

# 배당지출과 미래이익성장에 관한 연구

(A study on the dividend payout and future earnings growth)

조영석 (목포대학교) \*

## < 요약 >

전통적인 재무이론에 따르면 저배당지출은 대체로 고성장의 신호로 받아들여지고 있다. MM(1961), Gordon(1962), Rozeff(1982), Fama & French(2002) 등의 주장은 기업이 성장기회가 풍부하다고 판단될 때 저배당 또는 더 많은 내부유보를 통해 성장을 추구한다는데 근거하고 있다. 따라서 저배당은 강력한 미래성장을 암시한다는 것이다.

그러나 기업의 배당정책은 미래성장의 기회에 따라 달라질 수 있다. 즉, 경제 및 기업의 고성장과 저성장기에는 차이가 있을 것으로 판단된다. 최근의 일부 연구는 미래이익성장이 저배당보다는 오히려 고배당과 더 관련이 높다는 결과를 도출하고 있다.

본 연구는 배당과 미래이익성장의 관계가 IMF 외환위기 이후 저성장기로 접어든 우리나라에서는 어떻게 나타나고 있는지를 분석하였다. 이를 위해 1990년부터 2005년까지 우리나라 유가증권 시장에 상장된 기업을 대상으로 다중회귀분석을 실시하였다.

연구의 결과 배당성향이 미래이익성장에 미치는 영향은 성장에 관련된 변수들을 통제한 후에도 유의한 결과를 나타냄을 발견하였다. 특히 IMF 이전과 이후의 상황에 차이가 있으며 IMF 이후의 시기에 배당과 미래이익성장의 관계가 더욱 분명하게 나타났다.

연구의 결과는 전통적 재무이론에 대한 재해석이 필요하다는 이론적 근거를 제시하였다는데 큰 의의가 있다. 또한 기간별로 배당지출이 미래이익성장에 미치는 영향이 달라지고 있으며 이는 외국의 최근 연구결과와도 유사한 결론으로 귀결된다.

핵심단어 : 배당성향, 이익률, 미래이익성장률(EG), 과거이익성장률(PEG)

---

\* 목포대학교 경영학부 금융보험학과 교수, 061-450-2631, E-mail : yscho@mokpo.ac.kr

# 배당지출과 미래이익성장에 관한 연구

## 1. 서론

최근 들어 기업의 배당금 지급은 투자자들의 주요 관심사가 되고 있다. 특히 외국인 투자자 지분율이 높은 기업들은 투자자들의 배당압력으로 더욱 배당성향을 높이고 있는 실정이다. 전통적인 재무이론에 따르면 낮은 배당지출은 대체로 고성장의 신호로 받아들여지고 있다. MM(1961), Gordon(1962), Rozeff(1982), Fama and French(2002) 등의 주장은 기업이 성장기회가 풍부하다고 판단될 때 저배당 또는 더 많은 내부유보를 통해 성장을 추구한다는 논리에 근거하고 있다. 따라서 저배당은 강력한 미래성장을 암시하는 신호를 전달한다는 것이다.

일반적으로 기업의 배당정책은 미래의 성장기회가 어떠한지 여부에 따라 달라질 수 있다. 즉, 경제 및 기업의 고성장기와 저성장기에는 차이가 있을 것으로 판단된다. 그런데 최근 Arnott and Asness(2003), Zhou and Ruland(2006) 등의 연구에서는 미래의 이익성장이 저배당보다는 오히려 고배당과 더 관련이 높다는 결과를 보고하면서 전통적인 재무이론을 새로운 시각으로 해석하고 있다.

따라서 본 연구는 IMF 외환위기 이후 저성장기로 접어든 우리나라에서는 배당지출과 미래이익성장의 관계가 어떻게 나타나고 있는지를 분석해 본다.

기업의 배당지출이 미래이익성장에 미치는 영향을 분석하기 위해 배당성향 이외에 기업의 성장에 영향을 미치는 것으로 알려진 기업규모(size), 총자산수익률(ROA), 부채비율, 이익률(ROE) 등을 통제변수로 설정하여 검증하고자 하였다. 이를 위해 1990년 이후 최근까지 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업을 대상으로 다중회귀분석을 통하여 실증분석 결과를 제시하였다.

본 연구의 결과는 우리나라의 배당지출과 미래성장의 관련성에 대한 실증결과를 제시하고 있다. 아울러 저배당-고성장이라는 전통적 재무이론에 대한 재해석이 제기되고 있는 가운데 저성장기에 접어든 한국시장에서도 배당과 이익성장의 관계에 대한 변화가 나타나고 있음을 발견하였다는데 큰 의의가 있다. 또한 배당성향의 차이에 따라 미래이익 성장에 미치는 영향이 달리 나타나고 있음을 발견한 것도 의미있는 결과이다.

## 2. 선행연구의 검토

기업의 배당정책은 경영성과인 이익을 주주에게 지급하는 배당금과 미래 재투자를 위한 유보이익으로 나누는 결정을 말한다. 이러한 과정에서 기업의 배당정책은 투자자들에게 미래에 대한 경영정보를 제공하게 된다는 배당정보가설이 널리 설득력을 얻고 있다.

이와 같은 배당정보가설에 바탕을 두어 배당지출이 기업의 미래이익에 대하여 어떠한 정보를 전달하는가를 검증하는 연구가 외국에서 활발히 진행되어 왔다.

배당과 미래이익 간의 관계를 가장 먼저 검증한 연구로는 Watts(1973)를 들고 있다. 그는  $t$ 년도의 배당을 독립변수로 하고  $t+1$ 년도의 이익을 종속변수로 하는 회귀모형을 분석한 결과 회귀

계수는 양(+)의 값을 나타냈으나 통계적인 의미를 발견하지는 못하였다. 따라서 배당의 정보효과는 어느 정도 존재하나 미래 이익에 대해서는 경제적으로 의미있는 수준은 아니라고 분석하였다.

