

대리인 문제와 정보비대칭성이 배당유연화

정책에 미치는 영향에 대한 연구

정진호*·윤창현**

<요약>

Lintner(1956)는 기업들의 이익의 변화 속도보다 배당의 변화 속도가 상대적으로 늦는 현상을 발견하고 이를 배당유연화 현상 (Dividend Smoothing)이라 정의하였다. 기존의 연구가 주로 신호이론이나 혹은 대리인 이론의 개별적 관점에서 배당 유연화 정책의 결정요소들을 분석한 반면 본 연구에서는 두 가지 이론을 동시에 고려하여 배당 유연화 정책의 요소들을 분석하였다. 본 연구를 위해 상장기업 중 통계적으로 유의한 배당 유연화 정도의 측정이 가능한 시계열 자료가 있는 155 개 기업을 대상으로 1997 년 1 월 1 일부터 2015 년 12 월 31 일까지의 자료를 이용하여 배당 유연화 결정요소들을 Leary and Michaely 모형을 이용하여 분석하였다. 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 분석 대상 기업의 평균 배당 조정 속도가 0.43, 모형의 설명력 평균이 40%정도로 나타나 국내기업들이 배당 유연화 정책을 평균적으로 택하고 있는 것으로 나타났다. 또한 표본기간 동안 분석 대상 기업의 장기목표 배당성향의 평균은 24%정도 인 것으로 나타나 이익의 약 1/4 을 배당으로 지급하는 것이 장기적인 기준이 되는 것이 발견되었다.

둘째, 소유-지배 구조 괴리도가 클수록 배당 조정속도가 빨라진다 (배당 유연화 정도가 약해진다)는 것을 발견하였다. 이는 대리인 문제가 심각한 기업일수록 오히려 배당유연화 경향이 줄어든다는 것을 의미하므로 기존의 국내 연구결과와 상충된다. 기존 연구결과는 주로 최대 주주 지분율을 이용하여 대리인 변수를 측정함으로써 본 연구에서 이용되는 변수와는 차이가 있다. 그리고 기존 연구에서 사용된 잉여현금 흐름 이나 혹은 종업원 지분율 변수 등에서도 유의한 관계를 발견할 수 없어 기존 연구결과의 해석에 주의할 필요가 있다고 판단된다.

셋째, 신호 변수만 고려한 분석 결과에서는 신호 변수 중 어느 변수도 배당 유연화 정책과 유의한 관계를 보이는 변수는 발견되지 않아 정보 비 대칭성이 배당 유연화의 동인으로 작용하지 않는 것으로 보여진다. 이는 Kumar (1988)가 정보 비대칭이 큰 기업에서 배당 유연화를 통하여 신호를 전달한다고 주장하는 것과는 상충되는 결과이나 대부분의 국내연구에서 정보 비대칭과 배당 유연화가 서로 관련이 없다는 결과를 보고하고 있는 것과는 일치하는 결과이다.

넷째, 신호와 대리인 변수를 동시에 고려한 분석에서는 대리인 변수 중 소유-지배 괴리도 변수가 통계적으로 유의한 양의 값을 보여주고 있고 신호 변수 중 기업규모가 유의한 음 (-)의 값을 나타내고 있는 것이 발견되었다. 이러한 결과는 정보 비대칭 정도가 높은 소규모 기업에서 오히려 배당 유연화를 할 신호 동기가 적다는 것을 시사한다.

마지막으로 신호와 대리인 변수 그리고 통제변수를 모두 고려한 분석에서는 소유-지배 괴리도 변수 가 통계적으로 유의한 양의 값을, 기업규모가 유의한 음 (-)의 값을 나타내고, 통제변수 중에서는 오직 이자율에서 유의한 음(-)의 계수 값이 발견되었다. 이러한 결과는 재무적 곤경을 초래하는 거시경제 환경하에서는 기업들이 배당 유연화 경향이 강해진다는 것으로 해석되어 거시 경제적 환경 변수들이 배당 유연화의 정도에 영향을 미칠 가능성이 제기된다.

Key-word: 배당유연화 정책, 대리인이론, 신호이론, 정보비대칭성

** 교신저자: 고려대학교 경영학부, 2511 Sejong-ro, Sejong city, E-mail: jayjeong@korea.ac.kr

***고려대학교 경영학과 석사과정, E-mail: jzzclub@korea.ac.kr

I. 서론

기업에게 있어서 배당정책은 기업의 방향성 및 미래 의사결정에 영향을 미치는 주요 의사결정 중 하나이며, 기업의 배당정책은 투자자의 해당기업에 대한 투자결정에 있어서 주요 고려대상임이 널리 알려져 있다. Lintner(1956)는 미국기업의 배당정책을 분석한 결과 기업들의 이익의 변화 속도보다 배당의 변화 속도가 상대적으로 늦는 현상을 발견하고 이를 배당유연화 현상(Dividend Smoothing)이라 정의하였다. 이후 거의 50년 뒤에 Brav, Graham, Harvey and Michaely (2005)의 384명의 재무책임자들을 대상으로 한 연구에서도 배당 유연화 현상이 지속적으로 나타나고 있음을 발견하여 배당 유연화 정책이 배당의 보편화 된 정책임이 다시 확인되었다. 이후 많은 연구들이 배당 유연화의 결정요인들을 분석하였는데 이러한 연구들은 크게 대리인 이론이나 혹은 신호 이론을 이용하여 배당 유연화 현상을 설명하고 있다.

대리인이론 관점에서는 배당유연화 현상은 대리인 문제를 줄이기 위한 수단으로 배당정책을 사용할 때 나타나는 현상이라고 주장한다 (Jensen 1986; Easterbrook 1984, Fudenberg and Tirole 1995; Allen, Bernardo and Welch 2000). 이와 관련하여 La Porta, Lopez-De-Silanes, Shleifer, and Vishny (2000) 와 Leary and Michaely (2011) 등은 미국기업을 대상으로 한 연구에서 배당 유연화 정책은 주로 대리인 문제에 기인한다는 연구결과를 발표하였다. 특히 Leary and Michaely (2011)는 정보 불균형, 대리인 문제, 세금의 영향 등을 각각 고려한 결과 정보불균형과 세금등은 배당 유연화 정책의 동기가 되지 않는다고 보고하고 있다.

한편 신호이론에서는 기업의 미래전망에 대한 정보비대칭 문제를 줄이는 수단으로 배당을 이용하여 외부주주에게 정보를 전달할 수 있다고 주장한다 (Miller and Rock. 1985; Brennan and Thakor 1990). 이럴 경우 안정적인 배당의 신호효과가 더 크기 때문에 배당유연화 정책을 할 유인이 있다는 것이다 (Kumar 1988; Brennan and Thakor 1990). 이와 관련한 실증연구에서 Chemmanur, Jie He, Gang Hu, and Helen Liu(2010)과 DeMarzo and Sannikov(2010) 등은 경영자와 외부 주주간 정보비대칭이 심할수록 배당 유연화 현상이 더 높게 나타나는 현상을 발견하여 신호이론에 기인한 배당 유연화 정책을 지지하고 있다.

