

배당과 기업가치: 2008년 글로벌 금융위기를 중심으로

최희정(제1저자)

국민연금연구원 부연구위원
(chj@nps.or.kr)

류두원(교신저자)

고려대학교 경영학과 연구교수
(lyucreon@korea.ac.kr)

본 연구는 2008년 글로벌 금융위기로 인한 국내 기업의 배당정책과 배당이 기업가치에 미치는 영향의 변화를 정립하는데 그 목적을 갖는다. 배당신호이론, 배당고객이론 그리고 배당케이터링 이론을 바탕으로 가설을 세우고 2001년부터 2016년 까지 상장기업을 대상으로 실증분석한 결과, 다음과 같은 관계를 밝혀냈다. 첫째, 글로벌 금융위기 기간 동안 국내기업의 배당이 감소하였다. 둘째, 금융위기 기간 동안 배당규모-기업가치의 양의 관계가 약화되었다. 셋째, 금융위기 이후 기간에는 배당규모-기업가치의 양의 관계가 강화되었다. 이러한 결과는 배당신호이론, 배당케이터링이론을 지지하는 결과이며, 배당고객이론을 일부 지지하는 결과이다.

주제어: 배당정책, 글로벌 금융위기, 기업가치, 배당신호이론, 배당고객이론, 배당케이터링이론

JEL 분류기호: G30, G32, G35

1. 서론

고전적인 기업재무에서는 기업가치의 극대화를 기업의 궁극적인 목적으로 삼고 큰 틀에서 이와 관련된 세 가지 재무적 결정(finance decision)에 대해서 다룬다. 즉, 기업은 투자결정(investment decision), 자본조달 결정(financing decision), 배당 결정(payout decision)과 같은 세 가지 중요한 의사결정을 통하여 기업가치의 극대화를 꾀한다. 기업의 재무적 의사결정은 오랫동안 많은 학자들의 관심을 받은 연구 주제이며, 다양하고 흥미로운 연구 결과들이 제시되어 왔다.

재무금융 분야에서의 배당에 대한 논의는 Miller and Modigliani(1961, 이하, MM)에서 배당이 기업가치에 영향을 미치지 않는다는 배당 무관련 이론

(irrelevance theorem)에서 시작되었다. 배당 무관련 이론은 완전자본시장(perfect capital market), 합리적 행동(rational behavior) 그리고 완전 확실성(perfect certainty) 하에서 배당정책은 기업가치에 영향을 미치지 않음을 증명한다.

MM의 배당 무관련 이론 이후의 배당 관련 연구들은 배당고객가설(dividend clientele hypothesis)의 이론적 제시와 실증분석을 중심으로 이루어져 왔다. 관련 연구에 의하면 투자자들은 조세여건 또는 위험회피(risk averse)성향에 따라 배당 선호도에 차이를 갖는다. 따라서 배당수요는 투자자의 배당 선호도에 의해 결정되며, 기업은 이들 배당수요를 고려하여 배당여부 또는 규모 등을 결정한다. 한편, Fama and French(1998, 이하 FF)을 포함한 일련의 연구들은 배당의 변화가 기업의 미래 이익 수준에 대한 정보를 반영하는지에 대한 연구 결과를

보고하였으며(Nissim and Ziv, 2001; Grullon and Michaely, Benartzi and Thaler, 2005 외), Baker and Wurgler(2004a)는 기존의 배당 이론과는 다른 관점에서 배당 케이터링(catering theory of dividends) 이론을 제시하기도 하였다.

국내에서는 다양한 형태의 배당관련 연구들이 제시되고 있다. 박경서·이은정·이인무(2003)에 따르면 국내기업의 배당에는 기업규모, 부채비율, 영업이익 등과 같은 다양한 요인들이 영향을 주며, 특히 잉여현금흐름이 많은 기업일수록 투자자들이 민감하게 반응하여 높은 수준의 주가상승률을 보인다고 주장하였다. 박영규(2004)는 기업의 배당 변화가 기업의 미래 수익성에 대한 정보를 가지고 있는 지에 대한 예측력을 분석한 결과, 국내의 경우 향후 1년 정도까지의 연관성만 유의함을 밝혔다. 최종범·서정원(2005)은 세계 여러 나라의 배당정책 결정요인을 검증하여 다른 요인들 보다는 주가변동성이 대부분의 국가에서 배당수준과 유의한 음(-)의 관계가 나타난다고 주장하였다. 박철·박수철(2010)은 배당소득세를 하락에 따른 개인투자자들의 거래금액에 따라 배당선호 거래행태가 상이라고 주장하였다. 김수정·최희정·서정원(2012)은 한국 주식시장에서 배당규모와 기업가치 간의 관계가 선형이 아닌 비선형일 가능성을 제시하였고, 박경서, 변희섭·이지혜(2011)와 류두진·변현철(2012)은 내·외부 기업지배구조가 기업의 배당에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과를 제시하였다. 조성순·박경희·변진호(2017)는 국내 기업의 배당정책이 배당케이터링 이론을 지지하는 형태로 이루어지고 있음 주장하였으며, 김현석·서정원(2018)은 주식배당에 무상증자와 액면분할을 연결하여 세 가지 국내 기업의 무상주 발행수단이 단기적인 주가반응은 있으나 장기적인 영향은 없다고 주장하였다. 이와 같이 배당과

관련한 다양한 국내 연구가 제시되어 왔으나, 글로벌 금융위기와 국내기업의 배당성향 변화, 그리고 금융위기가 배당-기업가치에 미치는 영향을 확인한 연구는 부족하다고 할 수 있다.

2008년 글로벌 금융위기에서 비롯된 주가 급락과, 이후 이어진 주식시장의 저성장 기간을 경험하면서 투자자들은 주식투자를 통한 높은 자본이득을 기대하기 어려워졌다. 이러한 국내 주식시장의 저성장 국면은 국내 주식 성과에서 배당 수익이 차지하는 상대적 비중의 증가를 가져왔다. 이와 같은 맥락에서 본 연구는 금융위기와 같은 거시경제적인 충격이 기업의 배당정책 및 배당-기업가치의 관계에 미치는 영향을 살펴보고자 한다. 즉, 글로벌 금융위기 전·후의 기업 배당정책 또는 배당이 기업가치에 미치는 영향이 변화가 있는지를 배당고객가설, 배당신호가설, 배당케이터링 이론을 토대로 가설을 설정하고 실증분석을 통하여 검증하였다.

2001년부터 2016년까지 한국거래소에 상장된 기업을 대상으로 하여 2008년 글로벌 금융위기로 인한 배당정책의 변화, 그리고 배당이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 실증분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 2008년 글로벌 금융위기 이후 국내기업의 배당은 감소하였다. 둘째, 2008년 글로벌 금융위기 기간에 기업배당의 증가가 기업가치에 주는 긍정적인 영향이 동 기간에 비하여 약화되었다. 셋째, 금융위기 이후의 기간에는 기업배당의 증가가 기업가치에 주는 긍정적인 영향이 강화되었다.

이러한 실증 분석 결과를 토대로 본 연구는 다음과 같은 기여점을 갖는다. 첫째, 2008년 글로벌 금융위기를 이용하여 배당의 변화와 배당이 기업가치에 미치는 영향에 대하여 심도 있게 분석하였다. 둘째, 글로벌 금융위기를 기점으로 배당의 변화가 기업가치에 미치는 영향 뿐 아니라 배당 유무가 기업

가치에 미치는 영향을 구분하여 분석함으로써 각각의 배당이론이 의미하는 바를 명확하게 하였다. 셋째, 금융위기 이전, 금융위기, 금융위기 이후 기간에 따라 배당이 기업가치에 미치는 영향이 달라질 수 있음을 보였다.

본 연구는 다음과 같은 순서로 구성된다. 제II장에서는 관련 이론들을 제시하고 가설을 설정한다. 제 III장에서는 본 연구의 가설을 검증하기 위한 표본, 변수의 구성에 대하여 설명하고 실증 분석 방법과 기초통계량을 제시한다. 제 IV장에서는 배당이 기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과를 통하여 가설을 검증하고 그 결과를 제시한다. 마지막으로 제V장에서는 분석결과를 토대로 하여 결론으로 마무리한다.

II. 이론적배경 및 가설설정

2.1 배당이 기업가치에 미치는 영향

본 절에서는 배당이 기업가치에 미치는 영향에 대한 이론들에 대하여 제시한다. 먼저, 배당의 변화가 미래의 현금흐름 또는 이익에 영향을 미칠만한 정보를 가지고 있는가에 대한 연구들을 먼저 살펴본다.

대표적으로 FF는 배당이 기업가치에 대하여 이익, 투자, R&D, 부채에서 미처 잡아내지 못하는 정보를 가지고 있다고 주장한다. 이와 유사하게 Nissim and Ziv(2001)는 배당의 변화가 기업이 가지는 미래의 이익 수준에 대한 정보를 가지고 있다는 배당정보 내용가설(the information content of dividends

hypothesis)을 지지하는 결과를 제시하였으나, Grullon Michaely, Benartzi and Thaler(2005)는 이익 행태(behavior of earnings)에서의 잘 알려진 비선형 형태를 통제하는 경우, 배당의 변화는 미래의 이익(earnings) 변화와 관련된 정보를 갖지 않으며, 오히려 미래의 수익성(profitability) 변화와 음(-)의 관계를 갖는다는 것을 밝혀냈다. 배당이 기업의 미래가치 또는 이익에 대한 정보를 가지고 있다는 이른바 배당신호이론(dividend signaling theory)은 많은 학자들에 의하여 연구되어 왔다(Barclay et al., 1995; Bhattacharya, 1979; Grullon and Ikenberry, 2000; Brickley, 1983; Healy and Palepu, 1988; Nissim and Ziv, 2001).

배당고객이론(dividend clientele phenomenon) 또한 오랫동안 연구되어 온 가설이다. 고객성향(clientele) 효과가 존재하는지에 대한 연구들에서는 경영자가 투자자의 배당 요구에 반응하여 배당수준을 결정한다는 증거들이 제시되고 있다(Lee, Liu, Roll and Subrahmanyam, 2006; Graham and Kumar, 2006; Jakob and Ma, 2007; Becker, Ivković, and Weisbenner, 2011).

한편, Baker and Wurgler(2004a)¹⁾는 기존의 배당 이론들과는 조금 다른 관점에서 투자자들이 배당을 선호하는 상황인지 아닌지에 따라서 경영자가 배당을 결정한다는 배당케어터링(catering theory of dividends) 이론을 제시하고 실증분석을 통해 이를 검증하였다. Baker and Wugler(2004b)는 배당케어터링 이론을 확장하여, 투자자들의 배당 선호 경향이 시기(시간)에 따라 달라진다고 주장하였다. 동 이론에 따르면 배당프리미엄이 긍정(부정)적

1) Li and Lie(2006)의 배당 케어터링 이론을 확장하여 실증분석한 결과 또한 이 이론을 지지하는 결과를 제시하였다.