Denis et al.(1994)의 연구에서 애널리스트들이 공시된 배당변화를 참조하여 미래 이익 예측치를 수정한다는 사실이 통계적으로 유의한 결과를 나타냄을 보였고, 따라서 배당이 미래이익에 관한 유용한 정보를 제공하고 있다고 주장하였다.

Aharony and Dotan(1994)은 배당의 증가표본과 감소표본으로 구분하여 분기별 현금배당이 기업의 미래 수익성에 관한 정보를 제공하는가를 실증분석하였다. 그 결과 배당이 증가(감소)한 기업이 배당변화가 없는 기업에 비해 평균적으로 향후 이익이 증가(감소)하는 경향이 있음을 발견함으로써 배당의 미래이익 정보가설이 유용함을 지지하였다.

그러나 반대로 배당의 미래이익에 대한 정보가 무의미함을 주장하는 연구결과도 있다. DeAngelo et al.(1996)의 연구는 배당이 미래이익을 예측하는데 신뢰할 만한 정보를 제공하지 못한다고 주장하였다. 이는 경영자들이 미래이익을 전망할 때 낙관적으로 과대 추정하여 배당을 늘리기 때문이며 배당정보로 미래이익이 우수한 기업을 식별할 수 있다는 증거를 발견하지 못하였다고 보고하였다.

또한 Benartzi et al.(1997)는 배당이 증가한 기업의 경우 전년도와 당해연도의 이익이 유의적으로 증가하였으나 다음 해의 이익증가는 발견하지 못하였으나, 배당이 감소한 기업의 경우 전년도와 당해연도의 이익감소가 나타났고 다음 해에는 유의한 수준의 이익증가를 실현하였음을 보고하였다.

한편, 2000년대 이후에는 배당과 미래이익과의 관련성이 높다는 연구결과가 늘어나고 있다. Nissim and Ziv(2001)은 배당변화로써 기업의 미래 수익력을 예측할 수 있다는 실증결과를 보고하였다. 이 연구는 배당변화가 이후 2년 동안의 이익변화 사이에 강한 양(+)의 상관관계가 존재함을 발견하였다. 즉, 배당증가는 이후 최소 4년 동안의 미래 수익성과 높은 상관성이 있었으나, 배당감소의 경우에는 당기의 이익을 통제하게 되면 미래 수익성과 상관성이 없어진다고 주장하였다.

Arnott and Asness(2003)는 S&P 500지수를 사용하여 130년간의 자료를 혼합하고 여러 테스트를 거쳐 연구한 결과, 배당과 미래이익성장의 관계가 전통적 재무이론과 뚜렷하게 비교됨을 발견하였다. 이들은 미래이익성장이 저배당보다는 고배당과 더 관련이 높다는 사실을 발견하였다. 이러한 발견은 기간을 나누어 이익성장의 평균회귀를 통제하여 확장한 후 다른 미시 및 거시변수를 투입하고서도 강건(robust)함을 입증하였다.

Zhou and Ruland(2006)는 기간별 배당과 이익성장과의 관계를 분석한 Arnott and Asness(2003)의 연구를 보다 구체적으로 구분하여 실증분석 하였다. 이들은 1950부터 2003년까지 NYSE, Amex, NASDAQ에 상장된 기업을 대상으로 분석한 연구에서 이익의 평균회귀(mean reversion)와 이익성장을 설명하기 위해 가정한 다른 변수들을 통제하고서도 배당지출과 미래이익성장 간에는 강한 양(+)의 상관관계가 나타남을 발견하였다. 그리고 제한된 성장기회를 가졌거나 과잉투자경향이 있는 기업에서 배당과 미래이익성장의 양의 관계는 더욱 뚜렷하게 나타난다는 것을 보고하였다.

이와 같이 배당과 미래이익의 관계에 대한 해외의 활발한 연구에 비해 국내에서는 거의 연구가 이루어지지 않고 있다. 대부분 배당공시를 전후로 한 초과수익률 발생 유무를 검증하는 연구, 배당의 결정요인에 대한 연구가 주를 이룬다.

박영규(2004)는 한국시장에서의 배당변화와 미래이익 사이의 관계를 최초로 분석하였다. 그는 회귀분석을 통해 배당변화가 미래이익에 대한 예측가능성이 있는지를 검증하였다. 연구의 결과, 배당변화는 1년 후의 수익성을 예측하는데 통계적 유의성이 있음을 보고하였다. 미래 수익성에 대한 대용치로 자산이익률변화를 사용한 경우 단기적(t=1)으로 배당변화가 장래수익성에 대한 예측정보를 지니고 있음을 발견하였다. 한국시장에서도 기업의 배당변화는 다음 해의 기업성과를 예측하는데 유용한 정보를 내포하고 있으며 단순 이익이 아닌 자산이익률을 미래성과로 사용할 때 더욱 유용하다고 하였다.

따라서 본 연구는 한국시장에서의 배당정보가설을 검증하고자 Zhou and Ruland(2006)이 제시한 연구모형을 한국시장에 적용하여 배당성향의 차이가 우리나라 자본시장에서는 미래이익 성장과는 어떠한 관계가 나타나는지를 실증분석해 보고자 한다.

연구결과는 배당성향과 미래이익성장에 대한 장단기 변화를 예측하는데 중요한 시사점을 줄 것으로 예상된다.

