

무배당 주식의 재무적 특성에 관한 연구

박진우* · 정지선*

Financial Characteristics of Zero Dividend Firms

Abstract

This paper examines financial characteristics of zero dividend firms that are divided into continuous zero dividend vs. omission zero dividend portfolios and profitable zero dividend vs. non-profitable zero dividend ones. The samples include manufacturing firms that are listed on Korea Exchange for the period from March 1999 to February, 2009. We find that omission zero dividend firms have higher operating income whereas continuous zero dividend firms have higher BPS and retention ratios. We also find that ROE is significantly related to profitable zero dividend firms.

I. 서론

배당 정책은 주주들과 경영인 사이에서 많은 논의가 이루어져 왔다. 주주들은 더 많은 배당을 원하고, 경영인은 회사가 이익을 유보함으로써 사업을 확장하고, 성장하는데 필요한 자금을 확보하는데 중점을 두어왔다. 사내에 이익을 유보하는 것이 새로운 성장 사업에 재투자하여 기업의 이익을 증가시키고, 결과

적으로 주주의 부를 더욱 증대시킨다는 주장이다. 전통적인 재무 이론에서는 빠르게 성장하는 기업일수록 저배당 또는 내부 유보를 많이 확보하려는 경향이 있기 때문에 저배당은 기업의 미래 성장을 나타내는 신호였다. 즉, 과거 고성장 기업의 주주들은 성장률이 높으면 저배당 수익을 어느 정도 수용해야 한다고 믿었다. Fama and French(2001)는 성장하는 기업은 내부 유보를 증가시키고, 성숙기에 들어간 기업은 배당 지급을 증가시킨다고 주장하였다.

* 한국외국어대학교 글로벌경영대학

이와 반대로 주주들이 실제 소득인 배당을 더 선호한다는 주장이 있다. 배당금을 지급하는 것이 조세상 주주들에게 불리하지만, 배당금 지급이 시장에 건전한 신호로 작용한다는 것과 기업 내 현금 유보율을 낮춰서 대리인 비용을 감소시킬 수 있기 때문이다.

우리나라에서는 투자자들이 무배당이나 저배당 기업보다 고배당 기업을 선호하는 경향 최근에 와서 더욱 강해지고 있다. 특히, 외환위기 이후 외국인의 국내 상장 기업에 대한 지분이 높아지면서 그 기업의 배당정책에 유의적이며 강한 영향을 미친다는 것을 확인 할 수 있다. 외국인 투자자들의 배당 확대 요구는 점차 강화되고 있다고 볼 수 있다. 또한 과거 전통적 재무이론과 달리 배당 수익률이 높은 기업일수록 장기적인 수익성이 우수하다는 것을 Zhou and Ruland(2006)에서 확인 할 수 있다.

이 밖에 Miller and Modigliani(1961)는 세금, 거래비용이나 그 밖의 시장 불완전성이 없는 세계에서 배당정책이 기업 가치와 무관하다고 주장하였다. 어떤 한 방식으로 배당정책을 하더라도 기업의 주가나 자본비용에 전혀 영향을 미치지 못한다는 무관련성 이론을 주장하였다.

배당정책에 대한 이론은 다양하지만, 학자간의 공통적으로 의견이 일치되지 않은 실정이다. 그러나 분명한 것은 배당의 변화가 그 기업의 정보를 알려주는

신호 효과가 있다는 점이다. 국내 배당에 관한 연구는 주로 배당의 정보 효과와 공시 효과에 관한 것이 주로 이루어져 왔고, 배당 결정 요인, 그리고 배당의 미래 이익 예측에 대한 연구가 점차 많아지고 있다. 그러나 국내에서 무배당 기업에 대한 심층적 연구나 배당 누락 기업의 재무적 특성에 관한 연구는 많지 않은 실정이다. 배당 기업이 무배당이나 저배당 기업에 비해 재무적 특성이 양호하다는 것을 김영환, 정성창, 전선애(2008)의 연구에서 확인 할 수 있었지만, 배당 지급 누락(omission) 기업과 무배당 기업에 대한 비교 연구는 찾기 어렵다.

오히려 배당 개시에 관한 연구들은 일부 찾아 볼 수 있다. 국내에서는 신민식, 송준협(2007)이 배당 개시 여부, 배당 수준 및 배당 개시 시점의 결정 요인을 실증 분석 하여, 성장 기회 변수인 M/B 비율과 R&D 지출, 수익성 변수인 EBITDA, 배당프리미엄과 같은 배당 결정 요인이 배당개시확률과 배당수준, 배당 개시 시점에 대해 모두 유의한 영향을 미치는 것을 확인하였다. 해외에서는 Mullins(1983)가 배당 개시에 대한 연구를 발표했고, Asquith and Mullins(1983)에서 배당 개시(initiation)를 공시(announcement)한 기업들의 주식 가격 변화를 일일 주가 데이터를 사용하여 검증하였다. 연구 결과, 배당을 개시한 기업들과 배당의 증가는 양(+)의 초과 수익률을 보이며 주

주의 부가 증가하고 배당 감소는 음(-)의 초과수익률을 보인다는 것을 주장했다. Healy and Palepu(1988)에서 배당 개시와 배당 생략(omission)에 초점을 두고, 두 배당 정책의 변화는 기업의 미래 이익 예측 정보로 사용 될 수 있다고 주장하였다.

