

기업의 지리적 위치가 배당의사결정에 미치는 영향

남혜정*

<요 약>

본 연구는 대도시에 위치한 기업일수록 배당정책이 달라지는지 검증하였다. 기업의 입지에 대한 선행연구들은 대도시 또는 기타 지역에 위치하고 있는지에 따라 기업에 대한 감시·감독의 정도 또는 시장 압력(market pressure)의 차이가 있으며 이는 기업의 의사결정에 영향을 미칠 수 있음을 제시하고 있다.

본 연구는 기업의 지리적 위치가 배당정책에 미치는 영향을 살펴보기 위하여, 2001년부터 2015년까지 국내 기업들을 대상으로 기업의 본사위치와 배당수익률간의 관계를 검증하였다. 18,566 기업-년의 표본을 이용하여 분석한 결과, 대도시에 입지한 기업일수록 비대도시 지역에 입지한 기업들과 비교하여 배당수익률이 높음을 발견하였다. 이는 대도시에 위치한 기업들에게 감시·감독의 용이성측면보다는 시장압력적 측면이 크게 작용하여 배당정책에도 영향을 미치고 있음을 보여준다. 또한 지리적 위치와 배당정책간의 관계가 기업의 성장성에 따라 달라지는지 분석한 결과, 성장성이 높은 기업들은 대도시에 위치하더라도 배당수익률이 낮음을 발견하였다. 이러한 결과는 이해관계자들과의 지리적 근접성으로 인한 압력과 배당관계가 기업특성에 따라 다르게 작용하고 있으며, 주요 대도시에 입지한 성장하는 기업들은 배당압력에도 불구하고 배당을 감소시키고 있음을 보여준다.

요약하면, 본 연구의 결과는 기업의 지리적 위치가 배당정책에 영향을 미치고 있으며, 대도시에 위치한 성장기업들은 지리적 근접성으로 인한 배당압력보다는 정보제공의 용이성을 통하여 투자기회에 비중을 두고 있음을 알 수 있다. 우리나라는 고성장시기를 지나 저금리시대를 거치고 있으며, 최근에는 배당수익률이 시중금리를 넘어서고 있다. 어느 때보다 배당에 대한 관심이 높아지고 있는 상황에서 배당의사결정에 영향을 미치는 요인으로 기업의 지리적 위치가 중요함을 제시하였다는 점에서 본 연구의 의의가 있다. 투자자들뿐만 아니라 유관기관에서도 배당정책 및 배당관련제도를 마련하는데 있어 본 연구의 결과가 의미있는 시사점을 제시할 수 있을 것이다.

<주제어> 기업의 지리적 위치, 배당정책, 시장압력, 감독용이

* 동국대학교(서울캠퍼스) 경영대학 회계학과 부교수, namhj@dongguk.edu, 주저자

논문접수일 2018년 3월 8일 1차수정일 2018년 5월 3일 게재확정일 2018년 6월 11일

I. 서 론

교통수단의 발달에도 불구하고 기업의 입지는 기업의사결정에 영향을 미치는 중요한 요소로 나타나고 있다. 선행연구에 의하면, 대도시에 위치한 기업일수록 투자자와 재무분석가의 정보획득비용이 낮으며, 관심있는 기업들을 모니터링하기에 용이하다는 연구결과가 제시되고 있다. 대부분의 기관투자자들과 재무분석가들은 대도시에 위치하고 있으며, 이해관계자들과 기업과의 거리적 근접성이 높을수록 기업에 대한 모니터링은 더욱 용이할 것이다. 즉, 대도시에 위치한 기업들은 이해관계자들과의 지리적으로 가깝게 있기 때문에, 기업정보를 이해관계자들에게 용이하게 전달할 수 있으며, 투자자들도 상대적으로 낮은 비용으로 기업에 대한 정보를 획득하고, 용이하게 감시·감독할 수 있다(Coval and Moskowitz 2001 ; Bodnaruk 2009). Lerner(1995)는 지리적 근접성이 벤처캐피탈의 투자가능성에 영향을 미치는 중요한 요인임을 발견하였다. 투자자들은 지리적으로 가깝게 위치한 기업일수록 용이하게 감시·감독할 수 있기 때문에 원거리에 있는 기업들보다는 가까운 거리에 위치한 기업에 더 많이 투자한다는 것이다. 또한 펀드매니저와 재무분석가들 역시 지리적으로 가까운 곳에 위치한 기업일수록 정보획득비용이 낮기 때문에 이러한 기업들을 선호하는 것으로 나타났다(Loughran and Schultz 2005 ; Ivkovic and Weisbenner 2005). 반면에 대도시에 위치할수록 기업과 이해관계자들의 거리적 근접성이 높기 때문에 기업이 느끼는 부담감도 높아진다는 연구결과도 제시되고 있다. 이러한 시장압력은 기업으로 하여금 재무분석가의 이익에측치보다 높거나 같은 이익수준을 발표하려는 유인을 증가시키며, 이를 위하여 이익조정을 할 가능성이 높아진다는 것이다(Payne and Robb 2000 ; Carter et al. 2007). 이는 기업의 지리적 근접성이 기업으로 하여금 이해관계자들의 요구에 맞춰야 한다는 압력으로 작용할 수 있으며, 기업의 주요 의사결정에도 영향을 미칠 것으로 예상된다.

배당관련연구들은 대리인 비용이 높은 기업일수록 배당지급은 경영자와 주주들간의 대리인 비용을 낮출 수 있는 효율적인 수단으로 제시하고 있다. 즉, 대리인비용이 높은 상황에서는 기업이 배당을 지급할 유인이 높다는 것이다. 따라서 기업과 투자자들간의 지리적 거리감이 멀어질수록 정보비대칭이 커지고, 대리인 비용이 높아진다면, 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에도 영향을 미칠 수 있음을 시사한다. 반면에 기업과 투자자들간의 지리적 근접성이 기업의사결정에 대한 압력으로 작용한다면 이 역시도 배당의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 왜냐하면 배당관련 연구들은 투자자들의 배당요구가 배당의사결정의 주요 요인임을 제시하고 있기 때문이다. 그러나 배당의사결정에 기업의 지리적 위치가 미치는 영향에 대한 실증연구는 미미한 상황이다.

본 연구는 국내 상장기업을 대상으로 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에 영향을 미치는지 검증하였다. 먼저 기업의 본사위치를 기준으로 기업의 입지를 대도시와 대도시 이외의 지역으로 구분하였으며, 기업의 입지여부와 배당수익률간의 관계를 살펴보았다. 이와 함께 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에 미치는 영향이 기업특성에 따라 달라지는 분석하였다. 성장하는 기업의

경우에는 배당의사결정과 투자의사결정간에 대체관계가 존재하기 때문에 기업의 입지가 배당의사결정에 미치는 영향이 다르게 나타날 수 있을 것으로 예상하였다. 즉, 기업의 지리적 위치로 인한 정보비대칭이 성장하는 기업에 있어 배당정책에 어떻게 영향을 미치는지 살펴보았다.

2001년부터 2015년까지 유가증권시장에 상장된 기업들을 이용하여 분석한 결과, 주요 대도시에 위치한 기업일수록 배당수익률이 높게 나타나고 있음을 발견하였다. 이는 주요 대도시에 위치한 기업일수록 이해관계자들과의 거리적 근접성으로 성과배분에 대한 부담감이 높아지고, 나아가 배당정책에도 압력으로 작용하고 있음을 보여준다. 즉, 주요 대도시의 경우에는 대부분의 기관투자자들이 위치하고 있기 때문에 기업들과의 근접성이 높고, 이는 기업성과배분에 대한 부담감으로 작용하여, 배당에 대한 압력으로 나타나고 있다. 이러한 결과는 기업의 지리적 위치에 대한 내생성을 통제한 결과에서도 일관되게 나타났다. 이와 함께, 성장성이 높은 기업의 경우, 배당의사결정과 투자의사결정간의 대체관계로 인하여 기업의 지리적 위치와 배당간의 관계에 미치는 영향을 달라지는지 분석하였다. 분석결과, 성장하는 기업들의 경우에는 기업위치와 배당수익률간의 유의적인 음의 관계가 발견되었다. 이는 성장하는 기업들의 경우에는 지리적 위치로 인한 이해관계자들의 시장압력보다는 성장기회를 모색하고 매력적인 투자기회에 대처하기 위하여 배당지급보다는 내부유보를 선호하고 있음을 보여준다.