일 경우 배당을 증가(감소) 시키는 경향이 나타난다는 것으로 배당 수준은 시장상황에 영향을 받으며, 따라서 시장상황이 급변할 경우 배당-기업가치의 관계가 달라질 수 있다. 때문에 배당케이터링 이론은 직접적으로 2008년 글로벌 금융위기가 기업의 배당 정책을 변화시켰을 가능성에 대한 예측을 제시한다. 시장상황에 따라 기업의 배당여부 및 배당금의 크기가 결정되기 때문에, 금융위기와 같은 시장상황에서는 기업이 배당을 감소시키려는 유인이 작용할 수 있다.²⁾

2.2 글로벌 금융위기가 기업의 배당정책에 미치는 영향

본 절에서는 2008년 글로벌 금융위기가 기업의 배당에 어떠한 영향을 주었는지, 그리고 배당이 기업가치에 미치는 영향에 변화를 줄 수 있는지에 대한 이론적 배경을 제시한다. 금융위기는 외부 위험을 증가시키고, 기업이 당면한 불확실성을 크게 확대하였다. 더 나아가서 금융위기는 제품시장경쟁과 마찬가지로 외부 기업지배구조(external corporate governance)의 변화 요인으로 작용하여 기업의 재무의사결정에 영향을 미칠 수 있다. Grullon and Michaely(2014)는 제품시장경쟁이 기업의 배당에 어떠한 영향을 미치는지에 대하여, 세 가지 이론을 토대로 가설을 설정하고 실증분석 결과를 제시하였다. Grullon and Michaely(2014)에서 제시한 이론적 설명은 제품시장경쟁이 기업의 배당에 미치는 영향에 대한 것이므로 본 연구의 목적과는 차이가 있으며, 따라서 본 연구에 그대로 적용하는 것은 무리가 있다. 즉, 글로벌 금융위기의 경우 거시경제

(macro economic) 요인으로 인하여 외부 기업지배구조의 메커니즘으로 작용하나, 제품시장경쟁이 가지는 외부 기업지배구조의 성격과는 차이가 있다. 기 때문에 해당 이론들을 본 연구의 목적에 맞게 2008년 글로벌 금융위기가 배당에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 이론적 배경을 다음과 같이 제시한다.

먼저 성과모형(outcome model)에 따르면 기업은 잉여현금흐름(free cash flows)을 줄이기 위한 방법으로 투자를 증가시키거나 배당을 지급한다. 그런데, 글로벌 금융위기와 같은 상황에서는 기업이 양의 NPV를 갖는 투자안을 찾기가 어렵기 때문에 경영자가 투자보다는 배당을 늘린다는 것을 의미한다.

대체효과모형(substitution model)은 좋지 못한 지배구조로 인한 대리인 문제를 완화하기 위한 방안으로 배당을 사용한다는 것이다. 경쟁이 낮은 시장에 속한 기업들은 손쉽게 많은 양의 잉여현금흐름을 확보할 수 있으며, 경쟁에 따른 청산위험이 낮기 때문에 높은 대리인비용이 발생 할 수 있다. 즉, 이러한 상황에서 배당은 약한 외부지배구조(법, 규정, 시장으로 인한 규제 등)의 대체제가 될 수 있다는 것이다. 그러나 글로벌 금융위기와 같은 구조적 위기상황 하에서는 안정적인 잉여현금흐름 생성이 어려워질 뿐만 아니라 청산위험이 증가하게 된다. 즉, 금융위기는 그 자체로 외부지배구조의 역할을 수행하므로, 외부지배구조의 대체제로서의 현금배당 지급의 필요성이 감소한다.

약탈가설(predation hypothesis)에 따르면 경쟁 기업의 잠재적인 약탈행동을 대비하여 배당을 줄이는 경향은 다수의 경쟁자가 존재하는 경쟁이 높은 시장보다는 하나의 경쟁자가 사라짐으로 인해서 연

2) 이외에도 배당이 특정 추세를 가지고 있으며, 금융라이프사이클(financial life cycle)에 직접적인 영향을 받는다는 이론을 바탕으로 한 실증연구들 또한 제시되고 있다(DeAngelo, DeAngelo and Skinner, 2004, 2008; DeAngelo, DeAngelo and Stultz, 2008, 2010). Hauser(2013)는 이를 바탕으로 2008-2009년의 배당이 확연히 줄어들었다고 주장하였다.

는 이익이 큰 경쟁이 낮은 시장에서 더 강하게 나타난다. 글로벌 금융위기 하에서는 경쟁기업이 약탈성향이 증가할 것으로 예상되므로 배당을 줄이고 많은 양의 현금을 보유하고자 할 것으로 예상된다.

2.3 금융위기로 인한 배당의 변화와 배당이 기업가치에 미치는 영향의 변화

앞서 제시한 이론적 배경을 토대로 2008년 글로벌 금융위기와 기업 배당정책의 변화에 대한 예측은 다음과 같이 정리할 수 있다. 첫째, 배당신호이론에 따르면 글로벌 금융위기 기간에 기업의 미래 이익 수준이 줄어들 것으로 예상되므로 기업은 배당을 감소시킬 것이다.³⁾ 둘째, 배당고객이론에 따르면 각기 다른 배당 성향을 가진 투자자 유치를 위한 기업의 배당성향은 쉽게 변하지 않을 것이다. 셋째, 배당케이더링 이론에 따르면 글로벌 금융위기 기간에 불확실성의 증가함에 따라 투자자들의 배당 선호성향이 증가할 가능성이 있으나, Baker and Wugler(2004b)의 확장된 배당케이더링 이론에 따르면 금융위기 기간에 기업은 좋지 못한 시장상황을 고려하여 배당을 감소시킬 것으로 예상된다. 배당고객이론의 경우 배당을 증가시킬 가능성에 대해서 제시하고 있으나, 다수의 이론들에 의하면 2008년 글로벌 금융위기로 인하여 국내기업들은 배당을 줄일 것으로 예상된다.

가설 1: 2008년 글로벌 금융위기의 영향을 받아 국내 기업은 배당을 유의하게 감소시킬 것이다.

배당신호이론이나 배당케이더링이론에 따르면, 2008년 글로벌 금융위기와 같은 거시경제적 위기 상황은 배당이 기업가치에 미치는 영향에 변화를 줄 수 있다. 배당신호이론은 기업의 배당이 미래의 수익성에 대한 정보를 가지고 있다는 것이므로, 배당과 기업가치 사이에 양(+)의 관계를 예측한다. 그러나 2008년 글로벌 금융위기 기간에 좋은 투자안을 발견하기 어려워져 그 대안으로써 배당의 증가를 고려할 것으로 예상된다. 이와 같은 위기 상황에서의 배당 증가는 미래 수익성의 영향을 그대로 반영한다고 볼 수 없다. 즉, 금융위기와 같은 상황에서는 양(+)의 순현재가치를 가지는 좋은 투자안이 줄어들고, 과소투자(underinvestment) 문제가 심각해질 수 있기 때문에 배당을 늘리는 것이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 줄어들 것으로 예상된다. 배당케이더링 이론에 따르면, 시장상황에 따라 경영자가 배당을 조정하므로 금융위기 기간에 자본조달이 어려울 것을 고려하여 배당을 감소시킬 가능성이 크기 때문에 배당이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 줄어들 것으로 예상된다. 이러한 맥락에서 다음과 같이 가설을 정리할 수 있다.

가설 2-1: 2008년 글로벌 금융위기 기간에 배당이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 감소할 것이다.

가설 2-2: 2008년 글로벌 금융위기 이후의 배당은 이전에 비하여 기업가치에 주는 긍정적인 영향이 감소할 것이다.

3) 배당신호이론은 배당금의 변화에 따른 시장 반응을 설명하는 것이지만, 미래의 이익에 대한 정보를 가지고 있는지에 따른 측면에서 이와 같이 예상할 수 있다.

한편, 제시한 모든 이론들이 배당이 기업가치에 미치는 영향을 직접적으로 설명한다고 보기는 어렵다. 특히, 배당고객이론의 경우 배당의 결정은 경영자가 배당을 선호하는 투자자를 유치할 것인지, 주가 상승을 통한 이익을 선호하는 투자자를 유치할 것인지를 결정하기 때문에 배당의 증가나 감소보다는 배당 자체의 유무를 결정하는데 관한 이론이라고 할 수 있다. 한편, 일반적으로 기업은 안정적 배당정책을 선호하는 것으로 알려져 있으며 금융위기와 같은 거시경제적 충격상황에도 배당여부가 달라지지 않거나, 배당여부-기업가치의 영향이 유의하게 달라지지 않을 가능성도 존재한다. 이러한 예측은 위에서 제시한 것과는 상이하므로 실증분석 결과를 통하여 확인해야 할 것으로 생각된다.

III. 연구방법 및 표본

3.1 연구방법

본 연구는 금융위기가 국내 상장기업의 배당에 미치는 영향을 살펴보고 금융위기 기간 동안 배당-기업가치 관계가 어떻게 달라지는지 밝히는 것을 주된 목적으로 한다. 먼저, 금융위기가 기업의 배당규모에 미치는 영향을 확인하기 위해 기업 배당규모와 관련을 갖는 것으로 알려진 기업특성 변수를 통제한 후 기업배당과 금융위기의 관계를 확인하는 분석을 실시하였다. 분석에 사용된 모형은 식(1)과 같다.

$$\begin{aligned}
 DIV_{t+1} = & a_0 + a_1 CRISIS + a_2 SRVOL_t + a_3 RETE_t \\
 & + a_4 E_t + a_5 \ln(A)_t + a_6 SGR_t + a_7 CASH_t \\
 & + a_7 LEV_t + y_t + i_t + e_t \quad (1)
 \end{aligned}$$

식(1)의 종속변수는 배당을 대리하는 변수로 t+1기의 현금흐름표 상 현금배당 지급액을 총자산으로 나누어 계산한다. 관심변수인 CRISIS는 금융위기 기간(2008-2009년)에는 1, 기타기간에는 0의 값을 갖는 더미변수이며, 기타 설명변수로는 주가수익률변동성(SRVOL), 유보이익비율(RETE), 영업수익성(E), 기업규모(ln(A)), 매출액성장률(SGR), 현금(CASH), 부채비율(LEV)을 포함하였다. 이들 변수는 국내의 선행연구를 통해 배당규모와 배당여부를 결정하는 요인으로 확인되었으며, 각각 현금흐름의 불확실성, 유보이익, 수익성, 규모, 성장성, 유동성, 자본구조의 대용변수이다.(e.g. Fama and French, 2002; 김수정 등, 2012) 사용된 독립변수 가운데 영업이익과 보유현금, 부채비율은 기업규모에 따른 차이를 통제하기 위해 총자산으로 나누어 계산하였으며, 유보이익 비율은 총자본에서 우선주 자본금을 차감한 값으로 나누어 표준화하였다. 또한 연도별 거시경제요소 등의 변동이 배당-기업가치에 미치는 영향 및 산업별 차이를 통제하기 위해 연도 더미(y_t)와 산업더미(i_t)를 분석에 포함하였다.⁴⁾ 식을 간단히 표현하기 위해 계수에는 연도를 표기하는 아래 첨자 t를 생략하였으며, 개별 기업을 의미하는 아래 첨자 역시 생략하였다. 한편, 표본이 패널 데이터의 형태로 구성된 만큼 자기상관문제에 대한 우려를 피하기 어렵다. 따라서 pooled OLS 방식을 기본 분석 방법으로 사용하되 firm-clustered standard

4) 선행연구에서는 산업별로 배당수준의 차이가 존재함을 보고한다. 산업 내에서는 유사한 수준의 배당이 지급되며 이는 시계열적으로 안정적이다. 한편 배당수준의 차이는 산업별로 큰 차이를 보인다.

error를 통해 추정계수의 유의성을 검증하고, 고정 효과모형(firm-fixed effect model)을 사용한 분석 결과를 추가 제시하였다.

