

# 외국인 투자자의 배당선호에 관한 연구

박경희\* · 변진호\*\*

## < 요약 >

본 연구는 한국 주식 시장에서 외국인 투자자의 배당 선호가 실제로 존재하는지 검증하고, 외국인 투자자의 배당 선호거래를 배당 케이터링 이론(catering theory)을 통해 설명하고자 하였다.

본 연구의 분석 내용 및 실증 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 한국에서 외국인 투자자의 배당락일 이전에 배당선호 거래가 다른 투자자그룹에 비해서 두드러지게 나타났다. 또한 2003년부터 2015년의 한국 유가증권시장에 상장된 비금융업 12월 결산법인을 대상으로 한 회귀분석을 통하여 외국인 투자자의 배당선호 거래는 직전연도의 배당수익률과 양(+)의 관계를 가지고 있음을 검증하였다. 이는 배당공시일보다 배당락일이 선행하는 국내의 배당제도 하에서 외국인 투자자들이 배당락일 이전에 직전연도 배당수익률 정보를 반영한 거래를 하고 있음을 의미한다. 두 번째, 외국인 투자자의 배당선호거래는 배당 케이터링 이론이 적용되어 투자자심리지수와는 음(-)의 관계를 가지며, 수정배당프리미엄과는 양(+)의 관계를 가진다는 것을 검증하였다. 세 번째, 배당락일 이전에 외국인 투자자들의 배당선호 거래는 기업의 장기성과와 양(+)의 관계를 가지고 있다. 즉, 외국인 투자자들이 많이 매수하는 기업의 장기성과가 높은 것으로 해석할 수 있다. 그러나 배당 케이터링 이론(catering theory)에 따라 시장의 분위기가 낮거나 수정배당프리미엄이 높은 시기에 외국인 투자자가 많이 매수하는 기업의 장기성과는 오히려 떨어지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 시장 분위기가 낮을 때 외국인 투자자들이 배당수익을 실현하기 위하여 장기적 투자 관점에 반하더라도 배당수익률이 높은 기업을 선택한다고 해석할 수 있다.

주제어 : 배당정책, 배당선호, 외국인투자자, 케이터링이론(Catering theory), 배당프리미엄

\* 이화여자대학교 대학원 박사과정, E-mail: [kyungheepark@ewha.ac.kr](mailto:kyungheepark@ewha.ac.kr)

\*\* 교신저자, 이화여자대학교 경영학과 교수, E-mail: [jbyun@ewha.ac.kr](mailto:jbyun@ewha.ac.kr)

# I. 서 론

2000년 이후로 국내 주식시장에서의 외국인 투자는 급격히 증가하여, 2016년 현재 한국 거래소 상장 주식 거래량의 약 5% 이상을 차지하고, 투자자별 거래대금은 약 20% 정도를 차지한다.<sup>2)</sup> 이는 국내 자산운용회사 및 각종 금융 기관 투자자들의 거래량이나 거래대금의 합보다 더 높은 비중을 차지하며 외국인투자자의 거래실적 및 매수 매도 의견은 시장 전체에 큰 영향을 주고 있다.

일반적으로 외국인 투자자는 수익 실현에 적극적이어서 기업에 배당지급을 높이도록 압박하는 것으로 알려져 있다. 그렇기 때문에 외국인 투자자의 배당 수익 실현에 대해서 언론에서는 국부의 유출로 보는 경우가 있고, 이를 부정적으로 평가하는 경우도 많다.<sup>3)</sup> 실제로 작년 말 유가증권 시가총액의 외국인 비중은 32.2%인데 비해 배당금 총액 대비 외국인 비율은 36.4%로 시가 총액 비율보다 높게 나타났다. 이는 외국인이 배당성향이 높은 주식에 더 많이 투자하고 있음을 간접적으로 보여준다.<sup>4)</sup>

이처럼 국내 시장에서 높은 영향력을 가지고 있는 외국인 투자자의 적극적인 투자 성향 및 배당 선호에 대해 실질적으로 검증해보는 것은 의미 있는 일이라고 할 수 있겠다. 그러나 아직도 외국인 투자자의 배당 선호 현상과 그 원인에 대해 분석한 심도 있는 국내 연구는 부족한 상태다. 그러므로 외국인 투자자의 성향 및 배당선호에 대한 실증적인 연구를 통해 전체 주식시장에 대한 이해를 높일 수 있을 것이다. 또한 이러한 원인에 대해 재무 이론적 관점으로 분석해 볼 필요가 있다.

재무이론의 관점에서 투자자의 배당 선호는 크게 세 가지 관점으로 설명할 수 있다. 첫째는 배당신호가설(signaling hypothesis of dividend)로 정보비대칭 상황 하에 놓인 투자자는 기업의 배당신호를 기업의 수익성에 대한 좋은 신호(signal)로 해석하기 때문에 배당을 선호할 수 있다. 기업의 배당 정책은 자주 변경하기 어려운 특징을 가지고 있기 때문에 기업은 배당지급액을 스무딩(smoothing)하는 특징을 가지고 있다. 그러므로 수익률이 나쁜 기업이 배당 신호를 모방하기는 어렵고, 궁극적으로 배당 공시는 기업 미래 수익에 대한 긍정적인 신호가 된다. 이러한 매커니즘 하에서 외국인 투자자의 배당선호는 국내 상장 기업들에 대한 장기적인 기업 가치 평가에서 나온 투자라고 볼 수 있다.

두 번째, 대리인 이론 하에서 배당은 주주와 경영자 사이에서 일어날 수 있는 대리

2) 한국거래소, KRX 상장주식 투자자별 거래량 보고서 (2016. 04)

3) 한국경제. 2016년 3월 3일 기사 <http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2016030350721>

4) 에프앤가이드 보고서, (2016. 03)

인 문제를 감소시켜 줄 수 있다. 이는 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)과 채권자의 부를 이전하는 주주의 이익추구로 설명할 수 있다. 우선 잉여현금흐름이 많은 기업의 경영자는 그렇지 않은 경영자보다 현금흐름에 대한 재량적 권한을 많이 가질 수 있게 되므로, 상대적으로 경영자의 대리인 문제가 크게 나타난다. 이러한 상황에서 고배당 정책은 기업 내 잉여현금흐름과 현금 보유를 감소시키고, 이는 대리인 문제를 완화하기 때문에 결국 기업 가치가 증가하게 된다. 외국인 투자자는 국내 주주에 비해서 대리인 문제에 더 취약할 수 있으며, 대리인 비용을 감소시키기 위한 합리적인 의사결정의 결과로써 배당 선호 성향이 나타날 수 있을 것이다.

또한 채권자의 부를 이전하는 주주의 이익 추구 관점에서는 주식회사의 주주는 채권자로부터 대출한 돈에 대한 대리인으로서, 유한 책임을 지기 때문에 더 큰 리스크를 가진 사업이나 프로젝트에 투자할 유인이 있다. 국내 상장 기업의 경우 채권자의 대부분은 금융기관이고 파산위기에 공적 자금의 지원을 받은 경우도 상당수 존재했었다는 것을 고려하면, 외국인 투자자가 주주의 입장에서 더 큰 리스크를 선호하고 높은 배당 지급을 압박하는 행태를 주주의 이익 추구 관점에서 설명할 수 있다.

셋째, 행태재무론(behavioral finance)의 관점에서 시장 분위기가 낮을 때 배당선호(dividend premium)이 발생한다는 배당 케이터링 이론(catering theory of dividend)<sup>5)</sup>이 있다. 케이터링 이론에 따르면 배당 지급 기업에 대한 투자자의 선호는 시장 분위기(sentiment)에 따라 다르며, 기업의 배당 정책은 투자자의 배당 선호에 맞추어 결정(catering)된다. 시장 분위기가 낮을 때 배당 프리미엄이 커지기 때문에 이 때 배당을 지급하는 것은 투자자를 대접(catering)하는 것이라고 볼 수 있다.

또한 전통적인 관점에서도 위험(risk)에 대한 투자자의 태도 변화로 동일한 현상을 설명 가능하다. 시장 분위기에 따라 리스크를 다르게 평가하기 때문에 투자자의 부정적인 시각이 지배적인 시장 심리상황 하에서는 보다 안전한 투자안을 선호하는 위험회피(risk aversion) 성향이 높아지게 된다. 배당금의 지급은 주가 상승으로 인해 얻어지는 자본 이득(capital gain)보다 확실한 현금이기 때문에 시장 분위기가 낮을 때 배당을 선호하게 되고, 배당선호 결과 배당을 지급하는 기업의 프리미엄이 높아지게 되는 것이다.

이러한 배경을 바탕으로 본 연구는 한국 주식 시장에서 외국인 투자자의 배당 선호가 실제로 존재하는지 검증하고, 외국인 투자자의 배당 선호가 존재한다면 전통적인 재무 이론 및 배당 케이터링 이론(catering theory)을 통해 그 원인을 분석하고자 한

---

5) 배당 케이터링(catering theory)이론은 국내에서 케이터링이론, 배당접대이론 등 아직 통일되지 않은 용어로 사용되고 있어서 본 논문에서는 원어를 유지하여 배당 케이터링 이론으로 명하기로 한다.

다. 이를 위하여 다음과 같은 분석을 시도하였다.

첫째, 한국 시장에서 외국인 투자자의 배당 선호 현상이 존재하고 있는지 검증하기 위해서 배당 공시 및 배당락일 이전에 대한 투자자별 거래행태를 비교 분석할 것이다. 이를 통해 각각의 투자자 군이 기업의 배당 정책에 대해 상이하게 대응하는지 알 수 있다. 두 번째, 국내 주식시장에서 배당 공시일보다 배당락일이 선행하는 제도를 고려하여 외국인들이 이전 기의 배당수익률 정보를 배당 선호거래에 반영하는지 검증하였다. 세 번째, 외국인투자자들의 배당선호거래의 장기성과를 분석하여 외국인 투자자들의 배당선호거래와 장기성과 간의 관계에 대해 분석하였다.

마지막으로 배당 케이터링 이론에 따르면 단기적인 관점에서 현재의 이익을 실현하기 위해서 배당 지급 기업에 대한 선호가 나타날 수 있다. 이러한 선호 현상은 장기적 기업 가치와는 관련이 낮기 때문에 저조한 장기성과를 예측해볼 수 있다. 그러므로 외국인 투자자들의 매수 성향과 케이터링 이론에서 제시하는 배당 수요 및 시장 분위기를 연결시켜 기업들의 장기성과를 분석해 볼 것이다. 이를 통해 외국인 투자자들이 기업의 장기적 가치 평가와는 무관하게 시장 심리 상황에 따라 현재의 이익을 실현하기 위해서 높은 배당수익률을 보인 기업을 선택하는 것이라는 예측이 가능하다.

분석 결과 연구에서 제시한 가설을 모두 지지하는 것으로 나타났으며, 구체적인 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 외국인 투자자는 배당 공시일 및 배당락일 이전에 배당선호 거래를 하는 것으로 나타났다. 외국인 투자자는 배당공시일 및 배당락일 이전에 순매수전략을 취하였으며, 대조적으로 내국인 투자자 그룹은 순매도 전략을 취한 것으로 나타났다. 이는 내국인 투자자들에 비해 외국인 투자자들이 배당을 고려한 투자의사결정을 내리고 있음을 시사한다. 또한 외국인 투자자의 배당선호 거래는 직전연도의 배당수익률과 양(+)의 관계를 가지고 있음을 검증하였다. 이는 배당공시일보다 배당락일이 선행하는 국내의 배당제도 하에서 외국인 투자자들이 배당락일 이전에 직전연도 배당수익률 정보를 반영한 거래를 하고 있음을 의미한다.

두 번째, 외국인 투자자의 배당선호거래는 배당 케이터링 이론이 적용되어 투자자 심리지수와는 음(-)의 관계를 가지며, 수정배당프리미엄과는 양(+)의 관계를 가진다는 것을 검증하였다. 즉, 투자자 심리 지수가 높을 때보다 투자자 심리지수가 낮을 때 외국인 투자자의 배당 선호거래가 더 강하게 일어난다. 또한 배당에 대한 수요가 높아져 배당 지급 기업에 대한 수정 배당 프리미엄을 많이 지급할수록 외국인 투자자의 배당 선호 거래가 더 많이 일어났다.

세 번째, 배당락일 이전에 외국인 투자자들의 배당선호 거래는 기업의 장기성과와

양(+의 관계를 가지고 있다. 즉, 외국인 투자자들이 많이 매수하는 기업의 장기성과가 높은 것으로 해석할 수 있다. 그러나 배당 케이터링 이론(catering theory)에 따라 시장의 분위기가 낮거나 수정배당프리미엄이 높은 시기에 외국인 투자자가 많이 매수하는 기업의 장기성과는 오히려 떨어지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 시장 분위기가 낮을 때 외국인 투자자들이 배당수익을 실현하기 위하여 장기적 투자 관점에 반하더라도 배당수익률이 높은 기업을 선택한다고 해석할 수 있다.

본 연구의 공헌점 및 실무적인 시사점은 다음과 같다. 첫째, 배당정책과 관련된 투자자별 거래행태를 분석함으로써 외국인 투자자의 배당선호에 대한 이해의 폭을 넓힐 수 있다. 그동안 외국인 투자자의 배당금 송금과 투자결정에 대한 견해는 대체로 비호의적인 측면이 강하였는데, 실제 자료를 통한 분석은 객관적인 정보를 제공할 것으로 기대한다. 투자자별 행태에 대한 분석 결과에 따라서 외국인 투자자에 대한 제도적 혹은 실무적 평가는 달라질 것이다. 둘째, 기업의 배당정책에 대한 시장 반응이 배당 수요 정도 및 시장심리 지수에 따라 상이함을 보임으로써 기업의 배당 의사결정에 실무적인 도움을 줄 것으로 기대한다. 투자자의 선호가 배당 수요 및 시장 분위기에 따라 달라진다면 기업은 주주를 만족하기 위한 의사결정에 적극적으로 나설 필요가 있을 것이다.