본 연구는 관련선행연구에 다음과 같은 공헌점을 제시할 것으로 기대된다. 첫째, 배당의사결정에 영향을 미치는 변수들에 대한 선행연구들은 활발하게 진행되어 왔으나, 기업의 입지가 중요한 요인이라는 본 연구의 발견은 배당의사결정에 또 다른 중요변수로 고려되어야 함을 시사하고 있다. 배당신호가설에 의하면 배당지급은 경영자와 투자자간의 정보비대칭문제를 완화시켜주며, 경영자는 일반투자자들보다 기업의 미래성과에 대한 많은 정보를 가지고 있기 때문에 이를 시장에 알리기 위하여 배당지급을 결정한다. 따라서 배당의 증가는 기업의 미래성과에 대한 좋은 신호로 여겨진다. 더불어 본 연구는 경영자와 주주들간의 지리적 근접성이 시장압력으로 작용하여 배당의사결정에 영향을 미친다는 것을 제시함으로써, 기업의 위치라는 새로운 요인을 제시하였다는 점에서 의의가 있다. 본 연구의 발견은 기업의 지리적 위치에 대한 실증연구가 미미한 상황에서 향후에는 기업의 여러 이해관계자들의 의사결정에 기업의 입지가 중요한 고려사항임을 보여준다.

둘째, 기업의 입지가 여러 의사결정(투자, 이익조정, 자금조달 등)에 영향을 미친다는 선행연구결과를 확장하여 본 연구는 배당의사결정에 기업의 입지가 중요한 요인임을 제시하였다. 이는 배당관련선행연구뿐만 아니라 투자자들의 의사결정에도 중요한 정보를 제공하고 있다. 최근 저금리시대에 따라 배당주에 대한 관심이 높아지고 있으며, 우리나라 기업들의 배당규모도 증가하고 있는 추세이다.¹⁾ 이는 기업의 배당정책에 영향을 미치는 변수에 대한 연구가 더욱 필요함을

1) 코스피시장 배당금은 총 19조원으로 전년대비 27% 높았으며, 배당금규모는 2012년부터 증가추세를 보이고 있다(자본시장연구원, 2016).

의미하며, 과거의 지배당상황에서의 실증결과와는 다른 현상을 파악할 수 있을 것이다. 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에도 유의적인 영향을 미치고 있으며, 특히 성장성이 높은 기업의 경우에는 배당과 투자의사결정간에 대체관계로 인하여 기업의 지리적 위치가 배당정책에 미치는 영향이 낮아진다는 본 연구의 결과는 배당주에 관심이 있는 투자자뿐만 아니라 기업의 성과 배분에 관심이 있는 관련 유관기관과 감독당국에도 시사점을 제공할 수 있을 것이다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장은 관련 선행연구들을 검토하고 이를 바탕으로 가설을 전개한다. 제Ⅲ장은 실증분석 모형과 표본 및 변수들에 대해 설명한다. 제Ⅳ장은 기술통계량과 상관관계 등 표본의 특성을 설명하고, 다변량 회귀분석결과를 보고한다. 이와 함께 기업의 지리적 위치에 대한 내생성을 통제하기 위한 Heckman 2stage분석을 실시하였다. 제Ⅴ장은 본 연구의 결과를 요약하고 한계점을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구검토 및 가설

1. 지리적 근접성에 대한 선행연구

기업의 입지에 대한 선행연구들은 기업의 지리적 근접성이 이해관계자들의 의사결정에 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 펀드회사와 개인투자자들은 지리적으로 가까운 기업에 투자하는 경향이 높으며, 투자수익률도 더 높게 나타나고 있음을 제시하였다(Coval and Moskowitz 2001 ; Ivkovic and Weisbenner 2005 ; Loughran and Stulz 2005 ; Bodnaruk 2009 ; Baik et al. 2010). 이러한 연구결과는 한 국가 내에서만 일어나는 현상이 아니라 국제적으로도 유사하게 나타나고 있다. 예를 들어 Hau(2001), Dvorak(2005), 그리고 Loughran and Schulz(2005) 등의 연구는 여러 나라의 자료를 이용하여 분석한 결과 국내투자자들이 외국인투자자들 보다 투자성고가 우수함을 발견하였다. 이러한 결과는 지리적으로 근접한 위치에 있는 국내 투자자들이 상대적으로 더 많은 정보와 정확한 정보를 획득할 수 있다는 것을 지지하는 것이다. 기업의 지리적 근접성이 투자자들의 의사결정에 영향을 미친다는 선행연구뿐만 아니라 은행의 대출성향, 재무분석가의 예측정확성에도 영향을 미친다는 결과도 제시되고 있다(남혜정과 최종학 2010). Malloy(2005)는 재무분석가의 이익예측정확성이 지리적으로 가까운 곳에 위치한 기업일수록 더욱 정확하다고 보고하였다. 또한 기업의 입지와 감독기관과의 거리도 기업의 재무보고 품질에 영향을 미친다는 연구결과도 제시되었다. Kedia and Rajgopal(2011)은 기업의 지리적 근접성이 높을수록 재무보고의 품질이 높게 나타나고 있음을 발견하였다. 이는 감독기관과 기업간의 지리적 근접성이 높을수록 감독기관의 감시·감독을 용이하기 때문으로 해석하고 있다.

기업의 지리적 근접성에 대한 많은 국외연구결과에도 불구하고, 지리적 근접성에 대한 국내

연구는 몇 편의 실증분석결과가 제시되고 있다. 남혜정과 최종학(2009)은 대도시 지역에 위치한 기업일수록 시장과 이해관계자들의 압력으로 이익조정유인이 높음을 보고하였다. 즉, 대도시에 위치한 기업들은 이익을 조정하여 음의 이익예측오차를 회피하는 이익을 보고할 가능성이 높음을 발견하였다. 오웅락과 김이배(2016)는 기업의 입지와 회계정보의 주가관련성간의 관계를 분석하였으며, 분석결과 기타 지역에 입지한 기업들이 더 높은 회계정보의 주가관련성을 가지고 있음을 발견하였다. 이는 투자자들이 기타 지역에 입지한 기업들의 회계정보를 더 중요한 정보로 간주한다는 것이다.

이러한 선행연구들의 결과를 종합하면, 기업의 지리적 위치는 투자자, 채권자, 재무분석가, 감독기관 등 다양한 이해관계자들의 의사결정에 영향을 미치고 있으며, 기업의 의사결정에도 중요한 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

2. 배당의사결정의 결정요인에 대한 선행연구

배당정책에 대한 연구는 오랫동안 진행되어 왔으며, 배당의사결정에 영향을 미치는 변수 및 기업가치에 미치는 영향에 대한 논의들이 주를 이루어 왔다. 일반적으로 기업들은 투자자들과의 정보비대칭문제를 완화하기 위하여 배당을 신호로 이용하기도 한다. 시장이 불완전한 경우, 기업의 배당지급은 자원지출, 거래비용 및 세금 등의 요인들에도 불구하고 경영자의 내적정보를 전달하는 긍정적인 역할을 하는 것으로 평가되고 있다. 즉, 기업의 이해관계자들간의 계약이 불완전할 경우 배당의 증가를 통해 경영자와 주주간 이해 불일치를 완화할 수 있으며, 미래 이익 전망에 대한 정보를 전달하는 데 배당지급이 효과적인 정보전달 수단이 될 수 있다(Nissim and Ziv 2001). 그러나 기업들의 배당증가는 제한된 자원하에서 투자감소로 해석될 수 있기 때문에 기업들의 배당의사결정은 배당지급을 통한 대리인비용의 감소와 자본조달비용의 증가를 최소화하는 수준에서 결정되어야 할 것이다. 이는 배당의사결정이 경영자의 판단외에도 여러 가지 요인들에 영향을 받고 있음을 보여주며, 선행연구들도 배당의사결정에 영향을 미치는 변수들로 미래경영성과에 대한 전망뿐만 아니라 경영자의 선호, 현금흐름, 투자의사결정 등 다양한 변수들을 제시하고 있다.