앞서 언급한 바와 같이 식(1)에서 종속변수는 t+1 기 시점에 지급된 배당이며 설명변수는 t기 시점의 자료를 사용하여 계산하는데, 그 이유는 다음과 같다. 국내 기업 현금배당의 대부분은 기말배당의 형태로 이루어지며 기업은 일반적으로 전기의 실적을 바탕으로 당기에 지급될 배당금액을 확정한다. 예를 들어, 12월 말 결산법인이 2017년도 이익에 대한 배당을 결정하기 위해서는, 2017회계연도에 대한 재무제표가 외부감사를 통해 확정되고, 이후 이사회 승인 및 주주총회 결의 등의 절차를 거쳐야 한다. 이러한 과정은 보통 2018년도 3월 이후에 완료된다. 즉, 기업이 2018년에 지급하는 배당은 2017년에 달성한 영업성과에 기초하여 지급되는 것이라고 할 수 있다. 본 연구는 기업특성변수 및 금융위기가 배당에 미치는 영향을 살펴보는 것을 그 목적으로 하므로 종속변수로 사용된 현금배당 변수를 차년도(t+1기) 현금흐름표 계정을 사용하여 구성하고 설명변수는 당기(t기) 재무제표를 바탕으로 계산하는 것이 연구목적에 부합한다고 할 수 있다.

위의 분석에 추가하여 금융위기가 해당 기간의 배당 뿐 아니라 이후 기간의 배당수준에 영향을 주었는지 살펴보기 위해 금융위기 이후는 1 그 이전 기간은 0의 값을 갖는 더미변수($ACRISIS$)를 사용한 추가 분석을 실시하였다. 또한 금융위기가 배당여부에 영향을 주었는지 확인하기 위해 배당규모 대신 배당여부($DIVIDUM$)을 종속변수로 하여 추가 분석을 진행하였다.

그 다음으로, 배당과 기업가치 관계를 살펴보기 위해 FF의 기업가치회귀식(value regression)에 기초한 분석을 실시하였다.

$$Q_t = a_0 + a_1DIV_t + a_2dDIV_t + a_3dDIV_{t+1} + a_4E_t + a_5dE_t + a_6dE_{t+1} + a_7dA_t + a_8dA_{t+1} + a_9RD_t + a_{10}dRD_t + a_{11}dRD_{t+1} + a_{12}I_t + a_{13}dI_t + a_{14}dI_{t+1} + a_{15}dQ_{t+1} + e_t \quad (2)$$

식(2)의 종속변수 Q_t 는 Tobin's Q를 의미하며, 기업가치의 대응변수로 사용되었다. DIV , E , A , RD , 그리고 I 는 각각 배당규모, 영업이익, 총자산, 연구개발비, 그리고 이자비용을 측정하는 대리변수이다. 식을 간단히 표현하기 위해 $X_t - X_{t-1}$ 를 dX_t 와 같이 표기하였다. 예를 들어, $dDIV_t$ 와 $dDIV_{t+1}$ 은 각각 $DIV_t - DIV_{t-1}$ 과 $DIV_{t+1} - DIV_t$ 를 의미한다. 식(1)에서와 마찬가지로 계수에는 연도를 표기하는 아래 첨자 t를 생략하였으며, 개별 기업을 의미하는 아래 첨자 역시 생략하였다. 그 자체로 비율 변수인 Q_t 와 dQ_{t+1} 을 제외한 모든 변수는 당기 총자산(A_t)으로 나누어 표준화하였다.

다음으로, 금융위기가 배당-기업가치에 미치는 영향을 확인하기 위해 식(2)의 기본 회귀식에 금융위기 관련 변수를 추가한 분석을 실시하였다.

$$Q_t = a_0 + a_1CRISIS \times DIV_t + a_2CRISIS + a_3DIV_t + a_4dDIV_t + a_5dDIV_{t+1} + a_6E_t + a_7dE_t + a_8dE_{t+1} + a_9dA_t + a_{10}dA_{t+1} + a_{11}RD_t + a_{12}dRD_t + a_{13}dRD_{t+1} + a_{14}I_t + a_{15}dI_t + a_{16}dI_{t+1} + a_{17}dQ_{t+1} + e_t \quad (3)$$

식(3)은 식(2)에 $CRISIS$ 와 $CRISIS \times DIV_t$ 를 추가한 식으로 $CRISIS$ 는 금융위기 (2008-2009년) 기간은 1 기타기간은 0의 값을 갖는 더미변수, $CRISIS \times DIV_t$ 는 $CRISIS$ 와 DIV_t 의 교호항이다. 위 식의 관심변수와 계수값의 의미는 각각 다음과 같다.

- DIV_t : 기타기간(금융위기 이외 기간) 배당-기업가치의 관계
- $CRISIS$: 금융위기 기간 동안 배당을 지급하지 않는 기업이 갖는 추가적인 기업가치 차이
- $CRISIS \times DIV_t$: 금융위기 기간 동안 배당 지급 기업들의 추가적인 기업가치 차이

한편, 배당규모와 더불어 배당여부 역시 기업가치에 영향을 미칠 수 있다. 또한 현금배당의 대체수단으로 알려진 주식배당 및 자사주매입을 함께 고려할 경우 배당-기업가치의 관계가 다르게 관찰될 수 있다. 이와 같은 예측을 확인하기 위해 배당더미 또는 주식배당과 자사주매입, 그리고 현금배당을 함께 고려한 광의의 배당더미를 배당여부의 대용변수로 하여 추가 분석을 실시하였다.

3.2 표본

본 연구의 분석은 2001년-2016년 기간 유가증권 시장 및 코스닥 시장에 상장된 비금융기업을 대상으로 한다.⁵⁾ 표본자료는 FnGuide에서 추출하였으며 25,472개의 기업-연도 표본에서 총자산과 매출액이 누락된 경우, 총자본이 음의 값을 갖는 경우 표본에서 제외한다. 음의 총자산을 제외한 이유는 유보이익비율(RETE) 계산 과정에서 분모에 사용된 총자본이 음의 값을 갖는 경우 동 변수의 계수를 해석할 때 혼란을 야기할 수 있기 때문이다. 이 밖에도 분석에 포함된 변수의 값이 누락된 관측치는 표본에

서 제외하였다.(N=17,141) 마지막으로 표본 기간 중 한 번도 배당을 지급하지 않은 기업은 분석에서 제외하였다. 이러한 과정을 통해 총 15,465개 기업-연도 관측치가 최종 표본에 포함된다. 배당 미지급 기업을 분석에서 제외한 이유는 금융위기가 이들 기업의 배당 증가·감소에 영향을 줄 수 있는 여지가 존재하지 않으며, 따라서 이들 기업을 제외함으로써 본 연구에서 목적으로 하는 금융위기와 배당, 배당-기업가치의 관계를 보다 명확하게 살펴볼 수 있다는 판단에 근거한다.

한편 현금배당과 주식배당, 자사주매입을 모두 고려한 후에도 분석결과가 일관성 있게 관찰되는지 확인하기 위해 현금배당과 주식배당 자사주매입의 합으로 광의의 배당 변수를 구성하고 추가분석을 실시하였다. 광의의 배당을 종속변수로 하는 분석에서는 2006년 이전 기간은 분석 기간에서 제외하였는데, 이는 2006년 이전에는 FnGuide에 자사주매입 항목이 누락되어 보고되기 때문이다. 따라서 분석에 사용된 표본 수는 9,225개로 현금배당을 종속변수로 한 분석과 표본 수에서 차이를 갖는다.⁶⁾ 또한, 본 연구에 사용된 연속변수들은 극단값을 조정하기 위해 분포의 상위와 하위 1%와 99% 수준에서 윈저라이즈(winsorize) 처리하였으며, 각 변수의 정의는 <표 1>에 제시하였다.

5) 3월말, 6월말 기준으로 결산을 수행하는 법인의 경우 2017년 재무제표가 공시되지 않은 바, 2016년 까지를 분석기간으로 하였다.

6) 본 연구에서는 자기주식매입 변수를 계산하기 위해 현금흐름표의 자기주식의 취득과 자기주식의 처분의 차이를 고려한다. FnGuide는 2006년 이전 현금흐름표 상 자기주식의 취득과 처분을 각각 기타자본조정의 감소 및 증가에 포함하여 관리하므로 2006년 이전 자기주식매입 변수 계산에 제약이 존재한다.

〈표 1〉 변수 정의

본 표는 본 연구에서 사용된 변수의 정의를 정리한 표이다. 배당결정요인 설명변수와 Fama-French 기업가치회귀식에서 동시에 사용되는 설명변수는 한번만 제시한다.

핵심변수	
배당규모(DIV)	현금배당/총자산
광의의 배당규모	(현금배당+주식배당+자사주매입)/총자산
Tobin's Q (Q)	(자기자본시장가치 - 보통주장부가치 + 자기자본장부가치 + 부채장부가치)/총자산
CRISIS	글로벌 금융위기기간(2008-2009)이면 1 아니면 0의 값을 갖는 더미변수
ACRISIS	2010년 이후는 1 이전은 0의 값을 갖는 더미변수
배당결정요인 설명변수	
주가수익률 변동성(SRVOL)	최근 2개년도 월별 주가수익률의 표준편차
유보이익비율(RETE)	이익잉여금/(총자본-우선주자본금)
영업수익성(E)	(영업이익+감가상각비)/총자산
기업규모(ln(A))	총자산에 로그를 취한 값
매출액성장률 (SGR)	연간 매출액성장률: (매출액 _t - 매출액 _{t-1})/매출액 _{t-1}
현금보유액(CASH)	(현금 및 현금성자산+단기금융자산)/총자산
부채비율(LEV)	(단기금융부채 + 장기금융부채)/총자산
Fama-French 기업가치회귀식의 설명변수	
총자산(A)	총자산 장부가액
R&D 지출(RD)	연구개발비 총액/총자산
이자비용(I)	이자비용/총자산

IV. 실증분석 결과

4.1 국내 상장기업의 배당현황

〈표 2〉는 2001년부터 2016년 동안 국내에 상장된 기업들의 배당현황을 보여준다. 3.2절에서 서술한 바와 같이 본 연구는 표본기간 중에 한번이라도 배당을 지급한 기업을 대상으로 분석을 진행한다. 그러나 회귀분석에 앞서 국내 상장기업의 배당현황을 정확하게 살펴보기 위해 〈표 2〉에서는 배당 미지급기업을 포함한 표본을 대상으로 배당현황을 보고하였다. 패널 A 와 B 모두에서 배당유형은 현금배

당과 광의의 배당으로 구분하여 제시하였으며 광의의 배당은 현금배당 외에 주식배당 및 자사주 매입을 포함한다.

