

결산배당 사전공시기업과 사후공시기업의 배당 결정요인 비교 분석

길재욱, 한상전*
한양대학교 경상대학 경영학부

Determinants of dividend payout: Advance disclosure and ordinary disclosure

Jaekuk Khil, Sangjeon Han*

College of Business and Economics, Hanyang University-ERICA

요약 본 연구에서는 우리나라의 시장에서 결산배당을 사전에 공시하는 기업과 사후에 공시하는 기업 사이에 배당 결정요인에 유의한 차이가 있는지를 분석하였다. 2012년에서 2015년까지의 기간 동안 상장기업을 대상으로 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 결산배당 사전공시기업과 사후공시기업은 기업규모, 부채비율, 수익성, 영업현금흐름, 투자현금유출, 자금조달, 대주주지분율 및 외국인지분율 등 매출액성장율과 영업위험을 제외한 모든 특성변수들에서 통계적으로 유의한 차이를 나타내고 있다. 두 번째, 회귀분석을 통한 배당 결정요인 분석에서 사후공시기업은 기존 연구에서와 유사한 결정요인 양상을 나타내고 있는 반면에 사전공시기업은 토빈Q, 회사채수익률, 영업현금흐름의 일부 변수만이 유의한 것으로 나타났다. 세 번째, 로짓분석을 통한 배당요인분석에서도 사전공시기업과 사후공시기업은 뚜렷한 차이를 나타내고 있다. 이러한 결과는 사전공시기업이 배당을 실시하는 유인이 사전공시기업의 배당 실시 유인과는 크게 그리고 체계적으로 다르다는 것을 시사한다. 본 연구는 기업들이 자율공시인 결산배당 사전공시를 하도록 만드는 요인에 대한 분석을 통해 결산배당 사전공시와 사후공시 기업에 대한 이해도를 높이고 있으며, 배당의 결정요인을 사전공시그룹과 사후공시그룹으로 나누어 분석한 최초의 연구이다.

Abstract This study examines the differences in the determinants of dividend payout across advance disclosure firms and ordinary disclosure firms using firm-level data from firms listed on the Korea Exchange. Results are as follows: First, firm characteristics of advance disclosure firms significantly differ from those of ordinary disclosure firms in all variables except sales growth and operating risk variables. Second, regression results show that the determinants of dividend payout from ordinary disclosure firms are generally similar to results of previous studies. However, determinants of advance disclosure firms contain only few variables such as Tobin's Q, corporate bond yield, and operating cash flows from conventional factors. Third, logistic regression results show that factors affecting the probability of dividend payment substantially differ across advance disclosure firms and ordinary disclosure firms. These results suggest that the motivation and incentive of dividend payout from firms choosing advance disclosure are substantially and systematically different from those of ordinary disclosure firms.

Keywords : Advance Disclosure, Determinant, Dividend, Information Contents, Ordinary Disclosure

1. 서론

기업재무론(corporate finance)의 영역에서 배당

(dividend)의 정보효과(information contents)는 오랜 기간 동안 연구되어 온 중요한 주제의 하나이다[1-8]. 이와 관련하여 우리나라 기업을 대상으로 한 연구도 적지 않

*Corresponding Author : Sangjeon Han(Hanyang Univ.)

Tel: +82-10-2247-9505 email: samuelhan@naver.com

Received May 2, 2018

Accepted August 3, 2018

Revised (1st June 1, 2018, 2nd June 12, 2018)

Published August 3, 2018

게 수행되었다.

