

배당이 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향*

정현욱** · 이현주***

〈요 약〉

본 연구는 배당이 가지는 미래이익의 정보효과를 실증분석하였다. 구체적으로 본 연구는 배당기업이 무배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높을 것이라는 가설 1과, 연속 배당기업은 비연속 배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높을 것이라는 가설 2를 설정하고 실증분석을 수행하였다.

실증분석은 Tucker and Zarowin(2006)의 FERC(미래이익반응계수, Future Earnings Response Coefficient) 모형을 이용하였고, 배당과 관련된 변수는 더미변수(배당기업 또는 연속적 배당기업이면 1, 아니면 0)로 측정하였다. 유가증권시장의 상장기업 3,509개(기업-년)를 분석한 결과, 배당기업은 무배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다.

또한, 연속적 배당기업은 비연속적 배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 이는 통제변수를 포함하여도 일관된 것으로 나타났다. 이러한 결과는 회계이익의 질이 높은 집단과 낮은 집단으로 표본을 나누어 실증분석하여도 일관된 것으로 나타났다.

본 연구에서는 표본을 당기순이익이 양(+)인 그룹과 음(-)인 그룹으로 나누어 각각의 그룹에서 배당이 미래이익의 가치관련성과 어떠한 관련성을 가지는지를 추가분석해 보았다. 추가분석 결과, 당기순이익이 양(+)인 그룹의 경우 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 것으로 나타났다. 하지만, 당기순이익이 음(-)인 그룹의 경우 배당은 미래이익의 가치관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이러한 결과에 따르면, 배당의 재원이 되는 이익잉여금이 증가하는 기업이 배당을 수행하면 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 요인으로 작용하는 것으로 해석할 수 있다. 하지만, 배당의 재원이 되는 이익잉여금이 감소하는 기업이 배당을 수행하면 배당은 미래이익의 가치관련성과 관련성을 가지지 않는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 배당이 가지는 미래이익의 정보효과를 실증분석하였다는 점에서 공헌점이 있다. 즉, 본 연구는 배당의 미래 경영성과에 대한 정보효과를 주가를 통하여 검증하였다는 점에서 시사점이 있다. 특히, 본 연구는 배당지급 여부 및 배당지급의 형태가 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향은 개별기업의 수익성에 따라 차이가 날 수 있다는 실무적 시사점을 제공할 것으로 기대된다.

〈주제어〉 배당, 미래이익의 가치관련성, 미래이익반응계수

* 이 논문은 동아대학교 교내연구비 지원에 의하여 연구되었음.

** 동아대학교 경영대학 경영학과 조교수, biglotos@dau.ac.kr, 주저자

*** 영남대학교 강사, 경영학박사, hyunjulee0328@gmail.com, 교신저자

논문접수일 2021년 3월 9일 1차수정일 2021년 4월 15일 게재확정일 2021년 5월 25일

I. 서론

본 연구는 배당지급 여부 및 배당지급 형태가 미래이익의 주가관련성에 미치는 영향을 분석하는데 목적이 있다. 구체적으로, 본 연구는 배당기업이 무배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높을 것이라는 가설 1과, 연속 배당기업은 비연속 배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높을 것이라는 가설 2를 실증분석하는데 목적이 있다.

최근의 배당과 관련된 회계학의 연구에서는 배당의 정보효과를 회계이익의 질과 관련지어 분석하고 있다(Tong and Miao 2011 ; Skinner and Soltes 2011 ; Caskey and Hanlon 2013 ; Liu and Espahbodi 2014 ; 김현표 외 2016 ; 박종일 · 정선희 2018 ; 정현욱 · 변선영 2018). 이들은 배당기업의 경우 무배당기업보다 이익조정 수준(재량발생의 절대값)은 낮고, 이익유연화, 이익지속성, 미래이익의 질 및 수익비용대응 수준이 높다는 것을 보고하고 있다.

한편, 남해정(2016)은 배당의 경우 미래의 경영성과에 대한 정보를 제공한다고 설명하고 있다. 배당이 미래의 경영성과에 대한 유용한 정보를 제공할 경우, 이러한 정보는 주가에 반영될 것으로 판단된다.

주가(price)에는 미래 경영성과에 대한 시장의 기대가 포함되어 있다(Haw et al. 2012 ; Tucker and Zarowin 2006 ; Collins et al. 1994 ; 이현주 · 정현욱 2014). 주가에 포함된 기업의 미래 경영성과는 Tucker and Zarowin(2006)의 FERC 모형을 통하여 실증분석할 수 있다. 이러한 점에서 미래이익의 주가관련성과 관련된 일련의 연구에서는 Tucker and Zarowin(2006)의 방법론 근거하여 다양한 기업특성변수와 미래이익의 가치관련성 간의 관련성을 분석하고 있다(Choi et al. 2011 ; Choi et al. 2013 ; Gelb and Zarowin 2002 ; Haw et al. 2012 ; 이현주 · 정현욱 2014 ; 권수영 외 2012 ; 정현욱 · 이현주 2015 ; 최종서 · 송동건 2004).

연구결과에 따르면, 회계이익의 질이 높고, 기업지배구조가 우수할 경우 미래이익의 주가관련성은 일관되게 높아지는 것으로 나타나고 있다. 하지만, 높은 정보비대칭은 미래이익의 주가관련성을 낮추는 것으로 나타나고 있다.

미래이익의 주가관련성과 관련된 연구에서는 다양한 기업특성변수와 미래이익의 가치관련성을 분석하고 있지만, 배당이 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향을 분석한 연구는 전무한 실정이다. 배당이 미래 경영성과에 대한 정보효과가 있을 경우, 배당기업의 미래이익 가치관련성은 무배당기업의 미래이익 가치관련성과 체계적으로 차이가 있을 것으로 판단된다. 이러한 논리로 준용할 경우, 연속 배당기업의 미래이익 가치관련성은 비연속 배당기업의 미래이익 가치관련성과 차이가 있을 것으로 판단된다. 따라서 본 연구에서는 배당지급 형태와 관련하여 두 개의 가설을 설정하여 실증을 수행하였다.

실증분석은 Tucker and Zarowin(2006)의 FERC 모형을 이용하였다. 배당과 관련된 변수는 더미변수(배당기업 또는 연속 배당기업)이면 1, 아니면 0으로 측정하였다.

실증분석 결과에 따르면, 배당기업은 무배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 그리고 연속 배당기업은 비연속 배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과는 통제변수를 포함하여도 일관된 것으로 나타났다. 특히, 본 연구에서는 회계이익의 질이 높은 집단과 낮은 집단으로 표본을 나누어 실증분석하였지만 그 결과는 일관된 것으로 나타났다.

또한, 본 연구에서는 표본을 당기순이익이 양(+)인 그룹과 음(-)인 그룹으로 나누어 각각의 그룹에서 배당이 미래이익의 가치관련성과 어떠한 관련성을 가지는지를 추가분석해 보았다. 추가분석 결과, 당기순이익이 양(+)인 그룹의 경우 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 것으로 나타났다. 하지만, 당기순이익이 음(-)인 그룹의 경우 배당은 미래이익의 가치관련성에 추가적인 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

이러한 결과에 따르면, 배당의 재원이 되는 이익잉여금이 증가하는 기업이 배당을 수행하면 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 요인으로 작용하는 것으로 해석할 수 있다. 하지만, 배당의 재원이 되는 이익잉여금이 감소하는 기업이 배당을 수행하면 배당은 미래이익의 가치관련성과 관련성을 가지지 않는 것으로 해석할 수 있다. 즉, 배당의 정보효과는 개별기업의 수익성과 관련하여 차별적으로 나타나고 있는 것으로 판단된다.

회계학의 배당과 관련된 연구를 살펴보면 배당지급 기업의 회계정보 특성을 분석한 연구는 다수 있지만, 배당지급 기업의 주가 특성을 분석한 연구는 많지 않은 실정이다. 따라서 본 연구는 배당이 미래이익의 가치관련성과 어떠한 관련성을 가지는지를 분석하였다는 점에서 공헌점이 있다. 즉, 본 연구는 배당의 정보효과를 주가를 통하여 검증하였다는 점에서 시사점이 있다.

또한, 본 연구의 결과는 배당지급의 형태에 따라 미래이익의 가치관련성이 체계적으로 차이가 날 수 있다는 실증적 자료를 제시한다는 점에서 의사결정자들에게 유용한 정보가 될 것으로 기대된다. 본 연구는 배당지급 여부 및 배당지급의 형태가 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향은 개별기업의 수익성에 따라 차이가 날 수 있다는 자료를 제시한다는 점에서 선행연구와 차이점이 있을 것으로 사료된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구와 연구가설을 제시하였다. 제Ⅲ장에서는 연구모형, 변수측정 그리고 표본선정 과정을 기술하였다. 제Ⅳ장에서는 분석결과를 제시하였다. 그리고 제Ⅴ장에서는 연구결과, 시사점 및 공헌점을 제시하였다.

Ⅱ. 선행연구의 검토 및 가설 설정

1. 배당과 관련된 연구

배당과 관련된 선행연구에서는 배당에 영향을 미치는 기업특성변수를 분석한 연구와 배당이

가지는 효과를 분석한 연구로 구분할 수 있다. 먼저, 배당에 영향을 미치는 변수를 분석한 연구에서는 회계부정(fraud), 기업지배구조(소유지배구조 및 large shareholdings), 수익성(이익 혹은 손실 여부) 및 관습(established practice) 등의 요인에 의하여 배당 의사결정(dividend decisions)이 이루어 진다고 보고하고 있다(Eckbo and Verma 1994 ; Lintner 1956 ; Caskey and Hanlon 2013 ; DeAngelo et al. 1992 ; 고윤성 · 박선영 2014).

한편, 최근의 회계학에서는 배당의 정보효과를 기업의 회계정보와 관련지어 분석하고 있다. Tong and Miao(2011)는 배당지급 기업은 무배당기업보다 재량발생의 절대값이 낮고, 이익의 주가관련성이 높은 것으로 보고하고 있다. 이는 국내의 연구에서도 일관된 것으로 나타났는데, 김현표 외(2016)는 배당기업이 무배당기업보다 재량발생 절대값과 실제이익조정이 낮은 것으로 보고하고 있다.

김영철 · 고종권(2011)과 전규안 · 박종일(2009)은 낮은 이익조정이 높은 회계이익의 질로 연결될 수 있다고 설명하고 있다. 그리고 이세용(2014)은 높은 발생액의 질이 순이익의 주가관련성을 높이는 유인으로 작용한다고 보고하고 있다. 이러한 점에서 Tong and Miao(2011)의 연구결과는 배당지급과 회계이익의 질이 양(+)의 관계를 가질 수 있음을 시사한다.

Skinner and Soltes(2011)는 회계이익의 질(이익지속성)과 관련하여 배당정책의 유용성을 실증 분석하였다. 분석결과에 따르면, 배당기업은 무배당기업보다 이익지속성이 높은 것으로 나타났다. Liu and Espahbodi(2014)는 배당기업이 무배당기업보다 높은 이익유연화(earnings smoothing)를 보인다고 보고하고 있다. 또한, Liu and Espahbodi(2014)는 배당기업의 경우 이익의 지속성(earnings persistence)이 높다고 보고하고 있다. 이러한 측면에서 Caskey and Hanlon(2013)는 배당기업이 무배당기업보다 회계이익의 질이 높다고 설명하고 있다.