패널 A는 국내 상장기업의 연도별 배당지급기업 수(비율)을 보여준다. 국내 상장기업 수는 2001년 이후 꾸준히 증가하였으며 그에 따라 배당지급 기업 수도 지속적으로 증가한 것을 확인할 수 있다. 배당 지급 기업비율은 2001년 63%에서 증가하여 2008년 75%에 도달한 이후 2009년 64%로 급격히 하락하였으며, 이후 64~70% 수준을 유지하고 있다. 배당 지급 기업이 감소한 시점이 2009년으로 나타나는 이유는 이전 절에서 서술한 바와 같이 배당이 전년도 실적을 바탕으로 지급되기 때문이다. 즉, 2008

〈표 2〉 국내 상장기업의 배당현황

본 표는 국내 상장기업의 연도별 배당현황을 보고한다. 패널 A는 연도별 배당 지급 기업 수 및 비율을 보고하며 괄호 안의 값은 연도별 배당기업 비율이다. 패널 B는 연도별 배당수익률을 기말 총자산가치 대비 및 기말 보통주 시장가치(주식 수×주가) 대비 배당비율로 계산하고 각 배당수익률의 평균 및 중앙값을 보여준다. 중앙값은 대괄호 안에 표기하였다. 패널 A 와 B 모두에서 배당유형은 현금배당과 광의의 배당으로 구분하여 제시하였으며 광의의 배당은 현금 배당 외에 주식배당 및 자사주 매입을 포함한다.

패널A. 연도별 배당지급기업 수

연도	연도별 배당지급 기업수(비율)		광의의배당 (현금+주식+자사주매입)	
	현금배당			
2001	671	424	(0.63)	
2002	756	496	(0.66)	
2003	852	570	(0.67)	
2004	946	650	(0.69)	
2005	999	715	(0.72)	
2006	1,016	754	(0.74)	773 (0.76)
2007	1,052	784	(0.75)	799 (0.76)
2008	1,038	775	(0.75)	851 (0.82)
2009	1,110	714	(0.64)	718 (0.65)
2010	1,131	772	(0.68)	776 (0.69)
2011	1,194	839	(0.70)	875 (0.73)
2012	1,235	828	(0.67)	841 (0.68)
2013	1,262	838	(0.66)	877 (0.69)
2014	1,270	825	(0.65)	872 (0.69)
2015	1,291	870	(0.67)	925 (0.72)
2016	1,318	874	(0.66)	918 (0.70)
총계	17,141	11,728	(0.68)	9,225 (0.71)

패널B. 연도별 배당규모

연도	현금배당			광의의배당(현금+주식+자사주매입)		
	금액 (십억원)	장부자산대비 (배당/자산×1,000)	시장가치대비 (배당/MVE×1,000)	금액 (십억원)	장부자산대비 (배당/자산×1,000)	시장가치대비 (배당/MVE×1,000)
2001	4.8 [0.5]	6.8 [4.4]	21.0 [13.0]			
2002	4.4 [0.4]	7.9 [4.9]	25.0 [19.0]			
2003	5.9 [0.5]	8.8 [5.9]	27.0 [20.0]			
2004	8.4 [0.6]	9.5 [6.8]	27.0 [22.0]			
2005	8.9 [0.7]	9.9 [7.2]	16.0 [13.0]			
2006	8.7 [0.8]	10.4 [7.9]	18.0 [14.0]	14 [1.0]	13.0 [8.6]	20.0 [16.0]
2007	8.8 [0.9]	9.6 [7.2]	14.0 [11.0]	12 [1.0]	12.0 [8.2]	17.0 [13.0]
2008	10 [1.0]	9.8 [6.8]	26.0 [21.0]	14 [1.3]	16.0 [9.4]	38.0 [30.0]
2009	7.4 [0.5]	7.2 [4.0]	13.0 [8.2]	7.1 [0.5]	6.1 [4.2]	11.0 [8.2]
2010	9.2 [0.8]	7.8 [5.3]	13.0 [9.3]	9.8 [0.8]	8.2 [5.5]	14.0 [9.8]
2011	9.3 [0.9]	8.0 [5.7]	16.0 [11.0]	11 [1.0]	9.9 [6.7]	19.0 [14.0]
2012	8.7 [0.8]	7.9 [5.0]	14.0 [9.6]	8.8 [0.9]	8.5 [5.2]	14.0 [10.0]
2013	8.5 [0.8]	7.5 [4.5]	12.0 [8.1]	8.8 [0.9]	8.8 [5.2]	13.0 [9.3]
2014	8.6 [0.8]	7.3 [4.3]	10.0 [7.3]	8.9 [0.9]	8.3 [5.0]	11.0 [8.6]
2015	10 [0.8]	7.9 [4.9]	10.0 [6.5]	17 [1.0]	9.7 [5.7]	12.0 [7.7]
2016	13 [0.9]	8.0 [5.1]	10.0 [7.2]	21 [1.1]	9.9 [6.1]	11.0 [8.4]
총계	8.7 [0.7]	8.4 [5.6]	16.0 [10.0]	12 [1.0]	9.9 [6.2]	16.0 [11.0]

년 금융위기의 영향이 2009년 배당지급 기업비율 감소에 영향을 미친 것으로 해석할 수 있다. 광의의 배당은 자사주매입 자료의 제약으로 인해 2006년부터 변수를 구성하였으며, 연도별 배당지급기업 수(비율)는 현금배당과 유사한 패턴을 보인다.

패널 B는 국내 상장기업의 연도별 배당규모 평균과 중앙값을 보여준다. 배당규모는 장부가치대비 및 시장가치대비 배당비율로 계산하고 중앙값은 대괄호 안에 표기하였다. 연도별 장부자산대비 현금배당규모를 중앙값을 기준으로 살펴보면 2001년 0.68%에서 2006년 0.79%로 증가한 이후 소폭 감소하다가 2009년에 0.40%로 급감하였다. 2010년 0.53%로 다시 증가하였으나 이후 금융위기 이전 수준을 회복하지 못하고 0.5%전후에서 변동하고 있다. 광의의 배당규모는 패널A의 배당 지급 기업비율과 유사한 패턴을 보인다. 장부자산대비 광의의 배당규모를 중앙값을 기준으로 살펴보면 2006년 0.86%에서 2008년 0.94%로 증가하여 가장 높은 배당규모를 기록하였다가 2009년 0.42%로 급감한 이후 소폭 회복하여 0.5~0.6%수준을 유지한다. 2007년과 2008년 현금배당이 감소한 반면 광의의 배당이 증가한 이유는 해당기간에 기업들이 주식배당이나 자사주매입과 같은 주주환원수단을 보다 적극적으로 활용한 결과로 해석된다. 한편, 시장가치대비 배당규모는 장부자산대비 배당규모와 다른 움직임을 보인다. 장부가치는 시계열적으로 안정적인 반면, 시장가치의 변동은 연도별로 크게 달라질 수 있기 때문이다. 예를 들어, 2005년과 2007년 시장가치대비 배당규모가 감소한 이유는 주가의 상승에 의한 것으로 해석할 수 있다.

4.2 기초통계량

〈표 3〉은 본 연구에 사용된 주요 변수의 기초통계량을 보여준다. 종속변수로 사용된 배당 및 Tobin's Q 값이 금융위기 기간에 달라지는지 확인하기 위해 전체 표본 기간을 금융위기 기간(2008-2009년) 및 그 외 기간으로 구분하여 해당 변수들의 결과를 추가로 보고하였다.⁷⁾ 분석의 편의를 위해 총자산규모의 로그값인 $\ln(A)$ 를 제외하고 모든 변수는 1,000배수로 표기하였으며 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시되어 있다. 종속변수로 사용된 현금배당의 평균값은 0.92%이며 중위수는 0.66%이다. 이는 배당지급 기업들이 평균적으로 총 자산의 1% 미만만을 현금배당으로 지급하며, 반 이상의 기업들은 0.66% 이하의 배당을 지급함을 의미한다. 광의의 배당규모 평균값과 중위수는 각각 1.07%, 0.70%로 현금배당보다 약간 높은 수준이나 큰 차이를 보이지는 않는다. 광의의 배당 표본 수가 11,697개로 기타변수에 비해 적은 이유는 자사주매입 자료의 제약으로 인해 해당변수는 2006년 이후 자료만을 사용하여 구성하기 때문이다. 한편, 금융위기 기간에는 배당변수의 값이 다소 낮아지는 것을 확인할 수 있다. 예를 들어, 금융위기 기간에는 평균 총자산의 약 0.81%를 현금배당으로 지급하는데 비해 그 외 기간에는 평균 0.92%를 지급한다. 광의의 배당의 경우 금융위기 기간에는 평균 0.79%, 그 외 기간에는 평균 1.08%를 배당으로 지급하여, 그 차이가 더욱 뚜렷하게 나타났다. Tobin's Q는 전체 기간에는 평균 1.097의 값을 가지는 한편 금융위기와 그 외 기간에 각각 0.988와 1.112의 값을 나타내어 두 기간 간 기업

7) t기의 실적을 바탕으로 t+1기에 현금배당이 지급되는 것을 고려하여 금융위기 기간과 그 외 기간 변수값의 비교가 용이하도록 배당 변수(현금배당 및 광의의 배당)는 t+1기 값을 보고하였다.

〈표 3〉 분석대상표본의 기초통계자료

본 표는 연구에 사용된 주요 변수들의 기초통계자료를 보여준다. 종속변수로 사용되는 현금배당, 광의의배당, Tobin's Q 값은 금융위기 기간(2008-2009년) 및 기타기간으로 구분하여 표 하단에 해당기간의 값을 추가로 보고하였다. 표본기간은 2001-2016년이며, 표본기간 중 배당을 한번이라도 지급한 기업만을 표본에 포함하였다. 변수의 정의는 〈표 1〉에 제시되어 있다. 총자산규모의 로그값인 $\ln(A)$ 를 제외하고 모두 1,000배수로 표기하였다.

	N	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
전체기간						
현금배당	15,465	9.2	6.6	10.3	0.0	52.2
광의의배당	11,697	10.7	7.0	18.5	-51.1	97.8
Tobin's Q	15,465	1,096.6	916.1	653.1	411.5	5,350.3
SRVOL	15,465	156.1	134.7	92.2	45.5	792.0
RETE	15,465	538.2	556.6	249.9	0.0	997.3
E	15,465	83.1	75.6	67.2	-327.5	289.5
$\ln(A)$	15,465	19.0	18.7	1.4	16.2	23.3
SGR	15,465	90.1	54.8	313.0	-774.6	2,212.0
CASH	15,465	155.3	110.9	141.9	2.1	662.3
LEV	15,465	189.2	164.5	164.1	0.0	690.6
RD	15,465	16.0	4.2	25.8	0.0	144.8
I	15,465	10.1	7.0	10.6	0.0	78.1
금융위기 기간(2008-2009)						
현금배당	1,969	8.1	5.6	9.7	0.0	52.3
광의의배당	1,969	7.9	5.6	17.7	-51.5	94.8
Tobin's Q	1,969	988.1	840.2	565.3	411.5	5,350.3
그 외 기간						
현금배당	13,496	9.2	6.6	9.7	0.0	52.3
광의의배당	9,728	10.8	7.1	17.7	-51.5	94.8
Tobin's Q	13,496	1,112.4	927.2	663.5	411.5	5,350.3

가치에 상당한 차이가 존재하는 것이 확인되었다.

4.3 글로벌 금융위기가 기업의 배당정책에 미치는 영향

본 절에서는 2008년 글로벌 금융위기가 기업의 배당에 미치는 영향에 대해 실증 분석한 결과를 정리하여 제시한다. 먼저, 〈표 4〉는 글로벌 금융위기와 현금배당의 관계를 분석한 회귀분석 결과이다.

