

기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 이익예측편의*

남혜정**

<요 약>

본 연구는 기업의 배당성향이 재무분석가의 이익예측치에 체계적인 영향을 미치는지 검증하였다. 구체적으로 직전년도 배당성향이 높은 기업을 예측하는 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 편향(optimistic bias)을 나타내는지 분석하였다. 선행연구에 의하면, 재무분석가의 이익예측치가 기업특성과 재무분석가의 특성에 의하여 체계적 편의를 가진다는 연구결과들과 함께, 특히 긍정적인 정보에 대하여는 과대반응하고, 부정적인 정보에 대하여는 과소반응하며, 일반적으로 낙관적 예측편의가 있다는 결과들이 제시되고 있다. 또한 배당정보는 실무적으로 재무분석가가 기업을 평가하는데 유용한 정보로 활용되고 있으며, 선행연구 역시 재무분석가가 배당정보가 공시되면 이익예측치를 수정하고 있음을 발견하였다. 그러나 배당정보가 재무분석가의 이익예측치특성에 미치는 영향에 대한 연구는 미미하다. 만약 재무분석가가 기업의 직전년도 배당의사결정에 대하여 과대반응하여 이익예측치를 제공한다면, 재무분석가의 이익예측치는 체계적으로 낙관적인 편의를 나타낼 것이다. 그러나 재무분석가가 기업의 직전년도 배당정보를 적절하게 반영하여 예측한다면, 재무분석가의 이익예측치는 체계적인 편향이 나타나지 않을 것이다.

본 연구는 이러한 예측을 바탕으로 기업의 배당의사결정이 재무분석가의 낙관적 이익예측편의에 어떠한 영향을 미치는지를 실증 분석하였다. 2000년부터 2007년까지 유가증권시장에 상장되어 있는 1,724개의 기업-년의 표본을 대상으로 분석한 결과, 기업의 전년도 배당성향이 높을수록 재무분석가의 낙관적 예측편의가 유의적으로 나타나고 있음을 발견하였다. 배당성향을 총배당과 현금배당을 이용하여 분석한 결과와 재무분석가의 이익예측치특성에 영향을 미치는 여러 변수들을 통제 한 후의 결과도 모두 일관되게 나타났다. 또한 기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 예측편의간의 양의 관계가 외국인투자자비중에 따라 달라지는지 검토한 결과, 외국인지분율이 높은 기업일수록 이러한 관계는 유의적으로 감소함을 알 수 있었다. 이러한 결과는 재무분석가가 기업의 배당정보에 대하여는 낙관적으로 평가하고 있으나, 배당성향이 높으면서 외국인지분율이 높은 기업에 대하여는 배당정보를 비판적으로 평가하고 있음을 보여준다. 본 연구의 결과는 배당정보가 재

* 본 논문은 2009년 교육과학기술부의 재원으로 한국학술진흥재단의 지원을 받아 수행된 연구임(KRF-2009-332-B00223).

** 동국대학교-서울캠퍼스(Dongguk University-Seoul) 경영대학 회계학과 조교수, namhj@dongguk.edu, 02-2260-3820

무분석가의 낙관적 이익예측편의에 영향을 미치고 있음을 보여주었다는 점에서 투자자들에게 유용한 정보를 제공할 뿐만 아니라, 재무분석가의 이익예측치를 활용하는 기업가치관련연구에도 유용한 시사점을 제공하리라 기대된다. 또한 우리나라에서 외국인투자자들의 영향력이 높고, 그들의 역할에 대한 선행연구결과들이 혼재되어 있는 상황에서 외국인투자자의 역할을 재무분석가의 관점에서 재조명하였다는 점에서 의의가 있다.

〈주제어〉 배당성향, 재무분석가의 이익예측, 낙관적 예측편의, 외국인투자자

I. 서 론

본 연구는 기업의 배당성향이 재무분석가의 낙관적 이익예측편의(optimistic forecast bias)에 영향을 미치는지 실증분석하였다. 구체적으로 전년도에 배당성향이 높은 기업일수록 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 이익예측편의를 나타내는지 검증하였다. 일반적으로 재무분석가는 일반 정보이용자와는 달리 기업에 대한 정보의 접근성과 분석능력에 있어 우월하다고 여겨지며, 재무분석가가 제공하는 이익예측치는 기업가치평가에 유용한 정보로 활용되고 있다. 또한 2002년 시행된 공정공시제도 이후, 재무분석가의 정보제공자로서의 역할을 약화시킬 것이라는 일각의 의견과는 달리 복잡해진 금융환경과 정보의 홍수 속에 재무분석가의 역할은 더욱 중요해지고 있다(오원정 · 손성규 2006). 이는 재무분석가가 제공하는 정보의 중요성을 더욱 강화시키며 재무분석가의 이익예측치 특성에 대한 관심도 증가되고 있다. 이와 같이 재무분석가가 제공하는 이익예측치에 대한 정보의 중요성이 증가하고 있음에도 불구하고, 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 변수들에 대한 국내연구는 미미한 편이다.

일반적으로 재무분석가가 활용하는 가장 기본적이고 중요한 정보 중에 하나는 기업이 시장에 발표하는 회계정보일 것이다¹⁾. 또한 재무분석가의 분석보고서와 매수(매도)추천보고서를 살펴보면, 기업의 배당관련정보가 중요한 항목으로 제시되고 있다.

“...중략...한국기업들의 이익에 대한 기대치가 낮아지고 있지만 절대적인 규모는 유지되고 있어 ‘배당이 기업이익의 함수’라는 점을 고려할 필요가 있다. 배당금 총액 규모는 올해도 증가할 전망이다.” (○○증권 애널리스트, 2011. 10. 14)

“○○투자증권은 국내증시가 급락세를 거듭하고 있는 가운데 시장대비 배당수익률 높은 종목이 변동성이 높아진 시장의 대안이 될 것이라고 조언했다. ○○애널리스트는 ‘주식시장 하락으로 배당지수 배당수익률이 2.26%까지 상승, 지난 2009년 5월 이후 최고수준까지 상

1) 선행연구에 의하면, 재무분석가는 기업이 이익정보를 공시할 때 이익예측치를 수정(revision)하며 이는 회계정보가 유용한 정보로 사용되고 있음을 의미한다(Imhoff 1992).

승했다'면서 배당수익률 2%이상이면서, 2008년 이후 꾸준한 배당을 실시했으며 흑자가 예상되는 종목을 선정해야 한다'고 강조했다.” (2011. 8. 11)

증권거래소에서 실시한 설문조사에 의하면, 재무분석가는 배당을 포함한 재무사항을 중요한 정보로 응답하였다²⁾. 또한 재무분석가에 대한 선행연구들을 살펴보면, 배당정보가 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 중요한 정보임을 제시하고 있다(Ofer and Siegel 1987 ; Lang and Litzenberger 1989 ; Denis et al. 1994). Denis et al.(1994)은 기업의 배당변화이후 재무분석가의 이익예측치 수정(revision)이 유의적으로 나타남을 발견하였으며, Carroll (1995) 역시 당기 이익을 통제한 후에도 기업의 배당변화와 재무분석가의 이익예측치 수정이 유의적인 관계가 있음을 제시하였다. 그러나 기업의 배당의사결정이 재무분석가에게 중요한 정보 중에 하나임에도 불구하고, 배당정보가 재무분석가의 이익예측치특성에 어떠한 영향을 미치는가에 대한 연구는 미미하다.

재무분석가의 이익예측치특성에 대한 선행연구들은 재무분석가의 예측에 낙관적 편이가 나타나고 있음을 제시하고 있다(O'brien 1988 ; Das et al. 1998 ; Daniel and Titman 2003 ; Baik 2006 ; Drake and Myers 2007 ; 윤성준 · 허성관 1991 ; 한봉희 1996). 특히 재무분석가가 특정상황에 있어서는 낙관적인 이익예측편의를 나타내고 있으며, 이러한 이익예측치 편이에 대한 설명으로 이익예측의 비대칭성에 대한 연구들이 진행되어 왔다. 선행연구에 의하면, 재무분석가들은 성과가 좋은 기업들의 성장률을 과대평가하는 반면에, 성과가 나쁜 기업들의 성장률을 과소평가하는 경향이 있으며, 긍정적인 정보에 대해서는 과대 반응하는 반면, 부정적인 정보는 과소평가한다(Easterwood and Nutt 1999 ; Elton et al. 1984). Amir and Ganzach(1998)는 재무분석가들이 양의 이익예측치는 과대평가하는 반면 음의 이익예측치는 과소평가함으로서 이익예측치가 낙관적 성향을 나타냄을 주장하였다. 만약 재무분석가가 전년도 배당성향이 높은 기업에 대하여 좋은 신호(good news)로 평가하고, 나아가 이러한 정보에 과대반응하여 이익예측치를 제공한다면, 재무분석가의 이익예측치는 체계적으로 낙관적인 편의(optimistic bias)를 나타낼 것이다. 반면에 재무분석가가 기업의 전년도 배당성향에 대하여 적절하게 반응하거나 과소반응한다면, 재무분석가의 이익예측치는 체계적인 편이가 없거나, 과소예측편의(pessimistic bias)를 가질 것이다. 그러나 재무분석가의 이익예측편의에 배당정보가 미치는 영향에 대한 경험적 증거(empirical evidence)는 미미하며, 이는 검증가능한 주제이다.

본 연구는 기업의 배당정보가 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 2000년부터 2007년까지 배당정보가 있는 1,724개 기업-년도의 표본을 대상으로 하였다. 다변

2) 공정공시제도 도입 이후, 증권거래소에서 실시한 설문조사에 의하면, 상장법인은 신사업과 장래계획에 대한 정보공시가 중요하다고 생각하는 반면에 재무분석가는 배당 등 재무사항을 중요한 정보로 응답하였다.(매일 경제, 2003년 6월 4일자 기사)

량 회귀분석을 실시한 결과, 기업의 전년도 배당성향이 높을수록 재무분석가의 낙관적 이익예측편의가 유의적으로 나타나고 있음을 발견하였다. 배당성향을 총배당과 현금배당으로 분석한 결과는 모두 일관되게 나타났으며, 재무분석가의 이익예측치특성에 영향을 미치는 여러 변수들을 통제한 후에도 결과는 유의적이었다.

또한 기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 이익예측편의간의 양의 관계가 외국인투자자 비중에 따라 달라지는지 분석한 결과, 외국인투자자지분율이 높은 기업일수록 이러한 관계는 유의적으로 감소함을 알 수 있었다. 또한 외국인투자자지분율이 높을수록 재무분석가의 낙관적 이익예측편의는 증가하는 반면에, 배당성향이 높고 외국인투자자지분율이 높은 기업에 대하여는 오히려 비관적 예측편의를 보이고 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 외국인투자자지분율이 높은 기업일수록 재무분석가들이 낙관적인 예측을 하지만, 외국인투자자지분율이 높으면서 배당성향이 높은 기업에 대해서는 부정적임을 나타내고 있다.