우리나라 주식시장에서는 투자자들이 배당기준일 전에 배당실시 여부 및 배당지급액을 알지 못하기 때문에 이에 바탕한 투자 의사결정이 어려우며 투자자 입장에서의 불확실성이 매우 큰 특징이 있다. 그러나 기업이 자발적으로 선택하는 결산배당 사전공시의 경우에는 배당실시 여부와 더불어 배당지급액 역시 공시되기 때문에 동배당관련 정보들이 투자자들의 투자 의사결정에 직접적으로 반영될 수 있고 투자자 입장에서의 불확실성이 크게 감소된다. 따라서 결산배당 사전공시 기업과 사후공시 기업에 대한 투자자 입장에서의 정보효과는 크게 다르게 나타날 것으로 기대된다[9]. 이와 같은 투자자 관점에서의 차이 외에도 배당지급 기업 측면에서도 차이가 존재할 것으로 기대되는데 이것은 대부분의 기업들이 사후 공시를 선택하고 있는 상황에서 자발적으로 사전 공시를 선택하는 기업의 경우, 투자자들에게 배당 관련 정보를 적극적으로 전달하려고 한다는 측면에서 배당관련 의사결정에서 사후 공시 기업과는 동일하지 않은 동기유인(incentive)을 가지고 있다고 볼 수 있기 때문이다. 따라서 이러한 점을 반영하여 두 그룹의 기업을 별도로 분석할 필요성이 있으며, 이를 바탕으로 본 연구에서는 결산배당 사전공시 기업과 사후공시 기업을 별도로 구분하여 동 기업들의 배당 결정요인에 대한 실증분석을 수행하였다. 구체적으로 본 연구에서는 두 그룹의 기업들에 대하여 다음의 세 가지 측면을 중점적으로 분석하였다. 첫 번째는 결산배당 사전공시 기업과 사후공시 기업 사이에 해당 기업의 특성을 나타내는 기업특성변수(firm characteristic variables)의 값에 유의한 차이가 존재하는가의 여부이다. 두 번째는 두 그룹의 기업들에서 배당지급액을 결정하는 결정요인이 차이가 나는지의 여부이다. 세 번째는 두 그룹의 기업에서 배당실시 여부를 결정하는 결정요인이 차이가 나는지의 여부이다. 이러한 분석을 통하여 본 연구는 결산배당 사전공시 기업과 사후공시기업 사이에 배당지급 여부 및 배당지급액 결정요인에 어떠한 차이가 존재하는가를 살펴보고 사전공시와 사후공시의 정보효과 차이에 대한 밑바탕이 되는 실증증거를 제공하려고 하였다.

지금까지 국내에서 진행된 대부분의 관련 연구는 배당실시 기업을 동질적인(homogeneous) 집단으로 가정하여 실증분석을 수행하였는데, 전체 배당지급 기업의 5% 수준인 사전공시기업을 구분하지 않고 전체 표본을

대상으로 배당결정요인을 분석할 경우 대다수의 비중을 차지하는 사후공시기업의 특성 쪽으로 기울어진(biased) 결과가 도출될 가능성이 있다. 본 논문은 이러한 잠재적인 문제점을 보완하기 위한 최초의 시도라는 점에서 그 차별성 및 기존연구에의 공헌이 있다.

2. 선행연구

미국의 상장기업을 대상으로 한 [10]의 연구에서는 이익의 변동성이 클수록, 기업규모가 클수록, 자기자본 비용이 낮을수록 배당이 크며, 소유구조가 분산될수록, 투자기회가 많을수록 배당이 작은 경향이 있다고 보고하였다. [11]은 내부자지분율과 레버리지, 배당정책의 결정요인에 대해 분석한 결과, 이러한 세 가지 정책은 기업들의 영업특성을 통해 직접적, 간접적으로 연결되어 있다고 주장하였다. 이들은 내부지분율이 높을수록 배당이 감소하는 경향이 있으며, 수익성이 높을수록, 성장성이 낮을수록 배당이 증가하는 경향이 있다고 하였다

[12]는 우리나라 기업을 대상으로 배당성향을 종속변수로, 매출액성장율과 대주주지분율, 배타 그리고 단위당 주주수를 독립변수로 하여 회귀분석을 실시한 결과 최적배당정책이 존재한다고 주장하였다. 분석결과, 매출액성장율이 클수록, 대주주지분율이 높을수록, 배타계수가 높을수록 배당성향은 떨어지고, 단위당 주주수가 높을수록 배당성향은 높아지는 결과를 얻었다. [13]은 국내 기업의 현금배당을 수준은 주로 기업의 수익성 정도에 가장 크게 영향을 받으며, 이익률의 불안정성, 기업규모, 경영위험, 재무유동성, 채무불이행위험요인 등이 현금배당을 수준에 유의적인 영향을 미친다고 주장하였다. [14]는 대리인이론과 정보비대칭이론, 패킹오더가설 등을 기초로 재무정책의 결정요인과 상호의존관계를 분석하였다. 분석 결과, 내부자 지분율은 제한적으로만 배당비율에 음(-)의 영향을 주고 있었으며, 경영위험과 수익성은 배당비율과 양(+)의 관계를 가지는 것으로 나타났다. 이 외에도 기업규모, 경제적 부가가치는 배당비율과 대체로 양(+)의 관계를 가짐을 확인하였다. [15]는 국내 기업의 재무담당자들에 대한 설문조사를 통해 배당정책 결정요인을 분석하였다. 분석은 척도법과 순위부여방식을 이용하였는데, 분석 결과 두 방식 모두에서 배당결정요인으로 당기순이익 규모, 회계상의 배당가능이익, 향

