

배당이 이익조정에 미치는 영향*

차상권** · 김진태***

〈요 약〉

본 연구는 배당 수준이 이익조정에 미치는 영향을 분석하였다. 그간 선행연구가 주로 배당 여부로 확인하였던 것에 비해, 본 연구는 배당 수준이 미치는 영향을 확인함으로써 기존 연구 결과에 추가적인 실증적 증거를 제시할 것으로 보았다. 배당 수준은 배당 성향, 배당률, 배당수익률이 상위 20%이면 1, 그렇지 않으면 0으로 측정하여, 배당 수준이 높은 기업을 구분하였으며, 이익조정은 Kothari et al.(2005)의 방법으로 추정된 성과조정 재량적 발생액이다. 2009년부터 2020년까지 유가증권시장과 코스닥시장을 대상으로 실증분석한 결과, 이익조정에 미치는 다른 변수를 통제한 후에도 배당 수준이 높은 기업의 이익조정 수준은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 배당 성향, 배당률, 그리고 배당수익률이 높은 기업의 경영자가 사적 이익을 추구하기 위한 재무 보고 개입이 감소함을 의미한다. 추가로 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분한 결과, 코스닥시장에서 배당 관련 변수는 이익조정과 일정하게 유의한 음의 관련성을 보였으나, 유가증권시장에서는 배당수익률만 유의하게 나타났다. 아울러, 이익조정을 차기로 측정하여 시차를 달리한 경우에도 주된 분석과 유의한 결과를 도출할 수 있었으며, 이익조정의 방향성을 고려한 경우, 배당 관련 변수가 이익조정에 유의한 음의 영향을 미치는 경우는 이익을 하향 조정한 경우가 아닌, 상향 조정한 경우로 확인할 수 있었다. 마지막으로 배당 관련 변수를 연속변수로 측정한 경우, 배당률과 배당수익률은 이익조정과 유의한 음의 관계가 나타남을 확인할 수 있었다.

본 연구는 배당 성향과 배당률, 배당수익률이 높은 기업의 이익조정 수준이 유의한 낮다는 결과를 제시함으로써 배당 성향과 배당(수익)률이 높은 기업의 정보의 비대칭성이 낮고 재무 보고의 불투명성이 감소할 수 있음을 다시 한번 확인하였다는 점에서 자본시장 투자자에 시사하는 바가 있다.

주제어 : 배당, 배당 성향, 배당수익률, 이익조정, 재량적 발생액

논문접수일 : 2023년 04월 03일 논문수정일 : 2023년 04월 11일 논문게재확정일 : 2023년 04월 29일

* 본 연구의 심사과정에서 유의한 의견을 주신 익명의 심사위원과 편집위원장님께 감사의 말씀을 올립니다.

** 제1저자, 한양대학교 대학원 회계학과 경영학박사, E-mail: sgcha01@daum.net

*** 교신저자, 중앙대학교 다빈치교양대학 회계영역 부교수, E-mail: jtkim0811@cau.ac.kr

I. 서론

우리나라는 해외 주요국과 비교할 때 배당 성향이 낮은 성향을 보이고 있다.¹⁾ 배당 성향은 당기순이익 대비 현금배당 수준을 의미하는데, 낮은 배당 성향은 ‘코리아 디스카운트’의 원인 중 하나로 꼽힌다.²⁾ 배당 성향이 낮다는 것은, 결국 자본시장의 투자자가 배당 수취를 목적으로 장기적인 투자보다는 단기적 차익을 목적으로 한 투자가 더 많아질 수 있음을 의미한다고 볼 수 있다.³⁾ 단기적 시세차익을 위한 투자자는 기업의 성장과 경영자의 의사결정이 기업가치에 미치는 영향에 관해 감시하거나 영향력을 행사하고자 하지 않은 유인이 크다. 오히려 단기적 차익을 위한 비재무적 정보에 의존할 가능성이 크다. 반면에, 장기적인 투자자는 경영자의 경영방침과 기업의 경영전략에 관한 이해를 바탕으로 투자하기 때문에 단기적으로 시세차익이 나지 않더라도 미래 현금흐름에 기초하여 주가 상승을 기대할 것이다. 그러나 현시점의 우리나라 배당 성향은 상대적으로 주요국 대비 낮아 장기적 투자 관점에서 내·외국인 투자자에게 투자 매력이 크지 않을 수 있다.

우리나라 배당 성향이 낮다는 점은 많은 연구자의 관심을 끌었다. 다시 말해, 배당이 갖는 효용이 국내 자본시장에도 마찬가지로 유효한지에 관한 실증적 연구로 이어졌다(우춘식, 1989; 김병곤 외 2인, 2010; 김지홍 외 2인, 2012; 류주연, 전진규, 2015; 김태규, 김인중, 2017; 고유선, 김수현, 2020). 배당에 관한 연구는 주로 배당 여부를 배당정책(dividends policy)으로 보고 배당정책이 미래 기업 경영활동에 관한 긍정적인 정보를 제공하는지를 분석하였다. 본 연구는 이러한 선행연구를 확장하여 기업의 배당정책이 경영자의 이익조정에 미치는 영향이 있을 것이라고 가설을 세우고 이를 실증적으로 분석하고자 한다.

배당정책은 기업이 창출한 이익 중 주주에게 어느 정도 배분할 것인지를 의미하며, 배당은 주주의 관점에서 미래 현금흐름을 바탕으로 한 기업가치를 판단하는 근거가 된다. 따라서 배당할인모형과 같은 재무 이론은 배당이 기업가치의 결정요인이 될 수 있으며, 다른 조건이 일정할 때 경영자는 가능한 변동성 없는 배당 수준을 유지하고자 한다(Al-Malkawi et al., 2010).

1) 금융위원회 보도자료(2023.01.31.)에 인용된 블룸버그의 배당 성향을 보면 다음과 같다.

연도	한국	미국	영국	독일	프랑스	일본
2017	14.9	51.2	83.4	45.6	53.7	30.7
2022	20.1	40.5	45.7	40.8	39.3	36.5

2) 코리아 디스카운트 부추기는 낮은 배당 성향 개선해야, 서울신문, 2022년 2월 19일.

3) 금융위원회는 배당제도 개선과 동시에 외국인 투자자 등록제를 개편하고자 한다. 이는 외국인 투자자의 유입을 증가시키는 효과를 기대해볼 수 있는 동시에 장기적인 외국인 투자자가 배당 성향과 양의 관계를 보인다는 김성민, 장용원(2012) 연구 결과를 병합해볼 때, 기업의 배당을 촉진하는 요인으로 작용할 수 있다.

그 동안 배당에 관한 연구는 크게 두 가지 주요 이론에 기초하여 진행되었는데, 하나는 정보의 비대칭성에 기초한 신호이론이며, 다른 하나는 대리인비용에 기초한 잔여 현금흐름(free cash flow) 이론이다. 배당 신호이론은 정보의 비대칭성이 큰 상황에서 기업의 사적정보(private information)를 시장에 알리기 위한 수단으로 배당이 활용될 수 있음을 의미한다(Spence, 2002; Connelly et al., 2011; 김태규, 김인중, 2017). 따라서, 배당이 현재 재무제표에 담기지 못하는 미래 경영활동에 관한 정보를 제공하여 정보의 비대칭성을 낮출 수 있음을 의미한다. 잔여 현금흐름 이론은 기업 내부의 잔여 현금에 대리인비용을 유발할 가능성이 있다고 가정하고, 잔여 현금흐름으로 인한 대리인비용이 큰 상황에서 대리인비용을 낮추기 위한 수단으로 배당이 활용될 수 있음을 의미한다(Agrawal and Jayaraman, 1994; 정진호, 윤창현, 2018).

배당이 기업의 정보 비대칭과 대리인비용과 관련성이 있다는 두 가지 큰 흐름은 회계학 분야 연구에서 이익의 질(earnings quality)과의 관계에 관한 연구로 확장되었다. 예컨대, 김현표 외 2인(2016)은 배당 여부와 이익조정의 관계를 검증하였다. 동 연구에서는 배당금 지급기업이 미지급한 기업에 비해 이익조정 수준이 낮다고 보고하였다. 배당금 지급은 기업의 잔여 현금흐름을 낮추므로 이익조정 유인이 줄어든다고 주장한 것이다. 즉, 잔여 현금흐름 이론이 확인된 결과로 볼 수 있다.⁴⁾ 이화진 외 2인(2005)과 김지홍 외 2인(2012) 연구는 배당 여부와 연속 배당 여부로 측정한 배당정책이 이익의 지속성을 높인다는 결과를 보고하면서 배당 신호이론이 확인되고 있다고 주장하였다. Skinner and Soltes(2011)와 박종일, 정설희(2018) 연구는 배당기업과 연속 배당기업은 그렇지 않은 기업과 비교하여 차기(t+1) 이익조정 수준이 낮다는 결과를 보고하면서 배당이 이익의 질에 관한 정보 역시 제공한다고 보았다.