본 연구는 추가적으로 기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 이익예측편의가 기업의 배당특성에 따라 달라지는지 검증하였다. 만약 기업의 배당특성이 재무분석가의 낙관적 이익예측편의에 영향을 미친다면, 전년대비 배당이 증가한 기업에서는 배당성향이 재무분석가의 이익예측치에 추가적으로 미치는 영향이 미미할 것으로 예상된다. 왜냐하면 전년대비 배당성향이 증가한 기업들의 경우, 배당성향이 변하지 않은 기업과 감소한 기업에 비하여 높은 배당성향이 미치는 추가적인 영향이 미미할 것이기 때문이다. 배당성향을 증가, 무변동, 그리고 감소한 기업으로 구분한 후, 동일한 모형을 이용하여 분석한 결과, 예상과 일관되게 배당변화가 없거나 감소한 기업일수록 기업의 배당성향이 재무분석가의 낙관적 예측편의에 미치는 영향이 유의적인 양의 값을 나타냈다. 그러나 배당성향이 증가한 기업들에게는 유의적인 결과를 발견하지 못하였다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 공헌점을 가지고 있다. 첫째, 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 변수들에 대한 선행연구결과에 대하여 본 연구의 결과는 배당성향 역시 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 중요한 변수임을 제시하고 있다. 재무분석가의 이익예측치가 투자자들의 의사결정에 미치는 영향을 고려할 때, 재무분석가의 이익예측치에 미치는 변수들에 대한 이해는 기업의 가치를 평가하는데 중요한 정보를 제공할 수 있다. 즉 정확한 이익예측치는 투자자들의 투자의사결정에 유의한 영향을 미칠 것이므로, 본 연구의 결과는 재무분석가의 이익예측치를 판단하는데 있어 유용한 정보를 제공할 수 있으리라 판단된다.

둘째, 많은 배당관련 선행연구들이 배당이 기업가치에 미치는 영향을 검증하였으나, 일관된 결과를 제시하지 못하였다. 이는 기업의 배당의사결정에 영향을 미치는 변수들이 많고, 배당성향 역시 시장경제의 특성에 따라 변화되고 있기 때문이다. 본 연구는 기업에 대한 이익예측치를 제공하는 재무분석가의 예측편의에 배당이 중요한 변수임을 발견하였으며, 이러한 결과는 배당의 정보효과에 대하여 기업가치평가에 대한 중요한 정보제공자인 재무분석가의 이익예측치 관점에서 분석하였다는데 의의가 있다. 즉, 본 연구는 배당이 기업가치에 미치는 영향을 분석하기

위해 직접적으로 배당과 기업가치간의 관계를 분석하던 선행연구들의 접근법을 지양하고 기업 가치평가를 위하여 다양한 정보를 제공하는 재무분석가의 이익예측치를 이용하여 배당정보가 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향을 분석하였다. 본 연구의 결과에 의하면 배당성향이 높은 기업일수록 이를 분석하는 재무분석가의 이익예측치는 낙관적 편의를 나타냄을 알 수 있으며, 이는 배당정보효과를 기업가치측면에서만 검증하였던 기존의 연구들과의 차별성을 가지고 있다.

셋째, 대부분의 배당관련 선행연구들은 우리나라의 배당성향이 낮았던 2000년도 전의 자료를 이용하여 검증하였다. 1990년대의 국내 제조업체의 연평균 배당성향은 19%인데 반해 동 기간 동안 미국기업은 86%, 일본기업은 64%의 배당성향을 보이고 있다. 본 연구는 우리나라의 배당성향이 낮았던 1990년대의 자료를 배제하고, 배당성향이 안정적으로 나타나는 2000년도의 자료를 바탕으로 분석을 하였다. 이러한 표본기간은 금융위기기간 동안의 극단적인 회계자료를 배제함과 동시에 저배당관행으로 인해 배당의 영향이 과소평가되는 문제점을 해소할 수 있으리라 판단된다.

본 연구의 결과는 금융위기이후 외국인투자자의 급격한 증가와 금융환경변화로 인한 배당수익의 중요성이 점차 증가하고 있는 시점에서, 기업의 배당정책과 재무분석가의 이익예측치간의 관계에 대한 시사점을 제공할 수 있으리라 기대된다. 또한 우리나라에서 배당정보가 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향을 제시함으로써 배당정보가 기업의 미래이익에 대한 정보제공역할뿐만 아니라 이를 이용하는 재무분석가의 이익예측치에도 중요한 영향을 미치고 있음을 제시할 수 있으리라 기대된다. 나아가 본 연구의 결과는 외국인투자자의 역할에 대하여 선행연구들이 혼재된 결과를 제시하고 있는 상황에서 재무분석가의 이익예측치에도 외국인투자자들이 영향을 미치며, 이러한 영향은 기업의 배당정책에 따라 다르게 해석될 수 있음을 제시하였다는 점에서 의의가 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. II장에서는 관련 선행연구 및 연구가설에 대하여 설명하고, III장에 연구모형과 주요 변수들에 대하여 기술한다. IV장에서는 실증분석결과에 대하여 설명하고, 마지막으로 결론과 한계점에 대하여 기술한다.

II. 선행연구 및 연구가설

1. 재무분석가의 이익예측치 편의와 배당성향

대부분의 국내 선행연구들은 재무분석가 이익예측치의 정확성에 관심을 가지고 진행되어 왔으며(권수영·김정국 1997 ; 김권중 1998 ; 박종일 2006 ; 정석우 등 2006), 이와 함께 재무분석

가의 이익예측치에 체계적인 예측편의가 있음을 제시하고 있다. 특히 재무분석가의 낙관적 예측편의는 많은 국내·외 연구들의 결과에서 제시되고 있다(Abarbanell 1991 ; Ali et al. 1992 ; Bradshaw et al. 2001 ; Baik 2006 ; Drake and Myers 2007 ; 이경주·장지인 1992 ; 손성규 1996 ; 한봉희 1996). 선행연구에 의하면, 재무분석가의 낙관적 예측편의는 여러 가지 요인에 의하여 나타나고 있음을 알 수 있다(Das et al. 1998 ; Amir and Ganzach 1998 ; Ali et al. 1992 ; Bradshaw et al. 2001 ; Baik 2006 ; Drake and Myers 2007). Das et al.(1998)은 재무분석가가 경영자의 사적정보에 대한 접근성을 높이기 위하여 보다 더 낙관적인 이익예측치를 공시하고 있음을 제시하였다. 또한 주간사업무와 같은 거래관계를 유지하기 위하여 낙관적인 이익예측치를 이용하기도 한다. 한편 Easterwood and Nutt(1999)는 재무분석가의 낙관적 예측편의를 행동론적 관점(behavioral perspective)에서 설명하고 있다. 즉, 재무분석가가 정보를 이용하여 미래의 이익을 예측하는 과정에서 긍정적인 비기대사건에 대하여는 과대반응하고, 부정적인 비기대사건에 대하여는 과소반응하는 경향이 있기 때문에 낙관적인 예측편의가 나타난다고 주장하였다. 이외에도 재무분석가가 성과가 좋은 기업들을 자발적으로 선택하여 예측하는 자기선택오류(self-selection bias), 기업의 발생액수준에 의한 예측편의 등에 의하여 재무분석가의 낙관적 예측편의가 나타나고 있음을 발견하였다. Amir and Ganzach(1998)는 재무분석가들이 양의 이익예측치는 과대평가하는 반면 음의 이익예측치는 과소평가함으로써 이익예측치가 낙관적 성향을 가짐을 제시하였다.

한편, Miller and Modigliani(1961)에 의한 기업가치와 배당정책의 무관련성 주장 이후, 실제 자본시장에서 발생할 수 있는 거래비용, 대리인비용, 세금, 정보비대칭 등을 고려한 실증연구들이 진행되어 왔다. 대표적으로 배당정책과 관련된 연구들의 이론적 배경은 신호이론(Signaling Theory)과 대리인이론(Agency Theory)으로 구분할 수 있다. 그러나 배당정책이 기업가치에 영향을 미치는가에 대한 논의는 여전히 진행 중에 있다. 선행연구에 의하면, 배당의사결정에 영향을 미치는 변수들은 매우 다양하며, 경영자의 자의적 판단과 과거 지급관행에 의하여 결정되어지기도 한다. 일반적으로 배당성향과 기업규모, 이익수준, 연구개발비, 내부지분율, 투자기회 등이 유의적인 영향을 미치고 있으며, 배당의사결정이 기업의 미래성장가능성에 의해서만 결정되는 것이 아님을 보여주고 있다.

재무분석가의 이익예측치와 배당정보와의 관계를 살펴보면, 재무분석가가 이익을 예측할 때 배당정보를 사용하고 있음을 알 수 있다(Ofer and Siegel 1987 ; Denis et al, 1994). Denis et al.(1994)은 기업의 배당변화이후 재무분석가의 이익예측치 수정(revision)이 유의적으로 나타남을 발견하였으며, Carroll(1995) 역시, 당기이익을 통제한 후에도 기업의 배당변화와 재무분석가의 이익예측치 수정이 유의적인 관계가 있음을 제시하였다. 또한 재무분석가가 제공하는 기업분석보고서와 매수, 매도의견에 자주 나타내는 항목은 배당정보이다. 즉 재무분석가가 배당정보를 활발하게 사용하고 있음에도 불구하고 실제 배당정보가 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영

향에 대한 분석은 미미하다. 본 연구는 재무분석가의 이익예측편의에 영향을 미치는 요인으로 기업의 배당성향이 어떠한 역할을 하는지 검증하고자 한다는 점에서 기존연구와 차이가 있다.

2. 재무분석가의 이익예측치특성과 외국인투자자

선행연구들은 재무분석가의 이익예측치 정확성에 기업 및 재무분석가의 특성들이 체계적으로 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다(O'Brien 1988 ; Daniel and Titman 2003). Eames and Glover(2003)는 당기순이익의 수준에 따라 재무분석가의 이익예측오차가 달라진다는 결과를 제시하였다. 즉, 당기순이익을 보고한 기업이면 이익이 증가함에 따라 이익예측오차가 증가하고 예측치가 과소예측(pessimistic)편의를 가지고 있으며, 당기순손실을 보고한 기업이면 손실이 증가함에 따라 이익예측오차도 증가하고 예측치가 과대예측(optimistic)편의를 가지고 있음을 보여주었다. Hwang et al.(1996) 역시 손실기업일수록 재무분석가의 이익예측오차가 크게 나타나고 있음을 보여주었다. 국내연구의 경우에도 재무분석가의 이익예측치가 특정변수들에 의하여 체계적으로 영향을 받고 있음을 보여주고 있다. 이운원과 정우성(1993)은 우량기업일수록, 대기업일수록, 그리고 예측선호대상 기업일수록 재무분석가의 예측오차가 감소하고 있음을 발견하였다. 권수영과 김정국(1997)은 분석업무 집중도가 높을수록, 예측기간이 짧을수록 이익예측정확성과 양의 관련성이 있음을 제시하고 있다.

이와 함께 외국인투자자의 비중이 재무분석가의 이익예측치 특성에 영향을 미친다는 결과도 있다. 안운영 등(2005)은 외국인 지분율이 높을수록, 재량적 발생액이 낮은 기업일수록 재무분석가가 정확한 예측을 하고 있음을 보여주고 있다. 이에 대하여 저자들은 외국인투자자가 투명하고 신뢰성 있는 양질의 회계정보를 요구하거나 높은 수준의 공시정책을 유도하여, 시장에서 유통되는 정보의 질과 정보량 증가를 가져와 재무분석가의 이익예측정확성에 영향을 미친 것으로 해석하고 있다.

우리나라는 외국인투자자들의 영향력이 매우 높은 편이며, 경영자의 주요 의사결정에 중요한 영향을 미치고 있다는 결과들이 제시되고 있다(박현수 2004 ; 박창균 2005 ; 설원식 · 김수정 2006 등). 특히 기업의 배당정책은 일반투자자뿐만 아니라 기관투자자와 외국인투자자에게 중요한 정보로 여겨진다. 그러나 선행연구들은 외국인지분율과 기업의 배당성향간에 혼재된 결과를 제시하고 있다. 일부 연구들은 외국인 지분율이 높을수록 기업의 배당성향과 유의적인 음의 관계를 가지고 있다는 결과를 주장하였다(박경서 · 이은정 2006 ; 정성창 · 김영환 2007). 이는 외국인투자자들이 단순히 고배당을 유도하기 보다는 기업의 효율적인 자원배분이 이루어질 수 있도록 모니터링역할을 수행하고 있음을 보여준다. 반면에 다른 연구들은 외국인 지분율과 기업의 배당성향간에 양의 관계를 제시하고 있다(박현수 2004 ; 설원식 · 강신애 2006 ; 설원식 · 김수정 2006 ; 이만우 · 노준화 2006).

