

국제적 다각화가 배당성향 및 배당수익률에 미치는 효과 분석

최유정¹, 임재환^{2*}

¹통일연구원 기획조정실 팀장, ²가톨릭관동대학교 항공경영물류학과 교수

The Effect of International Diversification on Dividend Payout ratio and Dividend Yield Rate

Yu-Jeong Choi¹, Jae-Hwan Lim^{2*}

¹Director, Management Support Office, Korea Institute for National Unification

²Professor, Department of Aviation Management & Logistics, Catholic Kwandong University

요약 본 연구에서는 국내 기업들의 국제적 다각화가 기업 이익을 증대시킴과 동시에 이익 분배 과정에서 기업 영업활동의 토대를 제공한 납입자본 출자자들의 배당수익 또한 증가시키는지와 국제다각화 수준 증가가 기업의 배당정책에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보고자 하였다. 이를 위하여 2011년에서 2018년까지 국내 유가증권 시장에 상장된 12월 말 결산법인을 대상으로 고정효과모형을 이용하여 실증분석을 실시하였다. 그 결과 개별 기업의 국제적 다각화 수준이 높아질수록 기업의 배당성향 및 배당수익률 또한 증가하는 것을 확인 할 수 있었다. 이는 기업이 국제적 다각화를 통하여 새로운 해외 시장을 확보하고 기업의 성장을 도모함으로써 기업 이익 및 주주의 배당수익률을 안정적으로 확대시킬 수 있음을 말해준다. 또한 기업의 국제적 다각화 전략은 배당가능이익을 증진시킴으로서 기업의 배당성향 또한 증가시켜 기업 가치 증대에 기여할 수 있음을 알 수 있다.

주제어 : 국제적 다각화, 배당성향, 배당수익률, 패널데이터, 고정효과모형, 하우즈만 검증

Abstract In this study, how international diversification of domestic companies increases corporate profits and increases the dividend income of paid-in capital investors, who provided the basis for corporate business activities in the process of distributing profits. I tried to find out if it had an effect. An empirical analysis was conducted using a fixed-effect model for companies with settlements at the end of December listed on the domestic securities market from 2011 to 2018. It was confirmed that the higher the level of international diversification of individual companies, the higher the company's dividend payout ratio and dividend yield. This means that companies can steadily expand corporate profits and dividend yield of shareholders by securing new overseas markets through international diversification, it can be seen that a company's international diversification strategy can contribute to the increase of corporate value by increasing the company's dividend payout ratio by increasing dividendable profit.

Key Words : International Diversification, Dividend Payout ratio, Dividend Yield Rate, Panel Data, Fixed-effect Model, Hausman Test

*Corresponding Author : Jae-Hwan Lim(atoanio@cku.ac.kr)

Received October 13, 2020
Accepted December 20, 2020

Revised December 4, 2020
Published December 28, 2020

1. 서론

본 연구의 목적은 기업들의 국제적 다각화 전략이 기업의 배당성향 및 배당수익률과 어떠한 관계를 가지고 있는지를 살펴보는 데 있다. 국제적 다각화란 개별기업이 기업이 소속된 국가와 지리적으로 다른 장소나 시장으로 그들의 사업을 확대하는 전략을 의미하며, 최근 국내 기업들은 내수시장에서의 성장 정체를 타계하기 위하여 기존 보다 더욱 다양한 국가들로 기업의 영업활동 영역을 확장하고 있다. 우리나라의 경우 전통적으로 대외지향적인 경제성장을 추구하고 있으며, 최근 글로벌 경영화의 추세와 맞물려 국내 기업들은 더욱 적극적으로 사업영역을 해외로 확장해나가고 있다. 통계청 자료에 의하면 해외수출액은 2001년 약 1,504억 달러에서 2020년 약 5,422억 달러로 3.6배 이상 증가하였고 2010년 이후 자유무역협정(FTA)과 관련하여 미국, 유럽, 캐나다, 중국, 베트남 등 주요 교역국과 협상을 타결함으로써 우리 기업들의 글로벌 시장으로의 진출은 더욱 더 가속화되고 있다. 제한된 국내 시장만으로는 기업의 성장에 한계가 존재하기 때문에 수많은 기업들이 해외로 진출하여 국제적 다각화를 추진하고 있으며, 이렇게 새롭게 진출한 해외시장에서 기업들은 시장 내 기존 기업들과의 경쟁에서 비교우위를 확보하기 위하여 가치창출 활동에 적극적으로 참여하고 있다. 이러한 기업의 국제다각화 전략은 기업 내의 가치를 증대시킬 뿐만 아니라 자본시장에서도 투자자들의 긍정적인 평가를 받고 있다(Bodnar and Weintrop 1997). 기업들은 새롭게 진출한 해외 시장에서 신성장 동력을 확보함으로써 성장의 한계를 극복하고 기업 이익을 지속적으로 유지·증대시켜 배당가능이익 및 배당성향이 증가하여 납입자본 출자자들의 배당수익 또한 증가할 것으로 예상된다. 그러나 일부 선행연구들은 기업의 국제적 다각화가 기업에 긍정적인 효과를 안겨주 기보다는 부정적 비용을 발생시킴으로서 기업 가치 창출을 저해할 수 있다고 주장하고 있다(Kinney 1972; A Eddy and B Seifert 1992; *Deniz et al. 2002)[1]. 이렇듯 국내외 선행연구들이 기업의 국제적 다각화전략의 효과에 대하여 일관적이지 않은 상반된 결과들을 제시하고 있는 실태에서, 기업의 국제다각화가 투자자인 납입자본 출자자들의 배당수익을 증가시키는지와 배당과 유보율을 결정하는 배당정책에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보는 것은 실증적으로 의미 있는 연구가 될 것이다. 이에 따라 본 연구에서는 기업의 국제적 다각화 수준이 높아질수록 해당 기업의 배당성향 및 배당수익률이 통계적