기존의 연구가 주로 신호이론이나 혹은 대리인 이론의 개별적 관점에서 배당 유연화 정책의 결정

요소들을 분석한 반면 본 연구에서는 두 가지 이론을 동시에 고려하여 배당 유연화 정책의 요소들을 분석하였다. 사실 현실경제에서 대리인문제와 정보비대칭의 문제가 독립적으로 존재하는 경우는 거의 없다. 예를 들어 대리인(경영자)이 기업의 가치 극대화 보다는 자신의 사적 이익에 부합하는 의사결정을 하게 되어 발생하는 대리인문제가 정보비대칭의 문제로 인해 즉시 외부 주주에게 노출되어 않는다면 그로 인해 대리인 문제가 더 심각해질 가능성이 존재한다. 따라서 대리인문제와 정보비대칭문제는 상호결합적으로 발생하게 되며 배당 유연화 정책이 어느 문제에 더 기인하여 발생하는지는 실증적으로 검증해야 할 사안인 것이다. 이와 관련하여 Michaely and Roberts (2006)는 공개기업(public firms)에서의 배당 유연화정도가 비공개기업 (private firms)보다 상당히 높다는 것을 발견하고 이는 대리인 문제와 정보비대칭성의 문제가 비공개 기업에서 적게 나타나기 때문이라고 주장하고 있다. Michaely and Roberts (2006)의 연구결과는 대리인 문제와 정보 비대칭의 문제 모두 배당 유연화정도에 영향을 미친다는 것을 시사한다.

본 연구를 위해 상장기업 중 통계적으로 유의한 배당 유연화 정도의 측정이 가능한 시계열 자료가 있는 155개 기업을 대상으로 1997년1월1일부터 2015년 12월 31일까지의 자료를 이용하여 배당 유연화 결정요소들을 분석하였다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. I 장은 연구의 목적 및 배경 II 장은 기존 연구고찰 및 연구가설 설정 III 장은 연구설계 및 방법론 IV 장은 실증분석 결과 V 장은 요약 및 결론 VI 장은 참고문헌을 제시하여 연구를 마칠 것이다.

II. 선행연구

1. 배당유연화 정책과 대리인이론

Fudenberg and Tirole (1995)의 경영자 성과보상이 기업의 이익에 연동되는 최적 보상계약 모델에 따르면 경영자는 재직기간 중에 기업의 이익이 좋은 경우 차후에 있을 수 있는 기업의 이익이 좋지 않을 수 있는 시기의 위험 및 경영자 본인의 해고 위험에 대비하기 위해서 이익을 낮게 보고할 유인이 있으며 이러한 경영자의 이익조정으로 인하여 이익스무딩을 발생시키고

주주와 대리인 간의 문제 및 정보비대칭 문제를 발생시킨다고 하였다. 또한, 이러한 과정에 의해 배당유연화를 형성시킨다고 주장하였다. Allen, Bernardo and Welch (2000)은 경영자가 기관투자자를 유인할 목적으로 배당을 사용하고 기관투자자와의 대리인 문제를 해결하기 위해 배당유연화 정책을 이용하여 여유현금흐름에 대한 대리비용을 통제하는 효과를 발생 시킨다고 주장하였다.

같은 맥락으로 Jensen (1986)은 배당지급이 높거나 유연하면 기업은 외부자본조달에 대한 필요성이 증가하며 여유현금흐름이 감소하기 때문에 대리인비용을 줄이는 효과가 있다고 주장하였다. 즉, 배당유연화 정책에 Monitoring Device 가 내재 되어 있어 다른 기타의 Monitoring Device를 대체한다는 것이다. 이와 관련하여 Michaely and Roberts (2006), Javakhadze and Ferris (2014), Leary and Michaely (2011)등은 소유-집중도가 높은 기업에서 배당유연화정도가 낮다는 연구결과를 보고하고 있는데 이는 이들 기업이 대리인 문제에 적게 노출되어 있기 때문이라고 해석하고 있다. 그러나 한국을 대상으로 한 연구에서는 소유-집중도가 높은 기업이 배당유연화 정책을 많이 한다는 결과 (Jinho Jeong 2013)와 소유-집중도가 높은 기업이 배당유연화 정책을 적게 한다는 결과(한민연 and 강형구 2015), 지배구조가 좋은 기업이 배당유연화 정책을 적게 한다는 결과(반혜정 2015)등이 혼재된 양상을 나타내고 있다.

2. 배당유연화 정책과 신호이론

Kumar (1988), Kumar and Lee (2001), Guttman and Kadan (2008)등은 신호이론모형을 이용하여 배당 행태모형을 도출한 결과 정보 비대칭성이 클수록 배당 유연화 정도가 높을 것이라는 가설을 제시 했다.

이와 관련하여 Chemmanur, Jie He, Gang Hu, and Helen Liu (2010)는 홍콩과 미국 기업을 대상으로 최대주주 지분율이 높은 기업과 낮은 기업사이에 배당유연화가 가지고 있는 신호효과가 차별적으로 존재하는지를 비교 분석하였다. 배당에 대한 세율과 자본이득에 대한 세율이 같은 홍콩의 경우 보다는 다른 미국의 경우가 신호에 대한 유인이 크기 때문에 만약 나라별 두 그룹간의 배당유연화의 정도가 차이가 없다면, 배당유연화의 발생 원인이 정보비대칭에 따른 신호이론에 의해 발생한다는 점을 검증하였다. 그 결과 그룹간의 배당유연화의 정도에는 유의한

차이가 없음이 나타나 배당유연화의 발생원인이 정보비대칭에 의한 신호이론에 의한 것임을 발견하였다. 또한, 사건연구를 통해서 신호효과를 검증한 결과 홍콩과 미국 모두에서 신호효과가 존재하며, 홍콩이 미국보다 효과가 적은 것을 나타냄으로써 정보비대칭에 의한 신호이론이 배당유연화의 발생 원인이라는 점을 다시 확인하였다.

Acharya and Lambrecht (2015)는 기업내부자와 외부자간의 정보비대칭 상황에서 외부자는 기업내부자는 기업의 진정한 이익을 보고하기 보다는 기업 외부자들의 기대에 맞는 이익을 보고하려 하는 것을 나타냈다. 이러한 결과는 경영자는 주주들의 기대에 맞는 이익을 보고함으로써 이익유연화가 발생하고 이러한 이익유연화는 배당유연화를 발생시킨다고 주장하였다. 즉, 정보 비대칭이 이익의 유연화를 초래하고 결과적으로 배당유연화가 발생하는 것이라고 주장하였다.

반면에 Dewenter and Warther (1998)는 배당정책이 주가에 미치는 영향이 미국기업들보다 일본채벌기업에서 적게 나타나는 반면 이익의 변화에 대해서는 일본기업의 주가반응이 더 크며 일본채벌기업은 배당유연화 정도가 낮다는 것을 발견하였다. 이들의 결과는 일본에서 배당의 신호 역할이 높지 않다는 것을 의미하기 때문에 배당 유연화현상을 배당의 신호이론으로 설명하기는 부족하다는 것을 의미한다. 한편 Michaely and Roberts (2006)는 영국기업들을 소유형태에 따라 분류한 뒤 정보비대칭에 관한 분석을 하였고 그 결과 소유가 집중된 기업 및 소유가 분산된 기업 그리고 소유가 완전 분산된 기업 모두 에서 배당에 미래이익에 대한 정보가 담겨져 있다는 신호이론의 주장 근거를 발견 하지 못하였다. 즉, 신호이론은 영국 기업들의 배당정책 보다는 미국 기업들의 배당정책을 설명하는데 적합한 이론임을 주장하였다. 또한, 소유형태별 배당유연화와의 연관성을 분석한 결과 소유가 분산될수록 즉, 대리인 비용 및 정보비대칭 문제가 큰 기업들이 배당유연화를 많이 하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업들의 배당유연화 행태가 신호이론에 의해 발생하는 것이 아닌 대리인 문제에 의해 발생할 가능성이 있음을 시사하는 증거로 해석된다.