## II. 관련 연구 및 가설 설정

Miller-Modigliani(1961)는 완전자본시장 하에서 기업의 배당 정책은 기업 가치와 무관하다고 증명하였다. 그러나 배당 정책은 완전자본시장에는 존재하지 않는 대리인 문제, 정보 비대칭, 세금 및 거래 비용과 같은 현실 세계에 존재하는 요인들과 많은 관련성을 가지고 있기 때문에 완전자본시장의 가정을 완화한 연구들이 다수 존재한다. 전통적인 재무이론에서는 기업이 배당을 지급하는 이유를 크게 세 가지 관점에서 보고 있다. 첫째는 배당신호가설(signaling hypothesis of dividend)로 정보비대칭 아래에서 경영자는 투자자에게 자신이 가진 사적 정보를 전달하기 위해 배당을 지급한다는 설명이다. 둘째, 대리인 이론의 관점에서 배당이 경영자의 문제를 완화하기 때문에 배당을 지급한다는 잉여현금흐름가설(free cash flow hypothesis)이다. 셋째, 기업의 생애주기에 따라 배당정책이 변화한다고 보는 기업 생애주기이론(life-cycle theory)이 있다.

Ross(1977)는 배당의 정보 신호적 측면에 대해서 경영자는 기업의 기대 현금 흐름

에 대해서 투자자보다 더 많은 정보를 가지고 있기 때문에 기업의 배당이나 부채를 증가시키므로써, 기업의 미래 전망이 좋을 암시하는 신호를 보낸다고 설명하였다. 배당이나 부채 이자의 지급은 미래 기대 현금흐름의 충분한 증가가 예상되었을 때에 이루어져야지 기업의 파산 가능성이 증가하지 않는다. Bhattacharya(1979)는 이러한 Ross의 이론을 발전시켜서 배당 지급이 세금 측면에서 자본이득(capital gain)보다 불리한 점을 가지고 있는데도 불구하고 기업이 배당을 계속하는 이유를 투자자의 불완전 정보(imperfect information) 측면에서 설명하였다. 투자자들은 시장에서 공개된 정보만 가지고는 기업 가치에 대해서 완전한 정보를 얻을 수 없다는 두 가지 점 때문에 배당은 기업의 수익성에 대한 좋은 신호가 된다. Miller와 Rock(1985)는 정보 비대칭 (information asymmetry)이 존재하지 않는 경우에 Miller-Modigliani의 배당 무관론 명제가 성립하지만, 정보 비대칭이 존재하는 경우에는 배당 지급은 어닝 서프라이즈 (earning surprise)와 비슷한 속성을 가지고 있기 때문에 이는 주주의 부를 증가시키고 기업 가치를 증가시키게 된다고 설명하였다.

이러한 배당의 정보 신호적 측면은 배당 공시일에 초과 수익률을 가지고 온다는 점을 통해서 실증적으로 검증되었다. Pettit(1972)는 배당 지급의 변화를 기업 가치의 평가하는데 이용함으로써 배당 공시가 주식 가격에 반영된다는 것을 보여주었다. Asquith와 Mullins(1983)은 1964년부터 1980년 사이의 168개의 기업을 대상으로 최초 배당 배당 공시일에 3.7%의 유의한 초과 수익률이 있음을 보여주었다. 이것은 Pettit(1972)에서 연구한 배당 증가에 대한 초과수익률보다 1% 이상 큰 값으로, 초과 수익률은 초기 배당의 상대적 사이즈와 양의 관련성이 있다고 설명하였다. 또한 Richardson et al(1986) 배당 공시일에 통계적으로 유의한 비정상 거래량이 증가됨을 보고하면서, 배당 공시가 가지는 정보의 속성과 관련되어 있다고 설명하였다. Venkatesh(1989)는 최초 배당 공시한 기업들이 배당 공시 이후에 주식 수익률 변동성이 일반적으로 감소한다는 사실을 보여주었다. 또한 최초 배당 공시 이후에는 기업의 이익 공시에 대한 시장 반응이 더 약해진다는 것을 보여주면서, 배당 지급이 일어난 이후에는 시장에서 배당 정책도 중요한 변수로 고려하기 때문이라고 분석하였다. Nissim과 Ziv(2001)은 1963년부터 1998년까지의 미국 기업 분석을 통해서, 배당 변화와 변화 이후 2년의 이익의 변화는 정(+)의 관계를 가지고 있음을 보고하면서, 배당이 정보 신호를 가지고 있음을 강하게 지지하였다.

Jensen(1986)이 주주와 경영진 사이의 대리인 문제를 증명한 이후로, 대리인 이론의 관점에서 배당을 평가한 연구도 꾸준히 진행되어 왔다. 대리인 관점에서 경영자는 배당을 억제하고 기업 내 초과된 현금을 수익성이 낮은 사업이나 프로젝트에 소비하

는 경향이 있다. 그렇기 때문에, 경영진은 배당을 꾸준히 지급함으로써, 경영진을 훈련시키는 효과가 있고 이는 대리인 문제를 낮추어 준다고 설명하고 있다. (Zwiebel, 1996; Myers, 2000) DeAngelo, DeAngelo, and Stulz(2006)의 배당 생애주기이론(life-cycle theory)에 따르면, 성장 기업은 성장에 필요한 내부자금의 필요성 때문에 배당을 줄이고 기업의 투자에 현금을 사용하는데 비해 성숙 기업은 주주의 요구에 맞추기 위해서 배당을 지급하는 선택을 하게 된다.

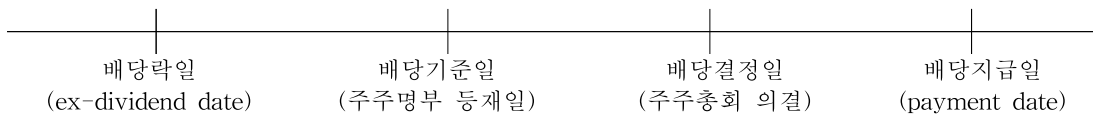
한편 완전자본시장에 대한 가정을 더 넓은 행태재무론(behavioral finance)의 관점에서 Baker와 Wurgler(2004)는 경영자가 투자자의 배당에 대한 선호도를 반영하여 배당정책을 결정한다는 배당 케이터링이론(catering theory of dividend)을 제시하였다. Baker와 Wurgler (2004a)는 배당에 대한 투자자의 수요를 측정하여 배당 프리미엄을 활용한 결과 배당 프리미엄이 높을수록 배당지급을 개시하는 확률이 높아지고 배당 프리미엄이 낮을수록 배당지급을 생략하는 확률이 높아져 케이터링이론을 지지하는 실증분석 결과를 얻었다. Ferris, Jayaraman, and Sabherwal (2009)는 23개국의 데이터를 활용하여 법적 체계에 따라 배당 케이터링 이론이 달리 적용되고 있음을 보였으며, 영미법 체계의 국가에서 배당 케이터링 이론이 적용되고 있음을 밝혀내었다. 또한 Fuller and Goldstein(2011)는 배당에 대한 시장 반응이 시장 상황에 따라 다르게 평가된다는 것을 보여주었다. 미래 전망이 좋지 못한 시장 하락기에는 배당 지급에 대해 더 선호도가 크고, 미래 전망이 좋은 시장 상승기에는 배당 지급에 대한 선호가 낮다는 것을 보여주었다. 이는 미래 불확실성에 대한 리스크를 더 크게 평가하기 때문에 현재의 배당 가치에 대해 더 높게 평가하는 것을 의미하며, 기존 배당 케이터링 이론을 지지하는 결과이다.

국내에서도 배당케이터링이론을 검증하기 위한 연구들이 진행되었는데, 김장호, 손관도, 이준석(2011)은 1990년부터 2010년까지의 국내 제조 기업들의 배당성향 감소 요인을 배당케이터링이론 관점에서 분석하였다. 분석 결과 기업들의 체계적 비체계적 위험이 배당성향 감소의 유의적인 요인으로 작용하였으나, 배당케이터링이론의 대응치인 배당프리미엄과 배당성향간의 유의적인 관계가 발견되지 않았다고 결론 내렸다.

반면 조성순(2013)은 한국 주식시장에서 배당케이터링이론이 적용되는지 2000년부터 2010년의 국내 기업을 대상으로 검증하였다. 배당프리미엄 뿐 아니라 Baker and Wurgler(2004)가 제시한 투자자심리지수가 배당에 미치는 영향에 대해 추가 분석하기 위해 Kin and Byun(2010)의 한국시장 투자자심리지수를 이용하여 분석한 결과 국내 기업 배당정책에 투자자의 수요가 반영되고 있다는 점을 밝혀내었다.

우리나라의 경우에는 미국과 배당 제도가 상이하기 때문에 배당에 대한 시장 반응 및 그 시점에 대한 연구가 달리 이루어져야 할 필요가 있다. 우리나라의 배당은 미국과는 달리 주주총회에서 배당의 지급을 결정한다. 그렇기 때문에 [그림 1]와 같이 배당 공시일이 선행하지 않고 배당락이 먼저 일어나는 특별한 형태를 띤다. 또한 배당 기준일까지 주주 명부가 확정되기까지 2일의 영업일이 걸리기 때문에 배당락일은 배당 기준일의 1일 영업일 전이 된다.

[그림 1] 한국의 배당 지급 절차



12월 결산법인의 경우에는 배당 기준일이 12월의 마지막 거래일이 되므로, 배당락은 12월 마지막 거래일 하루 전날이 된다. 그렇기 때문에 배당락일과 배당 공시일에는 약 3개월의 시간차이가 발생하게 되며 배당에 대한 구체적인 정보 없이 배당락에 따른 주가 조정이 발생하게 된다.

국내 주식시장에서 배당락일에 대한 연구는 다양한 방면으로 진행되어 왔다. 김성민(1997)은 한국 주식시장의 배당제도 하에서 배당락일에 예상치에 근거하여 산정된 배당락 기준가격이 반영되어 주가가 조정되는지 분석을 통해 주식시장의 효율성을 검증하였다. 그 결과 주식시장은 비효율적이고, 배당금에 대한 정보 소유자가 배당부 증가로 구입하여 배당락종가로 매도할 때 평균 2~3%의 수익률을 얻을 수 있다고 주장하였다. 김성민, 김지은(2004)의 연구에서는 선행연구인 김성민(1997)을 발전시켜 배당락일 이전 현금배당을 사전 공시한 기업만을 대상으로 배당락일의 주가행태를 분석하였다. 실증 분석 결과 현금배당 및 주식 배당의 정보효과가 사전공시일 전후 유의적으로 나타났으며, 현금 배당을 사전 공시한 기업의 경우 배당락일의 주식 수익률은 가설과 일관되게 음(-)으로 나타났다.

박철, 박수철(2011)은 배당락일 투자자별 거래행태 비교 분석을 통해서 한국 주식시장의 배당락일 주가는 배당금만큼 하락하지 않는 과소하락 양상을 보인다고 결론 내렸으며, 많은 배당 주식들에게서 배당락 전, 후 차익거래가 가능할 것으로 나타났다고 주장하였다. 투자자 그룹별 거래행태 비교 분석에 의하면 배당락일 개인 투자자 그룹이 외국인 투자자 그룹보다 유리하게 거래한 것으로 추정되었고, 그 원인을 외국인 투자자의 거래제약을 들었다. 또한 1월 효과(January effect)로 인해 주가 상승을 기대하는 투자자들에 의해 배당락일 주가가 배당락 균형가격보다 높게 형성될 수 있



을 것으로 추정하였다. 결론적으로 본 연구에서는 개인 투자자가 외국인 투자자보다 높은 차익을 얻을 수 있을 것으로 나타났다.

그러나 배당부일에 매수하고 배당락일에 매도하는 초단기적 투자를 가정한 성과 분석을 외국인 투자자에게 똑같이 적용하는 것은 왜곡된 수익률 결과를 가져올 수 있다. 조진웅, 홍순정(2012)에서 보이듯 외국인 투자자는 기업규모가 크고 안정적인 성장을 지속하며 수익률 변동성이 작은 기업에 중점적으로 투자하며, 투자기간 또한 상대적으로 장기에 걸쳐 투자하는 투자행태를 보인다고 하였으므로, 배당부일과 배당락일의 단기적 이익을 노린 거래라기보다는 배당 공시일에 주어지는 정보를 통해 다음기의 배당 수익을 예측하는데 사용하여 목표 수익률을 달성하려는 투자 행태를 가정하는 것이 더 적합할 것이다.

한편, 국내에서의 배당 행태 및 외국인 투자자에 관한 연구는 다양한 방법론 및 관점으로 시도되어 왔다. 박경서, 이은정, 이인무(2003)는 국내 기업의 배당 행태와 배당 결정 요인, 투자자의 반응 행태를 분석하였다. 배당 결정 요인 분석 시 주주를 대주주, 금융기관, 외국인 투자자로 나누어 그 지분율을 회귀분석 하였는데 외환위기 전의 기간이 93년부터 96년까지는 유의하게 나타난 외국인 지분율과 배당 수준의 상관관계는 97년부터 99년 사이에는 없는 것으로 나타났다. 설원식, 김수정(2005)의 연구는 외국인의 주식 소유 비중이 3년 연속 5% 이상이었던 제조 기업을 대상으로 외국인의 지분율이 배당에 미치는 영향을 분석하였는데, 외국인 투자자의 비중이 기업의 배당수익률에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

반면 김영환, 정성창, 전선애(2009)는 외국인 투자자의 지분과 국내 기업의 배당행태를 중심으로 다양한 방법론을 사용한 분석을 실시한 결과 외국인 지분이 배당성향에 통계적으로 유의미하게 영향을 미치지 않은 반면, 배당률에는 통계적으로 유의미하게 정(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한 외국인 지분과 배당수익률과의 관계는 음(-)으로 나타나 외국인 지분이 배당지급을 압박하지 않았다고 설명하였다. 이러한 결과 대해서 배당 수익률 측정이 시가 기준으로 이루어지기 때문에 외국인 지분이 많은 기업에서 주가의 상승이 배당의 증가보다 더 크게 일어났을 수 있다고 해석하였다.