### 3. 연구의 설계

#### 1) 연구 모형

배당지출과 미래이익성장의 관계를 분석하기 위하여 본 연구에서는 아래와 같은 다중회귀분석 모형을 설정하였다. 회귀분석모형 (식 1)에서 핵심적인 독립변수는 배당성향(DIV)이다. 여기서 미래이익성장률(EG)이 배당성향과 음(-)의 관계라면 저배당일수록 고성장을 한다는 전통적인 학설을 지지한다. 그러나 양(+)의 관계를 나타낸다면 저배당은 고성장을 의미한다는 전통적인 학설과는 대비되는 것이며 Arnott and Asness(2003), 그리고 Zhou and Ruland (2006)의 연구결과와 일치하게 된다. 이 경우 우리나라에서도 고배당이 고성장과 높은 관계가 있음을 증명하는 분석결과라 판단할 수 있다.

$$EG_{0,t} = \alpha_0 + \beta_1 DIV + \beta_2 AG + \beta_3 ROA + \beta_4 ROE + \beta_5 Size + \beta_6 LEV + \beta_7 PEG_{-t,0} + e_i$$

(식 1)

여기서,

$EG_{0,t}$  : 이익성장률, 보통주의 연간이익을 복리로 측정된 연간 이익성장률

(0기에서 t기까지의 성장률 : 성장률은 t=1, 3, 5년으로 계산)

$DIV$  : 배당성향, t기의 배당금을 t기의 이익으로 나눈 비율

$AG$  : 총자산증가율, 총자산 증가액을 전기말 가액으로 나눈 값

$ROA$  : 총자산수익률, 전기말 이익을 전기말 총자산으로 나눈 값  
 $ROE$  : 자기자본이익률, 전기말 이익을 전기말 자기자본으로 나눈 값  
 $Size$  : 전기말 시가총액을 자연대수(ln)로 구한 값  
 $LEV$  : 부채비율, 전기말 부채의 장부가액을 총자산으로 나눈 값  
 $PEG_{-t,0}$  : 과거이익성장률,  $-t$ 기부터 전기까지의 복리로 측정된 연간 이익성장률  
 (성장율은  $t=1, 3, 5$ 년으로  $EG_{0,t}$ 와 동일한 절차로 계산)

위의 회귀분석 모형에서 기업의 배당지출과 미래이익성장의 관계를 효과적으로 검증하기 위해 도입한 통제변수는 다음과 같다.

먼저 총자산증가율(AG)을 통제한다. 다른 요인이 동일할 때, 자산이 많을수록 이익창출의 기회가 많아지므로 더 높은 성장을 가져올 것으로 기대한다. 따라서 총자산증가율은 성장률과 양의 관계를 가질 것으로 예상된다.

또한 총자본수익률(ROA)를 통제한다. 다른 조건이 동일하다면 이미 높은 이익률을 시현하고 있는 기업은 보다 강한 성장률을 나타내기 어렵기 때문이다. 따라서 ROA는 미래의 이익성장률과 음의 관계를 보일 것으로 예상된다.

이익률은 미래의 성장 및 배당성향에 크게 영향을 미치게 되므로 자기자본수익률(ROE)을 변수로 설정하여 이를 통제한다. 시장이 효율적이라는 가정 하에서 투자자들은 미래의 이익성장률이 높다면(즉, 더 높은 ROE) 현재의 이익에 더 많은 가치를 부여하게 된다. 따라서 ROE는 미래이익성장률과 음의 관계를 가질 것으로 예상된다.

기업규모(Size)를 통제한다. 본 연구는 상장기업을 대상으로 하므로 기업규모는 매년도 말의 시가총액을 기준으로 하되 기업간 시가총액이 매우 크므로 자연대수(ln)로 변환하여 사용한다. 일반적으로 대기업이 중소기업보다 더 안정적이고 성숙기에 가까우므로 성장률이 낮을 것이기 때문이다. 따라서 기업규모와 미래이익성장률은 음의 관계가 나타날 것으로 예상된다.

다음으로 기업의 부채비율(LEV)을 통제변수로 설정한다. Fama & French(2002)에 의하면 부채비율이 높은 기업은 대규모 투자를 하는 경향이 있고 레버리지 효과에 의해 고성장을 할 것으로 기대된다. 따라서 부채비율은 성장률과 정의 관계를 가질 것으로 예측된다. 한편 이를 경기 상승기와 하락기로 구분한다면 다른 결과가 나오거나 통계적으로 유의하지 않을 수도 있다.

끝으로 회귀식에 과거이익성장률(PEG)을 포함시킴으로써 이익성장의 평균회귀 가능성(mean aversion)을 고려하였다. 실증분석에서 과거이익성장률과 미래이익성장률을 관측함에 있어 동일한 기간을 사용하였다. 예를 들면 과거 5년간의 성장률은 미래 5년간의 성장률을 함께 구하여 과거이익성장률과 미래이익성장률과의 관계를 비교하였다.

본 연구에서 성장기간에 대한 가정은 단기(1년), 중기(3년), 장기(5년)의 기간을 설정하였다. 이렇게 설정한 이유는 첫째, 투자자들은 단기 및 중기의 성장에 모두 관심을 갖고 있기 때문이다. 비록 투자자들이나 애널리스트들이 장기간의 이익성장에도 관심이 있지만, 그보다는 예측이 더 쉬운 단기에 더 높은 관심을 갖는다는데 초점을 두고 있다. 둘째, 장기성장률의 측정은 더 많은 가정과 추정의 어려움을 야기하기 때문이다. 관찰기간이 길어짐에 따라 추정편차도 증가

하게 되는 것이다.

## 2) 분석 데이터

본 연구의 실증분석을 위해 사용한 자료는 1990년부터 2005년 회계연도까지 총 16년간 우리나라 유가증권시장(한국증권거래소)에 상장된 기업 중 12월 결산법인을 대상으로 수집하였다. 자료는 Fn-Guide(주)에서 제공하는 DataGuide Pro를 이용하였다.

연구에서 배당성향에 따른 미래이익성장의 관련성을 예측할 수 있는지 검증하기 위해 분석대상 기업 선정에 다음과 같은 기준을 적용하였다.

첫째, 금융관련 업종을 제외한 제조업에 해당하는 기업 중 전년도에 순이익이 발생한 기업으로 배당을 실시하여 배당성향을 산출할 수 있는 경우에만 해당기업의 자료를 실증분석에 사용하였다.

둘째, 대상기업은 12월 결산법인만을 선택하였고, 기간 중 결산기가 변경되었거나 보고서 미제출로 인하여 자료가 존재하지 않는 기업도 분석대상에서 제외하였다.

