

재무분석가의 배당예측정확성에 대한 연구

남혜정*

<요 약>

본 연구는 재무분석가의 배당예측정확성에 대하여 검증하였으며, 구체적으로 재무분석가의 배당예측치가 시계열적 방법에 의한 배당예측치보다 우수한지 검증하고, 재무분석가의 배당예측정확성에 영향을 미치는 요인이 무엇인지 분석하였다.

최근 기업의 배당확대를 위한 관련정책들이 본격적으로 시행됨에 따라 배당에 대한 관심이 높아지고 있다. 특히 우리나라가 저성장, 저금리시기로 진입함에 따라 배당성향과 배당수익률에 대한 관심은 어느 때보다 높은 상황이다. 이는 향후 기업의사결정에서 배당의사결정의 중요성이 높아질 것이며, 배당지급이 시장에 미치는 영향도 높아질 것으로 예상된다. 더불어 배당에 관심있는 투자자들에게 배당예측정보는 배당차익거래 및 기업가치 예측에 중요한 정보이며, 배당예측정확성이 높을수록 투자자들에게 유용한 정보를 제공할 수 있을 것이다. 본 연구는 FnGuide에서 제공하는 재무분석가의 배당예측정보를 이용하여, 재무분석가의 배당예측정확성이 시계열적 추정치에 의한 배당예측정확성보다 우수한지 검증하였다. 분석결과, 재무분석가의 배당예측정확성은 시계열추정치에 의한 배당예측정확성보다 우수하게 나타났다. 또한 배당예측정확성에 영향을 미치는 변수들을 파악하기 위하여 다변량회귀분석을 시행하였으며, 기업의 배당성향이 배당예측정확성에 유의적인 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 본 연구는 재무분석가가 제공하는 배당예측치 특성에 대한 연구를 통하여 투자자들에게 유용한 정보를 제공하고, 나아가 기업가치평가에 중요한 정보로서 이익예측치뿐만 아니라 배당예측치에 대한 실증적 증거들을 제시함으로써, 관련분야에 유용한 정보를 제공할 수 있을 것으로 기대된다.

<주제어> 배당예측정보, 재무분석가, 예측정확성, 배당성향

* 동국대학교-서울캠퍼스 경영대학 회계학과 부교수, namhj@dongguk.edu

논문접수일 2017년 7월 20일 1차수정일 2017년 9월 4일 게재확정일 2017년 10월 10일

I. 서 론

재무분석가의 예측정보는 기업가치평가뿐만 아니라 투자자들의 여러 의사결정에 유용한 정보로 활용되고 있음에도 불구하고, 대부분의 연구들은 이익예측치에 집중되어 있다. 재무분석가의 이익예측치는 기업의 가치평가뿐만 아니라 미래성장성 예측에 유용한 정보로 활용되고 있기 때문에 이익예측치에 대한 관련연구들이 활발하게 진행되었다(O'Brien 1988 ; Hwang et al. 1996 ; Das 1998 ; Eames and Glover 2003 ; Daniel and Titman 2003 ; Drake and Myers 2007). 그러나 이익정보가 유용한 정보임에는 틀림없지만, 배당정보 역시 주가변동에 영향을 미치는 정보원천으로 알려져 있다(Foster and Vickrey 1978 ; 우춘식 1989). 최근 배당정보에 대한 중요성이 높아지고 있는 상황에서 배당예측정보에 대해 투자자들의 요구는 증가할 것이며,¹⁾ 예측정확성이 높은 배당예측치는 유용한 정보로 활용될 수 있을 것이다. 우리나라는 2010년부터 FnGuide가 재무분석가의 배당예측정보를 제공하고 있으나 배당예측치특성에 대한 경험적 연구결과는 찾아보기 어렵다. 본 연구는 우리나라 재무분석가가 제공하는 배당예측치의 예측정확성에 대하여 분석하고, 배당예측정확성에 영향을 미치는 변수들을 검증하였다.

최근 기업의 배당을 늘리기 위해 기업소득환류세제와 배당소득증대세제를 본격적으로 시행함으로써 배당에 대한 관심이 높아지고 있다. 저성장시기로 진입하고 배당수익률이 시중금리를 넘어서고 있는 상황에서²⁾ 배당성향과 배당수익률에 대한 투자자들의 관심은 어느 때보다 높은 상황이다. 자본시장연구원(2016)에 따르면 지난해 코스피시장 배당금은 총 19조원으로 전년 대비 27.1% 높았다. 코스피 상장기업의 배당금규모는 2012년부터 증가세를 보이고 있으며, 최근 2년간 평균 27.2%의 높은 배당금 증가율을 기록하고 있다. 이는 향후 기업의사결정에서 배당의

1) Harris et al.(2015)은 투자자들의 배당소득이 증가하고 있음을 보고 하였다. 연구자들은 mutual funds가 배당지급전에 주식을 구입하는데 있어 프리미엄을 기꺼이 지급하고 있음을 발견하였다. 이는 투자자들에게 높은 배당수익을 가져다 주기 때문이라고 주장하였다.

이와 함께 다음 기사는 국내기업들의 배당지급 및 배당성향이 높아지고 있으며, 국내투자자들의 배당주에 관심도 높아지고 있음을 보여준다.

“한국거래소에 따르면, 유가증권시장 12월 결산 법인의 최근 5년간 현금배당 공시를 분석한 결과 지난해 배당금 총액(결산배당 기준, 우선주 포함) 규모는 5년 연속 증가해 지난해 20조9000억원을 기록하면서 전년대비 9.5% 늘었다. 전체 상장법인의 72%가 현금배당을 실시, 전체 현금배당 법인 522개사 중 70%(69.2%)에 해당하는 361개사는 5년 연속 현금 배당을 한 것으로 드러났다. 특히, 2015년 현금배당 법인 중 95%의 법인이 지난해에도 배당을 시행, 매년 현금배당을 공시한 법인의 약 90%는 2년 이상 연속 배당을 한 기업이었다. 거래소는 “정부의 배당유도 정책 및 배당에 대한 사회적 관심이 증대함에 따라 기업들도 주주가치 제고를 위해 안정적인 배당정책을 유지하려고 노력하는 것으로 보인다”고 분석했다”(헤럴드경제, 2017. 4. 11).

2) 한국거래소에 따르면 올해 코스피 및 코스피200 기업의 예상 배당수익률은 1.7%이상을 기록할 것으로 추정했다. 반면, 6월 금통위가 기준금리를 25bp인하하면서 국내 기준금리는 사상 최저수준(1.25%)으로 떨어졌다(아시아경제, 2016. 6. 29일자 기사).

사결정의 중요성이 높아질 것이며, 배당지급이 시장에 미치는 영향도 높아질 것으로 예상된다. 그러나 그동안 우리나라 기업들의 배당성향은 다른 나라와 비교하여 상대적으로 낮은 수준이었기 때문에,³⁾ 배당에 대한 관심이 높지 않았으며 배당정보에 대한 논의는 활발하지 못하였다. 특히 배당예측치에 대한 국내연구는 미미하며, 몇 편의 국외연구들은 호주 및 국제자료를 이용하여 배당예측치의 정확성에 대하여 검증하였다. Brown et al.(2000)은 호주자료를 이용하여 신규 상장기업의 경영자가 제공하는 배당예측치를 검증하였으며, 분석결과 배당예측치가 이익예측치보다 정확하며, 지분율이 높을수록, 상장규모가 클수록 배당예측정확성이 높아짐을 발견하였다. Clarke et al.(2002) 역시 호주자료를 이용하여 재무분석가의 배당예측치를 분석한 결과, 재무분석가의 배당예측치가 이익예측치보다 정확하며, 편이가 작음(less biased) 발견하였다. 또한 Brown et al.(2016)은 미국뿐만 아니라 39개 국가의 배당예측치 자료를 이용하여, 대부분의 나라에서 배당예측치가 이익예측치보다 정확함을 보여주었다. 이러한 연구결과들은 재무분석가의 배당예측치가 이익예측치와 함께 투자자들에게 유용한 정보로 활용될 수 있음을 보여주고 있다.

