

한국 상장사의 배당유연화와 투자의 관계

The Relationship between the Dividends Smoothing and the Investments of Korean Listing Companies

권세훈(상명대), 임상균(국민대), 한상범(경기대)

초록

본 연구는 한국 상장기업의 투자기회가 배당정책에 미치는 영향을 분석하였다. 실증분석 결과, 투자기회가 많은 기업일수록 배당수준이 증가하고 배당유연화가 강화되는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 투자기회가 많은 기업은 미래의 현금흐름에 대한 정보를 자본 시장에 전달할 유인이 있으므로 배당을 정보전달 수단으로 활용한다는 추론을 지지하는 것이다. 한편 투자기회에 따른 배당수준 증가 경향은 채권을 발행하는 기업에서 더 분명하였다. 채권 발행 대신 은행차입에 의존하는 기업은, 자신보다 협상력이 우위에 있는 은행이 추후에 대출연장을 거부하거나 높은 이자율을 요구하는 등의 기회주의적인 행동 가능성을 염려하며, 이 경우 발생할 수 있는 재무적 제약에 대비하여 배당을 감소시키고 사내유보를 높이려는 유인이 있기 때문으로 판단된다.

주요어: 배당유연화, 투자기회, 배당의 정보효과, 재무제약, 사내유보

1. 서론

기존 연구들은 기업의 투자기회(investment opportunity)가 배당정책(dividend policy)에 미치는 효과가 정보비대칭(information asymmetry) 및 재무제약(financial constraints)에 의해 영향을 받을 수 있다고 한다. 좋은 투자기회를 가진 기업일수록 미래의 현금흐름과 이를 반영한 기업가치 정보를 시장 참여자들에게 전달하고자 하는 유인이 더 클 것이다. 미래의 현금흐름에 대한 긍정적 전망이 투자자들에게 전달된다면, 차입 등 자본조달이 원활해지고, 따라서 재무제약으로 인한 과소투자(under-investment) 문제의 발생가능성은 낮아진다. 그러므로 투자기회가 많아서 재무제약 및 과소투자로 인한 손실이 큰 기업이 시장참여자들에게 긍정적 정보를 전달하려는 유인이 더 클 것이다 (Guttman et al. 2010).

경영자가 정보비대칭으로 인해 기업의 이익과 투자활동에 관하여 외부 투자자에게 신뢰성 있는 정보를 전달하기 어려운 상황에서, 배당은 미래의 현금흐름 및 기업 가치에 대한 전망을 전달할 수 있는 신호(signal)로 활용될 수 있는 수단 가운데 하나다 (Guttman et al. 2010). 따라서 투자기회가 많은 기업들은 배당의 증가를 미래의 현금흐름에 대한 정보를 투자자들에게 전달하기 위하여 활용할 것이다(Bhattacharya 1979; Easterbrook 1984). 배당 수준 뿐만 아니라 배당유연화(dividend smoothing)도 미래 현금흐름에 대한 정보를 투자자들에게 전달하기 위한 수단으로 활용될 수 있다. 투자기회가 많은 기업일수록 배당유연화 경향이 강할 것으로 예상되는데, 이는 단기적 변동성이 심한 회계이익을 대신하여 배당을 일정 수준으로 지속함으로써 미래의 현금흐름 및 기업 가치에 대한 정보를 회계이익보다 더 신뢰성 있게 전달할 수 있기 때문이다.

그러나 선행연구는 투자기회에 따라 배당이 감소할 가능성도 제기한다. 선행연구들은

투자에 대한 의사결정이 배당결정에 앞서 정해진다고 본다(Jensen 1986). 많은 투자기회를 가진 기업은 투자자금 수요도 클 것이다. 그러므로 외부로부터의 자본조달을 고려하지 않을 경우, 한정된 영업 현금흐름을 투자와 배당 모두에 활용해야 한다. 결과적으로 투자기회의 증가로 인해 영업 현금흐름의 내부 유보는 강화되는 반면, 배당 성향은 낮아질 것이다(Blanchard et al. 1993). 이러한 추론에 따르면 투자기회의 증가는 배당과 음의 상관관계를 가질 것이다.