정현욱 · 변선영(2018)은 배당기업은 무배당기업보다 수익비용대응(matching) 수준이 높다는 실증결과를 제시하고 있다. 수익비용대응 수준의 왜곡은 회계이익에 포함된 노이즈(noise)를 증가시키는 요인으로 작용할 수 있다(Dichev and Tang 2008). 백원선(2011)은 회계이익에 포함된 노이즈가 증가될 경우, 회계이익의 질은 낮아진다고 설명하고 있다. 이러한 점에서, 정현욱 · 변선영(2018)의 연구결과는 국내기업의 경우에도 배당지급과 회계이익의 질은 양(+)의 관련성이 있음을 제시하고 있다.

Lawson and Wang(2016)에 따르면, 배당은 피감사기업의 회계이익의 질에 관한 정보를 제공할 유인이 있으므로, 배당기업의 감사수수료(audit fee)는 무배당기업의 감사수수료보다 낮다는 결과를 제시하고 있다. 이는 기은선 외(2018)에서도 일관된 것으로 나타났다.

한편, 남해정(2016)은 배당의 경우 기업의 미래 경영성과를 제공하는 정보로 사용된다고 보고하고 있다. 이를 근거로, 박종일 · 정설희(2018)는 배당지급 기업이 미래 이익의 질에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 배당기업은 무배당기업보다 높은 미래 이익의 질을 보고하는 것으로 나타났다. 이들의 연구결과에 따르면, 배당은 미래의 경영성과 및 회계이익의 질에 대한 정보효과를 제공하고 있음을 나타내고 있다.

2. 미래이익의 가치관련성과 관련된 선행연구

미래이익의 가치관련성과 관련된 선행연구에서는 Tucker and Zarowin(2006)의 FERC 모델을 이용하여 다양한 기업특성변수와 미래이익의 가치관련성 간의 관련성을 분석하고 있다(Choi et al. 2011 ; Choi et al. 2013 ; Gelb and Zarowin 2002 ; Haw et al. 2012 ; 김도연 · 김정옥 2015 ; 이현주 · 정현욱 2014 ; 권수영 외 2012 ; 정현욱 · 이강일 2014a ; 정현욱 · 이강일 2014b ; 정현욱 · 이현주 2015 ; 정현욱 · 이강일 2017 ; 최종서 · 송동건 2004 ; 하석태 · 조성표 2020). 구체적으로 미래이익의 가치관련성과 관련된 선행연구에서는 회계이익의 질, 정보비대칭, 기업지배구조, 산업 내 경쟁정도, 기업수명주기 및 현금보유수준 등과 관련된 변수들이 미래이익의 추가관련성과 관련성을 가지고 있는 지를 분석하고 있다.

먼저, Choi et al.(2013), Haw et al.(2012) 및 권수영 외(2012)는 발생액의 질과 미래이익의 가치관련성 간의 관련성을 분석하고 있다. 분석결과에 따르면, 발생액의 질이 높아질수록 미래이익의 가치관련성은 증가하는 것으로 나타났다.

Tucker and Zarowin(2006)는 이익유연화가 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과는 이익유연화가 높아질수록 미래이익의 가치관련성은 증가하는 것으로 나타났다. 이는 최종서 · 송동건(2004)도 비슷한 결과를 제시하고 있다.

김영철 · 고종권(2011)은 회계이익의 질의 대용변수로 발생액의 질과 이익유연화를 사용하고 있다. 이러한 점에서 미래이익의 가치관련성은 회계이익의 질이 높아질수록 증가하는 것으로 볼 수 있다.

백원선(2011)에 따르면, 높은 수익비용대응 수준이 회계이익의 질을 개선시킬 수 있다고 설명하고 있다. 이는 수익비용대응 수준이 높아질수록 미래이익의 가치관련성이 제고될 수 있음을 시사한다. 이러한 측면에서 수익비용대응 수준은 미래이익의 가치관련성과 양(+)의 관계를 가진다고 이현주 · 정현욱(2014)은 보고하고 있다.

Bhattacharya et al.(2012)은 회계이익의 질이 높을 경우, 정보위험은 감소한다고 보고하고 있다. 이는 정보위험 혹은 정보비대칭 수준이 낮은 기업일수록 미래이익의 가치관련성이 높아질 수 있음을 시사한다. 실증분석 결과에서도 정보위험을 낮추는 기업특성변수는 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 것으로 나타나고 있다. 구체적으로, 자율공시수준(Gelb and Zarowin 2002), 언론을 이용한 기업의 정보공급(Haw et al. 2012), 경영자의 이익예측 정확도 및 빈도(Choi et al. 2011)는 미래이익의 가치관련성과 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타나고 있다.

Bharath et al.(2008)은 기업이 회사채(공적부채)를 발행할 경우 기업은 불특정다수에게 자금을 조달 받아야 하므로, 공적부채의 비율이 높은 기업일수록 회계이익의 질이 제고될 유인이 높다고 보고하고 있다. 이러한 논리를 근거로, 정현욱 · 이강일(2014a)은 공적부채의 비중이 높은 기업일수록 회계정보의 질이 개선될 유인이 높으므로, 공적부채의 비중이 높아질수록 미래이익의 가치관련성은 증가한다고 보고하고 있다.

정현욱·이현주(2015)는 기업지배구조의 대응변수로 지분율피리도(지배주주의 소유권과 지배주주의 배당권 간의 차이)를 사용하여 지분율피리도와 미래이익의 가치관련성 간의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 지분율피리도가 커질수록 미래이익의 가치관련성이 감소하는 것으로 나타났다. 이는 기업지배구조가 우수할수록 미래이익의 추가 정보성이 증가할 수 있음을 나타낸다.

손성규·신일항(2014)은 산업 내 경쟁정도가 외부기업지배구조의 매커니즘으로 작용한다고 설명하고 있다. 따라서 정현욱(2016)은 산업 내 경쟁정도가 높을 경우 미래이익의 가치관련성이 증가한다고 설명하고 있다. 이외에도 회계처리의 보수성(김도연·김정옥 2015), 특수관계자거래(정현욱·이강일 2014b), 현금보유수준(정현욱·이강일 2017) 및 기업의 수명주기(하석태·조성표 2020) 등의 변수가 미래이익의 가치관련성과 체계적인 관련성을 가지는 것으로 나타나고 있다.

3. 가설의 설정

미래이익의 추가관련성과 관련된 선행연구에서 회계이익의 질이 개선되거나 회계이익의 질을 개선시키는 요인으로 작용하는 기업특성변수는 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 것으로 보고하고 있다(Haw et al. 2012 ; Choi et al. 2013 ; 최종서·송동건 2004 ; 이현주·정현욱 2014 ; 권수영 외 2012 ; 정현욱·이현주 2015 ; 정현욱·이강일 2014a ; 정현욱·이강일 2014b). 하지만, 정보위험 혹은 정보비대칭 수준이 높거나(Gelb and Zarowin 2002 ; Haw et al. 2012 ; Choi et al. 2011), 기업지배구조가 취약할 경우(정현욱·이현주 2015) 미래이익의 가치관련성이 감소하는 것으로 나타나고 있다.

Tong and Miao(2011)는 배당기업의 경우 무배당기업보다 채량발생의 절대값이 낮다고 보고하고 있다. 그리고 김현표 외(2016)의 연구에서는 배당지급 기업의 경우 무배당기업보다 이익조정 수준이 낮다고 보고하고 있다.

한편, 경영자의 이익조정이 낮을 경우 회계이익의 질은 개선될 수 있다(김영철·고종권 2011 ; 전규안·박종일 2009). 따라서 배당지급은 회계이익의 질(이익지속성, 이익유연화, 발생액의 질, 미래이익의 질 및 수익비용대응 수준)과 양(+)의 관련성을 가진다(Liu and Espahbodi 2014 ; Skinner and Soltes 2011 ; Caskey and Hanlon 2013 ; 정현욱·변선영 2018 ; 박종일·정설희 2018).

배당지급이 회계이익의 질과 관련성이 있을 경우, 배당기업은 무배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높을 것으로 기대된다. 이러한 기대에 근거하여 본 연구는 다음과 같은 가설 1을 설정하였다.

가설 1 : 배당기업의 미래이익 가치관련성은 무배당기업의 미래이익 가치관련성보다 높을 것이다.

박종일·정설희(2018)는 연속 배당기업은 배당을 비연속 배당기업보다 미래이익의 질이 높은

것으로 보고하고 있다. 따라서 박종일·정설희(2018)는 배당을 지급하더라도 연속 배당기업은 비연속 배당기업보다 회계이익의 질이 높다고 설명하고 있다. 이는 배당의 지속성에 따라 회계이익의 질이 차이가 날 수 있음을 시사한다.

연속 배당기업이 비연속 배당기업보다 회계이익의 질이 높을 경우, 연속 배당기업은 비연속 배당기업보다 미래이익 가치관련성이 높을 것으로 기대된다. 이러한 기대에 근거하여 본 연구는 다음과 같은 가설 2를 설정하였다.

가설 2 : 연속 배당기업의 미래이익 가치관련성은 비연속 배당기업의 미래이익 가치관련성보다 높을 것이다.

III. 연구방법론

1. FERC 모형

Collins et al.(1994)은 주가-이익 관련성(아래 식(1), return-earnings relation) 모형을 제시하면서, t 기의 주가수익률은 t 기의 비기대이익과 $t+k$ (미래기간)기의 기대이익으로 구성된다고 설명하고 있다. 하지만, 아래 식(1)에서 사용된 변수는 t 기에 측정할 수 없다.

$$R_t = \beta_0 + \beta_1 UX_t + \sum_{k=1}^3 \beta_{k+1} \Delta E_t(X_{t+k}) + \varepsilon_t \quad \text{식(1)}$$

R_t : 당(t)기 주가수익률
 UX_t : 당(t)기 비기대이익
 $\Delta E_t(X_{t+k})$: (당(t)기 동안 형성된) 미래기대이익의 변화
 $X_{i,t3}$: $(EPS_{t+1} + EPS_{t+2} + EPS_{t+3})$ /당(t)기 기초주가

Tucker and Zarowin(2006)은 FERC 모형을 통하여 Collins et al.(1994)의 주가-이익 관련성 모형(위 식(1))을 실증분석하였다. 아래의 식(2)는 Tucker와 Zarowin(2006)의 FERC 모형이다.

Tucker and Zarowin(2006)은 t 기 비기대이익(UX_t)의 대응변수로 X_{t-1} 과 X_t 를 사용하면서 X_{t-1} 의 회귀계수는 음(-)의 값을 가져야 하고, X_t 의 회귀계수는 양(+)의 값을 가져야 한다고 설명하고 있다. 특히, Tucker and Zarowin(2006)은 X_t 회귀계수의 경우 t 기의 이익이 t 기의 주식수익률에 미치는 영향이므로, X_t 의 회귀계수는 이익반응계수(ERC)에 해당된다고 설명하고 있다.

