

배당정책과 이익보고정책의 결합이 미래주가수익률에 미치는 효과  
*The effect of the combination of dividend policy and earnings  
reporting policy on future stock returns: Evidence from the Korean  
stock market*

김 경 순 (조선대학교)\*

이 진 환 (오산대학교)\*\*

강 유 정 (조선대학교)\*\*\*

<개요>

본 연구는 한국주식시장에서 기업의 배당정책과 이익보고정책의 선택이 경영자의 신호인지 아니면 기회주의적 행태인지를 미래주가수익률에 미치는 효과를 이용하여 조사하고 있다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 저배당정책 기업은 고배당정책 기업보다 후속연도에 더 큰 음의 누적초과수익률을 보였고, 무배당정책 기업은 양의 누적초과수익률이 발생하였다. 또한 공격적 이익보고 기업(이익상향조정 기업)은 보수적 이익보고 기업(이익하향조정기업)보다 더 낮은 초과수익률을 보였다. 둘째, 고배당정책 기업은 보수적인 이익보고정책을 선택하는 경향이 크지만, 저배당정책 기업은 공격적인 이익보고정책을 선호하였다. 셋째, 저배당정책과 공격적 이익보고정책을 결합시킨 기업은 다른 기업들 보다 후속연도에 가장 큰 음의 누적초과수익률을 나타냈다. 넷째, 저배당정책과 공격적 이익보고정책을 결합시킨 기업에서 발생하는 부정적 주식성과는 경영자 소유지분이 높은 기업보다 낮은 기업에서 더 크게 발생하였다. 마지막으로 자사주 매입, 저배당정책 그리고 공격적 이익보고정책이 모두 결합된 기업에서 미래주가수익률이 더 크게 감소하였다. 본 연구의 결과는 한국에서 배당정책이 대리인비용을 축소하는 효과와 신호제공 도구로서의 기능이 미약함을 의미한다. 오히려 본 연구의 실증적 증거는 한국 시장에서 경영자가 시세를 조정하기 위해 저렴한 신호도구들을 결합시켜 거짓 신호의 도구로 이용할 가능성이 있음을 시사한다.

핵심 단어: 배당정책, 이익보고정책, 미래 주가수익률, 자사주 매입, 경영자 기회주의,

\* 조선대학교 경영학부 부교수, Associate Professor, Division of Business Administration College of Business, Chosun University (E-mail: kskim66@chosun.ac.kr)

\*\* 오산대학교 경영계열 조교수, Assistant professor, Department of Business Management, Osan University (E-mail: jinhwon@osan.ac.kr)

\*\*\*조선대학교 대학원 경영학과 석박사통합과정, Ph.D. Student, Graduate School of Business Administration, Chosun University (E-mail: dk198611@naver.com )

## I. 서론

본 연구의 목적은 한국주식시장에서 기업의 배당정책과 이익보고정책의 사용이 경영자의 기회주의 또는 신호를 반영하고 있는지를 미래 주가수익률과의 관계를 이용하여 분석하는 것이다. 특히 기업의 배당정책과 이익보고정책이 결합되었을 때, 정보비대칭 상황에서 경영자의 정책사용에 대한 동기를 더 분명하게 포착할 수 있는지를 실증적으로 확인하는데 초점을 두고 있다. 배당정책과 이익보고정책의 효과를 연구한 선행연구들은 배당정책과 이익보고정책이 주가수익률에 긍정적 영향을 미친다는 주장도 있고, 반대로 부정적 영향을 미치거나 관련성이 없다는 주장 등도 있다. 본 연구는 경영자의 배당정책과 이익보고정책의 효과에 대한 논쟁이 있는 상황에서, 한국시장에서 배당정책과 이익보고정책이 미래주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 최근 자료를 이용하여 재검증하고, 경영자가 두 가지 정책을 결합시킴으로써 긍정적 신호 또는 기회주의적 거짓 신호의 도구로 이용할 가능성이 있는지를 분석한다.

기업의 배당정책 선택이 기업가치에 영향을 미치는지에 대해서는 아직까지도 활발하게 연구되고 있는 주제이다. 배당정책이 기업가치와 긍정적인 관련이 있다는 연구들은 고배당정책 기업에서 더 향상된 주가수익률이 발생함을 실증적으로 보여주고 있고 이러한 현상을 대리인 비용이론(Agency cost theory)과 신호이론(Signalling theory) 관점에서 해석하고 있다.<sup>1)</sup> 대리인 비용이론은 소유와 경영이 분리되어 발생하는 주주와 경영자 사이의 이해상충문제가 기업가치의 변동을 발생시킬 수 있다는 것이다(Jensen and Meckling, 1976; Rozeff, 1982; Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). 즉, 더 많은 배당을 지급하는 기업은 경영진이 통제하는 잉여현금흐름을 감소시키기 때문에 경영자의 과잉투자 성향을 억제할 수 있고, 결과적으로 이러한 기업은 상대적으로 낮은 배당을 지급하는 기업보다 대인인비용의 감소로 인해 기업 가치가 더 높을 수 있다는 주장이다. 또한 신호이론(Signalling theory)은 정보비대칭 상황에서 경영자의 배당정책의 선택은 미래 기업가치에 대한 경영자의 신호제공일 수 있다는 것이다(Bhattacharya 1979; John and Williams 1985; Miller and Rock 1985; Jagannathan et al. 2000).

대조적으로 다른 연구자들은 배당정책이 기업가치에 영향을 미치지 않거나 기업가치에 부정적 효과를 발생시킬 수 있다고 주장하고 있다. Grullon et al.(2002) 및 DeAngelo et al.(2006)은 배당금의 변화는 기업의 수명주기에 따라 결정된다고 주장하고 있다. 또한 일부 연구자들은 투자자보호가 강한 일반법(common law) 국가가 시민법(civil law) 국가보다 배당을 더 선호한다는 결과를 보고하고 있다(La Porta et al. 2000; Ferris et al. 2009). 또한 Grullon et al.(2005)는 배당변화가 미래수익성에 대한 정보를 제공하지 못한다는 결과를 보

1) 배당정책에 대한 다른 이론들은 다음과 같다. 배당무관론이론(dividend irrelevance theory)은 주주의 부는 이익을 배분하는 방식에 영향을 받는 것이 아니라 경영자의 투자 결정에 의해 창출된 이익에 의해 결정되기 때문에 배당금 지급은 기업 가치에 영향을 미치지 않는다는 주장이다(Modigliani and Miller 1961). 손안의 새 가설(bird in hand hypothesis)은 배당금 지급을 자본이익보다 더 안전하다는 투자자의 인식으로 인해 배당금 지급기업들에 현금유입이 더 증가하고 결과적으로 기업가치가 더 증가할 수 있다는 주장이다(Gordon 1963). 세금 선호이론(tax preference theory)은 배당소득세가 자본소득세보다 높으면 높은 배당금은 주주들의 세금부담을 증가시키기 때문에 기업은 주가를 극대화하기 위해 무배당을 선호한다는 것이다(Litzenberger and Ramaswamy 1979). 기업성숙이론(maturity hypothesis)은 배당정책과 기업의 수명주기를 연결하여 설명한다. 성숙단계의 기업이 배당금을 증가시킬 가능성이 있다는 주장이다(Grullon et al. 2002). 케이터링이론(catering theory of dividends)은 배당에 대한 주주의 선호도가 시간에 따라 변동한다는 주장이다(Baker와 Wurgler 2004a, 2004b).

고하고 있다. 유사하게 중국과 같은 신흥시장을 대상으로 배당정책의 효과를 검증한 연구들은 긍정적인 배당정책의 효과를 발견하지 못했다(Chen, Jian and Xu 2009; Chen, Liu and Huang 2009; Nguyen and Wang 2013). 특히, Chen, Jian and Xu (2009)는 중국시장에서 고배당정책이 지배주주들의 터널링(tunneling)의 도구로 간주하기 때문에 투자자들의 부정적 반응이 발생한다고 주장한다. 이러한 결과들은 배당정책의 효과가 자본시장의 특성에 따라 다를 수 있음을 시사하고 있다.

이익보고정책도 배당정책의 효과와 유사하게 주가수익률에 긍정적 또는 부정적 영향을 미친다는 상반된 주장들이 존재하고 있다. 기업 경영자는 발생주의 회계제도를 이용하여 적극적으로 미래 예상되는 이익을 현재 이익에 반영하는 이익보고정책을 사용하기도 하고, 또는 미래 이익의 인식은 지연시키고 손실을 빨리 인식하는 보수적인 이익보고 정책을 사용할 수도 있다. 따라서 이익상향조정(이익하향조정)과 같은 공격적인(보수적인) 이익보고정책에 대한 시장의 정보인식을 조사하기 위해 다수의 연구들은 이익조정과 주가수익률 간의 관계를 조사해왔다. 이익보고정책이 주가수익률에 미치는 효과를 연구한 선행연구는 대체로 대리인비용이론과 신호이론에 기초하여 실증분석 결과를 해석하고 있다.

대리인비용이론 관점의 선행연구에 따르면, 경영자는 자신의 사적이익을 추구하기 위해 보고이익을 조작할 동기를 가지고 있으며, 그들의 이익조정행위는 이익의 지속성을 낮추고 이익의 변동성을 높이기 때문에 공격적인 이익보고에 대해 투자자들이 부정적인 반응을 보일 수 있음을 지적하고 있다(Dechow et al. 2010; Francis et al. 2004, 2005). 대조적으로 신호이론 관점의 선행연구는 사적 정보를 가진 경영자가 발생액을 이용하여 기업가치에 대한 투자자의 인식에 긍정적인 영향을 미치려는 시도를 한다고 주장하고 있다(Guay, et. al 1996; Subramanyam 1996). 즉, 이러한 관점은 재량적인 이익유연화가 기업의 이익성장에 관한 사적 정보를 전달함으로써 정보력과 이익의 질을 더 향상 시킨다는 견해와 일치한다(Watts and Zimmerman 1986; Holthausen 1990; Healy and Palepu 1993; Subramanyam 1996; Hunt et al. 2000).

앞서 제시한 바와 같이 배당정책과 이익보고정책이 주가수익률에 미치는 효과에 대한 상충된 실증분석결과들이 존재하는 상황에서, 본 연구는 한국자본시장을 대상으로 배당정책과 이익보고정책에 대한 효과를 최근 자료를 이용하여 검증한다. 한국은 시민법(Civil law)을 적용하는 국가이고, 경제 환경이 과거와 달리 최근 저성장 체제로 전환되고 있는 상황이다. 또한 소유권의 분산도가 낮은 특징을 가지고 있고 높은 개인투자자 비중을 가지고 있기 때문에 기관투자자의 적극적인 감시효과도 상대적으로 강하지 않다. 이러한 한국시장의 특성을 고려할 때, 한국에서 배당정책과 이익보고정책에 대한 효과는 선진자본시장을 대상으로 분석한 결과와 다른 결과가 도출될 가능성이 있다. 그러므로 본 연구에서는 2003년부터 2016년까지 한국 주식시장에 상장된 기업을 대상 기업의 배당정책과 이익보고정책이 미래주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 조사한다.

본 연구의 연구초점과 분석결과를 제시하면 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 기업의 배당정책의 선택과 이익보고정책의 선택이 주가수익률에 차이를 발생시키는지를 각각 조사한다. 본 연구에서는 기업의 배당정책을 고배당정책, 저배당정책 그리고 무배당정책 등 크게 세 가지로 구분하고 각 정책을 시행한 기업들에 대한 후속연도의 누적초과수익률을 비교하고 회귀분석을 통해 차이를 비교한다. 분석결과 저배당 정책기업은 고배당 정책기업보다 더 낮은 음의 초과수익률을 보였고, 무배당 정책기업은 양의 초과수익률이 관측되었다. 다시 말하면 한국에서

배당정책이 주가수익률에 미치는 효과는 비선형관계를 형성하였다. 이러한 결과는 한국에서 배당금지급이 평균적으로 대리인문제를 축소시키거나 경영자의 신호도구로 사용되고 있지 않음을 의미한다. 다시 말하면 상대적으로 원가가 저렴한 저배당정책을 기회주의적 목적으로 이용할 가능성을 시사한다.

더불어 본 연구는 이익보고정책을 공격적 이익보고(이익상향조정)와 보수적 이익보고(이익하향조정)로 각각 구분하고 두 정책 집단 간에 주가수익률의 차이를 비교한다. 분석결과 공격적 이익보고정책 기업은 평균적으로 음의 초과수익률이 관측되었고, 보수적 이익보고정책 기업은 유의한 초과수익률이 관측되지 않았다. 이러한 결과는 한국에서 공격적 이익보고정책을 투자자들이 경영자의 신호로 인식하기보다는 기회주의적 행태로 인식하고 있음을 시사하고 있다.

둘째, 본 연구에서는 배당정책이 이익보고정책에 미치는 효과를 분석한다. 일부 연구들은 배당정책이 경영자의 대리인문제를 축소시켜 이익의 질을 향상시킨다는 결과를 보고하고 있다 (Caskey and Hanlon 2013; Skinner and Soltes 2011; Tong and Miao 2011). 유사한 관점에서, 본 연구는 한국에서 세 가지 배당정책 유형이 이익보고정책에 미치는 효과를 조사한다. 분석결과 고배당정책 기업은 다른 배당정책 기업보다 더 보수적인 이익보고정책을 보고하였다. 하지만 저배당정책 기업은 통계적으로 유의할 정도의 크기는 아니지만 다른 유형들과 비교할 때 가장 공격적인 이익보고정책을 선택하는 경향을 보였다. 다시 말하면 저배당 정책 기업은 낮은 초과수익률을 보이고 공격적 이익보고정책을 선택하는 경향이 있음을 의미한다. 이러한 결과는 저배당정책 기업의 경영자가 상대적으로 더 큰 기회주의적 성향을 가지고 있음을 시사한다.

셋째, 본 연구는 배당정책과 이익보고정책 간의 결합이 주가수익률에 미치는 효과를 조사한다. 특히 저배당 정책과 공격적 이익보고 정책의 결합이 경영자의 기회주의적 선택인지를 분석한다. 분석결과 저배당정책과 공격적 이익보고정책을 결합시킨 기업은 다른 유형들보다 더 낮은 초과수익률을 나타냄을 확인하였다. 이러한 결과는 한국에서 기회주의적 경영자가 낮은 원가가 소요되는 신호도구(저배당정책과 이익조정)를 결합시켜 시세조정 목적으로 이용할 가능성이 높음을 시사한다.