그 밖에 배당 결정 요인에 관한 논문으로 이정도, 공정택(1994)에서는 재무적 요인과 현금배당률 수준과의 관련성을 분석하였다. 성장성(-), 수익성(+), 경영위험(-), 유동성(+), 기업규모(+), 채무불이행 정도(-), 매출액관련요인(+에 따라, 현금 배당률 차이가 나타난다고 주장하였다. 그러나 산업별 특수성과는 관계없다고 주장하였으며, 재무적 요인과 배당 성향 간에는 유의적 관계가 확인되지 않았다. 송준협, 신민식(2006)에서는 중소기업을 대상으로 이익잉여금이 배당정책에 미치는 영향을 실증 분석한 결과, 성숙기에 접어든 기업은 외부에서 조달한 납입자본금의 비중보다 영업 활동에서 벌어들인 이익잉여금의 비중이 더 크게 증가하며, 배당 지급 확률이 증가한다고 주장하였다.

이상 살펴본 바와 같이, 아직은 국내에서 무배당 기업에 대한 연구는 많지 않은 실정이다. 이에 본 연구에서는 무배당 기업의 재무적 특성을 살펴보기 위하여, 우선 무배당 기업을 연속 무배당 기업과 배당 누락 기업으로 나누어 재무

적 변수 특성을 비교해 보고, 두 그룹의 결정 요인을 분석해 볼 것이며, 다음으로 순이익을 기준으로 나눈 순이익 양호 무배당 기업과 순이익 적자 무배당 기업의 재무적 변수 특성을 비교해 보고, 두 그룹의 결정 요인을 분석해 보고자 한다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 I 장 서론에 이어, 제 II장에서 자료 및 실증 분석방법을 소개한다. 이어서 제 III장에서 실증결과를 제시하고, 제 IV장에서 결론을 맺는다.

II. 자료 및 연구 설계

1. 표본 선정

본 연구의 자료는 1999년 3월 1일부터 2009년 2월 29일 까지 한국거래소(Korea Stock Exchange)의 금융업종을 제외한 12월 결산법인 상장 기업을 대상으로 한다. 수익률 측정 기간은 10년이며, 1999년 3월 1일을 시작으로 매년 3월 1일에 포트폴리오가 재구성 된다. 대상 기업들이 12월 결산 법인으로 다음해 3월경에 배당금을 지급하는 것으로 가정한다. 분석 기간 동안 FN GUIDE에서 필요한 자료를 수집하였고, 통계 처리는 SPSS와 EXCEL의 통계 데이터 분석을 이용하였다.

전체 무배당 기업의 자료를 전년도에 배당을 지급한 기업이 금년에 배당을 지

급하지 않은 배당 누락 기업과 전년도에 이어 금년도도 배당을 지급하지 않은 연속 무배당 기업으로 나눈 결과가 <표 1>에서 보여주고 있다. 즉, 전년도에 배당을 주지 않고 당해 연도에도 배당을 주지 않은 연속 무배당 기업과 전년도에는 배당을 주었으나 금년도에 배당을 주지 않은 배당 누락 기업으로 나눈 표본의 수를 보여주고 있다.

연속 무배당 기업 수와 배당 누락 기업 수의 합이 당해 연도 총 무배당 기업의 수와 같다. 1999년 3월 1일부터 2009년 2월 29일 까지 10년간 총 연속 무배당 기업은 1,463개이며, 배당 누락 기업은 279개이며, 총 무배당 기업의 수는 연속

무배당 기업과 배당 누락 기업을 합한 1,742개다. <표 1>에서 연속해서 무배당을 실시한 기업의 수가 배당을 누락한 기업의 수보다 많은 것을 확인 할 수 있다. 이는 기업은 결정된 배당 정책을 일관되게 유지 하려는 속성이 있기 때문이다. Healy and Palepu(1988)에서 주장한 바와 같이 배당 누락(omission)이 향후 기업 수익에 음 (-)의 영향을 준다는 신호를 시장에 전달하기 때문이며, 또한 Michaely, Thaler, and Womack(1995)에서 주장한 바와 같이 배당을 누락 했을 경우, 시장에서는 예상치 보다 과도하게 반응을 하여 장·단기적으로 주가가 하락하기 때문이라 해석할 수 있다.