Tucker and Zarowin(2006)은 미래기대이익의 변화($\Delta E_t(X_{t+k})$)에 대한 대응변수로 X_{t3} 과 R_{t3} 를 사용하였다. Tucker and Zarowin(2006)은 X_{t3} 회귀계수의 경우 FERC를 의미하므로, X_{t3} 의 회귀계수는 양(+)의 값을 제시하여야 한다고 설명하고 있다. 한편, Tucker and Zarowin(2006)은

t기 주식수익률의 경우 미래의 이익보다 t기의 이익이 보다 많이 반영되어야 하므로, X_t 의 회귀계수는 X_{t3} 의 회귀계수보다 큰 값을 제시하여야 한다고 설명하였다.

t+k기에 발생한 사건은 t+k기의 비기대이익(UX_{t+k})과 t+k기의 추가수익률(R_{t+k})을 변화시킨다고 설명하고 있다. 이럴 경우, t+k기에 발생한 사건은 t기의 추가수익률(R_t)을 변화시키지 못한다(Lundholm and Myers 2002 ; Tucker and Zarowin 2006 ; 이현주 · 정현욱 2014). 따라서 R_{t3} 의 회귀계수는 음(-)의 값을 제시할 것으로 기대된다.

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} + \varepsilon_t \quad \text{식(2)}$$

$R_{i,t}$: 당(t)기 추가수익률

$X_{i,t-1}$: 전(t-1)기 주당순이익(EPS_{t-1})/당(t)기 기초주가

$X_{i,t}$: 당(t)기 주당순이익(EPS_t)/당(t)기 기초주가

$X_{i,t3}$: ($EPS_{t+1} + EPS_{t+2} + EPS_{t+3}$)/당(t)기 기초주가

$R_{i,t3}$: 복리로 측정된 3년 간의 미래 추가수익률

$((1+(t+1\text{기 수익률})) \times (1+(t+2\text{기 수익률})) \times (1+(t+3\text{기 수익률}))) - 1$

2. 연구모형

본 연구에서는 Tucker and Zarowin(2006)의 FERC 모형을 근거로 식(3)과 식(4)를 설정하였다. 아래의 식(3)은 가설 1을 검증하기 위한 실증분석 모형이고, 아래의 식(4)는 가설 2를 검증하기 위한 실증분석 모형이다.

$$\begin{aligned} R_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} + \beta_5 DIV_t + \beta_6 DIV_t \times X_{t-1} \\ & + \beta_7 DIV_t \times X_t + \beta_8 DIV_t \times X_{t3} + \beta_9 DIV_t \times R_{t3} \\ & + \beta_{10} YD + \beta_{11} ICODE + \varepsilon_t \end{aligned} \quad \text{식(3)}$$

$$\begin{aligned} R_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} + \beta_5 P_DIV_t + \beta_6 P_DIV_t \times X_{t-1} \\ & + \beta_7 P_DIV_t \times X_t + \beta_8 P_DIV_t \times X_{t3} + \beta_9 P_DIV_t \times R_{t3} \\ & + \beta_{10} YD + \beta_{11} ICODE + \varepsilon_t \end{aligned} \quad \text{식(4)}$$

DIV : 배당지급 여부(t기에 현금배당을 수행한 기업이면 1, 아니면 0)

P_DIV : 연속 배당지급 여부(현금배당을 5년 연속으로 수행한 기업이면 1, 배당 수행횟수가 0번, 1번, 2번, 3번 및 4번인 기업이면 0)

YD : 연도더미

$ICODE$: 산업더미

그 외 변수는 식(1)과 식(2) 참조.

식(3)의 $DIV_t \times X_{t3}$ 회귀계수는 가설 1을 검증하기 위한 회귀계수이다. $DIV_t \times X_{t3}$ 의 회귀계수

가 가설 1과 일관된 결과를 제시하기 위해서는 양(+)의 값이 제시되어야 한다. $DIV_t \times X_{it}$ 의 회귀계수가 양(+)의 값이 제시될 경우, 배당기업은 무배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 해석할 수 있다.

식(4)의 $P_DIV_t \times X_{it}$ 회귀계수는 가설 2를 검증하기 위한 회귀계수이다. $P_DIV_t \times X_{it}$ 의 회귀계수가 가설 2와 일관된 결과를 제시하기 위해서는 양(+)의 값이 제시되어야 한다. $P_DIV_t \times X_{it}$ 의 회귀계수가 양(+)의 값이 제시될 경우, 배당을 연속적으로 지급하는 기업은 배당을 연속적으로 지급하지 않는 기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 해석할 수 있다.

한편, 본 연구에서는 박종일·정설희(2018)의 연구에 근거하여 연속 배당지급 여부를 5년 연속 현금배당 지급 여부로 측정하였다. 마지막으로 연도더미(YD)와 산업더미(ICODE)를 식(3)과 식(4)에 포함하였다.

3. 표본의 선정

본 연구의 표본기간은 2008년부터 2015년까지로 설정하였다. Tucker and Zarowin(2006)의 FERC 모형을 근거로 실증분석을 수행할 경우, $t-1$ 기의 이익과 $t+3$ 기의 미래이익이 필요하다. 따라서 본 연구는 2007년부터 2018년까지 아래의 조건을 만족시키는 기업(유가증권상장법인 중 금융업은 제외)으로 표본을 선정하였다.

- (1) 한국신용평가(주)의 Kis-Value에서 주가, 재무자료 및 회계법인을 추출할 수 있는 기업
- (2) 금융감독원 전자공시시스템에서 사외이사 및 등기이사를 추출할 수 있는 기업
- (3) 결산일이 12월인 기업
- (4) 자본잠식 기업과 적정 감사의견이 아닌 기업은 제외
- (5) 극단치의 효과를 제거하기 위하여 각 변수 별로 상·하위 1% 제거

<표 1>은 위의 조건들((1)-(5))을 만족시키는 최종표본(3,509개(기업-년))에 대한 연도별 분포를 나타내고 있다. <표 1>에서는 기록하지 않았지만, 표본기업을 산업(중분류) 별로 분류할 경우, 총 산업의 수는 42개로 나타났다. 최종표본 3,509개(기업-년) 중 400개(기업-년)의 기업은 화학물질 및 화학제품 제조업(의약품 제외)에 속하는 것으로 나타났다. 270개(기업-년) 기업은 1차 금속 제조업에 속하는 것으로 나타났다. 이 두 개의 산업은 전체 표본의 약 19%를 차지하는 것으로 나타났다.

〈표 1〉 표본의 연도별 분포

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	합계
합 계	426	471	491	514	535	543	529	3,509

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량 및 상관관계분석

<표 2>는 식(3)과 식(4)에 포함된 각 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. <표 2>를 살펴보면, R_t 의 평균(중위수)은 0.1393(0.0170)이고 표준편차는 0.6554로 나타났다. Jung and Mun(2020)의 연구에서는 R_t 의 평균과 중위수를 각각 0.1277과 0.0128로 보고하고 있고, 표준편차는 0.6397로 보고하고 있다. 따라서 본 연구의 R_t 분포는 Jung and Mun(2020)과 유사한 것으로 판단된다.

X_{t-1} 의 평균과 중위수는 각각 0.0265와 0.0658로 나타났고, X_t 의 평균과 중위수는 각각 0.0454와 0.0621로 나타났다. Jung and Mun(2020)의 연구에서는 X_{t-1} 의 평균(중위수)은 0.0504(0.0729)로 보고하고 있고, X_t 의 평균(중위수)은 0.0682(0.0714)로 보고하고 있다. 본 연구의 X_{t-1} 와 X_t 평균은 Jung and Mun(2020)의 평균보다 약간 작은 것으로 나타났지만, 중위수는 유사한 것으로 보이고 있다.

X_{t3} 의 평균(중위수)은 0.1360(0.1696)으로 나타났고, R_{t3} 의 평균(중위수)은 0.5101(0.1635)로 나타났다. Jung and Mun(2020)의 연구에서는 X_{t3} 의 평균(중위수)은 0.2010(0.1937)으로 보고하고 있고, R_{t3} 의 평균(중위수)은 0.5588(0.2281)로 보고하고 있다. 이들 변수들의 평균(중위수)은 Jung and Mun(2020)의 평균(중위수)보다 약간 작은 것으로 나타났지만, 분포는 유사한 것으로 판단된다.

〈표 2〉 주요변수의 기술통계량

	평 균	표준편차	최소값	1분위수	중위수	3분위수	최대값
R_t	0.1393	0.6554	-0.9762	-0.2278	0.0170	0.3296	6.6137
X_{t-1}	0.0265	0.3578	-5.5333	0.0161	0.0658	0.1274	3.4271
X_t	0.0454	0.2922	-4.4226	0.0106	0.0621	0.1319	3.1937
X_{t3}	0.1360	0.7624	-10.6439	0.0031	0.1696	0.3889	4.4185
R_{t3}	0.5101	1.3652	-0.9737	-0.2056	0.1635	0.7414	14.6366
DIV	0.7324	0.4428	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
P_DIV	0.5968	0.4906	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000

1) 변수의 정의 : R_t 는 당(t)기 기말의 추가수익률, X_{t-1} 은 ‘전(t-1)기 주당순이익(EPS_{t-1})/당(t)기 기초주가’, X_t 는 ‘당(t)기 주당순이익(EPS_t)/당(t)기 기초주가’, X_{t3} 은 ‘($EPS_{t+1} + EPS_{t+2} + EPS_{t+3}$)/당(t)기 기초주가’, R_{t3} 은 복리로 측정된 3년(t+1기부터 t+3기까지) 간의 미래 추가수익률, DIV는 배당지급 여부(t기에 현금배당을 수행한 기업이면 1, 아니면 0) 그리고 P_DIV는 연속 배당지급 여부(현금배당을 5년 연속으로 수행한 기업이면 1, 배당 수행횟수가 0번, 1번, 2번, 3번 및 4번인 기업이면 0).

배당지급 여부(DIV)의 평균(중위수)은 0.7324(1.0000)로 나타났다. 이는 표본기업의 약 73%가 현금배당을 수행한 것으로 해석할 수 있다. 그리고 연속 배당지급 여부(P_DIV)의 평균(중위수)은 0.5967(1.0000)로 나타나, 약 59% 기업이 연속적으로 배당을 지급하는 것으로 판단되어진다.

<표 3>은 주요변수들 간의 (피어슨) 상관관계 분석결과를 제시하고 있다. <표 3>을 살펴보면, R_t 의 경우 X_{t-1} , R_{t3} 그리고 P_DIV와는 유의한 음(-)의 상관관계로 나타났다. 그리고 R_t 은 X_t , X_{t3} 그리고 DIV와 유의한 양(+)의 상관관계로 나타났다.

DIV와 P_DIV는 각각 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났으나, DIV와 P_DIV는 R_t 와 각각 양(+)과 음(-)의 상관관계로 나타났다. 이는 배당지급 형태에 따라서 주가와 상반된 상관관계를 가질 수 있음을 의미할 수 있다.

<표 3>에 근거하여, 본 연구는 특정 변수들 간의 상관관계가 높은 것으로 판단하여 분산팽창계수(Variance Inflation Factor, 이하 ‘VIF’라 칭함) 값을 확인해 보았다. VIF의 값은 2.09로 나타나, 다중공선성의 문제가 심각하지 않는 것으로 판단되어진다.