넷째, 본 연구는 배당정책과 이익보고정책 간의 결합효과가 소유구조에 따라 차이가 있는지를 조사한다. Jensen and Meckling (1976)에 따르면 경영진의 소유권이 높아(낮아)짐에 따라 대리인 비용은 감소(증가)한다는 이해 일치 가설(convergence-of-interest hypothesis)을 주장한다. 즉 경영자의 지분이 늘어남에 따라 경영자와 주주의 이해관계는 일치되기 때문에 경영자가 가치극대화에서 벗어나는 자원의 전환은 감소할 수 있다는 것이다. 본 연구에서는 저배당정책과 공격적 이익보고정책을 결합으로 발생하는 낮은 주식성과가 대리인 문제가 더 크게 발생할 수 있는 기업(경영자 지분율이 낮은 기업)에서 더 강하게 발생하는지를 추가로 조사한다. 분석결과 낮은 경영자 지분율을 가지는 기업에서 저배당정책과 공격적 이익보고정책을 결합시켰을 때 후속연도의 초과수익률이 다른 경우들 보다 가장 크게 감소함을 확인하였다. 이러한 결과는 저배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합이 경영자 기회주의와 관련성이 있음을 보다 강건하게 보여주고 있다.

마지막으로 본 연구에서는 배당정책과 이익보고정책에 자사주 매입을 추가로 결합시켰을 때의 효과를 분석한다. 자사주 매입은 배당정책과 이익조정과 함께 경영자의 선택에 의해 사용할 수 있는 대표적인 신호의 도구이다. 하지만 자사주 매입의 효과에 대해서도 선행연구들은

긍정적 또는 부정적 결과가 혼재되어 있다. 일부 연구자들은 자사주 매입이 경영자의 긍정적 신호제공이라고 주장하고 있다(Dann 1981; Comment and Jarrell 1989; Lakonishok and Vermaelen 1990; Ikenberry et al. 1995; Nohel and Tarhan 1998; McNally 1999). 대조적으로 다른 연구자들은 자사주매입이 경영자의 기회주의적 목적으로 악용될 가능성도 있음을 지적하고 있다(Fried 2000, 2005; Gong et al. 2008; Chan et al. 2010). 특히 Fried (2000, 2005)는 자사주 매입이 신호라는 시장의 고착화된 인식을 이용하여 경영자가 사적이익을 얻을 목적으로 거짓 신호의 도구로 악용될 수 있다고 주장한다. 만약 한국에서 저배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합이 경영자의 기회주의라면, 이러한 기업이 자사주 매입을 추가로 결합시켰을 때 그 동기 또한 기회주의적 목적일 가능성이 있다. 따라서 본 연구는 자사주 매입, 저배당정책 그리고 공격적 이익보고정책이 결합된 기업이 더 큰 주가하락을 경험하는지를 조사한다. 분석결과 자사주 매입, 저배당정책 그리고 공격적 이익보고정책이 결합된 기업은 다른 기업들 보다 유의하게 초과수익률이 감소함을 확인하였다.

전체적으로 본 연구의 결과는 한국에서 배당정책이 대리인비용을 축소하는 효과와 신호제공 도구로서의 기능이 미약함을 의미한다. 특히 시민법 체계를 가지고 있어 투자자 보호가 강하지 않고, 개인투자자의 비합리적 거래가 많으며, 기관투자자의 감시효과가 크지 않은 한국 자본시장에서, 기회주의적 동기를 가진 경영자는 저렴한 신호 도구들을 결합시켜 거짓 신호를 제공함으로써 시세를 조작할 동기를 가지고 있음을 시사하고 있다. 본 논문의 구성은 다음과 같다. I 장 서론에 이어 II 장에서는 배당정책과 이익조정에 대한 선행연구와 가설을 도출한다. III 장에서는 변수측정과 연구모형을 기술한다. IV 장에서는 실증분석 결과를 제시하고 V 장에서는 연구결과를 요약하고 결론을 제시한다.

## II. 선행연구와 가설

### 2.1 이론적 배경

#### *배당정책의 정보효과*

배당정책이란 기업이 주주들에게 얼마만큼의 이익을 배분 할 것인지 결정하기 위해 따르는 일련의 규칙 또는 규범을 의미한다. 배당정책의 정보효과를 연구한 선행연구의 결과는 크게 두 가지로 요약해 볼 수 있다. 하나는 배당금지급이 미래 긍정적 성과를 발생시킨다는 연구와 다른 하나는 배당금지급이 미래성과와 유의한 관련성을 갖지 않거나 부정적 효과가 발생할 수 있다는 연구이다.

배당정책은 기업의 이사회에서 결정하며 배당이 확정 된 이후에는 쉽게 배당정책을 변경 할 수 없다. 따라서 기업의 배당금 지급 결정은 많은 정보를 가지고 있는 의사 결정이다. 예를 들어 어떤 해에 배당금을 지불하기로 선택했을 때, 이후 배당금이 삭감되는 경우 이에 대한 시장의 부정적인 반응이 두드러지게 나타나기 때문에 그 다음 해에 감소하지 않도록 압력을 받는다. 그러므로 일부 연구들은 배당금의 지급 또는 증가는 정보비대칭 상황에서 기업의 장기적 성과에 대한 긍정적 신호를 제공한다고 주장하고 있다. Aharony and Swary (1980)는 이익 및 배당 발표에 대한 시장 반응을 조사했다. 그들은 주식 가격이 수익성 보다 배당에 대한 반응이 더 뚜렷하다는 것을 발견하고, 이 결과를 바탕으로 배당금은 기업의 실제 성과에 대한

더 많은 정보를 제공 할 수 있다고 주장한다. Kane et al. (1984)은 보고이익과 배당에 대한 정보가 다를 때 투자자가 배당정보를 사용하여 이익에서 얻은 정보를 수정할 수 있음을 발견하였다. 또한 Healy and Palepu (1988)는 배당 지급을 시작한 이후 이익이 증가하고 배당 지급을 생략 한 이후에 이익이 감소함을 발견했다. 따라서 배당금 지급은 미래 기업 가치에 대한 신호를 전달할 목적으로 사용되기도 한다고 주장하고 있다. Nissim and Ziv (2001)에 따르면, 배당금 변경은 이후 몇 년 동안 수익성에 대한 점진적인 정보를 제공한다고 주장한다. Hanlon et al. (2007)은 배당금 지불 기업의 주식 수익률이 배당금 미지불 기업의 수익률보다 미래 수익과 더 관련 있다고 보고 했다. 또한 Dedman et al. (2017)은 현금 배당금은 가치 관련 정보를 전달하고 미래 수익 및 미래 현금 배당에 대한 예측력을 가질 수 있다고 주장한다.

대조적으로 일부 연구들은 배당금의 변동이 미래 수익에 대한 정보를 주지 않는다고 주장하고 있다. Grullon et al. (2002)는 배당금의 증가가 기업의 수명주기와 관련이 있기 때문에 배당금의 변화의 효과는 기업수명주기 변화가 원인이라고 주장하고 있다. DeAngelo et al.(2006)은 배당금 지급정책은 투자기회가 적은 성숙기의 기업에서 주로 나타나고, 투자기회가 풍부한 도입기, 성장기 기업은 내부유보(무배당 정책)를 우선시하는 정책을 사용한다고 주장한다. La Porta et al. (2000)와 Ferris et al.(2009)은 투자자보호가 강한 국가(common law 국가)에서는 배당금이 대리인 문제를 줄인데 있어서 중요한 역할을 수행하지만, 투자자 보호가 약한 국가(civil law)에서는 중요한 역할을 하지 못한다는 증거를 제공하고 있다. Grullon et al.(2005)은 배당 신호이론을 검증하였고, 이익 행태의 비선형패턴을 통제한 후에 배당금변동이 미래 이익변화에 대한 정보를 내포하지 않음을 보여주고 있다. 따라서 그들은 배당신호이론이 성립하지 않는다고 주장한다. 또한 일부 연구는 신흥자본시장에서 경영자가 정보비대칭을 이용해 배당정책을 통해 시장에 거짓정보를 제공할 수도 있다는 견해를 보이고 있다. Chen, Jian and Xu(2009)은 투자자들은 현금 배당을 대주주가 사용하는 터널링(tunneling) 도구로 간주하기 때문에 투자자들이 현금 배당금에 부정적으로 반응하는 것을 발견했다. Nguyen and Wang (2013)은 배당정책이 재무분석가에 미치는 효과를 조사한 결과, 재무분석가는 주식 배당 발표와 함께 이익 예측을 수정하지 않음을 보고하였다. Chen, Liu and Huang(2009)도 배당 발표에 대한 긍정적인 시장 반응은 기업의 특성에 따라 다르다는 것을 확인하였다. 전체적으로 배당정책에 대한 해외선행연구들의 결과는 아직 논쟁 중에 있다.

### *이익보고정책의 정보효과*

회계 정보는 정보 이용자가 기업의 미래전망에 대한 기대를 유지 하거나 수정할 수 있는 중요한 정보 요소이다. (Beaver 1968; Ball and Brown 1968; Divesh and Errol 2003; Burgstahler 2004). Scott et al. (2011)는 미국 시장에서 이익정보 공시가 발표되는 당일에 주가수익률의 유의적인 변동을 초래한다는 것을 확인했다. 하지만 비기대이익에 대한 일부 주가수익률의 변동은 이익조정 효과에 의해 발생할 수도 있다. 많은 선행연구에서 기업이 이익편차가 크지 않도록 유연화 된 이익을 보고하기 보다는 더 높은 이익을 보고하려는 동기가 더 크다는 가정을 바탕으로 이익조정이 발생한다고 설명한다. 기업의 이익조정에 대한 정보효과를 분석한 선행연구들도 비정상발생액이 신호효과가 있다는 견해와 정보비대칭을 이용한 경영자의 기회주의적 조작이라는 견해가 혼재되어 있다.

Guay et al. (1996)은 이익조정 또는 이익유연화 동기를 정보효과에 기초하여 설명하고 있

다. 그들은 사적으로 정보를 가진 경영자가 기업 가치에 대한 투자자의 인식에 영향을 미칠 동기로 이익조정을 시도를 한다는 시장가설을 주장한다. 시장가설은 재량적 이익유연화가 기업의 이익성과에 관한 사적 정보를 전달함으로써 정보성 및 이익의 질을 향상 시킨다는 견해와 일치한다(Watts and Zimmerman 1986; Holthausen 1990; Healy and Palepu 1993; Subramanyam 1996; Hunt et al. 2000). Subramanyam (1996)은 순이익의 정보 내용이 비공개 결과 및 현금 흐름의 정보 내용보다 우월하다는 것을 보여준다. Hansen (1996)은 다섯 가지 모델을 사용하여 재량적 발생액의 시계열 특징을 조사한 결과 재량적발생액이 경영자 기회주의라는 증거를 발견하지 못했다. Zhen et al. (2005)은 이익조정을 기반으로 한 신호 이론은 재무적 의사결정의 도구라고 주장한다. 이들은 이익조정이 투자자를 착각하게 만든다는 편향된 사고를 부정하고 공시된 결과가 풍부한 정보적 가치를 갖는다는 선행연구 결과를 재확인하고 있다. Christensen et al. (2000)는 실물활동 이익조정은 타인자본비용에 유의한 양(+)의 관계를 보이지만, 재량적 발생액과 타인자본비용 사이에는 유의한 음(-)의 관계가 있음을 보고하였다. 유사하게 Demarzo and Fishman (2007)과 Edmans (2009)은 이익을 조작하려는 경영자의 동기가 균형 상태에서 감소함을 보고하고 있다.

대조적으로 일부 연구자들은 이익조정이 이해 관계자를 속이려는 경영자의 기회주의적 행태이며 이러한 이익조정행태가 큰 기업은 낮은 기업보다 더 낮은 초과수익률을 보인다는 증거를 제시하고 있다. Easley and O'hara (2004)와 Lambert et al. (2007)은 낮은 회계이익의 품질은 정보비대칭을 확대시키거나 정보정확성을 약화시킬 수 있으며, 투자자는 이러한 위험을 분산투자자로 완전히 분산시킬 수 없기 때문에 주가수익률에 영향을 미칠 수 있다는 이론적 근거를 제공하고 있다. Francis et al. (2004, 2005)는 비정상발생액의 변동성이 큰 기업은 자본비용이 증가하고 더 낮은 초과수익률이 발생한다는 실증적 증거를 제시하고 있다. 또한 다수의 연구들은 Francis et al. (2004, 2005)의 연구결과를 지지하는 후속 결과들을 보고하고 있다(Aboody et al. 2005; Barth et al. 2013; Ogneva 2008; Kim and Qi 2010; Bhattacharya et al. 2012). 또한 Hutton et al. (2009)는 과거 3년 동안의 재량적 발생액의 절대값의 합계로써 회계이익의 불투명성을 측정하고 불투명성이 높은 기업은 후속연도에 주가가 급락할 가능성이 더 증가함을 보고하고 있다.

전체적으로 기업의 공격적인 이익보고정책이 주가수익률에 미치는 효과에 대해서는 합의된 결과가 도출되지는 않고 있다. 이러한 선행연구의 동향에 기초하여 본 연구에서는 한국시장에서 공격적 이익보고정책이 주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 실증적으로 검증하고자 한다.

#### *배당정책과 이익보고정책 간의 관계*

최근 연구는 배당금 지급이 이익 품질에 대한 정보를 지속적으로 제공하는지 조사함으로써 배당의 정보효과를 검증하고 있다(Caskey and Hanlon, 2013; Skinner and Soltes, 2011; Tong and Miao, 2011). Siegel(2002)은 배당금이 부당한 이익조정으로 인한 잠재적 대리인 문제를 어떻게 완화 할 수 있는지에 대해 논리적 설명을 제공하고 있다. 이익의 질과 배당과의 관계를 실증적으로 연구한 Caskey and Hanlon (2013)은 미국시장을 대상으로 회계부정 혐의로 인한 이미지 훼손을 이익 수준의 척도로 사용하고 회계 부정 혐의로 고발 된 기업은 비고발 기업보다 배당금을 적게 지불한다는 사실을 발견했다. 배당금을 지급하는 기업은 비지급 기업보다 더 많은 수익을 유지하고 있고 배당금과 수익의 지속성 사이의 관계가 미국 기업의

경우 장기적으로 안정적임을 확인 했다. Tong and Miao (2011)는 배당금 지급 기업이 배당금 미지급 기업에 비해 더 적은 재량적 발생액과 더 많은 가치 관련 이익을 보유하고 있다고 보고 했다. 이러한 결과는 더 큰 배당금을 지급 하는 기업에서 가치 관련된 이익을 더 많이 보유하고 있음을 보여줌으로써 배당금 지급이 경영자의 기회주의적 이익보고를 억제하는 효과가 있음을 시사하고 있다. Skinner and Soltes (2011)는 배당수준의 변화는 기업의 수익성과 가치에 긍정적인 관련이 있으며, 유연화된 배당흐름을 가진 기업은 더 좋은 이익의 질을 갖고 있음을 보고하고 있다.

배당정책과 이익의 질 간의 관련성을 보고한 선행연구들에 기초할 때, 기업의 이익보고정책이 추가수익률에 미치는 효과는 배당정책에 따라 그 효과에 차이가 있을 가능성이 있다. 따라서 본 연구는 배당정책과 이익보고정책의 결합관계가 미래주가수익률에 미치는 효과가 단일관계보다 더 분명한 정보효과가 있는지를 조사하는데 초점을 맞추고 있다.