한편 Jinho Jeong(2013)은 한국기업들을 대상으로 배당유연화 정책의 결정 요인들을 분석한 결과 신호이론과 대리인 이론 모두 배당 유연화정도를 설명하지 못하고 있고 오히려 거시경제변수인 이자율이나 세금정책들이 배당 유연화 정도에 더 유의한 영향을 미친다고 보고 하고

있어 신흥시장의 배당정책 결정요인이 선진국의 결정요인과는 차이가 있다고 주장하고 있다.

3. 배당유연화 정책에 관한 국내 연구

배당유연화 정책과 관련된 국내 연구는 다음과 같다.

신민식(2008)은 Lintner(1956)의 배당조정모형을 이용하여 분석한 결과 한국의 상장기업들은 목표배당성향을 가지고 있으며, 실제 배당성향이 목표배당 성향에서 이탈하면 다시 배당지급을 부분적으로 조정하는 모습을 나타내고 있어 한국기업들도 배당 유연화 정책을 실시한다고 보고하였다.

고영경, 조성욱(2012)은 1997-2007년 한국기업들의 배당유연화의 결정요인을 분석하였고, 그 결과 기업경영에 대한 감시환경이 낮은 상황에서 배당유연화를 많이 하는 것으로 나타났다. 즉, 대리인 문제가 발생할 가능성이 높은 기업에서 배당유연화를 많이 하는 것을 발견하였다.

신민식, 김수은(2014)는 기업의 배당유연화가 주식수익률에 미치는 영향에 대해 실증분석 하였으며, 그 결과 배당유연화가 클수록(배당조정속도가 느릴수록) 주식수익률이 감소하는 것을 나타냈다. 즉, 투자자들이 배당유연화를 선호하고 배당유연화 기업의 위험을 낮게 평가하므로 주식수익률이 하락한다고 주장하고 있다.

한민연, 강형구(2015)는 한국 기업들을 대상으로 배당유연화의 결정요인을 분석하였고, 그 결과 정보비대칭이 높은 기업일수록 배당유연화정도가 낮은 것을 발견하였다.

류성희(2015)는 배당유연화가 주가에 미치는 영향을 분석한 결과 배당유연화를 많이 하는 기업일수록 주가가 높아 짐을 발견하였는데 이러한 결과는 주식시장 참가자들이 배당의 변동성이 낮은 기업을 선호함을 시사한다고 주장했다.

반혜정(2015)는 기업지배구조와 배당유연화와의 관계를 패널 분석한 결과 지배구조가 비효율적인 기업은 일관된 배당 행태를 유지하고 하향 편차를 회피함으로써 보다 지속적이고

안정적인 배당 정책을 실시할 유인이 있는데 이런 안정적인 배당에 대한 묵시적인 약속은 경영자의 행동을 통제하는 대체적 장치로도 사용될 수 있다고 주장하고 있다.

한상범, 권세훈(2017)는 한국 기업들을 대상으로 신용등급 보유와 재무여력이 배당유연화에 미치는 영향에 관한 분석을 하였고, 그 결과 신용등급을 보유하지 않은 기업이 배당유연화를 많이 하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 신용등급을 보유하지 않은 기업이 배당유연화를 통해 정보비대칭을 완화함으로써 외부금융시장에 대한 접근가능성을 높이려는 결과로 해석된다고 주장하였다.

Ⅲ. 연구설계 및 방법론

1. 자료수집과 표본 기업 분류

본 연구에서는 1997년1월1일부터 2016년 3월 31일까지 코스피, 코스닥 시장에 상장된 기업 중에서 다음과 같은 기준에 따라 표본기업을 선정하였다.

- (1) 1997년 1월1일부터 2016년 3월31일까지 코스피, 코스닥 시장에 상장된 기업의 자료를 Kis-value 및 상장사협의회 금융감독원 전자공시시스템에서 구할 수 있는 비-금융업 기업
- (2) KIS-value sector 분류기준에서 누락된 기업이거나 SPC회사인 경우 제외.
- (3) 분석기간 중 비-연속적으로 15번 배당을 지급하지 않은 기업은 제외.²
- (4) 분석기간 중 비-연속적으로 15번 배당을 지급하였지만 손실년도에 배당을 지급하지 않은 기업은 제외.³
- (5) 분석기간 동안 결산일 변경이 있었던 기업은 제외.

이상의 조건을 충족하는 표본은 다음의 <표1>과 같다.

² (3)을 선정한 이유는 회귀계수의 안정성을 확보하기 위함이다.

³ (4)의 기준을 정한 이유에는 본 연구의 목적상 배당유연화 정책을 측정함에 있어서 표본기업에 non-positive EPS 기업이 포함될 경우 “불안정적인 자료로부터 Spurious regression(허구적 회귀) 문제가 발생하여 왜곡된 배당유연화 정책을 측정할 우려가 있기 때문에 이를 막기 위해 제외하였다”(Jinho jeong 2013).

〈표1: 분석대상 표본〉

구분	표본 출처	분석 대상 표본	합계								
초기표본	KIS-Value	KIS-Value 기준 비-금융업 코스피, 코스닥 상장사 전체 KIS-Value sector 분류 기준이 누락되었거나 SPC회사인 경우 1997-2015년 분석 기간 동안 15번 배당을 지급하지 않은 기업 1997-2015년 분석 기간 동안 15번 배당을 지급하였지만 손실년도에 배당을 하지 않은 기업 분석기간 중 결산일이 변경된 기업 ⁴ SOA의 값이(-)으로 측정된 기업이나 1이상으로 측정된 기업 SOA의 값이 유의하지 않은 기업	1998 (-)223 (-)1205 (-)280 (-)26 (-)45 [(-)64]								
제외합계			1843(1779)								
코스피	KIS-Value	1. KIS-IC Sector 350000/의료 2. KIS-IC Sector 200000/산업재 3. KIS-IC Sector 300000/필수소비재 4. KIS-IC Sector 450000/정보기술 5. KIS-IC Sector 400000/금융(지주회사) ⁵ 6. KIS-IC Sector 150000/소재 7. KIS-IC Sector 250000/자유소비재 8. KIS-IC Sector 100000/에너지 9. KIS-IC Sector 300000/유틸리티 10. KIS-IC Sector 300000/통신서비스	5(8) 30(43) 7(10) 5(9) 3(6) 23(37) 23(28) 3(3) 2(6) 1(1)								
합계			102(151)								
코스닥	KIS-Value	1. KIS-IC Sector 350000/의료 2. KIS-IC Sector 200000/산업재 3. KIS-IC Sector 300000/필수소비재 4. KIS-IC Sector 450000/정보기술 5. KIS-IC Sector 400000/금융(지주회사) 6. KIS-IC Sector 150000/소재 7. KIS-IC Sector 250000/자유소비재 8. KIS-IC Sector 100000/에너지 9. KIS-IC Sector 300000/유틸리티 10. KIS-IC Sector 300000/통신서비스	7(8) 9(10) 5(7) 4(5) 0(0) 16(21) 11(16) 1(1) 0(0) 0(0)								
합계			53(68)								
최종 표본 합계			155(219)								
year	년 도별 분석에 포함된 기업 수										
1998	85(121)	2001	135(193)	2004	155(219)	2007	155(219)	2010	155(219)	2013	155(219)
1999	94(134)	2002	155(219)	2005	155(219)	2008	155(219)	2011	155(219)	2014	155(219)
2000	115(166)	2003	155(219)	2006	155(219)	2009	155(219)	2012	155(219)	2015	155(219)
기업년도 합계											2599(3680) ⁶

⁴ 분석 기간 중 기업이 결산일을 변경하게 되면 KIS-Value 및 상장사협의회는 다른 기준으로 DATA를 수집함에 따라 DATA의 차이가 발생하게 되며, 이를 보완하기 위해 금융감독원의 공시자료를 사용함에 있어서도 1년 영업주기에 의한 수치자료가 아님. 따라서 결산일 변경 이후 혹은 전 기준으로 수치자료를 공시하기 때문에 표본에서 제거하지 않으면 결과가 왜곡될 우려가 있음.