기존의 연구는 배당정책과 이익조정의 관계에 관해 배당 여부로 측정하여 분석하고 있으며, 투자자의 관점에서 관심이 큰 배당 성향(dividends payout)이나 배당률(dividends yield)을 이용한 연구는 거의 진행되지 않았다. 즉, 기존 국내 자본시장을 대상으로 한 선행연구에서 배당정책의 측정치로 이용하는 대부분은 배당금 지급 여부(현금 배당지급 여부)가 주 관심사였다. 그러나 전술한 바와 같이 배당정책은 다양하게 정의되고 측정할 수 있기 때문에 본 연구는 배당 성향, 배당률, 배당수익률에 초점을 두고 연구를 진행하였다.

이를 위해 2009년부터 2020년까지의 유가증권시장과 코스닥시장을 대상으로 배당 성향,

4) 배당으로 인해 잉여현금흐름이 감소하는 것 말고도, Jensen(1986)이나 Myers(2000)의 연구는 다른 관점에서 해석하는데 배당금을 지급하는 기업은 투자자의 관심이 높아지기 때문에 모니터링 수준이 높아지게 되어 이익조정의 유인이 낮아질 수도 있음을 제안하기도 하였다.

배당률, 배당수익률을 5분위 수(quintile)로 나누어, 가장 높은 분위 수에 해당하는 기업을 배당이 높은 기업으로 정의하고, 그렇지 않은 기업과 비교해서 재량적 발생액으로 측정된 이익조정과 어떠한 관련성을 가지는지 분석하였다. 또한 이와 같은 분석에 있어 유가증권시장과 코스닥시장으로 상장시장을 각각 구분하여 분석을 실시하였으며, 배당과 이익조정의 인과관계를 명확하게 하기 위해 시차 모형을 이용하여 추가분석을 실시하였다. 더불어 재량적 발생액의 방향성, 접대비 수준 등을 고려해서도 추가분석을 실시하였다.

본 연구는 기존의 배당과 이익조정의 관계에서 상대적으로 연구 결과가 많지 않았던 배당 성향, 배당률, 배당수익률을 이용하여 기존 연구를 확대하였으며, 배당 여부뿐만 아니라 추가분석을 통해 배당 수준이 이익조정에 미치는 영향을 확인하였다는 점에서 선행연구와 차별점이 존재한다. 특히, 배당 성향과 배당률은 우리나라 자본시장에서 문제로 지적되고 있다는 점에서 배당 성향이 높고 배당률이 높은 기업에서의 재무 보고의 질이 개선될 수 있다는 점에서 배당 여부와 함께, 배당 수준 역시 중요하다는 실무에 시사점이 존재한다. 투자자의 관점에서 투자수익률인 배당수익률이 높을수록 시세차익을 위한 단기적 투자자의 비중이 감소함에 따라 주주의 모니터링 효과는 더욱 커지게 되어 경영자의 의사결정에도 영향을 줄 수 있음을 확인한 것이다(Jensen, 1986).

최근 우리나라 기업은 주주가치를 높이기 위한 노력으로 기업의 시설 투자, 자사주 매입 등으로 인한 주가 상승 견인, 그리고 배당을 늘리는 추세에 있다.⁵⁾⁶⁾ 이러한 기업의 노력과 함께 금융위원회 역시 배당 성향을 높이기 위한 배당절차 개선에 관한 논의가 이뤄지고 있는 가운데 본 연구는 실증적으로 배당이 이익조정에 미치는 영향에 관한 실증적 증거를 제시하였다는 점에서 시의성이 있다고 판단하였다.⁷⁾

이어지는 본 연구는 제Ⅱ장에 배당과 이익조정의 관계를 살펴본 선행연구를 체계적으로 검토하고 이를 바탕으로 연구가설을 수립하였다. 제Ⅲ장에는 연구가설을 실증적으로 분석하기 위한 연구 방법을 제시하였다. 연구방법론 연구모형과 모형에 사용된 변수의 조작적 정의를 순차적으로 기술한 뒤, 표본선택 과정을 나타내었다. 제Ⅳ장의 분석 결과는 기술통계와 상관관계분석을 통한 단변량 분석과 함께, 가설 검증 결과와 추가분석 수행 결과를 제시하였다.

5) 우리나라의 평균 배당 성향은 2010년~2013년 사이에는 약 14%에서 15%를 보이나, 2018년~2021년 사이에는 35%~19%로 증가하였다.

6) 물론, 자사주 매입과 배당은 대체 관계에 있으나(신민식 외, 2006) 본 연구는 기업이 간접적으로 주식시장의 공급을 줄임으로써 나타나는 수익률보다는 직접적으로 지급한 형태(배당)의 초점을 맞추었다는 점에서 자사주 매입과 배당을 구분하였다.

7) ‘깜깜이 배당’ 개선...주식 배당금 확정 뒤 기준일 정해진다, 한겨레, 2023년 1월 31일자.

II. 선행연구 및 연구가설

배당이 회계정보에 미치는 영향에 관한 국내 자본시장의 연구는 배당이 이익의 질과 관련성이 있는지, 혹은 배당에 관한 다양한 이론을 실증적으로 확인되는지 분석한 연구들이 주를 이루었다.

류주연, 전진규(2015) 연구는 배당 개시와 중위수로 측정한 고배당 여부가 이익의 질에 미치는 영향을 분석하였다. 동 연구는 이익의 지속성과 함께 재량적 발생액에 미치는 영향에 관한 실증 결과를 제시하는데, 배당을 개시하는 연도의 기업과 고배당 기업은 당기의 재량적 발생액과 음(-)의 관계를 보인다는 결과를 제시한다.

박종일, 정설희(2018) 연구는 배당 여부와 미래 이익의 질의 관계를 검증하였다. 동 연구는 2002년부터 2014년까지를 대상으로 배당 여부와 t기부터 t+2기까지의 이익의 질의 관계를 분석한 것이다. 분석 결과, 배당기업은 미배당기업과 비교할 때 다양한 방식으로 측정한 이익조정 수준이 더 낮아, 이익의 질이 높다는 결과를 제시하였다.

정현욱, 이현주(2021) 연구는 배당 여부와 연속 배당 여부가 이익의 가치 관련성에 미치는 영향을 검토하였다. 분석 결과, 배당 여부 및 연속 배당 여부는 차기 이익의 가치 관련성을 높인다는 결과를 제시하였다. 회계정보의 가치 관련성(value relevance)이 회계정보와 주가의 관계가 얼마만큼 관련성을 보이는지를 의미한다고 할 때, 배당이 회계정보의 유용성을 높일 수 있음을 확인한 것이다.

정보이용자나 경영자의 관점에서 배당 여부와 함께 배당 수준은 중요한 고려사항이 아닐 수 없다. 일례로 당기순이익 대비 배당금을 의미하는 배당 성향은 최근 몇 년 사이 급부상한 이른바 주주환원 정책과도 연결되기 때문이다.⁸⁾⁹⁾ 특히 투자자의 관점에서 보면, 배당 성향과 함께 배당 관련 중요한 지표는 배당률(dividends rates)과 배당수익률(dividends yields)이 된다. 배당률은 1주당 액면금액에 대하여 지급되는 배당금의 비율을 가리키고, 주가 대비 1주당 배당금의 비율을 각각 가리킨다. 투자자가 주식투자를 통해 얻을 수 있는 이익은 크게 주가 상승으로 인한 차익과 기업이 벌어들인 이익을 재원으로 한 배당이라고 볼 수

8) 주주환원정책(shareholder return)은 회사가 벌어들인 이익을 주주에게 지급(환원)하는 것을 의미한다. 주주환원정책은 배당뿐만 아니라 자사주 매입이나 주가 상승을 통해 주주에게 경제적 이익을 가져가 주는 방안을 의미한다.

9) 이와 관련한 신문기사(‘머니S, 함영주, ‘27%’ 역대급 배당 결정… 주주환원 50%까지 늘린다.’)를 발췌하면 다음과 같다. “...앞서 경영실적을 발표한 KB금융지주와 신한금융지주의 배당 성향이 각각 26%, 23.5%인 것을 고려하면 역대급 배당이다. 함영주 하나금융 회장은 지난해 3월 취임 후 주주환원을 꾸준히 확대한다고 밝힌 데 이어 총주주환원율을 50%까지 늘린다고 밝혔다...”, 2023년 2월 9일.

있는데, 배당률과 배당수익률은 배당 성향과 함께 주식투자 의사결정에 중요한 결정요인이라 볼 수 있다.