으로 유의하게 변화되는지를 분석해보고자 한다. 개별 기업의 국제다각화 수준은 다수의 국내외 연구들이 채택하고 있는 총매출액 대비 해외매출액으로 측정(김명인 외 2명, 2012; 장연 외 2명, 2015)하였다. 기업의 배당성향(Dividend Payout Ratio)은 Deshmukh, Goel Howe (2013)의 연구를 활용하여 보통주 배당금을 총자본의 시가로 나누어 측정하였으며, 배당수익률(Dividend Yield ratio)은 전상경, 김태수(2005)의 연구방법을 참조하여 보통주 현금 배당액을 시가 총액으로 나눈 비율로 측정하고 모형의 종속변수에 추가하였다. 이와 더불어 선행연구들에 따라 모형의 종속변수인 배당성향 및 배당수익률에 영향을 미치는 기업의 회계적, 재무적 변수들을 통제 변수로 사용하여 회귀분석을 실시하였다. 분석에 이용된 변수들은 그 안정성(Stationarity) 여부를 검증하기 위하여 패널 단위근 검정을 수행하였으며 그 후 패널 추정법으로 국제적 다각화와 배당성향 및 배당수익률 간의 관계를 분석하였다. 패널데이터 분석은 관찰되지 않는 개별효과(The Unobservable Individual Specific Effect)를 어떤 가정을 가지고 추정하느냐에 따라서 확률효과모형과 고정효과모형으로 분석방법을 나누어 볼 수 있다. 관찰되지 아니한 개별효과가 고정된 값을 가지지 않고 특정 확률분포를 따르면서 설명변수들과 상관관계가 없다면 확률효과모형이 채택되나 본 연구에서는 Hausman Test를 시행하여 이러한 가정을 기각하고 고정효과 모형을 채택하였다. 이제까지의 배당에 관한 연구들은 주로 기업의 재무정책에 있어서 최적배당지급수준에 대한 연구가 대부분 이었다. 기업의 국제다각화에 대한 연구 또한, 국내 연구들은 상당히 제한된 수의 논문들만이 존재하며 국제적 다각화와 관련하여 투자자의 관점인 배당 측면에서 연구된 적이 없었다는 점에서 본 연구는 기존의 논문들과 차별성이 있다 하겠다. 이러한 점에서 기업의 국제다각화 수준과 배당성향 및 배당수익률 간의 관계를 연구 분석하는 본 연구의 결과는 국제적 다각화 수준에 따른 기업의 자본조달 정책 결정과 투자자의 투자 의사 결정에 유의미한 시사점을 제공해 줄 수 있을 것으로 예상된다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 기업의 국제적 다각화 전략을 살펴본 선행연구와 배당에 영향을 미치는 요인들을 살펴본 선행연구들을 검토하고 이를 바탕으로 본 연구의 연구가설을 설정한다. 제3장에서는 설정된 가설을 검증하기 위하여 연구모형을 제시하고 변수의 정의 및 측정과 표본의 구성에 관하여 논한다. 제4장에서는 실증분석 결과를 제시하고, 제5장에서는 분석결

과를 요약하며 실증분석 결과에 대한 시사점을 도출하고 본 연구의 기여와 한계에 대하여 기술 한다.

2. 이론적 배경

다국적 기업들과 관련된 국내외 기존 연구들은 국제적 다각화가 해당 기업 가치에 어떠한 영향을 미치는지에 관하여 많은 연구를 수행하여 왔다. Bodnar and Weintrop(1997)의 분석은 회계이익을 중심으로 검증한 논문으로 기업의 국제적 다각화에 관하여 통계적으로 유의한 긍정적 실증결과를 제시한 대표적인 연구이다[2]. 이 연구에서는 미국 다국적 기업이 공시한 국외 이익과 국내 이익의 가치관련성(value relevance)을 검증하였으며, 국외 이익과 국내 이익의 이익반응계수를 도출한 결과 국내 이익의 이익반응계수 보다 국외 이익의 이익반응계수가 더욱 크다는 것을 실증적으로 제시하고 있다. 이러한 분석결과는 이미 성숙된 단계에 도달한 국내 시장에 비하여 국외 시장의 성장가능성이 더욱 크기 때문에 투자자들이 국외 이익을 국내 이익 보다 더욱 중요시 한다는 것을 의미한다고 보았다. Bodnar, Hwang and Weintrop(2003)의 분석에서는 분석 표본을 오스트레일리아, 영국, 캐나다의 다국적 기업으로 확장하여 가치 관련성에 관하여 분석을 실시한 결과 미국의 다국적 기업 분석결과와 같은 결론을 도출하였다. Christophe(2002)는 그의 연구에서 Bodnar and Weintrop(1997)에서 사용한 이익반응계수를 재검증하기 위하여 국외 이익과 국내 이익의 변화분을 양과 음의 변화분으로 구분하여 실증분석을 시행하였다[3]. 그 결과 국내 이익보다 국외 이익의 이익반응계수가 더 높은 원인은 국외 이익에 있어 음의 변화분의 이익반응계수가 더 높기 때문이며 국외 이익의 양의 변화분은 분석결과 의미있는 차이를 도출하지 못한다고 하였다. 한편, Thomas(1999)는 이익의 속성 중의 하나인 이익 지속성(persistence)을 검증하는 시도를 하였다. 그는 국내 이익과 국외 이익의 지속성을 검증한 결과 국외 이익이 국내 이익보다 지속성이 두 배 이상 더 크다고 보고하고였다. 그는 Mishikin(1973) 테스트를 사용하여 시장의 mispricing을 분석한 결과 일반적으로 투자자들은 국외 이익의 지속성을 낮게 평가하고 있다고 주장하였다. 이는 국내 사업장에 관한 정보 공시의 양(quantity) 및 질(quality)이 국외사업장에 비하여 높기 때문에 국외 이익이 저평가된다고 하였다. Callen et al. (2005)는 국외 이익의 지속성이 국내 이익

에 비해 저평가되는 경향이 있다는 Thomas(1999)의 분석결과와 유사한 결과를 제시하였다. 또한 그는 국외 이익과 국내 이익의 가치 관련성에 대하여 재검증한 결과, 국내 이익이 국외 이익에 비하여 변동성이 크며 국내 이익의 주식수익률 변동성 설명력 역시 국외 이익에 비하여 크다고 하였다.

배당정책에 대하여 분석한 많은 연구들은 배당을 하는 이유 및 결정요인 그리고 그 효과 등에 대하여 관심을 가지고 진행되어 왔다. 기업은 투자를 위한 새로운 자금을 외부를 통하여 조달할 경우 주식 발행을 통하여 자본을 조달하는데 이때 투자자들에게 자금을 대여한 대가로 지불되는 현금흐름이 배당이다. 배당은 자금조달과 주주의 부를 극대화시켜주는 중요한 근원이 된다. 기업은 주주들의 부를 극대화시키기 위한 측면에서 높은 배당금을 하지만 다른 측면에서는 기업의 성장을 위하여 낮은 배당금을 지급하기도 한다. 배당성향 및 정책에 관한 선행연구들은 대리인이론, 신호이론, 잔여배당이론 세 가지 이론적 관점을 바탕으로 진행되어 왔다. 먼저 대리인이론 관점에서 살펴보면, Rozeff(1982)는 배당이 경영성과를 감시하는데 있어 하나의 수단으로 사용될 수 있다고 하였다. 그는 배당을 증가시키면 자본의 대리인 비용을 낮출 수 있는 반면 외부자금 조달로 인한 거래비용이 증가한다고 하였으며 분석결과, 기업들이 과거보다 높은 수익률 증가를 보이거나 향후 기록할 것으로 예상되는 경우에는 더욱 많은 투자비용을 수반할 것이므로 성장성은 배당지급과 부(-)의 관계에 있다고 하였다. 이러한 결과는 기업의 투자정책이 배당정책에 영향을 끼친다는 관점을 지지해주고 있다. LaPortaetal.(2000)는 배당과 대리인비용 간의 관계에 대하여 두 가지 가설, 즉 경영자의 기회주의 가설과 대체가설을 분석하였다. 경영자 기회주의 가설에 따르면 주주의 권리가 잘 보장되어 있을 때에는 경영자에 대한 감시활동을 통하여 보다 많은 배당을 지급하게 된다. 반대로 대체가설에 따르면 주주 권리 보호장치가 잘 갖추어져 있을 때에는 대리인 문제가 상대적으로 감소될 수 있기 때문에 대리인 비용의 추가적인 절감을 위해 배당의 지급을 과다하게 할 필요가 없다고 한다. 이들은 총 33개국의 4,103여개의 개별 기업을 분석대상으로 위에서 제시한 두 가지 가설을 검증한 결과, 주주의 권리를 보장하는 법과 제도가 상대적으로 잘 갖추어진 국가일수록 더욱 많은 배당을 지급하는 것으로 나타났으며 이러한 결과는 경영자 기회 가설을 지지한다고 하였다. 최종범(2005)은 투자기회 및 대리인비용, 영업-재무위험이라는 세 가지의 요인이 24개 국가에서 기

업의 배당수준에 미치는 영향에 관하여 분석하였다. 종속 변수로 배당수준의 대응변수인 배당성향을 사용하였으며, 독립변수로는 투자기회, 대리인 비용, 영업·재무위험 각각의 대응변수인 최근 5년간 매출액 성장률, 내부 지분율, 주가변동성을 사용하였다. 분석 결과, 대리인 비용과 배당수준은 연관성이 약하다는 결과를 도출하였다. 투자 기회와 배당 수준 또한 약한 연관성을 보였는데 대부분의 국가에서 투자 기회의 대응치인 매출액 성장률이 배당수준과 통계적으로 유의한 부(-)의 관련성을 나타내지 못하였다. 영업·재무위험과 배당수준은 강한 연관성을 나타내었다.