국내의 경우에는 재무분석가가 제공하는 배당예측치에 대한 분석은 연구자가 아는 범위에서는 진행된 바가 없다. 또한 재무분석가의 배당예측치에 대한 국외연구들도 초기단계로서, 대부분의 연구들이 호주자료를 이용하고 있으며, 여러 나라의 자료를 이용한 연구에서는 나라별로 재무분석가의 배당예측정확성에 차이가 있음을 보고하고 있다. Bilinski and Bradshaw(2015)은 16개국의 배당예측정보를 이용하였는데, 재무분석가의 배당예측정확성이 일본은 0.19%인 반면에 미국은 45%, 스페인은 89%로 나타나 나라별로 배당예측정확성에 편차가 큼을 발견하였다. 이는 나라별로 재무분석가의 분석환경과 예측정보의 신뢰성에 차이가 있음을 보여주고 있다. 권수영과 김정국(1997)도 국내 재무분석가들의 분석환경이 미국의 경우와 상당히 다르기 때문에 우리나라 재무분석가들의 예측능력이 다를 수 있음을 시사하고 있다. 예를 들면, 미국 재무분석가들은 평균적으로 34종목을 담당하고 있는 반면에 우리나라는 59종목을 담당하고 있었다. 또한 우리나라 재무분석가들이 이익예측업무를 담당하는 기간도 50%가 3~4년, 30%는 2년 미만으로 나타나, 업무의 전문성이 낮을 수 있음을 보여주었다.

본 연구는 우리나라 재무분석가가 제공하는 배당예측정보의 예측정확성에 대하여 검증하였다. 구체적으로 재무분석가의 배당예측치가 시계열적 방법에 의한 배당예측치보다 우수한지 검증하고, 재무분석가의 배당예측정확성에 영향을 미치는 요인이 무엇인지 분석하였다. 2011년부터 2015년까지의 배당예측정보를 이용하여 분석하였으며, 시계열추정치에 의한 배당예측치는 네 가지 방법에 의하여 측정하였다. 그리고 재무분석가의 배당예측정확성(FDA)과 시계열추정치에 의한 배당예측정확성(TDA)을 계산한 후, 두 변수간의 차이(FDA-TDA)가 '0'과 유의하게 다른지 Wilcoxon signed rank test로 검증하였다. 분석결과, 재무분석가의 배당예측치의 정확성

3) 주요 19개 국가의 2005-2011년까지 배당성향을 비교한 연구에 따르면 우리나라의 배당성향은 약 22% 내외로 선진국 평균 배당성향인 49%보다 낮은 수준이다.

이 시계열추정치에 의한 네 가지 방법에 의한 배당예측치의 정확성보다 높게 나타났다. 또한 두 변수간의 차이값은 유의하게 음의 값($FDA - TDA < 0$)을 보였으며, 이는 재무분석가의 배당예측 정확성이 시계열추정치에 의한 배당예측정확성보다 우수함을 보여준다. 이와 함께, 재무분석가의 배당예측정확성에 영향을 미치는 변수들을 파악하기 위하여, 이익예측정확성관련 선행연구들이 제시한 변수들을 바탕으로 회귀분석을 실시하였다. 분석결과, 배당성향이 낮을수록, 기업 규모가 클수록 배당예측정확성이 높은 것으로 나타났다. 이와 함께 이익예측정확성이 배당예측정확성에 유의적인 양의 영향을 미치고 있음을 확인하였다. 이러한 실증분석결과는 재무분석가의 배당예측정확성이 시계열 방법에 의한 배당예측정확성보다 우수하며, 기업특성에 따라 배당예측정확성이 달라질 수 있음을 보여준다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 다음 장에서는 선행연구를 검토하고 연구문제를 제기한다. 제Ⅲ장에서는 분석에서 사용한 연구방법을 기술하며, 제Ⅳ장에서는 실증분석에서 사용한 표본을 설명하고, 연구결과를 제시하고 분석한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결론을 기술한다.

Ⅱ. 선행연구 및 연구목적

1. 재무분석가의 이익예측정확성

재무분석가의 예측정확성에 대한 초기연구들은 이익예측정보의 우수성을 검증하기 위하여, 재무분석가의 예측정보와 시계열적 방법에 의한 예측정보간의 유의적인 차이가 있는지 검증하였다. 분석결과, 재무분석가의 이익예측정보는 시계열모형인 랜덤워크(random walk)모형보다 우월함을 제시하였으며, 이는 재무분석가들이 이익 예측시 다양한 회계 및 비회계정보를 활용하기 때문이라고 해석하였다(Fried and Givoly 1982 ; Brown et al. 1987). 국내연구로는 1990년대에 재무분석가의 이익예측능력에 대한 검증이 이루어졌으며, 재무분석가의 이익예측치와 랜덤워크모형의 이익예측치를 비교분석하였다. 분석결과, 이남주와 나인철(1992), 이경주와 장지인(1992)은 재무분석가의 예측능력이 우수함을 제시한 반면에 윤성준과 허성관(1991)은 재무분석가의 이익예측정확성이 랜덤워크모형에 의한 이익예측정확성보다 우수하다는 결과를 발견하지 못하였다. 김권중(1998)은 대표본을 사용하여 재무분석가의 이익예측능력을 재검증하였으며, 분석결과 재무분석가의 예측능력이 랜덤워크모형에 비해 우월하지 않은 것으로 제시하였다. 이처럼 재무분석가의 예측정보에 대한 초기 연구들은 재무분석가의 이익예측우월성에 대하여 일관된 결과를 제시하지 못하였다. 선행연구들은 재무분석가의 예측정보에 대한 초기연구이기 때문에 대우경제연구소의 제한된 자료만을 이용하였으며, 대용량데이터베이스에 의한 재무분석가의 예측자료를 이용하여 분석하지 못하였다. 비교대상이 되는 시계열모형도 랜덤워크모형만을 이용하여 비교함

으로써, 다양한 시계열적 가정을 고려하지 못하였다는 한계점이 있다. 특히 재무분석가가 예측하는 중요 정보에는 이익예측치뿐만 아니라 배당예측치가 있음에도 불구하고 대부분의 선행연구들은 재무분석가의 이익예측능력에 초점을 맞추고 있다.

2. 배당정보와 재무분석가의 이익예측

일반적으로 배당에 대한 연구는 Miller and Modigliani(1961)의 배당무관론 주장 이후 기업의 배당지급이 기업가치에 미치는 영향에 대한 논의들이 주를 이루고 있다. 실증분석결과는 시장이 불완전한 경우, 기업의 배당지급은 비록 거래비용 및 세금 등의 유리하지 못한 요인들에도 불구하고 경영자의 내적정보를 전달하는 긍정적인 역할을 하는 것으로 평가되고 있다. 즉, 기업의 이해관계자들간의 계약이 불완전한 경우 배당의 증가를 통해 경영자와 주주간 이해 불일치를 극복할 수 있으며, 미래 이익 전망에 대한 정보의 비대칭성이 문제될 경우에는 배당지급이 효과적인 정보전달 수단이 될 수 있다(Nissim and Ziv 2001). 국내연구로는 조영석 외 2인(2007)이 배당변화와 미래 실적사이의 관련성을 분석한 결과 배당이 미래 기업이익에 유의적인 영향을 미치고 있음을 발견하였다. 특히 외환위기 이후에 배당과 미래이익과의 관련성이 높게 나타나고 있음을 보여주었다.

이와 함께, 재무분석가가 이익을 예측할 때 배당정보를 사용하고 있다는 연구결과도 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, 당기 이익을 통제한 후에도 기업의 배당변화와 재무분석가의 이익예측치 수정이 유의적인 관계가 있음을 제시하였다. 국내연구로는 남혜정(2012)이 기업의 배당성향이 높을수록 재무분석가의 낙관적 이익예측편의가 유의적으로 나타나고 있음을 발견하였다. 이는 재무분석가의 예측특성에 배당정보가 유의적인 영향을 미치고 있음을 보여준다. 홍춘욱 외 2인(2013)은 재무분석가의 추정치가 배당변화와 동일한 방향으로 수정되는 경향이 있으며, 추정오차는 배당공시 후 상당히 감소하였음을 발견하였다. 이러한 선행연구들의 결과는 배당정보가 재무분석가가 제공하는 기업 분석보고서와 매수, 매도의견에 자주 나타나는 항목일뿐만 아니라 재무분석가의 예측치특성에도 영향을 미치는 정보임을 제시하고 있다.