<표 1> 연속 무배당과 배당 누락 기업의 연도별 현황

무배당 기업 분류			
년도	연속 무배당 기업	배당 누락 기업	총 무배당 기업
1999년	139	19	158
2000년	145	37	182
2001년	167	37	204
2002년	161	16	177
2003년	150	19	169
2004년	135	25	160
2005년	138	20	158
2006년	139	18	157
2007년	141	23	164
2008년	148	65	213
합계	1463	279	1742

<표 2> 순이익 적자와 순이익 양호 무배당 기업의 연도별 현황

무배당 기업 분류			
년도	순이익적자	순이익양호	합계
1999년	93	14	107
2000년	108	20	128
2001년	119	28	147
2002년	86	42	128
2003년	73	38	111
2004년	87	24	111
2005년	74	32	106
2006년	89	25	114
2007년	81	20	101
2008년	136	16	152
합계	946	259	1205

다음으로 표본 기업을 당해 연도 무배당 총 기업 중에서 당해 연도 순이익률을 기준으로, 당해 연도의 무위험 수익률(국민 주택 채권 1종 국채 수익률)보다 높은 순이익률을 얻은 무배당 기업(이하 순이익 양호 무배당 기업)과 당해 연도 순이익률이 마이너스를 기록한 무배당 기업(이하 순이익 적자 무배당 기업)으로 나눈 표본 수가 <표 2>에 나타나 있다. 여기에서 무위험 수익률은 당해 연도 국민 주택 채권 1종 국채 수익률을 사용하고 있다. 즉, 무위험 수익률보다 높은 순이익률을 기록한 무배당 포트폴리오와 순이익률이 0보다 작은 수익률을 기록한 무배당 포트폴리오로 나

눈다. 이때 순이익률은 당기순이익을 매출액으로 나누고 100을 곱한 값이다.

무배당 기업 중에서 무위험 수익률보다 높은 순이익률을 기록한 당해 연도 기업의 10년 간 총 개수는 259개이며, 순이익률이 적자인 기업이 946개로 무배당 기업 중에서 순이익률이 양호한 기업보다 적자인 기업이 훨씬 많다는 것을 확인 할 수 있다.

2. 연구방법

2.1 재무변수

본 연구에서는 무배당 기업의 분류 기준에 따라 나누어진 각 포트폴리오 간의

재무 변수의 차이를 검증하고자 한다. 전통적 재무이론에서는 저배당 기업일수록 성장을 위해 배당금을 사내에 유보하여 새로운 성장 사업에 재투자함으로써 기업의 이익을 증가시킨다고 주장하고 있다. 따라서 빠르게 성장하는 기업일수록 저배당 또는 내부유보를 많이 확보하려는 경향이 있기 때문에 저배당은 기업의 미래 성장을 나타내는 신호라 여겼다. 본 연구에서는 이러한 주장이 무배당 기업에도 적합한지를 검증하기 위하여 연속 무배당 기업과 배당 누락 기업, 순이익 양호 무배당 기업과 순이익 적자 무배당 기업으로 분류된 포트폴리오의 재무변수를 특성에 따라 나누어 분석하고자 한다.

이에 따라 본 연구에서는 <표 3>에서 보는 바와 같이 수익성과 성장성, 안정성 측면에 따라 재무변수들을 선정하였다. 성장성을 나타내는 변수로는 매출액증가율/영업수익증가율(전년 동기 대비), 총자산증가율, 총차입금증가율, 자기자본증가율, BPS증가율을 이용하였다. 수익성을 나타내는 변수로는 영업이익률, ROE, 순이익률, ROA, 총자산영업이익률을 이용하였다. 안전성을 나타내는 변수로 유보율, 부채비율, 차입금의존도를 이용하였으며, 그 밖에 외국인 보유 비중을 비교하여 각 포트폴리오 간의 차이를 비교해 보고자 한다. 각 변수들은 1999년 3월 1일 시작해서 2009년 2월 29일

<표 3> 특징에 따른 분류된 재무변수

특성	재무변수
성장성	매출액증가율/영업수익증가율(전년동기대비)(%)
	총자산증가율(%)
	총차입금증가율(%)
	자기자본증가율(%)
수익성	BPS증가율(%)
	영업이익률(%)
	ROE(%)
	순이익률(%)
안정성	ROA(%)
	총자산영업이익률(%)
	유보율
	부채비율(%)
	차입금의존도(%)
	외국인 보유 비중(%)

까지 연도별로 구성된 10년 간의 자료를 기초로 구성되어 있다. 이들 재무변수들을 사용하여 배당 누락 포트폴리오와 연속 무배당 포트폴리오, 순이익 양호 포트폴리오와 순이익 적자 포트폴리오간의 재무적 설명 변수의 차이를 분석하게 될 것이다.

이들 재무변수들은 각각 다음과 같이 측정되고 있다.