〈표 3〉 주요변수 간의 (피어슨) 상관관계

	R_t	X_{t-1}	X_t	X_{t3}	R_{t3}	DIV	P_DIV
X_{t-1}	-0.0909***						
X_t	0.1810***	0.1738***					
X_{t3}	0.0809***	0.2306***	0.3417***				
R_{t3}	-0.1260***	-0.0979***	-0.0953***	0.0613***			
DIV	0.0288*	0.2832***	0.3530***	0.2616***	-0.1508***		
P_DIV	-0.0297*	0.2410***	0.2396***	0.2097***	-0.0953***	0.7353***	

1) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의성이 있음.

2) 변수의 정의는 <표 2> 참조.

2. 가설 검증결과

<표 4>는 가설 1을 검증한 결과이고, <표 5>는 가설 2를 검증한 결과이다. <표 4>의 모형 1은 FERC 모형을 국내 기업을 대상으로 재검증한 결과이다. <표 4>의 모형 2는 연도더미(YD)와 산업더미(ICODE)를 포함하지 않고 가설 1을 검증한 결과이고, <표 4>의 모형 3은 연도더미(YD)와 산업더미(ICODE)를 포함하여 가설 1을 검증한 결과이다. <표 5>의 모형 1은 연도더미(YD)와 산업더미(ICODE)를 포함하지 않고 가설 2를 검증한 결과이고, <표 5>의 모형 2는 연도더미(YD)와 산업더미(ICODE)를 포함하여 가설 2를 검증한 결과이다.

먼저, <표 4>의 모형 1에 관한 분석결과를 살펴보면, X_{t-1} 의 회귀계수와 R_{t3} 의 회귀계수는 유의한 음(-)의 값으로 나타났고, X_t 의 회귀계수와 X_{t3} 의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 그리고 X_t 의 회귀계수 값(0.3874)은 X_{t3} 의 회귀계수 값(0.0549)보다 큰 것으로 나타났다. 이는 주가의 경우 미래이익보다 당기이익을 보다 많이 반영하고 있음(Tucker and Zarowin 2006)을 시사한다. 따라서 <표 4>의 모형 1에 사용된 변수들의 회귀계수 부호는 Tucker and Zarowin (2006)와 일관된 것으로 나타났다.

<표 4>의 모형 2와 모형 3의 $DIV_t \times X_{t3}$ 회귀계수는 모두 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 가설과 일관된 결과로, 배당기업의 미래이익 가치관련성은 무배당기업의 미래이익 가치관련성보다 높은 것으로 해석할 수 있다. 즉, 미래이익의 가치관련성은 배당을 지급할 경우 증가하는 것으로 판단된다.

<표 4> 가설 1 검증결과

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} + \beta_5 DIV_t + \beta_6 DIV_t \times X_{t-1} + \beta_7 DIV_t \times X_t + \beta_8 DIV_t \times X_{t3} + \beta_9 DIV_t \times R_{t3} + \beta_{10} YD + \beta_{11} ICODE + \varepsilon_t$$

	모형 1		모형 2		모형 3	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	0.1527	13.09***	0.1293	5.76***	-0.0268	-0.98
X_{t-1}	-0.2714	-8.74***	-0.3439	-9.41***	-0.3245	-9.18***
X_t	0.3874	9.83***	0.1313	2.91***	0.1090	2.50**
X_{t3}	0.0549	3.59***	-0.0506	-2.80***	-0.0417	-2.38**
R_{t3}	-0.0614	-7.72***	-0.0743	-7.03***	-0.0715	-6.98***
DIV_t			-0.1239	-4.55***	-0.1031	-3.91***
$DIV_t \times X_{t-1}$			0.2519	3.84***	0.2308	3.64***
$DIV_t \times X_t$			1.0315	11.54***	0.8379	9.55***
$DIV_t \times X_{t3}$			0.2950	9.36***	0.2597	8.47***
$DIV_t \times R_{t3}$			-0.0155	-1.00	-0.0107	-0.71
YD	미포함				포함	
ICODE						
F-값	61.93***		70.65***		41.26***	
Adj.R ²	0.0650		0.1516		0.2088	

1) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의성이 있음.

2) 변수의 정의 : YD는 연도더미, ICODE는 산업더미 그리고 그 외 변수는 <표 2> 참조.

<표 5>의 모형 1과 모형 2의 결과를 살펴보면, $P_DIV_t \times X_{t3}$ 회귀계수는 모두 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 연속 배당기업의 미래이익 가치관련성은 비연속 배당기업의 미래이익 가치관련성보다 높은 것으로 해석할 수 있다. 즉, 이는 미래이익의 가치관련성은 배당을 지속적으로 지급하는 기업이 배당을 지속적으로 지급하지 않는 기업보다 높을 수 있음을 시사한다.

<표 4>와 <표 5>를 종합해 보면, 미래이익의 주가관련성은 배당을 지급하는 기업이 배당을 지급하지 않는 기업보다 높은 것으로 나타나고 있다. 그리고 연속적으로 배당을 지급하는 기업의 미래이익 주가관련성은 연속적으로 배당을 지급하지 않는 기업의 미래이익 주가관련성보다 높은 것으로 나타나고 있다. 이는 투자자들의 경우 배당지급의 형태에 따라 투자대상기업의 회계정보가 차이가 날 것으로 판단하여, 배당지급의 형태에 따라서 투자자들은 미래이익의 가치관련성을 차별적으로 반영하고 있음을 시사한다.¹⁾

<표 5> 가설 2 검증결과

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} + \beta_5 P_DIV_t + \beta_6 P_DIV_t \times X_{t-1} + \beta_7 P_DIV_t \times X_t + \beta_8 P_DIV_t \times X_{t3} + \beta_9 P_DIV_t \times R_{t3} + \beta_{10} YD + \beta_{11} ICODE + \varepsilon_t$$

	모형 1		모형 2	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	0.19816	11.15***	0.02273	0.92
X_{t-1}	-0.3075	-8.92***	-0.2908	-8.74***
X_t	0.27845	6.54***	0.22101	5.37***
X_{t3}	0.00174	0.10	0.00875	0.52
R_{t3}	-0.0720	-7.27***	-0.0703	-7.32***
P_DIV_t	-0.2073	-8.23***	-0.1750	-7.19***
$P_DIV_t \times X_{t-1}$	0.23681	3.02***	0.21701	2.87***
$P_DIV_t \times X_t$	0.80362	7.53***	0.65507	6.33***
$P_DIV_t \times X_{t3}$	0.22203	6.40***	0.17553	5.23***
$P_DIV_t \times R_{t3}$	-0.0070	-0.44	0.00107	0.07
YD	미포함		포함	
ICODE				
F-값	50.65***		34.67***	
Adj.R ²	0.1130		0.1808	

1) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의성이 있음.

2) 변수의 정의 : YD는 연도더미, ICODE는 산업더미 그리고 그 외 변수는 <표 2> 참조.

1) 본 연구에서는 firm fixed effect를 고려하여 가설 1과 가설 2를 재검증해 보았지만, 그 결과는 <표 4>와 <표 5>의 결과와 일관된 것으로 나타났다.

3. 추가분석

<표 6>은 통제변수를 포함하여 가설 1의 <표 4>와 가설 2의 <표 5>를 재검증한 결과이다. 본 연구에서는 부채비율(LEV), 기업규모(SIZE), 회계이익의 질(EQ), 감사품질(AQ) 그리고 기업 지배구조(CG)를 통제변수(Z)로 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 R_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} + \beta_5 \text{DIV}(\text{P_DIV})_t \\
 & + \beta_6 \text{DIV}(\text{P_DIV})_t \times X_{t-1} + \beta_7 \text{DIV}(\text{P_DIV})_t \times X_t \\
 & + \beta_8 \text{DIV}(\text{P_DIV})_t \times X_{t3} + \beta_9 \text{DIV}(\text{P_DIV})_t \times R_{t3} \\
 & + \beta_{10} Z_t + \beta_{11} Z_t \times X_{t3} + \beta_{12} YD + \beta_{13} \text{ICODE} + \varepsilon_t
 \end{aligned}
 \tag{5}$$

Z : 통제변수

LEV : 부채비율(t기 기말의 부채총액)을 연도-산업 기준으로 순위(ranking)를 정하여 분수로 측정(fractional ranking)

SIZE : 기업규모(t기 기말의 자산총액)를 연도-산업 기준으로 순위(ranking)를 정하여 분수로 측정(fractional ranking)

EQ : 회계이익의 질(5년 동안의 당기순이익 표준편차/5년 동안의 영업활동현금흐름 표준편차)을 연도-산업 기준으로 순위(ranking)를 정하여 분수로 측정(fractional ranking)

AQ : 감사품질(대형 회계법인이면 1, 아니면 0)

CG : 기업지배구조(법정 사외이사 수를 충족하면 1, 아니면 0)

그 외 변수는 식(1), 식(2), 식(3) 및 식(4) 참조.

부채비율(LEV)은 재무위험이 미래이익의 주가관련성에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다. 이러한 점에서 높은 부채비율은 미래이익의 주가 관련성을 감소시킬 것으로 기대된다.

기업규모(SIZE)는 기업의 규모가 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다(권수영 2012 ; Choi et al. 2013 ; Tucker와 Zarowin 2006). 기업의 규모가 커질수록 기업과 관련된 이해관계자 및 감시자는 증가할 유인이 있다(Bhushan 1989). 특히, 감사자가 많다는 것은 기업의 정보비대칭 수준이 낮을 수 있음을 시사한다. Richardson(2000)은 정보비대칭 수준이 낮은 기업의 경우, 회계정보의 수준은 높아질 수 있다고 설명하고 있다. 따라서 권수영 외(2012)는 기업규모가 커질수록 미래이익의 가치관련성은 증가되는 것으로 보고하고 있다.

기업의 규모가 클 경우, 기업에 대한 정보는 시장에 많이 제공될 수 있다(정현욱 2014). 다양한 정보는 미래이익의 가치관련성에 영향을 미칠 수 있을 것으로 판단된다. 한편, 분석에 사용되는 특정시점의 주가는 고정된 금액이다. 기업의 다양한 요인들이 미래이익의 가치관련성에 영향을 미칠 경우 기업규모가 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향은 감소할 것으로 기대된다. 따라서 Choi et al.(2013)은 기업규모가 커질수록 미래이익의 가치관련성이 감소하는 것으로 보고

하고 있다. 본 연구에서는 기업규모(SIZE)를 모형에 포함하였지만, 기대부호는 예상하지 않는다.

본 연구에서는 회계이익의 질이 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향을 통제하기 위하여 회계이익의 질(EQ)을 모형에 포함하였다(Choi et al. 2011 ; Haw et al. 2012). 본 연구의 회계이익의 질(EQ)은 양동훈 외(2007)의 방법론에 근거하여 ‘5년 동안의 당기순이익 표준편차/5년 동안의 영업활동현금흐름 표준편차’로 측정하였다. 이럴 경우, ‘5년 동안의 당기순이익 표준편차/5년 동안의 영업활동현금흐름 표준편차’의 값이 커질수록 회계이익의 질은 높아지는 것으로 해석할 수 있다. 따라서 회계이익의 질이 낮아질수록 미래이익의 가치관련성은 감소할 것으로 기대된다.

