signalling)의 역할도 한다. 만약 자본시장이 완전하다면 기업의 배당정책은 해당기업의 가치에 영향을 미치지 못하겠지만 현실에서는 세금, 정보의 비대칭성, 불완전 계약, 법적계약 및 거래비용 등 자본시장 내 다양한 불완전한 요인이 존재한다. 경영자들은 미래예상 이익수준, 과거 배당지급행태, 현금이용가능성 등을 기초로 배당정책을 수립하고 이는 기업의 미래이익 전망

에 관한 사적정보를 제시하는 것으로 해석할 수 있다(Lintner, 1956).

기업이 적절한 배당정책을 취함으로써 기업가치를 증가시킬 수 있는가 하는 문제는 많은 논란이 되어 왔다. 기업의 배당정책을 결정하는 것은 어려운 일이며 기업들의 실제 형태들도 단순하지 않다. 기업의 자금사정이 어려운 처지에 있으면서도 배당을 하는 경우도 있고, 순이익이 지속적으로 발생했음에도 배당을 하지 않는 경우도 있다(권광현, 주양효, 2011).

한국의 기업들은 장기간에 걸친 소극적 배당행태로 1993년부터 1999년의 경우 평균 이상을 지급한 870개의 기업들의 평균 현금배당성향이 평균이하를 지급한 1,388개의 기업들의 평균 현금배당성향의 3~10배의 크기를 보인다(박경서 등, 2003). 그리고 1992년부터 2002년의 연구기간으로 배당증가는 1,416개, 배당감소는 1,342개, 그리고 배당유지는 423개의 관측치수를 보여 전체적으로 배당증가의 빈도가 배당감소의 경우보다 높다(박영규, 최영목, 2004). 이것은 오래 동안 자본축적 등의 이유로 현금배당이 제한되었고 그나마도 액면가 기준으로 배당이 이루어져 배당소득의 크기가 경제적의미를 가지지 못한 것에 기인한다(이화진 등 2005). 현금배당은 기업이 영업을 통해 얻은 이익을 주주에게 되돌려주는 가장 직접적인 수단으로 현금배당의 크기나 그 변동은 기업의 미래현금흐름(future cash flow)에 대해 많은 정보를 제공하는 것으로 간주된다(Skinner, 2004; 이화진 등 2004; 이화진, 이계원, 2007).

이처럼 국내의 기업들의 낮은 배당성향은 국내기업의 만성적인 자금 부족, 기업의 관행 혹은 자본조달 비용 등에 대한 부담으로 인해 내부유보를 선호하는 경영진의 의도에서 그 원인을 찾을 수 있다. 낮은 배당성향의 결과로 배당보다는 시세차익을 노린 주식투자 행태가 굳어지고 기업의 안정적인 재무구조를 가능하게 하는 장기적인 투자가 정착 및 유지되지 못하고 있다. 이로써 기업들이 장기적인 주주 즉, 안정적인 재정적 자원을 확보하는데 어려움을 겪는 부작용이 되풀이 되고 있어 이를 극복하기 위해서는 기업의 올바른 배당정책의 수립이 필요하다(김도성 등, 2010).

우리나라 기업들의 배당 수준이 낮은 원인은 산업구조 때문이라는 지적도 있다. 경기를 타지 않는 제품(non-cyclicals) 위주의 산업은 이익의 가시성이 높기 때문에 배당성향도 높지만 세계 경기에 민감한 한국의 산업구조에서는 그렇지 않다는 주장이다. 한국의 경우 보통 배당수준이 높은 금융주, 유틸리티, 필수소비재 등 비중이 27%인데 비해 배당수준이 낮은 IT, 경기소비재, 산업재의 비중은 약 56%로 비중이 크다고 그는 설명했다. 미국은 각각 36%와 28%로 나타나 배당수준이 높은 산업구조를 보이고 있다.