기업이 자본조달에 활용하는 부채가 기업의 배당지급에 미치는 영향은 채권자의 속성에 따라 달라진다(Aivazian et al. 2006). Houston and James(1996)에 따르면, 기업이 부채조달시 은행차입(bank loan)에만 의존하는 경우, 정보나 협상력 측면에서 우위에 있는 은행이 과도한 수준의 이자율을 요구할 수 있으며, 이러한 상황에서는 차입이 어려워져 재무제약이 발생할 수 있다. 그러므로 채권을 발행하지 못하는 등의 이유로 은행차입에만 의존하는 기업은 현금흐름을 배당하는 대신 내부에 유보하여 미래 투자에 대비하려는 유인이 더 클 것이다. 투자기회가 증대되어도 차입 조건이 악화되어 과소투자 문제가 발생할 수 있으므로 이러한 경제적 손실을 회피하려 할 것이기 때문이다. 결과적으로 부채조달시 은행차입만을 활용하는 기업의 경우 투자기회와 자본조달의 관계는 악화될 것이다.

반면, 채권(public debt) 투자자들은 은행에 비해 상대적으로 기업에 대한 정보의 접근이 제한적이며 높은 거래비용으로 인해 사후적 재협상(renegotiation) 가능성도 낮다. 그러므로 채권시장을 자본조달에 활용하는 기업은 투자기회가 많을수록 배당을 증가시키거나 배당을 유연화함으로써 자본시장에 미래 현금흐름에 대한 긍정적인 정보를 전달하고 여유현금흐름에 대한 대리인문제를 스스로 완화하려 할 것이다(Aivazian et al. 2006).

이러한 추론을 바탕으로 본 연구는 투자기회가 많은 기업일수록 배당수준과 배당유연

화 경향이 증가할 것이라는 가설을 제시하였다. 그리고 이러한 관계는 채권 발행 기업의 경우 더욱 강화될 것이라는 가설도 함께 제시하였다.

이상의 가설을 실증분석하기 위해 본 연구는 한국거래소(Korea Exchange)와 코스닥거래소(KOSDAQ: Korea Securities Dealers Association Automated Quotation)에 상장된 기업의 재무정보를 이용하였다. 분석 결과, MTB로 측정한 투자기회와 배당수준은 양의 상관관계를 나타내어, 배당수준을 통해 투자기회와 미래현금흐름에 대한 정보를 전달할 것이라는 우리의 추론을 지지하는 결과가 나타났다. 그리고 이러한 양의 상관관계는 채권시장을 차입에 활용하는 기업에서 더 강하게 관찰되었다. 즉, 채권을 발행하지 못하는 기업은 배당을 통해 정보를 전달하기보다 현금보유를 늘려 채무제약에 대비하려는 것으로 판단된다. 또한, 투자기회가 큰 기업일수록 배당유연화 경향이 높은 것으로 나타났다. 이는 성장기회가 높은 기업일수록 정보비대칭으로 인한 과소투자의 경제적 손실이 클 것이므로, 배당유연화 경향을 강화함으로써 미래의 현금흐름에 대한 정보를 전달하려는 유인이 더 크기 때문이라고 판단된다.

이후의 내용은 다음과 같다. 2장에서는 선행연구를 정리하고 3장에서 가설과 연구모형을 제시할 것이다. 4장에서는 표본을 설명하고 기술통계량을 설명하며, 5장에서는 실증분석결과를 보고한 후, 6장에서 결론을 맺는다.

2. 선행연구

Bhattacharya(1979)와 이후 일련의 연구들은 신호로서의 배당을 연구하였다(Miller and Rock 1985; John and Williams 1985). 이러한 연구들은 경영진이 보유한 사적 정보를 투자자들이 가지고 있지 못하여 현금흐름 및 기업가치에 대한 정보를 신뢰성 있게 투자자들에게 전달할 수 없는 상황에서, 배당이 기업의 미래에 대한 정보를 전달하는 신호의 기능을 수행할 수 있음을 설명한다(Guttman et al. 2006). 이들에 따르면 배당수준은 미래의 현금흐름에 대한 정보를 반영하여 결정되고, 투자자들은 배당수준의 변동이 미래 수익성의 변동에 대한 신호를 보내는 것으로 받아들인다.