모형 (1), (2), (3)은 OLS 결과이며, (4), (5), (6)은 고정효과 모형을 사용하여 분석한 결과이다. 모형 (1)과 (4)는 금융위기 더미를 사용하지 않고 표본 기간의 연도더미를 포함하여 분석한 결과이며, 표를 간단하게 나타내기 위해 관심 기간인 2008년과 2009년 연도더미를 제외한 연도더미의 보고는 생략하였다. 모형 (2)와 (5)는 전체 표본 기간을 금융위기 기간 및 기타기간으로 구분하여 금융위기 기

간에는 1 기타기간에는 0의 값을 갖는 더미변수(CRISIS)를 분석에 포함하였으며, 금융위기 기간을 제외한 연도변수를 통제하였다. 모형 (3)과 (6)은 금융위기 기간, 그리고 그 전후 기간으로 구분한 세 기간 사이에 배당수준의 차이가 존재하는지 확인하기 위하여 금융위기 기간 더미인(CRISIS) 뿐 아니라 금융위기 이후기간인 2010년 이후는 1 이전은 0의 값을 갖는 더미변수(ACRISIS)를 분석에 포함하고, 연도더미는 포함하지 않았다.

〈표 4〉의 결과는 글로벌 금융위기가 국내 상장기업의 배당규모에 영향을 주었음을 보여준다. 구체적으로 살펴보면, 모형 (1)의 결과에서 2008년과 2009년 더미 모두 현금배당규모와 유의한 음의 관계(-0.0021 및 -0.0015)를 갖는다. 또한 모형 (2)의 금융위기 더미(CRISIS) 계수는 -0.0018로 1% 수준의 유의한 음의 값이 관찰되어 금융위기 기간동안 기업 배당규모가 유의하게 감소함을 보이는 모형 (1)의 결과를 재확인하였다. 마지막으로 모형 (3)의 결과에서 금융위기 더미(CRISIS) 및 금융위기 이후 기간 더미(ACRISIS)의 계수는 각각 -0.0022 및 -0.0015로 1% 수준의 유의한 음의 계수가 관찰되는데, 이는 배당규모의 감소가 비단 금융위기 기간에 한정된 것이 아니라 이후에도 지속되었음을 의미한다. 즉, 금융위기의 여파가 장기적으로 영향을 준 것이다. 고정효과 모형을 사용한 모형 (4), (5), (6)의 결과 또한 글로벌 금융위기 관련 변수들이 기업의 배당에 유의한 음(-)의 관계를 나타내어 기업 고유 효과를 통제한 후에도 OLS 결과에서 관찰된 금융위기-배당의 관계가 달라지지 않음을 보여준다.

〈표 4〉의 배당규모를 종속변수로 한 분석에서는 배당을 지급하지 않는 기업들의 값이 0으로 처리된다. 그러나 〈표 1〉에서 보고하는 바와 같이 현금배

당 지급기업 수는 표본 기간 평균 약 68%로 30% 이상의 기업들이 배당을 지급하지 않는 기업임을 알 수 있다. 따라서 금융위기가 배당규모 뿐 아니라 배당여부와 관련된 기업 의사결정에 영향을 주었는지 확인하기 위하여 배당연부 더미를 종속변수로 하여 동일한 모형을 추정하였다. 다음 〈표 5〉는 종속변수를 현금배당 더미로 한 LOGIT 분석 결과를 보고한다. 종속변수가 더미변수 이므로, 2008년 금융위기가 기업의 배당 유무에 영향을 주는지에 대한 분석이라고 할 수 있다.

모형 (1)-(6)의 설계는 〈표 4〉와 동일하며 종속변수를 현금배당 더미로 사용했다는 점에서 차이를 갖는다. 〈표 5〉의 결과는 금융위기가 국내 배당기업 수 감소에 영향을 주었으며 이러한 영향은 금융위기 이후에도 계속되고 있음을 보여준다. 모형 (1)에서는 2008년 및 2009년 계수가 -0.7636 및 -0.4577로 현금배당과 유의한 음의 관계가 관찰되었으며, 모형 (2)의 금융위기 더미(CRISIS) 및 모형 (3)의 결과에서 금융위기 더미(CRISIS) 역시 유의한 음의 계수(각각 -0.6006, -0.5298 및 -0.7342)를 보고하여 〈표 4〉의 배당규모를 종속변수로 한 분석결과와 마찬가지로 금융위기 및 금융위기 이후기간에 배당지급 기업 수의 유의한 감소가 발생하였음을 확인하였다. 고정효과 모형을 사용한 모형 (4)-(6)의 결과는 금융위기가 배당기업 수를 감소시킨다는 LOGIT 분석 결과가 기업 고유효과를 통제한 후에도 일관되게 나타나는 것을 보여준다. 따라서 본 절의 실증분석 결과는 '가설 1: 2008년 글로벌 금융위기의 영향을 받아 국내 기업은 배당을 유의하게 감소시킬 것이다.'을 지지한다.

〈표 4〉 금융위기와 배당규모

본 표는 종속변수를 현금배당규모로 한 현금배당 결정요인 분석결과를 보고하며 표본기간은 2001-2016이다. 모형 (1)-(3)은 OLS결과를 보고하며 (4)-(6)은 패널고정효과모형을 사용한 분석결과를 보고한다. 모형 (1)과 (4)는 표본기간의 연도더미를 포함하였으며 금융위기 기간에 해당하는 2008-2009년 계수에 주목하여 해당 연도결과만을 표에 보고하였다. 모형 (2)와 (5)는 전체 표본기간을 금융위기 기간 및 기타기간으로 구분하여 금융위기 기간에는 1 기타기간에는 0의 값을 갖는 더미변수(CRISIS)를 분석에 포함하였으며 금융위기 기간을 제외한 연도변수를 통제하였다. 모형 (3)과 (6)은 금융위기 전후기간을 구분하여 2010년 이후는 1 이전은 0의 값을 갖는 더미변수(ACRISIS)를 분석에 포함하였으며 연도더미는 포함하지 않는다. 설명변수들의 정의는 〈표 1〉에 제시되어 있다. 제시된 숫자는 계수추정치이며 대괄호 안의 값은 표준오차이다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준의 양측검정 유의성을 나타낸다. 횡단면상관과 자기상관 문제를 통제하기 위해 Petersen (2008)에 따라 firm-clustered standard errors를 사용하였다.

	종속변수: 현금배당					
	(1)	OLS (2)	(3)	(4)	FE (5)	(6)
<i>Y2008</i>	-0.0021*** [0.000]			-0.0016*** [0.000]		
<i>Y2009</i>	-0.0015*** [0.000]			-0.0013*** [0.000]		
<i>CRISIS</i>		-0.0018*** [0.000]	-0.0022*** [0.000]		-0.0015*** [0.000]	-0.0025*** [0.000]
<i>ACRISIS</i>			-0.0015*** [0.000]			-0.0026*** [0.000]
<i>SRVOL</i>	-0.0091*** [0.001]	-0.0090*** [0.001]	-0.0093*** [0.001]	-0.0014 [0.001]	-0.0014 [0.001]	-0.0025*** [0.001]
<i>RETE</i>	0.0026*** [0.001]	0.0026*** [0.001]	0.0026*** [0.001]	0.0037*** [0.001]	0.0037*** [0.001]	0.0037*** [0.001]
<i>E</i>	0.0528*** [0.003]	0.0528*** [0.003]	0.0527*** [0.003]	0.0470*** [0.002]	0.0470*** [0.002]	0.0469*** [0.002]
<i>ln(A)</i>	0.0001 [0.000]	0.0001 [0.000]	0.0001 [0.000]	0.0016*** [0.000]	0.0016*** [0.000]	0.0016*** [0.000]
<i>SGR</i>	-0.0013*** [0.000]	-0.0013*** [0.000]	-0.0013*** [0.000]	-0.0006** [0.000]	-0.0006** [0.000]	-0.0005** [0.000]
<i>CASH</i>	0.0092*** [0.001]	0.0092*** [0.001]	0.0092*** [0.001]	0.0064*** [0.001]	0.0064*** [0.001]	0.0065*** [0.001]
<i>LEV</i>	-0.0122*** [0.001]	-0.0122*** [0.001]	-0.0123*** [0.001]	-0.0125*** [0.001]	-0.0125*** [0.001]	-0.0128*** [0.001]
<i>Constant</i>	0.0145*** [0.003]	0.0144*** [0.003]	0.0149*** [0.003]	-0.0242*** [0.007]	-0.0246*** [0.007]	-0.0231*** [0.006]
<i>Adjusted R²</i>	0.377	0.377	0.377	0.225	0.225	0.223
<i>Industry FE</i>	YES	YES	YES	-	-	-
<i>Year FE</i>	YES	YES	NO	YES	YES	NO
<i>Firm FE</i>	NO	NO	NO	YES	YES	YES
<i>Obs.</i>	15,465	15,465	15,465	15,465	15,465	15,465
<i>N of firms</i>				1,494	1,494	1,494

〈표 5〉 금융위기와 배당여부-로짓분석

본 표는 배당여부를 종속변수로 한 배당결정요인 분석결과를 보고하며 표본기간은 2001-2016이다. 회귀식의 종속 변수는 배당시 1, 무배당시 0의 값을 갖는 더미변수를 사용해 만든 log odd ratio이다. 모형 (1)과 (4)는 표본기간의 연도더미를 포함하였으며 금융위기 기간에 해당하는 2008-2009년 계수에 주목하여 해당 연도결과만을 표에 보고하였다. 모형 (2)와 (5)는 전체 표본기간을 금융위기 기간 및 기타기간으로 구분하여 금융위기 기간에는 1 기타기간에는 0의 값을 갖는 더미변수(CRISIS)를 분석에 포함하였으며 금융위기 기간을 제외한 연도변수를 통제하였다. 모형 (3)과 (6)은 금융위기 전후기간을 구분하여 2010년 이후는 1 이전은 0의 값을 갖는 더미변수(ACRISIS)를 분석에 포함하였다. 모형 (1), (4)를 제외한 모형에는 연도변수를 포함하지 않았다. 설명변수들의 정의는 〈표 1〉에 제시되어 있다. 제시된 숫자는 계수추정치이며 대괄호 안의 값은 표준오차이며 jackknife standard error 추정방법을 사용하였다. ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준의 양측검정 유의성을 나타낸다.