2.2 이익지속성과 배당정책

기업이 지속적으로 유지하는 이익(permanent profit)을 보고 배당수준을 결정하는 것이 일반적이는데 경기에 따라 달라지는 일시적인 이익(temporary profit)만 보고 배당을 늘리기는 어렵다. 최근 기업사정을 보면 배당을 지급할 여력도 갈수록 어려워지고 있다. 잉여현금흐름(영업 현금흐름에서 투자를 뺀 배당지급의 여력)이 2008년 금융위기 이후 국내 상위 10대 기업을 제

외하고 대부분 매년 마이너스 상태이다. 상위 10대 기업도 올해는 작년보다 잉여현금흐름이 낮아질 것으로 전망되고 있는 실정이다.

배당지급액은 이익지속성이 높은 기업에서 더 많이 이루어졌으며(Kormendi and Zarowin,1996), 같은 맥락에서 일시적 항목(transitory components)은 배당되지 않는 점을 제시하였다(Jagannathan et al,2000). 또한 이익수치는 재량적인 항목을 포함하여 장기성과의 지표로 삼기에 보다 덜 정확하기 때문에 이익의 크기에 의존된 배당정책이 기업가치를 더 악화시킨다는 점을 지적하였다(Skinner,2004). 그리고 국내기업을 대상의 연구에서도 배당을 지급하는 기업의 이익지속성이 배당을 지급하지 않는 기업의 지속성보다 큰 것으로 보고하였다(이화진 등,2005, 이화진,이계원, 2006). 이것은 배당정책이 기업의 회계이익의 질에 대한 정보를 전달한다고 해석하였다. 이들은 또한 회계이익의 지속성에 대한 배당의 정보효과가 기업의 배당 특성이나 회계이익의 구성요소(영업현금흐름과 발생액)에 따라 다르다는 점도 보고하였다.

최근의 배당정책과 회계이익의 구조변화에 따라 이익의 질(이익지속성)을 이용한 연구모형을 제시함으로써 배당정책의 정보효과에 대해서 새로운 시각을 제공하였다(Skinner,2004). 그런데 이익평준화회귀경향으로 손실은 이익분포에서 극단적인 실현을 나타낸다고 하였고(Freeman et al, 1982), 음(-)의 이익변화는 양(+)의 이익변화보다 지속되지 않는 경향이 있다고 하였다(Basu,1997).

Ⅲ. 가설설정 및 분석결과

3.1 가설설정 및 표본선정

3.1.1 가설설정

국내기업들은 외국의 기업들과 달리, 배당정책에 있어서는 소극적인 행태를 보여 왔다. 기업이 지속적으로 유지하는 이익(permanent profit)을 보고 배당수준을 결정하는 것이 일반적인데 경기에 따라 달라지는 일시적인 이익(temporary profit)만 보고 배당을 늘리기는 어렵다. 배당성향은 이익지속성이 높은 기업에서 더 많이 이루어졌으며(Kormendi and Zarowin,1996), 또한 이익수치는 재량적인 항목을 포함하여 장기성과의 지표로 삼기에 보다 덜 정확하기 때문에 이익의 크기에 의존된 배당정책이 기업가치를 더 악화시킨다는 점을 지적하였다(Skinner,2004). 기업의 자금사정이 어려운 처지에 있으면서도 배당을 하는 경우도 있고, 순이익이 지속적으로 발생했음에도 배당을 하지 않는 경우도 있다(권광현, 주양효,2011). 일반적으로 이익의 지속성과 배당성향은 서로 유의적 영향이 있을 것으로 예측하고, 따라서 본 연구에서는 지금까지 한국 기업의 이익지속성과 배당성향간의 관계를 알아보기 위해서 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설1 : 이익지속성이 있는 기업은 그렇지 않은 기업보다 배당정책에 유의한 영향을 미칠 것이다.

가설2 : 이익지속성이 큰 기업은 그렇지 않은 기업보다 더 배당정책에 유의한 영향을 미칠 것이다.

3.1.2 표본선정

① 표본선정

본 연구에서 사용한 표본은 한국거래소에 상장되어 있는 기업을 대상으로 다음과 같은 조건을 모두 만족시키는 기업을 선정하였다.