신호이론의 관점에서 살펴보면, Jensen, Solberg and Zorn(1992)은 기업의 규모가 커질수록 배당 비율이 증가하고 있음을 보였다. 연구에 따르면 기업의 규모가 커질수록 소유경영자의 유동성 비용이 증대하고 내부 지출 증가로 인하여 얻을 수 있는 대리비용에 관한 통제 효과가 감소함에 따라 경영자는 배당지급을 증가시키려 한다고 하였다. Grullon(2002)는 기업의 유동성 보유수준과 성장을 연계하여 배당지급이 가지는 정보효과에 대해 분석하였다[4]. 미국 기업들의 배당행태를 연구한 결과 배당증가를 선언한 기업들은 이후 베타가 작아지고 영업수익성 역시 감소됨을 확인하였다. 이러한 연구 결과는 기존의 배당신호 이론과 일치하지 않는다. 이를 근거로 그는 기업의 라이프 사이클과 연계하여 기업성숙가설(firm maturity hypothesis)을 주장하였다. 이는 성장 단계의 기업이 성숙단계로 접어들게 되면 기업의 성장기회는 줄어들게 되어 기업가치 결정에 기존 자산의 역할이 상대적으로 더욱 커지기 때문에 기업의 체계적 위험도 작아질 수 있다는 것이다. 또한 성숙단계로 접어드는 기업은 매출액성장률, 영업수익률이 감소하고 자본지출 역시 감소하게 됨으로서 보유현금 등 자금유동성은 증가하게 된다고 하였다. 따라서 성숙단계에 접어드는 기업은 주주들에게 보다 많은 배당을 지급할 가능성이 있으며, 이에 따라 배당의 증가와 체계적 위험, 수익성 간에는 음(-)의 상관관계가 나타난다고 하였다.

잔여배당이론 관점에서 차병섭·이영(2006)은 1986년에서 2003년까지의 기간에 67개국 15,813개 기업의 재무자료를 사용하여 이들 기업의 배당성향 결정요인을 분석하였다. 그들의 분석결과에 따르면 배당세율이 낮을수록, 기업규모가 클수록, 존속연도가 길수록, 수익변동성이 작을수록 배당성향은 높게 나타났다. 또한 수입의 안정성이 높거나 현금 수입의 비중이 높은 산업이나 최종 소유자가 재단 또는 기금인 경우에 배당성향이 높은 것

으로 분석하였다.

최근의 배당 관련 국외 연구들을 살펴보면, Edward Jones and Nana Abena Kwansa, Hao (2020)은 영국 기업들을 대상으로 국제적 다각화가 국내 기업 및 다국적 기업의 자금조달 정책에 미치는 영향을 분석하였다. 그들의 연구결과 다국적 기업은 국내 기업과 비슷하거나 낮은 레버리지를 사용하며 국제화가 증가함에 따라 기업은 새로운 부채보다 새로운 자기 자본을 조달 할 가능성이 더 높다고 하였다[5]. Abubakr Saeed and Farah Zamir(2020)은 인도, 중국, 인도네시아, 파키스탄, 말레이시아의 기업들의 사회적 책임 공개(CSR: Corporate Social Responsibility)와 배당금 지급 결정 간의 연관성을 조사한 결과 CSR 공개가 기업 배당금 지급에 부정적인 영향을 미친다는 결과를 도출하였다[6]. Harish Kumar Singla and Pradeepta Kumar Samanta(2019)는 인도의 건설 기업들을 대상으로 분석한 결과 규모가 크고 성숙하며 수익성이 높은 기업일 수록 높은 배당금을 지급하는 경향이 있으며 이는 현재 및 미래의 투자자들에게 시장에서 긍정적인 태도를 유지하고 투자하라는 신호라고 보았다[7]. S Gul, I Ullah and H Gul, S Rasheed(2020)은 2013년부터 2017년까지 파키스탄 제약 회사들의 배당 정책에 영향을 미치는 요인을 패널 VAR 모델을 이용하여 측정하였다. 그 결과 관리 소유권, 부채 정책, ROA, 회사 규모 및 현금 흐름은 기업의 배당 정책에 상당한 영향을 미쳤으며, 이는 투자자들이 현재 수익보다 미래 실적에 더 많은 관심을 가지고 있음을 보여준다고 하였다[8]. Oyedele Oloruntoba(2020)은 나이지리아 대기업들을 대상으로 패널 고정효과모형을 이용하여 배당 정책의 결정 요인을 분석하였는데, 분석 결과 거시 경제적 요인은 공식된 배당 성향에 큰 영향을 미치지 않았으며 기업의 특정 요인과 국제적 요인이 배당금 지급 비율을 결정하는 데 중요한 역할을 한다고 보았다[9]. Entri Lutfi Utami and Rini Setyo Wtiastuti (2019)는 2013년에서 2017년의 기간 동안 인도네시아 주가 변동성에 대한 배당 정책의 효과를 분석하였는데 배당수익률은 주가의 변동성에 큰 영향을 미쳤지만 배당성향은 유의미한 효과를 나타내지 못한다고 하였다[10]. Doh-Khul Kim and Najrin Khanom(2020)은 배당금 지급이 부문별 수준에서 미국 주식 시장에 미치는 영향을 분석하였다. 미국 11개 섹터에 대한 대표적인 교환거래 펀드를 사용하여 분석한 결과 8개 부문에서 통계적으로 배당금의 유의미한 긍정적인 영향을 확인하여 미국 주식시장에서 주식 평가 모델이 일반적으로 적용됨을 보

여주었다[11]. Raed Kanakriyah(2020)은 2015년부터 2019년까지 요르단 암만 증권 거래소(ASE)에 상장된 기업들을 대상으로 패널 데이터 분석을 사용하여 배당정책과 기업의 재무성과 간의 연관성을 확인하고자 하였으며, 분석결과 그는 배당 정책이 기업 재무성과에 통계적으로 유의미한 영향을 미친다고 하였다[12].

이상과 같은 선행연구들의 결과를 종합하여 보면 현금 흐름, 부채비율, 성장성, 수익성 등 기업의 특성과 관련된 변수들이 기업의 배당정책 및 배당수익률에 유의한 영향 관계를 가지고 있다는 주장이 대부분이나 이는 분석대상, 기간 및 분석방법, 설명변수의 선정 등에 따라 다소 결과에 차이를 보이고 있다.