⁵ KIS-VALUE 분류상 금융업으로 분류되어 있지만, 지주회사들이 금융업 분류에 포함 되어 있기에 지주회사로 분류함.

⁶ 괄호()안은 SOA의 값이 유의하지 않은 기업 포함된 표본 수.

우선 전체표본은 1998개의 표본이 선정되었으며, 표본선정기준 (2)에 의해서 223개의 기업이 제외되었으며, (3)의 기준에 의해 1205개의 기업에 제외 되었다. 또한 (4), (5)의 기준에 의해서 기업이 제외되어 최종 분석대상 표본이 263개의 기업으로 선정되었다. 또한 배당유연화 정책의 대응치를 측정함에 있어서 SOA(speed of adjustment)는 0과 1사이의 값에 분포되어야 함으로 0 이하의 값이나 1 이상의 값으로 측정된 기업은 횡단면-회귀분석에서 제외 되었으며, SOA의 값이 유의하지 않은 기업을 제외(포함)하였다. 따라서 최종 분석에 포함된 기업은 155개(219개)기업이며 코스피, 코스닥 분류와 Kis-value sector 분류기준상 분류된 기업은 위와 같이 <표1>에 제시하였다.

2. 분석모형 및 변수의 설정

1) 배당조정속도(speed of adjustment)측정

Lintner(1956)는 경영자들의 인터뷰 결과를 이용하여 당해년도 배당과 관련있는 주요변수가 전기의 배당과 당해년도의 주당순이익을 밝히고 아래의 (1)식과 같은 모형을 설정하였다.

$$DPS_t = \beta_0 + \beta_1 DPS_{t-1} + \beta_2 EPS_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Lintner(1956)에 의하면 당기 배당과 실제 전기 배당간 차이의 계수 값인 β_1 이 1에 가까우면 주당이익의 변화에 따라 당기 주당배당이 빠르게 조정되며, β_1 이 0에 가까우면 배당 유연화 정도가 높은 것으로 해석하였다. 본 연구에서는 배당유연화 정도를 $1 - \beta_1$ 의 값을 이용하여 추정하였다.

한편 Leary and Michaely (이하 LM 2011)는 (1)과 같은 Lintner(1956)의 모형이 소수표본의 경우 AR(1) 모형에서 모수추정의 편의가 발생할 수 있을 가능성을 제기하고 이러한 문제점을 줄일 수 있는 다음의 식(2)와 같은 모형을 제안하였다.

$$DPS_t - DPS_{t-1} = \beta_0 + SOA(\gamma EPS_t - DPS_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (2)$$

단 $\gamma = \frac{\text{현금배당금}}{\text{당기순이익}}$ 의 표본기업들의 배당성향 중위값(장기목표배당성향)

(2)식은 당해년도 배당(DPS_t)과 전기의 배당(DPS_{t-1})의 차이는 목표배당금($DPS_t^* = \gamma EPS_t$)과 전기배당의 차이에 SOA의 회귀계수를 곱한 값에 의존한다는 것이다. 본 연구에서는 Leary and Michaely 모형을 이용하여 배당의 유연화 정도를 추정하였다.⁷

식 (2)를 본 연구의 표본에 적용한 결과 263개기업의 평균 SOA가 0.31, 모형의 설명력 평균이 26%정도인 걸로 나타나 국내기업들이 배당 유연화 정책을 평균적으로 택하고 있는 것으로 나타났다. 이중 $0 < SOA < 1$ 을 기업들(배당 유연화 정책을 취하는 기업)의 숫자는 219개로 분석 표본의 83.27%에 해당하는 기업들이 배당 유연화 정책을 따르고 있는 것으로 나타났다. 219개 기업 중 SOA의 값이 유의하지 않은 기업을 제외한 155개 기업의 경우에는 평균 SOA가 0.43, 모형의 설명력 평균이 40%정도인 걸로 나타나 전체 표본의 경우보다 설명력은 다소 상승하고 SOA는 증가한 것으로 나타났다. 한편 연도별 편차가 좀 있지만 분석 대상 기업의 장기목표 배당성향의 평균은 24%정도 인 것으로 나타나 이익의 약 1/4을 배당으로 지급하는 것이 장기적인 기준이 되는 것을 알 수 있다.

2) 독립변수의 설정 및 실증 모형

2-1) 정보 비대칭 변수

신호이론에 의하면 투자자들에게 알려져 있지 않은 기업이 정보비대칭문제에 많이 노출되어 있고 이를 해결하는 수단으로 배당유연화 정책을 실시한다는 것이다 (Kumar 1988, Javakhadze and Ferris 2014). 본 연구에서는 이러한 정보비대칭 정도를 나타내는 변수로 다음과 같은 변수들을 이용하였다.

기업연혁(Age): 기업의 상장연혁을 이용하였다. James and Wier (1990), Berger and Udell

⁷ LM(2011)은 식(2)에서 장기목표배당성향($TPR=\gamma$)의 값을 추정할 때 표본기간 배당성향의 중앙값(median)의 값을 이용하여 배당조정속도를 추정하는 방법을 사용하였고, 본 연구에서는 한민연, 강연구(2015)의 추정방법을 이용하여 표본기간 동안 $\frac{1}{\text{당기순이익}}$ 을 배당성향으로 보아 매년 산출한 뒤 중앙값을 장기목표배당성향으로 적용 하여 산출한 값 β_1 을 배당조정 속도라 정의 하고 배당유연화 정책의 대응치로 사용하였다

(1995), 그리고 Krishnaswami, Spindt, and Subramaniamwe (1999)등은 연혁이 짧은 기업들은 상대적으로 재무정보의 양이 적어 정보비대칭 정도가 높을 것으로 예상 하였다.

기업의 이익변동성(EV): 기업의 이익 변동성이 높으면 기업의 불확실성이 높다고 판단되어 독립변수에 포함 시켰다. Kumar는 그의 배당 유연화의 신호 모형에서 위험을 주요한 동인으로 파악하였다. 이익 변동성이 높을수록 정보비대칭 정도가 높을 것으로 예상된다.

기업규모 (SIZE): Richardson (1984)에 의하면 규모가 작은 기업은 상대적으로 기업분석가들의 관심을 덜 끌게 되어 제공되는 정보의 양이 적다고 주장 하였다. 또한 Freeman (1987) and Kross and Schroeder (1988)등은 규모가 큰 기업의 배당과 이익에 관한 정보는 규모가 작은 기업의 정보들보다 주가에 더 잘 반영되고 있다는 사실을 발견하였다. Eddy and Seifert (1988)도 배당의 정보효과가 규모가 큰 기업에서 더 강하게 나타나고 있는 현상을 보고하고 있다. 이러한 연구들은 규모가 큰 기업의 정보비대칭 정도가 규모가 작은 기업보다 약하다는 것을 의미한다.