- 매출액증가율(제)/영업수익증가율(금)(%) = (매출액(당기)/매출액(전기) - 1) * 100
- 총자산증가율(%) = 자산총계(당기)/자산총계(전기) - 1) * 100

- 총차입금증가율(%) = (이자지급부채(당기)/이자지급부채(전기) - 1) * 100
- 자기자본증가율(%) = 자본총계(당기)/자본총계(전기) - 1) * 100
- BPS 증가율(%) = (BPS(a)(당기)/BPS(a)(전기) - 1) * 100
- 영업이익이익률(%) = 영업이익/매출액 * 100
- ROE(%) = 당기순이익/자본총계(평균) * 100
- 순이익률 = 당기순이익/매출액 * 100
- ROA(%) = 당기순이익/자산총계(평균) * 100
- 총자산영업이익률(%) = 영업이익/자산총계(평균) * 100
- 유보율(%) = 유보액/자본금 * 100
- 부채비율(%) = 부채총계/자본총계 * 100
- 차입금의존도(%) = 이자지급부채/자산총계 * 100
- 외국인보유비중(%) = 외국인보유주식수/상장주식수(보통주 + 우선주).
외국인보유시가총액/시가총액

2.2 이분형 로지스틱 회귀분석모형

본 연구에서는 이분형 로지스틱을 사용하여 연속 무배당 포트폴리오 vs. 배당 누락 포트폴리오와 순이익 양호 무배당 포트폴리오 vs. 순이익 적자 무배당

포트폴리오를 종속 변수로 하고, 각종 재무변수들을 설명 변수로 하여 이들의 함수 관계를 설명하고자 한다. 이분형 로지스틱은 종속변수가 범주형인 경우, 즉 두 개 또는 그 이상의 값을 취하는 경우 사용한다. 하나의 종속 변수와 한 개 이상의 독립변수 사이의 관계를 표현하기 위해 사용한다.

1999년 3월 1일 시작해서 2009년 2월 29일까지 연도별로 구성된 10년 간의 기초 통계량으로 배당 누락 포트폴리오와 연속 무배당 포트폴리오, 순이익양호 포트폴리오와 순이익적자 포트폴리오의 결정 요인을 분석하고자 한다. 여기에 사용될 이분형 로지스틱 회귀분석모형은 다음과 같다.

$$\ln \left[\frac{\pi(\chi)}{1-\pi(\chi)} \right] = \beta_0 + \beta_1\chi_1 + \beta_2\chi_2 + \beta_3\chi_3 \dots + \beta_{10}\chi_{10} + \epsilon$$

단, $\beta_0, \beta_1, \dots, \beta_{10}$ 은 추정 될 모수이고, χ 는 각각의 설명변수이다. 설명 변수는 주로 10개 이하로 하는데 이는 정확한 함수 간의 관계를 알기 위해서이다. 회귀 모형과 로지스틱 회귀 모형의 차이점은 두 모형에서 종속 변수의 분포가 서로 다르다는 점이다. 즉, 종속변수가 “1”이면 ϵ 은 확률 $\pi(\chi)$ 을 가진 상황에서 $1-\pi(\chi)$ 이 되고, 종속변수가 “0”이면 $\pi(\chi)$ 이 된다.

이에 따라 본 연구에서는 연속 무배당 포트폴리오와 배당 누락 포트폴리오 간의 재무적 특성의 차이를 분석하는데 사용될 모형은 다음과 같다.

$$\ln\left[\frac{\text{Pr}(\text{배당 누락 기업})}{\text{Pr}(\text{연속 무배당 기업})}\right] = \beta_0 + \beta_1 \text{BPS증가율}_t + \beta_2 \text{총자산증가율}_t + \beta_3 \text{영업이익률}_t + \beta_4 \text{ROE}_t + \beta_5 \text{부채비율}_t + \beta_6 \text{차입금의존도}_t + \beta_7 \text{총차입금증가율}_t + \beta_8 \text{ROA}_t + \beta_9 \text{유보율}_t + \epsilon_t$$

단, Pr(배당 누락 기업)은 무배당 기업 중에 배당을 지급하였다가 배당을 지급하지 않는 배당 누락 포트폴리오일 확률이고 Pr(연속 무배당 기업)은 전년도에 이어 당해 연도에도 배당을 지급하지 않는 연속 무배당 포트폴리오일 확률이다. 종속변수는 배당 누락 기업이면 “1”, 연속 무배당 기업이면 “0”의 값을 가진다.

한편, 순이익양호 포트폴리오와 순이익적자 포트폴리오간의 재무적 특성의 차이를 분석하는데 사용될 모형은 다음과 같다.

$$\ln\left[\frac{\text{Pr}(\text{순이익양호})}{\text{Pr}(\text{순이익적자})}\right] = \beta_0 + \beta_1 \text{BPS증가율}_t + \beta_2 \text{총자산증가율}_t + \beta_3 \text{영업이익률}_t + \beta_4 \text{ROE}_t + \beta_5 \text{부채비율}_t + \beta_6 \text{차입금의존도}_t +$$

$$\beta_7 \text{총차입금증가율}_t + \beta_8 \text{ROA}_t + \beta_9 \text{유보율}_t + \epsilon_t$$

단, Pr(순이익 양호)는 무배당 기업 중에 순이익률이 당해 연도 무위험 수익률(국민주택채권 1종 국채 수익률) 보다 큰 순이익 양호 포트폴리오일 확률이고, Pr(순이익 적자)는 무배당 기업 중에 당해 연도 순이익률이 적자인 순이익 적자 포트폴리오를 나타내는 확률이다. 무배당 기업에 있어서 순이익 상태 여부가 분류 기준이 된다. 순이익이 양호하면 “1”, 그렇지 않고 순이익이 적자면 “0”으로 표기한다.