전술한 선행연구에 기초할 때 배당은 경영자의 이익조정을 낮추는 효과가 있으며, 이익의 질을 설명하는 변수로써 의미가 있어 보인다. 그러나 이러한 명제는 선행연구 결과에 비춰보면, 배당하는 기업이 혹은 꾸준히 배당한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 이익조정 수준이 낮다는 것을 의미하고, 배당 수준이 이익의 질을 어떻게 설명하는지는 많이 다뤄지지 않았다는 점에서 다소 일반화할 수 있는 수준이 아니라고 판단하였다. 특히, 국내 선행연구에 국한할 때는 정택문, 정강원(2021) 연구를 제외하고는 대부분 배당 여부 혹은 연속 배당 여부만을 다루었다.¹⁰⁾

배당과 이익조정이 관련성을 가질 것으로 보이는 이유는 선행연구의 실증적 결과에만 기초하지 않는다. 기업은 배당함으로써 현금흐름이 유출되기 때문에, 단순히 당기 경영 성과를 바탕으로 주주에게 환원하는 것 이외의 복잡한 의사결정이 요구된다. 장·단기적인 기업의 사업계획(투자계획)이나 향후 해당 기업 혹은 기업이 속한 산업의 성장성 등 다양한 현금유출 가능성을 타진하여 결정될 것이기 때문이다. 배당기업과 미배당기업의 차이도 크지만, 나아가 배당기업 중에서도 배당 수준(배당 성향, 배당률, 배당수익률 등)이 의미하는 바를 파악하는 게 중요할 것이다. 따라서, 배당기업이 미배당기업보다 이익의 질이 높다면, 배당을 더욱 적극적으로 한 기업이 그렇지 않은 기업과 비교할 때 이익의 질이 더 높은지는 검증할 필요가 있다고 보고 다음과 같이 가설을 수립하였다.

가설: 기업의 배당 수준(배당 성향, 배당률, 배당수익률)이 높은 기업은 그렇지 않은 경우보다 이익의 질이 높을 것이다.

Ⅲ. 연구방법론

1. 연구모형 및 변수 정의

본 연구는 이익조정에 미치는 일정한 변수를 통제한 후, 배당 수준이 이익조정에 미치는

10) 본 연구는 정택문, 정강원(2021)의 연구와 다음과 같은 점에서 차이를 보인다. 정택문, 정강원(2021)의 연구는 배당성향을 중심으로 전개하였다. 배당지급 여부, 배당성향의 변화, 배당성향 증가율, 연속배당여부를 중심으로 제량적 발생액의 크기와의 관계를 분석하였던 것과 달리, 본 연구는 배당 성향을 포함하여 배당률, 배당수익률을 활용한다. 이는 이익 대비 현금배당의 비중을 가리키지만, 배당률이나 배당수익률은 모두 주가를 기준으로 산정한다. 따라서 본 연구는 자본시장 참여자에게 배당률과 배당수익률을 활용한 확장된 결과를 제공한다.

영향을 확인하고자 선행연구를 참조하여 다음과 같이 모형을 수립하였다. 아래 식에서 i, t 는 각각 기업과 연도를 의미하며, 본 연구의 관심 변수인 DIV 는 크게 3가지로 측정하였다. 아래의 식에서 DIV 의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값이 나타난다면, 배당 성향, 배당률, 혹은 배당수익률이 높을수록 재량적 발생액이 증가(감소)한다는 것을 의미하고, 이는 본 연구의 가설이 기각(확인)되는 결과가 된다.

$$DA^{ROA}_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 DIV_{i,t} + \beta_2 SIZE_{i,t} + \beta_3 ROA_{i,t} + \beta_4 GRW_{i,t} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 MTB_{i,t} \\ + \beta_7 FOR_{i,t} + Year\ dummy + Industry\ dummy + \varepsilon$$

위 식에서,

DA^{ROA} : 성과조정 재량적 발생액

DIV : 배당 수준

$High_Div^{Payout}$: 배당 성향이 상위 20%이면 1 아니면 0

$High_Div^{Ratio}$: 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0

$High_Div^{Yield}$: 배당수익률이 상위 20%이면 1, 아니면 0

$SIZE$: 기업규모

ROA : 수익성

GRW : 성장성

LEV : 부채비율

MTB : 장부가치 대비 시장가치

FOR : 외국인 투자자 지분율

$Year\ dummy$: 연도별 더미변수

$Industry\ dummy$: 산업별 더미변수

ε : 오차항

종속변수인 DA^{ROA} 는 성과조정 재량적 발생액이며, 이는 Jones(1991)의 연구를 수정 보완한 모형으로 이익조정의 측정치로 널리 이용되는 방식으로 이는 아래의 식과 같다.¹¹⁾ 아래의 식을 산업-연도별로 회귀 분석하여 추정된 잔차를 의미하며 이는 재량적 발생액으로 명명하였다.

11) 본 연구에서는 간결한 보고를 위해 Dechow et al.(1995)의 재량적 발생액을 이용하여 분석을 수행하였으나 연구 결과는 Kothari et al.(2005)의 연구 결과를 중심으로 보고하였다.

$$TACC_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 1/ASSET_{i,t} + \beta_2 (\Delta REV - \Delta AR)/ASSET_{i,t} + \beta_3 PPE/ASSET_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t} + \varepsilon$$

위 식에서,

TACC: 성과조정 재량적 발생액

ASSET: 자산총계

REV: 매출액

AR: 매출채권

PPE: 유형자산

ROA: 수익성

ε : 잔차항

본 연구에서 배당은 크게 3가지로 측정한다. 우선, 배당 성향(*Div^{Payout}*)이다. 배당 성향은 배당액을 당기순이익으로 나누어 측정한다. 두 번째는 배당률(*Div^{Ratio}*)이다. 배당률은 주식 액면금액을 기준으로 측정한 배당 수준이며, 세 번째로 배당수익률(*Div^{Yield}*)은 시가를 기준으로 계산한 배당 수준이다. 배당 관련 3가지 변수는 모두 배당 수준이 높은 기업과 그렇지 않은 기업으로 구분하기 위해 5분위 수를 만든 뒤, 상위 20%에 해당하면 1 아니면 0의 더미변수(*High*)로 측정하였다. 아울러, 통제변수는 이익조정에 미치는 영향을 분석한 선행연구를 기초로 하였다(기현희, 김민철, 2010; 이현경 외 4인, 2020).

*SIZE*는 자산총계로 측정한 기업규모로, 기업규모는 기업 특성에 관한 다양한 정보를 내포한다(Becker et al., 1998). *SIZE*가 클수록 다양한 이익조정의 방법이 다양하게 수행될 수 있는 만큼, 상대적으로 기업규모가 작은 경우에 비해 이익조정 수준이 높을 수 있다. 따라서 *SIZE*는 종속변수인 *DA^{ROA}*와 양(+)의 관계가 예측된다.

*ROA*는 당기순이익을 자산총계로 나눈 값으로 기업의 수익성을 나타내는 지표다. 기업의 수익성이 높을수록 경영자가 보고이익을 조정할 유인(incentive)이 적어 다른 조건이 일정할 때 수익성이 높다면, 이익조정은 감소할 것이다(김상조, 2007; Kapoor and Goel, 2017). 따라서, *ROA*는 종속변수인 *DA^{ROA}*와 음(-)의 관계가 예측된다.

*GRW*는 매출액으로 측정한 기업의 성장성으로 성장성이 큰 기업의 이익조정이 활발하게 나타나는 선행연구의 결과(AlNajjar et al, 2001; Lee et al., 2006; Collins et al., 2017)에 기초할 때 본 연구의 종속변수인 *DA^{ROA}*와 양(+)의 관계가 예상된다.

*LEV*는 부채비율로, 이는 부채총계를 자산총계로 나누어 산정하였다. 부채비율이 높을수록 감소하는 기업의 안정성은 경영자가 수익성을 더욱 개선할 유인을 제공할 수 있다

(Jelinek, 2007). 따라서 본 연구의 종속변수인 DA^{ROA} 와 양(+)의 관계가 예상된다.

MTB는 장부가치 대비 시장가치의 비율로, 이 비율은 연구자의 관점에 따라 다양하게 해석된다. 이 비율은 다수의 연구에서는 기업가치로 대리되는데(육지훈 외 2인, 2020), 이 비율이 높을수록 기업가치가 높다는 의미이므로 종속변수인 DA^{ROA} 와 관계는 음(-)의 값이 예상된다.

FOR는 기말 외국인 투자자의 보통주 지분율이다. 외국인 투자자는 국내 자본시장에서 경영자의 사적 이익 추구를 제한하고 높은 품질의 회계정보를 제공하도록 유도하는 역할을 한다고 알려져 있다(안윤영 외 2인, 2005; 지상현, 류예린, 2019; 차상권, 김응길, 2021). 따라서 배당 수준이 상대적으로 낮은 국내 자본시장에서 배당률을 높이도록 할 것으로 보아, 종속변수인 DA^{ROA} 와 양(+)의 관계가 예상된다(안윤영 외 2인, 2005; 이만우, 노준화, 2006; 설원식, 김수정, 2006; 김성민, 장용원, 2012).

한편, 연도별, 산업별 고정효과를 통제할 목적으로 연도별, 산업별 지시변수를 포함하였다. 특히, 산업별 지시변수는 한국표준산업분류 상 중분류를 이용하였다.