3. 재무분석가의 배당예측정확성

재무분석가의 배당예측정보에 대한 연구는 초기 단계로서 호주 및 해외자료를 이용한 몇 편의 연구결과가 제시되고 있다. Clarke et al.(2002)은 호주 재무분석가의 배당예측치를 이용하여 재무분석가의 배당예측치가 이익예측치보다 정확하며, 편의가 작음(less biased) 발견하였다.

Brown et al.(2016)은 해외 39개 국가의 재무분석가의 배당예측치 자료를 이용하여, 대부분의 나라에서 배당예측치가 이익예측치보다 정확함을 보여주었다. 또한 common-law국가에서 이익과 배당예측오차와의 관계가 약하게 나타났다. 연구자들은 이러한 결과에 대하여 경영자들이 보고이익보다 배당의사결정에 대한 재량권이 더 높기 때문으로 해석하고 있다. 최근에는 Bilinski and Bradshaw(2015)가 재무분석가의 배당예측치가 투자자에게 매우 유용한 정보임을 제시하였다. 연구자들은 재무분석가의 배당예측치가 시장의 배당기대와 연관되어 매우 정확하며, 재무분석가의 배당예측정확성이 일본은 0.19%인 반면에 미국은 45%, 스페인은 89%로 나타나 나라별로 배당예측정확성에 편차가 크게 나타나고 있음을 발견하였다. 이는 나라별로 재무분석가의 분석환경과 예측정보의 신뢰성에 차이가 있음을 보여주고 있다. 이러한 연구결과들은 재무분석가의 배당예측치가 이익예측치와 함께 예측정확성이 우수하지만, 배당예측정확성이 나라별로 다르게 나타날 수 있음을 보여주었다.

본 연구는 우리나라 재무분석가가 제공하는 배당예측정보의 우수성을 살펴보기 위하여, 다양한 시계열모형을 이용하여 재무분석가가 제공하는 배당예측정확성이 시계열추정에 의한 배당예측정확성보다 우수한지 검증하고자 한다. 만약 재무분석가의 배당예측치가 과거자료를 이용한 단순한 예측치라면 재무분석가의 배당예측치와 시계열추정치간 정확성에는 유의적인 차이가 없을 것이다. 그러나 재무분석가의 배당예측치가 시장의 정보요구에 반응하고 전문가적 분석능력을 반영하여 더 정교한 예측치를 제공한다면 시계열추정치를 이용한 배당예측정확성과는 유의적인 차이가 나타날 것이다. 일반적으로 재무분석가는 일반투자자보다는 정보의 접근성 및 분석능력이 우수하다고 여겨지기 때문에 시계열추정치에 의한 배당예측치보다 우수할 것으로 예상된다. 다만, 우리나라 재무분석가들의 분석환경이 다른 나라와 상이할 수 있고(권수영과 김정국, 1997), 최근 들어 우리나라 기업들의 배당규모가 증가⁴⁾하였기 때문에 재무분석가의 배당예측정확성이 시계열방법에 의한 배당예측정확성보다 우수한지는 검증가능한 문제일 것이다. 본 연구는 우리나라 재무분석가들이 제공하는 배당예측정확성과 네 가지 방법에 의한 시계열추정치의 배당예측정확성을 비교하였다⁵⁾. 더불어 재무분석가의 배당예측정확성에 영향을 미치는 요인을 파악함으로써 배당예측정보에 대한 이해를 높이고자 한다.

4) 자본시장연구원(2016)에 따르면, 코스피시장 배당금은 총 19조원으로 전년대비 27% 높았으며, 배당규모는 2012년부터 증가세를 보이고 있다.

5) 구체적인 시계열추정치에 대한 설명은 III.2단락에 기술하였다.

III. 연구방법

1. 재무분석가의 배당예측정확성

본 연구는 재무분석가의 배당예측정확성을 살펴보기 위하여, 재무분석가의 배당예측치와 시계열적 방법에 의한 배당예측치들을 비교하였다. 이를 위하여 배당예측치와 실제배당금의 차이의 절대값인 예측정확성을 계산하여 재무분석가의 배당예측치가 시계열적 방법에 의한 배당예측치들과 비교하여 얼마나 정확성이 높은지 검증하였다.

재무분석가의 배당예측정확성은 선행연구들의 방법에 따라 다음과 같이 측정한다. 구체적으로 배당예측정확성은 배당예측오차의 절대값을 전기주가로 나눈 값으로 측정한다⁶⁾. 따라서 배당예측정확성의 값이 0에 가까울수록 재무분석가의 배당예측정확성이 높다고 할 수 있다.

$$FDA(\text{배당예측정확성}) = |\text{실제배당금} - \text{배당예측치}| / \text{주가}$$

이러한 변수측정은 이익예측정확성변수의 측정과 동일하다(Das et al. 1998 ; Hope 2003 ; Richardson et al. 2004). 이익예측정확성은 선행연구와 동일하게 다음과 같이 측정한다.⁷⁾

$$EA(\text{이익예측정확성}) = |\text{실제이익} - \text{이익예측치}| / \text{주가}$$

2. 시계열추정치를 이용한 배당예측정확성

재무분석가의 배당예측정확성(FDA)과 시계열 추정치를 이용한 배당예측정확성(TDA)을 비교하여 FDA 가 우수한 예측치인지 검증하였다. 본 연구는 선행연구에서 사용하고 있는 네 가지 시계열추정치를 이용하여 재무분석가의 배당예측치와 비교하였다. 시계열추정치에 의한 배당예측치는 다음과 같이 측정하였다.

- (1) TD1 : 내년의 배당은 과거의 배당과 같을 것이라는 마팅게일 배당예측치(martingale dividend forecast)를 이용한다.
- (2) TD2 : 과거 5년간의 평균배당률과 전기이익을 고려하여 배당을 지급할 것으로 가정하여, 차기 배당을 예측한다.

6) 재무분석가의 배당예측치는 회계연도 마지막에 예측된 합의치의 평균을 이용하였다.

7) 재무분석가의 이익예측치를 디플레이트하는 방법에는 실제 주당순이익과 주가를 이용하는 방법이 있다. 그러나 실제 주당순이익을 이용하게 되면 주당순이익이 '0' 또는 음수인 경우 추정치 변화의 크기가 과대평가되는 위험이 있기 때문에, 대부분의 재무분석가의 이익예측정확성관련 선행연구들은 주가를 디플레이트로 사용하고 있다.

- (3) TD3 : Lintner's 부분조정 모형(brown et al. 2008)을 이용하여, 차기배당은 전년도배당과 목표배당의 조정율에 따라 결정된다고 가정한다. 목표배당의 조정율은 과거 5년간의 자료로 추정하였다.⁸⁾
- (4) TD4 : 3번에 의해 추정된 목표배당율과 재무분석가의 eps추정치를 이용하여 계산한다.

이러한 방법에 의하여 산정된 네 가지 시계열추정 배당예측치들을 이용하여, 다음과 같이 시계열방법에 의한 배당예측정확성(TDA1~4)을 각각 계산하였다.

$$TDA(1\sim4)=|실제배당금-시계열추정배당예측치(TD1\sim4)|/주가$$

FDA와 TDA의 상대적 정확성은 Wilcoxon signed rank sum test 방법을 사용한다. FDA의 분포가 정규성가정을 충족하지 않으므로 비모수검증인 Wilcoxon signed rank sum test 검증이 적절하며, 관측치의 순위를 사용하는 검증방법이므로 이는 극단적 관측치에 대한 조정이 필요 없다는 이점도 있다. 먼저, 두 변수간의 배당예측정확성의 차이를 다음과 같이 정의한다.⁹⁾

$$DIF=FDA-TDA$$

여기서, FDA=재무분석가의 배당예측정확성

TDA=시계열추정치들 이용한 배당예측정확성(TDA1~4)

만약, FDA가 TDA보다 정확하다면 DIF는 음의 값을 가질 것이며, 두 값간에 유의적인 차이가 없다면 DIF는 0에 가까운 값을 나타낼 것이다. 따라서 DIF=0에 대하여 검증하였으며, 통계적 유의성은 Wilcoxon S(Pr>=|S|)에 의하여 검증하였다.