후 필요한 현금흐름, 기업의 미래 예상이익규모 등 기업 내적인 요인이 중요한 것으로 나타났으나, 순위부여방식의 경우 과거의 배당성향이나 과거의 배당액, 동종업계 배당지급관행, 시중금리수준 등 기업 외적인 요인도 중요하게 인식된다는 결과를 얻었다. [16]은 국내 상장기업의 배당결정요인에 대한 분석을 진행하였는데, 종속변수로 배당성향 보다는 규모대비 현금배당액 비율을 사용하는 것이 더 유의한 결과를 나타냈다. 배당 결정요인에 대한 분석결과에서는 기업규모, 부채비율, 영업이익 및 현금흐름이 배당정책과 밀접한 관계를 나타내는 것을 발견하였으며, 배당후의 자금조달규모도 배당과 유의한 관계가 있음을 발견하였다.

3. 자료와 방법론

3.1 자료

본 연구의 실증분석은 유가증권시장 및 코스닥 시장에 상장되어 있는 기업을 대상으로 하고 있으며, 분석기간은 IFRS 도입 및 글로벌 금융위기 이후 기간인 2012년부터 2015년까지이다. 금융업을 제외한 12월 결산 제조업을 대상으로 하고 있으며, 자본잠식 기업은 표본에서 제외하였다. 표본 기업의 재무 및 회계 정보는 상장회사협의회(Korea Listed Company Association: KLCA)의 TS2000에서 추출하였으며, 배당 및 주가 자료는 DataGuide 및 금융감독원에서 입수하였다.

3.2 방법론(methodology)과 주요 변수의 구성

본 연구는 결산배당 사전공시기업과 사후공시기업의 배당 결정요인을 비교 분석하기 위해 패널자료를 이용하여 다중회귀분석과 로짓분석을 실시하고 있다. 선형회귀 모형식은 아래와 같이 설정하였다.

$$\begin{aligned} \text{DIV}_t = & \beta_0 + \beta_1 \cdot \text{SIZE}_t + \beta_2 \cdot \text{LEVER}_t \\ & + \beta_3 \cdot \text{GROWTH}_t + \beta_4 \cdot \text{RISK}_t + \beta_5 \cdot \text{PROF}_t \\ & + \beta_6 \cdot \text{TobinQ}_t + \beta_7 \cdot \text{INT}_t + \beta_8 \cdot \text{CF}_t \\ & + \beta_9 \cdot \text{INV}_t + \beta_{10} \cdot \text{CAP}_t + \beta_{11} \cdot \text{CAP}_{t+1} \\ & + \beta_{12} \cdot \text{DIV}_{t-1} + \beta_{13} \cdot \text{LARGE}_t \\ & + \beta_{14} \cdot \text{FOREIGN}_t + \beta_{15} \cdot \text{CHAEBOL_Dt} \\ & + \beta_{16} \cdot \text{INDUSTRY_Dt} + \epsilon_t \end{aligned}$$

DIV_t : 현금배당/총자산

SIZE_t : $\text{Log}(\text{총자산})$

LEVER_t : 총부채/총자산

GROWTH_t : 과거 5년 평균 매출액성장률

RISK_t : 과거 5년 영업이익률의 표준편차

PROF_t : 영업이익/총자산

TobinQ_t : (자기자본의 시장가치 + 부채의 장부가치)/총자산

INT_t : 연도말 3년 만기 회사채 수익률

CF_t : 영업활동에서의 현금흐름/총자산

INV_t : 투자활동에서의 현금유출/총자산

CAP_t : (t기말 자본금+주식발행초과금) - (t-1기말 자본금+주식발행초과금)