이와 함께 기업의 지배구조가 배당의사결정에 영향을 미친다는 연구결과가 많이 제시되고 있으며(Zeckhauser and Pound 1990 ; Eckbo and Verma 1994), 우리나라의 경우에는 외국인투자자의 비율이 높을수록 배당지급이 유의적으로 높다는 결과들이 제시되고 있다. 이는 기업의 배당 의사결정이 이해관계자들의 요구에 부응하여 결정됨을 보여준다. 국외연구에서는 기관투자자의 비중이 높을수록 배당을 많이 하고 있음을 보여주고 있다 (Eckbo and Verma 1994 ; Zeckhauser and Pound 1990). 이는 기업의 배당의사결정에 주요 이해관계자들의 요구가 영향을 미치고 있음을 보여준다. 따라서 기업과 이해관계자들간의 지리적 근접성이 정보비대칭수준에 영향을 미

치며, 나아가 배당 의사결정에도 유의적인 영향을 미칠 수 있을 것이다. 그러나 기업의 지리적 위치와 배당 의사결정에 대한 관련연구는 미미한 상황이다.

3. 가설의 설정

배당관련 연구들은 대리인문제가 높은 기업일수록 배당을 이용하고 있음을 보여준다(Jensen et al. 1992). La Porta et al.(2000)은 경영자와 외부주주들 간의 대리인문제가 높은 기업일수록 배당을 지급하려는 유인이 있으며, 배당지급이 이러한 문제를 완화시킨다고 주장하였다. 이는 기업과 이해관계자들간의 정보비대칭수준이 높은 경우에 이를 완화하기 위하여 배당이 유용한 도구임을 시사하고 있다.

기업의 지리적 근접성에 대한 연구들은 기업의 입지가 기업과 이해관계자들간의 의사결정에 중요한 영향을 미치고 있음을 제시하고 있다. 일반적으로 기업의 지리적 근접성이 기업 의사결정에 미치는 영향은 크게 두 가지 측면에서 살펴볼 수 있다. 감독용이적 측면에서는 대도시에 위치한 기업일수록 가까운 곳에 위치한 투자자들과 여러 이해관계자들이 감시·감독하기가 상대적으로 용이하기 때문에 정보 불균형이 낮아진다고 본다. 대도시 지역에는 기관투자자들과 언론기관 및 감독기관들이 위치해 있으며, 국내의 경우에도 서울 및 주요지역에 중요한 기관들과 투자자들, 그리고 언론기관이 위치해 있다. 이들은 대도시 지역에 위치한 기업들에 대하여 더 많은 정보를 상대적으로 쉽게 획득할 수 있기 때문에, 기업의 입장에서는 이해관계자들과의 정보비대칭이 낮고, 더불어 대리인 비용이 낮을 것이다. El Ghouli et al.(2013)은 대도시 지역에 입지한 기업들이 정보불균형이 낮기 때문에 자본비용이 더 낮다는 결과를 제시하였다. 또한 지리적으로 근접한 기업에 대하여 투자자들의 투자수익률이 더 높다고 나타나고 있다(Coal and Moskowitz 2001 ; Ivkovic and Weisbenner 2005 ; Loughran and Stulz 2005 ; Bodnaruk 2009). 이는 대도시에 위치한 기업들에 대하여 정보획득의 용이성과 낮은 비용으로 투자를 수행하기 때문으로 판단된다. 이러한 논의를 종합하면, 대도시에 위치한 기업일수록 투자자들과 유관기관들의 감시·감독이 용이하여 상대적으로 정보비대칭수준이 낮으며, 이는 대리인문제를 완화시켜 기업이 배당을 지급하려는 유인이 낮을 것으로 예상된다. 반면에 대도시이외의 지역에 위치한 기업들은 투자자들과의 지리적 거리감으로 인해 나타날 수 있는 정보비대칭과 이해상충문제를 완화하기 위하여 배당정책을 이용할 유인이 있을 것이다(John et al. 2011).

다른 한편으로 시장압력적 측면에서는 대도시에 위치한 기업일수록 이해관계자들과의 지리적 근접성으로 인하여 밀접한 관계를 유지할 수 있으나, 이와 함께 시장의 압력을 느끼기도 한다. Graham et al.(2005)은 기업에 대해 이익예측치를 발표하는 재무분석가의 수가 증가할수록 시장의 압력으로 작용한다고 제시하였다. 이러한 시장압력은 기업으로 하여금 재무분석가의 이익예측치보다 높거나 같은 이익수준을 발표하려는 유인을 증가시키며, 이를 위하여 이익조정을

할 가능성이 높아진다는 것이다(Payne and Robb 2000 ; Carter et al. 2007). 국내자료를 이용한 Nam et al.(2012)의 연구도 기업의 입지가 이익조정수준에 영향을 미치고 있음을 발견하였다. Becker et al.(2009)은 기업들이 배당의사결정을 할 때 지역의 투자자를 고려한다는 것을 발견하였다. 이는 기업의 지리적 근접성이 기업으로 하여금 이해관계자들의 요구에 맞춰야 한다는 압력으로 작용할 수 있으며, 배당정책에 있어서도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 배당은 미래성과에 대한 신호뿐만 아니라 기업성과에 대한 배분역할도 하고 있기 때문에 대도시에 위치한 기업일수록 투자자들의 배당지급에 대한 압력이 높을 것이다. 반면에 대도시이외의 지역에 위치한 기업들은 투자자들과의 지리적 거리감으로 배당지급에 대한 압력을 상대적으로 낮게 느낄 수 있다. 따라서 대도시이외의 지역에 위치한 기업일수록 배당지급에 대한 부담이 덜 할 것이다.

이러한 논의를 종합하면, 기업의 지리적 근접성은 기업의 여러 의사결정에 영향을 미치고 있으며, 배당의사결정에도 유의적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그러나 감독용이성 측면과 시장압력적 측면이 모두 존재하므로, 기업의 지리적 입지와 배당정책간의 방향성에 대한 논의는 실증분석의 문제일 것이다. 따라서 본 연구는 기업의 입지와 배당정책에 대한 가설을 다음과 같이 설정하였다.²⁾

가설 1 : 기업의 지리적 위치와 배당정책과는 관련성이 있다.