- (1) 12월 31일이 결산일인 기업
- (2) 금융업에 속하지 않은 기업
- (3) 자본잠식이 없는 기업
- (4) 관리대상기업 제외
- (5) 자료의 수집은 Kis-value의 데이터

본 연구의 분석기간은 2009년부터 2013년까지 5년간이다. 조건 (1)은 12월 결산 기업만으로 표본을 한정하였다. 이는 표본의 동질성을 확보하기 위한 것이다. 우리나라에서는 12월 결산법인인 기업이 아닌 기업은 특정산업에 속하는 경우가 일반적이기 때문이다. 조건 (2)는 동일한 조건을 지닌 산업에 속한 표본들을 통한 비교·분석을 위한 것이다. 조건 (3)은 자본잠식 기업의 경우, 재무구조악화로 인하여 발생하는 재무비율 등의 왜곡을 방지하기 위하여 표본에서 제외하였다. 조건 (4)는 관리대상종목을 제외한 것은 기업의 자료에 대한 신뢰성을 확보하기 위한 것이다.

이상의 조건을 만족시키는 최종표본은 총 2,945개 이며, 다음의 <표 1>은 표본기업의 산업별 분포를 보여주고 있다. 업종은 한국신용평가의 산업분류기준의 대분류에 따라 구분하였다. <표 1>에서 볼 수 있듯이 표본은 다양한 산업에 걸쳐 분포되어 있으며, 연구결과가 특정 산업에 의해 도출된 것이 아님을 알 수 있다.

<표 1> 표본기업의 산업별 분류표

산업분류	비율(%)	표본수
농업, 임업 및 어업	0.85	25
광업	0.17	5
제조업	65.67	1,934
전기,가스,증기 및 수도사업	1.76	52

건설업	4.38	129
도소매업	8.28	244
운수업	3.23	95
숙박 및 음식점업	0.17	5
출판,영상 방송통신 및 정보서비스업	4.14	122
부동산업 및 임대업	0.44	13
전문, 과학 및 기술서비스업	9.34	275
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	0.81	24
교육서비스업	0.17	5
예술, 스포츠 및 여가 관련서비스업	0.42	12
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인서비스업	0.17	5
합계	100%	2,945

② 통계적 분석기법

본 논문의 자료는 정량적 데이터이고, 회귀방정식을 도출하기 이전에 종속변수로 배당정책은 배당성향을, 설명(독립)변수로는 이익지속성(가설1), 이익지속성의 크기를 사분위수로 나눈 값(가설2)으로 설정하였으며 이 변수들의 기술통계량을 보면 다중회귀분석을 시행하기 위한 조건을 충족하고 있음을 나타내고 있다. 이러한 독립변수와 종속변수 간의 상관관계를 토대로 하는 선형 연관성을 평가하는 수단을 제공하는 본 연구의 목적에 부합하기에 통계프로그램 SPSS를 이용하여 다중회귀분석(Multiple Regression Analysis)을 통해 분석을 시행하였다.

3.2 연구모형과 변수의 정의

3.2.1. 연구모형

본 연구에서는 이익지속성과 배당성향간의 관계에 대한 연구(Sloan,1996; Kormen야 and Zarowin, 1996; Jagannathan et al. 2000; Skinner, 2004; 이화진 등, 2005, 2006; 고종권 등, 2006)등을 수용하여 이익지속성 즉, 회계이익이 장래에 현금으로 실현될 가능성이 높을수록 이익에 대한 불확실성은 감소하므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장하고, 당기 이익이 미래에 도 지속될 가능성이 높을수록, 이익의 지속성이 클수록 미래 이익의 예측가능성이 커지므로 질적으로 우수한 이익이라고 주장하는 것과 기업이 지속적으로 유지하는 이익을 보고 배당 수준을 결정하는 것이 일반적인데 경기에 따라 달라지는 일시적인 이익만 보고 배당을 늘리기는 어렵다는 관점에서 이익지속성과 배당성향에 어떠한 관련성을 가지고 있는지 알아보고자 한다. 그리하여, 본 연구의 가설을 검증하기 위하여 다음의 <식 1>, <식 2>와 같이 연구모형을 설정하였다.