셋째, 분석 기간중 합병, 상장폐지, 기업분할 등으로 5년 이상 연속된 자료가 존재하지 않는 기업도 분석대상에서 제외하였으며, 5년까지의 과거 및 미래이익의 성장률을 산정하므로 상장된지 5년 이내의 기업을 제외하였다.

넷째, 특별이익 발생 또는 이월이익잉여금의 전입 등으로 배당성향이 타 기업에 비해 과도하게 높을 경우 전체 분석결과에 이상치(outlier)로 작용할 수 있기 때문에 배당성향이 상위 1%에 해당하는 기업의 수치를 제거하였다. 배당성향의 최소값은 0이 되므로 배당성향이 분포 양측 끝의 관찰치의 상단과 하단을 자르기보다는 상단만 제거하면 된다.<sup>1)</sup>

<표 1> 변수의 기술적 통계량

Variable	Mean	STDEV	1Q	Median	3Q
종속변수					
<i>EG</i> (0,1)	11.86	19.49	2.35	10.30	19.18
<i>EG</i> (0,3)	11.32	11.76	4.36	10.29	16.84
<i>EG</i> (0,5)	10.53	9.50	5.15	9.93	15.03
독립변수					
<i>DIV</i>	30.15	23.73	13.71	24.90	40.54
<i>AG</i>	13.92	21.10	2.20	10.05	20.50
<i>ROA</i>	4.71	4.30	1.83	3.78	6.57
<i>ROE</i>	10.22	9.05	4.83	8.67	13.98
<i>Size</i>	4.84	0.64	4.43	4.71	5.14
<i>LEV</i>	157.93	148.24	66.41	119.27	198.53
<i>PEG</i> (-1,0)	12.99	19.83	3.06	11.26	20.54
<i>PEG</i> (-3,0)	12.73	13.43	5.50	11.08	17.94
<i>PEG</i> (-5,0)	13.31	10.65	6.96	12.03	17.83

1) 이에 대한 추가적인 정보는 Grullon et al.(2002)를 참조.

다섯째, 순자산 장부가액이 150억원 이상이거나 총자산이 300억원 이상인 기업으로 하였다. 마찬가지로 자연대수 값을 취한 기업규모(Size)를 제외한 변수는 이상치 효과를 통제하기 위하여 관찰치의 최고값과 최저값을 제거하였다. 이상의 기준에 의해 선정된 변수에 대한 기술적 통계량은 <표 1>에 제시하고 있다.

#### 4. 실증분석 결과

##### 1) 배당성향과 이익성장의 관계

연구의 진행은 먼저 배당지출과 과거 및 미래의 이익성장에 대하여 단변량 관계를 관찰하였고, 이어서 다변량회귀분석을 사용하여 추가적인 분석을 실시하였다.

당기의 배당성향, 과거 및 미래성장의 단변량 관계는 <표 2>에 나타나 있다. 이것은 당기의 배당성향과 과거 및 미래이익성장과의 1년, 3년, 5년간 관찰기간 동안의 피어슨 상관관계를 나타낸 것이다.

<표 2>에서 보면 배당성향에 대한 과거와 미래이익성장의 상관관계가 서로 반대의 경향이 나타남을 알 수 있다. 과거의 이익성장률은 배당성향과 음의 관계를, 미래이익성장률은 양의 관계가 나타나고 있다. 또한 비록 기간은 다를지라도 과거의 이익성장률간에, 그리고 미래의 이익성장률이 각각 밀접한 관계를 보여주고 있다. 이것은 이익성장률이 평균에 회귀하는 경향이 있음을 반영하고 있기 때문이다. 상관계수는 모두 신뢰수준 1%에서 유의함으로 보이고 있다.

한편 <표 3>은 각 변수들이 미래이익성장률(EG)에 영향을 미치는 정도를 분석한 다변량회귀분석의 결과를 나타낸 것이다. Fama & MacBeth(1973)의 절차에 따라 횡단면 의존도를 통제하기 위해 각 연도별로 회귀계수를 추정하였으며, 따라서 보고된 모든 상관계수는 연도별 회귀분석의 평균이다. 또한 과거이익성장률(PEG) 변수를 포함시킴으로써 Arnott와 Asness(2003)가 수행한 것처럼 이익회귀효과를 규정하였다. 기본적 절차는 과거와 미래이익성장을 위해 동일한 관찰기간을 사용하였다. 예를 들면, 5년간 미래성장률을 분석하는 경우에는 과거 이익성장률 또

<표 2> 배당성향과, 과거성장률, 미래성장률의 상관관계

Variable	<i>DIV</i>	<i>PEG</i> (-5,0)	<i>PEG</i> (-3,0)	<i>PEG</i> (-1,0)	<i>EG</i> (0,1)	<i>EG</i> (0,3)	<i>EG</i> (0,5)
<i>DIV</i>	1.000	-0.053 <sup>a</sup>	-0.071 <sup>a</sup>	-0.077 <sup>a</sup>	0.024 <sup>a</sup>	0.024 <sup>a</sup>	0.025 <sup>a</sup>
<i>PEG</i> (-5,0)		1.000	0.786 <sup>a</sup>	0.476 <sup>a</sup>	0.227 <sup>a</sup>	0.302 <sup>a</sup>	0.367 <sup>a</sup>
<i>PEG</i> (-3,0)			1.000	0.563 <sup>a</sup>	0.179 <sup>a</sup>	0.232 <sup>a</sup>	0.322 <sup>a</sup>
<i>PEG</i> (-1,0)				1.000	0.152 <sup>a</sup>	0.171 <sup>a</sup>	0.228 <sup>a</sup>
<i>EG</i> (0,1)					1.000	0.670 <sup>a</sup>	0.555 <sup>a</sup>
<i>EG</i> (0,3)						1.000	0.840 <sup>a</sup>

<i>EG</i> (0,5)							1.000
-----------------	--	--	--	--	--	--	-------

주) 모든 상관계수는 신뢰수준 1%(a로 표시)에서 통계적으로 유의함.