3. 연구 설계

3.1 가설 설정

본 연구에서는 앞서 제시된 선행연구들을 바탕으로 다음과 같은 논리적 연관성으로부터 출발하여 가설을 설정한다. Miller and Modigliani(1961)는 정보의 비대칭 상황에서 기업은 우월한 정보력을 바탕으로 그들의 미래 가치에 관한 정보를 시장에 전달하기 위한 수단으로서 배당을 이용한다고 하였다[13]. 이는 시장에서는 배당정책에 있어 기업의 변화를 기업의 미래 수익성에 대한 경영자의 예측 변화로 해석하게 된다는 것이다. 기업이 배당을 증가시키면 시장은 이를 기업의 미래가치에 대한 호재로 인식하여 주가가 상승하게 되고, 반대로 기업이 배당을 감소시키면 시장은 이를 악재로 받아들여 주가가 하락하게 된다. 결론적으로 주가는 배당 지급 자체보다는 기업 미래가치와 관련한 신호효과에 의하여 변화한다는 것이다. 신호효과 가설에 의하면 기업의 수익성과 성장성, 활동성은 기업의 배당수준과 양(+의 영향관계가 예상 된다. 글로벌 시장에서 새로운 성장 동력을 발굴하고 비교우위를 확보하여 수익창출 활동에 적극 참여하고 있는 다국적 기업들은 국제적 다각화 정책을 적절히 활용하여 기업성과 및 수익성을 향상시키고 있으며, 이에 따라 기업의 배당수준 및 배당수익률은 높아질 가능성이 크다[14].

이러한 관점에서 본 연구에서는 투자자들에게는 투자 수익적 측면, 기업 혹은 경영자에게는 경영의 정책적인 측면에서 매우 중요한 역할을 수행하고 있는 배당성향 및 배당수익률을 종속변수로 설정하여 국제적 다각화와 이들 간에는 통계적으로 유의한 양(+의 관련성이 존재

할 것이라 예상하고 이를 본 연구의 가설로 설정하였다.

(가설) 국제적 다각화 수준이 증가할수록 그 기업의 배당 성향 및 배당수익률은 높아진다.

3.2 주요 변수들의 조작적 정의

3.2.1 국제다각화 수준(FSTS)

국제적 다각화란 개별기업이 그들이 소속한 국가와 지리적으로 다른 장소나 시장으로 기업의 사업영역을 확대하는 전략이라 할 수 있다. 이에 많은 선행연구들에서는 국제적 다각화의 범위를 해외 사업부의 개설 뿐만 아니라 단순한 해외수출까지로 확장하고 있다[15]. 국제적 다각화와 관련한 기존 연구들을 살펴보면 국제적 다각화 수준을 크게 총매출액 대비 해외매출액 비중(the ratio of foreign sales to total sales: FSTS), 총자산 대비 해외자산 비중(the ratio of foreign assets to total assets: FATA), 해외시장의 숫자(number of foreign markets: NOM)의 세가지 방법을 통하여 측정하고 있다. 그러나 많은 국내 연구들에서는 자료입수의 문제로 인하여 총매출액 대비 해외매출액(FSTS)을 국제다각화 수준으로 측정하고 있다(김명인 외 2명, 2012; 장연 외 2명, 2015). 이에 본 연구 또한 국내 선행연구들을 참고하여 FSTS를 국제적 다각화 수준의 대응치로 활용하고자 한다.

$$\text{해외매출액비중(FSTS)} = \text{해외매출액} / \text{총매출} \quad (1)$$

3.2.2 배당의 측정

Deshmukh, Goel, Howe(2013)의 연구에서는 배당성향(Dividend Payout Ratio)을 보통주의 배당금을 자기자본의 시가로 나누어 계산하였다. 최종범, 서정원(2005)은 보통주 현금 배당액을 순이익으로 나눈 값을 배당 성향으로 사용하였다. 이와는 다르게, 황규영, 김용길(2018)은 당기 순손실인 경우 해석에 있어서의 어려움과 배당에 관한 의사결정시 기업의 자금조달 규모를 고려해 현금배당액을 자본 총액으로 나누는 방법과 현금 배당액을 총자산으로 나누는 두가지 방법으로 배당성향을 도출하였다. 본 연구에서는 선행연구들을 참고하여 보통주 현금배당액을 총자본으로 나누어 배당성향을 측정하였고, 현금배당수익률(Dividend Yield ratio)은 전상경, 김태수(2005)을 준용하여 보통주 현금 배당액을 시가 총액으로 나눈 비율로 측정하였다.

$$DIVP(\text{배당성향}) = \text{보통주 현금 배당금} / \text{총자본} \quad (2)$$

$$DIVR(\text{배당수익률}) = \text{보통주 현금 배당금} / \text{시가총액} \quad (3)$$

3.2.3 통제변수들의 측정

선행연구들의 결과를 바탕으로 본 연구에서 통제변수로 설정된 변수는 시장가 대비 장부가 비율, 기업규모, 부채 비율, 총자산 수익률, 현금흐름 비율이다. 배당에 관한 많은 연구에서는 기업의 배당 정책이 기업의 성장성, 규모, 현금흐름 등에 많은 영향을 받는다고 서술하고 있다. Deshmukh, Goel, Howe(2013)는 기업의 성장성을 나타내는 지표로 시장가 대비 장부가 비율을 사용하였다. Grullon et. al.(2002)에 따르면 기업이 성숙기에 접어들면 성장의 기회가 줄어들게 되고 배당을 늘린다고 한다. 기업의 규모는 기업성숙도의 대용변수로서 신호이론과 관련되어 있다. 일반적으로 기업의 규모는 기업이 보유한 자산의 총액이나 매출액의 규모로 정의한다[16]. 정종범(2004)은 기업 규모의 대용변수로 총자산에 로그를 취한 값을 이용하였고 조지호(1990)는 기업규모를 나타내는 변수로 자본금을 사용하였다. 이정도·공정택(1994)은 자기자본을 기업규모의 대용변수로 이용하여 분석하였다. 본 연구에서는 기업규모의 대용변수로 여러 선행연구들에서 가장 일반적으로 이용되고 있는 기업 총자산액의 자연로그 값을 기업 규모 변수로 사용하였다. 잔여배당이론에서는 기업의 투자수요를 충족하고자도 잉여 현금 잔고가 존재하는 경우에 기업은 배당을 실시한다고 하였다. 부채기업과 무부채기업의 배당정책을 비교한 Millerand Modigliani(1961)는 영업이익의 일부를 이자로 지급하는 부채 기업 보다 무부채기업은 이익을 더욱 많이 배당하게 된다고 하였다. 선행연구에서 부채비율은 주로 고정부채 만을 고려한 고정부채비율을 사용하거나[17], 총부채를 총자산으로 나눈 값이 사용되었다[18]. Jensen, Solberg & Zorn(1992)은 부채비율의 대용변수로 총부채를 총자산으로 나눈 값을 사용하였으며, 임석필·송영렬(1996)은 고정부채비율을 부채비율의 대용변수로 이용하였다. 본 연구에서는 자금조달정책의 결과이자 기업의 재무구조 안정성 여부 및 자본조달정책에 대하여 판단하는 지표인 부채비율을 선행연구들을 참고하여 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 사용하였다. 기업에서 배당을 결정할 때 무엇보다도 가장 큰 영향을 끼치는 요인이 수익성이다[19]. Jensenetal.(1992)의 연구결과에 따르면 배당지급과 수익성은 양(+)의 관계에 있다고 하였