<식 1>

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 EP + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CASH + \beta_5 CFO + \beta_6 ROA + \beta_7 GRW + \beta_8 B + \beta_9 MTB + \epsilon$$

<식 2>

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 (EP1, 2, 3, 4) + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CASH + \beta_5 CFO + \beta_6 ROA + \beta_7 GRW + \beta_8 B + \beta_9 MTB + \epsilon$$

<i>DIV</i>	: 배당성향(현금배당액/당기순이익)
<i>EP</i>	: 이익지속성계수 ²⁾
<i>EP₁</i>	: 이익지속성계수가 1분위수 이하이면 1, 아니면 0
<i>EP₂</i>	: 이익지속성계수가 1분위수와 중위수 사이이면 1, 아니면 0
<i>EP₃</i>	: 이익지속성계수가 중위수와 3분위수 사이이면 1, 아니면 0
<i>EP₄</i>	: 이익지속성계수가 3분위수 이상이면 1, 아니면 0

<통제변수>

<i>SIZE</i>	: 기업규모(t년도 기업규모, 총자산에 자연로그 값)
<i>LEV</i>	: 부채비율(총부채/총자산)
<i>CASH</i>	: 현금보유(현금및현금등가물/(총자산-현금및현금등가물))
<i>CFO</i>	: 영업현금흐름(영업활동을 통한 현금흐름/기초총자산)
<i>ROA</i>	: 총자산이익률(t년도 당기순이익/기초총자산)
<i>GRW</i>	: 매출성장률((당기매출액-전기매출액)/전기매출액)
<i>BETA</i>	: 영업위험
<i>MTB</i>	: 시장가치(보통주기말시가총액/총자산)

3.2.2 변수의 조작적 정의

① 배당정책의 측정(Dividend, DIV)

배당정책의 대리변수로서 사용된 배당성향은 현금배당액을 당기순이익으로 나눈 값이다.

② 이익지속성의 측정(이익지속성계수의 측정, Earnings Persistence, EP)

Sloan(1996)의 이익지속성 측정 모형:

$$Earnings(NI)_{t+1} = \alpha_0 + \alpha_1 Earnings(NI)_t + v_{t+1}$$

여기서, 이익지속성계수 : α_1

③ 이익지속성 구간의 측정(EP1, EP2, EP3, EP4)

2) 이익지속성계수 : Sloan(1996)의 모형으로부터 단변량 회귀분석을 이용하여 각 기업들의 이익지속성계수를 구한다.

②의 조작적 정의에서 얻은 이익지속성계수를 사분위수로 나눈 다음, 25% 구간 별로 EP1, EP2, EP3, EP4로 하였다.

④ 통제변수

연구의 통제변수로는 기업의 규모와 부채, 현금, 자산이익, 매출액등을 통제하기 위해서 기업규모(SIZE), 부채비율(LEV), 현금보유(CASH), 영업현금흐름(CFO), 총자산 이익률(ROA), 매출성장률(GRW), 영업위험(BETA), 시장가치(MTB)를 사용하였다.

3.3 실증결과

3.3.1. 기술통계

본 연구는 이익지속성이 기업의 배당정책에 미치는 영향을 분석하고, 이익지속성의 크기에 따른 영향을 분석하기 위한 변수들의 기술통계량은 다음 <표 2>와 같다. 이 <표 2>를 보면 독립변수와 종속변수 그리고 통제변수들의 평균과 중위수는 큰 차이를 보이지 않기 때문에 변수들은 정규분포에 근접한 분포를 보인다고 간주 할 수 있다.

<표 2> 변수의 기술통계(n=2,945)

변수	표본수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
DIV	2,945	0.1608	0.1049	0.22509	-0.50	1.10
EP	2,945	0.3238	0.2904	0.49548	-1.57	3.47
EP1	2,945	0.2289	0.0000	0.42017	0.00	1.00
EP2	2,945	0.2469	0.0000	0.43126	0.00	1.00
EP3	2,945	0.2486	0.0000	0.43225	0.00	1.00
EP4	2,945	0.2499	0.0000	0.43304	0.00	1.00
SIZE	2,945	26.734	26.457	1.51644	22.71	32.67
LEV	2,945	0.4316	0.4349	0.20217	0.00	1.72
CASH	2,945	0.0616	0.0368	0.07154	0.00	0.49
CFO	2,945	0.0519	0.0459	0.09145	-0.76	0.63
ROA	2,945	0.0342	0.0363	0.09729	-0.94	1.14
GRW	2,945	0.0848	0.0545	0.49051	-1.00	15.56
BETA	2,945	0.6950	0.6700	0.43699	-5.39	4.57
MTB	2,945	0.6271	0.4419	0.67337	0.00	10.56

3.3.2. 상관관계 분석

본 연구의 분석에 사용된 변수들 간의 상관관계는 <표 3>와 같다.