빈기범, 조성훈(2005)의 연구는 배당성향과 외국인 주식소유 비중의 관계를 살펴보았으나, 통계적으로 유의하지 하여 외국인 지분율과 배당 성향은 서로 무관하다는 결론을 제시하였다. 김병곤, 김동욱, 김동회(2010)에서는 배당신호가설에 근거하여 정보비대칭 문제가 기업의 배당정책에 미치는 영향을 분석하였다. 2000년부터 2008년까지의 유가증권시장의 데이터를 통해서 국내 기업의 정보비대칭 문제는 기업의 배당정

책에 영향을 미치는 것으로 분석하였다. 정보비대칭을 나타내는 설명변수의 대응변수로 애널리스트들의 이익예측의 표준편차를 사용하였다. 그리고 실증 분석 과정에 내부 지분율과 외국인 지분율을 통제하였는데 내부지분율은 배당률과 배당성향에는 영향을 미치지 않으며, 배당 수익률에는 비선형 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 또한 외국인 지분율은 배당률과 배당성향에 정(+)의 영향을 미치고 배당 수익률에는 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

이영주, 변상혁(2015)은 기관투자자 및 외국인 투자자의 배당선호 현상을 검증하는 것을 목적으로 배당 증가기업에 대해 지분율 변화를 살펴보았다. 지분율은 일 년 간의 순매수량을 사용하였고, 2000년부터 2013년까지의 국내 상장기업을 대상으로 분석을 실시하였다. 분석 결과 국내 기관투자자는 배당증가 기업에 대해 지분율을 높이고 배당 감소 기업에 대해서는 지분율을 낮추는 것으로 나타나, 배당정책 변화에 따라 투자 행태가 민감하게 반응하는 것으로 나타났다. 그러나 외국인 투자자의 경우에는 배당 증가보다는 감소에 대해서 민감한 반응을 나타내었다. 또한 지분율변화를 종속 변수로 회귀분석을 실시한 결과 외국인 투자자는 부채 비율이 낮으며 영업현금흐름비율과 주가수익률이 높은 기업을 선호하였다.

선행 연구에서 살펴보았듯 외국인 투자자가 배당에 미치는 영향에 대한 연구는 아직 일관되지 못한 결론을 제시하지 못하고 있다. 특히 배당수익률 관점에서는 연구 방법론에 따라 양의 관계(설원식, 김수정, 2005)를 보이기도 하고 음의 관계(김영환, 정성창, 전선애, 2009; 김병곤, 김동욱, 김동희, 2010)를 나타내기도 한다. 그러나 김영환, 정성창, 전선애(2009)의 연구에서 제시하였듯이 배당 수익률 측정이 시가 기준으로 이루어지기 때문에 외국인 지분이 많은 기업에서 주가의 상승이 배당의 증가보다 더 크게 일어났을 수 있기 때문에 음(-)의 결과가 나왔다고 해석할 수 있다. 특히 배당은 기업의 이익 변화에 민감하게 반응하지 못하고 스무딩(smoothing)하는 특징을 가지고 있기 때문에 주가가 배당보다 빠른 속도로 성장한 경우에 배당수익률이 이를 따라가지 못했을 가능성이 크다.

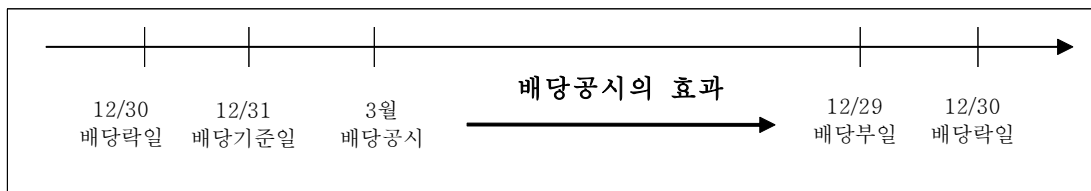
또한 선행연구들이 외국인 투자자의 선호도를 지분율 변화를 통해서 살펴보았으나 지분율 자료는 분기별 혹은 연 단위 데이터를 통해서 검증하기 때문에, 기업의 다른 거래 및 사건들과 혼재되어 있어서 배당 선호에 대한 효과를 순수하게 살펴볼 수 없다. 그러므로 외국인의 배당 선호에 대한 연구는 지분율의 변화가 아닌 의미 있는 사건일을 중심으로 한 거래행위를 통해서 살펴보는 것이 더 적절할 수 있다.

미국의 경우에는 배당공시 후 배당락, 배당지급이 차례대로 일어나지만 한국시장의 경우에는 배당 정보에 대한 정보 없이 배당락이 일어나기 때문에 이전기의 배당 공시

자료를 통해서 기업의 배당 지급액을 예측하게 되고 이를 통해 배당락일 전에 미리 거래를 해야 배당액을 지급받을 수 있게 된다. 그렇기 때문에 [그림 2]과 같이 이전기의 배당 공시가 당기 배당락일 이전의 배당 투자를 위한 주식 매수 의사결정에 영향을 미치게 된다. 또한 외국인 투자자가 다음 기 배당 공시일에 높은 배당지급을 하게 될 것이라는 정보를 미리 알고 있는 경우라면 미리 주식을 매수하고, 배당 공시일에 주식을 매도하는 장기적 관점에서 매도차익을 노린 거래를 할 수 있을 것이다. 이는 안정적인 배당수익률을 노림과 동시에 주식 가격 상승으로 인한 자본이득까지 취하기 때문에 시가로 측정된 배당수익률과 외국인 지분율의 관계가 음(-)으로 나타나는 기존 선행연구를 잘 설명할 수 있게 된다.

[그림 2] 12월 결산법인의 배당 공시의 효과

12월 31일이 증권시장 마지막 거래일로 30일, 29일 모두 영업일이라고 가정하였다.



그러므로 배당락일 주변의 외국인 투자자의 거래 행태에 대해서 다음과 같은 가설 1을 도출할 수 있다.

가설 1. 배당락일 전에 외국인 투자자는 배당선호 거래행태를 보이게 되는데, 이전기의 배당수익률 정보를 토대로 배당선호 거래를 하게 된다. 즉, 전기의 배당수익률과 배당락일 이전 외국인 투자자의 배당선호거래는 양(+)의 관계를 가진다.

외국인 투자자는 배당 케이터링이론(catering theory)에 따르면 투자자심리지수가 낮을 때에는 더 높은 배당을 원하게 되고, 투자자심리지수가 높을 때에는 자본이득률에 대한 기대가 높기 때문에 배당수요가 낮아지게 된다. 그리고 Baker and Wurgler(2004)가 제시한 배당 프리미엄과 양(+)의 관련성을 예측할 수 있게 된다. 즉, 시장에서의 배당 프리미엄이 높을 때에는 더 높은 배당을 수요하고, 배당 프리미엄이 낮은 시기에는 배당 수요가 낮을 것이다. 그러므로 다음과 같은 가설 1-1과 1-2을 제

시할 수 있다.

가설 1-1. 외국인 투자자의 배당선호거래는 투자자심리지수와는 음(-)의 관계를 가진다. 즉, 투자자 심리 지수가 높을 때보다 투자자 심리지수가 낮을 때 배당 선호거래가 더 강하게 일어난다.

가설 1-2 외국인 투자자의 배당선호거래는 수정배당프리미엄과는 양(+)의 관계를 가진다. 즉, 수정배당 프리미엄이 높을수록 외국인 투자자의 배당선호거래는 더 강하게 나타난다.

기존 외국인투자자의 배당 선호 관련 선행연구에서는 외국인투자자가 배당부일에 매수하고 배당락일에 매도하는 행태의 초단기적 성과 분석을 실시하였는데 이는 왜곡된 수익률 결과를 가져올 수 있다. 외국인에게는 상대적으로 거래비용이 크고 시장의 거래마찰이 존재하기 때문에 국내 개인투자자와 같은 초단기 투자는 어려우며 장기 투자 성향이 있다. (조진웅, 홍순정, 2012) 그러므로 배당부일과 배당락일의 단기적 이익을 노린 거래라기보다는 배당 공시일에 주어지는 정보를 통해 다음기의 배당 수익을 예측하는데 사용하여 목표 수익률을 달성하려는 투자 행태를 가정하는 것이 더 적합할 것이다. 그러므로 기업의 12개월, 24개월의 보유기간초과수익률(BHAR)을 통해서 외국인의 배당선호 거래와의 관계를 살펴보는 것이 합리적이라고 할 수 있겠다.

가설 2. 배당락일 이전 외국인 투자자의 배당선호거래는 기업의 장기성과와 양(+)의 관계를 가지고 있다. 즉 배당락일 이전에 외국인 투자자가 많이 매수하는 기업은 장기성과가 좋다.

한편 주가 수익률은 배당수익률과 주식의 양도 차액에서 발생하는 자본이득률로 구성되어 있다. 그런데 외국인 투자자 입장에서 국내 시장의 불확실성이 높아져 자본이득률에 대한 리스크가 커지게 된다면 더 높은 배당을 통해 이익을 실현해야 목표 수익률을 유지할 수 있을 것이다.

또한 배당 케이터링 이론에 따르면 단기적인 관점에서 현재의 이익을 실현하기 위해서 배당 지급 기업에 대한 선호가 나타날 수 있다. Fuller and Goldstein(2011)가 시장상황(market condition)에 따른 배당 지급 기업에 따라 시장 반응이 차이가 있음을 보여주었다. 또한 Baker and Wurgler(2004a)에서 투자자의 부정적인 시각이 지배적인

상황에서 투자자는 자본이득(capital gain)보다는 배당을 선호하게 되며 이는 배당 프리미엄으로 이어지게 된다. 그러나 이러한 선호 현상은 상대적으로 단기적인 투자 전략이기 때문에 저조한 장기성과를 예측해볼 수 있다. 이를 통해 시장의 분위기가 낮거나 배당 프리미엄이 높은 상황에서는 외국인 투자자들이 기업의 장기적 가치 평가에 주안점을 두기보다는 현재의 이익을 실현하기 위해서 배당수익률이 높은 기업을 선택하는 것이라는 예측이 가능하다. 그러므로 외국인 투자자들의 매수 성향과 케이터링 이론에서 제시하는 배당 수요 및 시장 분위기에 관련한 다음과 같은 가설 2-1과 2-2를 제시할 수 있다.

가설 2-1. 시장의 분위기가 낮을 때 외국인 투자자의 배당선호거래는 장기성과와는 음(-)의 관계를 가진다. 즉, 투자자 심리지수가 낮을 때 외국인 투자자가 많이 매수한 기업의 장기성과는 낮다.

가설 2-2. 배당프리미엄이 높은 경우에 외국인 투자자의 배당선호거래는 장기성과와 음(-)의 관계를 가진다. 즉, 수정배당 프리미엄이 높은 시기에 외국인 투자자가 많이 매수한 기업의 장기성과는 낮다.

### Ⅲ. 연구 방법 및 실증 자료

#### 1. 연구 방법 및 변수 설정

##### 1) 배당 선호 거래 측정

투자자들이 배당락일 이전에 배당기업에 대한 선호를 보이는 거래를 하는지 알아보기 위하여 투자자별 일별 거래량 분석을 통해 초과수요(excess demand)를 측정하여야 한다.(Lakonishok et al, 1992) 국내 배당 수요에 대한 거래를 분석하기 위해서 한국거래소(KRX)에서 제공하는 투자자별 종목별 매도/매수 금액과 거래량의 분석을 통하여 개별 종목에 대해 매도우위(혹은 매수우위)인지를 구분할 수 있고, 투자자의 선호를 구분하고 해석하게 된다.

투자자 유형별 배당선호의 정도를 투자자별 매수량과 매도량의 차이인 순매수비율(NBR\_1)을 통해서 측정한다. Lakonishok, Shleifer, Vishny(1992)는 기관투자자의 거

래에서 나타나는 초과수요를 측정하기 위하여 Dratio를 제시하였는데 본 연구에서는 이를 수량 기준 및 금액 기준 두 가지로 적용하여 사용하였으며, 수량기준은 순매수량을 당일의 거래량의 합으로 나눈 값으로 나타내었다.

$$\text{순매수비율}_1(NBR\_1_{i,k}) = \frac{Buy\_volume_{i,k} - Sell\_volume_{i,k}}{Buy\_volume_k + Sell\_volume_k}$$

$$\text{순매수비율}_{1a}(NBR\_1a_{i,k}) = \frac{Buy\_amount_{i,k} - Sell\_amount_{i,k}}{Buy\_amount_k + Sell\_amount_k}$$

또한 Griffin, Harris, Topaloglu(2003)의 연구에서는 기관투자자의 거래량 측정을 위하여 기업의 순매수수량을 발행주식수로 나누어 일별 순매수비율을 구하여 사용하였으며 본 연구에서도 동일한 측정방법을 사용하였다.

$$\text{순매수비율}_2(NBR\_2_{i,k}) = \frac{Buy\_volume_{i,k} - Sell\_volume_{i,k}}{Number\_of\_shares\_outstanding}$$

순매수비율(NBR\_1과 NBR\_1a)의 주요 결과는 동일하므로 NBR\_1a에 대한 결과는 생략하고 주로 순매수비율1(NBR\_1)의 결과를 서술하기로 한다. 또한 Griffin, Harris, Topaloglu(2003)의 순매수비율(NBR\_2)와 동일한 수량 기준으로 분석하는 것이 더 합리적이고 타당하다고 판단하였기 때문이다.