다. 본 연구에서는 배당과 직접적인 연관이 있는 당기순이익을 통제하고자 당기순이익이 총자산에서 차지하는 비중을 수익성의 대용변수로 사용하였다[20]. Jensen(1986)은 여유현금흐름가설(freecash flow hypothesis)에서 기업에서 여유현금 흐름이 많이 발생하는 경우에는 경영자가 부(-)의 순현재가치를 가지는 투자안에게까지 투자를 확대하려 하여 기업가치의 하락을 초래하는 대리인문제를 유발시킨다고 하였다. 그는 잉여현금흐름으로 인하여 대리인비용이 증가한다면, 배당을 증가시킴으로서 자본시장의 감시통제기능을 강화시켜 이를 완화할 수 있다고 하였다. 잉여현금흐름의 대용변수로 주로 이용되는 것에는 총자산 대비 영업활동으로 인한 현금흐름이 있으며 [21], 김성민(2006) 등 많은 선행연구들에서도 이를 잉여 현금흐름비율의 대용변수로 이용하였다. 본 연구에서도 선행연구들을 참고하여 잉여 현금흐름비율의 대용변수로 영업활동 현금흐름을 총자산으로 나눈 값을 사용하였다.

3.3 연구모형

본 연구의 목적은 국내 글로벌 기업의 국제적 다각화가 기업의 배당성향 및 배당수익률을 증가시키는지를 분석하는 것이다. 이러한 가설을 검증하기 위한 회귀모형은 다음과 같다.

$$DIVP_{it} = \alpha_0 + \alpha_1FST_{Sit} + \alpha_2MT_{Bit} + \alpha_3SIZE_{it} + \alpha_4LEV_{it} + \alpha_5ROA_{it} + \alpha_6OC_{Fit} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

$$DIVR_{it} = \alpha_0 + \alpha_1FST_{Sit} + \alpha_2MT_{Bit} + \alpha_3SIZE_{it} + \alpha_4LEV_{it} + \alpha_5ROA_{it} + \alpha_6OC_{Fit} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

- DIVP_{it} : 보통주 현금 배당금/총자본
- DIVR_{it} : 보통주 현금 배당금/시가총액
- FST_{Sit} : 매출액 대비 해외매출액 비중
- MT_{Bit} : 장부가치 대비 시장가치비율
- SIZE_{it} : 기업규모(총자산의 자연로그 값)
- LEV_{it} : 부채비율(부채총액/총자산)
- ROA_{it} : 당기순이익/총자산
- OC_{Fit} : 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
- ε_{it} : 교란항(error term)

위 식의 종속변수인 DIVP_{it}는 배당성향으로 보통주 현금배당액을 총자본으로 나눈 값이며, DIVR_{it}는 배당수익률으로 보통주 현금 배당액을 시가 총액으로 나눈 비율이다. 연구모형의 주요 설명변수는 국제다각화 수준

(FSTSit)으로 본 연구에서 설정한 가설과 같이 국제다각화 수준이 높을수록 기업의 배당성향 및 배당수익률이 증가한다면 위 식의 α_1 이 유의한 양(+)의 값을 나타낼 것으로 예측한다. 즉, 기업들은 새롭게 진출한 해외 시장에서 신성장 동력을 확보함으로써 성장의 한계를 극복하고 기업 이익을 지속적으로 유지·증대시켜 배당가능이익이 증가하고 이에 따라 배당성향 또한 높아짐에 따라 납입자본 출자자들의 배당수익 또한 증가시킬 것으로 예상된다. 장부가 대비 시장가치 비율(MTBit)은 기업의 성장기회의 대응변수로서 성장의 기회가 클수록 기업의 배당성향 및 수익률이 커질 수 있음에 따라 양(+)의 관계가 예상된다. 기업의 규모는 신호이론과 관련한 기업성숙도의 대응변수이다. 기업이 성숙기에 접어들수록 투자의 기회가 줄어들게 되어 사내 유보액이 증가하게 되고, 기업은 잉여자금을 처분하기 위해 배당을 증가시키기 때문에 기업성숙도와 배당간에는 양(+)의 관계가 나타나게 되며 이에 따라 기업의 규모가 커질수록 배당 역시 커질 것으로 예상할 수 있다. 기업의 자금조달정책의 결과이자 기업재무구조의 안정성 여부 및 자본조달정책을 판단하는 지표인 부채비율을 살펴보면, 기업의 레버리지가 높아질수록 기업이 지급하여야 할 이자비용이 증가하게 되므로 기업의 배당지급역력은 감소되게 된다. 이에 따라 잔여배당이론의 대응변수인 레버리지 비율과 배당 사이에는 음(-)의 관계가 성립할 것으로 예상된다. 수익성 비율은 신호이론과 연관된 정보효과가설의 대응변수이며 수익성이 높은 기업은 향후 양호한 기업전망을 투자자들에게 전달하기 위해 배당을 늘릴 것으로 예상할 수 있으므로 배당지급과 양(+)의 관계가 있을 것으로 예상된다. 또한 잉여현금흐름이 발생하는 경우에는 기업의 배당 지급 능력 또한 증가할 것이므로 잉여현금흐름과 배당 간에는 양(+)의 관계가 예상된다.

본 연구에서 사용된 자료는 횡단면(Cross-section)데이터와 시계열(Time Series)데이터가 결합된 패널 형태의 자료로서 모형 내 기업특성효과 또는 시간특성효과가 존재하는 경우에는 일반적인 최소자승추정(OLS)법으로는 효율적 추정량을 도출해낼 수 없다. 패널데이터 분석의 장점은 횡단면 데이터에서 볼 수 있는 변수들 간의 정적 관계를 동적인 관계로 볼 수 있으며, 개체들 간에 존재하는 이질성을 모형 내에서 고려할 수 있다는 것이다. 즉, 시계열 분석에서는 시간에 따라 변화하지 아니하는 이질적인 특성들이 회귀모형에서 누락될 수 있는데 비하여 패널분석에서는 이를 모형에 반영함으로써 편의(Bias)를 제거할 수 있다. 또한 패널자료는 두 설명변수