만약 기업의 지리적 위치가 배당정책에 유의적인 영향을 미친다면, 기업의 배당정책은 여러 가지 요인에 의해 영향을 받기 때문에 이에 대한 고려가 필요할 것이다. 본 연구는 기업의 특성과 배당정책간에 대체관계를 살펴보고자 한다. 일반적으로 배당의 증가는 기업의 투자감소로 해석되기도 하기 때문에 배당의사결정은 배당지급을 통한 대리인비용의 감소와 자본조달비용의 증가를 최소화하는 수준에서 결정될 것이다. 따라서 배당의사결정에 영향을 미치는 요인으로 본 연구에서 살펴보고자 하는 기업의 지리적 입지가 기업과 이해관계자들간의 의사소통과 정보비대칭에 영향을 미친다면, 나아가 자본조달비용의 증가를 최소화할 수 있는 요인도 함께 고려되어야 할 것이다. 주요 대도시에 위치한 기업일지라도 성장성이 높은 기업들은 배당보다는 내부유보를 통하여 미래 투자기회에 대비하려는 유인이 높을 것이다. 이는 배당정책에 대하여 보수적으로 접근할 것이며, 거리적 근접성으로 인해 배당지급보다는 높은 성장을 통하여 투자자들에게 미래성과를 보여주겠다는 의지를 용이하게 전달할 수 있을 것이다. 즉, 대도시에 위치한 기업일수록 여러 이해관계자들과의 의사소통에 유리하기 때문에 성장성이 높은 기업들은 배당을 통한 신호효과보다는 적극적인 투자로 인한 미래성과를 확보하는 것이 필요하므로 배당이 감소될

2) 우리나라의 경우, 상대적으로 국토가 크지 않고 교통이 발달되어 있기 때문에, 지역간 지리적 차이가 기업의사결정에 유의적인 차이를 미치지 않을 수도 있다. 만약 기업이 입지한 지리적 위치가 배당의사결정에 미치는 영향이 없다면, 기업의 입지와 배당정책간에는 유의적인 관련성이 나타나지 않을 수도 있다.

것으로 기대된다. 이러한 논의를 바탕으로 본 연구는 가설 2를 다음과 같이 설정하였다.

가설 2 : 기업의 지리적 입지와 배당정책간의 관계는 성장하는 기업일수록 음의 관계를 가질 것이다.

III. 연구모형

1. 기업의 지리적 위치에 대한 변수측정

기업의 위치변수는 Loughran and Schultz(2005), 남혜정과 최종학(2009), Nam et al.(2012)의 연구에 따라 기업의 본사위치를 이용하여 측정하였다. 즉, 기업의 본사가 대도시에 위치하고 있는지 여부에 따라 구분하였다. 기업본사위치는 KIS-Value가 제공하는 본사 주소를 이용하여 측정하였으며, 기업의 위치에 대한 변수는 *URBAN*으로 주요 대도시에 입지한 기업이면 1, 아니면 0을 나타내는 더미변수이다. 구체적으로 *URBAN*은 서울특별시 및 6대 광역시에 위치한 기업은 1, 아니면 0을 나타내는 더미변수이다. 우리나라는 서울 및 경기지역에 국내 총 인구의 약 50%가 거주하고 있으며, 주요 금융기관과 기관투자자들의 본사도 서울 및 주요 도시에 위치하고 있기 때문에 서울 및 대도시지역으로 판단하였다. 관심변수인 대도시 입지여부는 선행연구들의 변수측정방법을 반영하되, 우리나라의 특성을 고려하였다. 한국의 경우 서울특별시와 6개(인천, 광주, 부산, 대구, 대전, 울산)의 광역시로 구성되어 있다. 특별시와 광역시의 구분은 일반적으로 인구수와 함께 독립행정도시로서의 역할을 수행할 수 있는지가 고려된다. 따라서 기업의 본사가 특별시와 광역시에 위치하고 있다면, 이는 여러 이해관계자들과의 지리적 근접성이 높고, 의사소통에 있어서도 정보비대칭수준이 상대적으로 낮을 것으로 예상된다. 특히 2012년 7월 이후 세종시와 주요 공공기관들의 지방이전으로 주요광역시의 인구와 유관기관들의 입주가 활발해지고 있는 상황이다. 따라서 선행연구의 방법과 함께 최근 우리나라의 지리적 변화를 고려한 *URBAN*변수를 기업의 지리적 위치에 대한 대리변수로 사용하였다.

2. 연구모형

본 연구는 가설을 검증하기 위하여 다음의 식(1)을 이용하였다. 이는 기업의 위치와 배당정책간의 관계를 살펴본 John et al.(2011)의 연구모형을 따랐다. 먼저 기업의 지리적 위치와 배당의 사결정과의 관계를 검증하기 위하여 기업의 본사위치를 바탕으로 대도시 입지여부(*URBAN*)와 배당수익률(*DIVR*)과의 관계를 살펴보고자 한다. 식(1)의 종속변수는 배당수익률이며, 관심변수는 b_1 으로 주요 대도시에 입지한 기업일수록 다른 기업들과 비교하여 배당수익률이 유의하게 다

른지 살펴보고자 한다.

$$\begin{aligned} DIVR(DIVRI)_{it} = & b_0 + b_1URBAN_{it} + b_2SIZE_{it} + b_3LEV_{it} + b_4ROA_{it} + b_5CASH_{it} + b_6INTA_{it} \\ & + b_7MSD_{it} + b_8LARS_{it} + b_9FOR_{it} + b_{10}LDIV_{it} + \sum b_jIND_j + \sum b_jYD_j + e \end{aligned} \quad (1)$$

여기에서,

- DIVR* : 배당수익률(총배당금/시가총액) ;
- DIVRI* : 배당수익률(현금배당금/시가총액) ;
- URBAN* : *t*기의 기업의 본사가 서울, 경기, 인천, 광주, 부산, 대구, 대전, 울산지역에 위치하고 있으면 1, 아니면 0 ;
- SIZE* : *t*기의 총자산의 자연로그 ;
- LEV* : *t*기의 부채비율 ;
- ROA* : *t*기의 수익률 ;
- CASH* : *t*기의 현금비중(현금및현금성 자산/총자산) ;
- INTA* : *t*기의 무형자산비중(무형자산/총자산)
- MSD* : *t*기의 자기주식취득 더미변수 ;
- LARS* : *t*기의 최대주주지분율 ;
- FOR* : *t*기의 외국인투자자지분율 ;
- LDIV* : *t*기의 전년도 배당지급더미변수 ;
- $\sum IND$: 산업별 더미 변수 ;
- $\sum YD$: 연도별 더미 변수 ;
- e* : 잔차항.

식(1)에는 배당정책에 영향을 미치는 여러 변수들을 통제변수로 포함하였다. 구체적으로 기업 규모(SIZE), 부채비율(LEV), 수익성(ROA), 현금보유비율(CASH), 무형자산비중(INTA), 자사주 매입여부(MSD), 최대주주 지분율(LARS), 외국인투자자지분율(FOR), 전년도 배당더미(LDIV)를 고려하였다. 먼저, 선행연구결과들은 기업규모가 배당정책에 유의한 양의 관계가 있음을 보여주고 있으며, 이는 기업규모가 클수록 대리인문제가 커지기 때문이라고 하였다(Jensen et al. 1992). 또한 Jensen et al.(1992)은 수익성이 높은 기업일수록 배당을 지급하고 있으며, Baker et al. (2001)은 여유현금흐름이 있는 기업일수록 배당을 지급하고 있음을 제시하였다. 반면에 부채비율은 배당과 음의 관계가 있음을 보여주었다. 즉, 배당관련 선행연구들은 기업규모(SIZE)가 크고, 수익성(ROA)이 높고, 현금보유비율(CASH)이 높은 기업일수록 배당을 지급하려는 경향이 높은 반면에, 부채비율(LEV)이 높은 기업은 배당을 지급하지 않을 것으로 주장하였다. 이와 함께 무형자산비중이 낮을수록 배당을 지급하는 경향이 높음을 제시하고 있다(John et al. 2011). 배당지급기업일수록 자기주식취득이 급격히 증가함을 발견하였으며(Skinner 2008), 우리나라 기업들도 배당보다 자사주를 취득하여 소각함으로써 세제혜택과 주주환원의 효과를 기대하고 있다. 따라서 자기주식취득여부(MSD)는 배당과의 대체적인 효과를 통제하기 위하여 포함하였다. 더불어 우리나라의 경우, 외국인투자자가 배당정책에 영향을 미친다는 선행연구결과에 따라 외

국인투자지분율을 포함하였다(정원섭외 2인 2011). 과거배당행태를 반영하기 위하여 전년도 배당지급여부(LDIV)를 포함하였다. 전년도 배당지급여부가 배당사결정에 영향을 미친다는 선행연구결과들과 함께(Baker et al. 1985), 기업들이 배당행태를 일정하게 유지하려는 경향이 있음을 발견한 연구도 있다(Michaely and Roberts 2012). 국내연구에서도 기업들의 배당행태가 일시적인 이익변화에 대하여 배당변동성이 낮으며, 지속적인 배당지급경향을 보이고 있음을 발견하였다(남혜정 2016). 이러한 연구결과를 바탕으로 과거배당행태가 배당사결정에 유의적인 영향을 미칠 것으로 예상하였으며, 전년도 배당지급여부를 통제변수로 포함하였다. 이와 함께 연도별 산업별 효과를 통제하기 위하여 연도 및 산업더미변수들을 포함하였다.