3. 배당예측정확성에 대한 회귀분석

재무분석가의 배당예측정확성에 영향을 미치는 변수를 파악하기 위하여, 모형(1)을 이용하여 회귀분석을 시행하였다. 배당예측정확성에 대한 선행연구가 미미하여 재무분석가의 배당예측정확성에 영향을 미치는 변수들을 선정하는데 이익예측정확성에 영향을 미치는 것으로 나타난 변

8) Brown et al.(2016)도 Lintner's 모형에 따른 계수 추정시 과거 5년간의 자료를 바탕으로 추정하였다.

9) 재무분석가의 배당예측치와 시계열방법에 의한 배당예측치를 비교하기 위해서는 예측시점에 대한 통제가 필요하다. 이익예측정확성에 대한 선행연구들은 랜덤워크모형과 재무분석가의 예측치를 비교하였으며, 전년도 이익이 공시된 직후를 예측시점으로 설정하여 비교하였다(김권중 1988). 그러나 이익공시일에 예측치가 발표되는 경우는 없으므로 선행연구들은 대부분 4월중 발표된 예측치를 랜덤워크모형과 비교하였다. 본 연구는 배당예측시점에 대한 정확한 자료를 확보하기 어려워 연결재무제표기준으로 3개월이내 발표된 증권사별 최근 배당추정치값(DPS, E3)을 사용하였다.

수들을 우선적으로 고려하였다(Lang and Lundholm 1996 ; Ahmed et al. 2001 ; 최원욱 외 2008 ; 남혜정 2015 등). 먼저, 배당예측을 하는데 있어 영향을 미칠 것으로 예상되는 배당성향(*DIVR*)을 고려하였다. 배당성향이 높을수록 재무분석가의 배당예측정확성이 높아질지 아니면 낮아질 것인가에 대해서는 선행연구가 미미하여 예측하기 어렵다. 다만, 남혜정(2012)의 연구에 의하면, 배당성향이 높을수록 재무분석가의 낙관적 예측편의가 유의적으로 나타나고 있음을 발견하였다. 이는 재무분석가의 낙관적 편의에 배당성향이 영향을 미치고 있음을 보여주는 것으로, 예측정확성에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 이와 함께 기업규모(*SIZE*), 수익성(*ROA*), 부채비율(*LEV*), 성장성(*GROWTH*, *BM*), 재무분석가의 수(*COV*)를 통제변수로 하는 식(1)을 이용하여 다변량회귀분석을 실시하였다. *SIZE*는 기업규모가 클수록 시장에 공시되는 정보가 많으므로 재무분석가의 예측정확성이 높아진다는 연구결과에 따라 포함하였으며(Eames and Glover 2003), *ROA*는 수익성이 좋은 기업일수록 재무분석가의 예측정확성이 높아진다는 연구결과에 따라 모형식에 포함하였다(Eames and Glover 2003 ; 선우혜정 외 2010). *LEV*는 부채비율이 높은 기업은 이익조정유인이 클 수 있으므로 재무분석가의 예측정확성이 낮아질 수 있다(선우혜정 외 2010). 또한 *GROWTH*와 *BM*은 기업성장성이 높을수록 예측정확성이 낮아진다는 선행연구결과에 따라 고려하였다. *COV*는 재무분석가의 수가 많을수록 예측정확성이 높아진다는 주장에 따라 모형식에 포함하였다 (Lang and Lundholm 1996 ; 최원욱 외 2008). 이와 함께 이익예측정확성(*EA*)과 연도 및 산업더미를 포함하여 분석하였다.

$$FDA_t = a_0 + a_1DIVR_{t-1} + a_2EA_t + a_3SIZE_t + a_4ROA_t + a_5LEV_t + a_6GROWTH_t + a_7BM_t + a_8COV_t + \sum a_jIND_j + \sum a_jYD_j + \varepsilon \quad (1)$$

여기서, <i>FDA</i>	= 재무분석가의 배당예측정확성(실제배당금-배당예측치 /주가)
<i>DIVR</i>	= t-1기 배당성향(현금배당금/당기순이익)
<i>EA</i>	= 재무분석가의 이익예측정확성(실제이익-이익예측치 /주가)
<i>SIZE</i>	= 기업규모(총자산의 로그값)
<i>ROA</i>	= 총자산이익률(당기순이익/총자산)
<i>LEV</i>	= 부채비율(총부채/총자산)
<i>GROWTH</i>	= 매출액성장률((매출-전기매출)/전기매출)
<i>BM</i>	= 성장성(순자산/시가총액)
<i>COV</i>	= 재무분석가의 수(재무분석가수의 로그값)
$\sum IND$	= 산업별 더미변수
$\sum YD$	= 연도별 더미변수
ε	= 잔차항

4. 표 본

본 연구는 2011년부터 2015년까지 유가증권과 코스닥시장에 상장되어 있는 12월 결산법인을 연구대상으로 한다. 배당예측정보에 대한 자료 수집을 위하여 FnGuide의 배당예측정보를 이용하며, 다음 조건을 만족하는 기업이다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) FnGuide에서 재무분석가의 배당예측자료 및 재무자료를 수집할 수 있는 기업

조건(1)은 재무제표의 비교가능성을 제고하기 위하여, 조건(2)는 재무제표자료 및 배당예측자료를 이용할 수 있는 기업으로 한정한다. 선행연구에서 언급한 금융위기기간의 재무제표 정보의 왜곡가능성을 최소화하고, 배당예측정보의 충실성을 확보하기 위하여 표본의 시작연도는 2011년¹⁰⁾으로 하였다. 이러한 표본선정과정을 통하여 선정된 기업을 대상으로 극단치(outliers)제거를 통하여 최종표본은 1,411이다.¹¹⁾

IV. 실증분석 결과

1. 표 본

<표 1>은 연도별 표본구성을 보여주고 있다. 배당예측정보가 있는 2011년부터 2015년까지 표본수를 살펴보면, 최근 연도로 갈수록 표본수가 증가하고 있어, 재무분석가의 제공하는 배당예측정보가 늘어나고 있음을 알 수 있다. 특히 2011년도와 비교하여 2015년에는 약 3배가 증가하였다. 먼저 배당을 지급한 기업의 비중을 살펴보면, 전체표본의 약 47%가 배당을 지급하는 기업이며, 배당예측치정보가 있는 표본은 이중에서도 약 34%에 해당된다. 또한 배당예측정보가 최근으로 갈수록 급격하게 늘어나고 있으며, 2011년에 비하여 3배정도 증가하였음을 알 수 있다. 배당예측치가 있는 표본을 대상으로 기업들의 실제 주당배당금(DPS)과 주당배당금 예측치(FDPS)를 연도별로 살펴보면, 두 변수간에 차이가 크지 않음을 알 수 있다. 또한 재무분석가가 제공하는 배당예측치가 실제배당금보다 대체로 낮게 나타나고 있어, 평균적으로는 배당예측치

10) FnGuide에서 제공하는 배당예측치는 2010년부터 제공되고 있으나, 2010년 배당예측치는 18개로 매우 적은 숫자였다. 따라서 본 연구는 표본의 충분한 확보를 위하여 2011년부터 표본을 구성하였다.

11) 동일 표본기간에 재무분석가가 이익예측치 정보를 제공하는 표본은 2,505였으며, 이중에서 배당예측치 정보를 가지고 있는 표본은 1,411개로 재무분석가 예측정보를 가진 기업의 약 56%가 배당예측정보도 가지고 있었다. 본 연구의 분석에 사용된 배당예측치는 연간배당예측치만을 이용하였다.

의 낙관적 성향이 나타나지는 않았다. 최종표본의 배당성향은 꾸준히 증가하는 추세를 보이고 있어, 최근 배당에 대한 높은 관심을 반영하고 있음을 알 수 있다. 또한 재무분석가의 수는 평균적으로 약 1.14명으로 나타나고 있다.¹²⁾ 최종분석에는 배당예측치가 있는 표본만을 사용하였기 때문에 1,411개의 표본이 분석에 이용되었다.

〈표 1〉 연도별 표본구성

표에 제시된 수치는 2011년부터 2015년까지 FnGuide에서 추출한 재무분석가의 배당예측치가 있는 표본의 수를 연도별로 분류한 결과이다. 분석에 사용된 최종표본은 배당예측치가 있는 1,411개이며, 주당배당금과 주당배당금예측치, 배당성향, 재무분석가수는 1,411 표본을 대상으로 측정한 연도별 평균값을 나타낸다.