	종속변수: 현금배당더미					
	(1)	OLS (2)	(3)	(4)	FE (5)	(6)
Y2008	-0.7636*** [0.151]			-0.8426*** [0.198]		
Y2009	-0.4577*** [0.148]			-0.5641*** [0.197]		
CRISIS		-0.6006*** [0.137]	-0.5298*** [0.071]		-0.7013*** [0.181]	-0.9092*** [0.101]
ACRISIS			-0.7342*** [0.054]			-1.4747*** [0.102]
SRVOL	-2.3929*** [0.265]	-2.3589*** [0.264]	-2.1312*** [0.242]	-0.6856* [0.384]	-0.6525* [0.384]	-0.7236** [0.349]
RETE	2.3907*** [0.108]	2.3855*** [0.108]	2.3047*** [0.106]	3.4416*** [0.217]	3.4360*** [0.217]	3.1644*** [0.208]
E	10.3552*** [0.517]	10.3564*** [0.517]	10.4920*** [0.516]	15.9831*** [0.767]	15.9805*** [0.767]	16.3144*** [0.756]
ln(A)	0.3780*** [0.024]	0.3793*** [0.024]	0.3806*** [0.024]	1.6614*** [0.112]	1.6771*** [0.112]	1.5370*** [0.106]
SGR	0.1158 [0.080]	0.1022 [0.079]	0.1335* [0.079]	0.1499 [0.096]	0.1377 [0.095]	0.2222** [0.094]
CASH	-0.1649 [0.188]	-0.1668 [0.188]	-0.1558 [0.188]	1.3629*** [0.377]	1.3599*** [0.377]	1.4337*** [0.374]
LEV	-2.6991*** [0.156]	-2.7101*** [0.156]	-2.7480*** [0.156]	-6.0725*** [0.366]	-6.1119*** [0.365]	-6.0578*** [0.356]
Constant	-6.0024*** [1.176]	-6.0385*** [1.173]	-6.1267*** [1.153]			
Pseudo R ²	0.231	0.231	0.228	0.275	0.275	0.265
Ind FE	YES	YES	YES	-	-	-
Year FE	YES	YES	NO	YES	YES	NO
Firm FE	NO	NO	NO	YES	YES	YES
Obs.	15,371	15,371	15,371	9,673	9,673	9,673
N of firms				917	917	917

4.4 글로벌 금융위기에 따른 배당이 기업가치에 미치는 영향

본 절에서는 2008년 글로벌 금융위기가 배당-기업가치에 미치는 영향에 대한 실증분석 결과를 제시한다. <표 6>은 기업가치(*Tobin's Q*)를 종속변수로 하여 FF의 기업가치회귀분석을 추정한 결과를 보여준다. 모형 (1)은 금융위기 기간을 고려하지 않고 분석한 배당규모-기업가치 관계를 보여준다. 배당규모를 나타내는 *DIV*의 계수는 8.2943으로 기업가치와 유의한 양의 관계를 갖는다. 모형 (2)는 모형 (1)에 *CRISIS* 더미를 포함한 모형으로 *CRISIS*의 계수는 -0.1639로 유의한 음의 값을 나타내어 금융위기 기간 국내 상장기업의 기업가치가 다른 기간에 비해 유의하게 감소하였음을 보여준다. 모형 (3)은 회귀식 (3)의 추정 결과를 보고하며, 금융위기 기간에 배당규모-기업가치 관계가 다른 기간과 차이를 갖는지 확인하는 것을 목적으로 한다. 모형 (3)에서 *CRISIS*는 배당을 지급하지 않는 기업의 경우 금융위기 기간 동안에 추가적인 기업가치 감소가 존재하는지 여부를 확인하며, *CRISIS*×*DIV*는 금융위기 기간 배당규모-기업가치 관계가 기타기간과 비교하여 높거나 낮은지를 추정한다. 모형 (3)에서 *CRISIS*와 *CRISIS*×*DIV*의 계수는 각각 -0.1277 및 -3.9279로 유의한 음의 값을 나타낸다. 이러한 결과는 무배당기업의 경우 금융위기 기간 동안 기업가치의 감소를 경험하였으며 배당지급기업의 경우 -배당을 많이 지급할수록 기업가치가 증가하는- 배당규모와 기업가치 사이의 양의 관계가 금융위기 기간에 약화되었음을 의미한다.

구체적으로 설명하면, 모형 (3)에서 *DIV*의 계수인 8.8412는 금융위기를 제외한 기간의 배당규모 증가와 기업가치의 관계를 나타내며, *CRISIS*×*DIV*

의 계수인 -3.9279는 금융위기 기간 배당규모-기업가치 관계의 추가적인 차이를 보여주는 것이므로, 금융위기 기간 배당규모 증가와 기업가치의 관계는 4.9133 (8.8412-3.9279)의 기울기를 갖는다. 경제적 유의성(economic significance) 관점에서 살펴보면 기타 기간에는 배당규모 1단위 표준편차의 증가가 평균적으로 8.3% ($8.8412 \times 0.0103 \div 1.0966$) *Tobin's Q* 증가와 관련되어 있어, 배당과 기업가치 사이의 상당히 밀접한 관계가 관찰되는 반면, 금융위기 기간에는 4.6% ($4.9133 \times 0.0103 \div 1.0966$)의 *Tobin's Q* 증가와 관련 되어 배당규모가 기업가치의 관계가 크게 약화되는 것을 확인할 수 있다. 마지막으로 모형 (4)는 회귀식 (3)의 추정결과에서 금융위기 기간을 의미하는 *CRISIS* 변수를 금융위기 이후기간을 의미하는 *ACRISIS* 변수로 대체하여 모형 (3)과 동일한 분석을 진행하고 그 결과를 보고한다. 모형 (4)에서 *ACRISIS*와 *ACRISIS*×*DIV*의 계수는 각각 0.2241 및 8.8788로 유의한 양의 값을 나타낸다. 이러한 결과는 무배당기업의 경우 금융위기 이후 기업가치의 증가를 경험하였으며 배당지급기업의 경우 배당규모와 기업가치 사이의 양의 관계가 금융위기 이후 기간에 더욱 강화되었음을 의미한다.

<표 6>의 분석을 통해 글로벌 금융위기 상황에서 배당의 증가가 기업가치에 주는 긍정적인 영향이 약화되었으며, 금융위기 이후에는 강화되었음을 확인되었다. 이러한 결과는 본 연구에서 설정한 가설 '가설 2-1: 2008년 글로벌 금융위기 기간에 배당이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향이 감소할 것이다.'를 지지하며, '가설 2-2: 2008년 글로벌 금융위기 이후의 배당은 이전에 비하여 기업가치에 주는 긍정적인 영향이 감소할 것이다.'를 기각하는 결과라고 할 수 있다. 구체적으로 글로벌 금융위기 상황에서는

〈표 6〉 금융위기와 배당규모-기업가치관계

본 표는 회귀식 (3)을 추정한 결과를 보고하며 표본기간은 2001-2016이다. 종속변수는 *Tobin's Q*이며 주요 설명변수인 $CRISIS \times DIV_t$ ($ACRISIS \times DIV_t$)는 금융위기의 대응변수인 $CRISIS$ ($ACRISIS$)와 현금배당변수의 교호항이다. $CRISIS$ 는 금융위기 기간에는 1 기타기간에는 0의 값을 갖는 더미변수이며 $ACRISIS$ 는 금융위기 전후기간을 구분하여 2010년 이후는 1 이전은 0의 값을 갖는 더미변수이다. dX_t 와 dX_{t+1} 은 주어진 설명변수 X_t 에 대해 각각 $t-1$ 에서 t , t 에서 $t+1$ 간의 변동, 즉 $(X_t - X_{t-1})$ 와 $(X_{t+1} - X_t)$ 를 의미한다. 기타 설명변수들은 〈표 1〉에 정의되어 있다. 괄호 안은 표준오차이며 ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준의 양측검정 유의성을 나타낸다. 횡단면상관과 자기상관 문제를 통제하기 위해 Petersen (2008)에 따라 firm-clustered standard errors를 사용하였다.

	종속변수: <i>Tobin's Q</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$CRISIS \times DIV_t$			-3.9279** [1.967]	
$CRISIS$		-0.1639*** [0.016]	-0.1277*** [0.020]	
$ACRISIS \times DIV_t$				8.8788*** [2.618]
$ACRISIS$				0.2241*** [0.020]
DIV_t	8.2943*** [2.230]	8.3779*** [2.225]	8.8412*** [2.251]	5.2946** [2.324]
$dDIV_t$	2.9435*** [1.087]	2.2494** [1.092]	2.2667** [1.089]	1.9609* [1.043]
$dDIV_{t+1}$	8.6774*** [2.068]	7.9615*** [2.077]	7.8442*** [2.080]	8.2543*** [2.014]
E_t	1.8797*** [0.456]	1.9143*** [0.457]	1.9205*** [0.456]	2.2256*** [0.462]
dE_t	0.2393 [0.179]	0.2668 [0.179]	0.2662 [0.179]	0.0793 [0.177]
dE_{t+1}	1.3425*** [0.290]	1.3546*** [0.289]	1.3525*** [0.289]	1.4237*** [0.288]
dA_t	0.3207*** [0.051]	0.3465*** [0.051]	0.3397*** [0.050]	0.3661*** [0.051]
dA_{t+1}	0.2574*** [0.052]	0.2748*** [0.052]	0.2761*** [0.052]	0.3067*** [0.051]
RD_t	6.6248*** [1.429]	6.7570*** [1.429]	6.7597*** [1.429]	7.0719*** [1.420]
dRD_t	-2.1589*** [0.755]	-2.2488*** [0.750]	-2.2439*** [0.750]	-1.9417** [0.755]
dRD_{t+1}	1.8896** [0.893]	1.9718** [0.893]	1.9710** [0.893]	2.8659*** [0.912]
I_t	-2.0895** [0.935]	-1.8704** [0.929]	-1.9062** [0.930]	1.8279** [0.917]
dI_t	3.3468*** [0.774]	4.3316*** [0.794]	4.2835*** [0.792]	2.1255*** [0.761]
dI_{t+1}	-0.7467 [1.287]	-1.0286 [1.288]	-1.0432 [1.289]	1.8948 [1.289]
ΔQ_t	-0.4778*** [0.026]	-0.4694*** [0.026]	-0.4687*** [0.026]	-0.4771*** [0.025]
Constant	0.7520*** [0.034]	0.7630*** [0.034]	0.7589** [0.034]	0.5450*** [0.039]
Observations	15,465	15,465	15,465	15,465
Adjusted R^2	0.221	0.225	0.225	0.258

양(+)의 순현재가치를 갖는 좋은 투자안이 줄어들고, 과소투자 문제가 심각해질 수 있기 때문에 배당을 늘리는 것이 기업가치의 증가에 이전만큼 도움이 되지 못한다는 것을 뜻한다. 또한 동 분석 결과는 배당-기업가치 사이의 강건한 양의 관계를 보고하는 한편 금융위기 이후 경제 회복기에는 그 이전기간에 비해 배당-기업가치의 양의 관계가 더욱 강화됨을 보여줌으로써 배당이 미래 기업가치에 대한 정보를 반영한다는 배당신호이론의 예측을 지지하는 것으로 해석될 수 있다. 가설 2-2와는 반대의 결과가 나타난 이유로 금융위기 이후 기간에는 금융위기의 영향에서 벗어난 경제 회복기에 배당의 증가는 시장에서 매우 긍정적인 신호를 보낸다고 할 수 있다. 또한, 배당-기업가치의 관계가 금융위기 이전, 금융위기 기간, 금융위기 이후의 기간마다 각각 상이하게 관찰되는데, 이는 배당과 기업가치의 관계가 시간가변적임을 의미하므로 배당케이터링 이론을 지지하는 증거라고 할 수 있다.