만약 주요 대도시에 위치한 기업일수록 시장압력적 측면이 크게 작용한다면 투자자들의 배당압력으로 배당을 지급하려는 유인이 높을 것이다. 이 경우 식(1)의 b_1 의 계수값은 유의적인 양의 값을 가질 것으로 예상된다. 반면에 감독용이적 측면이 작용한다면 대도시에 위치한 기업일수록 배당을 지급하려는 유인이 낮기 때문에, 식(1)의 b_1 의 계수값은 유의적인 음의 값을 가질 것이다.

다음으로 기업의 지리적 위치와 배당정책간의 관계가 기업특성인 성장성에 따라 달라지는지 검증하기 위하여 식(2)을 이용하였다. 식(2)는 성장성변수인 GROW와 기업의 위치변수인 URBAN 간의 교차항이 포함된 모형이다. 성장하는 기업의 경우에는 지리적 근접성으로 인한 배당압력보다는 사내유보를 통한 투자기회모색이 더 중요할 수 있으므로, 성장기업의 지리적 위치와 배당수익률간의 관계는 달라질 수 있다. 주요 대도시에 위치한 기업일지라도 성장성이 높은 기업들은 배당보다는 내부유보를 통하여 미래 투자기회에 대비하려는 유인이 높을 것이다. 또한 대도시에 입지하고 있기 때문에 이해관계자들은 관심기업의 성장성에 대한 정보획득이 상대적으로 용이할 것이다. 이에 대도시에 입지한 기업들은 굳이 배당을 통하여 투자자들에게 미래전망에 대하여 신호하지 않아도 될 것이므로 배당을 지급하려는 유인이 낮을 것으로 예상된다. 따라서 식(2)의 b_2 의 계수값은 유의적인 음의 값으로 예상된다.

$$\begin{aligned} DIVR(DIVRI)_{it} = & b_0 + b_1URBAN_{it} + b_2URBAN * GROW_{it} + b_3GROW_{it} + b_4SIZE_{it} + b_5LEV_{it} \\ & + b_6ROA_{it} + b_7CASH_{it} + b_8INTA_{it} + b_9MSD_{it} + b_{10}LARS_{it} + b_{11}FOR_{it} \\ & + b_{12}LDIV_{it} + \sum b_j IND_j + \sum b_j YD_j + e \end{aligned} \quad (2)$$

여기에서,

$DIVR$: 배당수익률(총배당금/시가총액) ;

$DIVRI$: 배당수익률(현금배당금/시가총액) ;

$URBAN$: t기의 기업의 본사가 서울, 경기, 인천, 광주, 부산, 대구, 대전, 울산지역에 위치하고 있으면 1, 아니면 0 ;

$GROW$: 성장성(매출액의 변화/총자산) ;

$SIZE$: t기의 총자산의 자연로그 ;

LEV : t기의 부채비율 ;

ROA : t기의 수익률 ;

CASH : t 기의 현금비중(현금및현금성 자산/총자산) ;
INTA : t 기의 무형자산비중(무형자산/총자산)
MSD : t 기의 자기주식취득 더미변수 ;
LARS : t 기의 최대주주지분율 ;
FOR : t 기의 외국인투자자지분율 ;
LDIV : t 기의 전년도 배당지급더미변수 ;
 ΣIND : 산업별 더미 변수 ;
 ΣYD : 연도별 더미 변수 ;
 e : 잔차항.

3. 표본의 선정 및 자료의 수집

본 연구는 2001년부터 2015년까지 유가증권시장에 상장되어 있는 기업 중 다음의 조건을 만족하는 기업을 표본으로 선정하였다.

- (1) 12월 결산법인
- (2) 비금융업에 속하는 기업
- (3) 한국신용평가(주)의 Kis-Value II에서 필요한 재무자료 및 기업의 본사위치를 입수가능한 기업

조건(1)과 조건(2)는 기업간 비교가능성을 높이기 위하여 동일한 결산월과 재무제표의 양식, 계정과목의 성격 등이 일반 제조업과 상이할 수 있기 때문에 금융업을 제외하였다. 조건(3)은 본 연구의 모형식에 포함된 변수들을 측정하기 위하여 필요한 정보를 입수 가능한 기업으로 한정하였다. 특히 기업의 본사위치에 대하여 파악할 수 있는 기업들이 포함되었으며, 극단치의 영향을 최소화하기 위하여 더미 변수를 제외한 변수들의 극단치 1%를 표본에서 winsorization한 후 사용하였다. 이러한 과정을 통하여 본 연구에 사용된 최종표본은 18,566 기업-년도이다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량

<표 1>은 분석에 사용된 변수들에 대한 기술통계량을 보고하고 있다. *DIVR*의 평균값이 0.015로 주당 배당수익률이 1.5%임을 알 수 있다. 또한 현금배당으로 계산한 배당수익률인 *DIVR1*의 평균값은 0.014로 나타나 배당의 대부분이 현금배당임을 알 수 있다. 관심변수인 기업의 지리적 위치는 나타내는 변수는 *URBAN*이다. *URBAN*의 경우, 주요 대도시에 입지한 기업

이면 1, 아니면 0인 더미변수로서, 우리나라 기업들의 약 81%가 주요 대도시에 위치하고 있음을 알 수 있다. 대주주지분율인 LARS는 0.409로 평균적으로 41%의 지분율을 최대주주가 보유하고 있으며, 전년도배당더미인 LDIV는 0.590으로 나타나 전년도에 배당을 지급한 기업들의 약 60%를 차지하고 있음을 보여준다.

〈표 1〉 주요 변수들의 기술통계량

변수	MEAN	STD	MIN	Q1	MEDIAN	Q3	MAX
<i>DIVR</i>	0.015	0.020	0.000	0.000	0.008	0.023	0.274
<i>DIVR1</i>	0.014	0.019	0.000	0.000	0.008	0.022	0.274
<i>URBAN</i>	0.816	0.387	0.000	1.000	1.000	1.000	1.000
<i>GROW</i>	0.045	0.669	-63.366	-0.039	0.051	0.163	7.807
<i>SIZE</i>	18.887	1.553	13.103	17.827	18.580	19.632	26.213
<i>LEV</i>	0.450	0.294	0.009	0.280	0.449	0.601	26.477
<i>ROA</i>	0.010	0.213	-13.093	-0.001	0.031	0.069	9.688
<i>CASH</i>	0.082	0.084	0.000	0.025	0.056	0.110	0.889
<i>INTA</i>	0.037	0.071	-0.225	0.003	0.012	0.040	0.850
<i>MSD</i>	0.179	0.384	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
<i>LARS</i>	0.409	0.168	0.000	0.287	0.403	0.524	1.000
<i>FOR</i>	0.066	0.119	0.000	0.001	0.011	0.071	0.929
<i>LDIV</i>	0.590	0.492	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000

1) 변수정의

DIVR=배당성향(총배당/시가총액), DIVR1=배당수익률(현금배당/시가총액), URBAN1=기업의 본사가 서울, 경기, 인천, 대구, 대전, 광주, 부산, 울산지역에 위치하고 있으면 1, 아니면 0, GROW=성장성((매출액-전기매출액)/총자산), SIZE=기업규모(총자산의 로그값), LEV=부채비율(총부채/총자산), ROA=총자산이익률, CASH=현금비중(현금및현금성자산/총자산), INTA=무형자산비율(무형자산/총자산), MSD=자기주식취득더미변수, LARS=최대주주지분율, FOR=외국인투자자지분율, LDIV=전년도 배당지급더미변수.