3. 연구가설

재무분석가의 이익예측치에 대한 선행연구들은 재무분석가가 이익예측치를 발표할 때 모든 정보들을 충분히 고려하지 않는다는 결과를 보여주고 있다. 즉 재무분석가의 이익예측치가 재무분석가의 소속, 근무연수, 분석하는 산업에 따라 달라질 수 있으며, 나아가 분석하는 기업의 이익 및 경영특성에 따라 달라질 수 있음을 제시하고 있다(Eames and Glover 2003 ; Das 1998 ; Hwang et al. 1996). 예를 들면, Elton et al.(1984)은 재무분석가들이 성과가 좋은 기업들의 성장률을 과대평가하는 반면, 성과가 나쁜 기업들의 성장률은 과소평가한다고 주장하였다. Amir and Ganzach(1998) 역시 재무분석가들이 양의 이익예측치는 과대평가하는 반면에 음의 이익예측치는 과소평가함으로써 이익예측치가 낙관적인 성향을 나타낸다고 주장하였다. 이렇듯 재무분석가의 이익예측치는 긍정적인 정보에는 과대평가하고 부정적인 정보는 과소평가하는 성향이 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 재무분석가의 이익예측치가 특정상황에서는 체계적인 편의를 나타내고 있음을 보여준다.

더불어 재무분석가는 기업의 이익을 예측할 때 배당정보를 중요한 정보로 이용하고 있음을 알 수 있다. Ofer and Siegel(1987)은 재무분석가들의 주당순이익 예측치가 기업의 배당변화에 영향을 받고 있음을 발견하였다. 배당변화가 있는 기업들을 대상으로 배당변화와 다음해의 순이익 예측치와의 관계를 분석한 결과, 기업의 배당변화가 공시된 후, 재무분석가는 순이익 예측치를 수정하였으며, 특히 공시된 배당변화의 크기에 따라 재무분석가의 순이익 예측치 변경수준도 달라짐을 발견하였다. Denis et al.(1994) 역시 재무분석가들이 공시된 배당변화를 참고하여 미래 이익예측치를 수정한다는 결과를 제시하고 있다.

이러한 선행연구들의 결과를 종합하면, 재무분석가의 이익예측치는 배당정보에 영향을 받고 있으며, 일반적으로 배당정보는 기업의 미래성장성에 대한 긍정적인 정보로 여겨지므로, 재무분석가가 긍정적인 정보에 과대반응할 수 있음을 예측 할 수 있다. 따라서 재무분석가의 이익예측치 편의에 배당정보가 미치는 영향은 검증가능한 이슈가 될 것이다.

만약 재무분석가가 이익을 예측할 때, 기업에 대한 충분한 정보를 고려하지 않고 배당성향에 따라 체계적인 경향을 보인다면, 기업의 배당성향은 재무분석가의 이익예측치특성에 체계적인 영향을 미칠 것이다. 즉, 재무분석가가 기업의 과거 배당지급행태 혹은 배당여부정보를 나이브(naive)하게 활용하여 이익예측치를 제시한다면, 재무분석가의 이익예측치는 낙관적인 성향을 보일 것이다. 왜냐하면 일반적으로 기업의 배당지급결정은 기업의 미래성장가능성에 대한 긍정적인 신호로 여겨지므로 전년도 배당성향이 높은 기업은 미래성장가능성이 높은 기업으로 평가되어질 것이기 때문이다.

반면에 낮은 배당성향이 기업의 높은 투자성향으로 인한 것이라면, 현재는 비록 낮은 배당성향을 가지고 있지만, 미래에 더 많은 이익을 창출하여 기업가치가 높아질 수 있을 것이다. 나아가 주주들에게 더 많은 배당을 지급할 가능성도 배제할 수 없다. 따라서 재무분석가가 기업에

대한 보다 많은 정보를 활용하여 기업을 평가하고 이익예측치를 발표한다면, 기업의 배당성향과 재무분석가의 이익예측치간에는 체계적인 편의(bias)가 발견되지 않을 것이다.

본 연구는 배당정보가 기업에 대한 긍정적인 정보라는 선행연구결과들을 바탕으로, 배당성향이 높은 기업일수록 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인(optimistic)편의를 나타낼 것으로 예측하였으며, 이를 검증하기 위하여 가설 1을 다음과 같이 설정하였다.

가설 1 : 재무분석가의 이익예측치는 기업의 배당성향이 높을수록 낙관적이다.

기업의 배당정책은 일반투자자에게도 중요한 정보이지만, 기관투자자와 외국인투자자에게는 더욱 중요한 정보가 될 것이다. 왜냐하면 일반적으로 기관투자자나 외국인투자자들은 일반투자자보다 자금운용규모가 크고, 상대적으로 높은 지분율을 보유하고 있기 때문에 기업의 미래가치에 대한 관심이 높을 것이다. 또한 선행연구에 의하면 기관투자자나 외국인지분율이 높은 기업일수록 배당성향이 높은 것으로 나타나고 있으므로, 투자자들의 성향에 따라 기업의 배당정책이 많은 영향을 받고 있음을 알 수 있다(Eckbo and Verma 1994 ; Allen et al. 2000 ; Short et al. 2002). 반면에 국내선행연구들은 외국인지분율과 기업의 배당과의 관계에 대하여 혼재된 결과들을 제시하고 있다. 일부 연구들은 기업의 외국인투자자비중과 배당성향간에는 유의적인 관계가 없다는 결과를 제시한 반면에, 외국인투자자들이 기업의 배당정책에 영향력을 미치고 있다는 선행연구들도 있다(박현수 2004 ; 설원식 · 강신애 2006 ; 설원식 · 김수정 2006 ; 이만우 · 노준화 2006). 최근의 연구들은 외국인지분율이 기업의 배당성향과 유의적인 음(-)의 관계를 가지고 있다는 결과를 제시하고 있다. 박경서와 이은정(2006)은 유가증권상장기업을 대상으로 패널분석을 실시한 결과, 외국인지분율이 높을수록 배당성향은 증가하지만, 외국인지분율과 총자산영업이익률의 상호작용변수는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 나타내고 있어, 수익성이 좋은 기업의 경우 외국인지분율의 증가는 오히려 배당을 줄이는 효과를 보여주었다. 이는 외국인투자자가 기업의 배당정책에 있어 자원배분의 효율성을 증가시키는 역할을 하고 있음을 보여준다. 정성창과 김영환(2007)은 동태적 패널분석을 통해 외국인투자자와 기업의 배당성향이 유의적인 음(-)의 값을 보이고 있다고 제시하였다. 이러한 선행연구들은 외국인투자자들이 외부감사자 역할을 효과적으로 수행하여, 경영자의 도덕적 해이로 인한 대리인비용의 발생을 감소시키고, 투명경영의 정착을 유도하는 등 궁극적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있음을 제시하고 있으며(박현준 등 2004 ; 신현한 등 2004 ; Back et al. 2004), 나아가 외국인투자자가 기업의 배당정책에 중대한 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

특히 우리나라의 경우, 외국인투자자의 비중이 1999년 이후 급격히 증가하면서 기업의 배당정책에 대한 외국인투자자의 영향에 대하여 우려의 목소리가 제기되고 있다. 1991년 말부터 국내주식에 대한 외국인투자를 제한적으로 허용하기 시작하면서, 1998년 5월에는 일부 업종과 기업을 제외하고는 외국인투자자에 대한 주식투자한도가 완전히 폐지되었다. 상장기업 중 외국인

이 보유한 주식의 비율을 살펴보면, 1990년의 경우 외국인의 주식투자비율은 1.7%에 불과하였으나 외환위기 이후 급증하여 16.29%로 나타나고 있다³⁾. 이와 같은 외국인 주식보유비율의 급격한 증가는 자본시장이나 기업의 주요의사결정에 영향을 미쳤을 것으로 보인다.

본 연구는 외국인투자자의 영향에 대하여 재무분석가의 관점에 분석하였다. 만약 외국인투자자들이 기업경영에 대한 감시활동으로 인한 이득이 높아 일반투자자들보다 적극적으로 감시활동(*monitoring*)에 참여한다면, 이들은 기업에 대한 더 많은 정보를 요구할 것으로 예측하였다. 즉, 외국인투자자의 지분이 높은 기업일수록 시장의 정보요구(*information need*)는 높아질 것이며, 재무분석가들은 이들의 높은 정보요구에 부응하여 활발하게 분석하고 예측할 것이다⁴⁾. 이는 재무분석가의 이익예측치가 배당성향정보에 고착화되는 것을 약화시킴으로써, 재무분석가의 이익예측치에 특정편의를 나타내지 않을 것으로 예상된다⁵⁾. 반면에 외국인투자자들이 단기적인 높은 배당을 선호하거나 배당압력을 행사한다면, 재무분석가들의 이익예측치는 비관적인 편의를 나타낼 것이다. 즉, 외국인투자자지분율이 높으면서 배당성향이 높은 기업들에 대하여 부정적으로 평가할 수 있기 때문이다. 따라서 외국인지분율이 높을수록 기업의 배당성향으로 인한 재무분석가의 이익예측편의가 어떻게 나타날 것인가는 실증적 의문사항이다. 본 연구는 이러한 논의를 바탕으로 가설 2를 다음과 같이 귀무가설로 설정하였다.

가설 2 : 외국인투자자지분율이 높을수록 기업의 배당성향으로 인한 재무분석가의 이익예측편의는 달라질 것이다.

Ⅲ. 연구모형

1. 연구모형

본 연구는 기업의 배당정보가 재무분석가의 낙관적 예측편의에 미치는 영향을 검증하기 위해

-
- 3) 한국증권선물거래소에 의하면, 2000년 외국인 주식보유비율은 13.8%이며, 점차 증가하여 2005년도에 22.98%까지 증가하였으며, 2009년 현재 16.29%를 나타내고 있다.
 - 4) Fehle(2004)에 의하면, 기관투자자의 소유지분율과 정보비대칭의 대응치인 호가스프레드간의 관계가 음으로 나타나, 기관투자자의 소유지분율은 정보비대칭을 줄이는 효과가 있음을 보여주었다. Li and Kim(2004)은 일본주식시장을 대상으로 외국인지분율과 정보비대칭간의 관계를 살펴보았으며, 분석결과 외국인지분율이 높을수록 정보비대칭의 정도도 감소하는 것을 발견하였다. 또한 국내연구들도 외국인투자자의 지분율이 높을수록 정보비대칭이 작은 기업들을 선호하며 외국인투자자가 투자기업에 감시 역할을 하면서 정보비대칭을 완화하는데 공헌하는 것으로 나타났다(안윤영 외 2005).
 - 5) 또는 재무분석가가 높은 외국인투자자지분율을 가진 기업들에 대하여 낙관적으로 평가하여, 낙관적 이익예측편의가 더욱 강화될 가능성도 있을 수 있다.