배당유연화에 관한 연구들은 배당의 수준뿐만 아니라 배당의 지속성 역시 정보를 전달할 수 있는 또 다른 하나의 방법임을 지적한다. 선행연구는 기업의 경영자들이 배당수준을 유지하려는 일관된 경향을 보인다는 실증 결과를 보고하였다(Linter 1956; Brav et al. 2005; DeAngelo et al. 1992). 이러한 경향은 배당수준의 변화가 투자자들에게 기업의 미래현금흐름에 대한 경영자의 인식 변화로 받아들여지므로, 배당수준을 유지함으로써 경영자의 미래현금흐름 전망에 큰 변화가 없음을 나타내는 신호를 전달하려는 경영자의 의도를 보여준다. 즉, 배당유연화는 안정된 미래현금흐름에 대한 정보로 받아들여질 수 있다는 것이다.

배당의 신호로서의 기능은 기업의 투자를 위해 재무제약을 완화하는데 활용될 수 있다. Bhattacharya(1979)와 Easterbrook(1984)에 따르면, 기업들은 배당의 지급을 늘려서 시장 참여자들에게 자신들이 가진 투자기회로부터 기대되는 현금흐름 전망을 알릴 수 있다. 따라서 투자기회가 많아 투자자금의 수요가 큰 기업은 배당을 늘임으로써 미래의 현금흐름 정보를 투자자들에게 전달하여 자본조달을 촉진하고 재무제약 및 과소투자 문제를 완화할 것으로 보았다. 마찬가지로, 투자수요가 큰 기업은 배당수준을 지속적으로 유

지함으로써 자신들의 미래현금흐름이 안정적일 것이라는 신호를 보내고 이를 통해 외부 자본조달이 원활하게 진행되도록 배당유연화를 활용할 수 있다.

신호전달 기능의 연장선상에서, 배당은 투자자의 속성에 영향을 받을 수 있다. 특히, 채권자들도 비록 배당을 직접 수령하지는 않으나 배당지급이라는 공개된 행위를 통해 자신들의 투자에 필요한 정보를 획득할 수 있다. Aivazian et al.(2006)은 채권자의 사적정보 접근가능성 차이가 정보수요의 차이를 발생시키며, 그 결과 채권투자자의 속성 변화와 배당의 유연화 경향 사이에 유의한 관계가 나타난다는 점을 보고한다. Aivazian et al.(2006)에 따르면 은행은 사적정보에 대한 접근이 용이한 반면, 채권투자자들은 이러한 정보에 대한 직접적인 접근은 어려우므로 공개된 정보에 대한 수요가 크다. 이러한 이유로 Aivazian et al.(2006)은 채권투자자들로부터 부채를 조달하는 기업들은 이익유연화 경향을 높여 대리인 문제를 완화하려는 경향을 보인다고 지적한다.

배당은 투자기회와 상관관계를 가진다. Jensen(1986)은 영업으로 창출된 현금흐름을 배당하기에 앞서 필요한 투자를 집행해야 할 것을 지적하고 있다. 이러한 관점에서는 다른 조건이 동일하다고 가정할 때, 배당과 투자는 영업 현금흐름을 경쟁적으로 수요하게 되므로 투자기회가 늘어날수록 배당은 감소할 것이다. 그러나 외부 자본조달이 원활해지면 내부 현금흐름의 총량에 의해 투자에 대한 재무제약이 발생하지 않을 수 있다 (Fazzari et al. 1988). 이 경우, 배당을 통한 투자자에 대한 정보전달이 자본조달에 의한 재무제약을 완화하는데 기여할 수 있다(Guttman et al. 2006)

3. 연구모형 및 가설

본 연구에서는 투자기회가 기업의 배당정책에 영향을 주는지, 그리고 어떻게 주는지에 초점을 맞추었다. 첫 번째 분석으로 배당수준에 대한 투자기회의 영향을 재무적 제약의 여부를 고려하여 분석하였다. 투자기회가 많은 기업은 과소투자문제가 발생할 경우, 투자기회가 적은 기업에 비해 큰 손실을 감수하게 될 것이므로 재무적 제약으로 인한 과소투자 발생을 막을 경제적 유인이 투자기회가 적은 기업보다 크다. 그러므로 투자기회가 많은 기업들은 투자자들에게 자신들이 가진 투자기회와 이로부터 발생할 것으로 예상되는 미래현금흐름에 대한 정보를 투자자들에게 전달함으로써 재무적 제약 발생가능성을 낮출 것이다. 배당은 미래현금흐름에 대한 정보 전달에 유용한 수단으로 활용할 수 있으므로, 좋은 투자기회를 가진 기업은 배당을 높여 미래현금흐름에 대한 정보를 전달하기 위한 도구로 활용할 것으로 예상된다. 본 연구의 첫 번째 연구가설은 다음과 같다.