또한 배당락일 이전의 외국인 투자자의 거래행태를 파악하기 위하여 배당부일 전 - 10일부터 배당부일까지 총 10일간의 투자자별 누적순매수비율을 구하였다. 누적 순매수비율은 주식발행총수가 분모에 공통적으로 들어가므로 10일간의 순매수비율(NBR\_2)을 누적하여 구하였다. 외국인 투자자의 정보우위에 관한 김동순(2004)의 연구에서도 기업 정보 효과로 인한 매매거래 행태를 검토하기 위하여 공시 전후의 누적 순매수비율을 사용하였다. 본 연구에서는 배당부일 이후 배당락일이 이루어지므로 배당락일 이전의 순매수비율을 누적하여 사용하였으며, 누적순매수비율(Cum\_NBR\_2)은 다음과 같다.

$$\text{누적순매수비율}(Cum\_NBR_i) = \sum_{t=-10}^{t=1} NBR\_2_{i,t}$$

## 2) 수정 배당 프리미엄(modified dividend premium) 및 시장 분위기 측정

Baker and Wurgler(2006)는 투자자의 배당에 대한 수요를 측정하기 위하여 배당 프리미엄(dividend premium)을 이용하였다. 배당 케이터링 이론에서는 배당지급기업이 배당미지급 기업보다 더 큰 가치를 가지는 것은 투자자가 배당 지급에 대한 프리미엄으로 지급하는 것으로 해석한다. 본 연구에서도 선행 연구와 동일하게 배당지급 기업과 미지급 기업의 시가대장부가비율(Market to Book ratio)에 대하여 시가총액 기준으로 가중 평균한 값에 자연로그를 취한 후 이 두 값의 차이를 배당프리미엄으로 활용하였다. 또한 조성순(2013)에서 지적한 바와 같이 배당 프리미엄 변수는 성장성을 나타내는 변수이기 때문에 배당 미지급 기업이 배당 지급 기업에 비해 더 높은 값을 가지는 경향이 있고, 이러한 성장소요자금 효과를 선행연구와 동일한 방법으로 조정하여 수정된 배당프리미엄 변수로 사용하였다.

Baker and Wurgler(2006)는 주성분분석(principal components analysis) 방법을 사용하여 투자자심리지수를 추정하였는데 이들은 폐쇄형펀드 할인율, NYSE 거래회전율, IPO 기업수, IPO 개시일의 수익률, 총 주식 및 채권 발행수 대비 주식 발행수, 배당 프리미엄 등의 6개 변수를 활용하였다. 국내연구로는 Kim and Byun(2010)이 한국 주식시장의 특성을 고려하여 조정한 변수들을 이용한 투자자심리지수가 존재하고 있다. 그러므로 본 연구에서는 Kim and Byun(2010)의 월별 투자자심리지수 활용하고, 2010년 이후의 변수는 동일한 방법으로 추정한다. 본 연구에서는 12월 결산 법인의 배당락일 이전의 시장 분위기를 이용하여야 하므로, 배당락일 이전의 기간을 반영한 4사분기의 투자자심리지수를 평균하여 사용하였다.

## 3) 변수 측정

본 연구에서 시장의 장기반응을 측정하는 특정기간인 1개월부터 12개월, 24개월까지의 보유초과수익률 BHAR(1,12), BHAR(1,24)은 각 기간 동안 복리로 계산된 평균 보유수익률에서 시장지수의 평균보유수익률을 차감한 것으로 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$BHAR(1,12) = \prod_{t=1}^{t=12} (1 + R_{jt}) - \prod_{t=1}^{t=12} (1 + R_{mt})$$

$$BHAR(1,24) = \prod_{t=1}^{t=24} (1 + R_{jt}) - \prod_{t=1}^{t=24} (1 + R_{mt})$$

외국인 투자자의 배당선호에 관한 연구를 위해서는 배당에 영향을 주는 변수들을 통제해야 한다. 선행 연구에 따르면 배당에 대한 선행 연구를 통해 기업 규모(Size)가 큰 기업이 배당을 지급하는 성향이 큰 것으로 나타났다. (Ferris, Jayaraman and Sabherwal, 2009; Ko, Kim, Cho, 2005) 그러나 배당성향과 같은 배당지급 변수와는 달리 배당수익률은 기업 규모와 음(-)의 관계를 가지고 있는 것으로 나타난다. (김영환, 정성창, 전선애, 2009; 이인무, 이은정, 박경서, 2003)

배당 선호 이론에 따르면 배당은 수익성(Profit)이 좋은 기업만이 보낼 수 있는 신호이므로 수익성이 좋은 기업과 배당 지급은 양의 관계가 있을 것으로 예상할 수 있다. Ko, Kim, Cho(2005)에서 국내의 외국인 투자자의 경우 낮은 시장대장부가 비율(Market to Book ratio)을 가진 기업과 높은 자기자본이익률(ROE)을 가진 기업을 선호하는 것으로 나타났다.

대리인 이론에 따르면 기업의 잉여현금흐름이 많을수록 기업 경영자가 재량적으로 이용할 수 있는 여유현금(slack)의 양이 늘어나기 때문에 대리인 비용이 증가하게 된다. 그러므로 잉여현금흐름(FCF)이 많을수록 배당을 지급에 대한 투자자의 수요가 높아질 수 있을 것이다. 또한 기업 측면에서도 배당 지급을 위한 여유현금흐름이 많기 때문에 배당지급과 양(+)의 관계를 가질 것이다.

기업 생애주기 이론에 따르면 투자가 많이 필요한 신생 기업보다는 상대적으로 이익잉여금이 축적된 성숙한 기업의 경우에 투자자들이 배당을 수요할 것이라고 판단된다. 그러므로 생애주기단계(Stage)변수를 추가하여 살펴볼 것이며, 배당선호와는 양(+)의 관계를 가질 것이라고 판단된다.

마지막으로 최대 주주의 지분이 큰 기업의 경우에는 최대주주의 영향력을 배제할 수 없기 때문에 이에 대한 영향력을 통제하기 위해 최대 주주 및 외국인 투자자지분율에 대한 더미변수를 추가하였다. 그러나 본 연구는 지분율에 대한 연구가 아니고, 영향력을 통제하기 위함으므로 최대주주 지분율이 5%넘는 기업의 경우에 1, 그렇지 않은 경우에 0의 값을 가지는 더미변수로 처리하였다. 또한 외국인 투자자의 지분이 5%가 넘는 경우에도 배당정책에 대한 영향력을 끼칠 수 있기 때문에 외국인 투자자의 지분도 5%를 기준으로 한 더미변수로 처리하였다.

주요 변수의 정의를 <표 1>에 정리해놓았다.



<표 1> 주요 변수의 정의

구분	변수명	변수 설명
종속 변수	NBR_1	순매수량/일별종목별 총거래량
	순매수비율 NBR_2	순매수량/발행주식수
	Cum_NBR	배당부일 전 10일의 순매수량(NBR_2)의 누적값
설명 변수	배당수익률 Div_yield	전기(t-1)의 보통주 현금배당수익률
	수정배당 프리미엄 Div_P	시가대장부가비율을 이용하여 계산한 수정 배당 프리미엄
	투자자 심리지수 SENT	경기순환 영향 통제 이전 투자자심리지수
통제 변수	기업규모(SIZE)	총자산의 자연로그 값
	수익성(Profit)	영업이익/총자산
	부채비율(Lever)	총부채/총자산
	생애주기단계(Stage)	이익잉여금/총자산
	시장대장부가비율(MTB)	(자기자본의 시장가치+우선주 및 부채의 장부가치)/ 총자산
	매출액성장률(S_Growth)	(금년도 매출액 - 직전년도 매출액)/직전년도 매출 액
	기업위험(Risk)	최근 2개년도 월별 주가수익률의 표준편차
	잉여현금흐름(FCF)	(영업현금흐름-순운전자본의 증가분)/총자산
	자기자본이익률(ROE)	자기자본이익률=당기순이익/자기자본
	전년도누적수익률(Pre_ret)	직전 12개월 월 누적 수익률
	최대주주지분(m_dummy)	5%의 이상의 최대주주 지분이 있는 경우에 1, 없으면 0을 가지는 더미변수
	외국인투자자지분 (f_dummy)	외국인 투자자 지분이 5%의 이상인 경우에 1, 그렇지 않으면 0을 가지는 더미변수

## 2. 연구 모형

가설 1과 관련하여 외국인 투자자의 배당선호 거래행태를 배당락일 이전 10일의 누적순매수비율을 통해 측정 후에 이를 종속 변수로 놓고 이전기의 배당수익률과의 회귀분석을 통해서 검증한다. 통제 변수들 간의 상관관계를 고려하여 모형 1과 모형 2로 나누어 검증함으로써 배당선호 행태에 관해 배당신호이론 및 대리인 이론, 기업 생애주기가설을 통해 설명하고자 하였다.

$$\begin{aligned}
 Model1 : CUM\_NBR_i = & \beta_0 + \beta_1 Div\_yield + \beta_2 SIZE + \beta_3 Lever + \beta_4 MTB \\
 & + \beta_5 Risk + \beta_6 ROE + \beta_7 F\_dummy + \beta_8 M\_dummy \\
 & + industry\ dummy + \epsilon
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 \text{Model 2 : } CUM\_NBR_i = & \beta_0 + \beta_1 Div\_yield + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 stage \\
 & + \beta_5 S\_growth + \beta_6 FCF + \beta_7 F\_dummy + \beta_8 M\_dummy \\
 & + industry\ dummy + \epsilon
 \end{aligned}$$

가설 1-1, 1-2와 관련한 배당 케이터링 이론 적용여부를 검증하기 위해서 설명변수에 시장분위기(SENT)와 수정배당프리미엄(modified dividend premium)과 배당수익률과의 교차변수(LowSENT\*Div\_yield)를 사용한 회귀분석을 시행하였다.

가설 2에 따르면 외국인투자자가 전기의 배당수익률 정보를 반영하여 배당락일 이전에 배당선호 거래를 한다면 배당수익률변수(Div\_yield)와는 양(+)의 관계를 가질 것이 예상된다. 또한 배당케이터링 이론이 적용되어 시장 분위기가 낮을 때 배당 선호 거래를 늘린다면 심리지수변수(SENT)와는 음(-)의 관계를 가질 것으로 예상할 수 있으며, 수정 배당 프리미엄과는 양(+)의 관계를 가질 것이다. 시장분위기와 배당수익률과의 교차변수를 통해 시장 분위기가 낮을 때 배당수익률 정보에 대한 외국인 투자자의 거래행태를 동시에 검증할 것이다.

가설 2의 장기성과와 외국인 투자자의 배당선호 거래행태는 기업의 장기성과를 종속변수로 하고, 외국인투자자의 배당락일 이전 10일의 누적순매수비율을 설명변수로 하여 회귀분석을 실시한다.

$$\begin{aligned}
 BHAR = & \beta_0 + \beta_1 Cum\_NBR + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 FCF + \beta_5 Risk(or\ Stage) \\
 & + \beta_6 F\_dummy + \beta_7 M\_dummy + industry\ dummy + \epsilon
 \end{aligned}$$

배당 케이터링이론과 관련한 가설 2-1, 2-2를 위해서는 시장분위기 더미변수(Low SENT: 낮은 시장분위기)와 배당선호거래량(Cum\_NBR)의 교차변수(LowSENT \*CumNBR)을 사용한 회귀분석을 통해 검증한다.

### 3. 분석대상 표본

본 연구의 표본 대상은 한국 유가증권시장 상장기업으로 12월 결산법인으로 비금융업종 기업이다. 주주총회와 개별적으로 배당 공시를 의무화한 2003년부터 2015년까지를 연구기간으로 설정하였다. 또한 배당에 대한 선호를 알아보기 위한 연구이므로 배당부일에 외국인 투자자의 거래가 없었던 기업도 제외되었다. 주당배당금 변화에

따른 배당 선호 거래 특징을 위한 회귀분석을 위하여 필요한 재무정보 및 추가수익률 자료 등이 누락된 표본을 제외한 후 최종 선정된 표본은 총 6,171개(firm-year)이며, 이 중 배당 지급 기업은 4,385개이며 배당 미지급기업은 1,786개이다.

한국거래소(KRX) 상장공시 시스템에서 2003년부터 2015년까지의 배당공시일 정보를 확보하였으며, 투자자별 종목별 매도/매수 금액과 거래량은 한국거래소(KRX)에서 구입하였다. 이를 통해 개별 종목에 대해 매도우위(혹은 매수우위)인지를 구분할 수 있다. 따라서 해당 종목을 배당 공시일에 투자자별로 어떤 거래 행태를 취했는지 살펴봄으로써 투자자의 선호를 구분하고 해석하게 된다. 외국인 투자자의 구분은 9000으로만 표기되다가 2003년 12월부터 외국인 구분 이원화 하여 등록되지 않은 외국인을 9001로 표기하였다. 회귀분석 시에는 연도별 기업별로 외국인 코드 9000번과 9001번의 데이터를 합산하여 순매수비율 및 누적 순매수비율을 구하여 분석에 사용하였다. 기타 기업의 재무제표 정보 및 추가 수익률에 관한 정보는 Fnguide를 통하여 추출하였으며, 투자자 심리지수는 Kim and Byun(2010)의 자료를 사용하였으며, 2010년 이후의 변수는 동일한 방법으로 추출하였다.

## IV. 실증 분석 결과

### 1. 기초 통계량 및 상관관계 분석

<표 2>의 Panel. A는 2003년부터 2015년의 배당지급기업 4,385개의 표본에 대한 기초통계량을 정리한 것으로, 모든 변수는 상하 1%의 이상치를 조정(winsorization)하였다. Panel. B는 배당수익률에 따른 변수들의 평균값 차이를 보여주고 있다. 배당수익률의 중위값(0.0193)을 기준으로 배당수익률이 높은 그룹과 낮은 그룹으로 나누어 살펴보았다.

기업규모(size)는 배당수익률이 낮은 기업이 더 크고, 배당수익률이 높은 기업의 기업규모는 평균적으로 더 낮게 나타났다. 이는 배당수익률은 기업 규모와 음(-)의 관계를 가지고 있는 것으로 보여주었던 기존 선행연구와 일치하는 결과이다. (김영환, 정성창, 전선애, 2009; 이인무, 이은정, 박경서, 2003) 수익성(profit)은 배당수익률이 높은 기업에서 더 높은 것으로 나타나 배당이 기업의 수익성에 대한 신호라는 기존 이론과 일치하는 결과를 보여주고 있다. 부채비율(lever)의 차이를 통해 부채를 많이 부담하는 기업일수록 배당수익률이 낮다는 것을 확인할 수 있다. 이는 상대적으로 더 높은

부채를 부담하는 기업일수록 이자지급 비용이 늘어나기 때문에 배당지급 능력이 낮아질 가능성이 있다고 해석할 수 있다. 기업 잉여현금흐름(FCF)은 배당수익률이 높은 기업에서 높게 나타나고 있지만 두 그룹간의 차이가 유의하지는 않았다. 위험(Risk)은 배당수익률이 낮은 기업에서 유의하게 높게 나타나, 위험이 더 큰 기업이 배당을 상대적으로 적게 지급하고, 안정적인 기업이 배당을 더 많이 지급한다는 것을 확인할 수 있다. 기업의 미래성장성에 대한 변수인 시장대장부가치비율(MTB)의 경우에 배당수익률이 높은 기업이 시장장부가치 비율이 유의하게 낮은 것으로 나타나, 미래 성장 가능성이 높은 기업이 배당을 적게 지급하고 있음을 볼 수 있다. 미래 성장성이 높은 기업의 경우에 투자에 계속적으로 현금이 필요하므로 배당을 적게 지급하고 내부로 자금을 유보시키는 의사결정을 했을 것이라고 예상할 수 있다.