다음의 회귀모형식(1)을 사용하고자 한다. 종속변수는 낙관적(optimistic)이익예측 편의이며, 검증하고자 하는 독립변수는 기업의 배당성향⁶⁾이다. 통제변수로 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 변수들로 선행연구에서 제시된 기업규모, 매출액증가율, 부채비율, 성과조정재량적 발생액, 손실기업여부, 이익수준, 이익변화, 이익예측기간, 재무분석가의 수, 재무분석가의 이익예측의 분산 등이 포함되었다. 이외에도 연도별, 산업별 효과가 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향을 통제하기 위하여 연도 및 산업더미를 추가하였다.

$$\begin{aligned} OPT_t = & a_0 + b_1 LDIV(LCDIV)_{t-1} + b_2 SIZE_t + b_3 GROWTH_t + b_4 LEV_t + b_5 PADAC_t + b_6 LOSS_{t-1} \\ & + b_7 EARN_t + b_8 CEARN_t + b_9 INTERV_t + b_{10} COV_t + b_{11} DISP_t + b_{12} FOR_t + b_{13} LARGE_t \\ & + b_{14} Year \text{ and } Industry \text{ Dummy} + e \end{aligned} \quad \text{식 (1)}$$

여기에서,

- OPT : t기의 (주당이익예측치-실제주당순이익)/기초주가
 $LDIV(LCDIV)$: t-1기의 배당성향, 총배당액/당기순이익(LDIV) 또는 현금배당액/당기순이익(LCDIV)⁷⁾
 $SIZE$: t기의 총자산의 자연로그
 $GROWTH$: t기의 매출액 성장률
 LEV : t기의 부채비율(총부채/총자산)
 $PADAC$: t기의 성과조정 재량적 발생액⁸⁾
 $LOSS$: t-1기에 손실을 보고한 기업이며 1, 아니면 0
 $EARN$: t기의 이익수준(순이익/총자산)
 $CEARN$: t기의 이익변화
 $INTERV$: t기의 재무분석가의 예측치 마지막 발표일과 12월 31일간의 간격의 자연로그
 COV : t기의 i기업을 예측하는 재무분석가수
 $DISP$: t기의 재무분석가 이익예측치의 분산
 FOR : t기의 외국인지분율
 $LARGE$: t기에 대주주 지분율
 $Year \text{ and } Industry \text{ Dummy}$: 연도 및 산업별 더미변수
 e : 잔차항

6) 기업의 배당에 대한 선행연구들은 배당성향, 배당수익률, 배당률 등과 같은 변수들을 사용하고 있다. 배당성향은 배당금/당기순이익으로 측정되며, 본 연구는 재무분석가의 이익예측치에 배당정보가 미치는 영향을 분석하기 위하여 배당성향변수를 이용하였다. 왜냐하면 배당수익률과 배당률은 기업에 직접 투자하고 있는 투자자들에게 보다 더 유용한 판단지표가 될 것이나, 재무분석가는 기업가치를 판단하기 위하여 배당수익률보다는 배당성향에 보다 더 많은 관심을 가질 것으로 판단된다. 박창균(2005)의 연구에서도 외국인투자자가 배당의사결정에 미치는 영향을 분석하기 위하여 배당성향변수를 이용하였으며, Ohlson의 회계정보를 이용한 기업가치평가모형에서도 순손실을 보고한 기업에 대하여 재무분석가의 이익예측치를 이용하여 배당성향을 측정하고 있다. 따라서 본 연구는 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 변수로 배당성향을 이용하였다.

모형의 종속변수는 재무분석가의 낙관적 이익예측편의이며, 재무분석가의 주당이익예측치에서 실제주당순이익을 차감하고, 추가로 나눈 값을 이용하였다. 따라서 재무분석가의 이익예측치가 실제이익보다 높으면, 즉 낙관적이라면 *OPT*는 양의 값을 가질 것이며, 기업의 전년도 배당성향이 높을수록 재무분석가의 낙관적 이익예측편의가 높아진다면, *LDIV(LCDIV)*의 계수값은 양의 값을 가질 것이다.

또한 이러한 관계가 외국인투자자지분율에 따라 달라지는지 검증하기 위하여 다음과 같은 회귀모형식(2)를 설정하였다.

$$\begin{aligned} OPT_t = & a_0 + b_1 LDIV(LCVID)_{t-1} + b_2 LDIV(LCDIV)_{t-1} * FOR_t + b_3 FOR_t + b_4 SIZE_t + b_5 GROWTH_t \\ & + b_6 LEV_t + b_7 PADAC_t + b_8 LOSS_{t-1} + b_9 EARN_t + b_{10} CEARN_t + b_{11} INTERV_t + b_{12} COV_t \\ & + b_{13} DISP_t + b_{14} LARGE + b_{15} Year \text{ and } Industry \text{ Dummy} + e \end{aligned} \quad \text{식 (2)}$$

여기에서,

- OPT* : t기의 (주당이익예측치-실제주당순이익)/기초주가
LDIV(LCDIV) : t-1기의 배당성향, 총배당액/당기순이익(*LDIV*) 또는 현금배당액/당기순이익(*LCDIV*)
FOR : t기의 외국인지분율
SIZE : t기의 총자산의 자연로그
GROWTH : t기의 매출액 성장률
LEV : t기의 부채비율(총부채/총자산)
PADAC : t기의 성과조정 재량적 발생액
LOSS : t-1기에 손실을 보고한 기업이며 1, 아니면 0
EARN : t기의 이익수준(순이익/총자산)

7) 기업의 배당의사결정은 일반적으로 주주총회에서 결정된다. 본 연구의 표본은 12월말 결산법인을 대상으로 하기 때문에 주주총회는 그 다음해 2-3월경에 개최될 것이다. 따라서 본 연구에서 사용한 재무분석가의 이익예측치가 실제 주당순이익 발표일 이전의 결산일로부터 가장 가까운 시점의 이익예측치이므로, 전년도(t-1) 배당성향을 이용하였다.

8) 성과조정재량적 발생액(*PADAC*)은 Kasznik(1999)의 방법론을 이용하여 계산하였다. 먼저 재량적 발생액을 추정하기 위하여, 다음의 식을 이용하여 연도별, 산업별로 분석하였다.

$$\begin{aligned} TA_t / A_{t-1} = & \beta_1 (1 / A_{t-1}) + \beta_2 ([\Delta REV_t - \Delta REC_t] / A_{t-1}) + \beta_3 (PPE_t / A_{t-1}) + \varepsilon_t \\ TA = & \text{t기 NI(당기순이익)} - CFO(\text{영업활동으로 인한 현금흐름}) \\ A = & \text{t기 기초총자산} \\ \Delta REV = & \text{t기 매출액의 변화분} \\ \Delta REC = & \text{t기 매출채권의 변화분} \\ PPE = & \text{t기 유형자산(토지와 건설중인 자산은 제외)} \\ \varepsilon = & \text{잔차항} \end{aligned}$$

이후 총자산이익율(ROA)수준에 따라 50개의 그룹으로 나누고, 각 기업의 재량적 발생액에서 기업이 속한 그룹의 총자산이익율(ROA)의 중위수값을 뺀 값으로 측정하였다.

<i>CEARN</i>	: t기의 이익변화
<i>INTERV</i>	: t기의 재무분석가의 예측치 마지막 발표일과 12월 31일간의 간격의 자연로그
<i>COV</i>	: t기의 i기업을 예측하는 재무분석가수
<i>DISP</i>	: t기의 재무분석가 이익예측치의 분산
<i>LARGE</i>	: t기에 대주주 지분율
<i>Year and Industry Dummy</i>	: 연도 및 산업별 더미변수
<i>e</i>	: 잔차항

2. 변수의 정의

가. 재무분석가의 낙관적 이익예측편의

이익예측오차란 재무분석가의 이익예측정확성을 측정하는 변수로서 실제 주당순이익 발표일 이전의 결산일로부터 가장 가까운 시점에 최종적으로 예측된 주당이익예측치와 실제주당순이익의 차이를 기업간 비교를 원활히 하기 위해 주가가격으로 나눈값의 절대치이다. 또한 이익예측편의는 재무분석가의 이익예측치와 기업의 실제 주당순이익 발표치 간의 차이로, 재무분석가의 이익예측치가 체계적으로 실제주당순이익보다 높다면(즉, 양의 값을 가진다면), 이익예측치는 낙관적 예측편의를 가지고 있다고 판단된다. 본 연구는 선행연구들의 방법론에 따라 재무분석가의 낙관적 이익예측편의를 다음과 같이 측정하였다.

$$\text{낙관적 이익예측편의(OPT)} = (\text{FEPS} - \text{EPS})/P$$

여기서, FEPS = 당해연도 재무분석가의 주당이익 예측치

EPS = 당해연도 기업의 실제 주당순이익

P = 해당 기업의 직전연도말 수정주가

이익예측편의가 양(+)의 값을 가질 경우, 낙관적 편이가 발생한 것으로서 재무분석가가 낙관적으로 이익성과를 예측한 것이다. 반대로 음(-)의 값을 가질 경우에는 비관적 편이가 발생한 것으로 재무분석가가 비관적으로 이익을 예측한 것으로 볼 수 있다.

나. 배당성향

일반적으로 배당과 관련된 선행연구에서는 기업의 배당행태를 살펴보기 위해, 배당성향을 다음과 같이 정의하였다. 즉 기업이 한해 동안 벌어들인 당기순이익에서 얼마만큼 배당으로 지급하는가를 나타내는 비율로, 총배당액을 당기순이익으로 나누어 계산하였다. 본 연구도 동일한 방법으로 배당성향을 측정하였으며, 이외에도 현금배당액을 이용하여 배당성향을 추가 분석하였다.

배당성향($LDIV$) = (연간총배당액/당기순이익)

배당성향($LCDIV$) = (연간현금배당액/당기순이익)

다. 통제변수

재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 변수로 선행연구에서 제시된 기업규모($SIZE$), 성장성($GROWTH$), 부채비율(LEV), 재량적 발생액($PADAC$), 손실더미($LOSS$), 예측기간($INTERV$), 재무분석가의 수(COV) 등을 모형에 포함하였다. 일반적으로 기업규모가 클수록 재무분석가가 활용할 수 있는 정보의 양이 증가하며, 이익예측치도 더욱 정확해진다는 결과가 있다(Das et al. 1998 ; 이운원 · 정우성 1993). 또한 규모가 큰 기업일수록 시장에서 많은 관심을 가지고 있기 때문에 재무분석가가 부정확한 예측치를 제시함으로써 부담해야 할 비용이 상대적으로 높을 것이다(정석우 2003 ; Han et al. 2005). 따라서 기업규모가 클수록 재무분석가의 이익예측치는 덜 낙관적(비관적)일 것으로 예상된다. Baik(2006)은 재무분석가의 낙관적 예측편의가 자기선택편의에 의하여 나타나고 있으며, 재무적 곤란이 클수록, 성장이 낮을수록, 주가가 지속적으로 하락할수록 이러한 낙관적 예측편의가 커질 가능성이 높음을 보여주었다. 이에 따라 기업의 이익수준과 이익변화, 성장성과 부채비율을 통제변수로 포함하였다. 이외에도 이익예측치 발표시점이 결산일에 가까울수록 기업에 대한 최신정보가 예측치에 반영될 수 있으므로, 예측기간이 짧을수록 이익예측정확성은 증가하는 것으로 알려져 있다(정석우 2003 ; 안운영 등 2005). 예측시점과 실제이익의 발표시점의 시차가 길수록 재무분석가의 이익예측편의는 낮아질 것으로 예상된다.

또한 해당기업에 대한 재무분석가의 숫자가 많을수록 이익예측치가 정확하게 된다는 선행연구의 결과에 따라 재무분석가의 수를 포함하였으며(O'Brien and Bhushan 1990), 손실기업일수록 재무분석가의 이익예측치의 편의가 크게 나타난다는 Hwang et al.(1996)의 결과를 반영하여 손실더미를 추가하였다. 이외에도 재무분석가의 이익예측치 편이에 영향을 미치는 변수로 연도와 산업더미를 포함하였다.