LARGE_t : 대주주지분율

FOREIGN_t : 외국인지분율

CHAEBOL_Dt : 개별 더미변수

INDUSTRY_Dt : 산업 더미변수

종속변수는 현금배당/총자산을 사용하였다. 또한 배당에 영향을 미치는 설명변수들로는 기존의 연구들에서 일반적으로 사용하고 있는 변수들을 사용하였다. 먼저 기업의 규모를 나타내는 변수로 총자산의 장부가치에 자연로그를 취한 값을 사용하였다. 자본조달순위이론에 따르면, 기업규모가 작은 기업일수록 정보비대칭이 심하고 규모의 비경제가 발생하여 발행비용이 증가할 것이므로 배당금을 더 적게 지불하려 할 것이다. 또한 기업수명이론의 측면에서도 기업이 성숙하여 자산규모가 커지면 투자기회가 줄어들게 되어 배당을 늘릴 것으로 기대된다. 따라서, 기업규모와 배당수준은 비례할 것으로 기대된다. 자본구조를 나타내는 변수로는 부채구성비율(leveraging ratio)을 이용하고 있는데, 부채구성비율이 높아지면 타인자본 조달코스트가 높아지게 되어 배당을 줄일 것으로 예상된다. 잔여배당이론에 따르면, 성장성이 높으면 투자기회가 많아 투자자금 충당 후 잔여자금이 적어 배당을 줄일 것이다. 또한, 대리인이론에서도 성장성이 높으면 투자기회가 많아 잉여현금흐름이 적게 되고 결과적으로 배당으로 대리인비용을 통제할 필요성이 약화되어 배당을 줄일 것이다. 따라서 성장성과 배당수준 사이에는 음(-)의 관계가 기대된다. 성장성의 대리변수로는 과거 5년 평균 매출액성장율을 이용하였으며, 이에 더하여 기업의 투자와 성장의 가능성을 나타내는 변수로

토빈의 Q를 사용하였다.

한편, 영업위험의 대리변수로는 과거 5년 영업이익률의 표준편차를 사용하였는데, 이익변동성이 클수록 기대 파산비용이 높아져 외부자본 조달비용이 상승할 것이기 때문에 이익변동성이 클수록 배당을 줄일 것으로 예상된다. 수익성을 나타내는 변수로는 영업이익/총자산을 이용하고 있는데, 수익성이 높을수록 내부자금을 통한 자금 조달이 용이해져 더 많은 배당금을 지불할 것으로 기대된다.

기타 통제변수로는 3년만기 회사채 수익률을 이용하고 있으며, 총자산 대비 영업활동에서의 현금흐름 및 투자활동에서의 현금유출을 사용하였다. 기타 소유구조 변수로는 대주주 지분율과 외국인지분율을 이용하고 있다. 또한 재벌그룹의 영향력 및 산업의 특성을 통제하기 위하여 재벌 더미 및 산업 더미변수를 회귀식에 포함하였다.

본 논문은 결산배당 사전공시기업과 사후공시기업의 배당 결정요인이 어떻게 다른지를 분석하였다. 이를 위해 결산배당 사전공시기업 그룹과 사후공시기업 그룹으로 표본을 구분하여 각 그룹별로 위의 회귀식을 이용하여 실증분석을 실시하였다. 즉, 각 그룹별 분석을 통해 결산배당 사전공시기업 그룹과 사후공시기업 그룹들에 대해 각각의 배당결정요인이 어떻게 다른지를 살펴보았다.

4. 실증분석결과

4.1 표본의 특성과 기초통계량

Table 1.은 결산배당 사전공시 건수와 사후공시 건수를 정리한 표이다. 사전공시 기업수는 100개이며, 사후공시 기업수는 999개로 나타나 결산배당을 사후공시하는 비율이 월등히 높은 것으로 조사되었다. 표본수 기준으로는 결산배당 사전공시 표본수는 178건이며, 결산배당 사후공시 표본수는 3,107건으로 나타났다. 유가증권

시장과 코스닥시장으로 구분하여 정리한 결과를 살펴보면, 전반적으로 코스닥의 경우에 상대적으로 결산배당 사전공시 비율이 높은 것으로 나타났다. 즉, 유가증권시장의 경우에는 결산배당 사전공시 건수가 29건이며 사후공시 건수가 1,596건인데 비해, 코스닥의 경우에는 결산배당 사전공시 건수가 149건이며 사후공시 건수는 1,511건으로 조사되었다. 연도별로 정리한 결과를 살펴보면, 매년 결산배당 사전공시 건수가 조금씩 증가하는 것으로 나타났다.

Table 1. Number of Disclosures

	Advance Disclosure	Ordinary Disclosure
Number of Firms	100	999
Number of Disclosures	178	3,107
KOSPI	29	1,596
KOSDAQ	149	1,511
Year 2012	33	764
Year 2013	38	747
Year 2014	56	780
Year 2015	51	816

다음으로 Table 2.에서는 본 논문에서 사용하고 있는 변수들의 기초통계량을 결산배당 사전공시 그룹과 사후공시 그룹으로 구분하여 각각 제시하고 있다. 먼저 현금배당/총자산 변수를 살펴보면, 결산배당 사전공시 그룹의 경우 1.67%이며, 결산배당 사후공시 그룹은 1.25%로 나타났다. 기업규모의 경우에는 결산배당 사전공시 그룹이 사후공시 그룹보다 규모가 다소 작은 것으로 나타났다. 전반적으로 결산배당 사전공시 기업들의 경우에 사후공시 기업들에 비해 부채비율이 낮고, 과거 매출액성장률도 낮으며, 수익성 및 현금흐름은 높고, 대주주지분율 및 외국인지분율은 낮은 것으로 조사되었다. 또한 재벌그룹에 속한 기업 중 결산배당을 사전공시한 기업은 단 한 기업도 없는 것으로 나타났다.