H1: 투자기회가 많은 기업은 배당수준이 높을 것이다.

투자기회와 배당수준 사이의 관계는 기업의 부채조달 방법에 영향을 받을 것이다. 부채조달 수단으로 은행차입에 주로 의존하는 기업은 은행이 기업에 대한 정보를 독점할 수 있다. 이 경우, 기업에 대한 정보를 독점하고 있는 은행은 기업이 감당하기 힘든 높은 이자를 요구할 여지가 생긴다. 부과된 높은 이자는 차입에 제약을 발생시킬 것이므로 많은 투자기회를 가진 기업은 과소투자의 영향을 막기 위하여 현금흐름을 배당하여 투자자들에게 정보를 제공하기보다는 기업내부에 유보하여 미래의 투자에 대비할 가능성이 있다. 결과적으로, 부채 조달방법으로 은행차입만을 사용하는 기업에서는 투자기회와 배당 간의 상관관계가 약화될 것이다.

반면 채권을 부채조달에 활용하는 기업은 은행의 정보독점이 일어나지 않을 것이므로 은행차입의 제한으로 인한 재무제약과 과소투자의 가능성이 낮다. 그러므로 채권시장에서 부채를 조달하는 기업은 은행차입에 의존하는 기업보다 투자기회와 배당의 상관관계가 강하게 나타날 것이다. 이러한 추론을 근거로 가설 2를 다음과 같이 제시한다.

H2: 유통되는 채권을 가진 기업은 그렇지 않은 경우보다 투자기회와 배당수준의 상관관계가 더욱 강하게 나타날 것이다.

Guttman et al.(2010)은 배당유연화가 투자기회가 많은 기업이 미래현금흐름에 대한 정보를 전달하기 위해서 가치있는 수단이라고 주장하였다. 즉, 투자기회가 많은 기업은 배당수준을 일정하게 유지함으로써 미래 현금흐름의 안정성에 대한 정보를 정보를 전달하고 차입을 원활하게 하여 재무제약 및 과소투자 가능성을 줄이려고 할 것이다. 이러한 추론을 바탕으로 배당유연화와 투자기회에 관한 다음과 같은 가설을 제시한다.

H3. 많은 투자기회를 가지는 기업은 배당을 유연화하는 경향을 나타낼 것이다.

이상의 가설을 검증하기 위하여 본 연구에서 사용한 패널회귀분석 모형은 다음의 식 (1)이다. 식 (1)의 추정에는 확률효과모형(random effect model)을 이용하였다.

$$\begin{aligned}
 Div_{i,t} = & \beta_1 Div_{i,t-1} + \beta_2 NI_{i,t-1} + \beta_3 Size_{i,t} + \beta_4 Deb_{i,t-1} + \beta_5 KQ_{i,t} + \beta_6 FrShr_{i,t} \\
 & + \beta_7 Cash_{i,t-1} + \beta_8 Rated_{i,t} + \beta_9 Rated \times NI_{i,t-1} + \beta_{10} Rated_{i,t} \times Div_{i,t-1} \\
 & \dots\dots\dots (1)
 \end{aligned}$$

종속변수인 배당은 현금배당을 장부상의 총자산으로 나누어 측정하여 규모효과를 통제하였다. 독립변수로는 먼저 전기의 배당과 당기의 이익을 통제하는데, 이 두 변수는 Lintner(1956)의 배당유연화 모형에서 배당을 결정하는 핵심 요소로 이다. 식 (1)에서는 투자기회의 대응치로 자본의 장부가격 대비 시장가격(MTB: Market-to-Book value of equity)을 사용하였다. 은행의 정보독점으로 인한 재무적 제약 가능성을 측정하기 위한 대응치로는 신용등급 터미변수를 활용하였다. 채권 등급이 있는 경우에는 은행의 정보독점으로 인한 차입의 제약에 의해 발생하는 재무적 제약 가능성이 낮아진다. 그러므로 채권등급의 유무는 정보비대칭에 의한 재무적 제약의 대응치로 활용될 수 있다. 이외에도 부채비율, 현금성 자산 보유액, 기업규모 및 외국인투자자 지분율 등을 통제변수로 모형에 추가하였다.