III. 실증분석

1. 재무변수의 차이 검증

<표 4>는 무배당 기업을 배당 정책에 따라 구분한 연속 무배당 포트폴리오와 배당 누락 포트폴리오의 10년 동안 성장성, 수익성, 안전성에 따라 변수간의 차이를 t-검정한 결과이다.

수익성 변수인 순이익률, 영업이익률, ROE, 총자산영업이익률은 배당 누락 포트폴리오가 더 높게 나타났다. 수익성 변수인 영업이익률과 ROE는 배당 누락 포트폴리오가 연속 무배당 포트폴리오보다 1% 수준에서 유의하게 높게 나타

<표 4> 연속 무배당 포트폴리오와 배당 누락 포트폴리오의 기초통계량

집단통계량	재무상태	N	평균	표준편차	t
순이익률 (수익성)	연속 무배당	1451	-46.8594	1030.5748	-0.6170
	배당 누락	276	-8.5761	27.7603	
매출액증가율 (성장성)	연속 무배당	1446	14.1942	166.9987	1.4500
	배당 누락	276	-0.4613	39.2413	
총자산증가율 (성장성)	연속 무배당	1445	2.9193	55.1716	0.4825
	배당 누락	276	1.2714	30.1634	
영업이익률 (수익성)	연속 무배당	1451	-12.8591	130.4191	-3.2420***
	배당 누락	276	-1.2985	16.5580	
ROE (수익성)	연속 무배당	1248	-24.1087	141.7577	-2.6014***
	배당 누락	272	-12.5916	30.8491	
부채비율 (안전성)	연속 무배당	949	206.5472	388.4603	2.4960**
	배당 누락	263	164.8649	177.5551	
차입금의존도 (안전성)	연속 무배당	1406	43.0120	69.2454	1.3819
	배당 누락	256	36.9518	26.3089	
총차입금증가율 (성장성)	연속 무배당	1390	107.6282	1609.3296	0.3882
	배당 누락	267	68.6997	699.4794	
ROA (수익성)	연속 무배당	1451	-4.1020	71.0022	0.6423
	배당 누락	276	-5.4527	16.1767	
총자산영업이익률 (수익성)	연속 무배당	1451	-0.6010	10.9159	-0.4743
	배당 누락	276	-0.2670	10.6875	
외국인보유비중	연속 무배당	1451	3.3881	8.6812	-2.3820**
	배당 누락	276	4.7655	8.8293	
유보율 (안전성)	연속 무배당	1451	109.5640	739.2062	-8.1709***
	배당 누락	276	425.5987	555.8349	
자기자본증가율 (성장성)	연속 무배당	1238	101.8446	1425.9649	1.2778
	배당 누락	272	-8.6723	29.4108	
BPS증가율 (성장성)	연속 무배당	1240	-3.5846	233.7533	0.7135
	배당 누락	272	-8.4653	27.2143	

주) ***, **, * 는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 나타냄.

났으나, 순이익률, 총자산영업이익률에 서는 유의한 차이가 나타나지 않았다. 반면에 수익성 변수인 ROA는 연속 무배당 포트폴리오가 더 높게 나타났으나, 통계적으로 유의한 차이는 나타나지 않았다. 따라서 수익성은 연속 무배당 포트폴리오가 배당 누락 포트폴리오보다 전반적으로 낮다는 것을 알 수 있다.

안전성 변수인 부채비율과 차입금 의존도가 연속 무배당 포트폴리오가 배당 누락 포트폴리오 보다 높게 나타났다. 부채 비율에서 연속 무배당 포트폴리오가 5% 수준에서 통계적으로 유의하게 높게 나왔지만, 차입금 의존도에서는 통계적으로 유의한 차이를 발견하지 못했다. 반면 안전성 변수인 유보율에서는 배당 누락 포트폴리오가 연속 무배당 포트폴리오 보다 1% 수준에서 유의하게 높게 나타나는 것을 알 수 있다. 이는 대체적으로 낮은 수익성을 나타내는 연속 무배당 포트폴리오가 부채비율과 차입금 의존도가 더 높다는 것을 알 수 있고, 수익성이 더 높은 배당 누락 포트폴리오가 유보율도 높다는 것을 알 수 있다. 즉, 수익성이 높은 배당 누락 포트폴리오가 안전성 면에서도 더 나은 것을 의미한다.

외국인 보유 비중은 연속 무배당 포트폴리오가 평균 3.39%이고, 배당 누락 포트폴리오가 평균 4.77%로서 5% 수준에서 유의한 차이가 있는 것으로 나타났

다. 즉, 무배당 기업일지라도 배당 지급 형태에 따라 외국인의 보유 비중이 다르게 나타난다고 할 수 있다.