간에 강한 상관관계가 존재하더라도 횡단면 및 시계열 데이터 보다 더 많은 변수 정보와 변동성을 제공할 수 있다는 장점이 있다. 무엇보다도 패널분석 과정을 거침으로써 독립변수들이 다양한 형태로 변형됨으로써 다중공선성(Multi-collinearity) 문제가 줄어들어 보다 효율적인 추정량을 얻을 수 있다는 것이 큰 장점으로 여겨진다. 패널데이터 분석기법에는 고정효과모형(Fixed-effect Model)과 확률효과모형(Random-effect Model)이 있다. 확률효과모형은 표본개체 간의 차이가 어떠한 분포로부터 확률적으로 결정된다고 가정한다. 따라서 ϵ_{it} 를 모집단에서 추출되는 확률변수로 취급하고 일반화된 최소자승법(GLS: General Least Square)을 추정기법으로 이용한다. 반면 고정효과 모형은 ϵ_{it} 를 고유한 값으로 보고 개별 기업마다 가변수를 설정하여 분석한다. 고정효과 모형의 추정에는 일반적으로 더미변수를 활용하는 고정효과 최소자승가변수추정법(LSDV: Least Square Dummy Variable)이 사용된다. LSDV는 변수 ϵ_{it} 를 추정할 수 있다는 가정하에 개체수 n 만큼 더미변수를 생성한다. 더미변수는 특정 횡단면 단위 i 에 대하여 모든 t 년도에 1의 값을, 다른 횡단면 단위들에 대하여 0의 값을 부여함으로써 개별 횡단면 단위 n 까지 반복적으로 더미변수를 설정하게 된다. 이를 활용하면 회귀식의 절편이 제거되고 변수 ϵ_{it} 는 각각의 횡단면 단위 절편의 역할을 하게 된다. 확률효과모형과 고정효과모형 중 어느 것이 적합한가를 선택하는 것에는 일반적으로 Hausman(1978)의 연구결과가 활용된다. Hausman 검정에서 귀무가설 $Cov(X_i, \epsilon_i) = 0$ 은 오차항과 독립변수 간에는 상관관계가 존재하지 않는다는 것이며 이러한 귀무가설이 채택되면 확률효과모형이 채택되고 기각되면 고정효과모형이 채택된다. 본 연구에서는 하우스만 검정과정을 거쳐 귀무가설에 대한 F-검정을 통해 고정효과모형이 적합하다는 결론을 도출하였으며 이를 적용¹⁾하였다. 고정효과모형을 사용함으로써 시간의 변화에 따라 크게 변화하지 않는 개별 기업 특성을 고정하여 관측할 수 없는 개체 효과를 통제하고 t 년

1)패널데이터 분석방법은 고정효과모형과 확률효과모형 중 선택하기 위해 Hausman(1978) test를 실시하였다. Hausman test는 확률효과모형의 전제조건인 $Cov(X_i, \epsilon_i) = 0$ 의 귀무가설을 검정하는 방법이다. X_i 와 ϵ_i 간에 상관관계가 존재하지 않는다면 즉, 귀무가설을 기각하지 못하는 경우 확률효과모형을 분석에 적용할 수 있다. 검정결과 $\chi^2(6) = 40.59^{***}$ 으로 귀무가설($Cov(X_i, \epsilon_i) = 0$)을 기각하여 독립변수와 개체간 효과가 상관관계를 갖는 것으로 나타났다. 따라서 이러한 검정결과를 바탕으로 고정효과모형이 확률효과모형 보다 더 타당성이 있다고 결론지었다.

도에 개체수 n을 통해 다수의 관측치를 확보하게 됨으로써 분석이 매우 효과적으로 이루어질 수 있는 이점이 있다.

3.4 연구 표본의 선정

본 연구에서는 2011년에서 2018년까지 국내 유가증권 상장법인으로서 금융업과 관리종목에 속하지 아니한 기업 중 12월말 결산법인을 분석 대상으로 선정하였다. 국내에서 현금배당에 관한 공시는 2002년부터 의무화 되었으나 본 연구에서는 배당에 대한 인식이 점차 중요 시되는 최근의 시점을 반영하여 2011년부터 2018년까지를 표본기간으로 선정하였으며 유가증권시장에서 현금 배당을 공시한 기업들 중 재무자료를 공시하지 않았거나 자본잠식상태에 있는 기업들은 표본에서 제외하였다. 그 결과 아래 표본선정 조건을 충족하는 3,606개의 기업을 최종적으로 분석 대상으로 하였다. 여기에서 금융업을 제외한 것은 다른 업종들과 재무적 특성 및 계정과목이 상이하기 때문이며 이로서 표본 기업들의 동질성을 높일 수 있다. 또한 결산시점의 차이로 인해 비교가능성이 떨어질 수 있으므로 12월말 결산법인이 아닌 기업은 표본에서 배제하였다. 변수 측정을 위한 재무자료는 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE, 금융감독원 상장공시시스템(DART)를 활용하였다.

- ① 금융업에 속하지 않으면서 한국증권거래소에 상장되어 있는 기업 중 배당공시시점 전, 후 연도 모두 현금배당을 실시한 기업
- ② 12월말 결산법인
- ③ 재무자료의 이용이 가능한 기업
- ④ 한국신용평가데이터베이스(KIS-VALUE)를 통하여 실증분석에 필요한 재무제표자료를 확보할 수 있는 기업

Table 1. Annual Status of Samples

Year	N	%
2011	446	12.4
2012	453	12.6
2013	438	12.2
2014	454	12.6
2015	445	12.3
2016	459	12.7
2017	451	12.5
2018	460	12.7
합계	3,606	100

4. 실증분석 결과

본 장에서는 설정한 가설에 대한 실증분석 결과를 제시하고자 한다. 우선 실증분석에 활용되는 주요한 변수들의 기술통계량을 제시하고 상관관계 분석을 실시한 이후 가설검증에 대한 회귀분석 결과를 서술한다.

4.1 기술통계량 및 상관관계

본 절에서는 주요 변수들의 기술통계량 분석 및 상관관계 분석 결과를 제시한다. 구체적으로 Table 2는 주요 변수들의 기술통계분석 결과표이며, Table 3은 주요 변수들의 피어슨(pearson) 상관관계를 분석한 결과이다.

Table 2. Technical Statistical Analysis of Variables

Variables	Mean	Std.	Min	Median	Max
DIVR	0.025	0.027	0.000	0.010	0.535
DIVP	0.012	0.025	0.000	0.007	0.519
FSTS	0.116	0.215	0.000	0.000	1.000
MTB	1.759	1.583	0.153	1.025	10.725
SIZE	18.144	1.613	16.121	19.126	24.726
LEV	0.425	0.204	0.001	0.455	2.027
ROA	0.023	0.156	-3.474	0.035	3.349
OCF	0.039	0.076	-	0.045	0.247

Table 3. Pearson Correlation

Variables	DIVR	DIVP	FSTS	MB	SIZE	LEV	ROA	OCF
DIVR	1	.053***	.042***	-.265***	.126***	-.047**	.220**	.225***
DIVP		1	.085**	-.078***	.129***	-.248*	.122*	.188**
FSTS			1	.036*	.005**	-.203**	.058***	.069***
MTB				1	-.253***	-.148***	.011*	-.043*
SIZE					1	.182***	.092***	-.265**
LEV						1	-.383***	-.153**
ROA							1	-.023
OCF								1

주1) 변수설명은 연구모형을 참조

주2) ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

Table 3은 본 연구에서 주요한 변수들 간의 피어슨 상관관계 분석결과를 나타낸다. 종속변수인 배당수익률(DIVR)과 배당성향(DIVP)은 독립변수인 기업의 국제적 다각화(FSTS)와 유의한 양(+)의 상관관계에 있는 것으로 나타났다. 통제변수들은 배당수익률 및 배당성향과 대체적으로 유의한 상관관계를 나타내어 예상과 일치하는 결

과를 보이고 있다. 기업규모(SIZE), 수익성(ROA), 잉여 현금흐름(OCF)은 배당수익률 및 배당성향과 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있는데, 이는 기업의 규모가 크고 재무건전성과 현금수반성이 양호할수록 자금의 제약이 줄어들어 이익의 지속성이 증가함으로써 배당가능이익 또한 증가하는 것으로 볼 수 있다. 한편 장부가 대비 시장가치 비율(MTB)과 배당성향 및 배당수익률은 유의한 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 부채비율(LEV)은 자금조달정책의 결과로서 기업의 자본구조를 나타내고 부채비율 변수가 높을수록 이자비용이 증가함에 따라 배당지급 여력이 감소되게 되어 배당과 레버리지비율 간에는 부(-)의 상관관계를 나타내고 있다.