3. 표 본

본 연구는 외환위기 이후인 2000년부터 2007년까지 유가증권시장에 상장되어 있는 기업들 중 다음의 요건을 만족하는 기업을 대상으로 분석하였다.

- (1) 비금융업에 속하는 기업
- (2) 12월 결산법인이며, 자본잠식상태가 아닌 기업
- (3) Fn-Guide데이터베이스로부터 재무분석가의 이익예측치자료가 수집가능한 기업
- (4) 한국신용평가정보(주)의 KIS-VALUE에서 필요한 재무자료가 입수가 가능한 기업

조건 (1)과 (2)는 금융업의 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반제조업과 상이할 수 있으며, 회계정보의 비교가능성을 위해 동일한 결산월과 자본잠식상태가 아닌 기업으로 제한하였다. 또한 재무분석가의 이익예측치변수를 위해 조건 (3)을 포함하였으며, 기업의 배당정책, 외국인지분을 및 재무성과에 대한 자료를 위해 조건 (4)를 포함하였다. 선행연구에서 언급한 금융위기기간의 재무제표 정보의 왜곡가능성을 최소화하기 위하여, 표본의 시작년도는 2000년으로 하였다. 표본은 2000년부터 2007까지의 자료로 선정하였으나, 직전년도의 배당성향변수를 이용하기 위하여 실제 분석기간은 2001년부터 2007년이 되었다. 각 변수의 극단치 0.1%를 제거한 후에 최종적으로 표본에 포함된 1,724 기업-년이다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 차이분석

<표 1>은 주요변수들의 기술통계량을 보여주고 있다. 재무분석가의 이익예측치와 실제치와의 차이를 나타내는 *OPT*의 평균값이 0.031로 양의 값을 나타내고 있다. 이는 평균적으로 재무분석가의 이익예측치가 실제치보다 높음을 보여주고 있으며, 전반적으로 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 성향을 가지고 있음을 알 수 있다. 중간값은 0.004로 이익예측치와 실제치간의 차이가 거의 나타나지 않았다. 기업의 전년도 배당성향을 나타내는 *LDIV*의 평균값과 중간값은 0.288과 0.214로, 당기순이익의 약 25%를 배당으로 지급하는 것을 알 수 있다. 이러한 배당성향은 미국의 배당성향과 비교하면 그리 낮은 수치는 아니다⁹⁾. 또한 현금배당성향을 살펴보면, *LCDIV*의 평균값과 중간값이 각각 0.287, 0.211로 대부분의 기업들이 배당을 현금으로 지급하고 있음을 알 수 있다.

9) 본문에는 기술하지 않았지만, 1990년대의 우리나라의 배당성향은 20% 미만으로 나타나고 있다. 이는 미국의 배당성향과 비교하면 매우 낮은 수치이다. Fama and French(2001)는 미국기업들의 배당성향이 1978년 67%에서 1999년에는 21% 까지 감소하였음을 보여주었다. 그러나 금융위기이후, 즉 2000년대에 들어 우리나라의 배당성향이 차츰 증가하였으며, 평균적으로는 미국의 배당성향과 비슷한 수치를 나타내고 있다.

〈표 1〉 기술통계량

변 수	평균값	최소값	중위수	최대값	표준편차
<i>OPT</i>	0.031	-2.283	0.004	2.177	0.207
<i>LDIV</i>	0.288	-2.719	0.214	13.009	0.581
<i>LCDIV</i>	0.287	-2.380	0.211	13.009	0.577
<i>SIZE</i>	26.640	23.522	26.384	31.809	1.634
<i>GROWTH</i>	0.083	-3.201	0.070	1.961	0.269
<i>LEV</i>	0.396	0.017	0.400	0.881	0.180
<i>PADAC</i>	-0.003	-0.274	0.001	0.200	0.036
<i>LOSS</i>	0.021	0.000	0.000	1.000	0.145
<i>EARN</i>	0.069	-0.372	0.064	0.398	0.073
<i>CERAN</i>	-0.004	-0.466	0.002	0.301	0.061
<i>INTERV</i>	15.542	0.000	4.000	164.000	30.105
<i>COV</i>	7.214	0.000	5.000	25.000	5.938
<i>DISP</i>	314.283	0.000	122.930	12650.950	690.368
<i>FOR</i>	18.167	0.010	13.680	92.970	16.971
<i>LARGE</i>	31.785	0.000	31.270	91.400	16.821

주1) 변수의 정의 : *OPT*=*t*년도 낙관적 이익예측편의(=(주당이익예측치-실제주당순이익)/기초주가), *LDIV*(*LCDIV*)=*t*-1년도 배당성향(=총배당액/당기순이익 또는 현금배당액/당기순이익), *SIZE*= *t*년도 총자산의 자연로그, *GROWTH*=*t*년도 매출액 성장률, *LEV*=*t*년도 부채비율(=총부채/총자산), *PADAC*=*t*년도 성과조정 재량적 발생액, *LOSS*=*t*-1년도에 손실을 보고한 기업이면 1, 아니면 0, *EARN*=*t*년도 이익(=순이익/총자산), *CEARN*=*t*년도 이익변화, *INTERV*=*t*년도 재무분석가의 예측치 마지막 발표일과 12월 31일간의 간격의 자연로그, *COV*=*t*년도 *i*기업을 예측하는 재무분석가수, *DISP*=*t*년도 재무분석가 이익예측치의 분산, *FOR*=*t*년도 외국인지분율, *LARGE*=*t*년도 대주주 지분율.

주2) 분석기간은 2000년부터 2007년이며, 1,724개의 표본이 사용됨.

통제변수들의 기술통계량을 살펴보면, *SIZE*의 평균과 중위수는 각각 26.64와 26.38로 큰 차이를 보이지 않고 있어, 자연로그로 인해 극단치의 영향이 순화된 것으로 보인다. *GROWTH*의 평균값은 0.083으로 기업의 매출이 평균적으로 8% 증가하고 있음을 알 수 있다. *LEV*의 평균값은 0.396로 기업의 총자산대비 39%의 부채를 보유하고 있음을 보여준다. 이외에도 평균적으로 약 7명의 재무분석가가 기업을 예측하고 있으며, 외국인지분율은 18%, 대주주 지분율은 31%로 나타났다.

〈표 2〉 주요 변수간 상관관계

변 수	OPT	LDIV	SIZE	GROWTH	LEV	PADAC	LOSS	EARN	CEARN	INTERV	COV	DISP	FOR
<i>LDIV</i>	0.04 0.07												
<i>SIZE</i>	-0.06 0.02	0.04 0.11											
<i>GROWTH</i>	-0.13 <.0001	-0.03 0.19	-0.02 0.48										
<i>LEV</i>	0.06 0.02	0.06 0.02	0.42 <.0001	0.07 0.00									
<i>PADAC</i>	-0.02 0.33	-0.06 0.01	0.13 <.0001	0.30 <.0001	0.06 0.02								
<i>LOSS</i>	0.12 <.0001	-0.21 <.0001	0.06 0.01	-0.01 0.64	0.09 0.00	0.01 0.63							
<i>EARN</i>	-0.26 <.0001	-0.10 <.0001	-0.08 0.00	0.36 <.0001	-0.31 <.0001	0.06 0.01	-0.16 <.0001						
<i>CEARN</i>	-0.26 <.0001	0.03 0.24	0.15 <.0001	0.45 <.0001	0.04 0.12	0.15 <.0001	0.07 0.00	0.69 <.0001					
<i>INTERV</i>	0.09 0.00	-0.03 0.28	-0.22 <.0001	-0.01 0.78	-0.03 0.25	0.00 0.89	0.00 0.86	-0.04 0.07	-0.02 0.32				
<i>COV</i>	-0.07 0.00	0.01 0.61	0.62 <.0001	0.05 0.03	0.14 <.0001	-0.01 0.59	-0.06 0.02	0.17 <.0001	0.13 <.0001	-0.39 <.0001			
<i>DISP</i>	0.00 1.00	-0.05 0.05	0.29 <.0001	-0.06 0.02	0.03 0.28	0.02 0.39	0.09 0.00	0.02 0.33	0.04 0.08	-0.12 <.0001	0.15 <.0001		
<i>FOR</i>	-0.03 0.26	0.03 0.27	0.45 <.0001	0.03 0.17	-0.03 0.23	0.05 0.04	-0.07 0.00	0.26 <.0001	0.15 <.0001	-0.17 <.0001	0.48 <.0001	0.20 <.0001	
<i>LARGE</i>	-0.02 0.38	-0.04 0.07	-0.12 <.0001	0.03 0.24	-0.01 0.82	0.03 0.19	0.00 0.85	0.01 0.56	0.06 0.02	0.08 0.00	-0.21 <.0001	0.04 0.10	-0.12 <.0001

주1) 표에 보고된 상관계수는 피어슨 상관계수이며, 하단의 수치는 p값임 (양측검증)

주2) 변수의 정의는 <표 1>의 하단과 같음.

<표 2>는 주요변수간의 피어슨 상관관계를 보여준다. 관심변수인 재무분석가의 낙관적 이익예측편의(*OPT*)와 배당성향(*LDIV*)의 상관관계는 0.04로 나타났으며, 유의적인 양의 관계를 보이고 있다. 즉 기업의 전년도 배당성향이 높을수록 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 성향을 보이고 있음을 알 수 있다. 또한 재무분석가의 낙관적 이익예측편의와 외국인지분율과의 관계를 살펴보면, 상관관계가 -0.03로 나타났으나, 유의하지는 않았다. 이외에도 다른 통제변수들 사이의 상관관계 중에는 *SIZE*와 *COV*, *COV*와 *FOR* 사이의 상관관계가 각각 0.62, 0.48로 가장 높았다. 이는 대규모 기업에 대해 이익예측치를 발표하는 재무분석가의 숫자가 증가한다는 의미와, 외국인지분율이 높은 기업일수록 이러한 기업을 분석하는 재무분석가의 숫자도 증가함을 보여준다. 즉, 외국인지분율이 높을수록 이들은 더 많은 정보를 요구하며, 이에 부응하여 재무분석가의 숫자도 증가함을 알 수 있다. 이외에 0.4이상의 상관관계를 보이는 경우는 *FOR*와 *SIZE*(0.45) 뿐이었다. 독립변수들 사이에 0.4 이상의 상관관계가 존재하면, 회귀분석시 다중공선성이 발생할 수 있다. 따라서 본 연구는 회귀분석시 다중공선성 문제 존재여부를 확인하기 위하여 분산팽창계수(Variance Inflation Factor, VIF)를 조사하였다. 검증결과 모든 회귀분석에서 VIF 값이 3보다 낮은 값을 나타내어 다중공선성이 분석결과에 유의적인 영향을 미치지 않는다는 것을 확인할 수 있었다.

본 연구는 기업의 배당성향과 낙관적 이익예측치 편익간의 관계를 살펴보기 위하여, 기업의 배당성향수준에 따라 세 개의 그룹으로 나누고, 양극단의 두 그룹간의 재무분석가의 낙관적 이익예측편의를 비교하였다. <표 3>을 살펴보면, 배당성향이 높은 그룹의 낙관적 이익예측편의의 평균값은 0.034이며, 배당성향이 낮은 그룹의 평균값은 0.024로 나타났다. 그러나 두 그룹간의 낙관적 이익예측편의의 차이는 통계적으로 유의하지 않았다. 또한 중간값을 비교한 Wilcoxon test의 값도 통계적으로 유의하지 않았다.