연도	전체 표본	배당지급 기업	배당예측치가 있는 표본	주당배당금 (DPS)	주당배당금예측치 (FDPS)	배당성향 (%)	재무 분석가수
2011	1,689	869	159	1,135.06	1,140.57	24.39	1.28
2012	1,715	867	185	1,019.70	1,014.84	24.38	1.29
2013	1,742	846	276	810.96	810.97	32.17	1.25
2014	1,767	901	357	792.13	724.07	32.94	1.12
2015	1,784	936	434	817.43	737.52	27.82	0.97
합계	8,697	4,119	1,411	872.07	830.26	29.11	1.14

2. 기술통계량

<표 2>는 주요변수들에 대한 기술통계량을 보여주고 있다. 먼저, 재무분석가의 배당예측정확성과 시계열추정치에 의한 배당예측정확성변수들을 비교하면, FDA는 평균값이 0.003으로 시계열추정치에 의한 배당예측정확성변수들($TDA1 \sim 4$)의 평균값보다 낮게 나타나고 있다. 이는 재무분석가의 배당예측정확성이 평균적으로 우수함을 보여준다. 우리나라 재무분석가의 배당예측정확성인 FDA의 평균은 0.30%로 나타나, Bilinski et al.(2015)의 16개국 평균인 0.76%보다 매우 낮은 수준이며, 일본의 0.19%보다는 높다.

배당예측정확성 변수인 FDA의 표준편차는 0.006로 시계열추정치에 의한 배당예측정확성 변

12) <표 1>에 보고한 재무분석의 수는 분석에 사용한 표본의 연도별 재무분석가 수를 나타낸다. FnGuide의 consensus에서는 이익예측치를 제공하는 재무분석가의 수를 제공하고 있으나, 그 외 예측치별로(배당, 매출 등) 재무분석가의 수를 제공하고 있지 않다. 다만, house별로 개별재무분석가의 예측치를 파악하여 배당예측치를 제공하는 재무분석가의 수를 확인할 수 있겠으나, 본 연구의 목적이 재무분석가의 배당예측정보의 정확성과 시계열방법에 의한 배당예측정확을 비교·검증하는 것이기 때문에 개별재무분석가의 예측치특성에 대한 연구는 별도의 연구로 남겨둔다.

수들인 *TDA1*, *TDA2*, *TDA3*, *TDA4*의 표준편차(0.006~0.021)보다 낮게 나타나고 있어, 재무분석가의 배당예측치 정확성에 편차가 낮음을 알 수 있다. 흥미로운 것은 내년의 배당은 과거의 배당과 같을 것이라는 마팅게일 예측에 의한 *TDA1*의 평균 및 표준편차값이 *FDA*와 거의 유사하게 나타나고 있어, 기업들이 매년 일정수준의 배당을 유지할 것이라는 배당예측이 재무분석가의 배당예측에도 나타나고 있음을 보여준다.

이익예측정확성인 *EA*의 평균값은 0.027으로 *FDA*값의 약 9배의 차이를 보이고 있다. 이러한 경향은 호주 데이터를 이용한 Brown et al.(2012)의 연구와 유사한 결과이다. Brown et al.(2012)은 호주의 경우 배당예측정확성이 이익예측정확성보다 약 2배정도 높다고 보고하였으나, 우리나라의 경우에는 배당예측정확성이 월등하게 높게 나타나고 있다. Brown et al.(2016)은 여러 나라들의 배당예측정확성에 대해서도 분석하였는데, 이러한 경향은 대부분의 나라에서 나타나고 있는 현상임을 제시하였다.

〈표 2〉 주요 변수들의 기술통계량

표에 제시된 수치는 2011년부터 2015년까지 1,411개의 표본을 대상으로 재무분석가의 배당예측정확성(*FDA*)과 시계열추정치에 의한 배당예측정확성(*TDA1*~4), 재무분석가의 이익예측정확성(*EA*)에 대한 기술통계량이다.

변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
<i>FDA</i>	0.003	0.001	0.006	0.000	0.034
<i>TDA1</i>	0.003	0.001	0.006	0.000	0.038
<i>TDA2</i>	0.016	0.010	0.020	0.000	0.142
<i>TDA3</i>	0.006	0.001	0.014	0.000	0.096
<i>TDA4</i>	0.007	0.001	0.021	0.000	0.181
<i>EA</i>	0.027	0.009	0.052	0.000	0.347

〈표 3〉은 변수들간의 피어슨 상관관계를 보여주고 있다. *FDA*와 *TDA1*, *TDA2*, *TDA3*, *TDA4*와의 관계는 모두 양의 관계를 보이고 있으며, 이는 재무분석가의 배당예측치와 시계열추정치 간의 양의 상관관계가 존재함을 나타낸다. 가장 높은 상관관계를 보이고 있는 변수는 *FDA*와 *TDA1*으로 0.70(<.0001)로 과거배당예측치로 측정한 배당예측정확성이 재무분석가의 배당예측치로 측정한 배당예측정확성과 가장 밀접한 것으로 나타났다. 그 외 시계열추정치로 인한 배당예측정확성들과의 상관관계는 약 20%로 나타났다. 또한 배당예측정확성과 이익예측정확성간에도 유의적인 양의 상관관계를 보이고 있어, 이익예측정확성이 높으면 배당예측정확성도 높을 수 있음을 알 수 있다.

〈표 3〉 변수들의 상관관계

표에 제시된 수치는 2011년부터 2015년까지 1,411개의 표본을 대상으로 재무분석가의 배당예측정확성(FDA)과 시계열추정치에 의한 배당예측정확성(TDA1~4), 재무분석가의 이익예측정확성(EA)의 상관관계이다.

	<i>FDA</i>	<i>TDA1</i>	<i>TDA2</i>	<i>TDA3</i>	<i>TDA4</i>
<i>TDA1</i>	0.70 <.0001	1.00			
<i>TDA2</i>	0.24 <.0001	0.39 <.0001	1.00		
<i>TDA3</i>	0.29 <.0001	0.28 <.0001	0.14 <.0001	1.00	
<i>TDA4</i>	0.26 <.0001	0.21 <.0001	0.03 <.0001	0.90 <.0001	1.00
<i>EA</i>	0.32 <.0001	0.20 <.0001	0.17 <.0001	-0.01 0.65	0.01 0.67

3. 재무분석가의 배당예측정확성과 시계열방법에 의한 배당예측정확성

본 연구는 재무분석가의 배당예측치가 시계열에 의한 추정치로 산정한 배당예측치보다 우월한지 검증하기 위하여, 네 가지 배당예측추정치를 산정하여 각각 배당예측정확성(*TDA1*~4)을 계산하였다. 이후 재무분석가의 배당예측정확성과 시계열추정치에 의한 배당예측정확성을 비교하였다. 즉, *FDA*와 *TDA1*~4의 차이값을 구하여, 이 값이 '0'과 유의하게 다른지 검증하였다. 만약, 재무분석가의 배당예측정확성이 시계열추정치에 의한 배당예측정확성보다 우수하다면, 두 변수간의 차이는 유의하게 '0'과 다르게 나타날 것으로 예상된다. 분석결과, *FDA*와 *TDA1*과의 차이가 -0.0001으로 나타났으며, 통계적 유의성은 낮았다. 이는 DIF1의 값이 음수이기 때문에 *FDA*가 *TDA1*보다는 정확성이 높음을 의미하지만, 두 값의 차이는 통계적으로 유의하지 않음을 의미한다. 즉, 재무분석가의 배당예측정확성은 마팅게일 배당예측치에 의한 배당예측정확성보다 우수하지만, 두 예측치간의 차이는 유의하지 않음을 보여준다. 반면에 DIF2, DIF3, 그리고 DIF4의 경우에는 모두 음의 값으로 통계적으로 유의하게 나타났다. 이는 각 값들이 '0'과 유의하게 같은가에 대한 검증($\mu=0$)을 기각하는 결과이다. 즉, 과거 5년간의 평균배당률과, 리트너의 부분조정모형을 이용한 배당 등에 의한 배당예측정보는 재무분석가의 배당예측정보보다 정확성이 낮음을 보여준다. 특히 재무분석가의 배당예측정확성과 시계열에 의한 추정치로 산정한 배당예측치간의 차이는 DIF2($FDA-TDA2$)가 가장 높게 나타났다. *TDA2*는 기술통계량에서 예측정확성의 평균값이 가장 높았으며(예측정확성이 가장 낮음), 표준편차 역시 높게 나타났다.

