

배당평판과 상품시장경쟁의 상호작용이 기업의 배당에 미치는 영향

이유경* · 김류미**

요약

본 연구에서는 배당평판과 상품시장의 경쟁 간의 상호작용과 기업의 배당 지급 간의 관계에 대해 실증적으로 밝히고자 한다. 지난 몇 년간 배당을 줄이지 않았던 기업은 배당평판을 형성하였다고 가정하고, HHI(Herfindahl-Hirschman Index)를 상품시장의 경쟁정도에 대한 대용치로 이용하였다. 전체 표본을 대상으로 분석한 결과, 상품시장경쟁이 치열할수록 배당을 많이 지급하는 것으로 드러났으나, 이러한 관계에서 배당평판효과는 존재하지 않았다. 그러나 기업규모에 따라 표본을 분류하면, 소기업에서는 경쟁이 덜 치열한 기업이 배당평판을 구축하는 경우 한계적으로 더 많은 배당을 지급하지만 대기업에서는 경쟁이 더 치열한 기업이 배당평판을 구축하는 경우 더 지급하였지만, 유의하지 않았다. 성장기회에 대해서는, 기회가 적은 기업은 경쟁과 평판의 상호작용이 배당과 유의한 관련이 없으나 성장기회가 많은 기업은 경쟁이 치열하고 배당평판이 있는 기업에서 비교적 더 많은 배당을 지급하였다. 배당수익률에 대해서는, 배당수익률이 작은 기업은 평판효과가 한계적으로 있었으나, 배당수익률이 높은 기업은 평판효과가 없었다.

핵심 주제어 : 배당평판, 상품시장경쟁, 배당, HHI

* 제1저자, 부경대학교 경영학부 조교수, yukyunglee@pknu.ac.kr

** 교신저자, 충북대학교 경영학부 부교수, ryumk@cbnu.ac.kr

<논문 투고일> 2023.9.21

<논문 수정일> 2023.12.04

<게재 확정일> 2023.12.12

I. 서론

기업지배구조는 기업의 의사결정에 많은 영향을 미친다고 알려져 있다. 대표적인 기업의사결정인 배당정책도 기업지배구조에 영향을 받는다. Rozeff(1982)는 그의 모형에서 내부자 소유지분이 많고 그로 인해 대리인비용이 낮은 기업은 그렇지 않은 기업보다 배당 비율이 높다는 것을 보여, 기업지배구조가 배당정책과 관련 있음을 증명하였다. Jensen(1986) 역시 기업 내 막대한 잉여현금흐름(free cash flow)이 있을 때, 주주와 경영진 사이의 이해충돌이 있음을 주장하였고, 배당이 이를 완화시킬 수 있다고 하였다. Easterbrook(1984)도 배당이 잉여현금흐름을 효율적으로 쓰지 못하는 경영진을 규율하는데 이용될 수 있다고 주장한다. La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, and Vishny(2000)은 소수주주에 대한 보호 수준이 높은 국가의 기업은 배당지급비율이 더 높다는 것을 보였다. DeAngelo and DeAngelo(2006), DeAngelo, DeAngelo, and Stulz (2006)도 대리인 문제가 배당정책과 관련있다고 하였다. 따라서 이러한 연구들은 배당이 경영진을 감시, 규율하는데 이용될 수 있음을 시사한다. Hwang, Kim, Park, and Park(2013)는 한국기업을 대상으로 기업지배구조가 배당성향과 관련 있음을 보였다. 재벌기업은 독립기업보다 배당지급비율이 낮으며, 좋은 기업지배구조의 기업은 배당지급비율이 더 높다는 것을 보였다. 또한, 대주주와 외국인의 주식소유지분이 많을수록, 배당비율이 높아짐을 보고하였다. 즉, 이들은 지배구조가 배당성향과 밀접한 관계가 있음을 증명하였다.