2-2) 대리인 문제 변수

소유-지배괴리도(OCD): Morck et al. (1988)은 기업에 대한 지배주주의 소유집중도가 높을수록 이해관계자들 사이의 대리인비용이 감소하여 경영자와 주주와의 이해일치 정도가 증가한다는 이해수렴가설을 제시하였다. 또한, Bebchuk et al. (2000)는 소유권이 낮은 지배주주는 투자 안의 성과 측면에서 상대적 우위에 있는 투자 안을 선택하기 보다는 열위에 있는 투자 안을 채택함으로써 사적 이익에 부합하는 선택한다고 주장하였다. 이러한 결과의 의미는 간접적으로 지배주주의 지배권과 소유권의 차이인 소유-지배괴리도가 클수록 여타 다른 주주와 이해상충 문제를 발생시키는 대리인 문제가 심각하다는 것을 의미한다고 해석된다.

우리사주조합 지분 (ESOP): 국내연구에서는 우리 사주 조합의 지분이 대리인 문제를 완화시키는데 도움이 된다는 결과들이 제시되고 있다. 배현정, 박길영, 김문태 (2010)는 우리사주제도를 통하여 종업원이 경영자의 대리인 비용을 감소시킬 수 있는지를 분석한 결과, 우리사주를 채택한 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 상대적으로 대리인 비용에 대한 통제

효과가 크다는 사실을 발견하였다.

잉여현금흐름(FCF): Jensen(1986)은 잉여현금흐름(FCF)의 증가는 대리인의 재량적 사용액의 크기를 늘려 대리인 문제가 커진다고 주장하였다.

2-3) 기타 통제 변수

다음의 통제변수들은 배당 유연화 정도와 직접적인 영향은 없지만 일반적으로 배당성향에 영향을 미치는 변수로 기존의 연구에서 알려진 변수들이다.

성장기회(Growth): Fama and French (2001)는 성장잠재력이 높을수록 배당을 적게 할 가능성이 높다고 주장하였고 국내연구인 김병곤, 김동욱, 김동희(2010)의 연구에서도 미래 성장기회(Growth)와 배당은 부(-)의 영향관계를 갖는다고 하였다. 즉, 미래 성장기회가 많은 기업은 투자자금 수요가 증가하고, 이익금을 내부 유보시켜 내부자금으로 활용하고자 하는 유인이 증가한다고 하였다.

부채비율(LEV): 기업의 부채비율(LEV)이 증가할수록 채권자와 경영자의 대리인 문제가 증가하는 반면에 채권자들에 의한 경영감시기능이 강화되어 자기자본 대리인비용을 낮출 유인이 감소하게 된다(Jensen and Meckling 1976). 따라서 부채비율이 높을수록 기업은 이러한 채권자의 대리인비용을 낮추기 위한 수단으로 배당을 실시할 가능성이 높은 것으로 기존 연구들은 보고하고 있다.

수익성 (PROFIT): 수익성이 높은 기업은 일반적으로 배당의 지급여력이 증가하여 배당을 많이 할 가능성이 높을 것으로 예상된다. 이와 관련하여 신민식(2008)은 국내 기업의 연구에서 수익성이 높은 기업들이 내부유보와 함께 현금잔고도 증가하고, 배당지급도 증가하며, 새로운 투자기회에 적극 대처할 수 있기 때문에 수익성이 배당지급에 (+)의 영향을 미치는 결과를 보고하고 있다.

재무비용 (INT): Bates, Kahle, and Stulz (2009)는 재무제약은 배당정책과 현금보유에 중요한

결정요소라고 주장하였으며, 기업이 재무비용이 높은 환경에 직면하는 경우, 증가된 이익에 비해 배당하기를 꺼려한다고 주장하였다.

이러한 변수들을 독립변수로 이용하고 배당유연화 정도 인 SOA 를 종속변수로 한 다음의 회귀모형식 (3)을 이용하여 횡단면 분석을 실시하였다.

$$SOA_i = \beta_0 + \beta_1OCD_i + \beta_2ESOP_i + \beta_3FCF_i + \beta_4SIZE_i + \beta_5AGE_i + \beta_6EV_i + \beta_7LEV_i + \beta_8GROWTH_i + \beta_9INT_i + \beta_{10}PROFIT_i + \varepsilon_i \quad (3)$$

IV. 실증분석결과

1. 실증변수추정과 기초통계량 및 상관관계 분석

본 연구에 사용되는 실증변수들은 <표 2>와 같은 방법으로 수집되고 추정되었다. 특별히 따로 표기하지 않는 한 모든 독립변수들은 SOA 추정기간의 연평균 값을 사용하였다.

<표2: 변수 출처 및 추정방법>⁸

변수명	변수출처	변수설명
DPS	KIS-Value(주당배당금:0D2007)	주당배당금($\frac{\text{보통주현금배당금} + \text{우선주배당금}}{\text{상장주식수}}$)
EPS	KIS-Value(주당순이익:0D2001)	주당순이익
SIZE	KIS-Value(총자산:115000)	$\sqrt{\text{총자산}}$
EBITDA	KIS-Value(EBITDA:0D2010)	법인세 및 감가상각비 차감전 이익
LEV	KIS-Value(총자산:118000, 총부채:115000)	$\frac{\text{부채총계}}{\text{자산총계}}$
시가총액	KIS-Value(시가총액:0C1010)	해당년도 말 시가총액
GROWTH	KIS-Value(매출액:121000)	$\frac{\text{당기매출액} - \text{전기매출액}}{\text{전기매출액}}$
PROFIT	KIS-Value(EBITDA:0D2010, 총자산:115000)	EBITDA/총자산
FCF	KIS-Value(시가총액:0D1111, 현금배당금:0D5011) 상장사협의회(TS-2000-개별재무제표의 감가상각비) KIS-Value 및 상장사협의회 DATA 비교 대조 후 DATA가 서로 맞지 않은 기업들은 금융감독원 전자 공 시시스템 상의 당기순이익	$\frac{\text{당기순이익} + \text{감가상각비} - \text{보통주현금배당금}}{\text{시가총액}}$
AGE	KIS-Value(OA1030)	기업연혁
INTEREST	한국은행 경제 통계시스템(ECOS)	통안증권 1년 이자율

⁸ EV는 각 기업별 SOA추정기간의 표준편차를 사용하였음. EV를 제외한 모든 독립변수 또한 SOA추정기간의 평균으로 산출된 값임.

EV	KIS-Value(주당순이익:0D2001)	EPS의 표준편차
ESOP	금융감독원 전자 공시 시스템(DART)	우리아주지분율
지배권	금융감독원 전자 공시 시스템(DART)	동일인지분 + 친족지분 + 계열사지분 + 임원지분(등기 + 총발행주식수 - 자기주식 -
소유권	금융감독원 전자 공시 시스템(DART)	동일인지분 + 친족지분 총발행주식수 - 자기주식 - 상호주
OCD	금융감독원 전자 공시 시스템(DART)	지배권-소유권

이러한 변수들의 기초 통계량은 <표3>에, 상관계수 값은 표<4>에 나타나 있다.