FDA와 TDA2의 차이값인 DIF2 역시 가장 큰값을 보이고 있어, 과거 5년간의 평균배당률과 전기이익을 고려하여 배당을 지급할 것으로 가정한 배당예측치가 가장 예측정확성이 낮고, 재무분석가의 배당예측정확성과도 차이가 있음을 알 수 있다.

전반적으로 분석결과는 FDA가 시계열 추정치에 의한 배당예측정확성보다 유의하게 우수함을 보여 주고 있다. 재무분석가는 경영진의 배당의사결정과 관련된 배당정보를 이용하여 배당을 예측하는 방법 등이 일반투자자들보다 우수하기 때문에, 시계열적 방법에 의한 배당예측치보다 정확한 배당예측치를 제공하는 것으로 판단된다. 만약 재무분석가가 과거정보만을 가지고 배당을 예측한다면 시계열방법에 의한 배당예측치와 유사한 정확도를 가질 것이다. 그러나 본 연구의 결과는 재무분석가는 예측전문가로서 배당정보 역시 정확하게 예측하는 것으로 나타났으며, 시계열추정치에 의한 배당예측정확성보다 우수함을 보여주었다.

추가적으로 재무분석가의 배당예측정확성을 측정하는데 있어, 중간값을 이용한 분석결과도 함께 제시하였다. MDIF1~4는 FDA대신에 중간값을 사용한 MFDA를 사용한 값이다. 분석결과는 평균값을 이용한 결과와 일관되게 나타났으며, 이는 재무분석가의 배당예측정확성이 시계열방법에 의한 배당예측정확성보다 우수함을 확인하고 있다.

본 연구는 배당예측정확성의 차이가 산업별로 차이가 있는지 살펴보기 위하여, 한국표준산업분류(대분류)를 기준으로 배당예측정확성을 분석하였다. 제조업의 경우에는 DIF2, DIF3, DIF4가 유의하게 나타났으며, 서비스업(출판·영상·방송통신 및 정보서비스업, 예술·스포츠 및 여가관련 서비스업)의 경우에는 모든 변수들이 유의적으로 나타났다. 반면에 굴뚝산업인 전기·가스·증기 및 수도사업, 건설업, 도매 및 소매업, 운수업의 경우에는 DIF2를 제외하고 배당예측정확성간에 유의적인 차이가 나타나지 않았다. 이는 재무분석가의 배당예측시 배당관련정보 획득 및 정보분석기술에 있어 산업별로 차이가 있음을 보여준다.

〈표 4〉 배당예측정확성의 차이검증

2011년부터 2015년까지 1,411개의 표본을 대상으로 재무분석가의 배당예측정확성(FDA)과 시계열추정치에 의한 배당예측정확성(TDA1~4)간의 차이가 유의적인지 검증하였다. $DIF1 = (FDA - TDA1)$, $DIF2 = (FDA - TDA2)$, $DIF3 = (FDA - TDA3)$, $DIF4 = (FDA - TDA4)$. 재무분석가의 배당예측치의 중간값을 이용한 예측정확성변수는 MDIF로 측정하였으며, 중간값을 이용한 재무분석가의 배당예측정확성(MFDA)과 시계열추정치에 의한 배당예측정확성간의 차이값은 다음과 같다. $MDIF1 = (MFDA - TDA1)$, $MDIF2 = (MFDA - TDA2)$, $MDIF3 = (MFDA - TDA3)$, $MDIF4 = (MFDA - TDA4)$. 패널 A는 전체표본에 대한 분석결과이며, 패널 B는 산업별 배당예측정확성의 차이에 대한 분석결과이다. 산업분류는 한국표준산업분류의 대분류기준을 이용하였다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 그리고 1% 수준에서 통계적으로 유의하다.

Panel A : 배당예측정확성의 차이

	<i>DIF1</i> (<i>FDA-TDA1</i>)	<i>DIF2</i> (<i>FDA-TDA2</i>)	<i>DIF3</i> (<i>FDA-TDA3</i>)	<i>DIF4</i> (<i>FDA-TDA4</i>)
Test <i>DIF1</i> ~ 4 = 0 (<i>Pr</i> > = <i>S</i>)	-0.000 (0.155)	-0.013*** (<.0001)	-0.002*** (<.0001)	-0.004*** (<.0001)
	<i>MDIF1</i> (<i>MFDA-TDA1</i>)	<i>MDIF2</i> (<i>MFDA-TDA2</i>)	<i>MDIF3</i> (<i>MFDA-TDA3</i>)	<i>MDIF4</i> (<i>MFDA-TDA4</i>)
Test <i>MDIF1</i> ~ 4 = 0 (<i>Pr</i> > = <i>S</i>)	-0.000 (0.496)	-0.012*** (<.0001)	-0.002*** (<.0001)	-0.003*** (<.0001)

Panel B : 산업별 배당예측정확성의 차이

	<i>DIF1</i>	<i>DIF2</i>	<i>DIF3</i>	<i>DIF4</i>
농업 · 임업 및 어업	0.000 (1.00)	-0.013** (0.01)	0.001 (0.68)	0.001 (0.57)
제조업	-0.000 (0.76)	-0.012*** (<.0001)	-0.003*** (0.01)	-0.003*** (<.0001)
전기 · 가스 · 증기 및 수도 사업	-0.000 (0.67)	-0.002 (0.18)	0.002 (0.31)	-0.008 (0.55)
건설업	0.001 (0.57)	-0.015*** (<.0001)	-0.000 (0.44)	-0.001 (0.29)
도매 및 소매업	-0.000 (0.29)	-0.013*** (<.0001)	-0.001 (0.21)	-0.001 (0.51)
운수업	0.000 (0.94)	-0.014*** (<.0001)	0.00025 (0.89)	-0.000 (0.98)
출판 · 영상 · 방송통신 및 정보서비스업	-0.001*** (0.00)	-0.014*** (<.0001)	-0.006*** (<.0001)	-0.010*** (<.0001)
전문과학 및 기술서비스업	-0.000 (0.80)	-0.012*** (<.0001)	-0.000* (0.03)	-0.002 (0.14)
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	-0.001 (0.39)	-0.018*** (<.0001)	-0.0021 (0.08)	-0.002* (0.02)
교육서비스업	0.001 (1.00)	-0.029*** (0.00)	-0.003 (0.20)	-0.006* (0.08)
예술 · 스포츠 및 여가관련 서비스업	-0.002* (0.01)	-0.019*** (<.0001)	-0.014*** (0.00)	-0.013*** (0.00)
협회 및 단체 · 수리 및 기타개인 서비스업	-0.005 (0.50)	-0.012 (0.25)	-0.006 (0.62)	-0.009 (0.62)

4. 재무분석가의 배당예측정확성에 대한 회귀분석

재무분석가의 배당예측정확성에 영향을 미치는 변수들을 파악하기 위하여, 다변량 회귀분석을 실시하였다. 재무분석가의 배당예측정확성에 대한 선행연구들이 미미하여, 통제변수들은 재무분석가의 이익예측정확성연구들의 모형을 이용하여 설정하였다. 구체적으로 기업규모(SIZE)와 수익성(ROA), 부채비율(LEV), 성장성(GROWTH, BM), 그리고 재무분석가의 수(COV)를 포함하였다. 더불어 연도와 산업차이에 의한 영향을 통제하기 위하여 연도더미와 산업더미를 고려하였다. 이와 함께 재무분석가의 배당예측치에 영향을 미칠 것으로 예상되는 배당성향(DIVR)을 추가로 포함하여 분석하였다.