4.2 회귀분석 결과

Table 4, Table 5에서는 패널데이터를 이용하여 기업의 국제적 다각화 및 기타 설명변수가 기업의 배당성향과 배당수익률에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 결과를 제시하였다. 연구모형의 주요 설명변수는 국제적 다각화 수준(FSTS)으로 기업의 매출액 중 해외매출액 비중으로 측정하였다. FSTS의 회귀계수는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값이 나타내 국제적 다각화 수준이 기업의 배당성향과 배당수익률에 양(+)의 영향을 끼칠 것이라는 본 연구의 가설을 지지한다. 이는 제한적인 국내 시장에서의 성장에 있어 한계를 극복하기 위한 기업의 국제적 다각화 수준 증가가 이익 확보를 통하여 기업 내 가치를 증진시킬 뿐만 아니라 자본시장에서도 투자자들에게 긍정적인 평가를 받고 있다는 것을 실증적으로 보여준다. 통제변수를 살펴보면 성장성을 대응하는 장부가치 대비 시장가치비율(MTB), 수익성을 대응하는 총자산 대비 당기순이익(ROA), 잉여현금흐름(OCF)은 예측과 일치하게 배당성향 및 배당수익률과 통계적으로 유의한 양(+)의 효과를 나타내었다. 이는 수익성이 높고 성장성 및 현금수반성이 우수할수록 기업은 배당을 늘리고 주주들의 배당수익률 또한 증가함을 의미한다. 반면, 부채비율은 배당성향 및 배당수익률과 통계적으로 유의한 음(-)의 효과를 나타내었다 이는 기업의 자금조달정책의 결과인 부채비율(LEV)이 높을수록 기업의 이자비용이 증가하게 됨에 따라 상대적으로 배당지급 여력이 감소하여 배당과 레버리지 비율 간에는 음(-)의 영향관계를 나타냄을 의미한다. 기업규모(SIZE)는 예상과는 다르게 배당성향 및 배당수익률과 통계적으로 유의한 효과를 나타내지 못하였다.

Table 4. Empirical Analysis Results on Dividend Payout ratio

DIVP				
Variables	expect	FE	RE	OLS
FSTS	(+)	0.077 *** (0.018)	0.120 *** (0.014)	0.175 *** (0.061)
MTB	(+)	0.009 *** (0.006)	0.016 ** (0.011)	0.022 *** (0.027)
SIZE	(+)	0.021 (0.701)	-0.015 (0.171)	-0.026 (0.153)
LEV	(-)	-0.037 * (0.026)	-0.046 ** (0.034)	-0.121 *** (0.051)
ROA	(+)	0.053 *** (0.074)	0.087 *** (0.091)	0.214 *** (0.098)
OCF	(+)	0.061 *** (0.006)	0.083 *** (0.069)	0.154 *** (0.086)
year / industry Dummy		o	o	o
obs		3,606	3,606	3,606
R_sq		0.167	0.221	0.376
_cons		-0.030 *** (0.011)	-0.045 ** (0.085)	-0.083 *** (0.092)

주1: *, **, *** 는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의미한 결과임
주2: ()안의 숫자는 추정계수의 Robust standard error임

Table 5. Empirical Analysis Results on Dividend Yield Rate

DIVR				
Variables	expect	FE	RE	OLS
FSTS	(+)	0.061 *** (0.011)	0.155 *** (0.024)	0.192 *** (0.083)
MTB	(+)	0.028 *** (0.002)	0.054 *** (0.011)	0.071 *** (0.035)
SIZE	(+)	0.021 (0.012)	-0.024 (0.050)	-0.045 (0.061)
LEV	(-)	-0.013 ** (0.011)	-0.061 *** (0.023)	-0.150 *** (0.044)
ROA	(+)	0.042 *** (0.027)	0.073 *** (0.071)	0.212 *** (0.064)
OCF	(+)	0.027 *** (0.004)	0.051 *** (0.070)	0.113 *** (0.093)
year / industry Dummy		o	o	o
obs		3,606	3,606	3,606
R_sq		0.211	0.214	0.371
_cons		-0.051 *** (0.043)	-0.085 *** (0.046)	-0.093 *** (0.054)

주1: *, **, *** 는 각각 10%, 5%, 1% 유의수준에서 유의미한 결과임
주2: ()안의 숫자는 추정계수의 Robust standard error임

5. 결론 및 시사점

본 연구의 목적은 개별 기업의 국제적 다각화수준 증가가 기업의 배당성향 및 배당수익률에 미치는 영향을 알아보고 이들의 관계가 기업 가치와 투자 의사결정에 어떠한 영향을 끼치는지에 대해 분석하는데 있다. 최근 FTA 및 FDI 등의 효과로 인하여 국내 기업들의 해외매출비중은 계속적으로 증가하고 있는 추세이다. 그러나 이러한 기업의 국제적 다각화가 기업 이익을 증대시킴과 동시에 납입자본 출자자들의 배당수익 또한 증가시키는 지, 기업가치가 최대화되도록 배당과 유보율을 결정하는 배당정책에 어떠한 영향을 미치는지에 관한 연구는 아직 활발히 이루어지지 않고 있다. 본 연구는 K-IFRS 도입 이후인 2011년부터 2018년까지 금융업을 제외한 유가증권 시장에 상장되고 배당을 실시한 12월말 국내 결산법인을 대상으로 기업의 국제적 다각화와 배당성향 및 배당수익률의 관계를 실증분석 하였다.

실증분석 결과를 종합해 보면 아래와 같다. 기업이 그들이 소속한 국가와 지리적으로 다른 장소나 시장으로 사업을 확장하는 국제적 다각화 전략은 기업 이익을 증대시킴과 동시에 이익 분배 과정에서 기업 영업활동의 토대를 제공한 납입자본 출자자들의 배당수익 또한 증가시킨다. 더불어 국제적 다각화 수준 증가는 기업가치가 최대화되도록 배당과 유보율을 결정하는 배당정책에 있어 배당성향을 증가시키는 중요한 요인임을 검증할 수 있었다. 기업의 수익성과 성장기회 또한 기업의 배당성향 및 배당수익률에 양(+)의 효과를 나타내어 이들을 증진하는데 중요한 보완적 요인임이 발견되었다. 잉여현금흐름은 예측과 일치하게 배당성향 및 배당수익률과 통계적으로 유의한 양(+)의 효과를 나타내었으며, 이는 기업의 현금수반성이 우수할수록 기업은 배당을 늘리고 주주들의 배당수익률 또한 증가함을 의미한다. 반면, 부채비율은 배당성향 및 배당수익률과 통계적으로 유의한 음(-)의 효과를 나타내었는데, 이는 기업의 자금조달정책의 결과인 부채비율이 높을수록 기업은 이자비용이 증가하게 됨에 따라 상대적으로 배당지급 여력이 감소하게 됨을 의미한다. 기업규모는 예상과는 다르게 배당성향 및 배당수익률과 통계적으로 유의한 효과를 나타내지 못하였다.