<표 3>은 본 연구에서 사용된 변수들의 피어슨 상관계수를 보여주고 있다. 기업규모는 외국인투자자지분더미(f\_dummy)와 유의하게 높은 상관관계(0.5062)를 보이고 있다. 다중공선성 문제를 확인하기 위하여 두 변수간의 VIF(Variance Inflation Factor)를 측정된 결과 2.5를 넘지 않아 문제가 없을 것으로 판단되었다. 수익성(profit)과 기업생애주기단계(stage), 자기자본이익률(ROE) 역시 높은 상관관계를 보이는 것으로 판단되었다. 따라서 세 변수들은 함께 모형에 포함시키는 것을 배제하고 모형을 설계하였다. 본 연구에서 배당 케이터링 이론의 검증을 위해 고려한 지수인 SENT는 배당수익률(div\_yield)과 음(-)의 상관관계(-0.1200)를 보이고 있어 투자자심리지수가 높을수록 더 높은 배당수익률의 주식을 선호하는 배당 케이터링 이론이 적용될 것임을 예측하고 있다.

## 2. 배당부일과 배당공시일의 투자자별 거래 행태

투자자의 배당 의사결정에 영향을 미치는 날짜는 배당공시일과, 배당락일 이전 배당부일이다. 배당 공시일에는 기업이 지급할 정확한 배당 정보에 대해서 알 수 있다. 그러나 우리나라의 배당 결정은 이사회 결정 사항이 아닌 주주총회의 의결사항이기 때문에 배당 공시가 배당락일보다 나중에 이루어지게 된다. 그러므로 배당을 받기 위해서는 배당에 대한 정확한 정보를 제공하는 배당 공시일 전인 배당부일까지 주식을 매수하여야 한다. 그러므로 한국 주식시장에서 배당부일의 영향력은 크다고 할 수 있으며, 배당에 대한 효과를 알아보기 위해서 배당부일과 배당 공시일에 나타나는 투자자별 거래행태를 살펴보았다.

<표 2> 주요 변수의 기초 통계량

2003년부터 2015년까지의 배당부일 외국인거래가 있었던 12월 결산법인 비금융업종으로 모든 변수에 대하여 상하 1%의 이상치를 조정(winsorization)하였다.

패널 A. 전체 표본 기초통계량

변수명	표본수	평균	중위값	최소값	최대값	표준편차
div_yield	4,385	0.0240	0.0193	0.0015	0.0968	0.0182
size	4,385	20.4248	20.1376	16.8950	24.6207	1.5722
profit	4,385	0.0598	0.0530	-0.2153	0.2183	0.0534
lever	4,385	0.4611	0.4633	0.1012	0.9296	0.1849
stage	4,385	0.3263	0.3006	-0.9878	0.7784	0.1969
s_growth	4,385	0.1011	0.0646	-0.6447	1.8602	0.2688
fcf	4,385	0.0520	0.0520	-0.5453	0.4003	0.1002
risk	4,385	12.5406	11.4566	4.2350	52.3731	5.8898
MTB	4,385	1.0946	0.7984	0.1481	7.1965	1.0045
ROE	4,385	0.0786	0.0825	-1.6525	0.4452	0.1302
f_dummy	4,385	0.6116	1.0000	0.0000	1.0000	0.4874
m_dummy	4,385	0.5633	1.0000	0.0000	1.0000	0.4960

패널 B. 배당수익률에 따른 변수들의 평균값 차이 비교

2003년부터 2015년까지의 배당부일 외국인거래가 있었던 12월 결산법인 비금융업종으로 배당을 지급하였던 기업들을 배당수익률 중위수 기준으로 나누어 배당수익률이 높은 그룹과 낮은 그룹으로 나누어 각 변수별 평균과 차이 값을 표시하였다. 모든 변수는 상하 1% 이상치를 조정(winsorization)하였고, ( )는 평균의 차이 값에 대한 t통계량의 p-value이며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

	size	profit	lever	stage	S_growth
HIGH	19.9542***	0.0627***	0.4443***	0.3209***	0.0935***
LOW	20.6463***	0.0554***	0.4725***	0.3209***	0.1070***
차이	-0.6922***	0.0073***	-0.0282***	0.0000	-0.0135*
p-value	(0.0000)	(0.0000)	(0.0000)	(0.9966)	(0.0779)

	fcf	risk	MTB	ROE
HIGH	0.0514***	12.2208***	0.8709***	0.0830***
LOW	0.0494***	13.0840***	1.2118***	0.0707***
차이	0.0020	-0.8632***	-0.3409***	0.0123*
p-value	(0.4873)	(0.0000)	(0.0000)	(0.0008)

<표 3> 상관관계 분석결과

2003년부터 2015년까지의 배당부일 외국인거래가 있었던 12월 결산법인 비금융업종으로 모든 변수에 대하여 상하 1%의 이상치를 조정(winsorization)하였다. 기업규모(size)는 기업의 총자산의 자연로그 값, 수익성(profit) 및 부채비율(lever)은 각각 영업이익 및 총 부채를 총자산으로 조정한 값이다. 기업생애주기단계(stage)는 이익잉여금을 총자산으로 조정한 값이며, 매출액성장률(s\_growth)는 전기 대비 매출액 차이를 직전년도 매출액으로 나눈 값이다. 기업위험(risk)은 최근 24개월의 월별 주식 수익률의 표준편차이며, 잉여현금흐름(fcf)은 기업 영업현금흐름에서 순운전자본의 변화분을 차감 후 총자산으로 조정하였다. 시장대장부가치(MTB)는 기업의 자기자본의 시장가치를 자기자본의 장부가치로 나눈 값이고, 자기자본이익률(ROE)은 당기순이익을 자기자본으로 나누어 구하였다.

	size	profit	lever	stage	s_growth	fcf	MTB	ROE	risk	f_dummy	m_dummy	div_yield	SENT
size	1.0000												
profit	0.2220 (0.0000)	1.0000											
lever	0.2723 (0.0000)	-0.2478 (0.0000)	1.0000										
stage	0.1718 (0.0000)	0.5664 (0.0000)	-0.5191 (0.0000)	1.0000									
s_growth	0.0626 (0.0000)	0.2187 (0.0000)	0.0489 (0.0000)	-0.0059 (0.6229)	1.0000								
fcf	0.1292 (0.0000)	0.2063 (0.0000)	-0.0243 (0.0426)	0.1995 (0.0000)	0.0009 (0.9433)	1.0000							
MTB	-0.0586 (0.0000)	0.0537 (0.0000)	0.0931 (0.0000)	-0.1997 (0.0000)	0.0519 (0.0000)	0.0046 (0.6987)	1.0000						
ROE	0.2048 (0.0000)	0.6812 (0.0000)	-0.3002 (0.0000)	0.5900 (0.0000)	0.1758 (0.0000)	0.1081 (0.0000)	-0.1552 (0.0000)	1.0000					
risk	-0.2909 (0.0000)	-0.2572 (0.0000)	0.1992 (0.0000)	-0.4421 (0.0000)	0.0345 (0.0041)	-0.1805 (0.0000)	0.1975 (0.0000)	-0.2478 (0.0000)	1.0000				
f_dummy	0.5062 (0.0000)	0.2941 (0.0000)	-0.0896 (0.0000)	0.2788 (0.0000)	0.0464 (0.0001)	0.1301 (0.0000)	0.0499 (0.0000)	0.2228 (0.0000)	-0.2513 (0.0000)	1.0000			
m_dummy	0.2260 (0.0000)	0.1851 (0.0000)	-0.0681 (0.0000)	0.1628 (0.0000)	0.0220 (0.0664)	0.0329 (0.0061)	0.0577 (0.0000)	0.1271 (0.0000)	-0.1837 (0.0000)	0.3665 (0.0000)	1.0000		
div_yield	-0.0012 (0.9205)	0.2785 (0.0000)	-0.1891 (0.0000)	0.2979 (0.0000)	0.0080 (0.5066)	0.0979 (0.0000)	-0.1980 (0.0000)	0.2292 (0.0000)	-0.2466 (0.0000)	0.1074 (0.0000)	0.0515 (0.0000)	1.0000	
SENT	0.0297 (0.0133)	-0.0595 (0.0000)	-0.0354 (0.0032)	0.0714 (0.0000)	-0.1010 (0.0000)	-0.0249 (0.0377)	0.1006 (0.0000)	-0.0144 (0.2305)	-0.1318 (0.0000)	-0.0325 (0.0068)	0.0170 (0.1570)	-0.1200 (0.0000)	1.0000

<표 4>의 패널 A는 투자자를 내국인과 외국인 두 그룹으로 나누어 배당부일에 나타나는 투자자 유형별 투자 거래행태를 비교하였다. 1995년부터 2015년까지의 전체 기간의 표본을 검증한 후 회귀분석에서 사용될 2003년 이후의 하위표본을 다시 검증하였다. 표본 수는 90년대에는 외국인 투자자의 거래량의 수가 매우 적었고, 2000년대 이후에 외국인투자자의 거래량이 기하급수적으로 늘었다. 그렇기 때문에 2003년 이후의 표본이 1995년 이후 전체 표본의 약 83%를 차지하고 있다. 검증 결과 전체 표본과 2003년 이후를 샘플로 한 하위 표본의 결과가 일치되게 나오므로써 하위표본으로 분석한 결과가 전체 기간에 일관성 있게 적용 가능할 것이라는 예측이 가능하다.

순매수비율은 투자자별 매수량과 매도량의 차이로 구한 비율(NBR\_1)과 거래일의 발행주식수로 조정한 값(NBR\_2)으로 제시하고 있다. 그 결과 순매수비율 1(NBR\_1)에서는 배당부일에 내국인은 순매도 포지션을 취하고, 외국인은 유의적으로 순매수 포지션을 취하는 것으로 나타났다. 순매수비율2(NBR\_2)는 순매수량을 거래일의 발행주식수로 조정한 값이기 때문에 순매수비율1에 비해 평균 값이 훨씬 작게 나타난다. 순매수비율2의 검증결과에서도 외국인은 배당부일에 유의하게 매수하고 있음을 일관되게 보여주고 있다.

<표 4>의 패널 B는 배당공시일 투자자 유형별 투자 거래행태를 비교하였다. 2003년 이전에는 주주총회 의결사항과 배당공시의 정보가 혼재되어 배당공시 정보의 효과를 살펴보기가 어려웠으나, 2003년에 배당공시를 이사회 결의일 이후 주주총회 공시와는 분리하여 공시하도록 제도가 변경되어 배당공시의 순수한 효과를 검증할 수 있게 되었다. 그러므로 2003년 이후의 배당공시정보를 통해 획득한 배당 공시일의 투자자별 순매수비율을 비교 검증하였다. 주주총회안 건과의 혼재를 피하기 위하여 주주총회와 배당공시일의 날짜가 3일 이상 차이는 공시만을 표본으로 선택하였다. 투자자 유형별 배당번호의 정도를 순매수비율(NBR\_1)을 통해서 측정한 결과, 배당공시일에 외국인은 유의적으로 순매수 포지션을 취하는 것으로 나타났다. 순매수량을 발행주식총수로 나누어 측정한 순매수비율2(NBR\_2)의 검증결과에서도 외국인은 배당부일에 매수포지션을 취하는 것으로 나타났으나 통계적으로 유의한 차이를 나타내지는 않았다.

**<표 4> 배당부일과 배당공시일의 투자자별 순매수비율 비교**

배당부일의 투자자별 순매수비율을 순매수비율1(NBR\_1)과 순매수비율2(NBR\_2)로 구하여 비교하였다. 1995년부터 2015년까지의 전체 기간의 표본을 검증한 후 회귀분석에서 사용될 2003년 이후의 하위표본을 다시 검증하였다. 패널 B는 배당 공시를 주주총회와 분리해서 공시하는 규정이 생긴 2003년 이후의 표본을 대상으로 투자자별 배당공시일의 순매수비율을 비교하였다. 주주총회안건과의 혼재를 막기 위하여 주주총회와 배당공시일의 날짜가 3일 이상 차이나는 공시만을 표본으로 선택하였다.

**패널 A. 배당부일의 투자자별 순매수비율 비교**

		순매수비율 1 (NBR_1)			순매수비율 2 (NBR_2)	
		표본수	순매수비율 평균(%)	t-stat	순매수비율 평균(%)	t-stat
1995년 이후 전체 표본	내국인	61,058	-0.09**	-2.9247	-0.001	-0.5420
	외국인	10,646	0.51***	8.5735	0.003**	2.0816
	Diff (내국인-외국인)	71,704	-0.60***	-7.7780	-0.004	-1.4727
2003년 이후	내국인	49,739	-0.09**	-3.1731	0.000	-0.6025
	외국인	9,659	0.48***	8.5766	0.002**	2.0971
	Diff (내국인-외국인)	59,398	-0.57***	-8.0646	-0.003	-1.5690

**패널 B. 배당공시일의 투자자별 순매수비율 비교**

구분	표본수	순매수비율 1 (NRB_1)		순매수비율 2 (NRB_2)	
		순매수비율 평균(%)	t-stat	순매수비율 평균(%)	t-stat
내국인	25,427	-0.06	-1.2936	0.000	-0.3626
외국인	4,857	0.31**	2.7430	0.001	0.7155
Diff (내국인-외국인)	30,284	-0.37***	-3.1885	-0.001	-0.8814

<표 5>에서는 배당부일의 외국인 순매수 거래 행태를 자세하게 살펴보기 위하여 배당지급여부 및 배당수익률, 시장분위기에 따른 순매수비율을 살펴보았다. 배당지급 기업과 미지급 기업 간의 차이를 살펴 본 후, 배당지급 기업 간에 배당수익률이 주는 차이를 파악하기 위해서 배당지급 기업의 배당수익률 중위값을 기준으로 LOW그룹과 HIGH그룹을 나누어서 살펴보았다. 또한 시장 분위기에 따라 투자 행태를 살펴보기 위하여 시장 분위기를 LOW 그룹과 HIGH그룹을 나누어서 살펴보았다.