2. 표본선정

본 연구의 가설을 확인하고자 2009년부터 2020년까지를 분석 기간으로 설정하고 이를 위하여 2008년부터 2021년까지의 국내 상장기업의 재무 자료를 이용하였다. 이를 위해 (주)NICE평가정보에서 제공하는 KISVALUE 데이터베이스에서 본 연구에 필요한 자료를 추출하였다. 추출한 자료는 다음의 조건에 충족되면 표본에서 제외하였다.

- (1) 결산 월이 12월이 아닌 경우
- (2) 관리종목으로 편입된 경우
- (3) 자본이 잠식된 경우
- (4) 한국표준산업분류 상 금융업(K)으로 분류된 경우

위의 조건을 고려하여 최종적으로 선정된 표본의 크기는 총 9,354개의 기업-연도로, 표본의 분포를 살펴보고자 <표 1>의 연도별, 산업별 분포를 제시하였다. <표 1>의 Panel A에는 연도별, 산업별 표본분포를 나타내었는데, 2011년부터는 가용한 표본의 크기가 점진적으로 증가하는 것으로 나타났으며, 2011년에는 2010년 대비 소폭 감소하였다. 특정 연도에 표본이 치우치지 않아 본 연구의 결과가 분석 기간 내 특정 연도에 의한 영향이 크지 않다고 간주하였다. 상장시장별로 살펴보면 유가증권시장이 4,703개, 코스닥시장이 4,651개로

나타나 본 연구의 표본에서 상장시장의 비중은 유사하였다.

Panel B의 산업별 분포는 한국표준산업분류 중 대분류를 이용하여 분포를 제시하였다. 가장 큰 비중을 차지하는 산업은 제조업(67.49%)으로 나타났으며 다음으로 정보통신업(8.34%), 전문서비스업(7.64%), 도소매업(7.09%), 건설업(3.37%) 순으로 높은 비중을 보였으며, 그 외의 산업의 경우는 1% 내외의 비중을 차지하였다. 다중회귀분석에서 이용된 산업의 분류는 ‘중분류’로, 현재 제시한 분류보다 더 세분되어 있는데, 중분류 상에서는 특정 산업에 집중되지 않아, 본 연구의 결과가 특정 산업에 기인한 결과로 보기는 어려웠다.

<표 1> 표본분포

아래의 표에서 산업별 분포의 산업기준은 한국표준산업분류 중 대분류에 의한 기준임

Panel A: 연도별-상장시장별 표본분포

Year	2009	2010	2011	2012	2013	2014	
KOSPI	356	401	382	371	364	379	
KOSDAQ	298	339	335	366	351	383	
Total	654	740	717	737	715	762	
Year	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Total
KOSPI	385	419	425	414	409	398	4,703
KOSDAQ	398	415	415	448	454	449	4,651
Total	783	834	840	862	863	847	9,354

Panel B: 산업별 표본분포

Industry	Freq.	Percent	Cum.
Agriculture, forestry and fishing	37	0.40	0.40
Manufacturing	6,313	67.49	67.89
Electricity, gas, steam and air conditioning supply	94	1.00	68.89
Water supply; sewage, waste management, materials recovery	17	0.18	69.07
Construction	315	3.37	72.44
Wholesale and retail trade	663	7.09	79.53
Transportation and storage	149	1.59	81.12
Accommodation and food service activities	9	0.10	81.22
Information and communication	780	8.34	89.56
Real estate activities	26	0.28	89.83
Professional, scientific and technical activities	715	7.64	97.48
Business facilities management and business support services	124	1.33	98.80
Education	70	0.75	99.55
Arts, sports and recreation related services	42	0.45	100.00
Total	9,354	100.00	

IV. 실증 분석 결과

1. 기술통계

본 연구에 활용한 변수의 기술통계를 <표 2>에 제시하였다. 먼저 DA^{ROA} 의 경우는 평균이 -0.003으로 0에 가깝게 나타났으며, 표준편차가 0.066으로 변수 간 차이가 크다는 점을 확인할 수 있었다. 이는 국내 자본시장에 유사한 연구 기간을 이용한 선행연구와 그 분포가 다르지 않았다(김현표 외 2인, 2016; 박종일, 정설희, 2018; 정택문, 정강원, 2021). 본 연구에서 배당 관련 변수는 모두 상위 20%이면 1, 그렇지 않으면 0으로 측정된 더미변수로 따라서 각 변수의 평균은 모두 0.200 내외로 나타났다. 또한 연속변수(Div^{Payout} , Div^{Ratio} , Div^{Yield})도 각각 보고하였으며, 이는 선행연구에서의 분포와 크게 다르지 않은 것으로 나타났다(남혜정, 2012). 통제변수의 경우는 **SIZE**의 평균이 26.319, **ROA**는 5.8%, **GRW**는 8.8%, **LEV**는 33.6%, **MTB**는 1.417, **FOR**는 9.1%로 각각 나타났다.

<표 2> 기술통계량

아래의 표에서 DA^{ROA} 는 Kothari et al.(2005)의 연구방법에 의한 성과조정 재량적 발생액, $High_Div^{Payout}$ 은 배당성향이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, $High_Div^{Ratio}$ 은 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, $High_Div^{Yield}$ 은 배당수익률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, Div^{Payout} 은 현금배당액을 당기순이익으로 나눈 값, Div^{Ratio} 은 주당 배당금을 주식 액면금액으로 나눈 값, $High_Div^{Yield}$ 은 주당 배당금을 추가로 나눈 값, **SIZE**는 자산총계에 자연로그를 취한 값, **ROA**는 당기순이익을 자산총계로 나눈 값, **GRW**는 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감한 후, 전기 매출액으로 나눈 값, **LEV**는 부채총계를 자산총계로 나눈 값, **MTB**는 장부가치 대비 시장가치, **FOR**는 기말 외국인 투자자 보통주 지분율을 의미함

Variable	Mean	S.D.	Min	.25	Mdn	.75	Max
DA^{ROA}	-0.003	0.066	-0.476	-0.035	-0.002	0.028	0.375
$High_Div^{Payout}_{i,t}$	0.204	0.403	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$High_Div^{Ratio}_{i,t}$	0.202	0.401	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$High_Div^{Yield}_{i,t}$	0.189	0.392	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
$Div^{Payout}_{i,t}$	0.363	0.478	0.020	0.130	0.220	0.390	3.400
$Div^{Ratio}_{i,t}$	0.354	0.477	0.000	0.100	0.200	0.400	2.600
$Div^{Yield}_{i,t}$	0.019	0.018	0.001	0.009	0.015	0.024	0.125
SIZE	26.319	1.409	23.247	25.326	26.049	26.976	33.068
ROA	0.058	0.045	-0.151	0.025	0.047	0.080	0.229
GRW	0.088	0.284	-0.687	-0.037	0.048	0.157	2.043
LEV	0.336	0.180	0.029	0.188	0.324	0.474	0.860
MTB	1.417	1.311	0.257	0.655	1.020	1.677	11.157
FOR	0.091	0.118	0.000	0.011	0.040	0.126	0.516

2. 상관관계분석

본 연구에 사용된 주요 변수의 상관관계분석 결과를 <표 3>에 제시하였다. 간결한 보고를 위해 배당의 경우는 본 연구에서 주로 사용한 더미변수를 활용하여 보고하였다. 종속변수인 재량적 발생액과 배당성향($High_Div^{Payout}$)은 유의한 관계가 나타나지 않았으며, 배당률($High_Div^{Ratio}$), 및 배당수익률($High_Div^{Yield}$)은 모두 1%와 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관성이 나타났다. 이는 배당률 혹은 배당수익률이 높은 기업은 그렇지 않은 기업과 비교해서 재량적 발생액이 감소한다는 결과를 의미한다. 하지만 이는 단순히 두 변수의 상관성을 의미하므로, 일정한 변수를 통제한 후에 어떠한 결과가 나타날지는 다중회귀분석을 통해 살펴볼 필요가 있다. 한편, 통제변수의 경우는 GRW , LEV 가 DA^{ROA} 와 유의한 양(+)의