4. 표본 및 기술통계량

본 연구에서는 1994년부터 2014년까지 한국거래소(Korea Exchange)와 코스닥거래소(KOSDAQ: Korea Securities Dealers Association Automated Quotation)에 상장되어 있던 재조기업을 표본으로 사용하였다. 최종표본에는 다음과 같은 조건들을 모두 만족하는 관측치만을 포함시켰다.

- (1) 12월 결산법인
- (2) 양의 당기순이익을 보고한 기업
- (3) 자본잠식상태가 아닌 기업.
- (4) 2개년도 이상의 연속된 자료가 존재하는 기업

여기에 더하여, 배당이 0보다 작거나, 반대로 총자산의 10% 보다 현금배당이 크거나, 부채가 자산보다 크거나, 자산 또는 매출이 양수가 아닌 경우, 또는 상장된 해로부터 10년 이내인 기업년도 관측치는 표본에서 제외하였다.

최종표본은 1,222개 기업으로부터 측정된 11,603개의 관측치로 구성되어 있다. <표 1>에 주요 변수들의 기술통계량을 보고하였다. 각 변수 정의는 <표 1> 아래에 표시하였다. 각 행의 첫째, 둘째 및 셋째 값은 각각 평균, 표준편차 및 중위수를 나타낸다.

<표 1>. 기술통계량

	Rated			Unrated			Total		
	Mean	STD	Median	Mean	STD	Median	Mean	STD	Median
Div(%)	0.95	0.962	0.693	1.404	1.178	1.091	1.216	1.117	0.916
NI(%)	5	7.325	3.869	6.864	5.023	5.91	6.094	6.149	4.954
Size	3,057	11,186	413	169	307	88	1,362	7,332	139
Deb	0.523	0.172	0.538	0.368	0.177	0.353	0.432	0.191	0.436
FrShr(%)	16.613	39.6	3.652	9.594	29.806	0.719	12.494	34.366	1.548
Cash(%)	6.471	6.138	4.8	8.553	8.579	5.96	7.693	7.733	5.43
MTB	1.089	1.1	0.788	1.177	2.614	0.852	1.14	2.124	0.825
KQ	0.173	0.378	0	0.613	0.487	1	0.431	0.495	0
Rated	1	0	1	0	0	0	0.413	0.492	0
# of Obs.	4,413			6,269			10,682		

Div는 현금배당을 전년 말의 자산총액으로 나눈 값이다. NI는 전년 말의 순이익을 전년 말의 자산총액으로 나눈 값이며, Size는 자산총액에 자연로그를 취한 값이다. Deb는 전년 말 부채총액을 전년 말 자산총액으로 나누어 계산하였다. KQ는 KOSDAQ 상장사의 경우 1, 그 외에는 0으로 정의된 더미변수이다. FrShr은 외국인지분이며 Cash는 전년 말 현금 및 현금성자산을 전년 말 자산 총액으로 나누어 계산하였다. Rated는 당해년도에 채권등급이 존재할 경우 1, 그 외에는 0이다. MTB는 총자본의 시장가격 대비 장부가가격의 비율이다.

5. 실증분석

Table 2에 식(1)의 회귀분석 결과를 보고하였다. 직전년도의 배당(Div_{t-1})과 직전년도 회계이익(NI)은 모두 1보다 작은 양의 계수값을 가지는데, 이 결과는 Lintner(1956)의 결과와 유사하다. Lintner(1956)의 주장에 따르면 이 두 변수의 양의 계수는 배당이 목표배당수준을 향하여 부분적으로 조정된다는 것을 보여주는 것이다.

투자기회의 대용치인 MTB는 양의 계수값을 가지는 것으로 나타나서, 투자기회가 증가할 경우 배당수준이 높아진다는 것을 보여주었다. 이는 가설 1을 지지하는 결과로, 투자기회가 높은 기업이 투자기회에 대한 정보 전달을 위해 배당수준을 높일 가능성을 시사한다.