그런데 기업의 소유구조뿐 아니라 배당평판도 기업의 지배구조로서 경영진의 의사결정에 영향을 미칠 수 있다. 많은 기업이 배당을 쉽게 감소하지 않거나, 배당의 안정성을 중요하게 여겨 평탄하게(smooth) 변화하는 것으로 알려져 있으며 (Lintner, 1956; Fama and Babiak, 1968; Brav et al., 2005; Leary and Michaely, 2011), 이러한 기업은 투자자들에게 배당에 대한 평판을 형성하게 되므로, 배당정책을 결정할 때 경영진은 기업의 배당평판을 고려해야 할 것이다(임지은, 김류미, 2021). 특히, Brav et al.(2005)은 특별한 상황이 아니라면 기업은 배당을 줄이는 것을 강하게 피하고자 한다고 하였다. 즉, 기업에게 배당평판은 배당정책결정의 중요한 고려사항이라고 할 수 있다. 또한 La Porta et al.(2000)의 대

체모형(substitution model)에서도 투자자들에게 배당평판을 구축하기 위해 기업 내부자는 높고 안정적인 배당을 지급한다. 결과적으로 기업은 배당평판을 고려하여 배당의사결정을 하며, 배당평판을 위해 배당금을 줄이지 않는 안정적인 지급을 하고자 한다. 이러한 평판은 기업이 배당에 대한 의사결정을 할 때, 경영진을 규율하거나 기업지배구조를 보완하는 역할을 할 가능성이 존재한다. Kang and Kim(2021)은 미국시장을 대상으로 기업이 투자자들에게 구축하는 배당평판이 기업지배구조로 역할을 할 수 있음을 보였다. 이에 본 연구에서는 배당평판이 기업의 배당의사결정에서 기업지배구조로서 어떠한 영향을 미치는지 살펴본다.

한편, 많은 기존문헌들은 상품시장에서의 경쟁이 기업지배구조로서 역할을 하여 대리인문제를 완화시킬 수 있다고 하였다(Graham, Kaplan, and Sibley, 1983; Scharfstein, 1988; Hermalin, 1992; Jensen, 1993; Nickell, 1996; Schmidt, 1997; Berger and Hannan, 1998; Aggarwal and Samwick, 1999; Allen and Gale, 2000; Fee and Hadlock, 2000; Raith, 2003; Beiner, Schmid, and Wanzenried, 2011; He, 2012; Kao and Chen, 2013; Gupta, Banerjee, and Onur, 2017; Kim and Kim, 2017; Lee, Byun, and Park, 2019). 이들의 주장에 따르면, 상품시장에서의 경쟁이 치열하면, 파산위험을 회피하고자 그리고 생존을 위해 경영진은 열심히 일할 것이고, 이에 따라 그들은 기업을 효율적으로 경영하게 되며 대리인 문제는 완화된다. Allen and Gale(2000)은 기업간 경쟁이 기업지배 시장이나 기관에 의한 모니터링보다 더 효과적인 기업지배 메커니즘(mechanism)이라고 하였다.

특히, 다양한 기존 연구들은 대표적인 기업의사결정인 배당정책에 상품시장의 경쟁이 영향을 미치는 것을 보여왔다. Grullon and Michaely(2007)은 La Port et al.(2000)의 결과모형(outcome model)과 대체모형에 상품시장의 경쟁을 기업지배구조로 적용하여 배당정책과 상품시장의 경쟁의 관계를 예측하였다. 그들의 결과모형에 따르면 상품시장의 경쟁이 경영진으로 하여금 현금을 비효율적인 투자를 하기 보다 배당으로 지급하게 하므로 경쟁이 치열한 산업에서는 배당이 더 많다. 반면에 Grullon and Michaely(2007)의 대체모형에서는 상품시장의 경쟁이 치열할 경우 경영진이 주주의 이익을 위해 더 열심히 하도록 규율하며, 이로 인해 기업은 배당의 필요성이 적어 결과적으로 경쟁이 치열한 산업 내 기업은 배당이

더 적을 것이라고 하였다. 또한, 대체모형에서는 정보비대칭 하에서 상품시장이 덜 경쟁적일수록 경영자는 배당 등을 통해 기업의 평판을 신호하려 할 것이라고도 하였다. 이러한 모형에 대해 미국 기업을 대상으로 분석한 Grullon and Michaely(2007), Grullon, Larkin, and Michaely (2018)은 상품시장경쟁이 기업의 배당과 자사주매입 정책에 영향을 미침을 보이면서, 경쟁이 치열한 산업 내 기업은 그렇지 않은 기업보다 현금을 주주에게 더 많이 환원한다는 것을 증명하였다. 이는 결과모형을 지지하는 결과이다.