## 2.2 가설설정

앞서 제시한 선행연구에 기초하여, 본 연구는 한국시장에서 배당정책과 이익보고정책의 정보적 효과를 검증하기 위해 몇 가지 가설을 설정하여 분석한다. 본 연구의 첫 번째 연구목적은 한국시장에서 기업의 배당정책과 이익보고정책이 미래주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 최근 자료를 이용하여 각각 조사하는 것이다. 다수의 선행연구들은 정보적 관점에서 배당정책이 미래주가수익률과 긍정적인 관련성이 있다는 결과를 보고하고 있다(Aharony and Swary 1980; Kane et al. 1984; Healy and Palepu 1988; Nissim and Ziv 2001; Hanlon et al. 2007; Dedman et al. 2017). 일부 연구자들은 배당지급이 소유와 경영의 분리로부터 발생하는 경영자의 과잉투자성향을 억제하는 효과가 긍정적 추가수익률의 원인으로 해석하고 있다. 또한 다른 연구자들은 배당지급 및 배당성향은 비탄력적인 성격을 가지고 있기 때문에 배당정책의 선택은 정보비대칭상황에서 경영자의 미래 긍정적 성과에 대한 신호제공으로 해석하고 있다.

대조적으로 최근에 일부 연구들은 배당정책의 선택이 긍정적 정보효과를 발생시키지 않을 가능성을 제기하고 있다(La Porta et al. 2000; Grullon et al. 2002; Grullon et al. 2005; Cheng et al. 2009; Nguyen and Wang 2013). 이러한 관점의 연구들은 고배당기업에서 더 향상된 주식성장을 얻은 결과가 신호효과라기 보다는 다른 요인에 대한 효과라고 주장과, 배당지급이 신호라는 고착화된 시장의 인식을 이용한 거짓 신호전달의 수단으로 이용될 가능성 등을 제기하고 있다.

이러한 상충되는 결과가 존재하기 때문에 한국시장에서 기업의 배당정책이 평균적인 정보효과를 갖는지 여부를 실증적으로 검증할 필요가 있다. 본 연구에서는 기업의 배당정책을 고배당정책, 저배당정책 그리고 무배당정책으로 구분하고 각 배당정책을 사용하는 기업집단들의 미래주가수익률의 크기와 집단 간에 차이를 비교한다. 만약 기업의 배당정책이 대리인 비용을 축소시키거나 미래 긍정적 성과에 대한 신호 제공이라면 더 높은 수준의 배당정책을 사용하는 기업일수록 더 높은 주식성장을 보일 것으로 예측하고 있다. 대조적으로 기업의 배당정책 선택이 대리인 비용의 축소와 신호 효과를 발생시키지 않는다면 세 가지 유형의 배당정책 간에 추가수익률의 차이는 없을 것이다. 특히 기업의 배당정책을 경영자가 사적효익을 얻기 위한 거짓 신호의 도구로 사용하는 경향이 크다면 배당지급정책을 선택한 기업이 무배당정책을 선



택한 기업보다 더 낮은 주가수익률을 나타낼 것이다.

한편, 본 연구는 기업의 이익보고정책이 미래주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 최근 자료를 이용하여 조사한다. 이익보고정책과 미래주가수익률 간에 관계는 공격적인 이익보고가 경영자의 기회주의인지 아니면 신호제공인지에 따라 양자 간의 관계는 음(-) 또는 양(+)의 관계가 도출될 수 있다. 만약 발생액을 이용한 공격적인 이익보고정책(이익상향조정)이 경영자의 사적이익을 추구하기 위한 기회주의적 정보 통제라면, 공격적 이익보고정책과 미래주가수익률 간에 관계는 음의 관계를 형성할 수 있다(Francis et al. 2004, 2005; Hutton et al. 2009). 하지만 발생액을 이용한 공격적인 이익보고정책이 이익의 지속적 발생에 대한 경영자의 신호제공이라면, 공격적 이익보고정책과 미래주가수익률 간에 관계는 양의 관계를 형성할 수 있다(Guay, et. al 1996; Subramanyam, 1996). 따라서 본 연구는 이익보고의 공격성과 미래주가수익률 간의 관계가 음(-)인지 양(+)인지를 실증적으로 확인함으로써 한국시장에서 경영자들이 재량적 발생액을 사적이익추구 목적으로 이용하는지 아니면 미래이익지속성에 대한 신호제공목적으로 이용하는지에 대한 평균적 효과를 조사한다. 본 연구는 다음과 같은 첫 번째 가설을 설정하여 배당정책과 이익보고정책의 정보적 효과를 분석한다.

*가설 1. 기업의 미래주가수익률은 기업의 배당정책(고배당, 저배당 그리고 무배당 정책)과 이익보고정책(공격적 또는 보수적 이익보고정책)에 따라 차이가 있을 것이다.*

본 연구에서는 배당정책이 이익보고정책에 미치는 효과를 분석한다. 선행연구들은 고배당정책이 경영자의 대리인문제를 축소시켜 이익의 질을 향상시킬 수 있다는 결과를 보고하고 있다(Caskey and Hanlon 2013; Skinner and Soltes 2011; Tong and Miao, 2011). 이러한 연구 결과들은 고배당정책이 대리인비용의 축소시켜 이익의 품질을 향상시킨 결과 더 향상된 주가수익률을 보인다는 논리적 근거를 제공하고 있다. 유사한 관점에서, 본 연구는 한국에서 세 가지 배당정책 유형이 이익보고정책에 미치는 효과를 조사하였다. 본 연구는 이익보고정책을 공격적 이익보고정책(이익상향조정)과 보수적 이익보고정책(이익하향조정)으로 구분했을 때, 세 가지 유형의 배당정책(고배당, 저배당 및 무배당)을 각각 사용하는 기업들이 어떤 이익보고정책을 더 선호하는지를 조사한다. 공격적 이익보고를 경영자의 기회주의적 행태라고 가정했을 때, 고배당정책을 사용하는 기업이 보수적 이익보고정책을 가장 선호하고 무배당정책을 사용하는 기업이 공격적 이익보고정책을 가장 선호하는 결과가 도출된다면 배당지급정책이 대리인비용을 축소한다는 주장이 지지될 것이다. 반면에 배당정책에 따라 이익보고정책에 차이가 없거나 배당지급기업보다 무배당기업이 더 보수적 이익보고정책을 선호한다면 배당지급이 대리인비용을 축소한다는 주장은 기각될 것이다. 본 연구는 다음과 같은 가설을 설정하여 한국시장에서 배당정책에 따른 이익보고정책의 선호도를 조사한다.

*가설 2. 기업의 이익보고정책의 선택은 기업의 배당정책 유형에 따라 차이가 있을 것이다.*

본 연구의 세 번째 연구목적은 배당정책과 이익보고정책의 결합효과를 확인하는 것이다. 배당정책과 이익보고정책은 모두 미래 주가수익률에 미치는 효과에 대한 논쟁이 존재한다. 배당정책과 이익보고정책에 대한 각각의 정보효과는 긍정적 또는 부정적 측면이 혼재되어 있을 수 있기 때문에 투자자들이 경영자의 동기(기회주의 또는 신호)를 단일정책만으로 포착하기는 어

려울 수 있다. 하지만 특정연도에 기업의 배당정책과 이익보고정책은 경영자의 동일한 동기가 반영되어 결정될 수 있기 때문에, 두 가지 정책이 결합된 기업에 대해 시장은 경영자의 동기를 더 강하게 인식할 가능성이 있다. 따라서 본 연구는 배당정책과 이익보고정책의 결합효과가 단일효과보다 미래주가수익률과 더 큰 관련성을 가질 것으로 예측하고 있다. 본 연구에서는 세 가지 배당정책유형과 두 가지 이익보고정책 유형을 이용하여 여섯 개의 세부집단을 구성한 후 집단별로 미래주가수익률에 미치는 효과를 비교한다. 즉, 어떤 조합의 집단에서 더 긍정적 또는 부정적 주가수익률이 발생하는지를 확인함으로써 배당정책과 이익보고정책의 결합이 신호 또는 거짓신호의 도구로 활동될 수 있는지를 조사한다. 이를 위해 본 연구는 다음과 같은 세 번째 가설을 설정하여 검증한다.

*가설 3. 기업의 배당정책과 이익보고정책 간의 상호작용효과는 미래주가수익률에 유의한 영향을 미칠 것이다.*

추가적으로 본 연구는 경영자가 배당정책과 이익보고정책을 결합시키는 동기가 경영자의 소유지분의 크기에 따라 차이가 있는지를 조사한다. Jensen and Meckling (1976)의 이해 일치 가설(convergence-of-interest hypothesis)에 따르면 경영진의 소유권이 높아짐에 따라 대리인 비용은 감소한다. 즉 경영자의 지분이 늘어남에 따라 경영자와 주주의 이해관계는 일치되기 때문에 경영자가 가치극대화에서 벗어나는 사적이익 추구행태는 감소할 수 있다는 것이다. 또한 정보비대칭 상황에서 경영자가 적은 지분을 보유한 기업은 경영자가 많은 지분을 보유한 기업보다 외부투자자에게 신호를 제공할 동기가 더 증가할 수 있다. 따라서 배당정책과 이익보고정책의 결합이 더 강한 신호 또는 기회주의를 나타낸다면 경영자 지분율이 낮은 기업에서 결합효과가 더 크게 발생할 가능성이 있다. 따라서 본 연구는 경영자 소유지분의 크기에 따라 배당정책과 이익보고정책 간의 결합효과에 차이가 있는지를 조사함으로써 결합효과의 강건성을 확인한다. 이를 위해 다음과 같은 추가적인 가설을 설정하여 분석한다.

*가설 4. 기업의 배당정책과 이익보고정책 간의 결합이 미래주가수익률에 미치는 영향력은 경영자 소유지분의 크기에 따라 차이가 있을 것이다.*

마지막으로 본 연구는 배당정책과 이익보고정책의 결합 관계에 자사주 매입의 효과를 추가하여 분석한다. 자사주 매입, 배당정책 그리고 이익보고는 경영자가 신호의 도구로 사용할 수 있는 대표적인 도구들이다(Grullon and Michaely 2002; Jagannathan et al. 2000). 다수의 선행연구에서는 자사주 매입 이후 긍정적인 주가수익률이 관측되고 이러한 현상에 대한 원인을 신호이론에 기초하여 설명하고 있다(Dann 1981; Comment and Jarrell 1989; Lakonishok and Vermaelen 1990; Ikenberry et al. 1995; Nohel and Tarhan 1998; McNally 1999). 하지만 최근 일부 연구자들은 자사주 매입이 신호라는 고착화된 인식을 이용하여 경영자가 자사주 매입을 거짓 신호의 도구로 이용하거나 자사주 매입원가를 절감하기 위해 이익하향조정을 결합시킬 동기가 있다고 주장하고 있다(Fried 2000, 2005; Gong et al. 2008; Chan et al. 2010). 즉, 자사주 매입, 배당정책 및 이익보고정책은 모두 긍정적 신호 또는 기회주의적 거짓 신호의 도구로 사용될 가능성이 있다. 따라서 본 연구에서는 경영자가 신호도구들을 조합하여 사용하는 경우 미래주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 확인함으로써 한국에서 경영

자가 세 가지 수단을 기회주의적 목적으로 사용하는지 아니면 미래 긍정적 성과에 대한 신호의 도구로 활용하고 있는지를 검증한다. 이를 위해 다음과 같은 마지막 가설을 설정하여 이를 검증한다.

가설 5. 미래주가수익률에 대한 배당정책과 이익보고정책의 결합효과는 자사주 매입 기업과 자사주를 매입하지 않은 기업 간에 차이가 있을 것이다.

### III. 연구모형

#### 3.1 주요 변수의 측정

##### 배당정책에 대한 구분

본 연구는 표본기업을 고배당정책 기업, 저배당정책 기업 그리고 무배당정책 기업으로 각각 구분하고 각 집단 간에 미래주가수익률에 차이가 있는지를 조사하고 있다. 본 연구에서는 전체 표본기업을 먼저 배당지급 기업과 무배당 기업으로 구분한다. 그리고 배당지급 기업을 다시 배당성향의 크기가 중위수 보다 큰 기업을 고배당정책 기업으로 정의하고 중위수 미만의 기업을 저배당정책 기업으로 정의한다. 분석을 위해 다음과 같은 세 가지 집단구분 더미변수를 생성한다. 먼저 PAY\_High\_Di,t는 t년도 기업i가 고배당정책 기업에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 이진변수이다. PAY\_Low\_Di,t는 t년도 기업i가 저배당정책 기업에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 이진변수이다. PAY\_Zero\_Di,t는 t년도 기업i가 무배당정책 기업에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 이진변수이다.

##### 이익보고정책의 공격성에 대한 측정치

본 연구는 이익보고정책을 이익을 상향 또는 하향 조정하는지에 따라 공격적 이익보고 기업과 보수적 이익보고 기업으로 구분한다. 다수의 연구에서 이익조정 대리변수로 수정 Jones 모형 (Dechow et al, 1995)을 이용하여 추정하고 있으나, 수정 Jones 모형은 극단적인 기업 성과를 보이거나 성장성이 높은 기업에 대해서는 추정오류가 높다는 지적을 받고 있다 (Kothari et al. 2005). 따라서 본 연구에서는 수정 Jones 모형에 상수항과 총자산수익률 (ROA)을 반영한 Kothari et al. (2005)의 성과조정모형을 적용하여 재량적 발생액을 산출한다. 본 연구에서 재량적 발생액(DAi,t)은 식(1)과 같은 회귀식을 연도-산업별로 회귀분석한 잔차로써 측정한다. 본 연구에서는 위와 같은 방식으로 산출한 기업i의 t년도 재량적 발생액이 0보다 크면 1을 부여하고 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수(DA\_Di,t)를 생성하여 이익보고정책을 구분한다. 즉, DA\_Di,t는 공격적 이익보고정책 기업은 1, 보수적 이익보고정책 기업은 0으로 지칭한 이진변수이다.

$$AC_{i,t} - A_{i,t-1} = \alpha_0(1/A_{i,t-1}) + \alpha_1[(\Delta REV_{i,t} - \Delta AR_{i,t})/A_{i,t-1}] + \alpha_2(PPE_{i,t}/A_{i,t-1}) \quad \text{식(1)}$$

$$+ \alpha_3 ROA_{i,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$\therefore DA_{i,t} = \varepsilon_{i,t}$$

$TAC_{i,t}$	=	기업i의 t년도 총발생액으로 당기순이익에서 영업활동현금흐름을 차감한 금액
$\triangle REV_{i,t}$	=	기업i의 t년도 매출액에서 t-1년도의 매출액을 차감한 금액
$\triangle AR_{i,t}$	=	기업i의 t년도 매출채권에서 t-1년도의 매출채권을 차감한 금액
$PPE_{i,t}$	=	기업i의 t년도 유형자산금액
$ROA_{i,t}$	=	기업i의 t년도 당기순이익을 총자산으로 나눈 금액
$A_{i,t-1}$	=	기업i의 t-1년도 기말총자산