MTB*Rated 의 계수도 양수로 나타났는데, 이 결과는 가설 2에서 예상한 바로 배당과 투자 사이의 양의 상관관계가 채권등급을 가지는 경우 더욱 강하게 나타나는 것을 보여준다. 즉, 채권등급이 존재하는 기업은 은행차입에만 의존하는 기업에서보다 투자기회 증가에 따른 배당증가가 현저하게 나타난다는 의미이다. 은행 차입의 관점에서 설명하면, 이 결과는 은행차입만을 타인자본조달에 활용하는 기업은 높은 부채자본비용으로 인하여 재무적 제약이 발생할 위험이 있으므로 좋은 투자기회가 있을 경우 투자기회를 놓칠 위험을 피하기 위하여 현금흐름을 내부에 유보하는 것을 배당지급보다 선호한다는 것으로도 해석할 수 있다.

MTB* Div_{t-1} 의 양의 계수값은 투자기회가 증가함에 따라 배당의 유연화가 강화됨을 나타내는 결과로, 가설3과 일치한다. 투자기회를 가지는 기업에서는 재무적 제약을 피할 유인이 크다. 그러므로 투자기회가 큰 기업에서는 배당을 유연화하여 투자자들에게 미래 현금흐름의 안정성에 대한 정보를 전달함으로써 미래의 차입을 원활히 하는 것으로 해석할 수 있다.

<표 2> 총자산 대비 현금배당 비율에 대한 회귀분석 결과

종속변수	(1) Div _t	(2) Div _t	(3) Div _t	(4) Div _t
Div _{t-1}	0.459*** (22.27)	0.423*** (21.10)	0.358*** (14.17)	0.383*** (15.91)
NI	0.0354*** (2.89)	0.0271*** (2.61)	0.0586*** (9.44)	0.0597*** (9.59)
Size		-0.175*** (-13.92)	-0.169*** (-14.53)	-0.170*** (-14.56)
Deb		-0.796*** (-8.52)	-0.804*** (-9.97)	-0.792*** (-9.73)
KQ		-0.0601* (-1.83)	-0.0847*** (-2.66)	-0.0792** (-2.47)
FrShr		0.00773*** (5.28)	0.00668*** (5.19)	0.00704*** (5.41)
Cash		0.00623*** (3.95)	0.00454*** (3.19)	0.00459*** (3.19)
Rated		0.116*** (3.39)	0.255*** (4.62)	0.300*** (5.29)
MTB		0.0244 (1.59)	0.0105** (2.39)	0.0139** (1.98)
NI*Rated			-0.0486*** (-5.94)	-0.0496*** (-6.04)
Div _{t-1} *Rated			0.0682* (1.90)	0.0141 (0.35)
MTB*Rated			0.0675*** (2.59)	0.0480* (1.67)
MTB*Div _{t-1}			0.0143** (2.11)	
MTB*Div _{t-1} *Rated				0.0261*** (2.70)
N	10,414	10,414	10,414	10,414

*, **와 ***은 각각 양측검정에서의 유의도 수준 10%, 5%, 그리고 1% 를 의미한다.

6. 배당의 조정속도에 대한 분석

기존의 배당유연화 관련 연구 방법론은 주로 배당의 조정속도(speed of adjustment: 이하 SOA)를 활용하여 배당유연화를 연구하였다. 선행연구들과의 비교를 위하여 본 연구에서도 SOA를 이용하여 배당 유연화를 측정하고 이에 따른 분석을 진행하였다. SOA에 대한 분석에 활용된 표본은 다음 기준에 따라 수집되었다.

- 1) 2000- 2018년 기간 동안 유가증권시장 및 코스닥시장 상장 기업
- 2) 배당이 0인 기업과 자료 기간이 10년 미만 기업 제외
- 3) 추정된 soa가 0보다 작거나 1보다 큰 기업은 제외

그리고 회귀분석에 사용된 변수는 Lee & Park(2018)의 내용을 따라 다음 <표 3>과 같이 정의되었으며, 이들 변수의 기초통계량은 <표 4>의 내용과 같다.