이에 대한 실증연구 결과들은 한 모형만을 지지하고 있지 않고, 상반된 결과를 제시하고 있다. 먼저 미국 기업을 대상으로 분석한 Grullon and Michaely(2007), Grullon, Larkin, and Michaely (2018)은 상품시장경쟁이 기업의 배당과 자사주매입 정책에 영향을 미침을 보이면서, 경쟁이 치열한 산업 내 기업은 그렇지 않은 기업보다 현금을 주주에게 더 많이 환원한다는 것을 증명하였다. 일본 기업을 대상으로 연구한 He(2012) 역시 상품시장 경쟁이 치열한 산업의 기업이 배당을 상대적으로 더 많이 지급하거나 배당을 증가하려 한다는 것을 보였다. 그러나 반대의 결과를 제시하는 연구도 존재한다. Booth and Zhou(2009), Hoberg, Phillips, and Prabhala(2014)은 경쟁이 너무 치열한 기업은 위험으로 인해 배당이 더 적다고 주장하였다. 한편, Kang and Kim(2021)은 미국시장에서 경쟁이 치열한 산업 내 기업은 배당을 더 많이 지급하는 경향이 있지만, 배당 수준이 큰지 작은지에 따라 그 관계가 달라진다고 하였다. 배당 수준이 높은 기업은 경쟁이 치열할수록 배당을 더 많이 지급하고, 배당 수준이 작은 기업은 경쟁이 치열할수록 배당을 더 적게 지급함을 밝혔다.

국내시장을 대상으로 하는 연구도 상반된 결과를 보고하고 있다. 박경서, 변희섭, 이지혜(2011)은 경쟁이 덜 치열한 기업이 배당을 상대적으로 더 많이 지급한다고 하였지만, 신민식, 이재익(2015)는 경쟁이 치열한 기업일수록 배당을 증가시킨다고 보고하였다. 이러한 상반된 결과는 분석시기에 따라, 시장에 따라 다르기 때문으로 볼 수 있으며, 이는 경쟁과 배당사이의 관계에 다른 요인이 존재할 가능성, 또는 기업의 특성에 따라 그 관계성이 달라질 것을 시사하기도 한다.

기업의 배당정책 결정에서 중요하게 고려하는 배당평판도 기업의 상품시장경쟁과 배당정책과의 관계에 영향을 미칠 수 있다. Grullon and Michaely(2007)은 정

보비대칭 하에서 상품시장이 덜 경쟁적일수록 경영자는 배당 등을 통해 기업의 평판을 신호하려 할 것이라고 주장하였는데, 이는 상품시장경쟁이 배당에 영향을 미치는 메커니즘에서 배당평판이 작용할 것임을 시사한다. 또한, Kang and Kim(2021)은 배당평판과 경쟁의 상호관계가 배당정책에 영향을 미치는지 미국 기업을 대상으로 실증적으로 분석하였다. 결과에 따르면, 미국시장에서 경쟁이 치열한 산업 내 기업이 배당평판을 구축하는 경우 배당을 더 많이 지급하는 경향이 있었다. 이들 연구에 따라, 기업의 배당결정에서 배당평판이 중요한 고려사항임을 생각하면 상품시장경쟁과 배당 간의 관계에 배당평판의 유무가 영향을 미칠 수 있을 것이다. 이에 본 연구에서는 상품시장경쟁과 기업의 배당평판과의 상호작용이 배당에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보았다.