한편, 위의 실증분석결과를 배당 이론과 연계하여 살펴보면, 다음과 같은 이론적 시사점을 도출할 수 있다. 신호이론과 관련하여 정보효과 변수인 국제다각화수준, 장부가 대비 시장가치 비율, 총자산수익률은 양(+)의 영향 관계를 나타내어, 기업의 미래 전망에 대해 신호하는 수

단으로 배당이 이용되고 있다는 정보효과가설을 뒷받침하는 것으로 볼 수 있다. 잔여배당이론의 대응변수인 부채비율은 음(-)의 영향관계를 보여, 투자에 필요한 자금을 먼저 유보시키고 잔여이익을 배당으로 지급한다는 잔여배당이론의 주장과 일치되었다. 대리인이론과 관련하여 여유현금흐름변수인 영업현금흐름비율은 양(+)의 영향관계를 나타내어, 배당 지급을 통하여 여유현금흐름을 최소화하는 것이 과잉투자에 의한 대리인문제를 줄일 수 있다는 여유현금흐름가설의 주장을 뒷받침하는 것으로 볼 수 있다.

본 연구의 분석 결과는 국제적 다각화 수준의 증가가 국내 기업이 계속기업으로서 기업 이익을 유지·향상시켜 나아가는데 긍정적 영향을 미침을 검증하였다. 또한 이익 분배 과정에서 기업 영업활동의 토대를 제공한 납입자본 출자자들의 배당수익 역시 증가시키고 기업가치가 최대화되도록 배당과 유보율을 결정하는 배당정책에도 영향을 미친다는 실증적 증거를 발견하였다. 이는 수출을 중심으로 하는 우리나라의 경제구조를 감안할 때 매우 중요한 의미가 있다 볼 수 있다. 국내 기업의 국제적 다각화가 기업의 성장 및 이익 증대 뿐 만이 아니라 투자자의 관점에서 배당성향 및 배당수익 또한 증대시킴을 확인함으로써 투자자들의 투자 의사결정과 기업의 자금조달정책에 있어 유의미한 시사점을 제공해줄 수 있을 것이기 때문이다.

그럼에도 불구하고 본 연구의 한계점으로는 국제다각화 수준을 크게 총매출액 대비 해외매출액 비중(FSTS), 총자산 대비 해외자산의 비중(FATA), 해외시장의 숫자(NOM) 세가지 방법으로 정의하고 있으나 본 연구에서는 자료입수의 한계로 인해 총매출 대비 해외 매출액(FSTS)을 국제다각화 수준으로 사용함에 따라 보다 정교한 분석결과 도출에 어려움이 있었다. 이에 향후 후속 연구에서는 보다 충분한 데이터를 확보하여 이러한 한계점이 개선되어야 할 것으로 생각된다.

REFERENCES

- [1] A. Eddy & B. Seifert. (1992). An examination of hypotheses concerning earnings forecast errors. *Quarterly Journal of Business and Economics*, 31(2), 22-37.
- [2] G. M. Bodnar & J. Weintrop. (1997). The valuation of the foreign income of US multinational firms: a growth opportunities perspective. *Journal of Accounting and Economics*, 24(1), 69-97.

DOI: 10.1016/S0165-4101(97)00016-5

[3] S. E. Christophe & R. J. Pfeiffer Jr. (2002). The Valuation of MNC International Operations During the 1990s. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 18(2), 119-132.

[4] G. Grullon, R. Michaely & B. Swaminathan. (2002). Are Dividend Changes a Sign of Firm Maturity?. *The Journal of Business*, 75(3), 387-424. DOI: 10.1086/339889

[5] E. Jones, N. A. Kwansa & H. Li. (2020). How does internationalization affect capital raising decisions? Evidence from UK firms. *Journal of Multinational Financial Management*, 56, 21-35.

[6] A. Saeed & F. Zamir. (2020). How does CSR disclosure affect dividend payments in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 45, 30-52.

[7] H. K. Singl & P. K. Samanta. (2019). Determinants of dividend payout of construction companies: a panel data analysis. *Journal of Financial Management of Property and Construction*, 19, 19-38

[8] S. Gul, I. Ullah, H. Gul & S. Rasheed(2020). The Factors Affecting Dividend Policy: Empirical Study from Pharmaceutical's Companies in Pakistan (PSX). *European Journal of Business and management research*, 5(5), 1-6

[9] O. Olorunboba. (2020). Determinants of dividend policy in quoted conglomerates in nigeria. *Journal of accounting and management*, 3, 1-29

[10] E. L. Utami & R. S. Wtiastuti. (2019). The Effect of Dividend Policy on Share Price Volatility in Indonesia. *Management analysis journal*, 8(2), 212-216

[11] D. K. Kim & N. Khanom. (2020). The Role of Dividends in Equity Markets: Evidence from Sectoral-Level Analysis. *The International Journal of Business and Finance Research*, 14(1), 23-34

[12] R. Kanakriyah. (2020). Dividend Policy and Companies' Financial Performance. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, 7(10), 531-541. DOI: 10.13106/jafeb.2020.vol7.no10.531

[13] M. H. Miler & F. Modigliani. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.

[14] J. Birkinshaw, O. Toulan & D. Arnold (2001). Global account management in multinational corporations: Theory and evidence. *Journal of International Business Studies*, 32(2), 231-238. DOI: 10.1057/palgrave.jibs.8490950

[15] H. Shamimul, O. Normah & H. S. Zabid. (2015). Corporate Attributes and Market Capitalization. Evidence from Bangladesh. *Aestimatio*, 11, 92-105.

[16] J. M. Garcia-Lara, O. Beatriz Garcia & F. Penalva. (2016). Accounting Conservatism and Firm Investment Efficiency. *Journal of Accounting and Economics*, 61, 221-238.

[17] M. Baker & J. Wurgler. (2002). Market Timing and Capital Structure. *The Journal of Finance*, 57(1), 1-32. DOI: 10.1111/1540-6261.00414

[18] I. J. Chen & S. H. Lin. (2012). Managerial Optimism, Investment Efficiency, and Firm Valuation. *Multinational Finance Journal*, 17, 295-340

[19] Jiraporn, P. Y. Kim & I. Mathur. (2008). Does Corporate Diversification Exacerbate or Mitigate Earnings Management? An Empirical Analysis. *International Review of Financial Analysis*, 17, 1087-1109.

[20] L. H. Lang & R. H. Litzenger. (1989). Dividend Announcements: Cash Flow Signalling vs. Free Cash Flow Hypothesis?. *Journal of Financial Economics*, 24(1), 181-191.

[21] H. M. Shefrin & M. Statman. (1984). Explaining Investor Preference for Cash Dividends. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 253-282.

최 유 정(Yu-Jeong Choi)

[정회원]



- 2005년 8월 : 경희대학교 경제학과 (경제학학사)
- 2009년 8월 : 연세대학교 경제대학원 경제학과 (경제학석사)
- 2020년 8월 : 경희대학교 일반대학원 경제학과 (경제학박사)
- 2005년 12월 ~ 현재 : 통일연구원 기

획조정실 팀장

- 관심분야 : 국제경제, 융합경영
- E-Mail : soleilbb@kinu.or.kr

임 재 환(Jae-Hwan Lim)

[정회원]



- 2008년 8월 : 연세대학교 경영학과(경영학사)
- 2014년 2월 : 경희대학교 경제학과(경제학석사)
- 2020년 2월 : 경희대학교 경제학과(경제학박사)
- 2020년 3월 ~ 현재 : 가톨릭관동대학교 항공경영물류학과 교수

- 관심분야 : 항공산업, 항공교통
- E-Mail : atonio@cku.ac.kr