<표 3> 변수 정의

변수명	변수 정의
INV	자본적지출(CapitalExpenditure)/총자산(TotalAssets)
PayR	현금배당(CashDividends)/순이익(NetIncome)
ROA	순이익/총자산
LEV	장기채무(LongTermDebt)/총자산
SIZE	로그(총자산)
FCF	(EBIT+감가상각(Depreciation)-세금(Taxes))/총자산
RetE	유보이익(RetainedEarnings)/총자산

<표 4> 변수의 기초통계량

	Mean	Median	St.Dev	p1	p99
SOA	.431	.413	.231	.021	.934
INV	.055	.041	.049	.002	.241
ROA	.052	.044	.060	-.056	.211
PayR(-1)	.303	.193	3.326	-.991	2.133
LEV	.416	.414	.184	.078	.814
FCF	.103	.093	.063	-.007	.305
RetE	.367	.34	.211	.01	.848
MTB	.983	.692	1.02	.13	5.834

SOA 중간값을 종속변수로 하는 회귀분석 결과는 <표 5>와 같다. 먼저, 가장 명확한 통계적 특성은 기업규모가 클수록 SOA가 낮다는 점이다. 배당조정속도와 배당의 유연화 경향은 음의 상관관계에 있으므로 이 결과는 기업규모가 증가함에 따라 배당유연화 경향이 크다는 것을 의미한다.

또 다른 유의적 변수는 투자기회의 대용치인 MTB로, <표 5>의 모형 (4)에서 MTB의 계수는 유의한 양의 값으로 나타났다. MTB와 Rated의 교차항의 계수가 음수로 나타났다. Rated 변수가 더미변수라는 점을 감안하면 MTB의 계수는 채권등급이 없는 기업에서 투자기회와 배당조정속도를 의미하며, MTB*Rated의 계수는 차입만을 활용하는 기업에서의 MTB와 배당조정속도간의 관계와 비교하여 채권등급이 있는 기업에서의 MTB와 배당조정속도간의 관계의 증분효과를 나타낸다. MTB의 양의 계수는 채권등급이 없는, 은행차입에만 의존하는 기업에서 성장기회가 클 경우, 이익 감소에 따라 배당을 줄임으로써 투자여력을 보호하고 재무적 제약의 가능성을 줄이려 한다는 것을 의미한다. 한편, MTB*Rated의 계수가 음수라는 것은 타인자본 조달에 채권시장을 이용하는 기업은 은

행차입에만 의존하는 기업과 비교할 때, 투자기회 증가에 따른 배당조정속도의 증가가 작다는 것을 의미한다. 달리 말하면, 채권시장도 차입에 활용하는 기업에서는 은행차입만을 이용하는 기업보다도 투자기회 증가에 따라 배당을 유연화 하는 경향이 강하다는 것을 의미하는 결과이다. 이상의 결과는 MTB로 측정된 투자기회가 많은 기업일수록 재무제약을 엄격하여 배당의 조정속도가 높지만, 채권을 발행하는 기업의 경우 정보전달 수단으로 배당을 유연화시키는 것으로 요약할 수 있다.

<표 5> SOA 에 대한 회귀분석 결과 (표본수는 모두 209개임)

	(1)	(2)	(3)	(4)
종속변수	SOA	SOA	SOA	SOA
INV	-0.389 (-0.51)	-0.539 (-0.68)	-0.627 (-0.81)	-0.591 (-0.78)
PayR(-1)	0.0960 (0.68)	0.0856 (0.61)	0.0460 (0.31)	0.0379 (0.25)
ROA	-0.874 (-0.84)	-0.944 (-0.92)	-1.277 (-1.15)	-1.212 (-1.12)
LEV	0.00187 (0.01)	-0.00219 (-0.01)	-0.0174 (-0.12)	0.0150 (0.10)
SIZE	-0.0347*** (-2.74)	-0.0294** (-2.01)	-0.0308** (-2.09)	-0.0325** (-2.22)
FCF	0.562 (0.75)	0.692 (0.90)	0.627 (0.81)	0.459 (0.60)
RetE	-0.219 (-1.36)	-0.256 (-1.56)	-0.231 (-1.37)	-0.201 (-1.16)
KOSDAQ	0.0300 (0.76)	0.0213 (0.54)	0.0178 (0.45)	0.00756 (0.19)
Rated		-0.0400 (-0.86)	-0.0403 (-0.86)	0.0226 (0.36)
MTB			0.0279 (1.02)	0.0809** (2.30)
MTB*Rated				-0.0705* (-1.79)

R-sq	0.082	0.086	0.091	0.101
------	-------	-------	-------	-------

7. 결론

본 연구에서는 한국 상장기업을 대상으로 투자기회가 배당정책에 미치는 영향을 분석하였다. 이때 재무제약과 배당의 신호효과 가설을 동시에 고려하고, 자산대비 현금배당 비율 변수와 SOA 변수의 회귀분석 결과를 살펴보고 비교하였다.