< 표 3 > 변수들 간의 상관관계 분석(n=2,945)

	EP	EP1	EP2	EP3	EP4	SIZE	LEV	CASH	CFO	ROA	GRW	BETA	MTB
DIV	-.017	-.053**	.021	.079**	-.053**	.014	-.245**	.032	.107**	.144**	-.037*	-.033	.119**
EP		-.644**	-.209**	.147**	.726**	.149**	-.017	.084**	.153**	.137**	-.004	-.046*	.195**
EP1			-.312**	-.313**	-.314**	-.109**	.063**	-.052**	-.108**	-.103**	.015	.036	-.087**
EP2				-.329**	-.330**	-.042*	.036*	-.082**	-.069**	-.061*	.003	-.002	-.096**
EP3					-.332**	.022	-.043*	.010	-.002	-.025	-.009	.015	-.040*
EP4						.133**	-.056**	.118**	.178**	.184**	-.007	-.050**	.231**
SIZE							.186**	-.068**	.116**	.143**	-.008	.240**	.057**
LEV								-.155**	-.163**	-.339**	.004	.153**	-.266**
CASH									.217**	.131**	.032	-.068**	.187**
CFO										.487**	.029	-.066**	.223**
ROA											.261**	-.050**	.263**
GRW												.003	.092**
BETA													.032

* : 유의수준 5%, ** : 유의수준 1%

3.3.3. 회귀분석 결과

<표 4> 가설1의 검증 결과

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 EP + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CASH + \beta_5 CFO + \beta_6 ROA + \beta_7 GRW + \beta_8 B + \beta_9 MTB + \epsilon$$

Variable	예상부호	비표준화계수	표준오차	t-value	유의수준
constant		0.073	0.074	0.995	0.320
EP	+/-	-0.023	0.008	-2.750	0.006***
SIZE	+	0.007	0.003	2.448	0.014**
LEV	-	-0.241	0.023	-10.694	0.000***
CASH	+	-0.058	0.058	-0.997	0.319
CFO	+	0.099	0.052	1.913	0.056*
ROA	+	0.124	0.053	2.350	0.019**
GRW	+	-0.026	0.009	-2.990	0.003***
BETA	-	-0.06	0.01	-0.585	0.558
MTB	+	0.018	0.06	2.816	0.005***
adj. R ²		0.075			0.000***
F-value		26.462			0.000***
probe-F		0.000			

* : 유의수준 10%, ** : 유의수준 5%, ***: 유의수준 1%

<표 5> 가설2의 검증 결과

$$DIV = \beta_0 + \beta_1 (EP_1, 2, 3, 4) + \beta_2 SIZE + \beta_3 LEV + \beta_4 CASH + \beta_5 CFO + \beta_6 ROA + \beta_7 GRW + \beta_8 B + \beta_9 MTB + \epsilon$$

Variable	예상부호	비표준화계수	표준오차	t-value	유의수준
constant		0.085	0.077	1.103	0.270
EP ₁	+/-	-0.031	0.026	1.192	0.233
EP ₂	+/-	-0.007	0.026	-0.280	0.780
EP ₃	+/-	0.005	0.026	0.187	0.851
EP ₄	+/-	-0.065	0.026	-2.474	0.013**
SIZE	+	0.007	0.003	2.445	0.015**
LEV	-	-0.235	0.022	-10.694	0.000***
CASH	+	-0.047	0.058	-0.809	0.418
CFO	+	0.101	0.051	1.962	0.050**
ROA	+	0.142	0.053	2.700	0.007***
GRW	+	-0.027	0.009	-3.163	0.002***
BETA	-	-0.007	0.010	-0.717	0.474
MTB	+	0.022	0.006	3.425	0.001***
adj. R ²		0.086			0.000***
F-value		22.989			0.000***
probe-F		0.000			

* : 유의수준 10%, ** : 유의수준 5%, ***: 유의수준 1%

<표 4>는 가설 1, <표 5>는 가설 2에 대한 실증분석 결과 이다. <표 4>와 <표 5>를 바탕으로 실증분석 결과가 나타내는 의미를 추론해 본다.