Table 2. Summary Statistics

Advance Disclosure (N=178)					Variable	Ordinary Disclosure (N=3,107)				
Mean	Std.	Min	Median	Max		Mean	Std.	Min	Median	Max
0.0167	0.0143	0.0019	0.0131	0.0876	DIV	0.0125	0.0143	0.0002	0.0093	0.2006
11.6835	0.7908	10.1021	11.6066	14.5582	SIZE	12.4961	1.4429	9.1441	12.2171	18.9452
0.3009	0.1725	0.0010	0.2765	0.7373	LEVER	0.3440	0.1818	0.0005	0.3318	0.8754

0.2206	0.5020	-0.3460	0.1400	6.1520	GROWTH	0.5926	10.7981	-0.5731	0.0873	407.6061
0.0511	0.0538	0.0028	0.0364	0.3253	RISK	0.0648	0.5283	0.0017	0.0270	20.8614
0.0911	0.0633	-0.0236	0.0788	0.3256	PROF	0.0584	0.0518	-0.1807	0.0487	0.3881
1.5647	1.5758	0.5796	1.1582	15.2448	TobinQ	1.2694	0.9296	0.2185	1.0153	12.2971
0.0227	0.0050	0.0166	0.0210	0.0287	INT	0.0234	0.0051	0.0166	0.0210	0.0287
0.0889	0.0789	-0.1273	0.0833	0.3727	CF	0.0685	0.0719	-0.4019	0.0622	0.6438
0.0848	0.0921	-0.1777	0.0716	0.3948	INV	0.0562	0.0888	-0.8700	0.0462	0.7035
0.4085	0.1535	0.1254	0.3913	0.7721	CAP	0.0085	0.0482	-0.4956	0.0000	0.8111
0.0526	0.0743	0.0000	0.0193	0.3907	LARGE	0.4479	0.1527	0.0000	0.4451	1.0000
0.0208	0.0623	-0.0217	0.0000	0.6736	FOREIGN	0.0891	0.1259	0.0000	0.0344	0.8973
0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	CHAEBOL_D	0.1854	0.3887	0.0000	0.0000	1.0000

Table 3.은 사전공시 그룹과 사후공시 그룹 간 변수들의 차이값 검증(t-test) 결과를 보여주고 있다. 결과를 살펴보면, 사전공시기업과 사후공시기업은 매출액성장률과 영업위험을 제외한 모든 변수에서 통계적으로 유의한 차이가 있음을 발견하였다.

Table 3. Test of Mean Difference

	Advance D.(N=178)	Ordinary D.(N=3,107)	t-value
DIV	0.0167	0.0125	-3.82***
SIZE	11.6835	12.4961	7.45***
LEVER	0.3009	0.3440	3.08***
GROWTH	0.2206	0.5926	0.46
RISK	0.0511	0.0648	0.35
PROF	0.0911	0.0584	-8.08***
TobinQ	1.5647	1.2694	-3.93***
INT	0.0227	0.0234	1.91*
CF	0.0889	0.0685	-3.67***
INV	0.0848	0.0562	-4.17***
CAP	0.4085	0.0085	-3.25***
LARGE	0.0526	0.4479	3.35***
FOREIGN	0.0208	0.0891	3.84***
CHAEBOL_D	0.0000	0.1854	6.36***
INDUSTRY_D	4.2528	5.2810	3.62***