### 미래 주가수익률의 추정

본 연구의 목적은 t년도 배당정책과 이익보고정책의 결합관계가 t+1년도 동안의 주가수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 조사하는 것이다. 분석에 필요한 기업i의 t+1년도의 미래주가수익률은 시장모형을 이용하여 산출한 t+1년도 동안의 누적초과수익률로 측정한다. 기업i의 t+1년도 동안의 누적초과수익률은 식(2)와 같이 t+1년의 d거래일에 대한 일별초과수익률( $AR_{i,t+1,d}$ )의 합계로 산출한다. 여기서 기업i의 t+1연도 d거래일의 일별초과수익률( $AR_{i,t+1,d}$ )은 개별기업i의 t+1연도 d거래일의 실제수익률( $R_{i,t+1,d}$ )에서 시장모형으로 추정된 개별기업i의 t+1연도 d거래일의 기대수익률( $E[R_{i,t+1,d}]$ )의 차이로 구한다. 여기서 기대수익률의 추정은 t+1년도 d거래일 이전 240일 동안의 기업i의 일별수익률과 시장지수수익률을 시장모형을 이용하여 추정한 기울기(b)와 절편(a)에 t+1년도 d거래일의 실제 시장지수 수익률을 적용하여 산출한다.

$$CAR_{i,t+1} = \sum_{d=1}^n \frac{R_{i,t+1,d} - E[R_{i,t+1,d}]}{AR_{i,t+1,d}} \quad \text{식(2)}$$

## 3.2 연구모형

본 연구의 가설을 검증하기 위해 다음과 같은 회귀모형을 설정한다. 먼저 <모형1>은 배당정책과 이익보고정책이 미래주가수익률 간의 관계를 조사하기 위한 가설1의 검증모형이다. 또한 <모형2>는 배당정책의 유형에 따라 이익보고정책의 선호도에 차이가 있는지를 분석하는 가설2에 대한 검증모형이다. <모형1>에서 종속변수  $RETURN_{i,t+1}$ 은 기업i의 t+1년도 동안에 대한 시장모형으로 산출한 누적초과수익률을 의미한다.  $PAYOUT\_DK_{i,t}$ 는 기업i의 t년도 배당정책 유형을 나타내는 것으로써 각각  $PAY\_High\_Di,t$ ,  $PAY\_Low\_Di,t$  및  $PAY\_Zero\_Di,t$ 을 의미한다. 여기서  $PAY\_High\_Di,t$ 는 t년도 기업i가 고배당정책 기업에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 이진변수이다.  $PAY\_Low\_Di,t$ 는 t년도 기업i가 저배당정책 기업에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 이진변수이다.  $PAY\_Zero\_Di,t$ 는 t년도 기업i가 무배당정책 기업에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 이진변수이다. 또한  $DA\_Di,t$ 는 공격적 이익보고정책 기업을 구분하는 더미변수으로써 기업i가 t년도에 이익을 상향조정한 기업이면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 이진변수이다. <모형3>은 배당정책과 이익보고정책의 결합효과를 분석하기 위한 가설3에 대한 검증모형이다. 본 연구는  $PAYOUT\_DK_{i,t}$ 와  $DA\_Di,t$  간에 상호작용변수를 추가로 생성하여 결합효과를 분석한다. 본 연구의 가설4와 가설5는 경영자 소유지분의 크기와 자사주 매입 유무에 따라 각각 집단을 구분하고 <모형3>을 적용하여 분석한다.

모형(1)~(3)의 Control Variables는 종속변수에 영향을 미칠 가능성이 있는 기업특성변수들의 효과를 통제하기 위해 삽입한 변수들이다. Control Variables은 각각 기업i의 t년도 기업 규모(SIZE), 성장성(BM), 부채비율(DEBT), 총자산이익율(ROA), 현금보유(CASH) 자본적지출( $\Delta PPE$ ), 자본조달( $\Delta Capital$ ), 연구개발비지출(RnD), 수익률의 변동성(Return\_Vol), 체계적 위험(BETA), 거래회전율(Liquid), 경영자 지분율(OWNER), 재무분석가 수(Analyst), 감사인 유형(BIG4) 및 시장구분더미변수(Market\_D) 등을 의미한다. 또한 IND\_D와 YEAR\_D는 각각 산업 및 연도 통제 더미변수이다. 각 변수들에 대한 정의는 <부록>에서 더 자세하게 설명하고 있다.

$$RETURN_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 PAYOUT\_D^{K_{i,t}} + DA\_D_{i,t} + \sum Control\ Variables_{i,t} + IND\_D + YEAR\_D + \varepsilon_{i,t} \quad Model(1)$$

$$DA\_D_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 PAYOUT\_D^{K_{i,t}} + \gamma_k \sum Control\ Variables_{i,t} + IND\_D + YEAR\_D + \varepsilon_{i,t} \quad Model(2)$$

$$ETURN_{i,t+1} = \beta_0 + \beta_1 PAYOUT\_D^{K_{i,t}} + \beta_2 PAYOUT\_D^{K_{i,t}} \times DA\_D_{i,t} + \beta_3 DA\_D_{i,t} + \sum Control\ Variables_{i,t} + IND\_D + YEAR\_D + \varepsilon_{i,t} \quad Model(3)$$

## IV. 분석결과

### 4.1 표본 및 기술통계

본 연구의 표본은 2003년부터 2016년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 12월 결산법인을 대상으로 표본을 선정한다. 한국의 회계기준은 2003년부터 IAS(International Accounting Standards)을 기초로 수정되었고, 2011년부터 IFRS(International Financial Reporting Standards)를 의무적용 했기 때문에 재무자료의 동질성을 확보하기 위해 2003년도 이후 시기부터 표본기간을 선정한다. 또한 최초 선정된 표본에서 동질성을 저해할 수 있는 일부 표본을 제거한다. 먼저 i) 금융업에 속하는 기업, ii) 12월 결산법인이 아닌 기업, iii) 자본잠식기업, iv) 적정의견 이외의 감사의견을 받은 기업, v) FnGuide Data Guide에서 재무 및 추가자료를 획득할 수 없는 기업을 추가적으로 제거한다. 표본선정기준을 만족하는 최종표본 수는 17,847개의 기업-연도 표본이다. <Table 1>은 연도별 표본분포, 연도별 배당 지급 기업의 비율(PAY\_D) 그리고 배당금을 당기순이익으로 나누어 구한 배당성향(PAY\_R)을 각각 제시한 것이다. 유가증권 시장의 경우 배당지급기업의 비율과 배당성향은 표본기간 초기와 말기 간에 큰 차이를 보이지 않았다. 하지만 코스닥 시장에서는 표본기간 초기보다 말기에 배당지급기업의 비율과 배당성향이 감소하는 경향을 보이고 있다. 이러한 이유는 일반적으로 코스닥 시장에 신규 상장된 기업은 성장기업이 많고 투자자들은 성장기업의 경우 배당보다는 자본이득을 더 중요시하는 경향이 반영된 것으로 판단된다.

### <여기에 Table 1 삽입>

<Table 2>는 본 연구에 사용된 변수들에 대한 기술통계량을 제시한 것이다. 각 변수들의 측정값은 극단치의 효과를 감소시키기 위해 상하 1% 수준으로 보정(winsorization)한다.  $RETURN_{i,t+1}$ 는 기업  $i$ 의  $t+1$ 년도 동안의 누적초과수익률이다.  $PAYOUT\_R$ 은 기업  $i$ 의  $t$ 년도 배당성향을 의미한다.  $DA\_K$ 는 기업  $i$ 의  $t$ 년도 Kothari et al. (2005)의 방식으로 추정된 재량적 발생액이다.  $SIZE$ 는 기업규모를 의미하며 기업  $i$ 의  $t$ 연도 기말 지분의 시장가치(단위: 10억원)의 로그 값이다.  $BM$ 은 성장성을 의미하며 기업  $i$ 의  $t$ 년도 말 지분의 장부가치 대 시장가치 비율로 측정한다.  $DEBT$ 은 부채비율로써 기업  $i$ 의  $t$ 년도 말 총부채를 총자산으로 나눈 비율이다.  $ROA$ 는 수익성을 의미하며, 기업  $i$ 의  $t$ 년도 말 총순이익을 총자산으로 나눈 비율이다.  $CASH$ 는 현금보유량을 의미하며 기업  $i$ 의  $t$ 년도 말 현금 및 현금성자산(10억)의 자연로그 값이다.  $\Delta PPE$ 는 자본적 지출을 의미하며, 기업  $i$ 의  $t$ 년도 말에 측정한 유형자산증가율이다.  $\Delta Capital$ 는 자기자본조달을 의미하며 기업  $i$ 의  $t$ 연도말의 자본금증가율로 측정한다.  $RnD$ 는 연구개발비투자를 의미하며 기업  $i$ 의  $t$ 연도 연구개발비 지출액을 매출액으로 나눈 비율로써 측정한다.  $Return\_Vol$ 은 수익률의 변동성으로써 기업  $i$ 의  $t$ 연도 동안의 일별수익률의 표준편차로 측정한다.  $BETA$ 는 체계적 위험에 대한 측정치로써 기업  $i$ 의  $t$ 연도 시장모형의 기울기이다.  $Liquid$ 는 유동성을 의미하며 기업  $i$ 의  $t$ 연도 보통주 총거래량을 보통주평균유통주식수로 나눈 비율이다.  $OWNER$ 는 기업  $i$ 의  $t$ 연도 경영자 소유지분율을 의미하며, 최고경영자와 특수관계자 지분율의 합으로 측정한다.  $Analyst$ 는 기업  $i$ 의  $t$ 연도 재무분석가의 보고서를 제공하는 증권사의 수에 1을 더한 후 자연로그를 취한 값이다.  $BIG4$ 는 기업  $i$ 의  $t$ 연도 감사인이 외국계 회계법인(삼일, 안진, 삼정, 한영)에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수이다.  $Market\_D$ 는 시장구분더미변수로 유가증권시장에 상장된 기업이면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수이다.  $IND\_D$ 는 산업구분더미변수으로써 표준산업코드를 이용하여 12개의 산업으로 구분한 더미변수이다.  $YEAR$ 는 연도별 이분산성을 통제하기 위한 연도구분 더미변수이다.

### <여기에 Table 2 삽입>

<Table 3>은 변수들 간의 피어슨 상관관계를 제시한 것이다.  $t+1$ 년도 초과수익률( $RETURN_{i,t}$ )에 대한 고배당정책( $PAY\_High\_Di,t$ ), 저배당정책( $PAY\_Low\_Di,t$ ), 무배당정책( $PAY\_Zero\_Di,t$ )의 상관계수는 각각 0.00( $p=0.53$ ),  $-0.06$ ( $p=0.00$ ) 및  $0.06$ ( $p=0.00$ )이다. 이러한 결과는 저배당정책이 가장 낮은 수익률을 보이고 무배당정책이 가장 높은 수익률을 보이고 있음을 의미한다. 또한 이익상향조정 더미변수( $DA\_Di,t$ )에 대한 고배당정책( $PAY\_High\_Di,t$ ), 저배당정책( $PAY\_Low\_Di,t$ ), 무배당정책( $PAY\_Zero\_Di,t$ )의 상관계수는 각각  $-0.01$ ( $p=0.12$ ),  $0.02$ ( $p=0.00$ ) 및  $-0.01$ ( $p=0.13$ )이다. 이러한 결과는 저배당정책 기업이 이익을 더 상향조정하는 경향이 있음을 보여준다. 따라서 피어슨 상관관계를 통해 판단할 때 저배당정책은 높은 이익조정성향과 낮은 미래초과수익률을 보여 정책 선택 동기가 신호 또는 대리인 위험 축소와는 관련성이 약할 가능성을 보이고 있다.

더불어 저배당정책 기업은 상대적으로 다른 기업들보다 기업규모( $SIZE$ )가 크고, 성장성( $BM$ )이 낮고, 부채비율( $DEBT$ )이 낮고, 수익성( $ROA$ )과 현금보유( $CASH$ )가 높고, 자본조달( $\Delta Capital$ )이 적고, 연구개발비 지출( $RnD$ )이 적은 특성을 가지고 있다. 또한 저배당정책 기업

은 수익률의 변동성(Return\_Vol)이 낮고, 체계적 위험(BETA)이 높으며, 낮은 유동성(Liquid), 높은 경영자 지분(OWNER) 및 유가증권시장에 상장(Market\_D)된 특성을 가지고 있다. 전체적으로 저배당정책 기업은 주로 기업수명주기가 성숙기에 접어든 기업들이 가지는 특성을 보여주고 있다.

대조적으로 무배당정책 기업은 상대적으로 다른 기업들보다 기업규모(SIZE)가 작고, 성장성(BM)이 높고, 부채비율(DEBT)이 높고, 수익성(ROA)과 현금보유(CASH)가 낮고, 자본조달( $\Delta$  Capital)이 크고, 연구개발비 지출(RnD)이 큰 특성을 가지고 있다. 또한 무배당정책 기업은 수익률의 변동성(Return\_Vol)이 높고, 체계적 위험(BETA)이 높으며, 높은 유동성(Liquid), 낮은 경영자 지분(OWNER) 및 코스닥 시장에 상장(Market\_D)된 특성을 가지고 있다. 대체로 무배당정책 기업은 상대적으로 기업수명주기가 성장기에 있는 기업들이 가지는 기업특성을 보여주고 있다.

<여기에 Table 3 삽입>

## 4.2 배당정책과 이익보고정책이 미래주가수익률에 미치는 영향

<Table 4>의 Panel A는 세 가지 유형의 배당정책 기업의 후속연도 동안의 누적초과수익률을 제시한 것이다. 또한 고배당정책 기업은 약한 음의 누적초과수익률(-2.5%,  $t=-3.177$ )을 보였고, 저배당정책 기업의 경우 후속연도에 가장 낮은 누적초과수익률(-8.4%,  $t=010.131$ )을 보였다. 반면에 무배당정책 기업은 후속연도에 양의 누적초과수익률(3.1%,  $t=2.203$ )을 나타냈다. 전체적으로 배당지급정책에서 발생하는 음의 주가수익률은 한국에서 배당지급정책이 대리인비용을 축소시키는 효과가 미미하고 경영자의 신호도구로써의 이용되지 않고 있을 가능성을 시사한다.

<Table 4>의 Panel B는 이익보고정책 유형별로 후속연도 동안의 누적초과수익률을 측정하는 것이다. 공격적 이익보고 기업(이익상향조정 기업)은 후속연도에 평균적으로 4.3%( $t=-5.707$ )의 수익률이 감소했고, 보수적 이익보고 기업(이익하향조정 기업)은 유의한 수익률변화가 관측되지 않았다. 이러한 결과는 기업의 공격적 이익보고 정책이 신호보다는 경영자 기회주의적 동기가 더 크게 반영될 가능성을 시사한다.