성장성 변수에서는 연속 무배당 포트폴리오가 배당 누락 포트폴리오에 비해 더 높게 나타내는 것을 알 수 있다. 성장성 변수인 매출액 증가율, 총자산 증가율, 총 차입금 증가율, 자기자본 증가율, BPS증가율에서 연속 무배당 포트폴리오가 높은 것으로 나타났지만, 그 수준이 통계적으로 유의 할 만큼은 아닌 것으로 나타났다.

<표 5>는 무배당 기업을 순이익 양호 무배당 포트폴리오와 순이익 적자 무배당 포트폴리오로 나누어 10년 동안의 성장성, 수익성, 안전성에 따라 변수간의 차이를 t-검정한 결과이다. 무배당 기업들 중에 순이익이 양호한 무배당 포트폴리오는 성장을 위해서 이익을 유보하여 배당을 지급하지 않는다고 가정 할 수 있고, 반대로 순이익 적자 포트폴리오는 수익성 악화로 배당을 지급 하지 않는다고 가정 할 수 있다. 두 포트폴리오를 순이익률을 기준으로 나누었기 때문에 수익성 변수인 순이익률, 영업이익률, ROE, ROA, 총자산 영업이익률에서 순이익 양호 포트폴리오가 순이익 적자 포트폴리오 보다 1% 수준에서 유의하게 높게 나타나는 것을 알 수 있다.

성장성 변수인 매출액 증가율, 자기자본증가율, 총차입금증가율은 순이익 양호

<표 5> 순이익적자와 순이익양호 포트폴리오 기초통계량

	재무상태	N	평균	표준편차	t
순이익률 (수익성)	순이익적자	946	-104.9893	1133.6620	-2.6894***
	순이익양호	259	107.7046	1105.7502	
매출액증가율 (성장성)	순이익적자	944	10.0844	193.6997	-0.7091
	순이익양호	257	19.1965	134.2176	
총자산증가율 (성장성)	순이익적자	943	0.2184	63.0324	-1.8980*
	순이익양호	257	8.2370	47.4215	
영업이익률 (수익성)	순이익적자	945	-23.1896	160.2849	-4.9599***
	순이익양호	259	3.9008	26.1758	
ROE (수익성)	순이익적자	820	-52.1964	164.8125	-9.7710***
	순이익양호	199	27.4449	81.4160	
부채비율 (안전성)	순이익적자	588	214.0657	360.0067	4.1450**
	순이익양호	194	133.7053	173.6635	
차입금의존도 (안전성)	순이익적자	916	49.5979	84.4972	3.6076***
	순이익양호	234	29.4740	23.1905	
총차입금증가율 (성장성)	순이익적자	912	51.7333	657.0746	-2.3997**
	순이익양호	240	347.7176	3501.8614	
ROA (수익성)	순이익적자	944	-9.0301	78.9568	-3.7039***
	순이익양호	255	28.5466	156.7211	
총자산영업이익률 (수익성)	순이익적자	946	-5.9764	18.0571	-13.5203***
	순이익양호	259	5.3029	9.5388	
외국인보유비중	순이익적자	946	1.7343	8.8643	-4.7664***
	순이익양호	259	5.2824	11.0455	
유보율 (안전성)	순이익적자	946	63.8798	751.4666	-3.9063***
	순이익양호	259	287.9114	835.0295	
자기자본증가율 (성장성)	순이익적자	819	129.4295	1746.9494	-0.1270
	순이익양호	196	145.3943	436.7843	
BPS증가율 (성장성)	순이익적자	817	-17.2201	311.3499	-2.4143**
	순이익양호	196	39.9882	233.5220	

주) ***, **, * 는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 나타냄.

포트폴리오가 높은 것으로 나타났으나, 통계적으로 유의 할 수준은 아니었고, 총자산 증가율, BPS증가율에서 순이익 양호 포트폴리오는 각각 10%, 5% 수준에서 통계적으로 유의하게 높게 나타났다.

안전성 변수인 부채비율과 차입금 의존도에서 순이익 적자 포트폴리오가 순이익 양호 포트폴리오 보다 각각 5%와 1% 수준에서 유의하게 높게 나왔다. 그러나 안전성 변수인 유보율에서는 순이익 양호 포트폴리오가 1% 수준에서 유의하게 높게 나타났다. 분석 결과, 순이익이 양호한 무배당 포트폴리오가 순이익 적자 무배당 포트폴리오에 비해 수익성이 좋고, 성장성이 높으며 안전성 면에서 우수하다고 할 수 있다.

외국인 보유 비중은 순이익 양호 포트폴리오가 평균 5.28%이고, 순이익 적자 포트폴리오가 평균 1.74%로서 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나왔다. 즉, 무배당 기업일지라도 순이익 상태에 따라 외국인의 보유 비중이 다르게 나타난다고 할 수 있다.