한 5년간으로 사용하였다. 그러나 성장 사이클이 반드시 대칭적일 필요는 없다. 예를 들면, 이익이 1년 또는 3년 간은 감소할지라도 5년간 평균성장률은 증가할 수 있다. 이익사이클의 비통일성 효과를 살펴보기 위해 3개의 과거성장률(PEG)변수를 모두 테스트하고 통제하기를 반복했다. 또한 연구에서 사용한 회귀분석에서 성장률은 부분적으로 각 년도마다 추정하고 연간 상관계수의 평균을 보고하는 결과를 나타낸다. 평균 상관계수의 통계적 유의성은 연간 상관계수가 정규분포임을 가정한다.

실증분석에 의하면 16년간의 전 기간 자료를 통해 분석한 배당성향과 미래이익성장률에 대한 상관계수는 모두 양으로 나타났으며 3년 및 5년간 이익성장률에 대해서 각각 신뢰수준 5%와 1%에서 유의함을 보였다. 이는 박영규(2004)가 우리나라의 배당률변화는 1년간 이익예측에만 영향을 미친다는 연구결과와는 달랐다. 그러나 Nissim and Ziv(2001)가 미국에서의 배당증가는 최소 4년 동안의 미래수익성과 높은 상관관계가 있다는 결론과는 일치함을 발견하였다. 그리고 Arnott and Asness(2003), Zhou and Ruland(2006)의 연구에서 주장한 바와 일치한다. 그러므로 개별기업수준과 다른 영향을 통제한 이후에도 배당성향의 증가함에 따라 미래이익성장이 함께 증가한다는 것을 보여주고 있다.

그리고 배당성향을 제외한 다른 통제변수는 대체로 매우 유의하고 미래이익성장률과 예상하였던 관계를 나타내고 있다. *AG*, *ROE*, *PEG*는 회귀계수가 양이며, 전기간 동안 1%수준에서 매우 유의하게 나타났다. *ROA*는 강한 음의 관계를 나타내면서 전기간에 대해 매우 유의하였다.

한편, 대기업이나 영업이익률 더 높은 기업, 순이익률이 더 높은 기업들은 더 낮은 미래이익성장을 보이는 경향이 있다. 또한 레버리지와 자산성장률은 미래이익성장률과 양의 관계에 있다. 우리의 통제변수가 이익성장률의 결정요소를 설명하는 범위를 살펴 보면 <표 3>에서 보듯이 평균회귀가능성과 다른 요소를 고려한 후에도 당기지출이 높은 기업들은 높은 미래이익성장을 나타내는 경향이 있음을 알 수 있다. 일반적으로 시계열 연구의 결과로 인하여 장기관찰기간은 생존효과에 의해 영향을 받을 수 있다. 그러나 이러한 결과는 연구기간 중 존속된 상장기업만을 대상으로 분석하였으므로 생존효과에 대하여는 고려하지 않았다.

<표 3> 이익성장에 대한 회귀분석 결과(1990~2005)

Variable	<i>EG</i> (0,1)		<i>EG</i> (0,3)		<i>EG</i> (0,5)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
상수	0.562	0.190	3.681	2.082 <sup>b</sup>	4.367	3.184 <sup>a</sup>
<i>DIV</i>	0.021	1.295	0.018	1.934 <sup>b</sup>	0.021	2.793 <sup>a</sup>
<i>AG</i>	0.153	7.944 <sup>a</sup>	0.074	6.567 <sup>a</sup>	0.044	5.077 <sup>a</sup>
<i>ROA</i>	-0.761	-4.209 <sup>a</sup>	-0.409	-3.791 <sup>a</sup>	-0.226	-2.689 <sup>a</sup>
<i>ROE</i>	0.313	3.832 <sup>a</sup>	0.192	3.911 <sup>a</sup>	0.155	4.039 <sup>a</sup>
<i>Size</i>	1.522	2.586 <sup>b</sup>	0.797	2.268 <sup>b</sup>	0.097	0.355
<i>LEV</i>	0.004	1.298	0.073	1.415	0.003	1.949 <sup>c</sup>



<i>PEG</i>	0.070	3.322 <sup>a</sup>	0.138	7.631 <sup>a</sup>	0.262	14.150 <sup>a</sup>
Adj. R <sup>2</sup>	6.2%		8.3%		15.5%	

주) a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함.

2) 시기별 추가분석

배당성향이 미래이익성장률과 충분한 인과관계를 가지고 있어 배당정보가설을 지지한다는 사실은 매우 의미 있는 발견이다. 이러한 발견이 기업의 고성장기와 저성장기의 경기사이클에 따라 차이가 나고, 배당수준에 따라서도 차이가 날 수도 있다. 그러므로 우리나라 산업 전반에 크게 영향을 끼친 IMF 외환위기 전후의 기간(1996년~1998년)을 제외하여 추가적인 분석을 시도하였다. IMF이전에는 대체로 고금리하에서 고성장을 기록하였으나, 외환위기가 어느 정도 수습된 1999년부터는 저금리하의 안정 성장기로 구분되므로 각각의 특징을 추가적으로 분석해 볼 필요가 있기 때문이다.