4.2 회귀분석을 통한 배당 결정요인 분석

Table 4.는 결산배당 사전공시 그룹과 사후공시 그룹으로 구분한 후 배당 결정요인 분석을 실시한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 종속변수는 현금배당/총자산이며, 설명변수 및 통제변수로는 기업규모, 부채비율, 매출액성장률, 영업위험, 수익성, 토빈Q, 회사채수익률, 영업현금흐름, 투자현금흐름, 자금조달, 직전기의 배당, 대주주지분율, 외국인지분율, 재벌더미, 그리고 산업더미를 이용하고 있다. 결산배당 사전공시 그룹을 대상으로 한 회귀분석 결과는 회귀식 (1), (2), (3)에 제시되어 있으며, 결산배당 사후공시 그룹을 대상으로 분석한 결과는 회귀식 (4), (5), (6)에 제시되어 있다. 먼저 모든 통제변수를 고려한 회귀식 (3)을 살펴보면, 결산배당 사전공시 그룹의 경우에는 토빈Q가 높을수록, 회사채수익률이 낮을수록 영업활동으로부터의 현금흐름이 많을수록 배당을 증가시키는 것으로 나타났다. 그에 비해 결산배당 사후공시 기업들의 경우에는 기업규모가 작을수록, 부채비율이 낮을수록, 수익성이 높을수록, 토빈Q가 높을수록, 회사채수익률이 낮을수록, 영업활동으로부터의 현금흐름이 높을수록, 대주주지분율 및 외국인지분율이 높을수록 배당을 증가시키는 것으로 나타났다. 즉, 국내 주식시장에서 결산배당 사전공시기업과 사후공시기업의 배당결정요인은 뚜렷한 차이를 보이고 있는 것으로 나타났다. 정리하면, 결산배당 사후공시그룹의 배당결정요인 분석에서는 두 그룹으로 나누지 않고 분석한 선행연구와 대체로 일치한 반면, 결산배당 사전공시그룹의 배당결정요인 분석에서는 극히 일부만 유의적인 결과를 보였다.

Table 4. Regression Results

	Advance Disclosure			Ordinary Disclosure		
	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
Intercept	-0.0195 (-1.2)	0.0121 (1.05)	0.0004 (0.04)	0.0184 (7.67)***	0.0075 (5.09)***	0.0073 (4.22)***
SIZE	0.0034 (2.32)**	-0.0003 (-0.26)	0.0008 (0.78)	-0.0018 (-10.08)***	-0.0006 (-5.39)***	-0.0006 (-4.71)***
LEVER	-0.0278 (-4.24)***	-0.0006 (-0.12)	-0.0047 (-0.96)	-0.0084 (-6.86)***	-0.0016 (-2.12)***	-0.0018 (-2.38)***
GROWTH		0.0010 (0.67)	0.0009 (0.65)		0.0000 (-0.65)	0.0000 (-0.51)
RISK	-0.0139 (-0.78)	0.0114 (0.87)	0.0061 (0.48)	-0.0003 (-0.68)	0.0004 (0.82)	0.0004 (0.66)
PROF	0.0615 (3.06)***	0.0287 (1.88)*	0.0179 (1.19)	0.0965 (17.93)***	0.0443 (14.04)***	0.0406 (11.95)***
TobinQ	0.0029 *** (4.23)		0.0017 (3.57)***	17.9300 (7.05)***		0.0005 (2.93)***
INT	-0.0445 (-0.25)	-0.2687 (-2.06)**	-0.2184 (-1.73)*	-0.0167 (-0.41)	-0.0918 (-3.73)***	-0.0783 (-3.13)***
CF	0.0215 (1.55)	0.0165 (1.66)*	0.0165 (1.72)*	-0.0169 (4.69)***	0.0107 (4.86)***	0.0109 (4.95)***
INV	-0.0186 (-1.72)*	-0.0128 (-1.62)	-0.0120 (-1.57)	-0.0169 (-6.79)***	-0.0121 (-7.92)***	-0.0124 (-8.11)***
CAP(t)	0.0050 (0.34)	0.0213 (2.08)**	0.0140 (1.38)	-0.0104 (-2.41)***	0.0026 (0.98)	0.0021 (0.79)
CAP(t+1)		0.0133 (1.19)	0.0123 (1.14)		-0.0008 (-0.75)	-0.0010 (-0.93)
div1(t-1)		0.7526 (13.97)***	0.7185 (13.58)***		0.7397 (72.29)***	0.7361 (71.49)***
LARGE	-0.0040 (-0.63)	-0.0025 (-0.55)	-0.0030 (-0.68)	0.0131 (9.6)***	0.0051 (6.04)***	0.0052 (6.20)***
FOREIGN	-0.0118 (-0.64)	0.0056 (0.46)	-0.0127 (-0.98)	0.0269 (13.41)***	0.0073 (5.79)***	0.0069 (5.46)***
CHAEBOL_D						0.0002 (0.48)
INDUSTRY_D	-0.0003 (-0.8)	0.0001 (0.25)	0.0000 (0.04)	0.0006 (10.26)***	0.0002 (4.52)***	0.0001 (3.96)***
Adj R-sq	0.393	0.690	0.711	0.377	0.765	0.765
F value	10.6	29.2	30.1	157.8	722.3	634.0