2. 이분형 로지스틱 회귀분석

수익성 변수인 영업이익률, ROE, ROA와 안전성 변수인 부채비율, 차입금의존도, 유보율과 성장성 변수인 총자산증가율, 총차입증가율, BPS증가율을 설명변수로 하여, 무배당 형태에 따라 분류된 종속변수 연속 무배당 포트폴리오와 배

<표 6> 연속 무배당과 배당 누락 무배당 포트폴리오의 로지스틱 회귀분석

변수	계수	Exp(B)
영업이익률	0.02166***	1.02189
ROE	0.00049	1.00049
ROA	-0.01416	0.98594
총자산증가율	-0.00189	0.99811
총차입증가율	-0.00001	0.99999
BPS증가율	-0.00507***	0.99495
부채비율	-0.00162**	0.99838
차입금의존도	0.01281**	1.01289
유보율	0.00065***	1.00065
상수	-1.66507***	0.18918
카이제곱	Nagelkerke R ²	Cox와 Snell의 R ²
50.5669***	0.06971	0.04521

주) ***, **, * 는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 나타냄.

당 누락 포트폴리오에 주는 영향을 알아보았다.

로지스틱 분석 결과는 <표 6>과 같다. 이 표에서 Nagelkerke R²와 Cox와 Snell R²는 로지스틱 회귀모형에서 설명하는 부분의 비율을 계량화하려는 통계량으로서 각각 반응 변수의 변동 중 6.97%와 4.52% 정도를 로지스틱 회귀모형에서 설명하고 있다. 카이제곱을 사용하여 독립변수들과 관련된 계수들 모두가 “0”이라는 귀무가설을 검증한 결과, G = 50.5669로서 1% 수준에서 통계적으로 유의적으로 나타나기 때문에 $\alpha = 0.05$ 이하에서 계수들이 적어도 하나가 “0”이 아니라는 것을 알 수 있다.

분석 결과, 수익성을 나타내는 영업이익률과 성장성을 나타내는 BPS증가율, 안전성을 나타내는 부채비율, 차입금 의존도, 유보율이 1% 또는 5% 수준에서 통계적으로 유의하게 나왔다. 이 중에서 영업이익률의 계수 값은 0.02166으로 유의한 양(+)의 값을 갖는다. 이는 영업이익률이 증가하면 무배당 기업에 있어서 배당누락 기업일 확률이 높아진다는 것을 의미한다.

한편, 성장성을 나타내는 BPS증가율 계수가 -0.00507로서 음(-)의 영향을 나타내고 있다. 즉, BPS증가율이 클수록 무배당 기업에 있어서 연속 무배당 기업일 확률이 높아진다는 것을 알 수 있다.

<표 7> 순이익 양호와 순이익 적자 무배당 포트폴리오의 로지스틱 회귀분석

변 수	B	Exp(B)
영업이익률	-0.01470	0.98540
ROE	0.49708***	1.64391
ROA	-0.01318	0.98691
부채비율	-0.00766	0.99237
차입금의존도	0.00917	1.00922
유보율	-0.00008	0.99992
총자산증가율	-0.00132	0.99868
총차입금증가율	-0.00020	0.99980
BPS증가율	0.00414	1.00415
상수	-1.01813	0.36127
카이제곱	Nagelkerke R ²	Cox와 Snell의 R ²
597.02574***	0.91849	0.58277

주) ***, **, * 는 1%, 5%, 10% 수준에서 유의미함을 나타냄.

그 밖에 안전성 변수인 차입금 의존도, 유보율의 계수가 양(+)의 영향을 나타내고, 부채비율은 계수가 음(-)의 영향을 나타내고 있다. 즉, 차입금 의존도와 유보율이 클수록 무배당 기업에 있어서 배당 누락 기업일 확률이 커지고, 부채비율이 높을수록 연속 무배당 기업일 확률 높아진다는 것을 보여주고 있다.

다음으로 <표 7>에서는 무배당 기업을 순이익 양호 무배당 포트폴리오와 순이익 적자 무배당 포트폴리오로 나누어 로지스틱 회귀분석한 결과를 보여주고 있다. Nagelkerke R^2 와 Cox와 Snell R^2 는 로지스틱 회계모형에서 설명하는 부분의 비율을 계량화하려는 통계량으로 각각 반응 변수의 변동 중 91.85%와 58.28% 정도를 로지스틱 회귀모형이 설명하고 있음을 보여준다. 카이제곱을 사용하여 독립변수들과 관련된 계수들 모두가 “0”이라는 귀무가설을 검증한 결과. $G = 597.025$ 으로서 매우 유의적으로 나타나고 있다.

재무변수 가운데는 ROE만이 1% 수준에서 통계적으로 유의하게 나왔다. ROE에서 추정된 계수 값은 0.49708로서 양(+)의 값을 나타내고 있다. 이는 무배당 기업에 있어서 ROE가 증가하면 순이익 양호 무배당 확률이 높아진다는 것으로 수익성이 높을수록 순이익 양호 무배당 기업에 속해 있음을 보여준다.