<표 3> 상관관계분석

아래의 표는 Pearson 상관관계분석의 결과로, 각 변수의 정의는 <표 2>의 상단과 같음. 표 안의 수치의 상단은 상관계수를, 하단 괄호 안의 수치는 유의수준을 의미함. 아래의 표에서 DA^{ROA} 는 Kothari et al.(2005)의 연구방법에 의한 성과조정 재량적 발생액, $High_Div^{Payout}$ 은 배당성향이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, $High_Div^{Ratio}$ 은 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, $High_Div^{Yield}$ 은 배당수익률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, Div^{Payout} 은 현금배당액을 당기순이익으로 나눈 값, Div^{Ratio} 은 주당 배당금을 주식 액면금액으로 나눈 값, $High_Div^{Yield}$ 은 주당 배당금을 추가로 나눈 값, $SIZE$ 는 자산총계에 자연로그를 취한 값, ROA 는 당기순이익을 자산총계로 나눈 값, GRW 는 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감한 후, 전기 매출액으로 나눈 값, LEV 는 부채총계를 자산총계로 나눈 값, MTB : 장부가치 대비 시장가치, FOR : 기말 외국인 투자자 보통주 지분율을 의미함.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
(1) DA^{ROA}	1								
(2) $High_Div^{Payout}$	0.012 [0.244]	1							
(3) $High_Div^{Ratio}$	-0.085 [0.000]	0.066 [0.000]	1						
(4) $High_Div^{Yield}$	-0.031 [0.003]	0.230 [0.000]	0.125 [0.000]	1					
(5) $SIZE$	0.015 [0.162]	-0.008 [0.471]	0.206 [0.000]	-0.037 [0.000]	1				
(6) ROA	-0.124 [0.000]	-0.318 [0.000]	0.282 [0.000]	0.042 [0.000]	-0.124 [0.000]	1			
(7) GRW	0.076 [0.000]	-0.116 [0.000]	0.029 [0.005]	-0.030 [0.004]	-0.042 [0.000]	0.241 [0.000]	1		
(8) LEV	0.073 [0.000]	-0.041 [0.000]	-0.175 [0.000]	-0.016 [0.124]	0.249 [0.000]	-0.284 [0.000]	0.054 [0.000]	1	
(9) MTB	-0.094 [0.000]	-0.025 [0.017]	0.234 [0.000]	-0.178 [0.000]	-0.002 [0.857]	0.346 [0.000]	0.144 [0.000]	0.005 [0.632]	1
(10) FOR	-0.068 [0.000]	-0.021 [0.048]	0.304 [0.000]	-0.010 [0.337]	0.516 [0.000]	0.159 [0.000]	-0.015 [0.151]	-0.061 [0.000]	0.205 [0.000]

관계가, *ROA*, *MTB*, *FOR*가 유의한 음(-)의 관계가 나타났다. 즉, 성장성이 높을수록, 부채비율이 높을수록, 수익성이 낮을수록, 장부가치 대비 시장가치의 비율이 낮을수록, 외국인 투자자 지분이 낮을수록 재량적 발생액이 증가하는 것으로 나타났다.

한편, 통제변수 간 유의성이 높은 경우를 확인할 수 있었다. *ROA*와 *MTB*의 경우는 상관계수가 0.346, *SIZE*와 *FOR*의 경우는 0.516으로 나타났으며 각각은 모두 1% 수준에서 유의하였다. 따라서 이후 진행한 회귀분석에서는 분산팽창지수로 다중공선성 여부를 검토하였으며, 모두 3 이상 나타나지 않아 이로 인한 연구 결과에 영향은 크지 않은 것으로 간주하였다.

3. 가설 검증 결과

본 연구의 가설을 검증한 결과를 <표 4>에 제시하였다. 표에서 상단은 회귀계수를, 하단 괄호 안의 수치는 t값을 가리킨다. 분석 결과는 연도별, 산업별 더미변수를 포함한 후의 결과이지만 회귀계수와 t값은 보고하지 않았으며, F값은 모형에 상관없이 1% 수준으로 유의하였다. 분석된 결과를 기술하면 다음과 같다.

먼저, 관심 변수인 *High_Div^{Payout(Ratio, Yield)}*은 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 값이 관찰되었다. 이는 배당 성향, 배당률, 배당수익률이 큰 기업은 그렇지 않은 기업과 비교할 때 종속변수인 이익조정이 감소한다는 것으로, 본 연구의 가설을 확인한 결과다. 재량적 발생액이 증가할수록 경제적 실질을 왜곡하는 재무 보고로 인해 이익의 질이 낮아진다는 선행연구(Ayers et al., 2006)의 기초할 때 배당 성향과 배당(수익)률이 높은 기업에서의 이익의 질은 높다고 해석할 수 있다.

이러한 결과가 신호이론의 관점에서의 해석은 어려울 것으로 보인다. 신호이론에 따르면 경영자는 미래 경영성과에 대한 긍정적인 전망의 신호로 배당을 한다고 보는 것인데(고유선, 김수현, 2020), 이익의 질을 다루고 있는 본 연구의 종속변수 특성상 이는 결부하기 어렵다. 그러나, Jensen(1986)의 연구와 같이 배당지급 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 투자자의 관심이 높아, 투자자의 감시기능(*monitoring*)이 발현된다는 점에 기초할 때 고배당 기업은 그렇지 않은 기업과 비교할 때 투자자의 감시기능이 나타나 경영자의 사적 이익을 추구하기 위한 기회주의적인 행위가 덜 일어난다고 해석할 수 있다. 아울러, 본 연구의 결과는 배당률의 관점에서만 보았을 때, 정택문, 정강원(2021) 연구 결과와 유사한 결과를 도출할 수 있었다.

박종일, 정설희(2018) 연구는 배당 여부와 당기와 차기의 이익조정과의 관련성을 검증하였는데, 당기뿐만 아니라 차기의 이익조정과도 유의한 음(-)의 관련성을 보인다는 결과를 제시한다. 여기에 더하여, 본 연구의 결과는 단순히 배당 여부뿐만 아니라 배당

수준이 높은 경우도 낮은 경우와 비교할 때 이익의 질이 높다는 결과를 도출하였다는 점에서 선행연구의 결과를 보강하였다.

한편 통제변수의 결과는 관심 변수에 따라 큰 차이를 보이지는 않았으나 통계적 유의성에서는 차이가 있었다. SIZE, GRW, LEV의 경우는 유의한 양(+)의 값이, ROA, MTB, FOR의 경우는 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 즉, 기업규모가 클수록, 성장성이 클수록, 부채비율이 높을수록 이익조정이 증가하고, 수익성이 높을수록, 장부가치 대비 시장가치가 클수록, 외국인지분율이 높을수록 이익조정이 감소한다는 결과가 나타났다.

<표 4> 가설 검증 결과

아래 표에서 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸 표식임. 회귀분석은 OLS Regression을 수행한 결과임 DA^{ROA}는 Kothari et al.(2005)의 연구방법에 의한 성과조정 재량적 발생액, High_Div^{Payout}은 배당성향이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, High_Div^{Ratio}은 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, SIZE는 자산총계에 자연로그를 취한 값, ROA는 당기순이익을 자산총계로 나눈 값, GRW는 당기 매출액에서 전기 매출액을 차감한 후, 전기 매출액으로 나눈 값, LEV는 부채총계를 자산총계로 나눈 값, MTB: 장부가치 대비 시장가치, FOR: 기말 외국인 투자자 보유주 지분율을 의미함.

	(1)	(2)	(3)
	Dependent Variable: DA ^{ROA}		
Constant	-0.017 (-0.55)	-0.028 (-0.90)	-0.014 (-0.45)
High_Div ^{Payout} _{i,t}	-0.004** (-2.12)		
High_Div ^{Ratio} _{i,t}		-0.007*** (-3.45)	
High_Div ^{Yield} _{i,t}			-0.008*** (-4.23)
SIZE _{i,t}	0.001* (1.92)	0.002*** (2.58)	0.001* (1.78)
ROA _{i,t}	-0.184*** (-9.76)	-0.158*** (-8.74)	-0.164*** (-9.21)
GRW _{i,t}	0.026*** (10.25)	0.026*** (10.29)	0.025*** (10.21)
LEV _{i,t}	0.013*** (2.99)	0.013*** (2.77)	0.015*** (3.31)
MTB _{i,t}	-0.004*** (-5.95)	-0.003*** (-5.80)	-0.004*** (-6.82)
FOR _{i,t}	-0.030*** (-3.99)	-0.027*** (-3.61)	-0.029*** (-3.90)
Year dummy	included	included	included
Industry dummy	included	included	included
F-value	15.678***	15.787***	15.875***
Adj. R ²	0.134	0.135	0.136
N	9,354	9,354	9,354

4. 추가분석 I: 상장시장을 구분한 결과

본 연구의 표본은 유가증권과 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 하였다. 선행연구에서는 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업의 특성이 차이를 보이므로, 이를 구분하여 분석하는 경우를 확인할 수 있었다. 따라서 본 연구에서도 추가분석의 하나로 상장시장을 구분하여 재검증하고자 한다. 이에 관한 분석 결과는 <표 5>와 같다. <표 5>의 모형(1)~(3)은 유가증권시장을 대상으로 한 결과를, 모형(4)~(6)은 코스닥시장을 대상으로 한 결과를 각각 제시하였다. 관심 변수를 중심으로 한 분석 결과를 살펴보면 먼저, 유가증권시장을 대상으로 한 결과, 당기의 고배당 수준 기업(배당 성향, 배당률, 배당수익률)이 그렇지 않은 기업에 비해 이익조정이 감소하는 것으로 나타나지는 않았지만, 코스닥시장을 대상으로 한 결과에서는 배당 수준의 측정 방식의 차이가 없이 이익조정 수준이 감소하였다. 즉, 본 연구의 결과는 코스닥시장의 결과가 더 강하게 작용한 것으로 해석할 수 있다. 또한 특이한 점은 배당수익률 즉, 분모가 시가인 경우는 상장시장에 따라 이익조정과의 관계가 다르지 않았다. 이익조정을 낮추는 배당 수준의 측정으로 배당수익률이 갖는 효과가 존재함을 확인한 결과다.