<여기에 Table 4 삽입>

<Table 5>는 수익률에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인들을 통제한 이후에, 배당정책과 이익보고정책이 미래주가수익률에 미치는 효과를 회귀분석을 통해 검증한 결과이다. 먼저 세 가지 배당정책 간에 미래주가수익률에 미치는 효과를 비교한 결과, 미래주가수익률에 대한 저배당정책(PAY Low\_D)의 회귀계수는 -0.074( $t=-6.569$ )로 가장 낮고, 무배당정책(PAY Zero\_D)의 회귀계수는 0.157( $t=12.618$ )로 가장 높음을 확인하였다. 더불어 이익보고정책 구분 더미변수(DA\_D)의 회귀계수는 모두 통계적으로 유의한 음의 값을 보였다. 이러한 결과는 공격적 이익보고정책은 보수적 이익보고정책보다 더 낮은 수익률을 경험함을 의미한다. 전체적으로 한국에서 배당지급정책이 기업 가치를 증가시킨다는 증거를 발견하지 못하였고, 오히려 저배당정책을 사용하는 기업에서 기업 가치의 하락현상이 발생하고 있음을 발견하였다. 또한 한국에서

공격적 이익보고 정책은 경영자의 신호동기 보다는 기회주의적 동기로 실시될 가능성을 확인하였다.

#### <여기에 Table 5 삽입>

### 4.3 배당정책과 이익보고정책의 결합이 미래주가수익률에 미치는 영향

<Table 6>은 배당정책이 이익보고정책에 미치는 효과를 OLS회귀모형으로 분석한 결과이다.<sup>2)</sup> 회귀식의 종속변수는 이익보고정책 더미변수(DA\_D)이고 각 회귀모형들의 설명변수는 세 가지로 구분한 배당정책 더미변수이다. 모형(1)에서 PAY High\_D의 회귀계수는 -0.018( $t=-1.917$ )로 통계적으로 유의한 음의 값을 보였다. 따라서 고배당정책 기업일수록 보수적 이익보고정책(이익하향조정)을 선택할 가능성이 높음을 의미한다. 모형(2)에서 PAY Low\_D는 0.014( $t=1.518$ )로 통계적으로 유의하지는 않지만 양의 값을 보였다. 특히 PAY Low\_D의 회귀계수 값은 모형(3)의 PAY Zero\_D의 회귀계수보다 더 큰 값을 나타냈다. 이러한 결과는 저배당정책 기업이 다른 배당정책 기업보다 더 공격적인 이익보고정책을 선택할 가능성이 있음을 부분적으로 시사한다. Panel A의 결과는 배당정책과 이익보고정책의 동기는 특정한 정책들 간에 연계되어 있을 가능성을 내포하고 있다.

#### <여기에 Table 6 삽입>

<Table 7>은 배당정책과 이익보고정책에 따라 6개의 세부 집단으로 구분하고 각 집단별로 후속연도의 초과수익률을 측정한 결과이다. 6개의 세부집단 중 저배당-공격적 이익보고 정책 기업은 후속연도의 수익률이 -11.2%로 가장 크게 수익률이 감소하였고, 무배당-보수적 이익보고정책 기업은 후속연도의 수익률이 5.4%로 가장 증가하였다. 이러한 결과는 저배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합 동기가 경영자의 기회주의적 목적이 내재되어 있을 가능성을 시사한다.

#### <여기에 Table 7 삽입>

<Table 8>은 각 배당정책 유형별과 이익보고정책 간의 결합효과를 다중회귀분석을 통해 조사한 결과이다. 모형(1)~(3)은 배당정책 더미변수와 이익보고정책 더미변수 간에 상호작용변수를 생성하여 배당정책 유형별로 결합효과를 분석한 것이다. 모형(1)은 고배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합효과를 조사한 것으로 PAY High\_D의 회귀계수는 -0.072( $t=-4.899$ )이고 PAY High\_D  $\times$  DA\_D의 회귀계수는 0.041( $t=1.926$ )이다. 즉, 모형(1)에서 고배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합효과는 고배당효과의 부정적 효과를 희석시키고 있다. 모형(2)는 저배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합효과를 조사한 것이다. PAY Low\_D의 회귀계수는 -0.051( $t=-4.899$ )이고 PAY Low\_D  $\times$  DA\_D의 회귀계수는 -0.049( $t=-2.342$ )이다. 그러므로 저배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합효과는 저배당 정책의 부정적 효과를 더 확대시키고 있음을 알 수 있다. 한편, 모형(3)에서 무배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합효과(PAY

2) 로짓 회귀분석을 이용한 결과도 OLS 회귀분석과 질적인 차이를 보이지 않았다.



Zero\_D  $\times$  DA\_D)는 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았다. 전체적으로 주가수익률에 영향을 미칠 수 있는 다른 요인들의 효과를 통제한 후에도 저배당-공격적 이익보고 정책을 선택한 기업이 가장 큰 주가수익률 감소가 발생함을 확인하였다. 이러한 결과는 다른 정책들의 결합과 달리 저배당정책과 공격적 이익보고정책을 함께 선택한 경영자의 동기가 더 기회주의적일 가능성을 시사한다.

<여기에 Table 8 삽입>

#### 4.4 소유구조가 배당정책과 이익보고정책의 결합효과에 미치는 영향

<Table 9>는 경영자 지분율의 크기, 배당정책 유형 및 이익조정유형에 따라 세부 집단을 구분하고 각 집단별로 후속연도 동안의 누적초과수익률을 조사한 것이다. 경영자 지분율이 낮은 집단에서 저배당-공격적 이익보고 정책 기업(PAY\_Low-UP)은 후속연도의 누적초과수익률이 -0.157( $t=-8.578$ )이었고, 경영자 지분율이 높은 집단에서 저배당-공격적 이익보고 정책 기업(PAY\_Low-UP)의 누적초과수익률은 -0.079( $t=-5.030$ )을 나타냈다. 이러한 결과는 저배당-공격적 이익보고 정책의 결합효과가 경영자 소유지분이 낮은 기업에서 더 강하게 발생할 가능성을 시사한다.

<여기에 Table 9 삽입>

<Table 10>은 배당정책과 이익보고정책의 결합효과가 경영자 소유지분의 크기에 따라 차이가 발생하는지를 조사하기 위해, 표본을 경영자지분율의 크기에 따라 구분하여 다중회귀분석을 실시한 결과이다. 특히 <Table 9>에서 확인한 낮은 경영자 지분율을 가지는 기업에서 저배당-공격적 이익보고 정책을 선택한 경우 발생하는 부정적 수익률효과가 다중회귀분석에서도 발생하는지를 검증하고 있다. <Table 10>의 Panel A는 경영자 소유지분율이 낮은 기업을 대상으로 배당정책과 이익보고정책의 결합효과를 분석한 것이고, Panel B는 경영자 소유지분율이 낮은 기업을 대상으로 분석한 결과를 제시한 것이다. 분석결과 Panel A의 모형(2)에서 PAY Low\_D  $\times$  DA\_D의 회귀계수는 -0.078(-2.367)로 통계적으로 유의한 음의 값을 보였지만, Panel B의 모형(2)에서 PAY Low\_D  $\times$  DA\_D의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않았다. 이러한 결과는 저배당-공격적 이익보고 정책을 결합시킨 기업의 부정적인 주가수익률 효과가 대리인 비용이 더 크게 발생할 가능성이 있는 기업(소유분산도가 높은 기업)에서 더 확대될 가능성을 시사하고 있다. 즉, <Table 10>의 결과는 저배당-공격적 이익보고 정책이 경영자 기회주의와 관련되어 있음을 보다 강건하게 증명하고 있다.

<여기에 Table 10 삽입>

#### 4.5 자사주매입, 배당정책 및 이익보고정책의 결합효과

<Table 11>은 자사주 매입 유무, 배당정책 유형 및 이익조정유형에 따라 세부 집단을 구분하고 각 집단별로 후속연도 동안의 누적초과수익률을 조사한 것이다. t연도에 자사주를 매입

하지 않은 기업이 저배당-공격적 이익보고 정책을 선택한 기업은  $t+1$ 연도 누적초과수익률이  $-0.106(t=-8.194)$ 이었고,  $t$ 연도에 자사주를 매입한 기업이 저배당-공격적 이익보고 정책을 선택한 기업은  $t+1$ 연도 누적초과수익률이  $-0.144(t=-4.770)$ 이다. 다시 말하면 저배당-공격적 이익보고 정책에 자사주 매입 정책이 결합된 경우는 자사주 매입을 결합시키지 않은 경우보다 더 큰 수익률 하락이 발생하였다. 이러한 결과는 저배당기업에서 실시하는 이익상향조정과 자사주 매입이 경영자 자신의 사적이익 추구를 위한 기회주의적 거짓 신호일 가능성이 있음을 암시한다.

#### <여기에 Table 11 삽입>

<Table 12>은 추가수익률에 영향을 미칠 수 있는 다양한 요인을 통제한 이후에, 배당정책과 이익보고정책의 결합효과가 자사주 매입 유무에 따라 그 효과가 확대 또는 축소되는지를 다중 회귀분석을 통해 조사한 결과이다. <Table 12>의 Panel A는  $t$ 연도에 자사주를 매입한 표본을 대상으로 배당정책과 이익보고정책의 결합효과를 분석한 것이고, Panel B는 자사주를 매입하지 않은 표본을 대상으로 분석한 결과를 제시한 것이다. 분석결과 Panel A의 모형(2)에서  $PAY_{Low\_D} \times DA\_D$ 의 회귀계수는  $-0.133(-2.434)$ 로 통계적으로 유의한 음의 값을 보였지만, Panel B의 모형(2)에서  $PAY_{Low\_D} \times DA\_D$ 의 회귀계수는 통계적으로 유의하지 않았다. 이러한 결과는 자사주 매입-저배당-공격적 이익보고 정책을 결합시킨 기업의 동기는 경영자의 기회주의적 행태일 가능성을 시사하고 있다.

#### <여기에 Table 12 삽입>

## V. 결론

경영자가 정보비대칭 상황에서 신호의 도구로 사용되는 대표적인 재무적 의사결정은 배당, 이익조정 그리고 자사주 매입이다. 하지만 세 가지 신호도구의 효과를 검증한 실증연구들은 각각의 신호도구의 사용으로부터 긍정적 추가수익률과 부정적 추가수익률이 발생한다는 혼재된 결과들이 보고되고 있다. 이러한 혼재된 결과는 경영자가 정보비대칭을 완화시키기 위해 재무적 사건들을 진실한 신호 도구로 사용할 수도 있지만 반대로 경영자의 사적이익 추구 목적으로 기회주의적으로 악용할 가능성도 함께 존재함을 의미할 수 있다.

본 연구는 한국시장에서 경영자의 배당정책과 이익보고정책이 신호와 기회주의 중에서 어떤 목적으로 실행될 가능성이 평균적으로 더 높은지를 실증적으로 조사하고 있다. 특히 우리의 연구는 배당정책과 이익보고정책은 서로 연관성이 존재하기 때문에 경영자가 두 가지 신호도구들을 결합하여 사용할 때 그들의 동기가 더 강한 신호를 보내는 것인지 아니면 더 강한 기회주의적 행태인지를 실증적으로 조사하는데 초점을 맞추고 있다. 본 연구의 결과와 시사점을 제시하면 다음과 같다.

첫째, 한국에서 배당정책은 미래추가수익률과 비선형관계를 보였다. 즉, 저배당 정책을 사용한 기업이 후속연도에 가장 낮은 수익률을 경험하고, 무배당기업이 가장 높은 수익률이 관

측되었다. 또한 고배당 정책 기업은 약한 음의 수익률이 발생하였다. 한국에서 배당정책 유형과 주가수익률 간의 비선형관계는 한국에서 배당정책이 신호가설 또는 대리인 비용 축소 가설과 관련성이 약하다는 것을 의미한다. 특히 저배당 정책 기업에서 발생하는 강한 음의 초과수익률은 배당정책이 경영자의 기회주의적 동기에 의해 실시될 수도 있음을 간접적으로 시사하고 있다. 고배당정책은 잠재적인 원가가 발생할 수 있기 때문에 경영자가 시세조작을 위한 거짓 신호의 도구로 이용하는 것은 적절하지 않다. 왜냐하면 일반적으로 배당성향은 비탄력적 성격을 가지고 있기 때문에 한번 높아진 배당성향은 미래에도 유지될 수 있기 때문에 장기적으로 경영자의 사적이익추구 동기와 상충될 수 있다. 따라서 기회주의적 경영자는 거짓 신호의 원가가 크게 발생하지 않는 범위 내에서 배당정책을 이용할 가능성이 있고, 그 결과 저배당기업에서 미래주가수익률이 다른 배당정책보다 감소한 것으로 해석된다.

둘째, 한국에서 공격적 이익보고(이익상향조정) 기업은 평균적으로 음의 초과수익률이 발생하였고, 보수적 이익보고 기업은 수익률에 변화가 없음을 확인하였다. 이러한 결과는 한국에서 경영자의 공격적 이익보고가 경영자의 신호이기 보다는 기회주의적 행태일 가능성이 더 큼을 시사한다. 특히 한국에서 저배당정책 기업은 상대적으로 더 공격적인 이익보고를 하는 경향을 보였다. 이러한 결과는 기회주의적 경영자는 거짓 신호의 원가가 크게 발생하지 않는 범위 내에서 배당정책을 통해 주가를 부양하고자 하고, 경영자 자신의 목적을 더 분명하게 달성하기 위해 원가가 저렴한 이익조정을 동시에 적용할 가능성을 나타내고 있다. 따라서 저배당 정책기업이 공격적 이익보고 정책을 선택하는 경우에 정책선택의 동기는 평균적으로 경영자 기회주의적 가능성이 있음을 암시하고 있다.

셋째, 본 연구는 배당정책과 이익보고정책의 결합효과를 분석한 결과, 저배당-공격적 이익보고 기업은 다른 정책 결합 유형들보다 가장 크게 주가수익률이 감소함을 확인하였다. 이러한 결과는 한국에서 저배당정책과 공격적 이익보고정책을 동시에 사용하는 기업은 경영자의 사적이익 추구 목적으로 신호도구들을 기회주의적으로 활용하고 있음을 시사한다. 특히 저배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합효과는 경영자 소유지분이 낮은 기업에서 더 크게 발생하였다. 경영자 소유지분율이 낮을수록 경영자의 기회주의적 행태가 증가한다는 대리인 이론에 기초할 때, 본 연구의 결과는 저배당정책과 공격적 이익보고정책의 결합이 경영자 기회주의와 밀접한 관련성이 있음을 보다 강건하게 보여주고 있다.