<표 5> 배당부일 외국인의 순매수 비율 비교

배당부일의 외국인투자자의 순매수비율을 순매수비율1(NBR\_1)과 순매수비율2(NBR\_2), 누적순매수비율(Cum\_NBR)로 구하여 비교하였다. 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인 비금융업종으로 2003년부터 2015년의 배당부일 외국인거래가 있었던 기업을 대상으로 하였다.

패널 A. 순매수비율1(NBR1)

	구분	표본수	순매수비율1 (NBR1)		순매수비율2 (NBR2)	
			순매수비율 평균(%)		순매수비율 평균(%)	
			값	p-value	값	p-value
배당지급	지급	4,385	0.02*	(0.0097)	0.005	(0.9990)
	미지급	1,786	0.01	(0.3853)	0.003	(0.9976)
	Diff(지급-미지급)	6,171	0.01	(0.4919)	0.002	(0.6759)
배당수익률	LOW	2,322	0.88***	(0.0000)	0.004***	(0.0130)
	HIGH	2,063	0.71***	(0.0000)	0.005	(0.2349)
	Diff(H-L)	4,385	0.17	(0.4447)	-0.002	(0.7297)
시장 분위기	LOW	2,172	1.02***	(0.0000)	0.002	(0.5196)
	HIGH	2,213	0.59***	(0.0001)	0.006**	(0.0121)
	Diff(H-L)	4,385	0.05*	(0.0523)	0.004	(0.3410)

패널 B. 배당락일 이전 10일 누적 순매수비율 (Cum\_NBR)

	구분	표본수	순매수비율 평균(%)	
			값	p-value
배당지급	지급	4,385	0.02*	(0.0073)
	미지급	1,786	0.02	(0.1984)
	Diff(지급-미지급)	6,171	0.00	(0.8813)
배당수익률	LOW	2,322	0.021**	(0.0451)
	HIGH	2,063	0.022*	(0.0723)
	Diff(H-L)	4,385	0.001	(0.9947)
시장 분위기	LOW	2,172	0.047***	(0.0002)
	HIGH	2,213	-0.003	(0.7810)
	Diff(H-L)	4,385	-0.050***	(0.0022)

Panel. A의 순매수비율 1을 살펴보면 배당 지급 기업을 유의하게 매수하는 경향을 보여주고 있어 외국인이 배당 지급 기업을 평균적으로 더 많이 매수하고 있다는 것을 확인할 수 있다. 한편 배당수익률의 차이는 보이지 않고 있어 배당수익률 관점에서는 이에 영향을 미치는 변수들을 통제하고 그 효과를 살펴 보아야 할 필요성이 있음을 알 수 있다. 시장 분위기에 따라서는 시장 분위기가 낮을 때 유의적으로 많이 매수하는 경향을 보여서 배당 케이터링 이론에 따라 시장 분위기가 낮을 때 배당을 선호하는 거래행태가 나타날 것이라는 예측이 가능하다. 순매수비율 2는 기업의 순매수수량을 발행주식수로 나누어 구하기 때

문에 순매수비율 평균값이 순매수비율 1에 비해서 낮게 나타나고 차이가 두드러지지 않게 나타나는 경향이 있다. 또한 배당락일 이전 배당선호 거래가 배당부일에만 이루어지는 것은 아니기 때문에 회귀분석 시에는 배당락일 이전 10일에 대한 누적순매수비율을 사용하여 외국인 투자자의 거래행태를 살펴보았다. 패널 B에서 누적 순매수비율(Cum\_NBR)을 배당지급여부 및 배당수익률, 시장분위기에 따라 살펴 본 결과 배당지급 기업을 유의적으로 매수하는 경향을 보였다. 그리고 배당수익률이 높은 기업을 더 많이 매수하며, 시장 분위기가 낮을 때 더 많이 매수하는 투자행태를 보여주었다.

### 3. 배당수익률에 따른 외국인 투자자 배당선호 거래 분석 결과

<표 6>은 배당락일 전에 외국인 투자자는 배당선호 거래행태를 보이게 되는 데, 전년도의 배당수익률 정보를 토대로 배당선호 거래를 하게 된다는 가설 1을 검증하기 위한 회귀분석 결과이다. 외국인 투자자의 배당락일 전 10일의 누적순매수비율을 종속변수로, 전기의 배당수익률 변수(Div\_yield)를 독립변수로 사용하였다. 모든 모형에서 배당수익률(Div\_yield)은 종속변수와 10% 이상에서 유의적인 양(+)의 관계를 가지고 있었다. 이는 전기의 배당수익률이 높은 기업을 배당락일 이전에 많이 매수하고 있다는 가설 1을 지지하는 결과이다. 미래 성장성을 나타내는 시장대장부가치(MTB) 비율이 모든 모형에서 유의하게 나타나 미래 성장 가능성이 클 것으로 판단되는 기업에 외국인 투자자가 매수하고 있음을 확인할 수 있다. 또한 ROE에 대해서도 양(+)의 상관관계를 가지고 있어 Ko, Kim, Cho(2005)에서 국내의 외국인 투자자의 경우 낮은 시장대장부가 비율(Market to Book ratio)을 가진 기업과 높은 자기자본이익률(ROE)을 가진 기업을 선호하는 것과 일치되는 결과를 얻을 수 있었다. 또한 모형 2에서 기업생애주기단계(stage) 변수와 양의 상관관계를 보여주어 외국인 투자자들이 신생기업보다는 생애주기단계상 성숙한 기업에 투자하는 것을 선호한다는 것을 알 수 있다.

<표 7>의 Panel. A는 외국인 투자자의 배당선호거래는 투자자심리지수와는 음(-)의 관계를 가진다는 가설 1-1을 검증하기 위해서 외국인 투자자의 배당선호거래와 투자자심리지수의 관계를 검증한 회귀분석결과이다. 투자자 심리 지수가 높을 때보다 투자자 심리지수가 낮을 때 배당 선호거래가 더 강하게 일어나

기 때문에 표의 모델 1과 2의 결과와 같이 투자자심리지수(SENT)는 유의적인 음(-)의 계수를 보여주고 있어 가설 1-1을 지지하고 있다.

<표 6> 배당수익률에 따른 외국인 투자자 배당선호 거래 회귀분석 결과

$$\text{Model 1 : } CUM\_NBR_i = \beta_0 + \beta_1 Div\_yield + \beta_2 SIZE + \beta_3 Lever + \beta_4 MTB + \beta_5 Risk + \beta_6 ROE + \beta_7 F\_dummy + \beta_8 M\_dummy + industry\_dummy + \epsilon$$

$$\text{Model 2 : } CUM\_NBR_i = \beta_0 + \beta_1 Div\_yield + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 stage + \beta_5 S\_growth + \beta_6 FCF + \beta_7 F\_dummy + \beta_8 M\_dummy + industry\_dummy + \epsilon$$

2003년부터 2015년까지의 배당부일 외국인거래가 있었던 12월 결산법인 비금융업종으로 모든 변수에 대하여 상하 1%의 이상치를 조정(winsorization)하였다. ( )는 표준오차(standard error)이며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

VARIABLES	model 1-1	model 1-2	model 2-1	model 2-2
div_yield	0.00656* (0.00357)	0.00632* (0.00364)	0.00787** (0.00354)	0.00769** (0.00361)
size	0.00000 (0.00005)	0.00000 (0.00005)	0.00000 (0.00005)	0.00000 (0.00005)
lever	-0.00037 (0.00040)	-0.00045 (0.00041)		
MTB	0.00011* (0.00006)	0.00014** (0.00007)	0.00014** (0.00006)	0.00017** (0.00007)
risk	-0.00001 (0.00001)	-0.00001 (0.00001)		
ROE	0.00110** (0.00052)	0.00111** (0.00052)		
stage			0.00063** (0.00034)	0.00062** (0.00035)
s_growth			0.00008 (0.00023)	0.00009 (0.00024)
fcf			0.00024 (0.00063)	0.00034 (0.00064)
f_dummy	0.00013 (0.00016)	0.00013 (0.00016)	0.00015 (0.00016)	0.00016 (0.00016)
m_dummy	0.00004 (0.00013)	0.00001 (0.00014)	0.00006 (0.00013)	0.00004 (0.00014)
Constant	0.00002 (0.00103)	0.00009 (0.00110)	-0.00061 (0.0010)	-0.00056 (0.0011)
Observations	4,385	4,385	4,385	4,385
R-squared	0.005	0.008	0.004	0.007
industry	no	yes	no	yes

또한 시장분위기가 낮을 때 배당수익률에 기반 한 배당선호거래를 하는지 여부를 검증하기 위해서 시장분위기가 낮을 때의 더미변수(LowSENT)와 배당수익률(Div\_yield)와의 교차변수를 이용하여 회귀분석을 한 결과 1% 수준에서 유의한 양(+)의 결과를 보여주고 있어서 시장의 분위기가 낮을 때에는 직전연도의 배당수익률을 배당선호거래에 반영한 거래를 하고 있음을 보여주고 있다.

그리고 이전의 회귀분석 결과와 같이 외국인 투자자의 배당선호 거래는 미래 성장성을 나타내는 시장대장부가치(MTB) 비율과 기업생애주기단계 변수(Stage)와 유의한 양(+)의 관계를 보여줌으로써, 외국인 투자자는 미래 성장가능성을 고려하면서도 기업생애주기 단계를 고려하고 있음을 볼 수 있다.

Panel. B는 가설 1-2를 검증하기 위하여 Baker and Wurgler(2006)가 제시한 투자자의 배당에 대한 수요를 측정하는 배당 프리미엄(dividend premium) 변수에 기업의 소모자금효과를 고려한 수정배당프리미엄(modified dividend premium) 변수를 설명변수로 하여 회귀분석을 한 결과이다. 회귀분석 결과 수정배당프리미엄이 모든 모형에서 외국인의 배당선호거래와 5% 이상에서 유의한 양(+)의 값을 가지고 있어 배당 프리미엄이 높을수록 외국인 투자자의 배당선호 거래도 높게 나타나, 외국인 투자자도 케이터링 이론에 기반 한 거래를 하는 것으로 나타났다. 즉 시장에서 배당 지급 기업에 대한 수요가 높아져 배당에 대한 프리미엄을 지급하는 경우에 외국인 투자자도 배당락일 이전에 배당지급 기업에 대한 매수 수요가 높아진다고 해석할 수 있다.

<표 7>의 Panel A와 B를 종합하여보면 시장의 분위기가 낮은 경우에 배당락일 이전 10일의 외국인 투자자의 배당선호 거래는 증가하며, 수정배당프리미엄이 높을 경우에 배당락일 이전 10일의 외국인 투자자의 배당선호 거래는 증가한다. 또한 낮은 시장 분위기일 때 외국인 투자자의 배당선호거래는 개별 기업의 배당수익률과 양(+)의 관계를 가져 배당수익률 정보를 투자의사결정에 반영한다는 것을 확인할 수 있었다.

<표 7> 시장분위기에 따른 외국인 투자자 배당선호 거래 회귀분석 결과

2003년부터 2015년까지의 배당부일 외국인거래가 있었던 12월 결산법인 비금융업종으로 배당지급기업 대상이다. 모든 변수에 대하여 상하 1%의 이상치를 조정(winsorization)하였다. ( )는 표준오차(standard error)이며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

Panel. A. 투자자심리지수(SENT)와 배당선호 거래

$$\text{Model 1: } CUM\_NBR_i = \beta_0 + \beta_1 SENT + \beta_2 SIZE + \beta_3 Lever + \beta_4 MTB + \beta_5 Risk + \beta_6 ROE + \beta_7 F\_dummy + \beta_8 M\_dummy + industry\_dummy + \epsilon$$

$$\text{Model 2: } CUM\_NBR_i = \beta_0 + \beta_1 SENT + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 stage + \beta_5 S\_growth + \beta_6 FCF + \beta_7 S\_Growth + \beta_8 F\_dummy + \beta_9 M\_dummy + industry\_dummy + \epsilon$$

VARIABLES	model 1	model 2	model 3	model 4
SENT	-0.00065*** (0.00012)	-0.00066*** (0.00012)	-0.00047*** (0.00016)	-0.00045*** (0.00016)
LowSENT			0.00817* (0.00478)	0.00958** (0.00468)
*Div_yield size	-0.00001 (0.00005)	-0.00000 (0.00005)	-0.00000 (0.00005)	-0.00001 (0.00005)
lever	-0.00049 (0.00041)		-0.00053 (0.00041)	
MTB	0.00017** (0.00007)	0.00018*** (0.00007)	0.00019*** (0.00007)	0.00020*** (0.00007)
risk	-0.00002* (0.00001)		-0.00002 (0.00001)	
ROE	0.00088* (0.00052)		0.00082 (0.00052)	
stage		0.00078** (0.00035)		0.00075** (0.000354)
s_growth		-0.00010 (0.00024)		-0.00010 (0.00024)
fcf		0.000345 (0.00064)		0.000333 (0.00064)
f_dummy	0.00007 (0.00016)	0.00009 (0.00016)	0.00008 (0.00016)	0.00010 (0.00016)
m_dummy	0.00001 (0.00014)	0.00004 (0.00013)	0.00002 (0.00014)	0.00005 (0.00013)
Constant	0.00083 (0.00103)	-0.00019 (0.00102)	0.00041 (0.00106)	-0.00052 (0.00103)
Observations	4,385	4,385	4,385	4,385
R-squared	0.014	0.013	0.015	0.014
industry	yes	yes	yes	yes