회귀분석결과, 배당성향과 배당예측정확성간에 유의적인 음의 관계가 나타났다. 배당성향을 나타내는 DIVR의 계수값은 -0.029 이며, 5%수준에서 유의한 결과가 나타났으며, 이익예측정확성인 EA를 통제 한 후에도 배당성향의 계수값은 -0.033 (t-value : 2.13)으로 유의하게 나타나고 있다¹³⁾. 이는 배당성향이 높을수록 재무분석가의 배당예측정확성은 낮아짐을 보여준다. 통제변수들의 결과를 살펴보면, 기업규모가 클수록 배당예측정확성은 높아지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 기업규모가 클수록 배당의사결정에 관심이 높은 이해관계자들이 많아지고, 이는 재무분석가의 배당예측에도 영향을 미치고 있음을 알 수 있다. 또한 성장성을 나타내는 BM(book to market ratio)의 계수값은 유의적인 음의 값으로 나타나 가치주 기업일수록 재무분석가의 배당예측정확성이 낮아짐을 보여준다. 이러한 기업들은 배당보다는 자금조달 및 투자의사결정에 비중을 두기 때문에 배당의사결정의 불확실성이 높아져 재무분석가의 배당예측에도 영향을 미치고 있음을 알 수 있다.

재무분석가의 이익예측치특성이 배당예측치에도 영향을 미칠 수 있기 때문에 모형(2)에서 이익예측정확성을 통제 한 결과, 이익예측정확성과 배당예측정확성은 유의적인 양의 관계를 나타내었다. 그러나 계수값은 0.036 (t-value : 3.73)로 나타나고 있어, 우리나라 재무분석가들의 이익예측정확성이 배당예측정확성에도 유의적인 영향을 미치고 있음을 보여주고 있으나, 계수값의 크기는 크지 않음을 보여준다. 이러한 결과는 보통법(common-law)국가에 이익예측치와 배당예측치간의 관계가 약하다는 Brown et al.(2016)의 결과와 일관된 발견이다.

13) 변수의 해석상의 용이성을 위하여, FDA에 (-1) 을 곱하여 회귀분석에 이용하였다. 즉, FDA값이 클수록 배당예측정확성이 높아짐을 의미한다. 따라서 배당성향과 배당예측정확성간의 음의 관계는 배당성향이 높을수록 배당예측정확성이 낮아지는 것으로 해석할 수 있다. 또한 EA변수도 동일한 방법으로 회귀식에 포함하였다.

〈표 5〉 배당예측정확성에 대한 회귀분석결과

2011년부터 2015년까지 1,411개의 표본을 대상으로 재무분석가의 배당예측정확성(FDA)에 영향을 미치는 변수들에 대한 다변량회귀분석 결과이다. 변수정의는 다음과 같다. FDA =재무분석가의 배당예측정확성(|실제배당금-배당예측치|/주가), $DIVR$ = $t-1$ 기 배당성향(현금배당금/당기순이익), EA =재무분석가의 이익예측정확성(|실제이익-이익예측치|/주가), $SIZE$ =기업규모(총자산의 로그값), ROA =총자산이익률(당기순이익/총자산), LEV =부채비율(총부채/총자산), BM =성장성(순자산/시가총액), COV =재무분석가의 수(재무분석가수의 로그값), $CASH$ =현금보유수준(현금및현금성자산/총자산), PDA =성과조정재량적 발생액, $SCFO$ =영업현금흐름의 변동성(3년간의 영업현금흐름의 변화). 괄호안의 수치는 t -value이며, clustered standard errors(firm-level)를 이용하여 측정하였다. *, **, ***는 각각 10%, 5%, 그리고 1% 수준에서 통계적으로 유의하다.

$FDA_t = a_0 + a_1 DIVR_{t-1} + a_2 EA_t + a_3 SIZE_t + a_4 ROA_t + a_5 LEV_t + a_6 BM_t + a_7 COV_t + a_8 CASH_t + a_9 PDA_t + a_{10} SCFO_t + \sum a_j IND_j + \sum a_j YD_j + \varepsilon_t$		
변 수	(1)	(2)
$DIVR$	-0.029* (-1.85)	-0.033** (-2.13)
EA		0.036*** (3.73)
$SIZE$	0.029* (1.85)	0.008 (0.59)
ROA	-0.137 (-0.51)	0.271 (1.19)
LEV	-0.058 (-0.57)	0.111 (1.10)
BM	-0.112*** (-2.92)	-0.009 (-0.28)
COV	0.019 (0.96)	0.008 (0.43)
$CASH$	-0.170 (-0.79)	-0.175 (-0.87)
PDA	0.138 (0.23)	0.080 (0.13)
$SCFO$	-1.589*** (-2.59)	-1.234** (-2.15)
Intercept	-0.573 (-1.62)	-0.250 (-0.78)
연도 및 산업더미	포함	포함
Adj. R^2	0.081	0.155

V. 결 론

일반적으로 재무분석가는 일반 정보이용자와는 달리 기업에 대한 정보의 접근성과 분석능력에 있어 우월하다고 여겨지며, 재무분석가가 제공하는 예측정보는 기업가치평가에 유용한 정보로 활용되고 있다. 선행연구에 의하면, 재무분석가들이 예측치를 제공할 때, 배당을 포함한 재무사항을 중요한 정보로 판단하고 있으며 배당정보가 재무분석가의 이익예측치에도 영향을 미치고 있다(Ofer and Siegel 1987 ; Lang and Litzenger 1989 ; Denis et al. 1994). 이는 재무분석가가 이익을 예측할 때 배당정보를 중요하게 여기고 있음을 시사하고 있으며, 배당예측정보도 기업가치의 중요한 정보로 활용되고 있음을 보여준다. 그러나 재무분석가가 제공하는 배당예측치가 우수한 예측정보인지는 실증의 문제일 것이다.

최근 배당에 대한 관심이 높아짐에 따라, 투자자들은 배당차익거래에 대한 기대감으로 배당예측정보에 대한 요구가 높아지고 있는 상황이다. 이익정보가 투자자의사결정에 유용한 정보원천임에는 틀림없으나, 배당정보 역시 여러 가지 정보들 중에서 주가변동에 영향을 미치는 정보로 여겨지고 있다(Foster and Vickrey 1978 ; 우춘식 1989). 그러나 배당정보의 유용성에 대한 연구가 활발한 반면에 배당예측치에 대한 연구는 미미한 상황에서 본 연구는 재무분석가가 제공하는 배당예측정보의 정확성에 대해 검증하였다. 분석결과, 재무분석가의 배당예측정확성은 다양한 시계열방법에 의한 배당예측정확성보다 우수한 것으로 나타났다. 이익예측정확성과 비교했을 때에는 배당예측정확성의 편차가 낮게 나타나고 있어 전반적으로 재무분석가의 배당예측정확성이 이익예측정확성보다 우수함을 시사하고 있다. 이와 함께 재무분석가의 배당예측정확성에 영향을 미치는 변수들을 파악하기 위하여 다변량 회귀분석을 시행하였으며, 분석결과 이익예측정확성이 높을수록, 배당성향이 낮을수록 배당예측정확성이 높아짐을 알 수 있었다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 공헌점을 제공할 것으로 기대된다. 첫째, 최근 배당주에 대한 관심이 높아지면서 배당예측치는 중요한 정보로 여겨지고 있다. 특히 배당을 실시하는 연말이나 중간배당시기에는 배당예측치에 대한 정보요구가 높아지고 있다. 그러나 배당예측치에 대한 높은 관심에도 불구하고, 우리나라 재무분석가가 제공하는 배당예측치에 대한 연구는 거의 진행되지 않았다. 최근 기업소득환류세제 및 배당소득증대세제 등과 같은 배당장려정책과 함께 배당에 대한 논의가 활발한 시점에서 배당지급 기업들의 특성에 대한 이해를 높이는 것도 중요하지만, 기업의 미래 배당에 대한 예측력을 높이는 것도 필요할 것이다. 본 연구는 재무분석가의 배당예측치에 대한 초기연구로 배당예측정확성에 대한 경험적 증거들을 제시함으로써 배당예측정보에 대한 이해도를 높이는데 기여할 것으로 본다.