IV. 결론

본 연구는 1999년 3월 1일부터 2009년 2월 29일까지 한국거래소의 상장 기업을 대상으로 무배당 기업을 무배당 연속 기업과 배당 누락 기업 또는 순이익 양호 무배당 기업과 순이익 적자 무배당 기업으로 나누어 각각의 그룹별 재무적 변수 특성을 비교해 보고, 두 그룹의 결정 요인을 분석해 보았다. 그 결과는 다음과 같이 요약된다.

첫째, 이분형 로지스틱 결과, 연속 무배당 기업일수록 안정성 변수와 양(+)의 방향을 가질 것이며, 배당 누락 기업일수록 수익성 변수와 음(-)의 방향을 가질 것으로 예상했다. 분석 결과, 수익성 변수인 영업이익률이 높을수록 배당 누락 기업일 확률이 높은 양(+)의 방향을 가지며, 성장성 변수인 BPS증가율이 클수록 연속 무배당일 확률이 커지는 음(-)의 방향이 나타났다. 안전성 변수인 차입금 의존도, 유보율의 계수가 양(+)의 영향을 나타내고, 부채비율은 계수가 음(-)의 영향을 나타나는 것으로 나타났다. 즉, 차입금 의존도와 유보율이 클수록 연속 무배당 그룹일 확률이 커지고, 부채 비율이 높을수록 배당 누락 그룹일 확률이 높아진다는 것을 확인하였다.

둘째, 이분형 로지스틱 결과, 무배당 기업 중에는 순이익률이 높은 무배당 기업이 순이익률이 적자인 무배당 기업의

설명 변수 간에 유의한 차이가 있을 거라 예상하고, 순이익률 양호 무배당 기업일 수록 성장 변수와 수익성 변수, 안정성에 양(+)의 방향을 가질 것으로 예상했다. 분석 결과, 수익성 변수 ROE가 증가하면 순이익 양호 무배당 확률이 높아지는 것을 확인 할 수 있었다. 즉, 수익성이 높을수록 순이익 적자 그룹 보다 순이익 양호 그룹일 할 확률이 높은 것을 확인 할 수 있었고, 성장 변수와 안전성 변수에서 유의한 차이를 발견하지 못했다.

본 연구에서는 배당 지급 누락(omission) 기업과 연속 무배당 기업에 대한 비교 연구를 실시한 점에서 의의가 있으며, 무배당 기업에 있어서 성장을 위한 내부 유보가 아닌, 수익성 악화로 인한 내부 유보가 많다는 것을 확인 하였다. 이는 무배당 기업에 있어서 전통적 재무이론의 재해석이 필요하다는 근거를 제시하였다고 볼 수 있다. 그러나 본 연구에서는 한국거래소에 상장된 기업만을 대상으로 하여 분석하였으므로, 코스닥 시장에서 무배당 기업의 표본을 더욱 확대해야 하고, 현금과 주식 배당에서 무배당 기업만을 대상으로 하였기 때문에 자사주 매입을 감안하여 분석하지 못한 한계점이 있다.

참고문헌

- [1] 김영환, 정성창, 전선애, “외국인 투자자가 국내 유가증권시장 상장 기업의 배당 형태에 미치는 영향에 대한 연구: 다양한 계량경제모형의 적용”, 재무관리연구, 제26권, 제1호(2009), pp.1-29.
- [2] 신민식, 송준협, “기업의 배당개시 결정에 관한 실증적 연구”, 재무관리연구, 제24권, 제4호(2007), pp.135-161.
- [3] 신민식, 송준협, “중소기업의 이익 잉여금이 배당정책에 미치는 영향: 배당의 수명주가이론 검정을 중심으로”, 중소기업연구, 제28권, 제4호(2006).
- [4] 이정도, 공정택 “기업의 재무적 요인과 현금배당률 수준의 관련성에 관한 연구”, 증권학회지, 제16집, 제1호(1994), pp.437-465.
- [5] Asquith, P. and D. Mullins, Jr, “The impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders’ Wealth,” *Journal of Business*, Vol.56(1983), pp.77-96.
- [6] Fama, E. and K. French, “Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?” *Journal of Financial Economics*, Vol.60(2001), pp.3-43.
- [7] Healy P. and K. Palepu, “Earning Information Conveyed by Dividend Informations and Omissions,” *Journal of Financial Economics*, Vol.21
- [1] 김영환, 정성창, 전선애, “외국인

- (1988), pp.149-175.
- [8] Michaely, R., R. Thaler, and K. Womack, "Price Reactions to Dividend Initiation and Omissions: Overreaction or Drift?" *Journal of Finance*, Vol.50(1995), pp.456-479.
- [9] Miller, M. and F. Modigliani, "Dividend Policy, growth and the valuation of shares," *Journal of Business*, Vol.34(1961), pp.235-264.
- [10] Zhou, P. and W. Ruland, "Dividend Payout and Future Earnings Growth," *Financial Analysts Journal*, Vol.62 (2006), pp.58-69.