3.3.4. 가설검증

① 가설 1의 검증

가설1은 “이익지속성이 있는 기업은 그렇지 않은 기업보다 배당정책에 유의한 영향을 미칠 것이다”. 기업의 이익지속성을 종속변수인 배당성향(DIV)에 대한 회귀분석을 보면, 이익지속성(EP)은 배당성향(DIV)에 음(-)의 유의한 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 배당성향은 이익지속성이 높은 기업에서 더 많이 이루어진다(Kormendi and Zarwon, 1996)의 결과와는 반하고, 순이익이 지속적으로 발생했음에도 배당을 하지 않는 경우도 있다(권광현, 주양호, 2011)는 선행연구와는 일치함을 보여주고 있다.

본 연구의 실증분석 결과를 보면, 이익이 지속되는 기업들은 당연히 배당도 높을 것이라는 일반적인 인식을 반증하고 있으며 한국기업들이 배당에 얼마나 소극적인가에 대한 단편적 결과를 보여주고 있다.

② 가설 2의 검증

가설2는 “이익지속성이 큰 기업은 그렇지 않은 기업보다 배당정책에 유의한 영향을 미칠 것이다.” 기업의 이익지속성을 사분위수로 나눈 구간별 독립변수인 EP1, EP2, EP3, EP4는 종속변수인 배당성향(DIV)에 서로 다른 영향을 미치는 결과를 나타내었다.

EP1, EP2 및 EP3는 배당성향(DIV)에 미치는 영향은 유의하지 않은 결과를 보여주고 있다. 그러나, EP4는 배당성향(DIV)에 음(-)의 유의한 영향을 미치는 것을 알 수 있다.

본 연구의 실증분석 결과를 보면, 가설1의 결과와 같고, 이익지속성이 큰 기업은 그렇지 않은 기업보다 배당에 소극적임을 나타내고, 이익지속성이 큰 기업들은 오히려 배당보다는 기업의 중점을 다른 부분에 두고 있다는 것을 보여 주고 있다. 이러한 결과는 배당으로 주주부의 극대화를 하지 않는다는 것을 나타내고 있다.

IV. 요약 및 결론

본 연구는 2009년부터 2013년까지 금융업을 제외한 유가증권 시장에 상장기업을 대상으로 이익지속성에 따라 기업의 배당성향이 다르게 부여되는지 살펴보는데 초점을 두었다. 이익지속성이란 당기의 순이익이 미래기간에도 계속적으로 유지되는 정도를 의미하기 때문에 이익지속성이 강(약)하다는 것은 미래현금흐름의 유입에 대한 양호(불량)한 신호를 제시한다.(박길영, 김문태, 2009). 배당정책의 대응치인 배당성향은 투자결정, 자본조달결정과 함께 기업의 주요

정책변수중의 하나이며 자금조달과 결과를 투자자인 주주들에게 돌려주는 수단으로 기업의 가치를 결정하는 중요한 잣대가 된다. 또한 기업의 경영자 입장에서 자신의 능력과 기업의 성과를 과시 또는 미래 이익과 관련된 정보를 효과적으로 시장에 전달할 수 있는 수단이 된다는 점에서 중요한 정보전달(signalling)기능을 가진다. 따라서 본 연구는 관심변수인 이익지속성과 종속변수인 배당성향과 상관관계를 실증적으로 분석하였다. 연구방법으로 이익지속성은 Sloan(1996)의 모형을 근거로 한 단변량 분석(회귀분석)을 하였고, 배당성향의 영향을 분석하였다.