특히, 식(5)에 포함된 LEV, SIZE 및 EQ 변수는 X_{it} 과 상호작용 항에서 다중공선성을 유발할 가능성이 있다. 따라서 본 연구에서는 LEV, SIZE 그리고 EQ를 수준(level)변수로 먼저 측정 한 후 연도-산업 기준으로 순위를 정하여 분수로 측정(fractional ranking)하였다. 따라서 이들 변수들은 ‘0’과 ‘1’사이의 값으로 측정되었다.

감사품질(AQ)은 감사인의 감사품질이 미래이익의 주가관련성에 미치는 영향을 통제하기 위하여 모형에 포함하였다(정현욱 2015). 고품질의 감사품질은 미래이익의 주가관련성을 높일 것으로 기대된다.

정현욱·이강일(2017)은 우수한 지배구조는 미래이익의 가치관련성을 증가시킨다고 보고하고 있다. 본 연구에서는 법정 사외이사 충족 여부로 기업지배구조(CG)를 측정하여 모형에 포함하였다. 하지만, 김창수(2006)에 따르면, 국내의 사외이사제도는 경영진의 방패막(혹은 거수기) 역할을 수행할 유인이 높은 것으로 보고하고 있다. 본 연구에서는 상반된 논리에 근거하여, 기업 지배구조(CG)의 기대부호는 예측하지 않는다.

<표 6>의 모형 1을 살펴보면, $DIV_t \times X_{it}$ 회귀계수는 양(+)의 값을 나타나고 있다. 이는 <표 4>와 일관된 것으로, 기업의 배당지급은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 것으로 해석할 수 있다.

<표 6>의 모형 2를 살펴보면, $P_DIV_t \times R_{it}$ 회귀계수는 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 <표 5>와 일관된 결과로, 지속적으로 배당을 수행하는 기업은 지속적으로 배당을 수행하지 않는 기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 해석할 수 있다.

통제변수에 대한 결과를 살펴보면, $Z_t(LEV_t) \times X_{it}$ 의 회귀계수는 모두 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 기대부호와 반대인 결과로, 높은 부채비율이 미래이익의 주가관련성을 증가시키는 것으로 해석할 수 있다. 본 연구는 표본구성시 자본이 잠식된 기업을 제외하였다. 즉, 자본이 잠식된 기업이 제외될 경우, 부채비율은 미래이익의 주가관련성에 긍정적인 요인으로 작용하는 것으로 판단된다.

또한, 이러한 결과는 다른 방법으로 해석이 가능할 것으로 판단된다. 부채의 계정과목 중 차입금의 경우 미래의 법인세차감효과를 가질 수 있다. 미래의 법인세차감효과는 미래의 순이익을 증가시키는 요인이 될 수 있다.

〈표 6〉 추가분석 1 : 통제변수 포함한 결과

$$R_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 X_{t-1} + \beta_2 X_t + \beta_3 X_{t3} + \beta_4 R_{t3} + \beta_5 \text{DIV}(P_DIV)_t + \beta_6 \text{DIV}(P_DIV)_t \times X_{t-1} \\ + \beta_7 \text{DIV}(P_DIV)_t \times X_t + \beta_8 \text{DIV}(P_DIV)_t \times X_{t3} + \beta_9 \text{DIV}(P_DIV)_t \times R_{t3} \\ + \beta_{10} Z_t + \beta_{11} Z_t \times X_{t3} + \beta_{12} YD + \beta_{13} \text{ICODE} + \varepsilon_t$$

	모형 1		모형 2	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	0.0414	1.10	0.09989	2.69***
X_{t-1}	-0.2909	-8.14***	-0.2548	-7.60***
X_t	0.1114	2.56**	0.23331	5.69***
X_{t3}	-0.1345	-3.82***	-0.0961	-2.71***
R_{t3}	-0.0788	-7.71***	-0.0761	-7.95***
DIV_t	-0.0682	-2.51**		
$\text{DIV}_t \times X_{t-1}$	0.2067	3.26***		
$\text{DIV}_t \times X_t$	0.8606	9.89***		
$\text{DIV}_t \times X_{t3}$	0.2535	7.83***		
$\text{DIV}_t \times R_{t3}$	-0.0051	-0.35		
P_DIV_t			-0.1449	-5.79***
$P_DIV_t \times X_{t-1}$			0.18794	2.50**
$P_DIV_t \times X_t$			0.68704	6.68***
$P_DIV_t \times X_{t3}$			0.15335	4.26***
$P_DIV_t \times R_{t3}$			0.00390	0.25
$Z_t(\text{LEV}_t)$	0.0348	0.43	-0.0046	-0.06
$Z_t(\text{LEV}_t) \times X_{t3}$	0.5706	4.39***	0.51438	3.86***
$Z_t(\text{SIZE}_t)$	-0.2004	-2.36**	-0.1479	-1.70*
$Z_t(\text{SIZE}_t) \times X_{t3}$	-0.3883	-2.83***	-0.3607	-2.58**
$Z_t(\text{EQ}_t)$	-0.0514	-1.44	-0.0626	-1.73*
$Z_t(\text{EQ}_t) \times X_{t3}$	-0.0266	-0.56	0.02918	0.60
$Z_t(\text{AQ}_t)$	-0.0323	-1.34	-0.0328	-1.34
$Z_t(\text{AQ}_t) \times X_{t3}$	0.0663	1.90*	0.08669	2.44***
$Z_t(\text{CG}_t)$	0.0713	3.31***	0.06791	3.09***
$Z_t(\text{CG}_t) \times X_{t3}$	-0.0885	-3.38***	-0.1046	-3.93***
YD and ICODE	포함			
F-값	32.10***		27.25***	
Adj.R ²	0.2263		0.1980	

1) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의성이 있음.

2) 변수의 정의 : Z는 통제변수(LEV는 부채비율(t기 기말의 부채총액)을 연도-산업 기준으로 순위(ranking)를 정하여 분수로 측정(fractional ranking), SIZE는 기업규모(t기 기말의 자산총액)를 연도-산업 기준으

로 순위(ranking)를 정하여 분수로 측정(fractional ranking), EQ는 회계이익의 질(5년 동안의 당기순이익 표준편차/5년 동안의 영업활동현금흐름 표준편차)을 연도-산업 기준으로 순위(ranking)를 정하여 분수로 측정(fractional ranking), AQ는 감사품질(대형 회계법인이면 1, 아니면 0) 및 CG는 기업지배구조(법정 사외이사 수를 충족하면 1, 아니면 0)) 그리고 그 외 변수는 <표 2>, <표 4> 및 <표 5> 참조.

$Z_t(\text{SIZE}_t) \times X_{it}$ 의 회귀계수는 모든 모형에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 본 연구에서는 상반된 연구결과에 근거하여, $Z_t(\text{SIZE}_t) \times X_{it}$ 의 기대부호를 예측하지 않았다. 하지만, 분석결과에서는 Choi et al.(2013)과 일관되게 기업규모가 커질수록 미래이익의 가치관련성이 감소하는 것으로 나타났다.

$Z_t(\text{AQ}_t) \times X_{it}$ 의 회귀계수는 모든 모형에서 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 기대부호와 일관되게, 고품질의 감사품질이 미래이익의 추가관련성을 높이는 요인으로 작용하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. $Z_t(\text{CG}_t) \times X_{it}$ 의 회귀계수는 모든 모형에서 유의한 음(-)의 값으로 나타났다. 본 연구에서는 상반된 논리를 근거로, $Z_t(\text{CG}_t) \times X_{it}$ 의 기대부호를 예측하지 않았지만, 실증 분석 결과에 의하면 국내의 사외이사제도는 경영진의 방패막 역할을 수행하여 미래이익의 가치관련성을 감소시키는 요인으로 작용하는 것으로 판단된다.

<표 6>의 결과는 <표 4>와 <표 5>의 결과와 일관된 것으로 나타났다. 즉, 배당기업은 무배당 기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 또한, 연속 배당기업은 비연속 배당 기업보다 미래이익의 추가관련성이 높은 것으로 나타났다. 따라서 배당지급 여부와 배당의 지속성 여부는 미래이익의 가치관련성에 영향을 미치는 것으로 판단된다.

<표 5>와 <표 6>의 모형 2에 제시된 P_DIV 변수는 5년 연속으로 배당을 수행한 기업은 '1', 그렇지 않은 기업은 '0'으로 측정하였다. 이럴 경우, P_DIV의 변수의 값이 '0'으로 측정된 기업은 연속적으로 5년 미만으로 배당을 수행(배당 수행횟수가 0번, 1번, 2번, 3번 및 4번인 기업)한 기업이다. 이러한 점에서 본 연구에서는 5년 연속으로 배당을 수행한 기업과 5년 연속으로 배당을 수행하지 않은 기업으로 표본을 재구성하여 추가분석을 수행해 보았다.

표본을 재구성할 경우, 5년 연속으로 배당을 수행한 기업은 2,094개(기업-년)로 나타났다. 그리고 5년 연속으로 배당을 수행하지 않은 기업은 312개(기업-년)로 나타났다.

다음 <표 7>은 2,406개(기업-년) 기업을 대상으로 가설 2를 재검증한 결과이다. 분석결과를 살펴보면, $P5_DIV_t \times X_{it}$ 의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 <표 5>와 <표 6>의 모형 2의 결과와 일관된 것으로 연속적으로 배당을 수행하는 기업은 연속적으로 배당을 수행하지 않는 기업보다 미래이익의 정보효과가 높은 것으로 해석할 수 있다.

〈표 7〉 추가분석 2 : 표본 재구성(5년 연속 배당을 수행한 기업과 5년 연속 배당을 수행하지 않은 기업),
n=2,406

	Estimates	t-value
Intercept	-0.1252	-0.25***
X_{t-1}	-0.1219	-1.90***
X_t	0.0640	0.74***
X_{t3}	-0.1944	-4.26***
R_{t3}	-0.1016	-7.34***
$P5_DIV_t$	-0.1606	-3.92***
$P5_DIV_t \times X_{t-1}$	0.1097	1.27**
$P5_DIV_t \times X_t$	0.9673	8.12***
$P5_DIV_t \times X_{t3}$	0.3109	7.16***
$P5_DIV_t \times R_{t3}$	0.0433	2.48
$Z_t(LEV_t)$	0.1187	1.39
$Z_t(LEV_t) \times X_{t3}$	0.3493	2.48***
$Z_t(SIZE_t)$	-0.2152	-2.34*
$Z_t(SIZE_t) \times X_{t3}$	0.0049	0.03**
$Z_t(EQ_t)$	-0.0448	-1.13*
$Z_t(EQ_t) \times X_{t3}$	-0.0346	-0.59
$Z_t(AQ_t)$	0.0293	1.08
$Z_t(AQ_t) \times X_{t3}$	-0.0518	-1.24***
$Z_t(CG_t)$	0.0328	1.39***
$Z_t(CG_t) \times X_{t3}$	-0.1046	-3.27***
YD	포함	
ICODE		
F-값	15.01***	
Adj.R ²	0.2684	

1) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의성이 있음.

2) 변수의 정의 : P5_DIV는 5년 연속으로 배당을 수행한 기업이면 1, 5년 연속으로 배당을 수행하지 않은 기업이면 0, 그리고 그 외 변수는 <표 2>, <표 4>, <표 5> 및 <표 6> 참조.