<표 2>는 주요 변수들간의 상관관계를 나타내는 표이다. DIVR과 URBAN은 유의적인 양의 관계를 보이고 있어, 주요 대도시에 위치한 기업일수록 배당수익률이 높음을 보여준다. 또한, DIVR과 GROW간의 관계도 유의적인 양의 관계로 성장기업일수록 배당수익률이 높음을 알 수 있다. DIVR과 LDIV는 0.46으로 전년도에 배당을 지급한 기업들의 대부분은 당해에도 배당을 지급하는 것으로 보인다. 이는 남혜정과 김정태(2014)연구에서 언급하였듯이, 우리나라 기업들은 지속적으로 일관된 배당행태를 유지하고 있는 것을 알 수 있다. 이외의 통제변수들간의 상관

관계는 크게 높지 않기 때문에 변수들간의 다중공선성의 문제는 크지 않을 것으로 예상된다. 그러나 이러한 상관관계는 두 변수들에 영향을 미칠 수 있는 변수들의 효과가 통제되지 않은 결과이므로 다중회귀분석을 통하여 재검증해야 할 것이다.

〈표 2〉 상관관계표

	<i>DIVR</i>	<i>URBAN</i>	<i>GROW</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>	<i>CASH</i>	<i>INTA</i>	<i>MSD</i>	<i>LARS</i>	<i>FOR</i>
<i>DIVR</i>	1.00										
<i>URBAN</i>	0.02 0.01	1.00									
<i>GROW</i>	0.05 <.0001	0.00 0.58	1.00								
<i>SIZE</i>	0.07 <.0001	0.05 <.0001	0.03 <.0001	1.00							
<i>LEV</i>	-0.09 <.0001	-0.03 0.00	-0.04 <.0001	0.20 <.0001	1.00						
<i>ROA</i>	0.17 <.0001	-0.01 0.05	0.18 <.0001	0.13 <.0001	-0.30 <.0001	1.00					
<i>CASH</i>	-0.04 <.0001	0.06 <.0001	0.00 0.77	-0.17 <.0001	-0.20 <.0001	0.05 <.0001	1.00				
<i>INTA</i>	-0.19 <.0001	0.07 <.0001	-0.01 0.48	-0.07 <.0001	-0.02 0.00	-0.10 <.0001	0.03 <.0001	1.00			
<i>MSD</i>	-0.05 <.0001	0.01 0.16	0.00 0.60	0.05 <.0001	-0.05 <.0001	0.04 <.0001	0.05 <.0001	0.05 <.0001	1.00		
<i>LARS</i>	0.24 <.0001	-0.05 <.0001	0.03 0.00	0.07 <.0001	-0.07 <.0001	0.13 <.0001	-0.09 <.0001	-0.16 <.0001	-0.06 <.0001	1.00	
<i>FOR</i>	0.09 <.0001	0.07 <.0001	0.02 0.004	0.44 <.0001	-0.03 <.0001	0.10 <.0001	0.04 <.0001	-0.01 0.130	0.03 <.0001	-0.05 <.0001	1.00
<i>LDIV</i>	0.46 <.0001	0.01 0.11	0.03 <.0001	0.27 <.0001	-0.13 <.0001	0.20 <.0001	-0.06 <.0001	-0.19 <.0001	0.06 <.0001	0.24 <.0001	0.20 <.0001

1) 2001년부터 2015년까지 18,566개의 표본을 대상으로 분석함. 변수정의는 <표 1>을 참조.

2. 회귀분석결과

본 연구는 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에 미치는 영향을 분석하기 위하여, 식(1)을 이용하여 클러스터 회귀분석을 실시하였다. <표 3>에 분석결과를 보고하였으며, 총배당을 이용한

배당수익률(DIVR)과 함께 현금배당을 이용한 배당수익률(DIVR1)의 결과를 함께 제시하였다.

〈표 3〉 회귀분석결과³⁾

변수	DIVR	DIVR1
	계수값 (t-값)	계수값 (t-값)
URBAN	0.001** (2.06)	0.001** (2.07)
SIZE	-0.001** (-2.08)	-0.000* (-1.92)
LEV	-0.001 (-1.51)	-0.001 (-1.53)
ROA	0.006*** (4.14)	0.006*** (4.15)
CASH	0.002 (0.65)	0.002 (0.76)
INTA	-0.016*** (-7.10)	-0.015*** (-7.00)
MSD	-0.001 (-1.51)	-0.001* (-1.91)
LARS	0.014*** (9.37)	0.014*** (9.48)
FOR	0.003 (0.78)	0.004 (0.91)
LDIV	0.016*** (35.17)	0.015*** (34.50)
절편	-0.000 (-0.01)	-0.000 (-0.02)
산업더미	포함	포함
연도더미	포함	포함
Adj. R ²	0.326	0.321

1) 변수설명은 <표 1>과 같음.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증). 괄호안의 t값은 clustered standard errors(firm-level)를 이용하여 측정하였음.

3) 동일한 분석을 일반회귀모형으로 실시하였을 경우, URBAN의 계수값은 각각 0.001(t-value : 3.97)과 0.001(t-value : 3.96)로 나타났다. 또한 변수들간의 다중공선성의 문제를 확인하기 위하여, 회귀분석시 VIF를 살펴보았으며, 모든 통제변수들의 VIF가 1.06~1.36사이로 나타나 변수들간의 다중공선성 문제는 심각하지 않을 것으로 판단하였다.

분석결과를 살펴보면, 기업의 본사가 대도시에 위치할수록 배당을 지급하는 기업들의 배당수익률이 유의하게 높게 나타나고 있음을 알 수 있다. 이는 기업이 대도시에 위치할수록 여러 이해관계자들의 높은 관심을 받게 되고, 이러한 관심은 기업으로 하여금 성과를 배분해야 하는 부담으로 작용할 수 있다. 따라서 배당의사결정에 있어서도 기업의 지리적 근접성이 압력으로 작용하여 배당을 지급하는 다른 기업들과 비교하여 높은 배당수익률을 나타낸 것으로 보인다. 구체적으로 URBAN의 계수값은 종속변수를 DIVR과 DIVR1을 사용하였을 때 각각 0.001로 나타났으며, 통계적 유의성도 유사하게 나타났다.

통제변수들의 결과는 선행연구와 일관되게 나타나고 있다. 특히 LDIV는 통계적 유의성이 가장 높게 나타났으며, 이는 과거 배당행태가 배당의사결정에 유의적인 영향을 미치고 있음을 보여준다. 이러한 결과는 배당의사결정에 영향을 미치는 여러 변수들을 통제하고도 기업의 지리적 위치가 유의한 영향을 미치고 있음을 나타내고 있다. 이는 배당의사결정에 영향을 미치는 새로운 변수에 대한 발견으로 기업의 배당의사결정에 기업의 입지가 중요한 요인임을 보여주는 결과이다.

추가분석으로 종속변수를 배당성향으로(총배당과 현금배당) 분석한 결과도 일관되게 나타났다. 배당성향(총배당과 현금배당)을 이용한 분석결과, URBAN의 계수값은 각각 0.038(1.94), 0.042(2.25)으로 유의적인 양의 값을 나타냈다. 이는 대도시에 입지한 기업일수록 비대도시에 위치한 기업과 비교하여 배당수익률이 높음을 보여준다. 본 연구의 실증분석결과는 배당의사결정에 영향을 미치는 여러 변수들을 통제한 후에도 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에 영향을 미치는 유의적인 변수임을 제시하고 있다.