본 연구의 주요한 실증분석 결과를 제시하면 다음과 같다. 첫째, 이익지속성은 배당정책의 대용치인 배당성향에 음(-)의 영향을 미치고 있으며, 이것은 배당성향은 이익지속성이 높은 기업에서 더 많이 이루어진다(Kormendi and Zarwon, 1996)는 것과는 정반대의 결과이며, 기업의 자금사정이 어려운 처지에 있으면서도 배당을 하는 경우도 있고, 순이익이 지속적으로 발생했음에도 배당을 하지 않는 경우도 있다(권광현, 주양호, 2011)는 선행연구와 일치하고 있다.

둘째, 이익지속성을 사분위수로 나누어 구간별 집단들의 이익지속성이 배당에 미치는 영향을 분석한 결과, 4분위수 이하의 집단에서는 이익지속성이 배당성향에 미치는 영향은 유의하지 않으며, 4분위수 이상의 집단에서는 이익지속성이 배당성향에 음(-)의 유의한 영향을 미치고 있다. 이것은 이익지속성이 매우 큰 기업도 배당에 대한 부정적인 면을 갖고 있음을 나타내어 주고 있다. 또한 이익지속성이 매우 작거나 어느 정도 이익지속성이 있는 기업들은 배당과의 관련성이 없음을 나타낸다.

본 연구의 의의는 다음과 같다. 첫째, 선행연구들은 배당정보효과로써 배당과 이익지속성관계를 검토한 연구가 대부분이었다고 하면, 본 연구에서는 과거 이익지속성을 이용하여 향후 배당을 예측할 수 있음을 보여주고 있다. 또한 한국기업들의 과거 이익 및 이익지속성에도 불구하고 배당에 대한 부정적인 사고를 단편적으로 나타내고 있다.

둘째, 한국 경제정책의 일환으로 기업의 현금유보율을 낮추고 배당선호를 유도하는 상황에서 본 연구의 결과는 과거 한국 기업들의 배당에 대한 속성을 알아 볼 수 있었다는 점에서 의의가 있다고 하겠다. 또한, 현재까지 한국기업들은 배당보다는 기업의 가치를 우선으로 하여 주가 상승에 관심을 갖고 있었다는 것을 간접적으로 알 수 있으며 향후 한국기업들이 배당에 대한 인식의 전환이 필요하다는 점을 나타내고 있다.

본 연구는 이익지속성과 배당성향에 관한 연구가 많이 이루어지고 있지 못하다는 면에서 중요한 의미와 또한 이로 인한 이익지속성의 측정치를 다양하게 사용할 수 없었다는 점에서 한계점이다. 따라서 향후 연구에서는 이익지속성과 배당정책 간에 상호 관련성을 다양하게 분석할 필요성을 갖고 있다

참고문헌

- 고종권, 윤성수(2006), “재무보고이익-세무보고이익의 차이와 이익, 현금흐름 및 발생액의 지속성과 자본시장의 반응”, 회계학연구 제31권 제1호: 127-162
- 권광현, 주양호(2011), “기업지배구조, 배당정책 및 이익조정간의 관계에 관한 연구”, 국제회계연구, 289-312
- 김도성, 양준선, 황승찬(2010), “기업의 배당정책과 지배 및 소유구조에 관한 연구”, 회계연구 제15권 제3호, 1-32
- 김선구, 이장희(2006), “이익의 지속성, 변동성과 소유지분을 간의 관련성 분석”, 회계정보연구 제24권 제4호: 221-250
- 김문철, 최관(1999), “이익의 질의 개념에 관한 연구”, 회계저널 8: 221-249
- 문상혁, 박종국(2005), “기업지배구조와 이익지속성 및 가치관련성”, 회계정보연구 제23권 제3호: 1-28
- 박경서, 등(2003), “한국기업의 배당정책의 측정”, 재무저널 16: 195-229
- 박길영, 김문태(2009), “이익지속성을 통한 이익의 질이 신용평점에 미치는 효과”, 국제회계연구 제25집: 71-89.
- 박영규, 최영목(2004), “배당의 변화가 기업의 미래 이익을 예측할 수 있는가?”, 한국증권학회: 549-573
- 백원선(2008), “4분기 이익조정과 이익지속성”, 회계학연구 제33권 제2호: 111-144
- 백원선, 이수로(2004), “보수주의, 이익지속성 및 가치평가”, 회계학연구 제29권 제1호: 1-27.
- 서지성, 라기레, 김형국(2010), “대체적인 연간 이익지속성 척도와 기업의 경제적 특성과의 관련성”, 산업경제연구 제23권 제2호 631-654
- 유성용(2008), “외국인 투자자 지분율에 따른 이익지속성과 시장의 반응”, 회계정보연구 제26권 제1호: 137-162
- 이화득, 고종권, 김중현(2006), “이익기업과 손실기업의 가치 관련성”, 성균관대학교 대학원 박사학위 논문
- 이화진, 박종국, 김재오(2005), “이익지속성을 통한 배당정보효과의 재조명”, 회계학연구, 30 (특별호 1): 133-166
- 이화진, 이계원(2007), “이익지속성을 통한 이익기업과 손실기업의 배당정보효과”, 세무회계저널, 1(2): 337-353
- Bartov, E., D. Givoly, and C. Hayn. (2002), “The rewards to meeting or beating earnings expectations.” Journal of Accounting and Economics 33: 173-204
- Barth, M., J. Elliott, and M. Finn.(1999), “Market rewards associated with patterns of increasing earnings.” Journal of Accounting Research 37: 387-413