정현욱(2019)과 정현욱·이강일(2018)은 배당의 정보효과가 기업의 수익성에 따라 차이가 날 수 있다고 보고하고 있다. 구체적으로 이들은 배당의 정보효과는 기업의 경영성과가 혹자인 경우와 적자인 경우에 따라 상이할 수 있다고 보고하고 있다. 이러한 논리에 근거하여, 본 연구에서는 당기순이익이 양(+)인 기업과 당기순이익이 음(-)인 기업으로 표본을 나누어 배당의 정보효과를 추가분석해 보았다.

<표 8> 패널 A의 모형 1과 모형 2는 전체 3,509(기업-년)개 기업 중에서 당기순이익이 양(+)인 기업을 대상으로 분석한 결과이다.

<표 8> 추가분석 3 : 이익 혹은 손실에 따른 배당의 정보효과 (이후 계속)

패널 A : 당기순이익이 양(+)인 기업을 대상으로 분석한 결과						
	모형 1(n=2,776)		모형 2(n=2,776)		모형 3(n=2,017)	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	1.3524	3.43***	1.1729	2.91***	0.3061	4.28***
X_{t-1}	-0.3184	-6.73***	-0.2270	-5.39***	-0.0844	-0.70
X_t	0.01330	0.15	0.4211	5.68***	0.3322	1.42
X_{t3}	-0.0131	-0.21	0.0658	1.04	-0.3259	-2.97***
R_{t3}	-0.0973	-5.25***	-0.1047	-6.82***	-0.1167	-3.29***
DIV_t	-0.2606	-7.43***				
$DIV_t \times X_{t-1}$	0.2499	3.53***				
$DIV_t \times X_t$	1.4446	12.14***				
$DIV_t \times X_{t3}$	0.2622	6.27***				
$DIV_t \times R_{t3}$	-0.0066	-0.30				
P_DIV_t			-0.2819	-9.36***		
$P_DIV_t \times X_{t-1}$			0.1370	1.68*		
$P_DIV_t \times X_t$			1.0775	8.11***		
$P_DIV_t \times X_{t3}$			0.1107	2.51**		
$P_DIV_t \times R_{t3}$			0.0157	0.78		
$P5_DIV_t$					-0.3264	-6.15***
$P5_DIV_t \times X_{t-1}$					0.0152	0.11
$P5_DIV_t \times X_t$					1.2076	4.82***
$P5_DIV_t \times X_{t3}$					0.5872	6.40***
$P5_DIV_t \times R_{t3}$					0.0324	0.87
$Z_t(LEV_t)$	0.1317	1.48	0.0732	0.80	0.0961	1.08
$Z_t(LEV_t) \times X_{t3}$	0.6690	4.48***	0.6624	4.31***	0.3146	2.02**
$Z_t(SIZE_t)$	-0.1725	-1.83*	-0.1183	-1.21	-0.1489	-1.55
$Z_t(SIZE_t) \times X_{t3}$	-0.6626	-4.13***	-0.6800	-4.16***	-0.0495	-0.31
$Z_t(EQ_t)$	-0.0134	-0.32	-0.0523	-1.22	-0.0340	-0.77
$Z_t(EQ_t) \times X_{t3}$	-0.0505	-0.71	0.0410	0.55	-0.0964	-1.16
$Z_t(AQ_t)$	-0.0338	-1.19	-0.0283	-0.98	0.0363	1.18
$Z_t(AQ_t) \times X_{t3}$	0.0963	2.12**	0.1041	2.24**	-0.1116	-1.98**
$Z_t(CG_t)$	-0.0065	-0.26	-0.0028	-0.11	-0.0050	-0.19
$Z_t(CG_t) \times X_{t3}$	-0.0540	-1.44	-0.0846	-2.20**	-0.0245	-0.53
YD and ICODE	포함					
F-값	13.00***		10.49***		15.01***	
Adj.R ²	0.2194		0.1819		0.2684	

〈표 8〉 추가분석 3 : 이익 혹은 손실에 따른 배당의 정보효과

패널 B : 당기순이익이 음(-)인 기업을 대상으로 분석한 결과						
	모형 1(n=733)		모형 2(n=733)		모형 3(n=389)	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	-0.2654	-0.36	-0.2744	-0.37	-0.1250	-0.56
X_{t-1}	-0.3261	-4.36***	-0.3239	-4.33***	-0.1426	-1.12
X_t	-0.0299	-0.38	-0.0232	-0.29	-0.0495	-0.30
X_{t3}	-0.1936	-3.28***	-0.1919	-3.25***	-0.2645	-2.67***
R_{t3}	-0.0752	-4.69***	-0.0738	-4.68***	-0.1063	-4.32***
DIV_t	0.0923	1.21				
$DIV_t \times X_{t-1}$	0.3906	1.53				
$DIV_t \times X_t$	0.1855	0.65				
$DIV_t \times X_{t3}$	0.1382	1.38				
$DIV_t \times R_{t3}$	-0.0058	-0.15				
P_DIV_t			0.0721	0.93		
$P_DIV_t \times X_{t-1}$			0.4012	1.51		
$P_DIV_t \times X_t$			0.1560	0.51		
$P_DIV_t \times X_{t3}$			0.1397	1.29		
$P_DIV_t \times R_{t3}$			-0.0091	-0.23		
$P5_DIV_t$					-0.0557	-0.45
$P5_DIV_t \times X_{t-1}$					0.1894	0.62
$P5_DIV_t \times X_t$					0.1062	0.29
$P5_DIV_t \times X_{t3}$					0.1511	1.17
$P5_DIV_t \times R_{t3}$					0.0274	0.58
$Z_t(LEV_t)$	-0.1488	-0.53	-0.1574	-0.56	-0.0227	-0.06
$Z_t(LEV_t) \times X_{t3}$	-0.1601	-0.45	-0.1313	-0.37	0.2977	0.53
$Z_t(SIZE_t)$	-0.1254	-0.44	-0.1059	-0.37	-0.1430	-0.34
$Z_t(SIZE_t) \times X_{t3}$	0.5970	1.61	0.5546	1.48	0.4383	0.68
$Z_t(EQ_t)$	0.0366	0.34	0.0452	0.42	0.1276	0.81
$Z_t(EQ_t) \times X_{t3}$	-0.0667	-0.72	-0.0739	-0.79	0.0088	0.06
$Z_t(AQ_t)$	-0.0245	-0.36	-0.0231	-0.34	0.0111	0.10
$Z_t(AQ_t) \times X_{t3}$	-0.0477	-0.61	-0.0370	-0.48	-0.1933	-1.67*
$Z_t(CG_t)$	0.0437	0.65	0.0448	0.66	0.1227	1.17
$Z_t(CG_t) \times X_{t3}$	-0.0559	-1.04	-0.0505	-0.93	-0.1301	-1.40
YD and ICODE	포함					
F-값	2.14***		2.11***		1.24	
Adj.R ²	0.0879		0.0861		0.0334	

- 1) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의성이 있음.
- 2) 변수의 정의 : DIV는 배당지급 여부(t 기에 현금배당을 수행한 기업이면 1, 아니면 0), P_DIV는 연속 배당지급 여부(현금배당을 5년 연속으로 수행한 기업이면 1, 배당 수행횟수가 0번, 1번, 2번, 3번 및 4번인 기업이면 0), P5_DIV는 5년 연속으로 배당을 수행한 기업이면 1, 5년 연속으로 배당을 수행하지 않은 기업이면 0, 그리고 그 외 변수는 <표 2>, <표 4>, <표 5>, <표 6> 및 <표 7> 참조.

패널 A의 모형 3은 5년 연속 배당을 수행한 기업과 5년 연속 배당을 수행하지 않은 기업 즉, 2,406(기업-년) 기업 중에서 당기순이익이 양(+)인 기업을 대상으로 분석한 결과이다.

<표 8> 패널 B의 모형 1과 모형 2는 전체 3,509(기업-년)개 기업 중에서 당기순이익이 음(-)인 기업을 대상으로 분석한 결과이다. 패널 A의 모형 3은 5년 연속 배당을 수행한 기업과 5년 연속 배당을 수행하지 않은 기업 즉, 2,406(기업-년) 기업 중에서 당기순이익이 음(-)인 기업을 대상으로 분석한 결과이다.

<표 8>의 결과를 살펴보면, $DIV_t \times X_{it}$, $P_DIV_t \times X_{it}$ 및 $P5_DIV_t \times X_{it}$ 의 회귀계수는 패널 A의 각각의 모형에서 모두 유의한 양(+)의 값으로 나타났다. 하지만, $DIV_t \times X_{it}$, $P_DIV_t \times X_{it}$ 및 $P5_DIV_t \times X_{it}$ 의 회귀계수는 패널 B의 각각의 모형에서 모두 유의성이 없는 것으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 당기순이익이 양(+)인 기업의 경우 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 것으로 해석할 수 있다. 하지만, 당기순이익이 음(-)인 기업의 배당은 미래이익의 가치관련성과 관련성을 가지지 않는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구에서는 배당을 지급하는 기업의 경우 높은 회계이익의 질을 보고할 유인이 높을 것이라는 기대에 근거하여 가설 1과 가설 2를 설정하였다. 따라서 <표 4>와 <표 5>의 결과는 배당이 회계이익의 질과 연관되어 도출될 가능성이 있다.

본 연구는 배당의 정보효과를 분석하기 위한 연구이다. <표 4>와 <표 5>의 결과에 배당이 회계이익의 질과 연관되어 도출된 가능성을 통제하기 위하여, 본 연구에서는 발생액의 질이 높은 집단과 발생액의 질이 낮은 집단으로 표본을 나누어 추가분석을 수행하고자 한다.

발생액의 질은 Dechow and Dichev(2002)의 모형에서 산출된 잔차에 절대값을 취하여 측정하였다. Dechow and Dichev(2002)의 모형에서 산출된 잔차의 절대값이 작(높)을 경우, 회계이익의 질이 높(낮)은 것으로 해석할 수 있다.

<표 9>는 발생액의 질이 높은 집단과 낮은 집단을 구분한 후, 배당이 미래이익의 주가관련성에 미치는 영향을 분석한 결과이다. <표 9>의 패널 A는 회계이익의 질이 높은 기업을 대상으로 분석한 결과이고, 패널 B는 회계이익의 질이 낮은 기업을 대상으로 분석한 결과이다.

구체적으로, 패널 A의 모형 1과 모형 2는 전체 3,509(기업-년)개 기업 중에서 Dechow and Dichev(2002)의 모형에서 산출된 잔차의 절대값이 중위수(0.0406) 미만인 기업($n=1,754$)을 대상으로 분석한 결과이다. 패널 A의 모형 3은 5년 연속 배당을 수행한 기업과 5년 연속 배당을 수행하지 않은 기업 즉, 2,406(기업-년)개 기업 중에서 Dechow and Dichev(2002)의 모형에서 산

출된 잔차의 절대값이 중위수(0.0374) 미만인 기업($n=1,203$)을 대상으로 분석한 결과이다. 즉, 패널 A는 회계이익의 질이 높은 집단을 대상으로 배당과 미래이익의 가치관련성 간의 관련성을 분석한 결과이다.