본 연구결과에 따르면, 전체 표본을 대상으로 분석하면 배당평판과 상품시장경쟁의 상호작용항은 기업배당과 유의한 관련은 없었다. 그러나 기업을 규모에 따라 두 그룹으로 나누어 분석한 결과에서는 그룹별로 상이하였다. 소기업에 대해서는, 경쟁이 덜 치열한 기업이 배당평판이 형성되었을수록 비교적 더 많은 배당을 지급하였지만, 대기업에 대해서는 경쟁이 치열한 기업이 배당평판이 있을수록 더 많은 배당을 실시하였다. La Port et al.(2000)의 대체모형을 기반으로 상품시장경쟁을 고려한 Grullon and Michaely(2007)에서는, 정보비대칭 하에서 상품시장이 덜 경쟁적일수록 경영자는 배당 등을 통해 기업의 평판을 신호하려 할 것이라고 주장하였다. 기업의 규모가 작은 기업은 정보비대칭 정도가 더 심하고 덜 성숙한 기업으로 알려져 있다. 이러한 기업들의 상품시장이 덜 경쟁적인 경우 미흡한 지배구조에 대한 대체로서 배당을 통해 평판을 구축하려고 할 것이다. 배당평판을 구축하고 있는 기업은 이러한 행태를 이미 보이고 있는 기업으로 볼 수 있다. 이에 따라 배당평판을 구축하고 있는, 경쟁이 덜 치열한 산업의 기업은 상대적으로 더 많은 배당을 하는 것으로 볼 수 있다. 반면에 정보비대칭이 상대적으로 완화되어 있는 대기업 그룹에서는 경쟁이 치열한 기업이 배당평판을 형성하고 있으면, 더 많은 배당을 지급하였지만, 유의하지 않았다. 이는 대체모형보다는 Grullon and Michaely(2007)의 결과모형에 더 가까운 결과이다. 결과모형에 따르면, 경영진을 규율하는 지배구조로서의 경쟁의 결과, 더 많은 배당을 실시하며, 배당평판을 구축하고 있는 상황은 경영진을 더 규율/감시하게 하므로 그러한 관계가 더 강해지는

것으로 해석할 수 있다. 즉, 기업의 규모에 따라 경쟁과 배당평판의 상호작용이 배당지급에 미치는 영향이 다를 수 있다.

기업의 투자기회에 따라 기업을 분류하여 상품시장경쟁과 배당평판의 상호작용과 배당과의 관계도 알아보았다. 연구 결과에 따르면, 투자기회가 적은 기업은 경쟁과 평판의 상호작용이 배당과 유의한 관련이 없으나 투자기회가 많은 기업은 경쟁이 치열하고 배당평판이 있는 기업에서 비교적 더 많은 배당을 지급하였다. 이는, 성장기회가 많은 경우, 경쟁이 치열한 산업 내 기업이 미래의 추가적인 자금조달 등을 고려하면 평판을 구축하기 위해 배당을 더욱 지급할 수도 있다는 기존문헌의 주장을 지지하는 결과라 할 수 있다.

배당수익률에 대해서는, 배당수익률이 작은 기업은 평판효과가 한계적으로 있었으나, 배당수익률이 높은 기업은 평판효과가 없었다. 이는 배당평판이 미비할 것으로 예상되는 배당수익률이 낮은 기업에서는, 경쟁과 배당간의 관계에 평판효과가 약간 존재하지만, 배당수익률이 높은 기업은 이미 배당에 대한 시장평판이 형성되어 있을 것이므로 경쟁과 배당간의 관계에 평판효과가 없다고 해석할 수 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 제2장은 연구에 사용된 분석자료와 변수에 관해 소개한다. 제3장은 실증분석 결과를 제시한다. 제4장은 본 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 분석자료와 변수

1. 분석자료

본 연구에서는 2000년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장(KOSPI)과 코스닥(KOSDAQ) 시장에 상장되었던 비금융산업의 기업을 분석대상으로 하였고, 회사형 펀드, 상장지수펀드와 부동산투자펀드, 기업인수목적회사 등은 제외하였다. 또한, 재무상태표의 자본이 음(-)인 기업은 포함하지 않았다. 대부분의 한국 기업들은 연 1회 배당을 하므로, 배당평판이 있는 기업 선정 시 정기적인 연간 현금배당을 기준으로 하였다. 이에, 분기별로 정기적인 현금배당을 지급하는 기업은 제외

하였다. 또한, 비정기적인 중간배당을 지급한 적이 있는 기업은 그 해를 포함하여 이후 3년간 제외하였다. 분석에 이용된 기업의 배당금, 자산 및 자본, 매출액, 당기 순이익 등 재무제표상의 회계자료, 기업이 포함된 산업과 상장일 등의 기업의 일반적인 사항, 기업의 시가총액, 주식수익률 등 모든 자료는 DataGuide에서 추출하였다.