- Basu, Sudipta.(1997), "The conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings", Journal of Accounting and Economics 24. 1: 3-37.
- Bradshaw , Mark T. and Richard G. Sloan. 2002), "GAAP versus The Street: An Empirical Assessment of Two Alternative Definitions of Earnings", Journal of Accounting Research 40. 1: 41-66
- Collins, D. W. and P. Hribar (2000), "Earnings-based and accrual-based market anomalies: one effect or two?" Journal of Economics 29: 101-123
- Comiskey, E (1982), "Assessing Financial Quality: An Organizing Theme for Credit Analysis", Journal of Commercial Bank Lending: 32-47.
- DeAngelo, Harry. Linda E. DeAngelo and Douglas J. Skinner(2004), "Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings." Forthcoming. Journal of Financial Economics.
- Francis, J., R. LaFond, P. Alsson, and K. Schipper. (2004), "Cost of equity and earnings attributes.", The Accounting Review 79: 967-1010
- Fairfield, P., J. Whisenant, and T. Yohn(2003), "Accrued Earnings and Growth:Implications for Future Profitability and Market Mispricing", The Accounting Review 78(January): 353-371
- Freeman. Robert N., James A. Ohlson. and Stephen H Penman.(1982), "Book Rate-of-Return and Prediction of Earnings Change: An Empirical Investigation.", Journal of Accounting Research 20. 2: 639-653.
- Hanlon, M(2005), "The Persistence and Pricing of Earnings, Accruals, and Cash Flows When Firms have Large Book-Tax Differences", The Accounting Review 80(January): 137-166
- Jagannathan, M., Stephens, C.P. and Weisbach, M.S.(2000), "Financial fecibility and choice between dividends and stock repurchases", Journal of Financial Economics, 57(3): 355-384
- Kormendi, R. and Zarowin, P.(1996), "Dividend policy and permanence of earnings", Review of Accounting Studies, 1(2): 141-160
- Kormendi, R., and R. Lipe(1987), "Earnings Innovation, Earnings Persistence, and Stock return", Journal of Business: 323-345
- Lintner. J.(1956), "Distribution of incomes of corporations among dividends. retained earning. and taxes.", American Economic Review 46: 97-113.
- Miller.Merton H.. and Kevin Rock(1985), "Dividend policy under asymmetric information". Journal of Finance 34: 411-433
- Ohlson, J.(1995), " Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation", Contemporary

- Accounting Research 11(November): 661-687
- Schipper, K. and L. Vincent(2003), "earnings quality." Accounting Horizons 17: 97-110
- Skinner(2004), "What Do Dividends Tell Us About Earnings Quality?" , Working paper.
January, University of Michigan
- Sloan, R. (1996), " Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?" The Accounting Review 71: 289-316
- Xie, H. (2001) "The mispricing of abnormal accruals." The Accounting Review 76: 357-373