패널 B의 모형 1과 모형 2는 전체 3,509(기업-년)개 기업 중에서 Dechow and Dichev(2002)의 모형에서 산출된 잔차의 절대값이 중위수(0.0406) 이상인 기업($n=1,755$)을 대상으로 분석한 결과이다. 패널 A의 모형 3은 2,406(기업-년)개 기업 중에서 Dechow and Dichev(2002)의 모형에서 산출된 잔차의 절대값이 중위수(0.0374) 이상인 기업($n=1,203$)을 대상으로 분석한 결과이다. 즉, 패널 B는 회계이익의 질이 낮은 집단을 대상으로 배당과 미래이익의 가치관련성 간의 관련성을 분석한 결과이다.

분석결과를 살펴보면, $DIV_t \times X_{B3}$, $P_DIV_t \times X_{B3}$ 및 $P5_DIV_t \times X_{B3}$ 회귀계수는 패널 A와 패널 B 모두에서 유의한 양(+)의 값을 제시하고 있다. 이러한 결과에 따르면, 회계이익의 질이 높은 집단과 낮은 집단 모두에서 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 요인으로 작용하고 있음을 시사한다.

본 연구에서는 배당을 지급하는 기업은 회계이익의 질이 높을 것으로 기대하여 가설을 설정하고 실증분석을 수행하였다. 하지만 <표 9>에 나타난 결과와 같이, 배당이 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향에 회계이익의 질을 통제하여도 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 것으로 나타나고 있다. 이는 배당의 역할에 있어, 회계이익의 질을 통제하여도 배당이 정보적 효과를 가지고 있음을 시사한다.

배당의 정보적 효과를 <표 8>의 결과와 연결하여 해석해 보면, 배당의 재원이 되는 이익잉여금이 증가될 경우 즉, 당기순이익이 양(+)의 값을 가지는 기업이 배당을 수행하면 이러한 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 것으로 나타나고 있다. 하지만, 당기순이익이 음(-)으로 나타나 배당의 재원이 되는 이익잉여금이 감소함에도 불구하고 배당을 수행하는 기업의 경우, 배당은 미래이익의 가치관련성과 관련성을 가지지 않는 것으로 나타나고 있다.

본 연구에서는 배당의 정보효과를 회계이익의 질과 관련지어 가설을 설정하였다 하지만 <표 8>과 <표 9>의 결과를 종합해 보면, 배당이 미래이익의 주가관련성에 영향을 미치는 요인은 이익잉여금에 의하여 나타나는 것으로 판단된다. 즉, 이익잉여금이 증가되는 요인이 있는 기업의 배당은 정보적 효과를 가지지만 이익잉여금이 감소되는 요인이 있는 기업의 배당은 정보적 효과를 가지지 않는 것으로 판단된다.

<표 9> 추가분석 4 : 발생액의 질이 높고 낮음에 따른 배당의 정보효과 (이후 계속)

패널 A : 회계이익의 질이 높은(Dechow and Dichev(2002)의 모형에서 산출된 잔차의 절대값이 중위수 미만인) 기업을 대상으로 분석한 결과

	모형 1(n=1,754)		모형 2(n=1,754)		모형 3(n=1,203)	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	0.0975	1.46	0.1496	2.32	0.1637	2.66***
X_{t-1}	-0.2934	-5.04***	-0.2434	-4.47***	0.5323	3.46***
X_t	0.0714	0.92	0.1457	2.13**	-0.2514	-1.48
X_{t3}	-0.0625	-1.09	-0.0111	-0.20	0.0356	0.57
R_{t3}	-0.1123	-5.95***	-0.1126	-6.96***	-0.0977	-3.90***
DIV_t	-0.0936	-2.48**				
$DIV_t \times X_{t-1}$	0.2484	2.54**				
$DIV_t \times X_t$	0.6352	5.30***				
$DIV_t \times X_{t3}$	0.3117	6.23***				
$DIV_t \times R_{t3}$	-0.0076	-0.32				
P_DIV_t			-0.1599	-4.83***		
$P_DIV_t \times X_{t-1}$			0.1228	1.11		
$P_DIV_t \times X_t$			0.6650	4.92***		
$P_DIV_t \times X_{t3}$			0.2201	4.11***		
$P_DIV_t \times R_{t3}$			0.0036	0.16		
$P5_DIV_t$					-0.2109	-4.08***
$P5_DIV_t \times X_{t-1}$					-0.7278	-4.20***
$P5_DIV_t \times X_t$					1.0538	5.30***
$P5_DIV_t \times X_{t3}$					0.1907	2.49**
$P5_DIV_t \times R_{t3}$					0.0023	0.08
$Z_t(LEV_t)$	0.1276	1.22	0.0935	0.88	0.0934	0.93
$Z_t(LEV_t) \times X_{t3}$	0.9249	5.53***	0.8859	5.20***	0.4408	2.65***
$Z_t(SIZE_t)$	-0.1762	-1.59	-0.1198	-1.07	-0.1594	-1.47
$Z_t(SIZE_t) \times X_{t3}$	-0.9827	-5.43***	-0.9740	-5.32***	-0.1651	-0.91
$Z_t(EQ_t)$	0.0615	1.31	0.0353	0.74	0.0353	0.74
$Z_t(EQ_t) \times X_{t3}$	-0.0946	-1.37	-0.0308	-0.44	-0.1677	-1.90*
$Z_t(AQ_t)$	-0.0658	-1.99**	-0.0639	-1.91*	-0.0265	-0.74
$Z_t(AQ_t) \times X_{t3}$	0.1463	2.65***	0.1456	2.62***	-0.0645	-0.89
$Z_t(CG_t)$	0.0254	0.88	0.0256	0.88	0.0326	1.12
$Z_t(CG_t) \times X_{t3}$	-0.0264	-0.60	-0.0448	-0.99	0.0089	0.17
YD and ICODE	포함					
F-값	8.97***		8.11***		10.79***	
Adj.R ²	0.2475		0.2009		0.2316	

〈표 9〉 추가분석 4 : 발생액의 질이 높고 낮음에 따른 배당의 정보효과

패널 B : 회계이익의 질이 낮은(Dechow and Dichev(2002)의 모형에서 산출된 잔차의 절대값이 중위수 이상인) 기업을 대상으로 분석한 결과

	모형 1(n=1,775)		모형 2(n=1,775)		모형 3(n=1,203)	
	Estimates	t-value	Estimates	t-value	Estimates	t-value
Intercept	0.0624	0.80	0.1431	1.81*	-0.0320	-0.43
X_{t-1}	-0.3009	-6.17***	-0.2601	-5.64***	-0.2600	-3.02***
X_t	0.1066	1.79*	0.2822	4.91***	0.0486	0.38
X_{t3}	-0.1653	-3.23***	-0.1317	-2.52**	-0.2278	-3.05***
R_{t3}	-0.0731	-5.62***	-0.0682	-5.41***	-0.1195	-6.30***
DIV_t	-0.0581	-1.37				
$DIV_t \times X_{t-1}$	0.2174	2.49**				
$DIV_t \times X_t$	1.2265	8.72***				
$DIV_t \times X_{t3}$	0.1877	4.06***				
$DIV_t \times R_{t3}$	0.0090	0.42				
P_DIV_t			-0.1617	-3.98***		
$P_DIV_t \times X_{t-1}$			0.2729	2.56**		
$P_DIV_t \times X_t$			0.7261	4.41***		
$P_DIV_t \times X_{t3}$			0.1104	2.07**		
$P_DIV_t \times R_{t3}$			0.0160	0.71		
$P5_DIV_t$					-0.1073	-1.70*
$P5_DIV_t \times X_{t-1}$					0.2637	2.19**
$P5_DIV_t \times X_t$					1.1259	6.16***
$P5_DIV_t \times X_{t3}$					0.2538	4.10***
$P5_DIV_t \times R_{t3}$					0.0614	2.42**
$Z_t(LEV_t)$	0.0136	0.11	-0.0840	-0.63	0.0896	0.62
$Z_t(LEV_t) \times X_{t3}$	0.2035	1.00	0.1485	0.71	0.2516	1.03
$Z_t(SIZE_t)$	-0.2202	-1.67*	-0.1286	-0.94	-0.2229	-1.46
$Z_t(SIZE_t) \times X_{t3}$	0.0860	0.40	0.1045	0.48	0.0840	0.32
$Z_t(EQ_t)$	-0.1279	-2.28**	-0.1264	-2.20**	-0.1210	-1.87*
$Z_t(EQ_t) \times X_{t3}$	0.0367	0.53	0.0941	1.30	0.0878	1.00
$Z_t(AQ_t)$	-0.0079	-0.22	-0.0075	-0.20	0.0559	1.30
$Z_t(AQ_t) \times X_{t3}$	0.0321	0.66	0.0589	1.19	-0.0415	-0.71
$Z_t(CG_t)$	0.1008	3.02***	0.0907	2.65***	0.1332	3.46***
$Z_t(CG_t) \times X_{t3}$	-0.1089	-3.05***	-0.1130	-3.10***	-0.1551	-3.28***
YD and ICODE	포함					
F-값	10.11***		8.25***		10.08***	
Adj.R ²	0.2406		0.2013		0.2230	

- 1) ***, ** 및 *는 각각 1%, 5% 및 10% 수준에서 유의성이 있음.
- 2) 변수의 정의 : DIV는 배당지급 여부(t 기에 현금배당을 수행한 기업이면 1, 아니면 0), P_DIV는 연속 배당지급 여부(현금배당을 5년 연속으로 수행한 기업이면 1, 배당 수행횟수가 0번, 1번, 2번, 3번 및 4번인 기업이면 0), P5_DIV는 5년 연속으로 배당을 수행한 기업이면 1, 5년 연속으로 배당을 수행하지 않은 기업이면 0, 그리고 그 외 변수는 <표 2>, <표 4>, <표 5>, <표 6> 및 <표 7> 참조.

V. 결 론

본 연구는 배당지급의 지급 및 배당지급의 형태에 따라 미래이익의 가치관련성이 차이가 있는지를 실증분석하였다. 구체적으로 본 연구에서는 배당기업이 무배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높을 것이라는 가설 1과, 연속 배당기업은 비연속 배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높을 것이라는 가설 2를 설정하고 실증분석을 수행하였다.

배당의 정보효과를 분석한 회계학 연구에서는 배당을 개별 기업의 회계정보와 관련지어 실증 분석하고 있다. 이러한 연구들에 따르면, 배당은 미래 경영성과에 대한 유용한 정보를 제시하는 것으로 나타나고 있다.

하지만, 배당과 관련된 연구에서는 배당이 가지는 미래 경영성과에 대한 정보가 주가에 어떻게 반영되고 있는지를 분석한 연구는 활발하지 않다. 따라서 본 연구는 배당의 정보효과를 배당과 미래이익의 가치관련성 간의 관련성을 통하여 실증분석해 보았다.

실증분석 결과, 배당기업은 무배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 그리고 연속적 배당기업은 비연속적 배당기업보다 미래이익의 가치관련성이 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과에 따르면, 배당이 미래이익의 주가관련성을 증가시키는 요인으로 작용하고 있음을 의미할 수 있다.

추가적으로, 본 연구에서는 표본을 당기순이익이 양(+)인 그룹과 음(-)인 그룹으로 나누어 각각의 그룹에서 배당이 미래이익의 가치관련성과 어떠한 관련성을 가지는지를 추가분석해 보았다. 추가분석 결과, 당기순이익이 양(+)인 그룹의 경우 배당지급 여부는 미래이익의 가치관련성과 양(+)의 관련성을 가지는 것으로 나타났으나, 당기순이익이 음(-)인 그룹의 경우 배당은 미래이익의 가치관련성과 관련성을 가지지 않는 것으로 나타났다.