둘째, 재무분석가의 배당예측치에 대한 분석결과는 자본시장 참여자들에게 유용한 정보를 제공할 것으로 기대된다. 최근 저금리시대에 배당주에 대한 관심이 어느 때보다 높은 상황이며, 배당예측치에 대한 관심도 높아지고 있다. 특히 배당을 지속적으로 지급한 기업일수록 주가가 다

른 기업에 비해 높았으며, 이익도 증가하였다는 결과도 제시되고 있다. 따라서 정확한 배당예측 정보는 투자자들의 투자사결정에 무엇보다도 유용한 정보임에 틀림없을 것이다. 그러나 배당예측치에 대한 국내연구는 진행된 바가 없기 때문에, 배당예측치에 대한 논의는 필요하며, 재무분석가의 배당예측정확성과 시계열추정치에 대한 실증분석결과는 투자자들에게 의미있는 정보를 제공할 것으로 예상된다.

셋째, 본 연구는 재무분석가의 예측정확성에 대한 연구로, 이익예측정보에 한정되어 있었던 선행연구의 범위를 배당정보로 확대하였다는 점에서 의의가 있다. 특히 예측정확성에 대한 선행연구들은 시계열방법을 랜덤워크모형만으로 한정하여 재무분석가의 예측정보를 비교하였으나(김권중 1988), 본 연구는 네 가지 방법에 의한 시계열추정치를 이용하여 재무분석가의 배당예측정확성을 비교하였다는 점에서 결과의 강건성을 가지고 있다.

마지막으로 배당예측정보의 정확성에 대한 연구는 기업가치평가에도 유용한 정보를 제공한다. 기업가치를 분석하는 연구에서는 재무분석가의 이익예측자료뿐만 아니라 배당예측자료를 시장기대치 대리변수로 활용하고 있다. 특히 기업가치평가모형에서 자기자본비용을 추정할 경우 배당예측정보가 필요한데, 우리나라에서는 배당예측정보가 제공된 지 얼마 되지 않아 사후적 관측치인 배당성향을 이용하였다. 또한 재무분석가의 배당예측정보에 대한 국내 선행연구결과가 미흡하기 때문에 배당예측정보에 대한 논의도 거의 진행되지 못하였다. 따라서 본 연구의 결과는 기업가치를 산정하거나 기업의 미래배당을 예측하는데 있어, 좀 더 정확한 시장기대치를 산정하는데 도움을 줄 것으로 기대된다.

본 연구는 재무분석가의 배당예측치에 대한 초기연구이기 때문에 이익예측치관련 선행연구에서 언급한 통제변수들을 고려하였다는 한계점이 있으나, 향후 연구에서는 재무분석가의 배당예측치에 영향을 미치는 변수들에 대한 추가연구들이 진행될 수 있기를 기대한다. 또한 본 연구는 재무분석가의 배당예측정확성을 측정하는데 있어 현금배당만을 고려하였으며, 이는 향후에 주식배당을 고려한 추가연구가 필요함을 시사한다.

참고문헌

- 김권중. 1998. “재무분석가 이익예측능력의 재검증”. 회계학연구 제23권 제3호 : 157-181.
- 권수영 · 김정국. 1997. “재무분석가의 이익예측정확성에 영향을 주는 요인분석”. 경영학연구 제26권 제4호 : 893-914.
- 남혜정. 2012. “기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 이익예측편의,” 세무와회계저널 제13권 제1호 : 189-219.
- 남혜정. 2015. “한국채택국제회계기준의 도입과 재무분석가의 이익예측치 특성,” 경영학연구 제44권 제3호 : 933-956.
- 선우혜정 · 최종학 · 이병희. 2010. “지분을 피리도가 재무분석가의 이익예측치오차에 미치는 영향,” 회계학연구 제35권 제2호 : 1-34.
- 안윤영. 2006. “외국인지분율과 이익예측정확성 및 기업가치간의 동시적 결합관계”. 세무와회계저널 제7권 제2호 : 57-78.
- 이남주 · 나인철. 1992. “재무분석가의 예측치를 이용하여 측정한 회계이익정보와 매출정보의 유용성에 대한 실증적 연구”. 한국증권학회지. 제14권 : 523-553.
- 이경주 · 장지인. 1992. “재무분석가의 기업이익 예측능력”. 회계학연구 제14권 : 193-216.
- 이윤원 · 정우성. 1993. “기업특성과 재무분석가 예측정보의 정확성”, 회계학연구 제17권 : 89-108.
- 이세철. 2012. “이익지속성, 이익유연화 및 3재무분석가의 이익예측정확성”. 세무와회계정보저널 제12권 제2호 : 61-80.
- 윤성준 · 허성관. 1991. “시계열분석과 재무분석가에 의한 업종별 당기순이익 예측의 비교”. 회계학연구 제16권 : 49-60.
- 정석우 · 임태균. 2005. “회계이익의 지속성이 재무분석가의 이익예측오차와 이익예측 정확성에 미치는 영향”. 회계학연구 제30권 제2호 : 209-235.
- 최원욱 · 박종일 · 장금주. 2008. “이월결손금의 미래법인세효과에 관한 재무분석가의 해석,” 경영학연구 제37권 제2호 : 375-414.
- 홍춘욱 · 박경진 · 이성효. 2013. “기업의 배당변화가 애널리스트의 이익추정행태에 미치는 영향”, 한국증권학회지 제42권 제4호 : 733-757.
- 헤럴드경제, 2017. 4.11일자 기사
- Ahmed, A. S., S. M. Nainar, and J. Zhou. 2001. Do Analysts' Forecasts Fully Reflect the Information in Accruals?, *Working Paper*. Syracuse University.
- Bilinski. P. and Bradshaw. M. 2015. Analyst dividend forecasts and their usefulness to investors : International evidence. *Working Paper*.
- Brown. P. How. J. Y., and Verhoeven. P. 2016. The accuracy of analysts' dividend forecasts around the world. *Working Paper*.

- Brown, P., Clarke, A., How, J. Y. and K. Lim. 2000. The accuracy of management dividend forecasts. *Pacific-Basin Finance Journal* 8 : 309-331.
- Carroll, T., 1995. The information content of quarterly dividend changes : professional adaptation,” *Journal of Accounting, Auditing and Finance* 10 : 293-319.
- Clark, A., Brown, P., How, J. Y. and K. Lim. 2002. Analysts’ dividend forecasts. *Pacific-Basin Finance Journal* 10 : 371-392.
- Das, S., C. Levine, and K. Sivaramakrishnan. 1998. Earnings predictability and bias in analysts’ earnings forecasts, *The Accounting Review* 73(2) : 277-294.
- 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.
- Eckbo, B. E. and Verma, S. 1994. Managerial share ownership, voting power, and cash dividend policy, *Journal of Corporate Finance* 1(1) : 33-62.
- 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.
- Lang, M., and R. Lundholm, 1996, Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior, *The Accounting Review* 71(4) : 467-92.
- Miller, M. and F. Modigliani, 1961. Dividend policy, growth and the valuation of shares, *Journal of Business* 34 : 411-433.
- O’Brien, P, 1988. Analysts’ forecasts as earnings expectations, *Journal of Accounting and Economics* 10(1) : 53-83.
- O’Brien, P., and R. Bushan, 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.
- 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.

The Accuracy of Analysts' Dividend Forecasts

Hye Jeong Nam*

—〈Abstract〉—

This paper examines the accuracy of analysts' dividend forecasts. Specifically, we investigate the accuracy of analysts' dividend forecasts and compare with dividend forecasts based on time-series methods. We further identify the variables that can affect accuracy of analysts' dividend forecasts.

Recently, the interest on dividend payout in Korea is getting grow since the dividend payout ratio becomes greater than interest rate. This leads investors to pay more attention to dividend policy of firms. In addition, investors are interested in predicting dividends for their investment decisions. Despite growing interest to dividend forecasts, there is little study to find out characteristics of dividend forecasts. This paper tries to explore analysts' dividend forecasts in terms of accuracy. Using dividend forecasts from 2011 to 2015, this paper finds that analysts' dividend forecasts are more accurate than dividend forecasts from time-series methods. This paper further tests the effect of dividend payout ratio on analysts' dividend forecasts. We find that accuracy of analysts' dividend forecast is affected by the level of dividend payout ratio after controlling for variables that affect analyst' forecast accuracy. It suggests that the level of dividend payout ratio influences analysts' dividend forecasts. The findings of this paper provide the evidence that analysts' dividend forecasts are more accurate than time-series method and dividend policy of a firm influences analysts' dividend forecast characteristics.

〈Key words〉 Dividend Forecast, Analysts, Accuracy, Dividend payout ratio

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