<표3: 기술통계량>

단순 통계량								
변수	N	평균	표준편차	중위수	최소값	최대값	Q1	Q3
OCD	155	0.14117*	0.15685	0.07789	0	0.65381	0.01181	0.2534
ESOP	155	0.00382+	0.00616	0.00151	0	0.03908	0.00000297	0.00526135
FCF	155	0.10595*	0.05449	0.09731	-0.01568	0.29875	0.07087685	0.13396222
SIZE	155	11.35253***	0.5724	11.23461	10.35764	13.5268	10.9378	11.6434
AGE	155	35.077***	13.01188	33.5	7.5	68	25.5	42.5
EV	155	1935***	2885	622.93716	79.43246	16700	303.674	2183.4934
LEV	155	0.35445+	0.14005	0.36532	0.10411	0.69058	0.2258	0.447581
GROWTH	155	0.10845+	0.16000	0.08405	-0.08396	1.71497	0.0501861	0.12193316
INTEREST	155	0.04383***	0.00418	0.04738	0.0373	0.04738	0.038443	0.047375
PROFIT	155	0.10226**	0.04664	0.09335	0.02104	0.26552	0.0705186	0.1229301

<표4: 피어슨 상관계수 >

피어슨 상관계수										
	OCD	ESOP	FCF	SIZE	AGE	EV	LEV	GROWTH	INTEREST	PROFIT
OCD	1									
ESOP	-0.08229 (0.3087)	1								
FCF	-0.24978* (0.0017)	- 0.0029 (0.970)	1							
SIZE	0.33361*** (<.0001)	0.0560 (0.488)	-0.07979 (0.3237)	1						
AGE	-0.08204 (0.3102)	0.0420 (0.603)	0.09265 (0.2515)	0.21868** (0.0063)	1					
EV	0.13478* (0.0945)	0.0134 (0.870)	0.18750** (0.0195)	0.59884** (<.0001)	0.20545* (0.013)	1				
LEV	0.16689** (0.0379)	0.1170 (0.146)	0.07489 (0.3544)	0.12987 (0.1073)	0.0705 3 (0.383 2)	0.0676 (0.403)	1			
GROWTH	0.18314** (0.0225)	0.0848 (0.293)	0.12877 (0.1103)	0.05313 (0.5114)	-0.3866 (<.000)	0.1081 (0.180)	0.0646 7 (0.424 0)	1		
INTEREST	-0.00692 (0.9319)	0.19148* (0.017)	0.08124 (0.3149)	0.16720** (0.0376)	0.37033* (<.000)	0.16251* (0.043)	0.0213 4 (0.792 2)	- 0.21101** (0.0084)	1	
PROFIT	0.19108** (0.0172)	- 0.0073 (0.928)	0.07587 (0.3481)	- 0.03758 (0.6424)	-0.4001 (<.000)	0.0547 3 (0.4988)	- 0.0314 (0.698)	0.49532*** (<.0001)	-0.25704** (0.0012)	1

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

피어슨 상관계수 값을 보여주는 <표 4>에서 OCD(소유-지배피리도)변수는 ESOP, FCF, AGE변수간에 유의한 부의 상관관계를 나타내고 있고, SIZE, ROA과는 유의한 정의 상관관계를 나타내고 있다. ESOP(우리사주지분율)는 LEV, GROWTH와 유의한 정의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 우리사주지분율이 증가할수록 부채비율 및 기업의 성장성이 높다는 것을 의미한다. 상관계수가 유의한 변수들이 독립변수로 포함되어 있기 때문에 모수추정에 편의를 발생시키는 다중 공선성의 문제가 제기 될 수 있다. 본 연구에서는 회귀 분석과 함께 VIF (variance inflation factor)의 값도 같이 분석하여 계수추정의 편의가 발생하는지 여부를 파악하였다.⁹

⁹ VIF는 계수 추정시 표준편차의 제곱 값이 공선성의 문제로 얼마나 증가하였는지를 나타내는 것으로 회귀 분석시 다중 공선성의 심각성을 나타내는 지표이다. 일반적으로 VIF의 값이 5이상이면 다중 공선성 문제가 존재하는 것으로 해석된다.

2. 회귀분석 결과

회귀 분석의 결과는 <표 5>에 나타나 있다. <표 5>는 SOA를 종속변수로 하고 대리인변수 모형 (REG1)와 신호변수모형 (REG2), 대리인 변수와 신호 변수 결합 모형 (REG3), 대리인 변수, 신호 변수, 그리고 통제 변수를 모두 고려한 모형 (REG4)로 구분하여 회귀분석한 결과이다. 먼저 대리인 변수만 고려한 REG1의 경우를 살펴보면 대리인 변수중 소유-지배 괴리도변수 (OCD)만 통계적으로 유의한 양의 값을 보여주고 있다. 이는 소유-지배 구조 괴리도가 클수록 SOA의 속도가 빨라진다 (배당 유연화 정도가 약해진다)는 것을 의미한다. 이는 대리인 문제가 심각한 기업일수록 오히려 배당유연화 경향이 줄어든다는 것으로 기존의 국내 연구와 다른 연구결과이다. 기존 연구는 대리인 비용이 높은 기업들이 이를 낮추기 위해서 배당유연화 정책을 실시하고 있다고 주장하고 이를 지지하는 연구결과를 발표하고 있다 (LM, 2011; Jeong, 2013; 고영경, 조성욱, 2013; 한민연, 강형구, 2015 등). 그러나 이들 연구는 주로 최대 주주 지분율을 이용하여 대리인 변수를 측정했으므로 본 연구에서 이용되는 변수와는 차이가 있다. 또한 기존 연구에서 사용된 잉여현금 흐름 (FCF)이나 혹은 종업원 지분률 (ESOP) 변수 등에서도 유의한 관계를 발견할 수 없어 기존 연구결과의 해석에 주의를 기할 필요가 있다고 판단된다. 또한 기존의 연구에서 신호변수와 통제변수들을 포함시켜 대리인 변수들을 분석한 반면 REG1은 오직 대리인 변수만 포함시켜 분석하였다는 차이가 있다. 이러한 결과는 모형의 형태에 따라 실증 결과도 달라질 수 있다는 것을 의미한다.

다음은 신호 변수만 고려한 REG2의 경우를 살펴보았다. 신호 변수중 어느 변수도 배당 유연화 정책과 유의한 관계를 보이는 변수는 발견되지 않아 정보 비 대칭성이 배당 유연화의 동인으로 작용하지 않는 것으로 보여진다. Kumar (1988)는 정보 비대칭 상황에서 배당이 기업 가치와 1:1의 신호 역할을 하기 보다는 기업가치의 영역별로 구분되는 신호를 보낸다는 pooling equilibrium을 주장하였다. 이는 정보 비대칭이 큰 기업에서 배당 유연화를 통하여 신호를 전달한다는 것을 의미한다. 하지만 이와 관련한 연구들에서 LM (2011), 신민식, 김수은 (2013), 한민연, 강형구 (2015)등은 정보 비대칭과 배당 유연화가 서로 관련이 없다는 결과를 보고하고 있어 본 연구 결과와 일치한다.

한편 신호와 대리인 변수를 동시에 고려한 REG3의 경우 대리인 변수중 소유-지배 괴리도변수

(OCD)가 통계적으로 유의한 양의 값을 보여주고 있고 신호 변수중 기업규모 (SIZE)는 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있는 것이 발견되었다. 이는 REG1과 같은 결과이고 REG2와는 유의하지 않던 기업규모 변수가 음(-)의 유의한 값을 보여주고 있다는 차이가 있다. 이러한 결과는 기업규모가 큰 기업이 오히려 배당 유연화 경향이 강하다는 것을 의미한다. 이는 규모가 작은 기업에서는 오히려 배당 유연화를 할 정도의 신호 동기가 작다는 것을 시사한다. 이와 비슷한 결과를 발견한 한민연, 강형구 (2015)는 이러한 결과에 대해 기업 규모가 작은 경우 외부의 투자자들의 관심도 따라서 적어 경영진이 배당유연화를 통해 신호를 전달할 실익이 없을 가능성을 제기하였다.