마지막으로 본 연구는 경영자가 신호 또는 거짓신호의 도구로 이용할 수 있는 자사주 매입, 배당정책 및 이익조정들의 결합효과를 추가로 분석하였다. 분석결과 저배당정책-공격적 이익보고-자사주 매입 기업은 다른 결합유형들 보다 미래주가수익률이 가장 크게 하락함을 확인하였다. 이러한 결과는 저배당-공격적 이익보고 기업에서 실시하는 자사주 매입 동기가 저평가 신호목적 보다는 시세를 조작하기 위한 경영자의 거짓신호일 가능성이 더 큼을 시사한다. 특히 시민법 체계를 가지고 있어 투자자 보호가 강하지 않고, 개인투자자의 비합리적 거래가 많으며, 기관투자자의 감시효과가 크지 않은 한국 자본시장에서, 기회주의적 경영자는 저렴한 신호도구들을 결합시켜 정보비대칭성을 이용한 기회주의적 행태를 보이고 있음을 암시하고 있다.

본 연구의 결과는 한국과 같은 신흥자본시장에서 배당정책과 이익보고정책의 결합 동기를 주가수익률을 이용하여 실증하였다는 측면에서 의의를 갖는다. 또한 본 연구는 저배당정책과 공격적 이익보고정책의 조합이 경영자의 기회주의적 행태일 가능성이 크다는 증거를 제공함으로써 정보비대칭 상황에서 투자자가 자신에게 직면한 정보위험(역선택 위험)을 축소하는데 부

분적으로 도움을 줄 것으로 판단하고 있다.

## 참고문헌

- Aboody, D. Hughes, J. and Liu, J. 2005. Earnings Quality, Insider Trading, and Cost of Capital. *Journal of Accounting Research* 43 (5) : 651-673.
- Aharony, J. and Swary, I. 1980. Quarterly dividend and earnings announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *Journal of Finance* 35 (1) : 1-12.
- Ball, R. and Brown, P. 1968. An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research* 6 (3) : 159-178.
- Barth, M. E. Konchitchki, Y. and Landsman, W. R. 2013. Cost of Capital and Earnings Transparency. *Journal of Accounting and Economics* 55 (1) : 206-224.
- Beaver, W. 1968. The information content of annual earnings announcements. *Journal of Accounting Research* 6 : 67-92.
- Bhattacharya, S. Craig, W. and Holden Stacey Jacobsen. 2012. Penny Wise, Dollar Foolish: Buy-Sell Imbalances On and Around Round Numbers. *Management Science* 58 (2) : 413-431.
- Bhattacharya, S. 1979. Imperfect Information, Dividend Policy, and the 'Bird in the Hand' Fallacy. *Journal of Economics* 10 (1) : 259-270.
- Burgstahler D, Hail L, Leuz C. 2006. The importance of reporting incentives : earnings management in european private and public firms. *The Accounting Review* 81(5) : 983-1016.
- Caskey, J. Hanlon, M. 2013. Dividend Policy at Firms Accused of Accounting Fraud. *Contemporary Accounting Research* 30(2) : 818-850.
- Chan, K., Ikenberry, D., Lee, I., Wang, Y. 2010. Share repurchases as a potential tool to mislead investors. *Journal of Corporate Finance* 16: 137-158.
- Chen, D. Jian, M. Xu, M. 2009. Dividends for tunneling in a regulated economy: The case of China. *Pacific-Basin Finance Journal* 17(2) : 209-223.
- Chen, D. Liu, H. Huang, C. 2009. The announcement effect of cash dividend changes on share prices: An empirical analysis of China. *The China Economy* 42(1) : 62-85.
- Cheng, Louis T. W. Fung, Hung-Gay. Leung, Tak Yan. 2009. Dividend preference of tradable-share and non-tradable-share holders in Mainland China. *Accounting and Finance* 49(2) : 291-316.
- Christensen Po. Feltham Ga. Guohai Wu M. 2000. Cost of capital in residual income for performance evaluation. *The Accounting Review* 77(1) : 1-23.
- Comment, R., Jarrell, G. 1991. The relative signaling power of Dutch-auction and fixed-price tender offers and open-market share repurchases. *Journal of Finance* 46: 1243-1271.

- Dann, L., 1981. Common stock repurchases: An analysis of returns to bondholders and stockholders, *Journal of Financial Economics* 9: 113-138.
- Dechow P, M. Sloan RG, Sweeney AP. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70(2) : 193-225.
- Dechow and Douglas J. Skinner. 2000. Earnings Management : Reconciling the Views of Accounting Academics, Practitioners, and Regulators. *American Accounting Association Accounting Horizons* 14(2) : 235-250.
- Dedman, E. Jiang, W. Stark, A. 2017. The value relevance and information content of cash and stock dividends in China. *The European Journal of Finance* 23(7) : 648-673.
- DeMarzo, P. M. Fishman, M. J. 2007. Agency and Optimal Investment Dynamics. *Review of Financial Studies* 20(1) : 151-88.
- Divesh SS, Errol RI. 2003. The decision usefulness of reported cash flow and accrual information in a behavioural field experiment. *Accounting and Business Research* 33(2) : 123-135.
- Easley D. and O' Hara M. 2004. Information and the cost of capital. *The Journal of Finance* 59(4) : 1553-1583.
- Easterbrook, F. 1984. Two agency-cost explanations of dividends. *The American Economic Review* 74(4) : 650-659.
- Edmans, A. 2009. Blockholder trading, market efficiency, and managerial myopia. *The Journal of Finance* 64(6) : 2481-2513.
- Ferris, S. P., N. Jayaraman, and S. Sabherwal. 2009. Catering effects in corporate dividend policy: the international evidence. *Journal of Banking and Finance* 33, 1730-1738.
- Francis, J. R. LaFond, P. Olsson, K. Schipper. 2004. Costs of equity and earnings attributes. *The Accounting Review* 79(4) : 967-1010.
- Francis, J. R. LaFond, P. Olsson. K. Schipper. 2005. The market pricing of accruals quality. *Journal of Accounting and Economics* 39(2) : 295-327.
- Fried, J. M. 2000. Insider signaling and insider trading with repurchase tender offers. *University of Chicago Law Review* 67: 421-477.
- Fried, J. M. 2005. Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases. *California Law Review* 93: 1326-1386.
- Gong, G., Louis, H., Sun., A. 2008. Earnings management and firm performance following open-market repurchases. *Journal of Finance* 63: 947-986.
- Gordon, M. J. 1963. Optimal investment and financial policy. *The Journal of Finance* 18(2) : 264-272.
- Gordon, M.J. Shapiro, E. 1956. Capital equipment analysis: the required rate of profit *The Management Science* 3(1) : 102-110.
- Grullon, G. Michaely, R. 2002. Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *The Journal of Finance* 57(4) : 1649-1684.

- Grullon, G., R. Michaely, and B. Swaminathan (2002), Are dividend changes a sign of firm maturity? *Journal of Business* 75: 378-424.
- Grullon, G. Michaely, R. Benartzi, S. Thaler, R. H. 2005. Dividend changes do not signal changes in future profitability. *The Journal of Business* 78(5) : 1659-1682.
- Guay, W. Kothari, S. Watts, R. 1996. A market-based evaluation of discretionary accrual models. *Journal of Accounting Research* 34(1) : 83-105.
- Hanlon, M. Myers, J. Shevlin, T. 2007. Are dividends informative about future earnings? *Working paper University of Washington*. : 1-44.
- Healy, Palepu. 1993. The effect of firms' financial disclosure policies on stock prices. *The Accounting Horizons* 7(1) : 1-11.
- Holthausen. 1990. Accounting method choice: opportunistic behavior, efficient contracting and information perspectives. *Journal of Accounting and Economics* 12(3) : 207-218.
- Healy, P. M. Palepu, K. G. 1988. Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions. *Journal of Financial Economics* 21(2): 149-175.
- Hunt, A. S. Moyer. T. Shevlin. 2000. Earnings volatility, earnings management and equity value. *Working paper*.
- Hutton, A, Marcus, A. J. Tehranian, H. 2009. Opaque Financial Reports, R-square, and Crash Risk. *Journal of Financial Economics* 94(1) : 67-86.
- Ikenberry, D., Lakonishok, J., Vermaelen, T. 1995. The underreaction to open market share repurchases. *Journal of Financial Economics* 39: 181-208.
- Jagannathan, M. C. P. Stephens, M. S. Weisbach. 2000. Financial flexibility and the choice between dividends and stock repurchases. *Journal of Financial Economics* 57(3) : 355-84.
- Jensen, M.C. Meckling, W.H. 1976. Theory of the firm: managerial behaviour, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3(4) : 305-360.
- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *The American Economic Review* 76(2) : 323-329.
- John, K. and J. Williams. 1985. Dividends, dilution, and taxes: a signaling equilibrium. *The Journal of Finance* 40(4) : 1053-1070.
- Kane, A. Marcus, A. J. McDonald, R. L. 1984. How big is the tax advantage to debt? *Journal of Finance* 39(3) : 841-853.
- Kim, D. Y. Qi. 2010. Accruals quality, stock returns, and macroeconomic conditions. *The Accounting Review* 85(3) : 937-978.
- Kothari, S.P. Leone, A. Wasley, C. 2005. Performance matched discretionary accrual measures. *Journal of Accounting and Economics* 39(1) : 163-197.
- Lambert R. Leuz C. Verrecchia R. 2007. Accounting information, disclosure, and the cost of capital . *Journal of Accounting Research* 45(2) : 385-420.
- La Porta, R. Lopez-de-Silanes, F. Robert W. Vishny 2000. Agency problems and dividend

- policies around the world. *The Journal of Finance* 55 (1) : 1-33.
- Lintner, J. 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings and taxes. *The American Economic Review* 46(2) : 97-113.
- McNally, W. J. 1999. Multi-dimensional signaling with fixed-price repurchase offers. *Managerial and Decision Economics* 20: 131-150.
- Miller, M.H. and Rock, K. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance* 40(4) : 1031-1051.
- Modigliani, F. and Miller, M. (1961), Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The Journal of Business* 34(4) : 411-433.
- Nan Liu, Reza Espahbodi. 2014. Does Dividend Policy Drive Earnings Smoothing?. *The Accounting Horizons* 28(3) : 501-528.
- Nissim, D., & Ziv, A. 2001. Dividend changes and future profitability. *The Journal of Finance* 56(6) : 2111-2133.
- Nguyen, Nhut H. Wang, David Y. 2013. Stock dividends in China: Signalling or liquidity explanations? *Accounting and Finance* 53(2) : 513-535.
- Ogneva, M. 2008. Accrual quality and expected returns: The importance of controlling for cash flow shocks. *Working paper*, Stanford University.
- Rozeff, M.S. 1982. Growth, beta and agency costs as determinants of dividend payout ratios. *The Journal of Financial Research* 5(3) : 249-259.
- Siegel, Jeremy J. 2002. *Stocks for the Long Run*, 3rd ed., McGraw-Hill, New York, NY.
- Scott D, Michelle H, Edward L, May D 2011. Where Do Firms Manage Earnings? *Working Paper*
- Skinner, D. J. Soltes, E. 2011. What do dividends tell us about earnings quality? *Review of Accounting Studies* 16(1) : 1-28.
- Subramanyam K. R. 1996. The pricing of discretionary accruals. *Journal of Accounting and Economics* 22(1-3) : 249-281.
- Tong, Y. H. Miao, B. 2011. Are dividends associated with the quality of earnings? *The Accounting Horizons* 25(1) : 183-205.
- Watts R, Zimmerman J 1986. *Positive Accounting Theory*. Prentice-Hall, Inc. Englewood Cliffs.
- Zhen L, Xie H, Xu W 2005. Heterogeneous valuation of accruals and trading volume. *Working Paper*. National University of Singapore.

## APPENDIX. 변수 설명

1. 종속변수 ( $RETURN_{i,t+1}$ )	
$RETURN_{i,t+1}$	= 기업 i의 t+1년도 동안에 시장모형을 적용하여 산출한 일별초과수익률의 합계. 시장모형의 기대수익률 추정을 위한 기율기와 절편 값은 t+1년도 d거래일 이전 240일 거래일 동안의 기업 i의 수익률과 시장지수 수익률 간의 회귀분석을 이용하여 산출한다.
2. 설명변수	
$PAYOUT_{Di,t}$	= (1) $PAY\ High_{Di,t}$ 는 기업 i의 t년도 배당 지급한 기업 중에서 배당성향이 중위수 이상(고배당 기업)이면 1, 중위수 미만(저배당 기업)과 무배당기업이면 0으로 지칭한 더미변수 (2) $PAY\ Low_{Di,t}$ 는 t년도에 기업 i가 배당 지급한 기업 중에서 배당성향이 중위수 미만(저배당 기업) 집단에 해당하면 1, 중위수 이상(고배당 기업)과 무배당기업이면 0으로 지칭한 더미변수 (3) $PAY\ Zero_{Di,t}$ 는 t년도에 기업 i가 배당 지급하지 않는 기업(무배당기업)이면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수
$DA_{Di,t}$	= Kothari et al. (2005)의 모형에 따라 연도-산업 횡단면 회귀분석으로 도출한 기업 i의 t년도 재량적 발생액이 0보다 크면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수
3. 통제변수	
$SIZE_{i,t}$	= 기업 i의 t년도말 지분의 시장가치(단위: 10억원)의 로그값
$BM_{i,t}$	= 기업 i의 t년도말 지분의 장부가치 대 시장가치비율
$DEBT_{i,t}$	= 기업 i의 t년도말 총부채를 총자산으로 나눈 비율
$ROA_{i,t}$	= 기업 i의 t년도말 총자산이익율
$CASH_{i,t}$	= 기업 i의 t년도말 현금 및 현금성자산(10억)의 자연로그
$\Delta PPE_{i,t}$	= 기업 i의 t년도말 유형자산증가율
$\Delta Capital_{i,t}$	= 기업 i의 t년도말 자본금증가율
$RnD_{i,t}$	= 기업 i의 t년도 연구개발비 지출액을 매출액으로 나눈 비율
$Return\_Vol_{i,t}$	= 기업 i의 t년도 일별수익률의 변동성
$BETA_{i,t}$	= 기업 i의 t년도 시장모형의 기율기
$Liquid_{i,t}$	= 기업 i의 t년도 거래회전율(t년도 총거래량/유통보통주식수)
$OWNER_{i,t}$	= 기업 i의 t년도 최고경영자와 특수관계자 지분율.
$Analyst_{i,t}$	= 기업 i의 t년도 재무분석가의 보고서를 제공하는 증권사의 수에 1을 더한 후 자연로그를 취한 값
$BIG4_{i,t}$	= 기업 i의 t년도 감사인이 외국계 회계법인(삼일, 안진, 삼정, 한영)에 해당하면 1, 그렇지 않으면 0으로 지칭한 더미변수
$Market\_D_{i,t}$	= 시장구분 더미변수
$IND\_D_{i,t}$	= 산업구분 더미변수
$YEAR\_D_{i,t}$	= 연도구분 더미변수