<표 3> 단순차이 검증

변 수	High LDIV	Low LDIV	Diff	t-test	Wilcoxon
<i>OPT (Mean)</i>	0.034	0.024	0.01	0.82	
<i>OPT(Median)</i>	0.004	0.004			0.451

주1) 평균에 대해서는 t검증을, 중위수에 대해서는 Wilcoxon 부호순위합검증을 분석하여 보고함.

주2) 변수의 정의는 <표 1>의 하단과 같음.

2. 회귀분석결과

본 연구는 가설 1을 검증하기 위하여 모형(1)을 이용하여 다변량 회귀분석을 실시하였다. MODEL 1과 MODEL 2는 총배당액을 이용한 *LDIV* 결과를 보여주고 있으며, MODEL 3과 MODEL 4는 현금배당액을 이용한 *LCDIV*에 대한 결과를 보여준다. 산업더미변수의 포함여부에 따라 MODEL 2와 MODEL 4를 포함하였다.

〈표 4〉 가설 1에 대한 회귀분석결과

변 수	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
<i>Constant</i>	0.333*** (2.83)	0.367*** (2.72)	0.335*** (2.84)	0.369*** (2.73)
<i>LDIV</i>	0.027*** (3.30)	0.027*** (3.28)	0.026*** (3.23)	0.026*** (3.21)
<i>SIZE</i>	-0.013*** (-2.96)	-0.012** (-2.51)	-0.014*** (-2.97)	-0.012** (-2.52)
<i>GROWTH</i>	0.006 (0.30)	0.009 (0.45)	0.006 (0.30)	0.009 (0.45)
<i>LEV</i>	0.086*** (2.71)	0.102*** (3.15)	0.086*** (2.71)	0.103*** (3.15)
<i>PADAC</i>	0.220 (1.54)	0.206 (1.44)	0.219 (1.53)	0.205 (1.43)
<i>LOSS</i>	0.207*** (6.12)	0.203*** (5.94)	0.205*** (6.07)	0.201*** (5.88)
<i>EARN</i>	-0.169 (-1.45)	-0.168 (-1.43)	-0.172 (-1.48)	-0.172 (-1.46)
<i>CEARN</i>	-0.713*** (-5.55)	-0.721*** (-5.57)	-0.710*** (-5.52)	-0.717*** (-5.53)
<i>INTERV</i>	0.001*** (3.98)	0.001*** (3.76)	0.001*** (3.97)	0.001*** (3.75)
<i>COV</i>	0.000 (0.51)	0.000 (0.12)	0.001 (0.51)	0.000 (0.12)
<i>DISP</i>	0.000*** (2.73)	0.000*** (2.70)	0.000*** (2.73)	0.000*** (2.70)
<i>FOR</i>	0.001*** (2.93)	0.001*** (2.83)	0.001*** (2.92)	0.001*** (2.83)
<i>LARGE</i>	-0.000 (-1.10)	-0.000 (-1.39)	-0.000 (-1.14)	-0.000 (-1.43)
<i>Year Dummy</i>	포함	포함	포함	포함
<i>Industry Dummy</i>		포함		포함
Adj. R ²	0.111	0.114	0.110	0.113

주1) 변수의 정의는 <표 1>의 하단과 같으며, 괄호안의 수치는 t-값임.

주2) 모형 1과 2는 종속변수가 총배당성향이며, 모형 3과 4는 종속변수가 현금배당성향이 사용됨.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

<표 4>의 결과를 살펴보면, *LDIV*의 계수값이 0.027(*t*값 : 3.30)로 유의적인 양의 값을 보이고 있다. MODEL 2의 경우, *LDIV*의 계수값은 0.027(*t*값 : 3.28)로 산업더미를 포함하더라도 결과가 여전히 유의적임을 알 수 있다. 즉 전년도 배당성향이 높은 기업일수록 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 성향을 보이고 있음을 보여준다. 이러한 결과는 현금배당액을 이용한 *LCDIV* 변수에서도 일관되게 나타났다. 통제변수들을 살펴보면, 기업규모가 작고, 이익변화가 낮을수록 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 성향을 나타내고 있으며, 또한 부채비율이 높고, 전년도 손실을 보고한 기업일수록 재무분석가의 이익예측치가 낙관적이었다. 그러나 *PADAC*의 계수값은 양의 값을 보이나, 통계적으로 유의하지 않았다. 즉 성과조정재량적 발생액은 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향이 크지 않음을 알 수 있다. 재무분석가의 이익예측치 시점이 미치는 영향을 살펴보면, 선행연구에서 제시한 것처럼 이익예측치와 기말시점간의 간격이 멀어질수록 낙관적인 성향이 강하게 나타났다. 그러나 통계적 유의성에도 불구하고 *INTERV*의 계수값이 0.001로 나타나, 다른 변수들과 비교하여 재무분석가의 이익예측치특성에 미치는 경제적 영향은 미미한 것으로 보인다. 재무분석가의 수는 양의 값을 나타내었으나, 통계적으로 유의하지 않았다. 재무분석가의 이익예측치 분산이 클수록 이익예측치의 낙관적 예측편의도 크게 나타남을 알 수 있다. 또한 기업의 지배구조특성인 외국인지분율과 대주주지분율을 살펴보면, 외국인지분율은 통계적으로 유의하게 나타나고 있어, 외국인지분율이 높을수록 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 성향을 보이고 있음을 알 수 있다. 반면에 대주주지분율은 통계적으로 유의하지 않음의 값을 나타내고 있어, 재무분석가의 이익예측치특성에 미치는 영향이 유의하지 않음을 알 수 있다.

<표 5>는 기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 이익예측편의가 기업의 외국인지분율에 따라 다르게 나타나는지 검증한 결과를 보여주고 있다. 먼저, *LDIV*의 계수값을 살펴보면, <표 4>의 결과와 일관되게 유의한 양의 값을 나타내었으며, 계수값의 크기는 더욱 커졌음을 알 수 있다. 외국인지분율을 나타내는 *FOR*의 계수값은 모든 분석에서 0.001로 나타나고 있으며, 통계적으로 유의하게 나타났다. 이는 외국인지분율이 높은 기업일수록 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 경향을 나타내고 있음을 보여준다. 또한 기업의 배당성향과 외국인지분율간의 교차항인 *LDIV*FOR* 변수를 모형에 포함하였을 때, *FOR*의 계수값도 여전히 유의적인 양의 값을 나타내고 있다. 즉, 외국인지분율이 기업의 배당성향에 미치는 추가적인 효과를 통제하고 난 후, 외국인지분율이 재무분석가의 낙관적 이익예측편의에 유의적인 영향을 미치고 있음을 보여주고 있다.

〈표 5〉 가설 2에 대한 회귀분석결과

변 수	MODEL 1	MODEL 2	MODEL 3	MODEL 4
<i>Constant</i>	0.330 ^{***} (2.81)	0.407 ^{***} (3.17)	0.332 ^{***} (2.83)	0.410 ^{***} (3.18)
<i>LDIV</i>	0.051 ^{***} (3.95)	0.051 ^{***} (3.96)	0.049 ^{***} (3.86)	0.050 ^{***} (3.88)
<i>LDIV*FOR</i>	-0.001 ^{**} (-2.40)	-0.001 ^{**} (-2.43)	-0.001 ^{**} (-2.35)	-0.001 ^{**} (-2.39)
<i>FOR</i>	0.001 ^{***} (3.58)	0.001 ^{***} (3.47)	0.001 ^{***} (3.56)	0.001 ^{***} (3.45)
<i>SIZE</i>	-0.014 ^{***} (-3.04)	-0.012 ^{**} (-2.53)	-0.014 ^{***} (-3.04)	-0.012 ^{**} (-2.53)
<i>GROWTH</i>	0.003 (0.18)	0.006 (0.31)	0.003 (0.18)	0.006 (0.31)
<i>LEV</i>	0.090 ^{***} (2.84)	0.106 ^{***} (3.27)	0.091 ^{***} (2.85)	0.107 ^{***} (3.28)
<i>PADAC</i>	0.256 [*] (1.79)	0.251 [*] (1.74)	0.256 [*] (1.78)	0.251 [*] (1.74)
<i>LOSS</i>	0.219 ^{***} (6.40)	0.215 ^{***} (6.23)	0.215 ^{***} (6.32)	0.211 ^{***} (6.15)
<i>EARN</i>	-0.151 (-1.30)	-0.145 (-1.23)	-0.154 (-1.32)	-0.148 (-1.26)
<i>CEARN</i>	-0.729 ^{***} (-5.68)	-0.740 ^{***} (-5.72)	-0.726 ^{***} (-5.64)	-0.737 ^{***} (-5.68)
<i>INTERV</i>	0.001 ^{***} (4.02)	0.000 ^{***} (3.77)	0.001 ^{***} (4.01)	0.001 ^{***} (3.76)
<i>COV</i>	0.001 (0.57)	0.000 (0.20)	0.001 (0.57)	0.000 (0.20)
<i>DISP</i>	0.000 ^{***} (2.72)	0.000 ^{***} (2.70)	0.000 ^{***} (2.72)	0.000 ^{***} (2.70)
<i>LARGE</i>	-0.000 (-0.96)	-0.000 (-1.18)	-0.000 (-1.01)	-0.000 (-1.23)
<i>Year Dummy</i>	포함	포함	포함	포함
<i>Industry Dummy</i>		포함		포함
Adj. R ²	0.113	0.116	0.113	0.116

주1) 변수의 정의는 <표 1>의 하단과 같으며, 괄호안의 수치는 t-값임.

주2) 모형 1과 2는 종속변수가 총배당성향이며, 모형 3과 4는 종속변수가 현금배당성향이 사용됨.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

흥미로운 것은 $LDIV*FOR$ 의 계수값은 -0.001 로 나타났으며, 유의적인 음의 값을 보이고 있다. 이는 외국인지분율이 높은 기업의 경우, 배당성향과 이익예측치의 낙관적 예측편의간의 관계가 유의적으로 감소함을 나타낸다. 즉, 일반적으로 재무분석가는 기업의 과거 배당성향에 근거하여 낙관적인 예측치를 발표하는 경향이 있지만, 외국인지분율이 높으면서 배당성향이 높은 기업에 대하여는 오히려 비관적인 예측을 하는 것으로 나타났다. 이에 대한 가능한 해석은 재무분석가들은 높은 배당성향에 대하여는 낙관적으로 평가하지만, 이러한 높은 배당성향이 외국인 투자자들에 의하여 나타난 것이라면 오히려 부정적으로 평가하고 있음을 알 수 있다. 즉 외국인 투자자들이 단기적으로 높은 배당을 선호하고, 고배당을 요구함으로써 기업이 높은 배당성향을 나타난 것으로 보고 있는 것이다. 따라서 재무분석가들은 외국인지분율이 높으면서 배당성향이 높은 기업들에 대하여는 기업의 효율적인 자원배분을 왜곡하고, 나아가 기업의 미래성장가능성에 대하여 부정적인 영향을 미칠 것으로 평가하여 기업의 미래 이익예측을 비관적으로 하는 것으로 판단된다. 다른 통제변수들의 결과는 <표 4>의 결과와 유사하기 때문에 설명을 생략하고자 한다.