이러한 결과에 따르면, 배당의 재원이 되는 이익잉여금이 증가하는 기업이 배당을 수행하면 배당은 미래이익의 가치관련성을 증가시키는 요인으로 작용하는 것으로 해석할 수 있다. 하지만, 배당의 재원이 되는 이익잉여금이 감소하는 기업이 배당을 수행하면 배당은 미래이익의 가치관련성과 관련성을 가지지 않는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구는 배당이 미래이익의 가치관련성과 어떠한 관련성을 가지는지를 분석하였다는 점에서 공헌점이 있다. 즉, 본 연구는 배당의 미래 경영성과에 대한 정보효과를 주가를 통하여 검증

하였다는 점에서 시사점이 있다.

또한, 본 연구는 배당지급 여부 및 배당지급의 형태에 따라 미래이익의 가치관련성이 체계적으로 차이가 난다는 실증적 자료를 제시한다는 점에서 기여점이 있을 것으로 판단된다. 본 연구는 배당지급 여부가 가지는 정보효과를 분석하는 연구이므로, 배당과 관련된 변수를 수준(level) 변수로 측정하지 않았다. 배당의 수준에 따른 정보효과는 향후 연구과제로 남긴다.

참고문헌

- 고윤성 · 박선영. 2014. “자발적 저배당 및 배당생략 기업의 특성 및 성과”. 회계학연구 제39권 제5호 : 1-40.
- 권수영 · 기은선 · 서호준. 2012. “발생액의 질이 미래이익에 대한 주가 정보성에 미치는 영향”. 경영학연구 제41권 제1호 : 139-169.
- 기은선 · 안혜진 · 광수근. 2018. “배당과 감사보수 사이의 관계”. 회계 · 세무와 감사연구 제60권 제1호 : 29-66.
- 김도연 · 김정옥. 2015. “회계보수성이 미래이익의 정보효과에 미치는 영향”. 회계저널 제24권 제6호 : 57-77.
- 김영철 · 고종권. 2011. “회계이익과 세무이익의 차이와 이익의 질”. 세무학연구 제28권 제4호 : 87-119.
- 김창수. 2006. “한국의 사외이사제도 도입과 기업가치”. 재무연구 제19권 제2호 : 105-153.
- 김현표 · 전경민 · 신영직. 2016. “배당, 지배구조와 이익조정에 관한 연구”. 회계학연구 제41권 제2호 : 39-86.
- 남혜정. 2016. “배당지급 손실기업의 이익의 질에 대한 연구”. 회계학연구 제41권 제2호 : 213-241.
- 박종일 · 정설희. 2018. “배당이 미래 이익의 질을 전달하는가?”. 경영학연구 제47권 제2호 : 307-348.
- 백원선. 2011. “수익비용대응원칙과 이익의 질”. 회계학연구 제36권 제2호 : 101-127.
- 손성규 · 신일항. 2014. “상품시장 경쟁이 재무분석가의 이익예측에 미치는 영향”. 경영학연구 제43권 제4호 : 307-348.
- 양동훈 · 박연희 · 최신재 · 권수천. 2007. “이익유연화가 기업의 부채조달에 미치는 영향에 관한 연구”. 회계저널 제16권 제4호 : 57-77.
- 이현주 · 정현욱. 2014. “수익비용대응 수준과 미래이익의 정보효과”. 회계 · 세무와 감사연구 제60호 : 37-63.
- 전규안 · 박종일. 2009. “회계이익과 과세소득의 차이와 발생액 정보가 감사시간과 감사보수에 미치는 영향”. 경영학연구 제38권 제2호 : 319-350.
- 정현욱. 2014. “현금보유 수준과 재무분석가의 이익예측오차 간의 관련성에 대한 연구”. 회계정보연구 제32권 제4호 : 305-330.
- 정현욱. 2015. “비정상감사시간과 미래이익의 주가 정보성에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제16권 제4호 : 9-34.
- 정현욱. 2016. “산업 내 경쟁정도와 미래이익반응계수”. 회계 · 세무와 감사연구 제58권 제2호 : 167-191.
- 정현욱. 2019. “손실기업 및 이익기업의 배당지급 여부가 회사채 신용등급에 미치는 영향”. 회계

저널 제28권 제6호 : 35-65.

정현욱 · 변선영. 2018. “배당지급 여부와 수익비용대응 수준 간의 관련성에 대한 연구”. 회계 · 세무와 감사연구 제60권 제3호 : 149-166.

정현욱 · 이강일. 2014a. “부채특성이 미래이익반응계수에 미치는 영향”. 기업경영연구 제21권 제4호 : 41-61.

정현욱 · 이강일. 2014b. “특수관계자거래와 미래이익반응계수”. 경영연구 제29권 제3호 : 173-197.

정현욱 · 이강일. 2017. “현금보유수준과 미래이익의 정보효과”. 회계 · 세무와 감사연구 제59권 제1호 : 247-268.

정현욱 · 이강일. 2018. “손실기업 및 이익기업의 배당지급 여부와 재무분석가의 낙관적인 이익 예측편의”. 회계정보연구 제36권 제4호 : 29-51.

정현욱 · 이현주. 2015. “지분율과리도가 미래이익의 정보효과에 미치는 영향”. 회계정보연구 제33권 제1호 : 101-124.

최종서 · 송동건. 2004. “이익유연화가 회계정보 및 현금흐름의 정보가치에 미치는 영향”. 회계 · 세무와 감사연구 제40호 : 215-236.

하석태 · 조성표. 2020. “기업수명주기와 미래이익에 대한 추가 정보성”. 회계학연구 제45권 제1호 : 1-36.

Bharath, S. T., J. Sunder, and S. V. Sunder. 2008 Accounting Quality and Debt Contracting. *The Accounting Review* 83(1) : 1-28.

Bhattacharya, N., F. Ecker, P. Olsson, and K. Schipper. 2012. Direct and Mediated Associations among Earnings Quality, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *The Accounting Review* 87 : 449-482.

Bhushan, R. 1989. Firm Characteristics and Analyst Following. *Journal of Accounting and Economics* 11(2/3) : 255-274.

Caskey, J., and M. Hanlon. 2013. Dividend policy at firms accused of accounting fraud. *Contemporary Accounting Research* 30(2) : 818-850.

Choi, J. H., L. A. Myers, Y. Zang, and D. Ziebart. 2011. Do Management EPS forecasts allow returns to reflect future earnings? Implication for the continuation of management's quarterly earnings guidance. *Review of Accounting Studies* 16(1) : 143-182.

Choi, J. H., S. Choi, L. A. Myers, and D. Ziebart. 2013. Financial Statement Comparability and the Ability of Current Stock Returns to Reflect the Information in Future Earnings. *Working paper*.

Collins, D. W., S. P. Kothari, J. Shanken, and R. G. Sloan. 1994. Lack of timeliness and noise as explanations for the low contemporaneous return-earnings association. *Journal of*

- Accounting and Economics* 18 : 289–324.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. Skinner. 1992. Dividends and losses. *The Journal of Finance* 47(5) : 1837–1863.
- Dechow, P. M. and I. Dichev. 2002. The quality of accruals and earnings : The role of accrual estimation errors. *The Accounting Review* 77(Supplement) : 35–59
- Dichev, I., and V. Tang. 2009. Earnings Volatility and Earnings Predictability. *Journal of Accounting and Economics* 47(1–2) : 160–181.
- Eckbo, B. E., and S. Verma. 1994. Managerial share ownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance* 1 : 33–62.
- Gelb, D., and P. A. Zarowin. 2002. Corporate Disclosure Policy and the Informativeness of Stock Prices. *Review of Accounting Studies* 7(1) : 33–52.
- Haw, I. M., B. Hu., and J. J. Lee. 2012. Investor protection and price informativeness about future earnings : International evidence. *Review of Accounting Studies* 17(2) : 389–419.
- Jung, H. U., and T. H. Mun. 2020. The Effect of Mandatory Adoption of IFRS on Value Relevance of Future Earnings. *Journal of International Trade & Commerce* 16(5) : 183–203.
- Lawson, B., and D. Wang. 2016. The earnings quality information content of dividend policies and audit pricing. *Contemporary Accounting Research* 33(4) : 1685–1719.
- Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review* 46(2) : 97–113.
- Liu, N., and R. Espahbodi. 2014. Does dividend policy drive earnings smoothing?. *Accounting Horizons* 28(3) : 501–528.
- Lundholm, R., and L. A. Myers. 2002. Bringing the Future Forward : The Effect of Disclosure on the Returns–Earnings Relation. *Journal of Accounting Research*. 40(3) : 809–839.
- Richardson, V. J. 2000. Information Asymmetry and Earnings Management : Some Evidence. *Review of Quantitative Finance and Accounting* 15(4) : 325–347.
- Skinner, D., and E. Soltes. 2011. What do dividends tell us about earnings quality?. *Review of Accounting Studies* 16(1) : 1–28.
- Tong, Y. H., and B. Miao. 2011. Are dividends associated with the quality of earnings? *Accounting Horizons* 25(1) : 183–205.
- Tucker, J. W., and P. A. Zarowin. 2006. Does Income Smoothing Improve Earnings Informativeness. *The Accounting Review* 81(1) : 251–270.

The Effect of Dividend on Value Relevance of Future Earnings*

Jung Hyun-Uk** · Lee Hyun-Ju***

〈Abstract〉

This study analyzed the effect of dividends on the information effect of future earnings. This study establishes hypothesis 1 that dividend payers will have higher value relevance of future earnings than non-dividend payers, and hypothesis 2 that persistent dividend payers will have higher value relevance of future earnings than non-persistent dividend payers.

For the empirical test model, Tucker and Zarowin(2006)'s FERC(Future Earnings Response Coefficient) model is used, and variables related to dividends are measured as dummy variables. As a result of empirical test, it is found that dividend payers have higher value relevance of future earnings than non-dividend payers.

Also, it is found that persistent dividend payers have higher value relevance of future earnings than non-persistent dividend payers. These results suggest that dividends act as a factor that increases the value relevance of future earnings. This is found to be consistent even when controlling the quality of earnings.

An additional test is conducted on the relationship between dividends and the value relevance of future earnings by dividing the sample into positive net income and negative net income. In the group with positive net income, dividends are found to increase the value relevance of future earnings. However, in the group with negative net income, dividends are found to have no additional effect on the value relevance of future earnings. Taken together, these results suggest that dividends show the information effect of dividends based on the profitability of individual companies.

This study has a contribution that it tests how dividends are related to the value relevance of future earnings. In other words, this study has implications in that the information effect on the future management performance of dividends is verified through stock prices. In addition, this study is considered to have practical contributions in that it presents data that the value relevance of future earnings can differ depending on the type of dividend payment.

〈Key words〉 Dividend, Value Relevance of Future Earnings, Future Earnings Response Coefficient(FERC)

* This work was supported by the Dong-A University research fund.

** Assistant Professor, School of Business, Dong-A University, biglotos@dau.ac.kr, First Author

*** Ph. D. in Business Management, School of Business, Yeungnam University, hyunjulee0328@gmail.com, Corresponding Author