2. 주요변수

주요 변수인 배당에 대한 평판은 평판에 대한 더미(dummy) 변수인 RPT(n)으로 나타내었다. Kang et al.(2019), 임지은, 김류미 (2021)의 정의를 따라, 지난 5년 동안 기업의 주당배당금이 줄지 않았다면(즉, 늘거나 유지되어 왔다면), 그 기업은 시장에 배당에 대한 평판이 형성되었다고 가정하였다. 이런 경우 배당평판 더미변수인 RPT(5)을 1로 하였고, 그렇지 않은 기업은 RPT(5)을 0으로 두었다. 또한, 추가적으로 배당평판 형성기간을 3년과 7년으로 하는 더미변수 RPT(3), RPT(7)도 분석에 포함하였으며, 앞의 정의에 따라 지난 3년, 또는 7년간 기업의 주당배당금이 줄지 않았다면 RPT(3) 또는 RPT(7)은 1, 그렇지 않으면 0으로 하였다.¹⁾

상품시장의 경쟁 정도는 Grullon and Michaely(2007), Grullon, Larkin, and Michaely(2018), Kang and Kim(2021), 박경서, 변희섭, 이지혜(2011) 등에서와 같이, HHI(Herfindahl-Hirschman Index)를 이용하여 나타내었다. HHI는 다음의 식을 이용한다.

$$HHI_{jt} = \sum_i^N S_{ijt}^2 \quad (\text{식 1})$$

여기서, S_{ijt} 는 산업 j에 속한 기업 i의 t년도 매출액을 산업 j의 t년도 총매출액으로 나누어 계산한 기업 i의 상품시장점유율이다. HHI_{jt} 는 매년 시장점유율인 S_{ijt} 를 제곱하여 산업별로 모두 합한 값이다. 본 연구에서 산업분류는 한국표준산업분류

1) 본 연구의 모든 과정에서 결과는 배당평판 형성기간에 따라 유의성에서 약간씩 차이가 나지만, 전반적으로 비슷하므로 여기에서는 5년을 중심으로 결과를 보고하였다.

소분류를 기준으로 하였고, 상품시장점유율 계산을 위한 산업 총매출액은 박경서, 변희섭, 이지혜(2011)을 참고하여 KOSPI, KOSDAQ 상장기업뿐만 아니라 비상장 외부감사법인을 모두 포함하여 합하였다.

본 연구에서는 배당평판, 상품시장경쟁, 기업소유구조 등이 배당에 미치는 영향을 보고자 하였으므로 여러 배당비율변수를 이용하였다. 배당변수로는 총현금배당을 총자산으로 나눈 Div/TA , 총현금배당을 자기자본으로 나눈 Div/E , 총현금배당을 총매출액으로 나눈 $Div/Sales$, 총현금배당을 총시장가치로 나눈 Div/MV 로 하였다. 여기서 자기자본은 총자본에서 우선주자본금을 차감한 보통주 장부가치이고, 시장가치는 회계연도 말 종가에 상장주식수를 곱하여 이용하였다.

기업의 소유구조에 대한 통제변수(control variable)로서 최대주주의 보통주지분율, 외국인투자자의 보통주지분율, 대규모기업집단 여부를 분석에 포함하였다. LargestHld는 최대주주의 보통주지분율, ForgHld는 외국인투자자 보통주지분율로 모두 회계연도 말을 기준으로 한다. 대규모기업집단에 소속된 기업은 더미변수 Chaebol을 1, 그렇지 않으면 0으로 하였고, 대규모기업집단 소속기업 여부는 공정거래위원회(Korea Fair Trade Commission, KFTC)의 대규모기업집단 정보공개시스템에서 매년 확인하였다.

Fama and French(2001), Denis and Osobov(2008), Grullon and Michaely(2007), 박경서, 변희섭, 이지혜(2011) 등 여러 연구들은 기업의 배당 지급이 기업의 규모, 성장기회, 부채, 수익성, 현금흐름, 성숙도, 기업의 성장 및 위험과 유의한 관계가 있음을 보였으므로, 본 연구에서도 관련된 변수들을 통제변수로서 분석에 포함하였다. 기업규모 대용치인 LnSize는 회계연도 말 기업의 시장가치(보통주 종가와 보통주 주식수의 곱)에 자연로그를 취하여 계산하였다. 기업의 성장기회에 대한 대용치로 시장가치대장부가치비율(market-to-book ratio, MB)를 이용하였으며, 회계연도 말 기업의 시장가치를 회계연도 말 보통주 장부가치(총자본에서 우선주자본금을 차감한 값)로 나눈 값으로 하였다. 부채에 대한 대용치, Lvrge는 총부채를 총자산으로 나누어 계산하였다. 기업 수익성에 대한 변수는 총자산이익률(return on asset)인 ROA로 당기순이익을 총자산으로 나누어 계산하였다. 기업의 현금흐름 대용치는 FCF로, 영업활동으로 인한 현금흐름을 총자산으로 나눈 값으로 하였다. 기업의 성숙 정도를 보여주는 변수는 기업연수, LnAge로 하