Panel. B. 수정배당프리미엄(Div\_P)과 배당선호거래

$$\text{Model 1 : } CUM\_NBR_i = \beta_0 + \beta_1 Div\_Pr + \beta_2 SIZE + \beta_3 Lever + \beta_4 MTB + \beta_5 Risk + \beta_6 ROE + \beta_7 F\_dummy + \beta_8 M\_dummy + industry\ dummy + \epsilon$$

$$\text{Model 2 : } CUM\_NBR_i = \beta_0 + \beta_1 Div\_Pr + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 stage + \beta_5 S\_growth + \beta_6 FCF + \beta_7 S\_Growth + \beta_8 F\_dummy + \beta_9 M\_dummy + industry\ dummy + \epsilon$$

VARIABLES	model 1	model 2	model 1-1	model 2-1
Div_pr	0.00070** (0.00031)	0.00059** (0.00031)	0.00073** (0.00031)	0.00063** (0.00031)
size	-0.00002 (0.00005)	-0.00003 (0.00005)	-0.00002 (0.00005)	-0.00002 (0.00005)
stage		0.00045 (0.00035)		0.00043 (0.00036)
s_growth		0.00010 (0.00024)		0.00011 (0.00024)
MTB	0.00009 (0.00007)	0.00012* (0.00006)	0.00012* (0.00007)	0.00015** (0.00007)
FCF		0.00032 (0.00063)		0.00042 (0.00064)
lever	-0.00027 (0.00040)		-0.00036 (0.00041)	
risk	0.00000 (0.00001)		0.00000 (0.00001)	
ROE	0.00134*** (0.00052)		0.00136*** (0.00052)	
f_dummy	0.00017 (0.00016)	0.00020 (0.00016)	0.00016 (0.00016)	0.00020 (0.00016)
m_dummy	0.00003 (0.00013)	0.00005 (0.00013)	0.00001 (0.000135)	0.00003 (0.00014)
Constant	0.00065 (0.00097)	0.00033 (0.00097)	0.00078 (0.00103)	0.00047 (0.00102)
Observations	4,385	4,385	4,385	4,385
R-squared	0.005	0.004	0.009	0.007
industry	no	no	yes	yes

#### 4. 외국인 선호 주식의 장기성과 분석 결과

<표 8>은 가설 2를 검증하기 위하여 외국인 투자자의 배당선호 거래와 기업의 장기성과의 관계를 회귀분석을 통해 분석한 결과이다. 배당선호에 대한 이론적 배경과 통제변수의 상관관계를 고려하여 모형 1과 모형 2를 나누어 분석하였으며, 장기성과는 보유기간초과수익률(Buy and Hold Abnormal Return)을 12개월과 24개월을 구하여 각각의 모형에 대하여 회귀분석을 실시하였다. 24개월의 보유기간초과수익률을 구할 수 없는 2015년 샘플은 BHAR(1,24)을 종속변수로 한 모형에서는 제외되었다.

분석결과 외국인이 배당락일 이전에 선호된 주식의 경우의 장기성과가 모든 모형에서 5%이내에서 유의하게 양(+)의 관계를 가짐을 확인할 수 있다. 즉, 배당락일 이전에 외국인 투자자가 선호한 주식일수록 12개월과 24개월의 장기성과가 모두 높다고 해석할 수 있다. 그러므로 외국인 투자자의 배당선호거래는 기업의 장기성과와 양(+)의 관계를 가지고 있다는 가설 2를 채택하고 있다.

그리고 장기성과와 기업규모와는 유의적으로 음(-)의 관계를 보여서 외국인 투자자의 선호 거래에서 기업 규모가 상대적으로 작은 주식들의 장기성과가 좋다는 것을 알 수 있다. 이는 외국인 투자자가 기업규모가 큰 주식만을 선호하는 것을 아니라는 결과를 보여줄 뿐 아니라 기업규모가 작은 주식의 투자를 통해서 장기성과에서 좋은 수익률을 얻고 있음을 시사하고 있다. 이러한 결과는 외국인 투자자가 국내 기업의 규모를 통한 안정성만 보는 것이 아니라 성장성(MTB) 및 수익성(ROE)등의 종합적인 기업의 정보를 이용하여 투자 결정을 하고 있다는 것을 보여준다.

기존 선행연구에서 논의되었던 외국인 투자자 지분율과 배당수익률간의 일관되지 못한 결론은 배당 수익률 측정이 시가 기준으로 이루어지기 때문이라고 추측하였다. 외국인 지분이 많은 기업에서 주가의 상승이 배당의 증가보다 더 크게 일어났을 수 있기 때문에 음(-)의 결과가 나왔다고 예상하였는데 본 연구 결과를 토대로 해석해 본다면 연말에 배당 수익을 위하여 매수한 주식들의 우월한 장기성과를 통해 주가 상승이 배당수익률 상승보다 상대적으로 컸을 수 있다고 해석할 수 있다.

마지막으로 <표 9>에서는 가설 1-1와 가설 1-2와 관련하여 각각 시장의 분위기가 낮을 때와 배당프리미엄이 높은 경우에 외국인 투자자의 배당선호거래

가 장기성과와 어떠한 관계를 가지는지 회귀분석을 통해서 살펴보았다. Griffin, Harris, Topaloglu(2003)에 따르면 기관투자자들의 경우에 과거 주가 수익률을 따라 투자하는 경향이 있으며, 국내 주식시장에서도 외국인 투자자가 추종전략을 이용한 투자 방식을 통해 초과수익률을 얻고 있다는 선행연구(김동순, 진영순 2004)를 반영하여 직전연도의 월별 누적수익률 변수( $Pre\_ret$ )를 추가하여 분석을 수행하였다.

Panel. A에서는 시장 분위기( $SENT$ )가 낮을 때 외국인 선호 주식의 장기성과를 살펴보기 위해서 낮은 시장분위기 더미변수( $LowSENT$ )와 외국인 배당선호거래( $Cum\_NBR$ )의 교차변수를 시장분위기변수( $SENT$ )와 함께 분석하였다. 그 결과 12개월 장기성과 모형에서 1%로 유의한 음(-)의 관계를 나타내는 것으로 확인되었다. 이는 시장의 분위기가 낮을 때 외국인 투자자가 선호하는 기업의 장기성과는 좋지 못하다는 것을 뜻한다. 낮은 시장 분위기에서는 미래 불확실성에 대해서 더 부정적으로 평가하게 되어 위험회피( $risk\ aversion$ ) 성향이 커지게 되고 결국 이는 확실한 현금으로 주어지는 배당금에 대한 선호로 이어질 수 있다. 그런데 시장 분위기가 낮은 경우에는 기업의 장기적 가치 평가 보다는 상대적으로 단기적인 배당수익에 초점을 맞추어 투자하게 되므로 장기성과가 떨어진다고 해석 할 수 있다.

Panel. B에서는 배당프리미엄( $DIV\_P$ )이 높을 때 외국인 선호 주식의 장기성과가 어떠한지 살펴보았다. 배당프리미엄이 높은 그룹의 더미변수( $High\_Div\_Pr$ )를 외국인 배당선호거래( $Cum\_NBR$ )와의 교차변수로 하여 회귀분석 모형에서 살펴본 결과 배당프리미엄이 높은 시기, 즉 투자자의 배당에 대한 수요가 높은 때에 외국인 투자자가 많이 매수한 기업의 장기성과는 음(-)의 관계를 가지고 있었다. 12개월 장기성과에서는 1% 이내로 유의한 음의 관계를 가지고 있었지만 24개월 장기성과에서 통계적인 유의성은 사라지고 음의 관계만을 보여주고 있다. 이를 통해 가설 1-2 배당 프리미엄이 높은 경우에 외국인 투자자의 배당선호거래는 장기성과와 음(-)의 관계를 가진다는 가설을 지지하고 있다.



<표 8> 외국인 투자자 배당선호 거래와 장기성과에 대한 회귀분석 결과

장기성과의 측정치로써 보유기간초과수익률(Buy and Hold Abnormal Return)을 12개월과 24개월을 구하여 각각의 모형에 대하여 회귀분석을 실시하였다. 24개월의 초과수익률을 구할 수 없는 2015년 샘플은 BHAR(1,24)을 종속변수로 한 식에서는 제외되었다. 모든 변수는 상하 1%에서 이상치를 조정(winsorization) 하였으며, ( )는 표준오차(standard error)이며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

$$BHAR = \beta_0 + \beta_1 Cum\_NBR + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 FCF(\text{or } Lever) + \beta_5 Risk(\text{or } Stage) + \beta_6 ROE(S\_Growth) + \beta_7 F\_dummy + \beta_8 M\_dummy + industry\_dummy + \epsilon$$

VARIABLES	BHAR(1,12)		BHAR(1,24)	
	model 1	model 2	model 3	model 4
Cum_NBR	5.367** (2.526)	5.949** (2.609)	7.997** (3.593)	9.297** (3.637)
size	-0.0291*** (0.00900)	-0.0489*** (0.00858)	-0.0421*** (0.0128)	-0.0397*** (0.0119)
lever	0.133* (0.0723)		0.360*** (0.1030)	
MTB	0.157*** (0.0127)	0.203*** (0.0127)	0.0753*** (0.0180)	0.124*** (0.0177)
risk	0.0236*** (0.0019)		0.0039 (0.0028)	
ROE	0.985*** (0.0890)		1.416*** (0.1270)	
stage		-0.300*** (0.0650)		-0.213** (0.0907)
s_growth		0.193*** (0.0402)		0.275*** (0.0561)
fcf		0.118 (0.112)		0.455*** (0.1570)
f_dummy	-0.0303 (0.0275)	-0.0102 (0.0283)	-0.0568 (0.0391)	-0.0295 (0.0394)
m_dummy	-0.0022 (0.0235)	-0.0109 (0.0242)	-0.0381 (0.0335)	-0.0165 (0.0337)
Constant	0.172 (0.1780)	1.052*** (0.1820)	0.778*** (0.2540)	0.991*** (0.2540)
Observations	3,513	3,513	3,474	3,474
R-squared	0.151	0.093	0.063	0.039
industry	yes	yes	yes	yes

<표 9> 외국인 투자자 배당선호 거래와 장기성과에 대한 회귀분석 결과

장기성과의 측정치로써 보유기간초과수익률(Buy and Hold Abnormal Return)을 12개월과 24개월을 구하여 각각의 모형에 대하여 회귀분석을 실시하였다. 24개월의 초과수익률을 구할 수 없는 2015년 샘플은 BHAR(1,24)을 종속변수로 한 식에서는 제외되었다. 모든 변수는 상하 1%에서 이상치를 조정(winsorization) 하였으며, ( )는 표준오차(standard error)이며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

$$BHAR = \beta_0 + \beta_1 SENT(or LowSENT * Cum.NBR) + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 FCF + \beta_5 Risk(or Stage) + \beta_6 F\_dummy + \beta_7 M\_dummy + industry\_dummy + \epsilon$$

Panel. A 시장 분위기(SENT)가 낮을 때 외국인 선호 주식의 장기성과

VARIABLES	BHAR(1,12)		BHAR(1,24)	
	model 1	model 2	model 3	model 4
SENT	-0.154*** (0.0104)	-0.154*** (0.0103)	-0.214*** (0.0236)	-0.190*** (0.0235)
LowSENT	-4.444*** (1.5580)	-4.686*** (1.5510)	-3.942 (3.5300)	-1.948 (3.5540)
*Cum_NBR	0.0041 (0.0045)	0.0097** (0.0042)	-0.0098 (0.0102)	0.0164* (0.0096)
size				
lever	0.0079 (0.0361)		0.232*** (0.0817)	
MTB	0.0279*** (0.0065)	0.0233*** (0.0063)	-0.0433*** (0.0146)	-0.0423*** (0.0145)
risk	0.0007 (0.0010)		-0.0191*** (0.0023)	
ROE	-0.101** (0.0460)		0.291*** (0.1050)	
pre_r	0.900*** (0.0088)	0.901*** (0.0084)	0.911*** (0.0203)	0.889*** (0.0195)
stage		0.143*** (0.0317)		0.217*** (0.0726)
s_growth		0.0509*** (0.0195)		0.120*** (0.0448)
fcf		-0.0026 (0.0541)		0.309** (0.1240)
f_dummy	-0.0524*** (0.0138)	-0.0682*** (0.0137)	-0.0856*** (0.0312)	-0.0928*** (0.0313)
m_dummy	-0.0110 (0.0117)	-0.0180 (0.0117)	-0.0490* (0.0266)	-0.0267 (0.0267)
Constant	-1.133*** (0.0901)	-1.253*** (0.0906)	-0.536*** (0.2040)	-1.257*** (0.2080)
Observations	3,513	3,513	3,474	3,474
R-squared	0.789	0.790	0.409	0.399
industry	yes	yes	yes	yes

Panel. B. 배당프리미엄(DIV\_P)이 높을 때 외국인 선호 주식의 장기성과

모든 변수는 상하 1%에서 이상치를 조정(winsorization) 하였으며, ( )는 표준오차(standard error)이며, \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타낸다.

$$BHAR = \beta_0 + \beta_1 SENT(\text{or } LowSENT * Cum.NBR) + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 FCF + \beta_5 Risk(\text{or } Stage) + \beta_6 F\_dummy + \beta_7 M\_dummy + industry\ dummy + \epsilon$$

VARIABLES	BHAR(1,12)		BHAR(1,24)	
	model 1	model 2	model 3	model 4
Div_Pr	0.579*** (0.0265)	0.553*** (0.0265)	0.888*** (0.0608)	0.909*** (0.0609)
High_Div_Pr	-5.586*** (1.789)	-6.133*** (1.793)	-2.897 (4.102)	-1.474 (4.114)
*Cum_NBR	0.0006 (0.0044)	0.0009 (0.0041)	-0.0137 (0.0100)	0.0016 (0.0093)
lever	0.0399 (0.0348)		0.229*** (0.0800)	
risk	0.0058*** (0.0010)		-0.0115*** (0.0022)	
ROE	0.0822* (0.0431)		0.428*** (0.0999)	
pre_r	0.906*** (0.0082)	0.918*** (0.0079)	0.902*** (0.0192)	0.900*** (0.0185)
stage		0.0305 (0.0308)		0.0281 (0.0710)
s_growth		0.0889*** (0.0189)		0.155*** (0.0435)
fcf		0.0215 (0.0524)		0.263** (0.1210)
f_dummy	-0.0175 (0.0132)	-0.0263** (0.0132)	-0.0599** (0.0304)	-0.0529* (0.0304)
m_dummy	-0.0123 (0.0114)	-0.0200* (0.0113)	-0.0561** (0.0261)	-0.0352 (0.0261)
Constant	-1.084*** (0.0870)	-0.996*** (0.0877)	-0.487** (0.2000)	-0.865*** (0.2020)
Observations	3,513	3,513	3,474	3,474
R-squared	0.802	0.801	0.428	0.423
industry	yes	yes	yes	yes

## V. 결론

본 연구는 한국 주식 시장에서 외국인 투자자의 배당 선호가 실제로 존재하는지 검증하고, 외국인 투자자의 배당 선호가 존재한다면 전통적인 재무 이론 및 배당 케이터링 이론(catering theory)을 통해 설명하고자 하였다. 이를 위하여 다음과 같은 분석을 시도하였다.