분석 결과 먼저 투자기회의 증가와 배당수준 증가 사이에 양의 관계가 있음을 발견하였다. 이러한 관계는 채권 신용등급 보유 기업의 경우 더 강화되는 것으로 보인다. 즉 투자기회 증가시 재무제약을 걱정하기 보다는 배당을 통한 정보전달 효과가 더 강한 것으로 판단된다. 그리고 이러한 효과는 협상력이나 정보력 측면에서 우위에 있는 은행으로부터 차입할 수 밖에 없는 기업보다는, 채권 신용등급을 보유한 기업의 경우 더 강해지는 것으로 판단된다.

한편 투자기회와 배당유연화 경향성 사이의 관계는 분석 방법에 따라 다른 해석이 가능하였다. 즉 자산대비 현금배당 비율 변수를 이용한 경우 MTB로 측정한 투자기회가 많은 기업일수록 배당을 유연화시키려는 유인이 더 높은 것으로 보이며, 채권 신용등급 보유 기업의 경우 이러한 경향이 더 강화되는 것으로 나타났다. 그러나 SOA로 분석한 경우에는 투자기회가 많은 기업의 경우 재무제약을 우려하여 배당 조정 속도가 빨라 배당유연화 경향성이 낮은 반면, 채권 신용등급 보유 기업의 경우는 그러한 효과가 낮은 것으로 판단된다. 따라서 투자기회와 배당유연화 관계는 분석방법에 따라 다른 판단이 가능하나, 두 분석방법 모두 채권 신용등급 보유 기업은 배당의 정보전달 효과로 인해 배당유연화 유인이 상대적으로 더 클 것이라는 결론은 동일하다.

References

- 한민연, 강형구. 2015. 배당 스무딩 행태의 결정요인. *대한경영학회지* 28(9):2407-2438.
- 한상범, 권세훈. 2017. 신용등급 보유가 배당유연화에 미치는 영향: 재무여력을 고려하여. *금융정보연구* 6 (1):1-16.
- Aivazian, V. A., L. Booth, and S. Cleary. 2006. Dividend Smoothing and Debt Ratings. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 41 (2):439-453.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and "the Bird in the Hand" Fallacy. *Bell Journal of Economics* 10 (1):259-270.
- Blanchard, O., C. Rhee, and L. Summers. 1993. The Stock Market, Profit, and Investment. *The Quarterly Journal of Economics* 108 (1):115-136.
- Brav, A., J. R. Graham, C. R. Harvey, and R. Michaely. 2005. Payout Policy in the 21st Century. *Journal of Financial Economics* 77 (3):483-527.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1992. Dividends and Losses. *Journal of Finance* 47 (5):1837-1863.
- Easterbrook, F. H. 1984. Two Agency-Cost Explanations of Dividends. *The American Economic Review* 74 (4):650-659.
- Fazzari, S. M., R. G. Hubbard, B. C. Petersen, A. S. Blinder and J. M. Poterba, 1988, Financing Constraints and Corporate Investment, *Brookings Papers on Economic Activity* Vol. 1988, No. 1, pp. 141-206
- Guttman, I., O. Kadan, and E. Kandel. 2010. Dividend Stickiness and Strategic Pooling. *The Review of Financial Studies* 23 (12):4455-4495.
- Houston, J., and C. James. 1996. Bank Information Monopolies and the Mix of Private and Public Debt Claims. *The Journal of Finance* 51 (5):1863-1889.
- Jensen, M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review* 76 (2):323-329.
- John, K., and J. Williams. 1985. Dividends, Dilution, and Taxes: A Signalling Equilibrium. *The Journal*

of Finance 40 (4):1053-1070.

Lintner, J. 1956. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings, and Taxes. *The American Economic Review* 46 (2):97-113.

Miller, M. H., and K. Rock. 1985. Dividend Policy under Asymmetric Information. *The Journal of Finance* 40 (4):1031-1051.

Rhee, KyungJae & Park, Kyung Suh, 2018. "Changes in dividend smoothing after the financial crisis," *Economics Letters* 172(C):37-39.

Shin, M.-S., and S.-E. Kim. 2009. Financial Constraints and Dividend Adjustment Speed. *Journal of Industrial Economics and Business* 22 (6):2761-2786.