<Table 1> 표본 분포

YEAR	(1) 전체 상장기업			(2) 유가증권 시장			(3) 코스닥 시장		
	<i>N</i>	<i>PAY_D</i>	<i>PAY_R</i>	<i>N</i>	<i>PAY_D</i>	<i>PAY_R</i>	<i>N</i>	<i>PAY_D</i>	<i>PAY_R</i>
2003	829	0.655	0.216	472	0.716	0.239	357	0.574	0.186
2004	966	0.661	0.186	484	0.736	0.219	482	0.587	0.154
2005	1015	0.671	0.199	498	0.751	0.226	517	0.594	0.173
2006	1076	0.660	0.192	515	0.761	0.228	561	0.567	0.158
2007	1126	0.642	0.196	529	0.764	0.230	597	0.534	0.167
2008	1195	0.554	0.151	541	0.701	0.180	654	0.433	0.128
2009	1235	0.587	0.135	546	0.723	0.154	689	0.479	0.120
2010	1300	0.623	0.156	564	0.764	0.196	736	0.515	0.126
2011	1373	0.588	0.169	584	0.728	0.226	789	0.484	0.127
2012	1448	0.574	0.171	605	0.706	0.215	843	0.479	0.140
2013	1482	0.548	0.176	615	0.683	0.241	867	0.452	0.130
2014	1534	0.559	0.202	628	0.685	0.286	906	0.472	0.145
2015	1593	0.556	0.177	637	0.683	0.247	956	0.472	0.130
2016	1675	0.559	0.187	658	0.707	0.263	1017	0.463	0.138

<Table 2> 변수들에 대한 기술통계

변수	평균	분산	최소값	25%	50%	75%	최대값
$RETURN_{i,t+1}$	-0.020	0.681	-1.959	-0.414	-0.011	0.382	1.854
$PAYOUT_{R_{i,t}}$	0.178	0.313	0.000	0.000	0.082	0.239	2.551
$DA_{K_{i,t}}$	-0.007	0.143	-0.428	-0.080	-0.011	0.059	0.510
$SIZE_{i,t}$	4.464	1.488	0.752	3.457	4.234	5.181	9.287
$BM_{i,t}$	1.231	0.913	0.099	0.578	0.993	1.625	4.805
$DEBT_{i,t}$	0.403	0.202	0.001	0.240	0.399	0.552	0.895
$ROA_{i,t}$	0.019	0.116	-0.522	-0.001	0.032	0.074	0.279
$CASH_{i,t}$	8.567	1.853	3.329	7.490	8.582	9.642	13.555
$\triangle PPE_{i,t}$	0.145	0.659	-0.850	-0.049	0.007	0.136	4.841
$\triangle Capital_{i,t}$	0.069	0.259	-0.639	0.000	0.000	0.009	1.593
$RnD_{i,t}$	0.052	0.104	0.000	0.006	0.020	0.051	0.705
$Return\_Vol_{i,t}$	0.033	0.012	0.004	0.024	0.031	0.040	0.068
$BETA_{i,t}$	0.819	0.407	-0.025	0.516	0.802	1.099	1.801
$Liquid_{i,t}$	0.646	1.250	-2.338	-0.208	0.674	1.511	3.508
$OWNER_{i,t}$	0.405	0.166	0.016	0.283	0.399	0.518	0.796
$Analyst_{i,t}$	0.557	0.902	0.000	0.000	0.000	0.693	3.497
$BIG4_{i,t}$	0.524	0.499	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
$Market\_Di_{i,t}$	0.559	0.497	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
<i>N</i>	17,847						

<Table 3> 변수들 간의 상관관계

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
(1) RETURN( $t+1$ )		0.00 (0.53)	-0.06 (0.00)	0.06 (0.00)	-0.03 (0.00)	-0.22 (0.00)	0.30 (0.00)	0.04 (0.00)	-0.11 (0.00)	-0.05 (0.00)	-0.04 (0.00)	-0.06 (0.00)	0.02 (0.03)	-0.23 (0.00)	-0.15 (0.00)	-0.21 (0.00)	0.02 (0.00)	-0.09 (0.00)	-0.01 (0.36)	-0.01 (0.07)
(2) PAY High_D	0.00 (0.53)		-0.42 (0.00)	-0.54 (0.12)	-0.01 (0.00)	0.11 (0.00)	0.06 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.19 (0.00)	0.10 (0.00)	-0.01 (0.09)	-0.07 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.26 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.20 (0.00)	0.17 (0.00)	0.10 (0.00)	0.08 (0.00)	-0.14 (0.00)
(3) PAY Low_D	-0.06 (0.00)	-0.42 (0.00)		-0.54 (0.00)	0.02 (0.00)	0.16 (0.00)	0.08 (0.00)	-0.07 (0.00)	0.32 (0.00)	0.17 (0.00)	-0.01 (0.45)	-0.07 (0.00)	-0.09 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.00 (0.78)	-0.13 (0.00)	0.12 (0.00)	0.16 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.10 (0.00)
(4) PAY Zero_D	0.06 (0.00)	-0.54 (0.00)	-0.54 (0.00)		-0.01 (0.13)	-0.25 (0.00)	-0.13 (0.00)	0.23 (0.00)	-0.48 (0.00)	-0.25 (0.00)	0.02 (0.02)	0.14 (0.00)	0.15 (0.00)	0.40 (0.00)	0.13 (0.00)	0.31 (0.00)	-0.27 (0.00)	-0.25 (0.00)	-0.14 (0.00)	0.23 (0.00)
(5) DA_D	-0.03 (0.00)	-0.01 (0.12)	0.02 (0.00)	-0.01 (0.13)		0.07 (0.00)	0.00 (0.66)	0.05 (0.00)	0.03 (0.00)	0.01 (0.34)	-0.03 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.00 (0.77)	0.00 (0.61)	-0.01 (0.15)	-0.01 (0.17)	0.06 (0.00)	0.04 (0.00)	-0.06 (0.00)
(6) SIZE	-0.22 (0.00)	0.11 (0.00)	0.16 (0.00)	-0.25 (0.00)	0.07 (0.00)		-0.37 (0.00)	-0.07 (0.00)	0.25 (0.00)	0.64 (0.00)	0.00 (0.90)	-0.03 (0.00)	0.06 (0.00)	-0.28 (0.00)	0.19 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.03 (0.00)	0.71 (0.00)	0.34 (0.00)	-0.37 (0.00)
(7) BM	0.30 (0.00)	0.06 (0.00)	0.08 (0.00)	-0.13 (0.00)	0.00 (0.66)	-0.37 (0.00)		-0.02 (0.00)	0.02 (0.00)	-0.06 (0.00)	-0.05 (0.00)	-0.11 (0.00)	-0.16 (0.00)	-0.23 (0.00)	-0.28 (0.00)	-0.34 (0.00)	0.21 (0.00)	-0.24 (0.00)	-0.04 (0.00)	-0.22 (0.00)
(8) DEBT	0.04 (0.00)	-0.17 (0.00)	-0.07 (0.00)	0.23 (0.00)	0.05 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.02 (0.00)		-0.28 (0.00)	-0.08 (0.00)	-0.01 (0.45)	0.03 (0.00)	-0.21 (0.00)	0.18 (0.00)	0.03 (0.00)	0.10 (0.00)	-0.08 (0.00)	-0.01 (0.47)	0.03 (0.00)	-0.12 (0.00)
(9) ROA	-0.11 (0.00)	0.19 (0.00)	0.32 (0.00)	-0.48 (0.00)	0.03 (0.00)	0.25 (0.00)	0.02 (0.01)	-0.28 (0.00)		0.24 (0.00)	0.01 (0.06)	-0.16 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.32 (0.00)	-0.01 (0.40)	-0.18 (0.00)	0.21 (0.00)	0.26 (0.00)	0.10 (0.00)	-0.08 (0.00)
(10)Cash	-0.05 (0.00)	0.10 (0.00)	0.17 (0.00)	-0.25 (0.00)	0.01 (0.34)	0.64 (0.00)	-0.06 (0.00)	-0.08 (0.00)	0.24 (0.00)		-0.02 (0.04)	-0.04 (0.00)	-0.03 (0.00)	-0.27 (0.00)	0.11 (0.00)	-0.15 (0.00)	-0.03 (0.00)	0.49 (0.00)	0.27 (0.00)	-0.28 (0.00)
(11) $\Delta$ PPE	-0.04 (0.00)	-0.01 (0.09)	-0.01 (0.45)	0.02 (0.02)	-0.03 (0.00)	0.00 (0.90)	-0.05 (0.00)	-0.01 (0.45)	0.01 (0.06)	-0.02 (0.04)		0.14 (0.00)	0.03 (0.00)	0.06 (0.00)	0.05 (0.00)	0.03 (0.00)	-0.01 (0.05)	0.01 (0.24)	-0.03 (0.00)	0.08 (0.00)
(12) $\Delta$ Capital	-0.06 (0.00)	-0.07 (0.00)	-0.07 (0.00)	0.14 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.03 (0.00)	-0.11 (0.00)	0.03 (0.00)	-0.16 (0.00)	-0.04 (0.00)	0.14 (0.00)		0.02 (0.04)	0.20 (0.00)	0.05 (0.00)	0.09 (0.00)	-0.09 (0.00)	-0.05 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.11 (0.00)
(13)RnD	0.02 (0.03)	-0.07 (0.00)	-0.09 (0.00)	0.15 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.06 (0.00)	-0.16 (0.00)	-0.21 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.03 (0.00)	0.03 (0.00)	0.02 (0.04)		0.05 (0.00)	0.10 (0.00)	0.05 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.02 (0.01)	0.00 (0.87)	0.14 (0.00)
(14)Return_Vol	-0.23 (0.00)	-0.26 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.40 (0.00)	0.00 (0.77)	-0.28 (0.00)	-0.23 (0.00)	0.18 (0.00)	-0.32 (0.00)	-0.27 (0.00)	0.06 (0.00)	0.20 (0.00)	0.05 (0.00)		0.39 (0.00)	0.68 (0.00)	-0.23 (0.00)	-0.21 (0.00)	-0.17 (0.00)	0.27 (0.00)
(15)BETA	-0.15 (0.00)	-0.14 (0.00)	0.00 (0.78)	0.13 (0.00)	0.00 (0.61)	0.19 (0.00)	-0.28 (0.00)	0.03 (0.00)	-0.01 (0.40)	0.11 (0.00)	0.05 (0.00)	0.05 (0.00)	0.10 (0.00)	0.39 (0.00)		0.54 (0.00)	-0.25 (0.00)	0.20 (0.00)	0.02 (0.00)	0.19 (0.00)
(16)Liquid	-0.21 (0.00)	-0.20 (0.00)	-0.13 (0.00)	0.31 (0.00)	-0.01 (0.15)	-0.14 (0.00)	-0.34 (0.00)	0.10 (0.00)	-0.18 (0.00)	-0.15 (0.00)	0.03 (0.00)	0.09 (0.00)	0.05 (0.00)	0.68 (0.00)	0.54 (0.00)		-0.44 (0.00)	-0.04 (0.00)	-0.15 (0.00)	0.29 (0.00)
(17)OWNER	0.02 (0.00)	0.17 (0.00)	0.12 (0.00)	-0.27 (0.00)	-0.01 (0.17)	-0.03 (0.00)	0.21 (0.00)	-0.08 (0.00)	0.21 (0.00)	-0.03 (0.00)	-0.01 (0.05)	-0.09 (0.00)	-0.14 (0.00)	-0.23 (0.00)	-0.25 (0.00)	-0.44 (0.00)		-0.09 (0.00)	0.08 (0.00)	-0.11 (0.00)
(18)Analyst	-0.09 (0.00)	0.10 (0.00)	0.16 (0.00)	-0.25 (0.00)	0.06 (0.00)	0.71 (0.00)	-0.24 (0.00)	-0.01 (0.47)	0.26 (0.00)	0.49 (0.00)	0.01 (0.24)	-0.05 (0.00)	-0.02 (0.01)	-0.21 (0.00)	0.20 (0.00)	-0.04 (0.00)	-0.09 (0.00)		0.26 (0.00)	-0.22 (0.00)
(19)BIG4	-0.01 (0.36)	0.08 (0.00)	0.07 (0.00)	-0.14 (0.00)	0.04 (0.00)	0.34 (0.00)	-0.04 (0.00)	0.03 (0.00)	0.10 (0.00)	0.27 (0.00)	-0.03 (0.00)	-0.05 (0.00)	0.00 (0.87)	-0.17 (0.00)	0.02 (0.00)	-0.15 (0.00)	0.08 (0.00)	0.26 (0.00)		-0.23 (0.00)
(20)Market D	-0.01 (0.07)	-0.14 (0.00)	-0.10 (0.00)	0.23 (0.00)	-0.06 (0.00)	-0.37 (0.00)	-0.22 (0.00)	-0.12 (0.00)	-0.08 (0.00)	-0.28 (0.00)	0.08 (0.00)	0.11 (0.00)	0.14 (0.00)	0.27 (0.00)	0.19 (0.00)	0.29 (0.00)	-0.11 (0.00)	-0.22 (0.00)	-0.23 (0.00)	

( )는 p-값을 의미한다. 변수정의는 <부록1>에 제시되어 있다.

<Table 4> 배당정책과 이익보고정책 선택 이후 후속연도의 추가수익률

Panel A. 배당정책

배당정책 유형	$RETURN_{i,t+1}$ (t-value)
(1) 고배당 정책 기업 (N=5,312)	-0.025 (-3.177)***
(2) 저배당 정책 기업 (N=5,311)	-0.084 (-10.131)***
(3) 무배당 정책 기업 (N=7,224)	0.031 (3.303)***
(4) 차이비교 [(2)-(3)]	-0.115 (-9.170)***

Panel B. 이익보고정책

이익보고정책 유형	$RETURN_{i,t+1}$ (t-value)
(1) 공격적 이익보고 (이익 상향 조정) (N=8,133)	-0.043 (-5.707)***
(2) 보수적 이익보고 (이익 하향 조정) (N=9,714)	0.000 (-0.036)
(3) 차이비교 [(1)-(2)]	-0.043 (-4.170)***

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 0과 통계적으로 차이가 있음을 의미한다.