<표 4> IMF 외환위기 이전 및 이후 기간에 대한 회귀분석결과

패널 A : IMF 이전(1990~1995)

Variable	<i>EG</i> (0,1)		<i>EG</i> (0,3)		<i>EG</i> (0,5)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
상수	-1.667	-.317	2.904	0.917	4.088	1.753 <sup>c</sup>
<i>DIV</i>	.027	1.042	0.022	1.374	0.037	3.223 <sup>a</sup>
<i>AG</i>	.137	4.756 <sup>a</sup>	0.052	3.071 <sup>a</sup>	0.026	2.089 <sup>b</sup>
<i>ROA</i>	-.533	-1.656 <sup>c</sup>	-0.192	-0.996	0.053	0.372
<i>ROE</i>	.130	1.104	0.009	0.120	0.012	0.217
<i>Size</i>	2.309	2.208 <sup>b</sup>	1.365	2.159 <sup>b</sup>	0.509	1.089
<i>LEV</i>	0.002	0.427	-.001	-0.250	-0.001	-0.542
<i>PEG</i>	0.213	6.472 <sup>a</sup>	0.276	9.795 <sup>a</sup>	0.336	13.188 <sup>a</sup>
Adj. R <sup>2</sup>	10.7%		13.4%		27.5%	

패널 B : IMF 이후 (1999~2005)

Variable	<i>EG</i> (0,1)		<i>EG</i> (0,3)		<i>EG</i> (0,5)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
상수	-2.878	-0.725	-2.949	-1.248	-0.985	-0.504
<i>DIV</i>	0.080	0.326	0.052	1.990 <sup>c</sup>	0.040	1.819 <sup>c</sup>
<i>AG</i>	0.176	5.581 <sup>a</sup>	0.048	2.624 <sup>a</sup>	0.035	2.322 <sup>b</sup>
<i>ROA</i>	0.103	0.242	0.319	1.257	0.284	1.357
<i>ROE</i>	-0.060	-0.249	-0.105	-0.790	-0.015	-0.124
<i>Size</i>	1.381	1.782 <sup>c</sup>	1.422	3.083 <sup>a</sup>	0.549	1.436
<i>LEV</i>	0.043	3.002 <sup>a</sup>	0.039	4.563 <sup>a</sup>	0.042	5.927 <sup>a</sup>
<i>PEG</i>	-0.035	-1.161	0.312	1.989 <sup>b</sup>	0.086	2.626 <sup>a</sup>

Adj. R <sup>2</sup>	4.4%	4.5%	8.8%
---------------------	------	------	------

주) a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함.

IMF 외환위기 전후의 구분하여 분석한 결과는 <표 4>에 나타나 있다. 여기서 배당이 미래 성장에 미친 영향을 보면 외환위기 이전에는 양의 영향을 미치며 5년간의 평균성장률에만 유의하게 나타났다. 한편, 외환 위기 이후의 안정 성장기에는 배당성향의 회귀계수가 모두 양이고 3년 및 5년간의 성장률에서 각각 신뢰수준 5% 및 10%에서 유의함을 발견하였다. 이것은 전체 기간 중의 결과와 동일한 결과이며 특히 IMF이후의 구간에서 회귀계수의 값이 크게 나타남을 알 수 있다.

### 3) 이익의 평균회귀를 위한 추가통제

기업의 경우 무한정 고성장을 지속할 수 없으므로 이익의 평균회귀가능성이 존재한다. 따라서 본 연구에서는 (식 1)에서 이익의 평균회귀성을 통제하기 위해 추가적인 검정을 실시하였다.

이익성장의 평균회귀는 충분하게 그 결과를 설명할 수 없으므로 기업의 하위표본에 초점을 두었다. 이를 위해 배당성향과 과거 3년간의 이익성장률(PEG(-3,0))을 기준으로 다음과 같이 4개 그룹으로 구분하였다. 이 때 배당성향과 이익성장률의 구분은 먼저 배당성향을 기준으로 하여 상위 3분위(배당을 40.5%)에 속하는 기업과 하위 1분위(13.7%) 기업으로 구분한 후, 과거 3년간 성장률을 기준으로 높고 낮은 순으로 정렬하여 고성장률을 달성한 기업과 저성장률을 기록한 기업으로 절반씩 나누어 분석하였다. 다만 경제적 충격이 컸던 IMF전후(1996~1998)의 기간은 제외하였다. 모든 정렬은 연단위로 하였으며, 4개 그룹의 구분은 그림 1과 같다.

<그림 1> 배당 및 성장률에 따른 구분

I. 저배당 - 과거 저성장	II. 고배당 - 과거 저성장
III. 저배당 - 과거 고성장	IV. 고배당 - 과거 고성장

이익성장의 평균회귀경향이 있다면, 배당지출과 미래이익성장의 관계는 그룹 I 과 그룹 IV의 경우 회귀계수는 음(-)의 관계로 나타날 것이다. 예를 들면 그룹 I에서 이익성장의 평균회귀는 저배당기업은 과거의 이익성장이 낮았기 때문에 향후에는 높은 미래이익성장을 시현한다는 것을 의미한다. 마찬가지로 고배당기업(그룹 IV)의 경우에는 낮은 미래이익성장을 나타낼 것이다. 이와 같이 그룹 I 과 IV에 해당하는 기업을 회귀식에 적용한 결과 질적으로 변하지 않음을 발견하였다.

<표 5>는 그룹별로 미래이익성장률의 관계를 나타내고 있는데 여기서 과거의 성장률과 무관

하게 배당성향이 낮았던 I 그룹과 III 그룹은 양의 부호를 보이며 신뢰수준 5% 및 10%에서 유의함을 보였으나, 고배당을 실시했던 II, IV 그룹은 대체로 음의 영향을 보이거나 통계적으로는 유의하지 않았다.

<표 5> 그룹별 배당과 미래이익성장률 관계

Variable	EG (0,1)		EG (0,3)		EG (0,5)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
I. 저배당, 과거 저성장	0.064	0.990	0.069	1.012	0.111	1.793 <sup>c</sup>
II. 고배당, 과거 저성장	0.046	-0.400	-0.033	-0.247	-0.572	-0.371
III. 저배당, 과거 고성장	0.008	0.073	0.216	1.977 <sup>b</sup>	0.209	1.918 <sup>b</sup>
IV. 고배당, 과거 고성장	-0.133	-0.828	-0.138	-0.869	-0.097	-0.628

주) a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함.