마지막으로 통제변수를 포함한 REG4의 결과를 살펴보면 대리인 변수와 신호변수의 결과는 REG3의 경우와 동일하다. 통제변수 중에서는 오직 이자율 (INT)만이 유의한 음(-)의 계수 값을 보여 주고 있다. 이는 시장이자율이 높을수록 배당 유연화 경향이 강하다는 것을 의미한다. 따라서 재무적 곤경을 초래하는 거시경제 환경하에서는 기업들이 배당 유연화 경향이 강해진다는 것으로 보여진다. 이와 관련하여 Jeong (2013)은 신흥시장의 배당 유연화 정도는 기업의 특성 변수들보다는 이자율이나 세금 같은 외부의 거시 경제적 환경 변수들에 의해 더 영향을 받는다는 결과를 보고하고 있어 본 연구의 결과와 일치하고 있다.

<표5: 회귀분석 결과>

DEP:SOA	REG1			REG2			REG3			REG4		
Variable	계수값	t 값	VIF	계수값	t 값	VIF	계수값	t 값	VIF	계수값	t 값	VIF
Intercept	0.268***	6.22	0	0.719*	1.73	0	0.968**	2.57	0	1.220***	3.22	0
OCD	0.352***	2.93	1.0953				0.405***	3.22	1.20	0.38***	3.08	1.32
ESOP	0.155	0.07	1.0317				0.716	0.36	1.04	1.376	0.78	1.145
FCF	- 0.018	- 0.06	1.0815				0.058	0.19	1.146	0.1002	0.33	1.210
SIZE				-0.0286	-0.74	1.58	-0.059**	-1.87	1.69	-0.056*	- 1.70	1.752
AGE				-0.0020	-1.57	1.03	-0.001	-0.94	1.07	0.00102	0.73	1.370
EV				- 0.000003	-0.43	1.54	-0.000002	-0.44	1.62	-0.00006	- 0.88	1.831
LEV										-0.15902	- 1.37	1.103
GROWTH										0.09107	1.27	1.393
INT										-8.52951**	- 2.03	1.212
PROFIT										0.66249	1.51	1.366
R-Square	0.0781			0.0361			0.1261			0.2038		
Adj R-Sq	0.0598			0.0170			0.0906			0.1485		
F-value	4.26***			1.89			3.56***			3.68***		

***p<0.01, **p<0.05, *p<0.1

V. 요약 및 결론

Lintner(1956)는 기업들의 이익의 변화 속도보다 배당의 변화 속도가 상대적으로 늦는 현상을 발견하고 이를 배당유연화 현상 (Dividend Smoothing)이라 정의하였다. 이후 많은 연구들이 배당 유연화의 결정요인들을 분석하였는데 이러한 연구들은 크게 대리인 이론이나 혹은 신호 이론을 이용하여 배당 유연화 현상을 설명하고 있다.

기존의 연구가 주로 신호이론이나 혹은 대리인 이론의 개별적 관점에서 배당 유연화 정책의 결정요소들을 분석한 반면 본 연구에서는 두 가지 이론을 동시에 고려하여 배당 유연화 정책의 요소들을 분석하였다. Michaely and Roberts (2006)는 공개기업(public firms)에서의 배당 유연화 정도가 비공개기업 (private firms) 보다 상당히 높다는 것을 발견하고 대리인 문제와 정보 비대칭의 문제 모두 배당 유연화 정도에 영향을 미친다고 주장하였다. 본 연구를 위해 상장기업 중 통계적으로 유의한 배당 유연화 정도의 측정이 가능한 시계열 자료가 있는 155개 기업을 대상으로

1997년1월1일부터 2015년 12월 31일까지의 자료를 이용하여 배당 유연화 결정요소들을 Leary and Michaely 모형을 이용하여 분석하였다. 그 결과는 다음과 같다.

첫째, 분석 대상 기업의 평균 배당 조정 속도가 0.43, 모형의 설명력 평균이 40%정도로 나타나 국내기업들이 배당 유연화 정책을 평균적으로 택하고 있는 것으로 나타났다. 또한 표본기간 동안 분석 대상 기업의 장기목표 배당성향의 평균은 24%정도 인 것으로 나타나 이익의 약 1/4을 배당으로 지급하는 것이 장기적인 기준이 되는 것이 발견되었다.

둘째, 대리인 변수중 소유-지배 괴리도변수 (OCD)만 통계적으로 유의한 양의 값을 보여주고 있고 나머지 대리인 변수들인 잉여현금흐름과 종업원 지분율 등에서는 유의한 값을 발견할 수 없었다. 소유-지배 괴리도변수 (OCD)가 양의 값을 보여주고 있는 것은 소유-지배 구조 괴리도가 클수록 배당 조정속도가 빨라진다 (배당 유연화 정도가 약해진다)는 것을 의미한다. 이는 대리인 문제가 심각한 기업일수록 오히려 배당유연화 경향이 줄어든다는 것으로 기존의 국내 연구와 다른 연구결과이다. 그러나 기존 연구결과는 주로 최대 주주 지분율을 이용하여 대리인 변수를 측정했으므로 본 연구에서 이용되는 변수와는 차이가 있다. 그리고 기존 연구에서 사용된 잉여현금 흐름 (FCF)이나 혹은 종업원 지분률 (ESOP) 변수 등에서도 유의한 관계를 발견할 수 없어 기존 연구결과의 해석에 주의를 기할 필요가 있다고 판단된다.

셋째, 신호 변수만 고려한 분석 결과에서는 신호 변수 중 어느 변수도 배당 유연화 정책과 유의한 관계를 보이는 변수는 발견되지 않아 정보 비 대칭성이 배당 유연화의 동인으로 작용하지 않는 것으로 보여진다. 이는 Kumar (1988)가 정보 비대칭이 큰 기업에서 배당 유연화를 통하여 신호를 전달한다고 주장하는 것과는 상충되는 결과이나 대부분의 국내연구에서 정보 비대칭과 배당 유연화가 서로 관련이 없다는 결과를 보고하고 있는 것과는 일치하는 결과이다.

넷째, 신호와 대리인 변수를 동시에 고려한 분석에서는 대리인 변수중 소유-지배 괴리도변수 가 통계적으로 유의한 양의 값을 보여주고 있고 신호 변수중 기업규모 (SIZE)가 유의한 음 (-)의 값을 나타내고 있는 것이 발견되었다. 이러한 결과는 규모가 작은 기업에서는 오히려 배당 유연화를 할 정도의 신호 동기가 적다는 것을 시사한다.

마지막으로 신호와 대리인 변수 그리고 통제변수를 모두 고려한 분석에서는 이전의 분석과 같이 소유-지배 괴리도변수 가 통계적으로 유의한 양의 값을, 기업규모가 유의한 음 (-)의 값을 나타내고, 통제변수 중에서는 오직 이자율 (INT)에서 유의한 음(-)의 계수 값이 발견되었다. 이러한 결과는 재무적 곤경을 초래하는 거시경제 환경하에서는 기업들이 배당 유연화 경향이 강해진다는 것으로 해석되어 거시 경제적 환경 변수들이 배당 유연화의 정도에 영향을 미칠 가능성이 제기된다.