였고, KOSPI 또는 KOSDAQ 시장에 처음 상장된 날짜 이후 기간(연, year)에 1을 더한 뒤 자연로그를 취하여 계산하였다. 기업의 성장 관련 변수로 매출액성장률, SalseGr을 이용하였고, 매출액 1년 성장률에 대해 지난 3년 동안의 평균값으로 하였다. 기업 위험에 대한 대용치, Std(ROA)로는 ROA의 지난 5년간의 표준편차로 하였다.

본 연구에서는 극단치에 의한 영향을 줄이고자 통제변수인 MB, FCF, ROA, SalseGr, Std(ROA)을 1%와 99% 사이 값으로 조정(winsorize)하였다. 배당변수인 Div/TA, Div/E, Div/Sales, Div/MV 중 하나라도 음수인 기업은 제외하였으며, 1 이상인 기업도 제외하였다. 결과적으로 총 2,837개 기업, 29,226개 기업-연(firm-year) 관측치가 분석에 이용되었다. [표 1]은 전체 분석표본에 대한 각 변수들의 요약통계량을 보여주고 있다.

[표 1] 주요변수들의 요약통계량

	평균	표준편차	Q1	중위수	Q3
Div/TA	0.007	0.013	0	0.002	0.009
Div/E	0.011	0.019	0	0.004	0.016
Div/Sales	0.009	0.02	0	0.002	0.011
Div/MV	0.012	0.018	0	0.004	0.019
LargestHld	0.394	0.174	0.265	0.387	0.513
ForgHld	0.065	0.116	0.003	0.016	0.068
HHI	0.098	0.115	0.024	0.064	0.127
LnSize	25.239	1.521	24.241	25.067	26.008
MB	1.635	1.829	0.604	1.04	1.907
Lvrg	0.439	0.21	0.27	0.438	0.595
ROA	-0.014	0.224	-0.021	0.025	0.063
FCF	0.036	0.095	0.006	0.043	0.085
LnAge	2.291	0.961	1.609	2.485	2.996
SalseGr	0.047	0.349	-0.093	0.043	0.151
Std(ROA)	0.054	0.063	0.021	0.037	0.065

주) 주요 변수들의 평균, 표준편차, 1사분위수(Q1), 중위수, 제3사분위수(Q3)를 제시하고 있다.
표본기간은 2000년부터 2022년까지이다.

Ⅲ. 분석결과

1. 전체 표본

배당평판과 상품시장경쟁의 상호작용, 배당평판과 기업소유구조의 상호작용이 기업의 배당정책에 미치는 영향을 분석하기 위해 종속변수를 배당비율인 Div/TA, Div/E, Div/Sales, Div/MV로 하여 각각 회귀분석을 실시하였다. 본 연구에서는 표본의 모든 기업을 대상으로 분석을 실시하고, 또 무배당기업은 제외하여 배당을 지급한 기업만 대상으로도 분석을 실시하였다. 모든 표본으로 분석을 실시한 경우, 기업의 배당금은 최소값이 0, 최대값이 1 이하로, 배당에 대한 변수들은 모두 0과 1에 절단되었으므로, 양측 절단형 토빗모형(two-sided Tobit model)을 이용하였다. 배당을 지급한 기업만 분석에 포함한 경우는 OLS 회귀분석을 실시하였다.