본 연구는 추가적으로 기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 이익예측편의가 기업의 배당 특성에 따라 달라지는지 검증하였다. 배당성향이 재무분석가의 낙관적 예측편의에 영향을 미친다면, 전년도에 이미 배당이 증가한 기업과, 변화되지 않은 기업, 그리고 감소한 기업들에 대한 이익예측치를 분석함에 있어, 재무분석가의 이익예측치는 영향을 받을 것이다¹⁰⁾. 즉, 지속적으로 배당을 증가시킨 기업의 경우와 비교하여 배당이 감소했거나 변화가 없는 기업들의 배당성향이 높아진다면, 배당성향이 재무분석가의 이익예측치에 미치는 영향은 더욱 높아질 것으로 예상된다. 이를 검증하기 위하여, 표본을 전년도 배당성향의 증가, 감소, 무변화에 따라 세 개의 그룹으로 나누고 동일한 분석을 수행하였다. 분석결과, 예상과 일관되게 전년도에 배당변화가 없거나 배당이 감소한 기업일수록 배당성향이 재무분석가의 낙관적 이익예측편의에 미치는 영향이 유의적임을 알 수 있었다. <표 6>을 보면, 배당증가그룹의 경우, $LDIV$ 의 계수값이 0.002 (t 값 : 0.10)로 나타난 반면에, 무변화와 배당감소그룹의 $LDIV$ 의 계수값은 각각 0.117 (t 값 : 2.44), 0.039 (t 값 : 2.75)로 나타났다.

10) 일반적으로 시장참여자들은 기업의 절대적인 이익수준이 아니라 기대점(expectation point)에 부합하였는지, 혹은 미달하였는지에 따라 반응하고 있다. 기업의 실제이익이 기대이익을 초과하였을 때 이를 이익서프라이즈(earnings surprise)라고 하며, 경영자들은 시장의 기대수준을 맞추기 위하여 이익조정(earnings management)을 한다는 선행연구결과가 제시되고 있다(Brown and Caylor 2005 ; Kasznik and McNichols 2002 ; Skinner and Sloan 2002 ; Matsumoto 2002 ; 안윤영 등 2005 ; 전규안 등 2007 ; 정석우 2003 ; 정석우 · 임태균 2005). 이러한 논리를 배당정보에 적용하면, 전년도에 배당을 증가시켰던 기업들에 대하여 재무분석가는 배당수준에 대한 일정수준의 기대점이 있으며, 다음 연도에 대상 기업을 분석할 때, 이들 기업이 배당을 할지라도 추가적인 반응은 미미할 것이다. 그러나 전년도에 배당을 하지 않았거나, 배당을 감소시킨 기업들이 다음 연도에 배당을 증가시킨다면 재무분석가는 이러한 배당정보에 더 많은 가중치를 부여하고 분석할 것이다.

〈표 6〉 추가분석결과

변 수	기대부호	Increase	No change	Decrease
<i>Constant</i>	?	0.325** (2.28)	-0.027 (-0.06)	0.415 (1.68)
<i>LDIV</i>	+	0.002 (0.10)	0.117** (2.44)	0.039*** (2.75)
<i>SIZE</i>	-	-0.013** (-2.33)	-0.003 (-0.18)	-0.016 (-1.63)
<i>GROWTH</i>		0.005 (0.22)	-0.056 (-0.56)	-0.025 (-0.59)
<i>LEV</i>	+	-0.008 (-0.22)	0.119 (0.98)	0.093 (1.50)
<i>PADAC</i>	+	0.214 (1.16)	0.149 (0.34)	0.347 (1.25)
<i>LOSS</i>	+	0.175** (2.17)	0.055 (0.39)	0.257*** (4.45)
<i>EARN</i>	+	-0.115 (-0.78)	-0.180 (-0.30)	-0.140 (-0.65)
<i>CEARN</i>		-0.395** (-2.32)	-1.52** (-2.49)	-0.564** (-2.49)
<i>INTERV</i>		0.001*** (3.62)	0.002*** (3.25)	0.000 (1.48)
<i>COV</i>		0.000 (0.23)	0.000 (0.01)	0.001 (0.59)
<i>DISP</i>	-	0.000 (0.62)	-0.000 (-1.25)	0.000 (1.47)
<i>FOR</i>	?	0.001*** (3.20)	0.001 (0.76)	0.001 (0.94)
<i>LARGE</i>	?	0.000 (1.68)	0.001 (0.71)	-0.001* (-1.84)
<i>Year Dummy</i>		포함	포함	포함
Adj. R ²		0.058	0.201	0.092
표본수		692	217	585

주1) 변수의 정의는 <표 1>의 하단과 같으며, 괄호안의 수치는 t-값임.

주2) 증가그룹은 전년대비 배당성향이 증가한 그룹이며, 감소그룹은 전년대비 배당성향이 감소한 그룹, 무변화는 배당성향에 변화가 없는 그룹을 나타냄.

주3) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증)

이러한 결과는 배당이 지속적으로 증가했던 기업에 있어서 높은 배당성향은 재무분석가의 낙관적인 성향을 강화시키기 보다는 추가적인 영향이 미미한 것임을 보여 준다. 또한 배당변화가 없었거나 배당이 감소한 기업에 있어서는 배당성향이 높을수록 재무분석가의 낙관적 이익예측편의는 더욱 강화됨을 알 수 있다.

V. 결 론

본 연구는 재무분석가의 낙관적 이익예측편의에 영향을 미치는 변수로 기업의 배당정보를 살펴 보았다. 연구결과, 전년도 배당성향이 높은 기업일수록 이를 분석하는 재무분석가의 이익예측치는 낙관적인 예측성향을 나타냈으며, 배당성향이 높으면서 외국인지분율이 높은 기업에 있어서는 오히려 비관적으로 평가되고 있음을 발견하였다. 또한 배당증가, 무변화, 감소로 구분하여 기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 이익예측편의를 분석한 결과, 배당변화가 없거나, 배당을 감소시킨 기업일수록, 이를 분석하는 재무분석가의 이익예측치가 낙관적인 성향을 나타내고 있음을 알 수 있었다. 본 연구의 결과는 기업의 중요한 의사결정중에 하나인 배당정책이 기업의 미래이익에 대한 정보를 제공할 뿐만 아니라 재무분석가의 이익예측치에도 영향을 미치고 있음을 보여주는 근거를 제공할 것이다. 기존의 배당관련 연구들은 기업의 배당과 기업가치간의 직접적인 관계를 분석하였으나, 합의된 결과를 제시하지 못하였다. 본 연구는 재무분석가의 관점에서 배당정보의 유용성과 외국인투자자들의 영향을 살펴보고, 배당정보가 재무분석가의 낙관적 이익예측편의에 영향을 미치는 중요한 변수임을 발견하였다는 점에서 의의가 있다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 변수에 대한 연구는 자본시장 참여자들에게도 유용한 정보를 제공할 것이다. 재무분석가는 다양한 정보를 바탕으로 이익예측치를 결정하고, 이를 투자추천의견에 대한 기초적인 근거자료로 제공하고 있으며, 재무분석가의 분석보고서는 투자자들의 의사결정에 큰 영향을 미치고 있다. 따라서 재무분석가의 이익예측치에 체계적인 영향을 미치는 변수로 배당성향을 제시하는 본 연구의 결과는 재무분석가의 분석보고서를 주요의사결정에 사용하는 투자자들에게 기업의 배당정보를 반영하여 올바른 투자의사결정을 하는데 도움을 줄 것으로 기대된다.

두 번째로 기업가치를 분석하는 연구에서는 재무분석가의 이익예측자료를 이익에 대한 시장 기대치 대리변수(proxy variable)로 활용하고 있다. 따라서 본 연구의 결과는 기업가치를 산정하거나 기업의 미래이익을 예측하는데 있어, 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 중요한 변수로 배당정보를 고려해야 함을 보여주고 있다. 기업의 배당성향을 고려한 재무분석가의 이익예측치 활용은 좀 더 정확한 시장기대치를 산정하는데 도움을 줄 수 있으며, 나아가 신뢰성 있는 기업가치평가가 이루어질 수 있을 것이다.

마지막으로 본 연구는 재무분석가의 관점에서 외국인투자자의 영향을 분석하였다는 점에서 의의가 있다. 본 연구의 결과에 의하면 배당정보는 재무분석가에게 긍정적인 정보로 여겨지며, 낙관적 이익예측편의를 가져오지만, 외국인지분율이 높으면서 배당성향이 높은 기업에 대하여는 부정적으로 해석하고 있음을 알 수 있다. 이는 외국인투자자가 기업의 주요의사결정에 미치는 영향이 높고, 그들의 역할에 대한 논의가 여전히 진행 중인 상황에서 외국인투자자의 영향은 특정 대상자에게, 그리고 특정상황에서는 다르게 평가되어질 수 있음을 보여주고 있다. 더불어 본 연구의 결과는 재무분석가의 이익예측치에 영향을 미치는 변수로 배당정보의 유용성에 대한 근거를 제시함으로써 국내 배당관련 연구에 중요한 시사점을 제공할 수 있으리라 판단된다.

참고문헌

- 강상구 · 김중혁 · 임찬우. 2007. “애널리스트 투자정보의 유용성과 정보비대칭”, 재무연구 제20권 제3호 : 1 - 34.
- 권수영 · 김정국. 1997. “재무분석가의 이익예측정확성에 영향을 주는 요인분석”, 경영학연구 제26권 제4호 : 892 - 914.
- 김권중. 1998. “재무분석가 이익예측능력의 재검증”, 회계학연구 제23권 제3호 : 157 - 181.
- 박경서 · 이은정. 2006. “외국인투자자가 한국기업의 경영 및 지배구조에 미치는 영향”, 금융연구 제20권 2호 : 73 - 113.
- 박상용 · 빈기범 · 조성훈. 2005. “외국인주주와 기업의 배당결정”, 한국증권학회 정기학술대회 발표논문, 561 - 595.
- 박종일. 2006. “감사위원회 및 이사회 특성이 재무분석가의 이익예측 오차에 미치는 영향”, 회계와 감사연구 제43호 : 119 - 154.
- 박창균. 2005. “외국인투자자 비중확대와 배당 및 투자”, 한국개발연구원.
- 박헌준 · 신현한 · 최완수. 2004. “한국기업의 대리인비용과 기업가치 : 외국인 지분의 역할”, 경영학연구 제33권 2호 : 655 - 682.
- 박현수. 2004. “외국인 주식투자가 국내기업의 성장에 미치는 영향”, 삼성경제연구소.
- 빈기범 · 조성훈. 2005. “외국인 주주가 배당 및 투자 의사결정에 미치는 영향 분석”, Issue Paper 05 - 02 한국증권연구원.
- 설원식 · 김수정. 2006. “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”, 증권학회지 제35권 1호 : 1 - 40.
- 설원식 · 강신애. 2006. “외국인기관투자자와 기업의 경영의사결정”, 무역학회지 제31권 제4호 : 99 - 128.
- 신현한 · 장진호 · 조영준. 2004. “1997년 금융위기를 전후로 한 한국기업의 경영투명성 변화 : 재무분석가 이익예측자료를 이용한 분석”, 회계저널 제13권 2호 : 1 - 127.
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”, 회계학연구 제30권 제4호 : 109 - 131.
- 안윤영. 2006. “외국인지분율과 이익예측정확성 및 기업가치 간의 동시적 결합관계”, 세무와 회계저널. 제7권 제2호 : 57 - 78.
- 이만우 · 노준화. 2006. “외국인 투자자가 기업에 미친 영향 - 배당, 투자, 기부금 및 자기주식 취득을 중심으로”, 세무와 회계저널 제7권 1호 : 7 - 25.
- 이병윤. 2005. “외국자본 진출 확대의 영향과 대응방안 - 배당 및 투자에 대한 영향과 적대적 M&A 위협을 중심으로 -”, 한국금융연구원.
- 이윤원 · 정우성. 1993. “기업특성과 재무분석가 예측정보의 정확성”, 회계학연구 제17권 : 89 - 108.
- 정석우 · 김진배 · 임태균. 2006. “재무분석가 및 분석대상기업의 기업집단소속 여부에 따른 이익예측치 및 투자추천의견의 특성”, 회계와 감사연구 제44호 : 1 - 29.