<Table 5> 배당정책과 이익보고정책이 미래주가수익률에 미치는 효과: 다중회귀분석

	<i>Dependent Variable: RETURN<sub>i,t+1</sub></i>		
	(1)	(2)	(3)
	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)	Coeff (t-value)
<i>Intercept</i>	0.787 (13.739)***	0.741 (13.107)***	0.699 (12.384)***
<i>PAY_High_D<sub>i,t</sub></i>	-0.054 (-4.781)***		
<i>PAY_Low_D<sub>i,t</sub></i>		-0.074 (-6.569)***	
<i>PAY_Zero_D<sub>i,t</sub></i>			0.157 (12.618)***
<i>DA_D<sub>i,t</sub></i>	-0.018 (-1.805)*	-0.016 (-1.648)*	-0.017 (-1.784)*
<i>SIZE<sub>i,t</sub></i>	-0.164 (-23.315)***	-0.164 (-23.240)***	-0.161 (-22.943)***
<i>BM<sub>i,t</sub></i>	0.106 (13.506)***	0.109 (13.844)***	0.111 (14.161)***
<i>DEBT<sub>i,t</sub></i>	0.176 (6.210)***	0.195 (6.945)***	0.142 (5.022)***
<i>ROA<sub>i,t</sub></i>	-0.935 (-18.164)***	-0.869 (-16.497)***	-0.753 (-14.096)***
<i>CASH<sub>i,t</sub></i>	0.026 (7.061)***	0.027 (7.317)***	0.027 (7.444)***
$\Delta PPE_{i,t}$	-0.023 (-2.897)***	-0.023 (-2.892)***	-0.022 (-2.855)***
$\Delta Capital_{i,t}$	0.024 (1.198)	0.023 (1.108)	0.019 (0.957)
<i>RnD<sub>i,t</sub></i>	0.313 (5.994)***	0.319 (6.109)***	0.277 (5.326)***
<i>Return_Vol<sub>i,t</sub></i>	-21.865 (-29.570)***	-21.504 (-29.330)***	-22.893 (-30.959)***
<i>BETA<sub>i,t</sub></i>	0.151 (9.480)***	0.157 (9.901)***	0.148 (9.377)***
<i>Liquid<sub>i,t</sub></i>	-0.022 (-3.094)***	-0.024 (-3.365)***	-0.020 (-2.866)***
<i>OWNER<sub>i,t</sub></i>	-0.143 (-4.067)***	-0.151 (-4.311)***	-0.093 (-2.648)***
<i>Analyst<sub>i,t</sub></i>	0.083 (9.801)***	0.085 (10.018)***	0.088 (10.449)***
<i>BIG4<sub>i,t</sub></i>	0.030 (2.860)	0.029 (2.742)	0.030 (2.820)
<i>Market_D<sub>i,t</sub></i>	0.014 (1.097)	0.018 (1.372)	0.006 (0.502)
<i>IND_D</i>	Included	Included	Included
<i>YEAR_D</i>	Included	Included	Included
<i>N</i>	17,847	17,847	17,847
<i>Adjusted R2</i>	0.031	0.031	0.030

변수 정의는 <부록 1>에 제시하였다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

<Table 6> 배당정책이 이익보고정책에 미치는 영향

Variables	Dependent Variable: $DA_{i,t}$		
	(1)	(2)	(3)
	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)
<i>Intercept</i>	0.363 (7.601)***	0.350 (7.413)***	0.348 (7.352)***
<i>PAY_High</i> $_{i,t}$	-0.018 (-1.917)*		
<i>PAY_Low</i> $_{i,t}$		0.014 (1.518)	
<i>PAY_Zero</i> $_{i,t}$			0.005 (0.447)
<i>SIZE</i> $_{i,t}$	0.060 (10.230)***	0.060 (10.165)***	0.060 (10.215)***
<i>BM</i> $_{i,t}$	0.025 (3.842)***	0.025 (3.777)***	0.025 (3.871)***
<i>DEBT</i> $_{i,t}$	0.128 (5.418)***	0.134 (5.728)***	0.133 (5.604)***
<i>ROA</i> $_{i,t}$	0.251 (5.838)***	0.233 (5.282)***	0.253 (5.649)***
<i>CASH</i> $_{i,t}$	-0.025 (-8.283)***	-0.026 (-8.309)***	-0.025 (-8.252)***
$\Delta PPE$ $_{i,t}$	-0.033 (-5.002)***	-0.033 (-5.010)***	-0.033 (-5.004)***
$\Delta Capital$ $_{i,t}$	0.178 (10.486)***	0.179 (10.515)***	0.178 (10.482)***
<i>RnD</i> $_{i,t}$	-0.160 (-3.666)***	-0.155 (-3.551)**	-0.158 (-3.603)***
<i>Return_Vol</i> $_{i,t}$	0.969 (1.568)	1.134 (1.850)*	1.075 (1.730)*
<i>BETA</i> $_{i,t}$	-0.027 (-2.039)**	-0.026 (-1.976)	-0.026 (-1.954)*
<i>Liquid</i> $_{i,t}$	0.000 (-0.046)	-0.001 (-0.111)	-0.001 (-0.110)
<i>OWNER</i> $_{i,t}$	-0.039 (-1.322)	-0.046 (-1.573)	-0.042 (-1.433)
<i>Analyst</i> $_{i,t}$	-0.008 (-1.141)	-0.009 (-1.215)	-0.008 (-1.132)
<i>BIG4</i> $_{i,t}$	0.015 (1.655)*	0.015 (1.651)*	0.015 (1.635)
<i>Market</i> $_{i,t}$	-0.008 (-0.746)	-0.007 (-0.626)	-0.007 (-0.660)
<i>IND_D</i>	Included	Included	Included
<i>YEAR_D</i>	Included	Included	Included
<i>N</i>	17,847	17,847	17,847
<i>Adjusted R2</i>	0.031	0.031	0.030

변수 정의는 <부록 1>에 제시하였다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 1%, 5%, 10%수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

**<Table 7> 배당정책과 이익보고정책에 따라 구분한 세부 집단의  
미래초과수익률**

	$RETURN_{t+1}$	(a) 이익상향조정	(b) 이익하향조정
(1) 고배당정책 기업	Mean (t-value) N	-0.033 (-2.874) <sup>***</sup> 2,373	-0.018 (-1.701) <sup>*</sup> 2,939
(2) 저배당정책 기업	Mean (t-value) N	-0.112 (-9.379) <sup>***</sup> 2,518	-0.059 (-5.113) <sup>***</sup> 2,793
(3) 무배당정책 기업	Mean (t-value) N	0.003 (0.233) 3,242	0.054 (4.244) <sup>***</sup> 3,982
(5) 차이 비교 [(2-a) - (3-b)]	diff. Mean (t-value)	-0.165 (-9.518) <sup>***</sup>	

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 0과 통계적으로 차이가 있음을 의미한다.

<Table 8> 배당정책과 이익보고정책의 결합이 후속연도의 주가수익률에 미치는 효과

	<i>Dependent Variable: RETURN<sub>i,t+1</sub></i>		
	(1)	(2)	(3)
	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)
<i>Intercept</i>	0.792 (13.823)***	0.736 (13.006)***	0.702 (12.407)***
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.072 (-4.899)***		
<i>PAY High<sub>D</sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	0.041 (1.926)*		
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		-0.051 (-3.436)***	
<i>PAY Low<sub>D</sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		-0.049 (-2.342)***	
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			0.150 (9.899)***
<i>PAY Zero<sub>D</sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			0.015 (0.765)
<i>DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.030 (-2.563)**	-0.001 (-0.097)	-0.023 (-1.873)*
<i>SIZE<sub>i,t</sub></i>	-0.164(-23.322)***	-0.164(-23.295)***	-0.161(-22.953)***
<i>BM<sub>i,t</sub></i>	0.106 (13.497)***	0.109 (13.816)***	0.111 (14.157)***
<i>DEBT<sub>i,t</sub></i>	0.175 (6.180)***	0.195 (6.945)***	0.142 (5.031)***
<i>ROA<sub>i,t</sub></i>	-0.934(-18.149)***	-0.868(-16.488)***	-0.752(-14.090)***
<i>CASH<sub>i,t</sub></i>	0.026 (7.069)***	0.027 (7.338)***	0.027 (7.448)***
<i>△PPE<sub>i,t</sub></i>	-0.023 (-2.892)***	-0.023 (-2.888)***	-0.022 (-2.855)***
<i>△Capital<sub>i,t</sub></i>	0.025 (1.221)	0.021 (1.031)	0.019 (0.923)
<i>RnD<sub>i,t</sub></i>	0.311 (5.954)***	0.321 (6.156)***	0.279 (5.350)***
<i>Return_Vol<sub>i,t</sub></i>	-21.842(-29.538)***	-21.505(-29.337)***	-22.904(-30.968)***
<i>BETA<sub>i,t</sub></i>	0.151 (9.507)***	0.158 (9.937)***	0.148 (9.377)***
<i>Liquid<sub>i,t</sub></i>	-0.022 (-3.125)***	-0.024 (-3.402)***	-0.020 (-2.865)***
<i>OWNER<sub>i,t</sub></i>	-0.143 (-4.076)***	-0.151 (-4.317)***	-0.093 (-2.643)***
<i>Analyst<sub>i,t</sub></i>	0.083 (9.792)***	0.085 (10.068)***	0.088 (10.465)***
<i>BIG4<sub>i,t</sub></i>	0.030 (2.859)**	0.029 (2.721)**	0.030 (2.813)**
<i>Market<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	0.014 (1.091)	0.017 (1.349)	0.006 (0.496)
<i>IND<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>YEAR<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>N</i>	17,847	17,847	17,847
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.253	0.254	0.260

변수 정의는 <부록 1>에 제시하였다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

<Table 9> 소유구조, 배당정책 및 이익보고 정책의 결합효과

(1) OWNER_D	(2) PAYOUT_D	(3) DA_D	RETURN <sub>t+1</sub>	t-value
Low OWNER	PAY_ZERO	DOWN	0.027	(1.673) <sup>***</sup>
		UP	-0.012	(-0.667)
	PAY_LOW	DOWN	-0.068	(-3.736) <sup>***</sup>
		UP	-0.157	(-8.578) <sup>***</sup>
	PAY_HIGH	DOWN	-0.028	(-1.673) <sup>*</sup>
		UP	-0.044	(-2.341) <sup>**</sup>
High OWNER	PAY_ZERO	DOWN	0.099	(4.912) <sup>***</sup>
		UP	0.031	(1.442)
	PAY_LOW	DOWN	-0.052	(-3.508) <sup>***</sup>
		UP	-0.079	(-5.030) <sup>***</sup>
	PAY_HIGH	DOWN	-0.012	(-0.861)
		UP	-0.025	(-1.765) <sup>*</sup>

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 0과 통계적으로 차이가 있음을 의미한다.



<Table 10> 경영자지분율의 크기가 배당정책과 이익보고정책의 결합효과에 미치는 효과

Panel A. 경영자 소유지분율이 낮은 기업

	<i>Dependent Variable: RETURN<sub>i,t+1</sub></i>		
	(1)	(2)	(3)
	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)
<i>Intercept</i>	0.891 (12.996)***	0.864 (12.810)***	0.851 (12.569)***
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.057 (-2.383)**		
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	0.016 (0.474)		
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		-0.045 (-1.914)*	
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		<b>-0.078 (-2.367)**</b>	
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			0.110 (4.926)***
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			<b>0.054 (1.861)*</b>
<i>DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.021 (-1.241)	0.004 (0.231)	-0.044 (-2.116)**
<i>Control Variables<sub>i,t</sub></i>	Included	Included	Included
<i>Σ IND<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>Σ YEAR<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>N</i>	8,924	8,924	8,924
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.262	0.263	0.268

Panel B. 경영자 소유지분율이 높은 기업

	<i>Dependent Variable: RETURN<sub>i,t+1</sub></i>		
	(1)	(2)	(3)
	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)
<i>Intercept</i>	0.704 (11.378)***	0.645 (10.698)***	0.628 (10.431)***
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.071 (-3.716)***		
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	0.060 (2.169)**		
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		-0.049 (-2.490)**	
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		-0.025 (-0.878)	
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			0.165 (7.556)***
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			-0.036 (-1.192)
<i>DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.040 (-2.369)**	-0.008 (-0.474)	-0.009 (-0.547)
<i>Control Variables<sub>i,t</sub></i>	Included	Included	Included
<i>Σ IND<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>Σ YEAR<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>N</i>	8,923	8,923	8,923
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.251	0.251	0.258

변수 정의는 <부록 1>에 제시하였다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

<Table 11> 자사주 매입, 배당정책 및 이익보고정책의 결합효과

(1) Repurchases	(2) PAYOUT_D	(3) DA_D	$RETURN_{i,t+1}$	(t-value)
Non-Repurchases Firm	PAY_ZERO	DOWN	0.043	(3.212) <sup>***</sup>
		UP	-0.017	(-1.136)
	PAY_LOW	DOWN	-0.065	(-5.177) <sup>***</sup>
		UP	-0.106	(-8.194) <sup>***</sup>
	PAY_HIGH	DOWN	-0.022	(-1.908)
		UP	-0.033	(-2.729) <sup>***</sup>
Repurchases Firm	PAY_ZERO	DOWN	0.123	(3.434) <sup>***</sup>
		UP	0.162	(3.779) <sup>***</sup>
	PAY_LOW	DOWN	-0.026	(-0.907)
		UP	-0.144	(-4.770) <sup>***</sup>
	PAY_HIGH	DOWN	0.002	(0.085)
		UP	-0.029	(-0.933)

\*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 0과 통계적으로 차이가 있음을 의미한다.

**<Table 12> 정보비대칭 수준(자사주 매입)에 따른 배당정책과 이익보고정책의  
결합효과**

**Panel A. 자사주 매입기업**

	<i>Dependent Variable: RETURN<sub>i,t+1</sub></i>		
	(1)	(2)	(3)
	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)
<i>Intercept</i>	0.538 (3.487) <sup>***</sup>	0.451 (2.963) <sup>***</sup>	0.460 (3.052) <sup>***</sup>
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.104 (-2.882) <sup>***</sup>		
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	0.040 (0.735)		
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		-0.027 (-0.740)	
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		<b>-0.133 (-2.434)<sup>**</sup></b>	
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			0.189 (4.808) <sup>***</sup>
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			<b>0.109 (1.991)<sup>*</sup></b>
<i>DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.032 (-1.005)	0.029 (0.909)	-0.050 (-1.588)
<i>Control Variables<sub>i,t</sub></i>	Included	Included	Included
<i>Σ IND<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>Σ YEAR<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>N</i>	2,541	2,541	2,541
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.236	0.222	0.236

**Panel B. 자사주 매입하지 않은 기업**

	<i>Dependent Variable: RETURN<sub>i,t+1</sub></i>		
	(1)	(2)	(3)
	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)	Coeff(t-value)
<i>Intercept</i>	0.828 (13.370) <sup>***</sup>	0.778 (12.723) <sup>***</sup>	0.739 (12.056) <sup>***</sup>
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.066 (-4.097) <sup>***</sup>		
<i>PAY High<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	0.041 (1.773) <sup>*</sup>		
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		-0.057 (-3.455) <sup>***</sup>	
<i>PAY Low<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>		-0.034 (-1.495)	
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			0.144 (8.745) <sup>***</sup>
<i>PAY Zero<sub>D<sub>i,t</sub></sub> × DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>			0.001 (0.059)
<i>DA<sub>D<sub>i,t</sub></sub></i>	-0.027 (-2.146) <sup>**</sup>	-0.003 (-0.265)	-0.015 (-1.136)
<i>Control Variables<sub>i,t</sub></i>	Included	Included	Included
<i>Σ IND<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>Σ YEAR<sub>D</sub></i>	Included	Included	Included
<i>N</i>	15,306	15,306	15,306
<i>Adjusted R<sup>2</sup></i>	0.265	0.261	0.265

변수 정의는 <부록 1>에 제시하였다. \*, \*\*, \*\*\*는 각각 10%, 5%, 1%수준에서 통계적으로 유의함을 의미한다.