〈표 7〉에서는 배당여부를 종속변수로 하여 〈표 6〉과 동일한 분석을 진행한 결과를 보고한다. 즉, 금융위기가 기업의 배당여부-기업가치에 미치는 영향을 확인하기 위하여 배당규모 대신 현금배당 더미를 사용하여 분석을 진행하였다. 모형 (1)은 금융위기 기간을 고려하지 않고 분석한 배당여부-기업가치 관계를 보여준다. 배당지급 여부를 나타내는 $DIVDUM_t$ 의 계수는 -0.1669 로 기업가치와 유의한 음의 관계를 갖는다. 즉, 무배당기업이 배당지급 기업에 비해 높은 *Tobin's Q*를 갖는 것을 의미한다. *Tobin's Q*는 기업가치 및 성장기회의 대용변수로 사용되는 바, 성장기회가 높은 기업일수록 기업이익을 배당으로 지급하는 대신 미래 투자를 위해 기업 내부에 유보한다는 점에서 기존 연구와 일치하는 결과로 해석할 수 있다. 모형 (2)에서 *CRISIS*의 계수는

-0.1555 로 유의한 음의 값을 나타내며, 이는 〈표 6〉에서와 마찬가지로 무배당 기업의 기업가치가 금융위기 기간 감소하였음을 보여준다. 모형 (3)에서 관심변수인 $CRISIS \times DIVDUM$ 의 계수는 유의하지 않은 음의 값을 보고하여 금융위기 기간 배당여부와 기업가치의 관계는 이외 기간과 유의한 차이가 없었다. 모형 (4)는 회귀식 (3)의 추정결과에서 금융위기 기간을 의미하는 *CRISIS* 변수를 금융위기 이후 기간을 의미하는 *ACRISIS* 변수로 대체하여 모형 (3)과 동일한 분석을 진행한 결과를 보고한다. 모형 (4)에서 *ACRISIS*와 $ACRISIS \times DIV$ 의 계수는 각각 0.0619 및 0.2244 로 유의한 양의 값을 보고하여 모든 관심변수의 계수에서 〈표 6〉의 결과와 동일한 방향성 및 유의성이 확인되었다.

앞서 언급한 바와 같이 모형 (3)의 $CRISIS \times DIVDUM$ 의 계수는 유의하지 않은 값을 보고하는데, 이는 금융위기 기간에 배당여부가 기업가치에 영향을 주지 않는다는 것을 의미한다. 배당고객이론에 따르면 배당의 지급여부 및 그 규모에 대한 결정은 경영자가 배당을 선호하는 투자자를 유치할 것인지, 주가 상승을 통한 이익을 선호하는 투자자를 유치할 것인지에 따라 달라지므로 본 결과는 금융위기와 같은 외부조건이 배당여부의 결정에 영향을 주지 않을 가능성을 보여주는 결과라고도 할 수 있다.

다음 〈표 8〉은 앞선 배당-기업가치 분석에서 현금배당 대신 광의의 배당을 사용하여 추정된 강건성 분석결과를 제시한다. 광의의 배당은 현금배당 외에 주식배당과 자사주매입을 포함하여 구성하였으며, 표본의 설명에서 언급한 바와 같이 자사주매입 자료에 제약이 존재하여 2006년 이전 기간을 표본에서 제외하였다. 이전 분석과 동일한 설명변수를 포함하며, 지면 절약을 위해 관심변수를 제외한 기타 설명변수의 보고는 생략하였다.

〈표 7〉 금융위기와 배당여부-기업가치관계

본 표는 회귀식 (3)에서 배당규모 대신 현금배당 더미를 사용하여 분석한 결과를 보고하며 표본기간은 2001-2016이다. 종속변수는 Tobin's Q이며 주요 설명변수인 CRISIS×DIVDUM (ACRISIS×DIVDUM)은 금융위기의 대응변수인 CRISIS (ACRISIS)와 현금배당 더미변수의 교호항이다. CRISIS는 금융위기 기간에는 1 기타기간에는 0의 값을 갖는 더미변수이며, ACRISIS는 금융위기 전후기간을 구분하여 2010년 이후는 1 이전은 0의 값을 갖는 더미변수이다. dX_t 와 dX_{t+1} 은 주어진 설명변수 X_t 에 대해 각각 $t-1$ 에서 t , t 에서 $t+1$ 간의 변동, 즉 $(X_t - X_{t-1})$ 와 $(X_{t+1} - X_t)$ 를 의미한다. 기타 설명변수들은 〈표 1〉에 정의되어 있다. 괄호 안은 표준오차이며 ***, **, * 은 각각 1%, 5%, 10% 수준의 양측검정 유의성을 나타낸다. 횡단면상관과 자기상관 문제를 통제하기 위해 Petersen (2008)에 따라 firm-clustered standard errors를 사용하였다.

	종속변수: Tobin's Q			
	(1)	(2)	(3)	(4)
CRISIS×DIVDUM _t			-0.0080 [0.030]	
CRISIS		-0.1555*** [0.013]	-0.1495*** [0.025]	
ACRISIS×DIVDUM _t				0.0619** [0.029]
ACRISIS				0.2244*** [0.024]
DIVIDUM _t	-0.1669*** [0.023]	-0.1668*** [0.023]	-0.1658*** [0.023]	-0.1846*** [0.026]
dDIV _t	8.4402*** [1.105]	7.8160*** [1.104]	7.8165*** [1.104]	7.6858*** [1.083]
dDIV _{t+1}	4.3846*** [1.294]	3.6839*** [1.298]	3.6797*** [1.301]	4.0946*** [1.262]
E _t	2.7346*** [0.282]	2.7727*** [0.282]	2.7727*** [0.282]	3.1103*** [0.286]
dE _t	-0.5594*** [0.120]	-0.5364*** [0.120]	-0.5367*** [0.120]	-0.7407*** [0.119]
dE _{t+1}	1.1607*** [0.165]	1.1726*** [0.163]	1.1720*** [0.163]	1.2523*** [0.164]
dA _t	0.2463*** [0.043]	0.2702*** [0.043]	0.2699*** [0.043]	0.2837*** [0.042]
dA _{t+1}	0.2161*** [0.039]	0.2325*** [0.039]	0.2325*** [0.039]	0.2580*** [0.038]
RD _t	5.0919*** [0.778]	5.2169*** [0.777]	5.2167*** [0.777]	5.4511*** [0.764]
dRD _t	-1.7827*** [0.417]	-1.8685*** [0.415]	-1.8672*** [0.415]	-1.6513*** [0.407]
dRD _{t+1}	0.8663** [0.441]	0.9438** [0.440]	0.9433** [0.440]	1.6597*** [0.443]
I _t	-5.2947*** [0.802]	-5.1073*** [0.800]	-5.1075*** [0.800]	-1.8614** [0.798]
dI _t	5.9748*** [0.808]	6.9222*** [0.819]	6.9192*** [0.819]	4.9367*** [0.809]
dI _{t+1}	-0.1126 [1.169]	-0.3797 [1.171]	-0.3841 [1.172]	2.3056* [1.178]
ΔQ _t	-0.4083*** [0.020]	-0.4004*** [0.020]	-0.4004*** [0.020]	-0.4067*** [0.019]
Constant	0.9358*** [0.029]	0.9467*** [0.029]	0.9459*** [0.029]	0.7346*** [0.033]
Observations	15,465	15,465	15,465	15,465
Adjusted R ²	0.256	0.262	0.262	0.295

〈표 8〉 금융위기와 배당-기업가치관계 (광의의 배당)

본 표는 〈표 6〉 및 〈표 7〉를 현금배당 대신 광의의 배당변수를 사용하여 분석한 결과를 보고한다. 패널 A는 광의의 배당규모를 사용하였으며, 패널 B는 광의의 배당더미를 사용하였다. 광의의 배당은 현금배당, 주식배당, 자사주매입을 포함하여 계산되며 표본기간은 2006-2016이다. 종속변수는 *Tobin's Q*이며 *CRISIS*는 금융위기 기간에는 1 기타기간에는 0의 값을 갖는 더미변수이다. 주요 설명변수인 *CRISIS×DIV* 및 *CRISIS×DIVDUM(ACRISIS×DIV 및 ACRISIS×DIVDUM)*는 각각 금융위기기간(금융위기 이후기간)의 대응변수인 *CRISIS(ACRISIS)*와 현금배당, 주식배당, 자사주매입을 포함한 광의의 배당규모 및 광의의 배당더미의 교호항이다. dX_t 와 dX_{t+1} 은 주어진 설명변수 X_t 에 대해 각각 $t-1$ 에서 t , t 에서 $t+1$ 간의 변동, 즉 $(X_t - X_{t-1})$ 와 $(X_{t+1} - X_t)$ 를 의미한다. 기타 설명변수들은 〈표 1〉에 정의되어 있다. 괄호 안은 표준오차이며 ***, **, *은 각각 1%, 5%, 10% 수준의 양측검정 유의성을 나타낸다. 횡단면상관과 자기상관 문제를 통제하기 위해 Petersen (2008)에 따라 firm-clustered standard errors를 사용하였다.

패널 A 금융위기와 광의의 배당규모-기업가치관계

	종속변수: <i>Tobin's Q</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CRISIS×DIV_t</i>			-4.3763*** [1.031]	
<i>CRISIS</i>		-0.2584*** [0.017]	-0.2078*** [0.018]	
<i>ACRISIS×DIV_t</i>				5.0200*** [1.084]
<i>ACRISIS</i>				0.2263*** [0.018]
<i>DIV_t</i>	6.6607*** [1.410]	7.0084*** [1.392]	7.8869*** [1.417]	4.1518*** [1.398]
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.7676*** [0.031]	0.7794*** [0.030]	0.7715*** [0.030]	0.5450*** [0.038]
<i>Observations</i>	10,767	10,767	10,767	10,767
<i>Adjusted R²</i>	0.272	0.291	0.293	0.305

패널 B 금융위기와 광의의 배당여부-기업가치관계

	종속변수: <i>Tobin's Q</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CRISIS×DIVDUM_t</i>			-0.0726 [0.032]	
<i>CRISIS</i>		-0.2434*** [0.016]	-0.1868*** [0.029]	
<i>ACRISIS×DIVDUM_t</i>				0.0643** [0.030]
<i>ACRISIS</i>				0.2072*** [0.027]
<i>DIVDUM_t</i>	-0.1444*** [0.025]	-0.1376*** [0.025]	-0.1254*** [0.025]	-0.1794*** [0.032]
<i>Control variables</i>	Yes	Yes	Yes	Yes
<i>Constant</i>	0.9215*** [0.035]	0.9297*** [0.035]	0.9208*** [0.035]	0.7141*** [0.044]
<i>Observations</i>	10,767	10,767	10,767	10,767
<i>Adjusted R²</i>	0.263	0.280	0.280	0.288

광의의 배당을 사용한 분석 결과는 현금배당과 일관된 결과를 보고한다. 예를 들어, 패널 A 모형 (3)에서 DIV 와 $CRISIS \times DIV$ 의 계수는 각각 7.8869 및 -4.3763이며, 이는 기타기간과 금융위기 기간에 광의의 배당규모 1단위 표준편차의 증가가 각각 평균 $Tobin's Q$ 의 13.16% ($7.8869 \times 0.0183 / 1.0966$) 및 5.86% 증가와 관련되어 있음을 의미한다. 즉, 광의의 배당규모를 고려할 경우, 금융위기 기간에 배당규모와 기업가치의 관계가 현금배당에 비해 더욱 크게 약화되었다. 광의의 배당더미를 사용할 경우에는 이러한 차이가 보다 뚜렷하게 관찰된다. 현금배당 더미를 사용한 <표 7>의 분석에서는 금융위기와 배당더미의 교호항이 유의하지 않은 음의 값을 보고하였으나, 금융위기와 광의의 배당더미 교호항을 사용한 <표 8>의 패널 B에서 해당 항의 계수는 5% 수준에서 유의한 음의 값을 나타낸다. 이러한 결과는 배당지급기업은 기타기간에 비해 금융위기 기간에 더 낮은 기업가치를 경험하는 것을 의미한다. 광의의 배당변수를 사용한 본 강건성 분석 결과는 현금배당변수를 사용한 분석과 유사한 유의도와 방향성을 보여주어 본 연구의 주된 분석 결과가 변수의 구성과 상관없이 일관되게 관찰되는 결과임을 보여준다. 본 절의 결과를 요약하면 다음과 같다. 배당규모는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치며, 글로벌 금융위기 기간에는 긍정적인 영향이 줄어드는 패턴을 보이며, 이는 주식배당이나 자사주매입을 함께 고려하여도 일관되게 관찰된다.