<표 6> 저배당 기업의 그룹별 분석 결과

패널 A : IMF이전 저배당 기업

Variable	EG (0,1)		EG (0,3)		EG (0,5)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
상수	-2.838	-0.404	-0.064	-0.012	1.605	0.405
<i>DIV</i>	-0.422	-2.744 <sup>a</sup>	-0.284	-2.491 <sup>b</sup>	-0.209	-2.414 <sup>b</sup>
<i>AG</i>	0.164	3.310 <sup>a</sup>	0.044	1.285	-0.001	-0.056
<i>ROA</i>	-0.366	-1.210	-0.219	-0.979	0.022	0.131
<i>ROE</i>	0.133	1.070	0.063	0.696	0.068	0.974
<i>Size</i>	3.374	2.356 <sup>b</sup>	2.580	2.411 <sup>b</sup>	1.500	1.842 <sup>c</sup>
<i>LEV</i>	-0.001	-0.155	-0.002	-0.616	-0.004	-1.470
<i>PEG</i>	0.179	4.572 <sup>a</sup>	0.276	6.695 <sup>a</sup>	0.370	9.447 <sup>a</sup>
Adj. R <sup>2</sup>	21.7%		20.4%		30.9%	

패널 B : IMF이후 저배당 기업

Variable	EG (0,1)		EG (0,3)		EG (0,5)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
상수	-11.258	-1.766 <sup>c</sup>	-11.259	-3.178 <sup>a</sup>	-7.893	-2.818 <sup>a</sup>
<i>DIV</i>	0.344	2.380 <sup>b</sup>	0.185	2.297 <sup>b</sup>	0.200	3.157 <sup>a</sup>
<i>AG</i>	.0172	3.198 <sup>a</sup>	0.054	1.822 <sup>c</sup>	0.057	2.403 <sup>b</sup>
<i>ROA</i>	0.208	0.334	0.748	2.128 <sup>b</sup>	0.449	1.649 <sup>c</sup>
<i>ROE</i>	-0.124	-0.348	-0.385	-1.933 <sup>b</sup>	-0.166	-1.063
<i>Size</i>	1.703	1.440	1.910	2.897 <sup>a</sup>	1.025	1.945 <sup>c</sup>

<i>LEV</i>	0.080	2.978 <sup>a</sup>	0.079	5.518 <sup>a</sup>	0.065	5.450 <sup>a</sup>
<i>PEG</i>	-0.085	-1.798 <sup>c</sup>	0.009	0.185	0.119	2.424 <sup>b</sup>
Adj. R <sup>2</sup>	6.3%		10.9%		18.2%	

주) a, b, c 는 각각 1%, 5%, 10%에서 통계적으로 유의함.

<표 6>은 하위 그룹별로 세분된 후의 다중회귀분석의 결과를 제시하고 있다. 고배당기업의 경우 배당과 미래이익성장의 관계는 통계적 유의점을 발견하지 못하였으나, 저배당 기업의 경우 배당을 증가시키는 경우에는 미래이익성장이 높아지는 것으로 나타났다. 특히 이를 IMF 외환위기 이전과 이후로 구분하여 분석한 결과, IMF이전에는 저배당의 경우 강한 음의 관계를 보이며 계적으로도 1% 및 5% 수준에서 유의함을 나타내었으나, IMF 이후에는 반대로 배당성향이 강한 양의 관계를 보이는 것으로 분석되었다.

이러한 사실은 우리나라가 안정성장기로 접어든 2000년대 이후에는 배당성향이 높아질수록 기업의 미래이익성장이 높게 나타난다는 것을 말해주고 있다.

#### 4) 잉여현금흐름이론에 의거한 해석

당기의 배당지출과 미래이익성장이 양(+ )의 관계라는 것은 무엇을 의미하는가? Arnott and Asness(2003)는 당기의 배당지출과 미래이익성장의 관계가 양의 영향을 미친다는 것은 잉여현금흐름이론(free cash flow theory)과 일치한다고 주장하였다. Jensen(1986) 등의 학자들이 주장한 바와 같이 잉여현금흐름이론은 기업경영자가 풍부한 잉여현금흐름을 과잉투자 할 유인이 있음을 시사한다. 그러므로 저배당-저성장 관계가 저지출기업의 측면에서는 과잉투자의 결과일 수 있다는 것이다.

잉여현금흐름이론을 분석한 Lang and Litztenberger(1989)의 연구에서는 주가수익률이 배당변화의 선언과 관련되어 있음을 보고하였다. 그들은 지속적인 배당증가의 중요함을 반영하여, 제한된 성장기회를 가진 기업의 주가상승이 더 크다는 사실을 발견하였고, 이러한 결과는 잉여현금흐름이론과 일치한다고 해석하였다. 즉, 저성장기업에 대한 시장의 반응이 더 강한 것은 배당증가를 통한 대리인비용(agency cost)의 감소가 제한된 성장기회를 가진 기업보다 더 크다는 것을 의미한다는 것이다.

본 연구에서도 이러한 잉여현금흐름이론과 부합하는 결과가 도출되고 있음은 의미있는 분석으로 해석해 볼 수 있다.

## 5. 결론

본 연구는 당기의 배당지출과 미래이익성장의 관계를 실증분석하였다. 연구의 동기는 Arnott and Asness(2003) 및 Zhou and Ruland(2006)이 분석한 당기배당지출과 미래이익성장의 시장지향적 관계를 분석한 것이다. 이들은 당기의 배당성향이 높은 것은 미래이익의 성장기회가 낮기 보다는 오히려 높을 수 있다는 점을 발견하였다.

실증분석을 위한 자료로 1990년부터 2005년까지 16년의 기간 동안 우리나라 유가증권시장에 상장된 기업들을 대상으로 조사하였다. 연구에서는 이익의 평균회귀(mean reversion) 경향과 이익성장을 설명하기 위해 미래이익성장에 미치는 변수들을 통제하여 다중회귀분석을 실시하여 검증하였다.