<표 5> 상장시장을 구분한 결과

아래 표에서 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸 표식임. 회귀분석은 OLS Regression을 수행한 결과임 DA^{ROA}는 Kothari et al.(2005)의 연구방법에 의한 성과조정 제량적 발생액, High_Div^{Payout}은 배당성향이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, High_Div^{Ratio}은 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, 그 밖에 통제변수는 <표 4>와 같다.

	KOSPI market(N=4,703)			KOSDAQ market(N=4,651)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Dependent Variable: DA ^{ROA}						
High_Div ^{Payout} _{i,t}	-0.002 (-0.73)			-0.008** (-2.37)		
High_Div ^{Ratio} _{i,t}		-0.003 (-1.29)			-0.012*** (-3.56)	
High_Div ^{Yield} _{i,t}			-0.004** (-2.11)			-0.013*** (-4.13)
Constant	included	included	included	included	included	included
Control Variables	included	included	included	included	included	included
Year & Industry	included	included	included	included	included	included
Adj. R ²	0.142	0.142	0.143	0.139	0.141	0.142

5. 추가분석 II: 차기 이익조정을 이용한 결과

선행연구에서는 배당과 이익조정의 관계를 검증할 때 동일 시점으로 측정하기도 하였으나 (유지연 외 2인, 2016; 김수성, 차명기, 2016; 김현표 외 2인, 2016; 정택문, 정강원, 2021) 인과관계를 명확하게 하기 위한 목적으로 시차 모형을 이용한 결과를 제시하기도 한다(김현표 외 2인, 2016). 이에 본 연구에서는 추가분석의 하나로 종속변수의 측정 시점을 차기(t+1)로 측정하여 분석하여 그 관계를 재검토하였다.

<표 6>의 실증 분석 결과, 당기의 배당 수준은 차기 이익조정과 음의 관계를 보이는 것으로 나타났다. 다소 유의수준은 낮게 관찰되었으나 통계적으로 유의미한 결과를 도출할 수 있었다. 즉, 당기 고배당 수준 기업의 경우 그렇지 않은 경우와 비교할 때 차기 이익의 질이 더 높다고 해석할 수 있다. 이러한 결과는 배당지급 기업이 미래의 이익의 질에 관한 정보를 제공한다는 박종일, 정설희(2018) 연구 결과에 추가로 고배당 기업(배당성향, 배당률, 배당수익률)의 차기 이익의 질 역시 높을 수 있음을 확인한 결과다.

<표 6> 차기 이익조정과의 관련성

아래 표에서 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸 표식임. 회귀분석은 OLS Regression을 수행한 결과임 DA^{ROA}는 Kothari et al.(2005)의 연구방법에 의한 성과조정 재량적 발생액, High_Div^{Payout}은 배당성향이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, High_Div^{Ratio}은 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, 그 밖에 통제변수는 <표 4>와 같다.

	(1)	(2)	(3)
	Dependent Variable: DA ^{ROA} _{t+1}		
High_Div ^{Payout} _{i,t}	-0.004* (-1.95)		
High_Div ^{Ratio} _{i,t}		-0.004* (-1.76)	
High_Div ^{Yield} _{i,t}			-0.003* (-1.79)
Constant	included	included	included
Control Variables	included	included	included
Year & Industry	included	included	included
Adj. R ²	0.03	0.03	0.03
N	7,274	7,274	7,274

6. 추가분석 III: 재량적 발생액의 방향성을 고려한 결과

본 절에서는 이익 상향조정 표본과 이익 하향 조정 표본으로 표본을 구분한 뒤 두 집단에서 배당 수준과 이익조정의 관계가 차이를 보이는지 검토하였다. 분석 결과, 이익 상향조정

표본과 이익 하향 조정 표본에서 배당 수준과 이익조정의 관계는 다른 양상을 보였다. 먼저, 모형(1)~(3)의 이익 상향조정 표본에서는 고 배당기업(배당성향, 배당률, 배당수익률)이 그렇지 않은 기업과 비교할 때 이익조정 수준이 감소하는 것으로 나타났으나, 모형(4)~(6)의 이익 하향 조정 표본에서는 유의하지 않았다. 즉, 배당 수준과 이익조정의 음(-)의 관계는 이익 상향 조정한 경우, 뚜렷하게 나타남을 의미한다.

본 절의 결과는 배당과 이익조정의 양의 관계를 살펴본 선행연구와 다음과 같은 점에서 차이를 보인다. 국내 선행연구는 박종일, 정선희(2018)의 연구를 제외한 나머지에서는 재량적 발생액을 활용, 이익조정을 측정하였으나 절댓값을 취하여 사용하여 그 크기만을 가늠할 수 있었다. 그러나 이익조정의 방향을 고려한 본 연구의 결과에서 보면 이익 하향 조정 표본에서의 유의성은 크지 않고, 이익 상향조정에서의 유의성이 일관적으로 강하게 관찰된 점에 비추어 볼 때 배당 수준이 낮추는 이익조정 효과는 이익을 상향 조정한 경우임을 알 수 있었다.

<표 7> 재량적 발생액의 방향성을 고려한 결과

아래 표에서 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸 표식임. 회귀분석은 OLS Regression을 수행한 결과임 DA^{ROA}는 Kothari et al.(2005)의 연구방법에 의한 성과조정 재량적 발생액, High_Div^{Payout}은 배당성향이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, High_Div^{Ratio}은 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, 그 밖에 통제변수는 <표 4>와 같다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Dependent Variable: DA ^{ROA}					
	DA>0 (N=4,900)			DA<0 (N=4,435)		
High_Div ^{Payout} _{i,t}	-0.006*** (-3.19)			0.001 (0.36)		
High_Div ^{Ratio} _{i,t}		-0.005** (-2.55)			-0.002 (-0.97)	
High_Div ^{Yield} _{i,t}			-0.004** (-2.07)			-0.004** (-2.02)
Constant	included	included	included	included	included	included
Control Variables	included	included	included	included	included	included
Year & Industry	included	included	included	included	included	included
Adj. R ²	0.143	0.142	0.142	0.159	0.159	0.160

7. 추가분석 IV: 배당 수준을 연속변수로 측정한 결과

배당 수준을 배당 성향, 배당률, 배당수익률이 매우 높은 경우와 그렇지 않은 경우로 구분하여 살펴보았다는 점에서 배당 수준을 연속변수로 살펴본 경우는 어떠한 양상을

보이는지 검증하고자 본 절에서는 이를 추가로 분석하였다.¹²⁾¹³⁾ 또한 본 절에서는 OLS regression에 더하여 Fama and MacBeth(1973) 회귀분석을 병행하였다. 이에 관한 분석 결과는 <표 8>과 같으며 분석 결과를 간략히 기술하면 다음과 같다.

먼저, 배당 성향(Div^{Payout})은 배당 성향이 매우 높은 경우로 살펴본 주된 분석과는 달리, OLS 회귀분석을 한 결과에서는 유의한 값이 관찰되지 않아, 배당 성향이 발생액을 통한 이익조정과 관련성을 확인할 수 없었다. 그러나, 배당률과 배당수익률은 각각 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값이 관찰되었다. 이는 배당률과 배당수익률이 높을수록 당기의 이익조정 수준이 감소한다고 해석할 수 있다. 이는 앞선 주된 분석과 유사한 결과가 나타난 것이다.

모형(4)-(7)의 Fama and MacBeth(1973) 방식으로 분석한 결과에서는 모형에 상관없이 배당 수준(배당 성향, 배당률, 배당수익률)이 각각 10%, 10%, 5%에서의 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 즉, 횡단면 회귀분석으로 살펴본 결과에서는 배당 수준이 이익조정과 유의한 음(-)의 관계를 보인다고 나타났다.

<표 8> 배당을 연속변수로 측정한 결과

아래 표에서 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸 표식임. 회귀분석은 OLS Regression와 Fama and MacBeth Regression을 수행한 결과임 DA^{ROA} 는 Kothari et al.(2005)의 연구방법에 의한 성과조정 재량적 발생액, $High_Div^{Payout}$ 은 배당성향이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, $High_Div^{Ratio}$ 은 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, 그 밖에 통제변수는 <표 4>와 같다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	OLS regression(n=9,354)			Fama and MacBeth(1973)(n=9,354)		
	Dependent Variable: DA^{ROA}			Dependent Variable: DA^{ROA}		
$Div^{Payout}_{i,t}$	-0.000 (-1.30)			-0.000* (-2.10)		
$Div^{Ratio}_{i,t}$		-0.000** (-1.97)			-0.000* (-1.78)	
$Div^{Yield}_{i,t}$			-0.000** (-2.09)			-0.001** (-2.45)
Constant	included	included	included	included	included	included
Control Variables	included	included	included	included	included	included
Year & Industry	included	included	included	Industry	Industry	Industry
Adj. R^2	0.134	0.134	0.134	0.144	0.145	0.145

12) 이에 대한 유의한 심사의견을 주신 익명의 심사위원께 감사의 말씀을 올린다.