t-values in parentheses
 **p<0.01, *p<0.05, +p<0.1

4.3 로짓분석을 통한 배당 결정요인 분석

다음으로 배당결정요인이 결산배당 사전공시기업들과 사후공시기업들이 서로 다른지에 대해 분석하기 위해 로짓분석을 실시하였고, 그 결과가 Table 5.에 제시되어 있다. 로짓분석에서 종속변수는 배당을 실시한 경우에는 1의 값을, 그렇지 않은 경우에는 0의 값을 갖는 더미변수이며, 설명변수는 위의 Table 3.에서와 유사하다. 분석 결과, 결산배당 사전공시그룹의 경우에는 부채비율이 낮을수록, 회사채수익률이 높을수록, 투자활동으로부터의

현금흐름이 많을수록, 다음의 자금조달이 낮을수록 배당을 실시하는 것으로 나타났다. 반면 결산배당 사후공시그룹의 경우에는 부채비율이 낮을수록, 수익성이 낮을수록, 회사채수익률이 높을수록, 영업활동으로부터의 현금흐름이 작을수록, 자금조달비율이 낮을수록, 외국인지분율이 많을수록 배당을 실시하는 것으로 분석되었다. 이러한 결과는 Table 3.의 회귀분석결과와 마찬가지로, 결산배당 사전공시그룹과 사후공시그룹의 배당 결정요인이 서로 다르다는 것을 보여주는 결과이다.

Table 5. Logistic Regression Results

	Advance Disclosure	Ordinary Disclosure
Intercept	-7.1292 (3.23)*	-0.9769 (2.72)*
SIZE	0.5150 (2.34)	-0.0378 (0.87)
LEVER	-3.8374 (6.51)**	-0.4197 (3.31)*
GROWTH	0.9834 (2.27)	0.0050 (0.3)
RISK	-2.0822 (0.23)	-0.1108 (0.33)
PROF	-5.4127 (1.33)	-1.6800 (2.77)*
TobinQ	0.1057 (0.50)	-0.0064 (0.02)
INT	67.9389 (3.05)*	49.0763 (43.09)***
CF	-4.7065 (2.58)	-4.3427 (40.25)***
INV	5.9734 (6.28)**	4.0935 (63.2)***
CAP(t)	-7.6247 (3.25)*	-4.0929 (17.66)***
CAP(t+1)	-14.1766 (3.98)**	0.2095 (0.48)
div1(t-1)	0.3802 (0.53)	0.1026 (3.63)
LARGE	0.1164 (0.01)	0.0464 (0.03)
FOREIGN	-4.1320 (1.00)	1.0411 (7.36)***
CHAEBOL_D		-0.0308 (0.23)
INDUSTRY_D	0.5987 (1.27)	-7.9836
Adj R-sq		
F value	195.7	4120.0

t-values in parentheses
 **p<0.01, *p<0.05, +p<0.1

5. 결론

본 연구에서는 우리나라의 상장기업을 대상으로 결산 배당을 사전에 공시하는 기업과 사후에 공시하는 기업 사이에 배당 결정요인에 유의한 차이가 있는지를 실증 분석하였으며 그 결과는 다음과 같다.

첫 번째, 결산배당 사전공시기업과 사후공시기업의 특성변수들은 통계적으로 유의한 차이를 나타내고 있다. 두 번째, 회귀분석을 통한 배당 결정요인 분석에서 사후 공시기업은 기존 연구에서와 유사한 결정요인 양상을 나

타내고 있는 반면에 사전공시기업은 그 중에서 토빈Q, 회사채수익률, 영업현금흐름의 일부 변수만이 유의한 것으로 나타났다. 세 번째, 로짓 분석을 통한 배당 요인 분석에서도 사전공시기업과 사후공시기업은 뚜렷한 차이를 나타내고 있다. 이러한 결과는 사전공시기업이 배당을 실시하는 유인이 사전공시기업의 그것과는 크게 그리고 체계적으로 다르다는 것을 시사한다.

본 연구는 다음과 같은 측면에서 관련연구에 공헌하고 있다. 우선 기업들이 자율공시인 결산배당 사전공시를 하도록 만드는 요인에 대한 분석을 통해 결산배당 사전공시와 사후공시 기업에 대한 이해도를 높이고 있다. 또한 본 연구는 배당 결정요인 분석을 사전공시그룹과 사후공시그룹으로 나누어 분석한 최초의 연구이다.