V. 결론 및 제언

본 연구는 기업의 배당과 관련된 배당신호이론,

배당고객이론, 배당케이터링 이론을 바탕으로 2008년 글로벌 금융위기가 국내 기업의 배당의 변화와 배당-기업가치 관계에 어떠한 영향을 미쳤는가에 대한 가설을 설정하고 실증분석을 통하여 가설을 검증하였다.

실증분석 결과 2008년 글로벌 금융위기의 영향을 받아 기업은 배당을 줄이는 의사결정을 하였으며, 금융위기 기간에는 배당이 기업가치에 미치는 긍정적인 영향은 감소하는 것으로, 금융위기 이후에는 배당이 기업가치에 미치는 영향이 강화되는 것이 관찰되었다. 또한, 배당의 유무가 기업가치에 미치는 영향은 2008년 글로벌 금융위기와 비교적 관련이 없는 것으로 나타났다. 이상의 결과는 배당신호이론, 배당케이터링 이론을 지지하고, 배당고객이론을 일부 지지하는 결과이다. 선행연구에 의하면 일반적으로 기업은 배당의 급격한 변화를 기피하고 평온한(smooth) 배당을 선호하기 때문에 배당여부 및 그 규모는 쉽게 변하지 않는 성격(stickiness)을 갖는다. 그러나 본 연구 결과가 보여주는 바와 같이 글로벌 금융위기는 거시경제 전반에 영향을 주는 사건으로 국내 상장기업의 전반적인 배당 감소, 그리고 더 나아가 배당이 기업가치 주는 영향을 변화시킨 것으로 보인다.

본 연구의 실증분석결과는 강건하고 신뢰할 수 있으며 그에 따른 기여점을 가지고 있으나 후속 연구를 위한 제언 및 한계점을 다음과 같이 제시한다. 첫째, 김수정·최희정·서정원(2012)의 연구에서는 배당과 기업가치 사이에 비선형(U-shape) 관계가 존재할 가능성을 제시하였는데, 본 연구에서는 이러한 관계를 고려하지 않았다. 이 점을 고려한 후속 연구를 기대한다. 둘째, 글로벌 금융위기에 따른 경기 불황은 과소투자문제를 야기할 수도 있으나, 기업의 특성에 따라 과대투자(over-investment) 문제가

더 심각해지는 경우가 있을 수 있다. 이러한 기업 특성을 반영한 연구 또한 흥미로운 주제가 될 수 있을 것으로 생각된다. 셋째, 지난 2015년 정부의 배당 촉진정책의 일환으로 기업소득 환류세제가 시행된 바 있으며, 최근 기관투자자의 (배당의사결정을 포함한) 의결권 강화논의 등 기업배당정책에 논의가 증가하고 있다. 이러한 이벤트를 기점으로 하여 배당과 기업가치간의 관계에 대한 새로운 사실을 보여주는 후속연구를 기대한다.

참고문헌

- 김수정, 최희정, 서정원(2012), “한국 주식시장의 배당규모와 기업가치 간 비선형 관계에 관한 연구,” **재무관리연구**, 29(2), pp.125-164.
- 김현석, 서정원(2018), “무상증자, 액면분할, 주식배당: 주가와 거래량 효과,” **한국증권학회지**, 47(1), pp. 27-67.
- 류두진, 변현철(2012), “시장경쟁정도와 기업의 배당에 관한 연구,” **기업경영연구**, 19(3), pp.255-277.
- 박경서, 변희섭, 이지혜(2011), “상품시장에서의 경쟁과 기업지배구조의 상호작용이 투자와 배당에 미치는 영향,” **재무연구**, 24(2), pp.483-522.
- 박경서, 이은정, 이인무(2003), “국내기업의 배당행태와 투자자의 반응에 관한 연구,” **재무연구**, 16(2), pp. 195-229.
- 박영규(2004), “배당변화를 통한 기업의 미래이익 예측가능성 연구,” **한국증권학회지**, 33(4), pp.63-94.
- 박철, 박수철(2010), “배당소득세를 변화 전·후 배당락일 주변 개인투자자 거래행태 비교 분석,” **한국증권학회지**, 39(4), pp.491-515.
- 조성순, 박경희, 변진호(2017), “행태재무론 관점에서 살펴본 한국의 배당 캐이더링이론 검증,” **한국증권학회지**, 46(2), pp.343-379.
- 최종범, 서정원(2005), “세계 각국의 배당정책 결정요인 검증,” **한국증권학회지**, 34(4), pp.69-110.
- Baker, M. and J. Wurgler(2004a), “A Catering Theory of Dividends,” *Journal of Finance*, 59(3), pp.1125-1165.
- Baker, M. and J. Wurgler(2004b), “Appearing and Disappearing Dividends: The Link to Catering Incentives,” *Journal of Financial Economics*, 73(2), pp.271-288.
- Barclay, M. J., C. W. Smith and R. Watts(1995), “The Determinants of Corporate Leverage and Dividend Policies,” *Journal of Applied Corporate Finance*, 7(4), pp.4-19.
- Becker, B., Z. Ivković and S. Weisbenner(2011), “Local Dividend Clienteles,” *Journal of Finance*, 66(2), pp.655-683.
- Bhattacharya, S.(1979), “Imperfect Information, Dividend Policy and the Bird in the Hand Fallacy,” *Bell Journal of Economics*, 10(1), pp.259-270.
- Brickley, J. A.(1983), “Shareholder Wealth, Information Signaling and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study,” *Journal of Financial Economics*, 12(2), pp.187-209.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, D. and Skinner(2004), “Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings,” *Journal of Financial Economics*, 72(3), pp. 425-456.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, D. and Skinner(2008), “Corporate Payout Policy,” *Foundations and Trends in Finance*, 3(2-3), pp.95-287.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, D. and R. M. Stulz(2006), “Dividend Policy and the Earned/contributed Capital Mix: a Test of the Life-cycle Theory,” *Journal of Financial Economics*, 81(2), pp.

- 227-254.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, D. and R. M. Stulz(2010), "Seasoned Equity offerings, Market Timing, and the Corporate Lifecycle," *Journal of Financial Economics*, 95(3), pp.275-295.
- Fama, E. F. and K. R. French(1998), "Taxes, Financing Decisions, and Firm Value," *Journal of Finance*, 63(3), pp.819-843.
- Fama, E. F. and K. R. French(2002), "Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions About Dividends and Debt," *Review of Financial Studies*, 15(1), pp.1-33.
- Graham, J. R. and A. Kumar(2006), "Do Dividend Clienteles Exist? Evidence on Dividend Preferences of Retail Investors," *Journal of Finance*, 61(3), pp.1305-1336.
- Grullon, G. and D.L. Ikenberry(2000), "What Do We Know about Stock Repurchases?" *Journal of Applied Corporate Finance*, 13(1), pp.31-51.
- Grullon, G., R. Michaely, S. Benartzi and R. Thaler (2005), "Dividend Changes Do Not Signal Changes in Future Profitability," *Journal of Business*, 78(5), pp.1659-1682.
- Grullon, G. and R. Michaely(2014), "The Impact of Product Market Competition on Firms' Payout Policy," Working Paper, Rice University.
- Hauser, R.(2013), "Did Dividend Policy Change during the Financial Crisis?," *Managerial Finance*, 39(6), pp.584-606.
- Healy, P. M. and K. G. Palepu(1988), "Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions," *Journal of Financial Economics*, 21(2), pp.149-175.
- Jacob, K. J. and T. Ma(2007), "Are Ex Day Dividend Clientele Effects Dead? Dividend Yield Versus Dividend Size," *Journal of Empirical Finance*, 14(5), pp.718-735.
- Lee, Y-T., Y-J. Liu, R. Roll and A. Subrahmanyam (2006), "Taxes and Dividend Clientele: Evidence from Trading and Ownership Structure," *Journal of Banking and Finance*, 30(1), pp.229-246.
- Li, W. and E. Lie(2006), "Dividend Changes and Catering Incentives," *Journal of Financial Economics*, 80(2), pp.293-308.
- Miller, M. and F. Modigliani(1961), "Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares," *Journal of Business*, 34(4), pp.411-433.
- Nissim, D. and A. Ziv(2001), "Dividend Changes and Future Profitability," *Journal of Finance*, 56(6), pp.2111-2133.
- Petersen, M. A.(2008), "Estimating Standard Errors in Finance Panel Data Sets: Comparing Approaches," *Review of Financial Studies*, 22(1), pp.435-480.

The Effect of the 2008 Global Crisis on Dividend Policy and Firm Value

Heejung Choi* · Doowon Ryu**

Abstract

We investigate the effect of the 2008 global financial crisis on the dividend policy and corporate value of domestic firms in Korea. We devise our hypothesis based on the dividend signaling theory, dividend clientele effect, and catering theory of dividends. To test our hypothesis, we conduct an empirical analysis of listed domestic firms from 2001 to 2016. First, we find a reduction in dividends of domestic firms during the financial crisis. Second, we provide evidence that during the crisis, the positive relationship between dividend and firm value is lessened. Third, the relationship is intensified after the crisis. Overall, these results are consistent with the dividend signaling theory and catering theory of dividends, and partially consistent with the dividend clientele effects.

Key words: Dividend policy, 2008 Global crisis, Firm value, dividend signaling theory, catering theory of dividends, dividend clientele effect

JEL Classification: G30; G32; G35

* Deputy Research Fellow, National Pension Research Institute(chj@nps.or.kr), 1st Author

** Research Professor, Korea University Business School, BK21 Plus(lyucreon@korea.ac.kr), Corresponding Author

- 저자 최희정은 현재 국민연금연구원 기금정책분석실 부연구위원으로 재직 중이다. 고려대학교에서 경영학 박사를 취득하였으며, 주요 연구분야는 기업재무, 기업지배구조, 재무회계 등이다.
- 저자 류두원은 현재 고려대학교 경영대학 경영학과 연구교수(BK21 Plus 사업단)로 재직 중이다. 고려대학교 경영학과에서 경영학박사(재무론 전공), 한국외국어대학교 국제경영학과에서 경영학박사(국제경영학 전공)를 취득하였다. 주요 연구분야인 기업재무, CSR, 제품시장경쟁을 비롯하여 재무금융, 경영, 경제, 국제경영 전반을 연구 분야로 삼고 있다.