이와 함께, 가설2를 검증하기 위해 배당의사결정과 지리적 위치간의 관계를 성장기업이라는 조절변수를 통하여 살펴보았다. 분석결과, 대도시에 위치한 성장하는 기업들은 성장성이 낮은 기업들과 비교하여 배당수익률이 낮음을 알 수 있었다. <표 4>는 성장기업과 지리적 위치변수간의 교차항을 포함한 분석결과를 보여주고 있다. URBAN의 계수값은 0.001(t-value ; 2.39)으로 유의적인 양인 반면에, URBAN과 GROW간의 교차항은 유의적인 음의 값을 나타내고 있다. 또한 GROW의 계수값은 0.002(t-value ; 2.56)으로 성장하는 기업일수록 배당수익률이 높은 반면에 대도시에 위치한 성장기업은 배당수익률이 낮음을 알 수 있다. 이러한 결과는 기업의 지리적 근접성이 배당의사결정에 영향을 미치고 있음을 보여준다. 즉, 대도시에 위치한 기업들은 여러 이해관계자들의 정보접근성을 용이하게 하고, 기업에 대한 정보를 상대적으로 많이 획득할 수 있기 때문에 기업과 이해관계자들간의 정보비대칭 수준이 낮을 것이다. 따라서 대도시에 위치한 성장기업들은 배당으로 미래성장성에 대한 신호를 보내기보다는 투자기회에 대한 준비로 사내유보를 할 유인이 높음을 알 수 있다. 본 연구의 결과는 기업의 지리적 근접성이 배당의사결정에 영향을 미치며, 이는 기업특성에 따라 미치는 영향이 달라지고 있음을 보여준다.

〈표 4〉 회귀분석결과

변수	<i>DIVR</i>	<i>DIVR1</i>
	계수값 (t-값)	계수값 (t-값)
<i>URBAN</i>	0.001** (2.38)	0.001** (2.37)
<i>URBAN*GROW</i>	-0.002** (-1.98)	-0.002** (-1.97)
<i>GROW</i>	0.002** (2.56)	0.002** (2.54)
<i>SIZE</i>	-0.000** (-2.20)	-0.000* (-2.02)
<i>LEV</i>	-0.001* (-1.49)	-0.001* (-1.51)
<i>ROA</i>	0.006*** (3.91)	0.006*** (3.92)
<i>CASH</i>	0.002 (0.60)	0.002 (0.69)
<i>INTA</i>	-0.015*** (-7.07)	-0.015*** (-6.96)
<i>MSD</i>	-0.001* (-1.77)	-0.001** (-2.16)
<i>LARS</i>	0.014*** (9.23)	0.014*** (9.34)
<i>FOR</i>	0.003 (0.76)	0.004 (0.87)
<i>LDIV</i>	0.016*** (35.38)	0.016*** (34.02)
절편	0.000 (0.09)	-0.000 (-0.09)
산업더미	포함	포함
연도더미	포함	포함
Adj. R ²	0.328	0.322

1) 변수설명명은 <표 1>과 같음.

2) ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄(양측검증). 괄호안의 t값은 clustered standard errors(firm-level)를 이용하여 측정하였음.

3. 강건성 분석결과

기업의 입지는 기업고유의 특성에 의해 영향을 받을 수 있으며, 이러한 특성이 배당의사결정에 영향을 미칠 수 있을 것이다. 따라서 내생성 문제를 통제하기 위하여 본 연구는 선행연구와 같이 기업의 위치선정 모형에 대한 프로빗분석을 통하여 재검증하였다. 분석에 사용된 첫 번째 모형은 식(3)과 같다. 식(3)에 포함된 통제변수들은 기업의 여러 특성변수들을 비교하여 지리적 위치여부에 따라 유의적인 차이가 있는 변수들을 선택하였으며, 이는 남혜정과 최종학(2009)연구의 모형과 일관된다. 선정된 변수는 총자산의 자연로그 값으로 계산된 기업규모(*SIZE*), 총부채를 총자산으로 나누어 계산한 부채비율(*LEV*), 손실발생 더미(*LOSS*), 신주발행 더미(*ISSUE*)⁴⁾, 무형자산을 총자산으로 나누어 계산한 무형자산의 비중(*INTAN*), 그리고 유형자산을 총자산으로 나누어 계산한 유형자산의 비중(*TANG*)이다. 식(3)의 분석결과는 다음과 같다,

$$\begin{aligned} \text{Pro}(\text{URBAN}_i) = & -0.052 + 0.088 \text{ SIZE}_i - 0.107 \text{ LEV}_i + 0.075 \text{ LOSS}_i - 0.0025 \text{ ISSUE}_i \\ & + 0.419 \text{ INTAN}_i - 1.048 \text{ TANG}_i + \text{industry dummies} \end{aligned} \quad (3)$$

다음으로 식(3)을 사용하여 계산한 inverse Mills ratio(Heckman 1976)를 식(1)에 포함하여 2단계 회귀분석을 실시하였다. 분석결과는 <표 3>의 결과와 질적으로 동일하였다. 구체적으로 *URBAN*의 계수값은 0.001(*t*-value : 4.53)과 0.01(*t*-value : 4.51)로 <표 3>의 결과와 유사하며, 통계적 유의성은 더 높게 나타났다. 또한, *IMR*의 계수값도 0.003(*t*-value : 3.57)으로 유의적인 양의 값을 나타냈다. 이러한 결과는 기업의 지리적 위치에 대한 내생성을 통제한 후에도 기업의 입지가 배당정책에 유의적인 영향을 미치고 있음을 보여준다.

V. 결 론

본 연구는 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에 미치는 영향에 대하여 검증하였다. 실증분석 결과, 주요 대도시에 위치한 기업의 경우는 기타 지역에 위치한 기업과 비교할 때 배당수익률이 유의하게 높게 나타났다. 이러한 결과는 배당성향으로 분석하였을 때에도 일관되게 나타났다. 이는 기업의 지리적 위치가 배당정책에도 영향을 미치고 있음을 보여주는 결과이며, 감독용이적 측면보다는 배당에 대한 이해관계자들의 시장압력이 유의적인 영향을 미치고 있음을 제시한다. 이와 함께 기업의 성장성이 높을수록 배당정책에 지리적 위치로 인한 영향이 달라지는지 분석하였으며, 분석결과, 주요 대도시에 위치한 성장기업은 배당수익률이 유의하게 낮게 나타났

4) 신주발행더미변수는 전년도 대비 10%이상의 자본금의 변동이 증가하면 1, 아니면 0으로 코딩한 더미변수이다.

다. 성장기업의 경우에는 대도시에 위치할수록 이해관계자들이 기업정보에 대한 접근성이 상대적으로 높기 때문에 기업의 미래성장성에 대한 정보를 획득하기 용이하다. 따라서 배당정책을 통하여 성장가능성에 대하여 신호하기 보다는 미래 투자기회를 위해 사내유보를 선택할 유인이 높을 것이다. 이는 비대도시에 위치한 성장기업과는 다른 유인으로 볼 수 있다. 따라서 주요 대도시에 위치한 기업일수록 배당수익률이 높은 반면에, 성장기업에 있어서는 시장압력적 측면보다는 감독용이적 측면에 작용하고 있음을 알 수 있다. 이러한 연구결과는 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에 영향을 미치고 있으며, 지리적 위치와 배당정책간의 관계는 기업특성에 따라 달라질 수 있음을 보여준다.