13) 별도로 분석한 결과를 표로 보고하지는 않았으나 Quantile regression을 실시하여 본 연구의 결과를 확인하였다. 각 배당 수준(배당 성향, 배당률, 배당수익률)과 이익조정의 관계를 종속변수가 10%~90%의 구간에 속할 때로 살펴본 결과, 유의수준에는 차이가 있었으나, 60% 이상에서 10% 수준에서의 유의한 음의 관계가 나타났다.

이상의 결과는 배당 수준이 매우 높은 경우(상위 20%)와 그렇지 않은 경우로 구분한 주된 분석 결과에 추가로 배당 수준을 연속변수로 측정하여도 배당 수준과 이익조정과의 관계는 유의한 것으로 나타났다. 다만, 유의성은 매우 낮은 것으로 관찰되었다. 이러한 결과는 배당 수준과 이익조정이 매우 강한 선형적 관계를 보인다고 보기보다는 일정 수준 이상인 경우에서 더욱 뚜렷하게 나타나는 현상으로 해석할 수 있을 것이다.

8. 추가분석 V: 접대비 수준을 고려한 결과

본 연구에서는 배당과 대리인비용을 낮추어 이익조정을 감소시킬 것이라는 논리적 전개를 펼치고 있는 바, 이에 관한 구체적인 실증적 증거를 제시할 목적으로 본 절에서는 접대비를 대리인비용의 측정치(proxy)로 하여 접대비가 높은 집단에서 배당이 이익조정과 음(-)의 관련성을 보이는지 분석하였다. 대리인비용을 접대비가 모두 포착하지는 못하지만, 대리인비용의 측정치로, 선행연구에서는 널리 이용된 바 있다(박헌준 외, 2004; 안미강, 고대영, 2011; 남화영, 문상혁, 2017; 이유경, 2021). 접대비 비중은 접대비를 매출액으로 나누어 그 비중을 측정하였다.

분석 결과, 접대비 비중이 높은 집단(모형(1)-(3))에서는 배당 관련 변수가 이익조정과 유의한 음의 값이 관찰되었다. 즉, 접대비 비중이 높아 대리인비용이 큰 경우 배당을 많이

<표 9> 접대비 수준을 고려한 결과

아래 표에서 *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%에서의 유의수준을 나타낸 표식임. 회귀분석은 OLS Regression와 Fama and McBeth Regression을 수행한 결과임 DA^{ROA}는 Kothari et al.(2005)의 연구방법에 의한 성과조정 제량적 발생액, High_Div^{Payout}은 배당성향이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, High_Div^{Ratio}은 배당률이 상위 20%이면 1, 아니면 0의 지시변수, 그 밖에 통제변수는 <표 4>와 같다.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Higher Entertainment Firm(n=4,154)	Expenses		Lower Entertainment Firm(n=2,784)	Expenses	
	Dependent Variable: DA ^{ROA}					
<i>Div^{Payout}_{i,t}</i>	-0.005* (-1.80)			-0.007** (-1.96)		
<i>Div^{Ratio}_{i,t}</i>		-0.013*** (-4.21)			-0.005 (-1.55)	
<i>Div^{Yield}_{i,t}</i>			-0.010*** (-3.32)			-0.007 (-1.17)
<i>Constant</i>	included	included	included	included	included	included
<i>Control Variables</i>	included	included	included	included	included	included
<i>Year & Industry</i>	included	included	included	Industry	Industry	Industry
<i>Adj. R²</i>	0.144	0.147	0.146	0.136	0.136	0.137

한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 사적이익을 추구하기 위한 재무보고의 개입이 줄어든다는 것을 의미한다. 그러나 모형(4)-(6)의 대리인비용이 많지 않은 집단에서는 배당 성향을 제외한 나머지 집단에서 통계적 유의성을 관찰할 수 없었다.

이상의 분석 결과는 본 연구의 전개에서 나타나는 배당이 대리인비용을 감소시킬 수 있다는 부분은 단순히 선행연구에서의 흐름뿐만 아니라 본 연구의 표본에서도 관찰된 결과라고 볼 수 있다.

V. 결론 및 시사점

본 연구는 배당 성향과 배당(수익)률이 높은 기업이 그렇지 않은 기업과 비교하여 회계이익의 질이 더 높은지 이익조정을 통해서 확인해보았다. 기존 연구는 배당기업이 미배당기업과 비교해서 더 회계이익의 질이 높다는 연구 결과를 발표하였는데 본 연구는 추가로 고 배당기업의 이익의 질을 실증적으로 확인한 것이다. 연구 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 일정한 변수를 통제한 후, 배당 성향(또는 배당률, 배당수익률)이 높은 기업은 그렇지 않은 기업과 비교해서 재량적 발생액이 유의하게 감소하였다. 이는 배당 여부뿐만 아니라 배당 수준 역시 이익조정에 미치는 영향이 존재함을 의미한다. 둘째, 유가증권시장과 코스닥시장으로 구분한 결과에서는 코스닥시장에서 배당 성향, 배당률, 배당수익률이 재량적 발생액에 모두 유의한 음의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 유가증권시장을 대상으로 한 경우는 배당수익률을 제외한 나머지의 변수에서 통계적 유의성은 관찰되지 않았다. 셋째, 배당과 이익조정의 인과관계를 명확하게 하고자 종속변수를 차기로 측정한 결과, 당기 배당 성향, 배당률, 그리고 배당수익률은 모두 차기 재량적 발생액과 유의한 음(-)의 값이 나타났다. 즉, 종속변수의 측정 시점에 차이 없이 주된 분석 결과를 도출할 수 있었다. 넷째, 재량적 발생액의 방향성을 확인한 결과, 재량적 발생액이 0보다 큰 집단에서는 배당 관련 변수의 측정 방식에 차이 없이 모두 유의한 음의 값이 나타났으나, 재량적 발생액이 0보다 낮은 집단에서는 배당수익률을 제외한 나머지 변수에서 유의성을 확인할 수 없었다. 즉, 배당 성향, 배당률, 배당수익률이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 상향이익조정을 낮추는 것으로 볼 수 있다. 다섯째, 배당 성향, 배당률, 그리고 배당수익률을 연속변수로 측정한 경우, 배당률과 배당수익률은 당기 이익조정과 음의 관계가 나타났으나, 배당 성향의 경우는 유의성이 감소하였다.

본 연구는 다음과 같은 시사점이 존재한다. 먼저, 배당 수준이 높은 기업은 회계 정보의

품질이 높다는 결과를 통해 기업이 배당을 일정 수준 이상 높이는 것이 기업의 미래 수익성뿐만 아니라 본연적으로 회계정보가 가져야 하는 기업과 투자자 간 정보의 비대칭성을 완화할 수 있는 역할을 할 수 있음을 알 수 있었다. 배당이 미래 경영성과에 관한 정보를 제공한다는 신호이론과 함께 배당 그 자체가 단기적으로는 회계정보의 품질을 높이는 수단이 될 수 있으며, 이익조정 수준이 감소함은 경영자의 사적 이익 추구를 위한 회계정보에의 개입이 적고, 경제적 실질을 더욱 잘 반영할 수 있다는 점에서 특히 중요하다고 볼 수 있다.