본 연구는 해당 주제에 대한 기초적이고 포괄적인 실증결과를 제시함으로써 향후 연구의 방향 설정에 기본적인 자료를 제공하는 연구이지만, 동시에 결산배당 사전공시 기업과 사후공시 기업 간의 배당결정요인이 차이나는 구체적인 이유에 대해서는 해답을 제시하지 못하고 있다. 이러한 질문에 대한 해답은 향후의 추가적인 연구에서 심도 있게 다루어져야 할 것이다.

References

- [1] J. Aharony and I. Swary, "Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: an empirical analysis," *Journal of Finance*, vol. 35, pp. 1-12, 1980.
DOI: <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1980.tb03466.x>
- [2] P. Asquith and D. W. Mullins Jr, "The impact of initiating dividend payments on shareholders' wealth," *Journal of Business*, vol. 56, pp. 77-96, 1983.
DOI: <http://doi.org/10.1086/296187>
- [3] M. Miller and K. Rock, "Dividend policy under asymmetric information," *Journal of Finance*, vol. 40, pp. 1031-1051, 1985.
DOI: <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1985.tb02362.x>
- [4] P. M. Healy and K. G. Palepu, "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions," *Journal of Financial Economics*, vol. 21, pp. 149-176, 1988.
DOI: [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(88\)90059-1](http://doi.org/10.1016/0304-405X(88)90059-1)
- [5] L. H. P. Lang and R. H. Litzenberger, "Dividend announcements: cash flow signaling vs free cash flow hypothesis," *Journal of Financial Economics*, vol. 24, pp. 181-192, 1989.
DOI: [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(89\)90077-9](http://doi.org/10.1016/0304-405X(89)90077-9)
- [6] R. Michaely, R. H. Thaler, and K. Womack, "Price reactions to dividend initiations and omissions:

Overreaction or drift?," *Journal of Finance*, vol. 50, pp. 573-608, 1995.

DOI: <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1995.tb04796.x>

- [7] H. DeAngelo, L. DeAngelo, and D. Skinner, "Reversal of fortune, dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth," *Journal of Financial Economics*, vol. 40, pp. 341-371, 1996.
DOI: [http://doi.org/10.1016/0304-405X\(95\)00850-E](http://doi.org/10.1016/0304-405X(95)00850-E)
- [8] G. Grullon, R. Michaely, and B. Swaminathan, "Are dividend changes a sign of firm maturity?," *Journal of Business*, vol. 75, pp. 387-424, 2002.
DOI: <http://doi.org/10.1086/339889>
- [9] S. Kim and J. Kim, "Information contents of dividend and ex-dividend day stock returns," *Korean Journal of Financial Management*, vol. 21, pp. 1-32, 2004.
- [10] C. E. Crutchley and R. S. Hansen, "A test of the agency theory of managerial ownership, corporate leverage, and corporate dividends," *Financial Management*, vol. 18, pp. 11-24, 1989.
- [11] G. R. Jensen, D. P. Solberg, and T. S. Zorn, "Simultaneous determination of insider ownership, debt, and dividend policies," *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 27, pp. 247-263, 1992.
DOI: <http://doi.org/10.2307/2331370>
- [12] K. H. Yook, "Empirical study of agency problem between shareholders and managers, and dividend policy," *Korean Journal of Financial Studies*, vol. 11, pp. 143-166, 1989.
- [13] J. D. Lee, and J. T. Kong, "The relations between financial factors of companies and cash dividend rate," *Korean Journal of Financial Studies*, vol. 16, pp. 437-465, 1994.
- [14] C. J. Kim, "Ownership structure, capital structure and dividend policy," *Korean Journal of Financial Management*, vol. 13, pp. 51-78, 1996.
- [15] J. Y. Won, and S. M. Kim, "Study of Manager's view on the dividend policy of companies," *The Journal of Finance and Banking*, vol. 5, pp. 131-158, 1999.
- [16] K. S. Park, E. J. Lee, and I. M. Lee, "Determinants of Dividend Policy of Korean Firms," *Asian Review of Financial Research*, vol. 16, pp. 195-229, 2003.

한 상 전(Sangjeon Han)

[정회원]



- 1997년 2월 : 서울대학교 대학원 경영학과 (재무학석사)
- 2010년 3월 ~ 현재 : 한양대학교 대학원 금융보험학과 박사과정

<관심분야>
배당정책, 기업재무

길 재 욱(Jaeuk Khil)

[정회원]



- 1994년 5월 : 미네소타주립대학교 경영학박사
- 1995년 3월 ~ 현재 : 한양대학교 경상대학 경영학부 교수

<관심분야>
중소기업, 투자론