참고문헌

<국내>

- 고영경, 조성욱 “한국기업 배당 스무딩에 관한 연구”, *5개 학회 공동학술연구 발표회*, 2012, pp.2301-2333.
- 김경열 “배당정책과 소유구조 및 기업가치의 관계”, *국제회계연구*, 제17집, 2007, pp.159-182.
- 김병근, 김동욱, 김동희 “정보비대칭과 배당정책: 배당신호가설 검증”, *금융공학연구*, 제9권 제1호, 2010, pp.99-124.
- 김창수 “스톡옵션과 기업지배구조”, *재무연구*, 제17권 제1호, 2004, pp.1-40.
- 김현석, 최경섭 “국가별 제도적 차이에 따른 배당스무딩 결정요인”, *증권학회지*, 제45권 제3호, 2016, pp.477-506.
- 류성희 “한국기업의 배당정책과 기업가치와의 관계 연구”, *한국경영교육학회*, 제30권 제5호, 2015, pp.175-216.
- 반혜정 “기업지배구조가 배당유연화에 미치는 영향”, *국제회계연구*, 제64집, 2015, pp.275-296.
- 배현정, 박길영, 김문태, “우리사주 제도의 대리인 비용 통제효과”, *회계정보연구*, 28권 1호, 2010, pp.33-52.
- 신민식, 김성환, 김수은 “배당정책의 결정요인과 조정속도”, *산업경제연구*, 제21권 제6호, 2008, pp.2647-2670.
- 신민식, 김수은 “기업의 배당스무딩이 주식수익률에 미치는 영향”, *경영학연구*, 2014, pp.857-888.
- 한민연, 강형구 “배당 유연화 행태의 결정 요인”, *대한경영학회지*, 제28권 제9호, 2015, pp.2407-2438.
- 한상범, 권세훈 “신용등급 보유가 배당유연화에 미치는 영향: 재무여력을 고려하여”, *금융정보연구*, 제6권 제1호, 2017, pp.1-16.

<국외>

- Allen, F., Antonio E. Bernardo and Ivo Welch, "A theory of dividends on Tax Clienteles", *Journal of Finance*, Vol.55, No.6, 2000, pp.2499-2536.
- Alon Brav, John R. Graham Campbell R. Harvey, Roni Michaely, "Payout policy in the 21st century", *Journal of Financial Economics*, 77, 2005, pp.483-527.
- Amedeo De Cesari, Winifred Huang-Meier, "Dividend changes and stock price informativeness", *Journal of Corporate Finance*, 35, 2015, pp.1-17.
- Naohiko Baba, "Increased presence of foreign investors and dividend policy of Japanese firms", *Pacific-Basin Finance Journal*, Volume 17, Issue 2, 2009, pp 163-174.
- Bebchuk, L. A., R. Kraakman, and G. Triants, "Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanism and Agency Costs of Separating Control from Cash-Flow Rights," *University of Chicago Press*, 2000, pp.295-318.
- Berger, A., Udell, G., 1995. Relationship lending and lines of credit in small firm finance. *Journal of Business* 68, 351—381.
- Brennan M. J and Anjan V. Thakor "Shareholder Preferences and Dividend Policy", *American Finance Association*, Vol.85, No.3, 1990, pp.993-1018.
- Chemmanur T. J, Jie He, Gang Hu, Helen Liu "Is dividend smoothing universal? New insights from a comparative study of dividend policies in Hong Kong and the U.S." *Journal of Corporate Finance*, 2010, pp.413-430.
- DeMarzo P. M and Sannikov Y "Learning in Dynamic Incentive Contracts", *Unpublished*, 2010, pp.1-35.
- Eddy, A. and B. Seifert, B., Firm size and dividend announcements. *Journal of Financial Research*, 11, 1998, 295-302.
- Easterbrook, F. H. "Two Agency-Cost Explanations of Dividends", *American Economic Review*, Vol.74, No.4, 1984, pp.650-659.
- Fama, E, F. And K. R. French "Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, Vol.60, 2001, pp.3-44.
- Fama, Eugene and Kenneth French, "Testing trade-off and pecking order predictions about dividends and debt, *Review of Financial Economics*, Vol.15, No.1, 2002, pp.1-33.
- Freeman, R., The association between accounting earnings and security returns for large and small firms. *Journal of Accounting and Economics*, 9, 1987. 195-228.

- Fudenberg D. and Tirole J. “A Theory of Income and Dividend smoothing Based on Incumbency Rents”, *Journal of Political Economy*, Vol.103, No.1, 1995, pp.75–93.
- Ilan Guttman, Ohad Kadan and Eugene Kandel, “A Theory of Dividend Smoothing”, *working paper*, 2008, pp.1–51.
- James J. Heckman “Sample Selection Bias as a Specification Error”, *Econometrica*, Vol.47, No.1, 1979, pp.153–161.
- James, C., Wier, P., 1990. Borrowing relationships, intermediation, and the cost of issuing public securities. *Journal of Financial Economics* 28, 149—171.
- Javakhadze. D , Stephen P. Ferris, Nilanjan Sen “An international analysis of dividend smoothing”, *Journal of Corporate Finance*, Vol.29, 2014, pp.200–220.
- Jensen, M. C., Meckling W. H., “Theory of firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure”, *Journal of Financial Economics*, Vol.3, 1976, pp.305–360.
- Jensen, M. “Agency Costs of Free Cash-flow, Corporate Finance and Takeovers”, *American Economic Review*, Vol.76, No.2, 1986, pp.323–329.
- Jinho Jeong “Determinants of dividend smoothing in Emerging Market: The Case of Korea”, *Emerging Market Review*, Vol.17, 2013, pp.76–88.
- Kathryn L. Dewenter and Vincent A. Warther, “Dividends, Asymmetric Information, and Agency Conflicts: Evidence from a Comparison of the Dividend Policies of Japanese and U.S. Firms”, *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 3, 1998, pp.879–904.
- Krishnaswami, S., P. A. Spindt, and V. Subramaniam, 1999, "Information Asymmetry, Monitoring, and the Placement of Corporate Debt," *Journal of Financial Economics*, 51, 407—434
- Kross, W. and D.A. Schroeder, D.A., Firm prominence and the differential information content of quarterly earnings announcements. *Journal of Business, Finance and Accounting*, 16, 1988, 55–74.
- Kumar, P., “Shareholder–manager conflict and the information content of dividends” *Review of financial study*, Vol.1, No.2, 1988, pp.111–136.
- Kumar, P., Bong-Soo Lee “Discrete Dividend Policy with Permanent Earnings”, *Financial Management*, 2001, pp.55–76.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., “Agency problems and Dividend policies around world” *Journal of Finance*, 2000, pp.1–33.

- Leary, Mark T. and Roni Michaely, "Determinants of dividend Smoothing: Empirical Evidence", *Review of Financial study*, Vol.24, No.10, 2011, pp.3197-3249.
- Lintner, J. "Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes", *American Economic Review*, Vol.46, No.2, 1956, pp.97-113.
- Michaely. R , Michael R. Roberts "Dividend Smoothing, Agency Costs, Information Asymmetry: Lessons from the Dividend Policies of private Firms", *working paper*, 2006, pp.1-63.
- Miller, M. and K. Rock "Dividend policy under asymmetric information", *Journal of Finance*, Vol.40, No.4, 1985, pp.1021-1051.
- Morck, R. A. Shleifer. And R. Vishny, "Management and Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, Vol.20, 1988, pp.293-315.
- Thomas W. Bates, Kathleen M. Kahle, and Rene M. Stulz, "Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?", *Journal of Finance*, VoL. LXIV, No.5, 2009, pp.1985-2021.
- Viral V. Acharya, Bart M. Lambrecht "A Theory of Income Smoothing When Insiders Know More Than Outsiders", *The Review of Financial Studies*, Volume 28, Issue 9, 2015, pp.2534-2574.