상기 시사점에도 불구하고 본 연구는 실증 연구가 지니는 한계점인 측정오차의 문제와 이익조정의 측정을 재량적 발생액으로 하였으나, 이익조정을 측정하는 개선된 방식이 존재하거나 더욱 직접적인 관찰이 가능한 변수를 통한 연구 결과가 꾸준히 생산되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 고유선, 김수현, “한국의 배당정책과 이익에 대한 신호가설 분석”, 대한경영학회지, 제33권 제5호, 2020, 913-934.
- 기현희, 김민철, “기업특성이 이익조정에 미치는 영향에 관한 연구”, 회계와 정책연구, 제15권 제1호, 2010, 197-217.
- 김병곤, 김동욱, 김동희, “정보비대칭과 배당정책: 배당신호가설 검증”, 금융공학연구, 제9권 제1호, 2010, 99-124.
- 김상조, “재무비율이 이익조정추정치에 미치는 영향에 관한 연구”, 세무와 회계저널, 제8권 제4호, 2007, 153-171.
- 김성민, 장용원, “외국인투자자의 투자기간과 기업의 배당정책”, 한국증권학회지, 제41권 제5호, 2012, 781-812.
- 김지홍, 서영미, 이재홍, “한국기업의 배당성향에 대한 재해석과 이익의 질에 관한 배당정보효과 분석”, 회계정보연구, 제30권 제4호, 2012, 1-34.
- 김태규, 김인중, “정보비대칭이 기업의 배당정책에 미치는 영향: 자본조달순서이론과 신호효과를 중심으로”, 재무관리연구, 제34권 제4호, 2017, 63-84.
- 김현표 전경민, 신영직, “배당, 지배구조와 이익조정에 관한 연구”, 회계학연구, 제41권 제2호, 2016, 39-86.
- 남혜정, “기업의 배당성향과 재무분석가의 낙관적 이익예측편의”, 세무와 회계저널, 제13권 제1호, 2012, 189-219.
- 남화영, & 문상혁. (2017). 대리인비용과 보수주의 관계에서 모니터링시스템의 매개효과. 국제회계연구, 72, 71-98.
- 류주연, 진진규, “배당정책과 이익의 질에 관한 연구: 배당신호가설의 재검증”, 기업경영연구, 제22권 제1호, 2015, 155-175.
- 박종일, 정설희, “배당이 미래 이익의 질을 전달하는가?”, 경영학연구, 제47권 제2호, 2018, 307-348.
- 박헌준, 신현한, 최완수, “한국기업의 대리인비용과 기업가치: 외국인 지분의 역할”, 경영학연구, 제33권 제2호, 2004, 655-682.
- 설원식, 김수정, “외국인투자자가 기업의 배당에 미치는 영향”, 한국증권학회지, 제35권 제1호, 2006, 1-40.
- 신민식, 송준협, 이정화, “배당과 자사주매입간의 대체관계”, 경영연구, 제21권 제3호, 2006,

285-304.

안미강, 고대영, “기업의 소유구조와 자사주 취득이 대리인비용에 미치는 영향”, 산업경제연구, 제24권 제6호, 2011, 3791-3816.

안윤영, 신현한, 장진호, “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”, 회계학연구, 제30권 제4호, 2005, 109-131.

우춘식, “현금배당정책의 횡단면적 특성과 정보효과에 관한 실증적 연구”, 경영학연구, 제19권 제1호, 1989, 37-66.

유지연, 김금영, 박삼복, “The Effect of Dividends on the Earnings Quality and Earnings Response Coefficient(ERC)”, 상업교육연구, 제30권 제4호, 2016, 27-54.

육지훈, 나영, 한상호, “강소기업의 최대주주지분율과 가치관련성”, 국제회계연구, 제92집, 2020, 89-115.

이만우, 노준화, “외국인 투자자가 기업에 미친 영향-배당, 투자, 기부금 및 자기주식 취득을 중심으로”, 세무와 회계저널, 제7권 제1호, 2006, 7-26.

이유경, “기업의 접대비 지출과 주가 급락위험: 대리인 문제를 중심으로”, 한국증권학회지, 제50권 제1호, 2021, 73-111.

이현경, 김미옥, 차상권, 정형록, “경영자 예측치의 목표설정과 이익조정”, 국제회계연구, 제90집, 2002, 101-133.

이화진, 박종국, 김재오, “이익지속성을 통한 배당정보효과의 재조명”, 회계학연구, 제30권 제1호, 2005, 133-166.

정진호, 윤창현, “대리인 문제와 정보비대칭성이 배당유연화 정책에 미치는 영향에 대한 연구”, 경영연구, 제33권 제1호, 2018, 231-247.

정택문, 정강원, “배당정책과 이익의 질에 관한 연구”, 기업경영리뷰, 제12권 제4호, 2001, 19-37.

정현욱, 이현주, 배당이 미래이익의 가치관련성에 미치는 영향. 세무와 회계저널, 제22권 제3호, 2021, 39-68.

지상현, 류예린, “외국인투자성향과 회계보수주의”, 디지털융복합연구, 제17권 제3호, 2019, 153-160.

차명기, 김수성, “중간배당이 이익조정에 미치는 영향”, 국제회계연구, 제70집, 2016, 253-283.

차상권, 김응길, “외국인 투자자 지분율과 조건적 보수주의”, 국제회계연구, 제98집, 2021, 115-135.

Agrawal, A. and N. Jayaraman, “The Dividend Policies of All-equity Firms: A Direct

- Test of the Free Cash Flow Theory,” *Managerial and Decision Economics*, 15(2), (April 1994), 139-148.
- AlNajjar, F. and A. Riahi-Belkaoui, “Growth Opportunities and Earnings Management,” *Managerial Finance*, 27(12), (Dec 2001), 72-81.
- Al-Malkawi, H. A. N., M. Rafferty, and R. Pillai, “Dividend policy: A review of theories and empirical evidence,” *International Bulletin of Business Administration*, 9(1), (2010), 171-200.
- Ayers, B. C., J. Jiang, and P. E. Yeung, “Discretionary Accruals and Earnings Management: An Analysis of Pseudo Earnings Targets,” *The Accounting Review*, 81(3), (May 2006), 617-652.
- Becker, C. L., M. L. DeFond, J. Jiambalvo, and K. R. Subramanyam, “The Effect of Audit Quality on Earnings Management,” *Contemporary Accounting Research*, 15(1), (Spring 1998), 1-24.
- Collins, D. W., R. S. Pungaliya, and A. M. Vijh, “The Effects of Firm Growth and Model Specification Choices on Tests of Earnings Management in Quarterly Settings,” *The Accounting Review*, 92(2), (March 2017), 69-100.
- Connelly, B. L., S. T. Certo, R. D. Ireland, and C. R. Reutzel, “Signaling Theory: A Review and Assessment,” *Journal of Management*, 37(1), (Jan 2011), 39-67.
- Dechow, P. M., R. G. Sloan, and A. P. Sweeney, “Detecting Earnings Management,” *The Accounting Review*, (Apr 1995), 193-225.
- Fama, E. F. and J. D. MacBeth, “Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests,” *Journal of Political Economy*, 81(3), (May 1973), 607-636.
- Jelinek, K., “The Effect of Leverage Increases on Earnings Management,” *The Journal of Business and Economic Studies*, 13(2), (Fall 2007), 24-46.
- Jensen, M. C., “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *The American Economic Review*, 76(2), (May 1986), 323-329.
- Jones, J. J., “Earnings Management during Import Relief Investigations,” *Journal of Accounting Research*, 29(2), (Autumn 1991), 193-228.
- Kapoor, N. and S. Goel, “Board Characteristics, Firm Profitability and Earnings Management: Evidence from India,” *Australian Accounting Review*, 27(2), (June 2017), 180-194.

- Kothari, S. P., A. J. Leone, and C. E. Wasley, "Performance Matched Discretionary Accrual Measures," *Journal of Accounting and Economics*, 39(1), (Feb 2005), 163-197.
- Lee, C. W. J., L. Y. Li, and H. Yue, "Performance, Growth and Earnings Management," *Review of Accounting Studies*, 11, (May 2006), 305-334.
- Myers, S. C., "Outside Equity," *The Journal of Finance*, 55(3), (June 2000), 1005-1037.
- Skinner, D. J. and E. Soltes, "What do Dividends Tell us About Earnings Quality?," *Review of Accounting Studies*, 16, (Sep, 2011), 1-28.
- Spence, M., "Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets," *American Economic Review*, 92(3), (June, 2002), 434-459.

The Effect of Dividends on Earnings Management

Sangkwon Cha* · Jin Tae Kim**

〈Abstract〉

This study investigated the effect of dividend level on earnings management. This study is expected to provide additional empirical evidence to the results of previous studies by confirming the effect of the dividend level. The dividend level was measured as 1 if the dividend payout ratio, dividend rate, and dividend yield were in the top 20%, and 0 otherwise, to classify companies with high dividend levels. Earnings management was estimated by the research method of Kothari et al. (2005). Using the samples of KOSPI and KOSDAQ firms from 2009 to 2020, we find that high dividend levels decreases discretionary accruals. It indicates managers of companies with high dividend payout ratios, dividend yields, and dividend yields will lessen their involvement in financial reporting to pursue private interests. As a result of additionally dividing KOSPI and KOSDAQ market, dividend-related variables in the KOSDAQ market showed negative correlation with earnings management, but only dividend yield showed a significant relationship in the KOSPI market. In addition, it was possible to derive significant results from the main analysis even when earnings management was measured in the next period. Lastly, when the direction of earnings management was considered, we finds that the effect of dividends was identified as an upward revision, not a downward revision. This study suggests that companies with high dividend payout ratios, dividend yields, and dividend yields have a significantly lower level of earnings management, thereby reducing information asymmetry and reducing opacity in financial reporting for companies with high dividend payout ratios and dividend yields.

Keywords : Dividends, Dividends Payout, Dividends Yield, Earnings Management, Discretionary Accruals

* First Author, Ph.D, The Department of Accounting, Hanyang University, E-mail: sgcha01@daum.net

** Corresponding Author, Associate Professor, Da Vinci College of General Education, Chung-Ang University, E-mail: jtkim0811@cau.ac.kr