본 연구의 결과는 관련선행연구에 중요한 시사점을 제공한다. 먼저, 기업의 지리적 입지가 기업의 행동에 미치는 영향은 현재까지 많이 진행되지 않았다. 대부분의 연구들이 투자의사결정이거나, 자본조달의사결정에 집중하고 있으나, 본 연구는 배당의사결정에 기업의 지리적 위치가 미치는 영향을 살펴보았다는 점에서 의의가 있다. 따라서 본 연구의 발견은 규제기관 뿐만 아니라 투자자들, 그리고 연구자들에게도 기업의 지리적 위치가 배당의사결정에 중요한 요인이라는 것을 제시함으로써 유용한 정보를 제공한다고 볼 수 있다.

그러나 본 연구에도 한계점이 존재할 수 있다. 본 연구에서는 기업의 입지에 따른 기업에 대한 감시·감독 정도나 시장의 압력의 수준을 직접적으로 측정하지 않았으며, 기업의 본사위치에 따라 감시·감독 정도나 시장의 압력수준이 달라질 것으로 가정하였다. 이러한 가정은 선행연구들의 실증분석결과를 토대로 하고 있다. 또한 나라마다 지역특성이 다르고, 기업의 지리적 입지에 대한 합의치가 없기 때문에 추가적인 대용치에 대한 논의가 필요할 것이다. 후속연구에서는 이와 같은 문제점을 보완할 수 있는 더욱 발전된 연구를 수행하기를 기대한다.

참고문헌

- 남혜정. 2016. “배당지급손실기업의 이익의 질에 대한 연구”. 회계학연구 제41권 제2호 : 213 – 241.
- 남혜정 · 최종학. 2009. “기업의 위치와 음의 이익예측오차 회피 성향 사이의 관계”. 경영학연구 제38권 제2호 : 611 – 639.
- 남혜정 · 최종학. 2010. “기업의 지리적 위치와 재무분석가의 수 및 이익예측오차와의 관계”. 세무와회계저널 제11권 제4호 : 275 – 304.
- 남혜정 · 김정태. 2014. “손실기업의 배당의사결정에 대한 연구”. 금융지식연구 제12권 3호 : 3 – 28.
- 오웅락 · 김이배. 2016. “본사의 입지가 회계정보의 주가관련성에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제17권 제1호 : 161 – 180.
- 정원섭 · 최문수 · 김병옥. 2011. “코스닥기업의 외국인투자자와 배당에 대한 연구”. 세무와회계저널 제12권 제3호 : 345 – 374.
- Baik, B., J.-K. Kang, and J.-M. Kim. 2010. Local institutional investors, information asymmetries, and equity returns. *Journal of Financial Economics* 97 (1) : 81 – 106.
- Baker, H.K., Veit, T., and Powell, G.E. 2001. Factors influencing dividend policy decision of NASDAQ firms. *The Financial Review* 36 : 19 – 28.
- Becker, B.Ivkovic, Z., and Weisbenner, S. 2009. Local dividend clienteles. *Journal of Finance* 66(2) : 655 – 683.
- Bodnaruk, A. 2009. Proximity always matters : Local bias when the set of local companies changes. *Review of Finance* 13 (4) : 1 – 14.
- Carter, M. E., L. Lynch, and I. Tuna. 2007. The role of accounting in the design of CEO equity compensation. *The Accounting Review* 82 (2) : 327 – 357.
- Coval, J., and T. Moskowitz. 2001. The geography of investment : informed trading and asset prices. *Journal of Political Economy* 109 : 811 – 841.
- Dvorak, T. 2005. Do domestic investors have an information advantage? Evidence from Indonesia. *The Journal of Finance* 60 (2) : 817 – 39.
- Eckbo, B. and Verma, S. 1994. Managerial shareownership, voting power, and cash dividend policy. *Journal of Corporate Finance* 1 (1) : 33 – 62.
- El Ghoul, S., O. Guedhami, Y. Ni, J. Pittman, and S. Saadi. 2013. Does Information Asymmetry Matter to Equity Pricing? Evidence from Firms’ Geographic Location. *Contemporary Accounting Research* 30 (1) : 140 – 181.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal. 2005. The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics* 40 : 3 – 73.

- Hau, H. 2001. Location matters : An examination of trading profits. *The Journal of Finance* 56 (5) : 1959–83.
- Ivkovic, L , Z., and S. Weisbenner. 2005. Local does as local is : Information content of the geography of individual investors’ common stock investments. *The Journal of Finance* 60 (1) : 267–306.
- Jensen, G., Solberg, D., and Zom, T. 1992. Simultaneous Determination of insider ownership, debt, and dividend policies. *Journal of Finance and Quantitative Analysis* 27 (2) : 247–263.
- John, K., A. Knyazeva, and D. Knyazeva. 2011. Does geography matter? Firm location and corporate payout policy. *Journal of Financial Economics* 101 (3) : 533–55.
- Kedia, S., and S. Rajgopal. 2011. Do the SEC’s enforcement preferences affect corporate misconduct? *Journal of Accounting and Economics* 51 (3) : 259–78.
- La Porta, R., Lopez–de–Sillanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* 55(1) : 1–33.
- Lerner.J. 1995. Venture capitalists and the oversight of private firms. *Journal of Finance* 50 (1) : 301–318.
- Loughran, T., and P. Schultz. 2005. Liquidity : Urban versus rural firms. *Journal of Financial Economics* 78 (2) : 341–74.
- Malloy, C. 2005. The geography of equity analysts. *The Journal of Finance* 60 : 719–755.
- Michaely, R. and Roberts, M. 2012. Corporate dividend policies : Lessons from private firms. *Review of Financial Studies* 25 (3) : 711–746.
- Nam, H. –J., J. –H. Choi, J. Comprix, and H. H. Kwon. 2012. Firm location and earnings management : Korean evidence. *Asia –Pacific Journal of Accounting and Economics* 19 (3) : 292–317.
- Nissim, D. and Ziv. A. 2001. Dividend Changes and Future Profitability. *Journal of Finance* 56 (6) : 2111–2133.
- Payn, J. and S. Robb. 2000. Earnings management : The effect of Ex Ante earnings expectations. *Journal of Accounting, Auditing, & Finance* 15 (4) : 371–392.
- Skinner. D. J. 2008. The evolving relation between earnings, dividends, and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 87 (3) : 582–609.
- Zeckhauser. R. and Pound. J. 1990. Are large shareholders effective monitors? An investigation of share ownership and corporate performance. *Asymmetric information, Corporate Finance, and Investment* : 149–180.

The Effect of Firm Location on Dividend Policy

Nam Hye Jeong*

—〈Abstract〉—

This paper examines the effect of a firm's location on dividend policy. Prior studies suggest that the geographical location of a firm affects the firm's business decisions. For example, the firm located in metropolitan areas are more likely to manage its earnings to meet investor's expectation because most interested parties such as financial analysts, investors, and creditors work the metropolitan areas where close to the firm's headquarter. The close location between a firm and interested parties influence a firm's business decisions.

Using 18,566 firm-year observations from Korean listed companies over 2001–2015, we find that firms located in Seoul or its surrounding metropolitan area are more likely to have higher dividend yield ratio. This finding is consistent with the alternative variables for a firm's dividend. We also find that the firms with higher growth are more likely to have a negative relationship between a firm's location and dividend policy. This implies that the market pressure from interested parties who are closely located influences the dividend policy of a growth firm. This also suggests that the firm characteristics affect the level of market pressure from geographical location.

The findings in this study provide an important contribution by extending traditional accounting research to the geographic proximity of firms to market participants. Our results indicate that geography plays a significant role in determining the dividend policy and should provide valuable insights for accounting researcher, practitioners, and regulators.

〈Key words〉 firm's location, dividend policy, market pressure perspective, monitoring perspective

* Associate Professor, School of Business, Accounting Department, Dongguk University – Seoul, namhj@dongguk.edu, First Author