설명변수로 전년도 배당평판더미변수인 $RPT(5)_{t-1}$ 을 포함하였다. 배당평판 형성 기간을 3년 또는 7년으로 한, $RPT(3)_{t-1}$ 또는 $RPT(7)_{t-1}$ 을 이용한 동일한 분석도 실시하였지만, 결과가 크게 다르지 않아 여기서 표로 제시하지는 않았다. 또한, 본 연구에서 다른 변수들은 동일 시점인 t년의 자료를 이용하였으나, 배당평판변수만 전년도 값을 이용하였다. 이는 배당평판은 전년도보다 주당배당금을 감소하지 않은 경우에 형성된다고 가정하였으므로, 동일연도의 배당평판과 배당비율의 상관관계가 상대적으로 높을 것이고, 또한 배당평판은 역사적으로 형성되는 것이며, 현시점의 배당정책이 평판에 미치는 영향을 제어하기 위해 전년도 값을 이용하였다. 상품시장경쟁에 대한 대용치로는 HHI(5)를 이용하였다. HHI(5)는 매년 HHI의 크기에 따라 표본을 5개 그룹으로 나누어 HHI가 작은 순서부터 그 순위를 HHI(5)의 값으로 하여, 극단치의 영향을 제어하였다. 소유구조를 나타내는 변수로는 최대주주의 보통주지분율(LargestHld), 외국인투자자의 보통주지분율(ForgHld), 대규모기업 집단 소속 더미변수(Chaebol)도 포함하였다. 통제변수로는 기업규모(LnSize), 시장가치대장부가치비율(MB), 부채비율(Lvrg), 수익성(ROA), 현금흐름(FCF), 기업연수(LnAge), 매출액성장률(SalseGr), 기업위험(Std(ROA))가 포함되었다. 그리고, 연도더미와 산업더미가 포함되었다. 표준오차는 개별기업의 군집특성을 통제하기 위해 조정하였다.

먼저 배당평판과 HHI의 상호작용항 없이 분석하였으며 결과는 [표 2]에서 제시하였다. (1), (3), (5), (7), (9), (11), (13), (15)열은 배당평판더미변수를 포함하지 않았고, 나머지 열은 배당평판형성기간을 5년으로 가정하여 $RPT(5)_{t-1}$ 를 설명변수로 포함하였다. (1), (2), (9), (10)열은 종속변수로 Div/TA를, (3), (4), (11), (12)열은 Div/E를, (5), (6), (13), (14)열은 Div/Sales를, (7), (8), (15), (16)열은 Div/MV 이용하였다. Panel A는 무배당기업을 포함한 결과이며, Panel B는 무배당기업을 제외한 결과이다.

Panel A의 결과에 따르면, 배당평판변수 유무와 상관없이 모든 배당비율은 HHI와 음의 관계를 보여, 경쟁이 치열한 산업 내 기업일수록 배당이 더 많다는 것을 알 수 있다. Grullon and Michaely(2007)이 제시하는 결과모형에서는 상품시장경쟁이 경영진을 규율하는 결과로서 상품시장경쟁이 치열할수록 더 많은 배당을 실시할 수 있다고도 하였는데, 이러한 설명에 부합한다. 또한, 이러한 결과는 미국 기업을 대상으로 한 Grullon and Michaely(2007), Grullon, Larkin, and Michaely(2018), Kang and Kim(2021) 등과 동일하며, 국내시장을 대상으로 한 신민식, 이재익(2015)와도 동일하다.

반면에 국내시장 내 KOSPI 기업에 대해 2004년~2008년 자료로 분석한 박경서, 변희섭, 이지혜(2011) 결과와는 상반된다. 소유구조에 대해서는, 최대주주 지분율이 높을수록, 외국인지분율이 높을수록, 대규모 기업집단 소속이 아닐수록 배당비율이 더 높다. 배당평판에 대해서는 배당평판이 형성된 기업일수록 배당비율이 높았다. 배당평판은 과거 5년간 배당을 줄이지 않을 때 형성된다고 가정했으므로, 배당이 0인 기업은 배당평판도 0이므로 이러한 양(+)의 관계는 마땅하다. 통제변수에 대해서는 기업규모(LnSize)가 클수록, 성장기회(MB)가 적을수록, 부채비율(Lvrg)이 낮을수록, 수익성(ROA)과 현금흐름(FCF)이 클수록, 기업연수(LnAge)가 오래될수록, 매출액성장율(SalesGr)이 낮고 위험(Std(ROA))이 적을수록 배당비율이 높았다. 이러한 결과는 박경서, 변희섭, 이지혜(2011), Kang and Kim(2021) 등의 많은 기존문헌과 일치한다.