연구의 결과에 의하면 16년간의 전 기간 자료를 통해 분석한 배당성향과 미래이익성장률에 대한 상관계수는 모두 양으로 나타났으며, 3년 및 5년간 이익성장률에 대해서 각각 신뢰수준 5%와 1%에서 유의함을 보였다. 이는 박영규(2004)가 우리나라의 배당률변화는 1년간 이익예측에만 영향을 미친다는 연구결과와는 달랐다. 그러나 Nissim and Ziv(2001)가 미국에서의 배당증가는 최소 4년 동안의 미래수익성과 높은 상관관계가 있다는 결론과는 일치함을 발견하였다. 그리고 Arnott and Asness(2003), Zhou and Ruland(2006)의 연구에서 주장한 바와 일치한다. 그러므로 개별기업수준과 다른 영향을 통제한 이후에도 배당성향의 증가함에 따라 미래이익성장이 함께 증가한다는 것을 보여주고 있다.

한편 기간별, 배당수준별로 나누어 추가분석한 결과에서는 고배당기업의 경우 배당과 미래이익성장의 관계는 통계적 유의점을 발견하지 못하였으나, 저배당 기업의 경우 배당성향을 증가시키는 경우에는 미래이익성장률이 높아지는 것으로 나타났다. 특히 이를 IMF 외환위기 이전과 이후로 구분하여 분석한 결과, IMF이전에는 저배당의 경우 강한 음(-)의 관계를 보이며 통계적으로 1% 및 5% 수준에서 유의함을 나타내었으나, IMF 이후에는 반대로 배당성향이 강한 양(+)의 관계를 보이며 통계적으로도 유의한 것으로 분석되었다.

이러한 사실은 우리나라가 안정성장기로 접어든 2000년대 이후에는 배당성향이 높아질수록 기업의 미래이익성장이 높게 나타난다는 것을 말해주고 있다.

연구의 결과는 전통적 재무이론에 대한 재해석이 필요하다는 이론적 근거를 제시하였다는 데 큰 의의가 있다. 또한 기간별로 배당지출이 미래이익성장에 미치는 영향이 달라지고 있으며 이는 외국의 최근 연구결과와도 유사한 결론으로 귀결된다. 그러나 배당의 또 다른 형태인 자사주 매입액을 감안하여 분석하지 못한 한계점이 있으며 이는 추후 보완하고자 한다.

## <참 고 문 헌>

- 김동욱, 1989. “배당의 정보효과에 관한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제6권, pp. 97-112.
- 박경서, 이은정, 이인무, 2003. “국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구”, 재무연구, 제16권, pp. 195-229.
- 박영규, 2004. “배당변화를 통한 기업의 미래이익 예측가능성 연구”, 증권학회지, 제33집 4호, pp. 63-94.
- 박현수, 2004. “외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향”, Issue Paper, 삼성경제연구소.
- 이정도, 공정택, 1994. “기업의 재무적 요인과 현금배당률수준의 연관성에 관한 연구”, 증권학회지, 제16집, pp. 437-465.

- 이한득, 2006. “국내기업의 현금보유 과도한가” LG 주간경제, LG경제연구원.
- 임경목, 이용석, 2006. “기업의 현금보유 패턴 변화 및 결정요인에 대한 연구”, 한국개발연구원
- Arnott, R. D., and C. S. Asness. 2003. "Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth." *Financial Analysts Journal*, vol. 59, pp. 70-87.
- Barth, M., J. Elliot, and M. Finn. 1999. "Market Rewards Associated with Patterns of Increasing Earnings." *Journal of Accounting Research*, vol. 37, pp. 387-413.
- Benartzi, S., R. Michaely, and R. Thaler. 1997. "Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?" *Journal of Finance*, vol. 52, pp. 1007-1034.
- Bhattacharya, S. 1979. "Imperfect Information, Dividend Policy, and the 'Bird in Hand' Fallacy.", *Bell Journal of Economics*, vol. 10, pp. 259-270.
- Currier, C., 2004. "Growth by Dividend." *International Herald Tribune*(16-17 October) p. 14
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner. 1996. "Reversal of Fortune: Dividend Policy and the Disappearance of Sustained Earnings Growth." *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 341-371.
- Fama, E. F., and K. R. French. 1998. "Value versus Growth: The International Evidence." *Journal of Finance*, vol. 53, pp. 1975-1999.
- \_\_\_\_\_. 2002. "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt." *Review of Financial Studies*, vol. 15, pp. 1-33.
- Gorden, Myron J. 1962. *The Investment Valuation and Financing of the Corporation*. Homewood, IL: Richard D. Irwin.
- Grullon, Gustavo, and R. Michaely. 2002. "Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis." *Journal of Finance*, vol. 57, pp. 1649-1684.
- Kaplan, S., and D. Reishus. 1990. "Outside Directorships and Corporate Performance." *Journal of Financial Economics*, vol. 27, pp. 389-410.
- La Porta, R. F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. "Law and Finance" *Journal of Political Economy*, vol.106, pp. 1113-1155.
- \_\_\_\_\_. 2000. "Agency Problems and Dividend Policies around the World." *Journal of Finance*, vol. 55, pp. 1-33.
- Lintner, J. 1956. "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes.", *American Economic Review*, vol. 46, pp. 97-113.
- McManus, I. D., O. ap Gwilym, and S. H. Thomas. 2004 "The Role of Payout Ratio in the Relationship between Stock Returns and Dividend Yield." *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 31 pp. 1355-1387.
- Miller, M. H., and F. Modigliani. 1961. "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares." *Journal of Business*, vol. 34, pp. 411-433.
- Perkins, P., and E. Gavrina. 2004. "Dividends for the Long Run." *International Bank Credit Analyst*, vol. 43, pp. 26-33.

- Ross, S. A. 1989. "Information and Volatility: The No-Arbitrage Martingale Approach to Timing and Resolution Irrelevancy." *Journal of Finance*, vol. 44, pp. 1-17.
- Rozeff, M. S. 1982. "Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratios." *Journal of Business Research*, vol. 5 pp. 249-259.
- Zhou, P. and W. Ruland. 2006. "Dividend Payout and Future Earnings Growth." *Financial Analysts Journal*, vol. 62, pp. 58-69.