- 정석우 · 임태균. 2005. “회계이익의 지속성이 재무분석가의 이익예측오차와 이익예측 정확성에 미치는 영향”, 회계학연구 제30권 제2호 : 209 – 235.
- 오원정 · 손성규. 2006. “공정공시제도의 시행효과 및 공정공시제도를 통한 정보제공 여부와 관련된 기업특성연구”, 경영학연구 제35권 제5호 : 1449 – 1478.
- Abarbanell, J. 1991. Do Analysts' Earnings Forecasts Incorporate Information in Prior Stock Price Changes? *Journal of Accounting and Economics* : 147 – 165.
- Ali, A., A. Klein, and J. Rosenfeld. 1992. Analysts' use of information about permanent and transitory earnings components in forecasting annual EPS. *The Accounting Review* : 183 – 198.
- Allen, F., Bernardo, A., and Welch, I. 2000. A theory of dividends based on taxed clienteles. *Journal of Finance* 55 : 2499 – 2536.
- Baik, B. 2006. Self – selection bias in consensus analysts' earnings forecasts, *Asia – Pacific Journal of Financial Studies* 35 (6) : 141 – 168.
- Benartzi, S, Michaely, R., and Richard H. Thaler, 1997. Do changes in dividends signal the future or the past, *Journal of Finance* 52 : 1007 – 1034.
- Bhattacharya. S. 1979. Imperfect information, dividend policy and the 'bird in the hand' fallacy, *Journal of Economics and Management Science* 10 (Spring) : 259 – 70.
- Bradshaw, M., Richardson, S., Sloan, R., 2001. Do analysts and auditors use information in accruals? *Journal of Accounting Research* 39 : 45 – 74.
- Burgstahler, D. and I. Dichev. 1997. Earnings management to avoid earnings decreases and losses, *Journal of Accounting and Economics* 24 : 99 – 126.
- Carroll, T., 1995. The information content of quarterly dividend changes : professional adaptation,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 10 : 293 – 319.
- Clement. 1999. Analysts' Forecast Accuracy : Do ability and portfolio complexity matter? *Journal of Accounting and Economics* 27 : 285 – 303.
- Das, S., C. Levine, and K. Sivaramakrishnan. 1998. Earnings predictability and bias in analysts' earnings forecasts, *The Accounting Review* 73 (2) : 277 – 294.
- DeAngelo, H. 1990. Dividend policy and financial distress : an empirical investigation of troubled nyse firms, *Journal of Finance* 45 : 1415 – 1431.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Skinner. D. 1996. Reversal of fortune dividend signaling and the disappearance of sustained earnings growth, *Journal of Financial Economics* 40(3) : 341 – 371.
- Denis, D. J., D. K. Denis, and A. Sarin. 1994. The information content of dividend changes : cash flow signaling, overinvestment, and dividend clienteles, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 29 : 567 – 587.
- Drake, M. S. and L. A. Myers. 2009. Analysts' accrual – related over – optimism : do experience and

- broker affiliation play a role? *Working paper*.
- Eames, M. and S. Glover. 2003. Earnings predictability and the directing of analysts' earnings forecast errors, *The Accounting Review* 78 (3) : 707 – 724.
- Easterwood, J. C., and S. R. Nutt. 1999. Inefficiency in analysts' earnings forecasts : systematic misreaction or systematic optimism? *Journal of Finance* 54 (5) : 1777 – 1797.
- Eckbo, B. E. and Verma, S. 1994. Managerial share ownership, voting power, and cash dividend policy, *Journal of Corporate Finance* 1(1) : 33 – 62.
- Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 2001. Disappearing dividends : Changing firm characteristics or lower propensity to pay? *Journal of Financial Economics* 60 : 3 – 43.
- Fehle, F. 2004. Bid – ask spreads and institutional ownership. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 22 : 275 – 292.
- Frankel, R., and Li, X. 2004. Characteristics of a firm's information environment and the information asymmetry between insiders and outsiders, *Journal of Accounting and Economics* 37(2) : 229 – 259.
- Frankel, R., Kothari, S., and Weber, J. 2006. Determinants of the informativeness of analyst research, *Journal of Accounting and Economics* 79 : 537 – 568.
- Grossman, Sanford J., and Oliver D. Hart, 1980. Takeover bids, the free – rider problem, and the theory of the corporation, *Journal of Economics* 11 : 42 – 54.
- Han, S., S. L. Joo, and W. J. Kim, 2005. Investor sophistication and patterns in analysts' earnings forecasts, *Journal of Korean Securities Association* 34(1) : 195 – 226.
- Hwang, L., C. Jan, and S. Basu. 1996. Loss firms and analysts' earnings forecast errors, *Journal of Financial Statement Analysis* 1 : 18 – 31.
- Jacob, J., T. Lys and M. Neale. 1999. Expertise in forecasting performance of security analysts, *Journal of Accounting and Economics* 28 : 51 – 82.
- Jensen, Michael C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers, *American Economic Review* 76 : 323 – 329.
- John, K. and J. Williams. 1985. Dividends, dilution, and taxes : a signalling equilibrium, *Journal of Finance* 40 (September) : 1053 – 1070.
- Kim, J. B. and Yi, C. H. 2008. Does trading by foreign investors contribute more to stock price informativeness than trading by domestic institutions in emerging markets? Korean evidence. *Working Paper*.
- Kothari, S., 2001. Capital markets research in accounting, *Journal of Accounting and Economics* 31 : 105 – 231.
- Leland, H. and D. Pyle. 1977. Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation, *Journal of Finance* 32 : 371 – 387.
- Li Jiang and J. B. Kim. 2004. Foreign equity ownership and information asymmetry : evidence from

- japan. *Journal of International Financial Management and Accounting* 15 : 185 – 292.
- Lintner. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, *The American Economic Review* 46(2) : 97 – 113.
- Marsh, T. and R. Merton, 1987. Dividend behaviour for the aggregate stock market, *Journal of Business* 60 : 1 – 40.
- Matsumoto, D. 2002. Management's incentives to avoid negative earnings surprises, *The Accounting Review* 77 (3) : 483 – 514.
- Miller, M. and F. Modigliani, 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business* 34 : 411 – 433.
- Miller, M. and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information, *Journal of Finance* 40 (September) : 1031 – 1052.
- O'Brien, P. 1988. Analysts' forecasts as earnings expectations, *Journal of Accounting and Economics* 10 (1) : 53 – 83.
- O'Brien, P., and R. Bhushan, 1990. Analyst following and institutional ownership, *Journal of Accounting and Economics* 28 (Supplement) : 55 – 76.
- Ofer, A., and D. Siegel. 1987. Corporate financial policy, information, and market expectation : an empirical investigation of dividends, *Journal of Finance* 42 : 889 – 911.
- Penman, S. H. 1983. The predictive content of earnings forecasts and dividends, *Journal of Finance* 38 : 1181 – 1199.
- Rozeff, M. S., 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios, *Journal of Financial Research* 3 : 249 – 259
- Richardson, S., S. H. Teoh, and P. Wysocki, 2004. The walk – down to beatable analyst forecasts : the role of equity issuance and insider trading incentives, *Contemporary Accounting Research* 21 (4) : 885 – 924.
- Short, H., Zhang, H. and Keasey, K. 2002. The link between dividend policy and institutional ownership, *Journal of Corporate Finance* 8 : 105 – 122.
- Watts, R. 1973. The information content of dividends, *Journal of Business* 46 (April) : 191 – 211.

The Dividend Payout and Analysts' Optimistic Forecasts Bias

Hye-Jeong Nam*

—〈Abstract〉—

This paper examines the effect of dividend payout on analysts' forecast bias. Specifically, this paper investigates whether analysts who forecast a firms with high level of dividend payout in the previous year are more likely to have a optimistic forecast bias or not. It is well-known that analysts' forecasts have a optimistic bias and many variables such as previous earnings, dividend payout trend, or governance affect the characteristics of analysts' forecasts. Among these variables, dividend information is one of the important factors because a firm's value can be represented as a discounted present value of dividend. In addition, financial analysts use dividend information as one of the important resources to evaluate a firm's future prospect and heavily cite dividend information in their reports. However, there is little study to investigate the effect of dividend information on analysts' forecast bias. This paper tries to fill the gap.

According to the prior studies, financial analysts tend to overweight on a positive news and underweight a negative news (Easterwood and Nutt 1999 ; Elton et al. 1984 ; Amir and Ganzach 1998). Given that the dividend information is regarded as the good news, I predict that if financial analysts adhere to dividend payouts itself as the positive information, financial analysts tend to optimistically forecast.

This paper further investigates the effect of foreign investors on this association. Since 1992, the power of foreign investors on the Korean stock market rapidly increases. However, the empirical evidences on the role of foreign investors on dividend decision are still controversial. Some papers suggest the positive relationship between the level of foreign investors and dividend payout. They interpretate the results as the evidence that foreign investors force a firm to pay dividend more. Others argue that foreign investors have a positive role in the Korean stock market. They find that a negative relationship between the level of foreign investors and dividend payout by applying elaborated methods like GMM. Therefore, the role of foreign investors in Korea stock market is still a empirical question.

To test these predictions, this paper use 1,724 firm-year observations from 2000 to 2007. A difference between analysts' earnings forecast and actual earnings (*OPT*) is used a analyst's optimistic bias as a dependent variable. If *OPT* has a positive value, it can be interpreted as a optimistic forecast bias. And total dividend payout (*LDIV*) and cash dividend payout (*LCDIV*) are used as

* Assistant Professor, College of Business Administration, Dongguk University—Seoul

independent variables in the model. Other variables such as *SIZE*, *GROWTH*, *LEV*, *PADAC*, *LOSS*, *EARN*, *CEARN*, *INTERV*, *COV*, *DISP*, *FOR*, and *LARGE* are used as control variables. In addition, to control the effect of specific year and industry, each dummy variable is included in the model.

Empirical results of this paper are following. The first, there is a positive association between firm's dividend payout and analysts' optimistic forecast bias. The coefficient on *LDIV* is 0.024 (t value : 2.98), significantly positive which means that analysts who forecast firms with high dividend payout in prior year are more likely to have optimistic forecast bias. This result is still hold when both total dividend and cash dividend variables are applied as a independent variable. The result suggests that analysts' forecasts are systematically affected by a firm's dividend payout.

The second, the positive association between a firm's dividend payout and analysts' optimistic forecast bias is reduced for firms with high ratio of foreign institutional investors. This result implies that analysts tend to forecast pessimistic for firms with high dividend payout and high level of foreign institutional investors. It suggests that analysts are more likely to perceive foreign institutional investors as investors demand a higher dividend payout regardless of a firm's future performance.

The findings in this study provide an important and innovative way to extend traditional research into a new variable : dividend payout. The results indicate that dividend information is one of the important factors that affect analysts' optimistic forecast bias and foreign investors play a significant role in changing analysts' optimistic forecast bias. This should provide valuable insights for accounting researchers, practitioners, and regulators. Moreover, this paper has contributions on related researches, specifically, dividend information theory in terms of analysts' forecast characteristics. In addition, the results of this paper provide rich information about dividend behavior in Korea by using recent data. Finally, this paper provides implications about the effect of foreign investors in Korea stock market. By considering the high portion of foreign investors in the Korean stock market, importance of dividend decision as a investment criteria increases. So the findings of this paper suggest that portion of foreign investors is one of the important factors to evaluate a firm's intrinsic value by reducing optimistic bias of analysts' forecast.

<Key words> Dividend payout, Analysts' forecast, Optimistic forecast bias, Foreign investors