첫째, 한국 주식시장에서 외국인 투자자의 배당 선호 현상이 존재하고 있는지 검증하기 위해서 배당 공시 및 배당락일 이전의 투자자별 거래행태를 비교 분석하였다. 두 번째, 국내 주식시장에서 배당 공시일보다 배당락일이 선행하는 제도를 고려하여 외국인들이 전년도의 배당수익률 정보를 배당 선호거래에 반영하는지 검증하였다. 세 번째, 외국인투자자들의 배당선호거래의 장기성과를 분석하여 외국인 투자자들의 배당선호거래와 장기성과 간의 관계에 대해 분석하였다. 마지막으로 외국인 투자자들의 배당선호 거래가 행태재무 이론의 배당 케이터링 이론에 따라 시장분위기 및 배당프리미엄에 영향을 받는지 검증하였다. 시장분위기가 낮거나 수정배당프리미엄이 높은 시기의 배당선호거래가 두드러지는지, 이러한 경우의 장기성과는 일반적인 배당선호거래의 장기성과와 어떻게 다른지 분석하였다.

본 연구의 분석 내용 및 실증 분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 한국에서 외국인 투자자의 배당락일 이전에 배당선호 거래가 다른 투자자그룹에 비해서 두드러지게 나타났다. 외국인 투자자는 배당공시일 및 배당락일 이전에 순매수전략을 취하였으며, 내국인 투자자 그룹은 순매도 전략을 취한 것으로 나타났다. 이는 내국인 투자자들에 비해 외국인 투자자들이 배당을 고려한 투자의사결정을 내리고 있음을 시사한다.

또한 2003년부터 2015년의 한국 유가증권시장에 상장된 비금융업 12월 결산 법인을 대상으로 한 회귀분석을 통하여 외국인 투자자의 배당선호 거래는 직전 연도의 배당수익률과 양(+)의 관계를 가지고 있음을 검증하였다. 이는 배당공시일보다 배당락일이 선행하는 국내의 배당제도 하에서 외국인 투자자들이 배당락일 이전에 직전연도 배당수익률 정보를 반영한 거래를 하고 있음을 의미한다. 또한 배당수익률이 높은 주식을 배당락일 이전에 매수함으로써, 외국인 투자자의 투자 의사 결정에 배당 수익이 고려되고 있음을 보여준다.

두 번째, 외국인 투자자의 배당선호거래는 배당 케이터링 이론이 적용되어 투자자심리지수와는 음(-)의 관계를 가지며, 수정배당프리미엄과는 양(+)의 관계를 가진다는 것을 검증하였다. 즉, 투자자 심리 지수가 높을 때보다 투자자 심리지수가 낮을 때 외국인 투자자의 배당 선호거래가 더 강하게 일어난다. 이는 시장에 대한 부정적인 전망으로 위험에 대한 회피(risk aversion)에 대한 정도가 커져서 현재의 확실한 현금흐름인 배당에 대한 선호가 높아지는 것이기 때문에 시장분위기가 낮을 때 배당선호거래가 높게 나타나는 것이다. 또한 배당에 대한

수요가 높아져 배당 지급 기업에 대한 수정 배당 프리미엄을 많이 지급할수록 외국인 투자자의 배당 선호 거래가 더 많이 일어났다.

세 번째, 배당락일 이전에 외국인 투자자들의 배당선호 거래는 기업의 장기성과 양(+)의 관계를 가지고 있다. 즉, 외국인 투자자들이 많이 매수하는 기업의 장기성고가 높은 것으로 해석할 수 있다. 그러나 배당 케이터링 이론(catering theory)에 따라 시장의 분위기가 낮거나 수정배당프리미엄이 높은 시기에 외국인 투자자가 많이 매수하는 기업의 장기성고는 오히려 떨어지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 시장 분위기가 낮을 때 외국인 투자자들이 배당수익을 실현하기 위하여 장기적 투자 관점에 반하더라도 배당수익률이 높은 기업을 선택한다고 해석할 수 있다.

본 연구의 공헌 및 실무적인 시사점은 다음과 같다.

첫째, 외국인 투자자의 배당 선호에 대한 분석을 지분율이 아닌 배당공시일 및 배당락일 이전 일별 거래량 기준으로 분석하여 외국인 투자자의 배당선호에 대한 거래행태를 구체적으로 살펴보았다. 또한 이전의 선행연구에서 외국인 투자자의 지분율과 배당수익률 관계에 대해서 일관되지 못한 결론을 거래량 기준 및 장기성고를 통해서 더 높은 외국인 투자자의 배당수익률에 따른 배당선호 현상을 심도 있게 설명할 수 있게 되었다. 두 번째, 한국 주식시장에서 내국인 투자자에 비해 외국인 투자자의 배당에 대한 더 높은 관심과 매수성향에 대해서 검증하여 경영자들이 배당 정책을 결정할 때 투자자별 배당 선호를 고려하여야 한다는 시사점을 제공한다. 특히 높은 배당수익률 정보를 통해서 외국인 투자자의 적극적인 투자를 유도할 수 있을 것이다. 세 번째, 외국인 투자자들은 배당 케이터링 이론에 따라서 시장의 분위기가 낮고 배당 프리미엄이 높을 때 기업의 장기적인 가치 평가보다 단기적인 배당수익률 관점에서 투자하는 성향이 있음을 확인하였다. 그러므로 기업은 배당의 선호가 시장의 분위기에 따라 달라진다는 것을 인지하고 주주를 만족시키기 위한 의사결정에 참고할 수 있을 것이다.

## 참 고 문 헌

- 곽노걸, 전상경. (2013). 외국인 투자성과와 주식시장 영향력 분석. 재무관리연구, 30(2), 139-168.
- 김동순, 전영순. (2004). 외국인투자자 대 국내투자자의 정보우위. 증권학회지, 33(2), 1-44.
- 김병곤, 김동욱, 김동희. (2010). 정보비대칭과 배당정책: 배당신호가설 검증. 금융공학연구, 9(1), 99-124.
- 김성민. (1997). 배당락일의 주가행태에 관한 효율성 검증. 재무연구, 10(2), 145-170.
- 김성민, 김지은. (2004). 연구논문: 현금배당 사전공시기업의 정보효과 및 배당락일의 주식수익률. 재무관리연구, 21(1), 1-32.
- 김영환, 정성창, 전선애. (2009). 연구논문: 외국인 투자자가 국내 유가증권시장 상장기업의 배당 행태에 미치는 영향에 대한 연구: 다양한 계량경제모형의 적용. 재무관리연구, 26(1), 1-29.
- 김장호, 손판도, 이준석. (2011). 우리나라 기업의 배당성향 결정요인. 산업경제연구, 24(4), 2521-2539.
- 박경서, 변희섭, 이은정. (2009). 한국주식시장에 사후적 지배구조 프리미엄이 존재하는가?. 한국증권학회지, 38(4), 423-454.
- 박수철. (2013). 배당공시일 투자자별 거래행태 비교 분석. 경영연구, 28, 217-239.
- 박철, 박수철. (2011). 배당락일 투자자별 거래행태 비교 분석. 재무관리연구, 28(4), 57-85.
- 빈기범, 조성훈. (2005). 외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석. 이슈페이퍼, 한국증권연구원.
- 설원식, 김수정. (2005). 외국인투자자가 국내기업의 설비투자에 미치는 영향. 국제경영리뷰, 9(1), 53-68.
- 이영주, 변상혁. (2015). 배당정책 변화와 기관투자자 지분율 변화와의 관계. 대한경영학회지, 28(7), 1899-1920.
- 이인무, 이은정, 박경서. (2003). 국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구. 재무연구, 16(2), 195-229.
- 조성순. (2013). 한국 기업의 배당정책, 기업지배구조 및 투자자별 공모도 거래행태에 관한 연구. 이화여자대학교 박사논문. 이화여자대학교 대학원.
- 조진웅, 홍순정. (2012). 외국인 투자자의 포트폴리오 성과분석. 국제회계연구, 46(12), 303-320.

- Asquith, P., and Mullins Jr, D. W. (1983). The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth. *Journal of business*, 77-96.
- Baker, M., and Wurgler, J. (2004). A catering theory of dividends. *The Journal of Finance*, 59(3), 1125-1165.
- . (2004b). Appearing and disappearing dividends: The link to catering incentives. *Journal of Financial Economics*, 73(2), 271-288.
- . (2006). Investor sentiment and the cross section of stock returns. *The Journal of Finance*, 61(4), 1645-1680.
- Bhattacharya, S. (1979). Imperfect information, dividend policy, and "the bird in the hand" fallacy. *Bell journal of economics*, 10(1), 259-270.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. M. (2006). Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory. *Journal of Financial economics*, 81(2), 227-254.
- Ferris, S. P., Sen, N., and Yui, H. P. (2006). God Save the Queen and Her Dividends: Corporate Payouts in the United Kingdom\*. *the Journal of Business*, 79(3), 1149-1173.
- Ferris, S. P., Jayaraman, N., and Sabherwal, S. (2009). Catering effects in corporate dividend policy: The international evidence. *Journal of Banking and Finance*, 33(9), 1730-1738.
- Fuller, K. P., and Goldstein, M. A. (2011). Do dividends matter more in declining markets?. *Journal of Corporate Finance*, 17(3), 457-473.
- Griffin, J. M., Harris, J. H., and Topaloglu, S. (2003). The dynamics of institutional and individual trading. *The Journal of Finance*, 58(6), 2285-2320.
- Jensen, M. C. (1986). Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. Corporate Finance, and Takeovers. *American Economic Review*, 76(2).
- Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance*, 27(5), 993-1007.
- Kim, K., and Byun, J. (2010). Effect of investor sentiment on market response to stock split announcement. *Asia Pacific Journal of Financial Studies*, 39(6), 687-719.
- Kim, K., and Byun, J. (2013). Dividend Catering, Investor Protection, and Sentiment: A Cross-Country Analysis. CAFM Conference (Seoul).

- Ko, K., Kim, K., and Cho, S. H. (2007). Characteristics and performance of institutional and foreign investors in Japanese and Korean stock markets. *Journal of the Japanese and International Economies*, 21(2), 195-213.
- Lakonishok, J., Shleifer, A., and Vishny, R. W. (1992). The impact of institutional trading on stock prices. *Journal of financial economics*, 32(1), 23-43.
- Miller, M. H., and Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *the Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H., and Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of finance*, 40(4), 1031-1051.
- Nissim, D., and Ziv, A. (2001). Dividend changes and future profitability. *the Journal of Finance*, 56(6), 2111-2133.
- Richardson, G., Sefcik, S. E., and Thompson, R. (1986). A test of dividend irrelevance using volume reactions to a change in dividend policy. *Journal of Financial Economics*, 17(2), 313-333.
- Ross, S. A. (1977). The determination of financial structure: the incentive-signalling approach. *The bell journal of economics*, 23-40.
- Venkatesh, P. C. (1989). The impact of dividend initiation on the information content of earnings announcements and returns volatility. *Journal of Business*, 175-197.
- Zwiebel, J. (1996). Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *The American Economic Review*, 1197-1215.
- 한국거래소, marketdata.krx.co.kr
- 에프앤가이드 보고서. (2016. 03), www.fnguide.com
- 한국경제. 2016년 3월 3일 기사,  
<http://www.hankyung.com/news/app/newsview.php?aid=2016030350721>



# Dividend preference of foreign investors based on trading behavior

Kyunghee Park\* · Jinho Byun\*\*

## <ABSTRACT>

This study examines whether the dividend preference of foreign investors exists in Korean stock market and suggests explanations for the preference through the conventional finance theories and the dividend catering theory.

The main findings of this study are summarized as follows. First, foreign investors show a net buying position on the dividend announcement date and the cum-dividend date and it has same propensity during 10 days before the ex-dividend date. Second, this study finds that there is a statistically significant positive correlation between foreign investors' trading that indicates dividend preference and last year's dividend yield. Third, after examining whether a catering theory of dividend is applied to the foreign investor group, this study finds that a negative correlation between dividend preference of foreign investors and investor sentiment index. Also, there is a positive correlation between dividend preference of foreign investors and modified dividend premium. Forth, this study finds that there is a statistically significant positive correlation between the dividend preference of foreign investors and the long term performance that is measured by BHAR. On the contrary, there is a statistically significant negative correlation between the dividend preference of the foreign investors and the long term performance when investor sentiment index is low or modified dividend premium is high. It implies that foreign investors aggressively invest in stock with high dividend yield for earning even though it was against the long term perspective.

Keyword : Dividend preference, Dividend premium, Catering theory, foreign investor, trading volume

---

\* Graduate student, Ewha School of Business, Ewha Womans University, Email: [kyungheepark@ewha.ac.kr](mailto:kyungheepark@ewha.ac.kr)

\*\*Corresponding Author. Professor, Ewha School of Business, Ewha Womans University, E-mail: [jbyun@ewha.ac.kr](mailto:jbyun@ewha.ac.kr)