[표 2] 배당평판, 상품시장경쟁, 소유구조가 배당에 미치는 영향

[Panel A: 전체 표본]

	Div/TA		Div/E		Div/Sales		Div/MV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RPT(5) _{t-1}		0.004*** (8.23)		0.006*** (9.38)		0.007*** (6.90)		0.007*** (10.32)
HHI(5) _t	-0.001** (-2.47)	-0.001*** (-2.96)	-0.001*** (-2.65)	-0.001*** (-3.25)	-0.001* (-1.95)	-0.001** (-2.39)	-0.001** (-2.10)	-0.001** (-2.23)
LargestHld _t	0.018*** (8.12)	0.012*** (6.01)	0.028*** (8.89)	0.018*** (6.85)	0.027*** (7.99)	0.019*** (6.17)	0.028*** (12.39)	0.023*** (9.14)
ForgHld _t	0.009*** (2.73)	0.007*** (3.11)	0.015*** (2.91)	0.011*** (2.82)	0.010** (2.02)	0.009** (2.21)	0.008** (2.07)	0.007* (1.75)
Chaebol _t	-0.002*** (-2.87)	-0.002** (-2.50)	-0.003** (-2.23)	-0.002* (-1.79)	-0.004*** (-3.82)	-0.004*** (-3.18)	-0.0001 (-0.01)	-0.0001 (-0.16)
LnSize _t	0.001*** (4.09)	0.001*** (3.91)	0.002*** (4.76)	0.001*** (4.32)	0.003*** (6.72)	0.002*** (5.38)	0.001*** (3.46)	0.001* (1.86)
MB _t	-0.001** (-2.46)	-0.001*** (-2.76)	-0.001** (-2.23)	-0.001** (-2.42)	-0.002*** (-4.53)	-0.001*** (-4.27)	-0.006*** (-17.48)	-0.006*** (-14.18)
Lvrg _t	-0.017*** (-14.83)	-0.016*** (-14.03)	-0.006*** (-3.47)	-0.008*** (-4.36)	-0.032*** (-14.24)	-0.030*** (-13.19)	-0.011*** (-6.17)	-0.012*** (-6.03)
ROA _t	0.063*** (10.96)	0.046*** (10.43)	0.101*** (12.20)	0.076*** (12.98)	0.112*** (10.99)	0.092*** (8.80)	0.091*** (14.97)	0.081*** (13.01)
FCF _t	0.092*** (12.80)	0.086*** (11.44)	0.136*** (13.81)	0.126*** (13.82)	0.075*** (7.38)	0.075*** (6.40)	0.099*** (15.74)	0.109*** (15.40)
LnAge _t	0.001** (2.18)	0.0001 (-0.94)	0.001 (1.45)	-0.001* (-1.74)	0.001* (1.78)	0.0001 (-0.34)	0.002*** (3.84)	-0.0001 (-0.04)
SalesGr _t	-0.002*** (-4.37)	-0.003*** (-4.34)	-0.003*** (-3.78)	-0.004*** (-3.68)	-0.004*** (-4.80)	-0.005*** (-4.81)	-0.001 (-0.78)	-0.002** (-2.49)
Std(ROA) _t	-0.085*** (-10.11)	-0.081*** (-7.77)	-0.137*** (-11.54)	-0.130*** (-9.97)	-0.140*** (-9.92)	-0.135*** (-7.97)	-0.153*** (-15.26)	-0.165*** (-13.24)
Constant	-0.025*** (-3.68)	-0.010* (-1.86)	-0.054*** (-5.08)	-0.027*** (-3.23)	-0.047*** (-3.90)	-0.023** (-2.28)	-0.013 (-1.54)	0.011 (1.18)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observation	36,068	25,514	36,068	25,514	36,068	25,514	36,068	25,514
Clusters (firms)	2,837	2,174	2,837	2,174	2,837	2,174	2,837	2,174

[Panel B: 배당지급기업]

	Div/TA		Div/E		Div/Sales		Div/MV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RPT(5) _{t-1}		0.0002 (0.62)		0.001 (1.36)		0.001 (1.22)		0.001* (1.79)
HHI(5) _t	-0.0004* (-1.94)	-0.001** (-2.56)	-0.001** (-2.14)	-0.001*** (-2.60)	-0.001 (-1.28)	-0.001** (-2.03)	-0.0004 (-1.16)	-0.0003 (-1.01)
LargestHld _t	0.010*** (4.69)	0.006*** (3.20)	0.015*** (5.05)	0.010*** (3.61)	0.014*** (3.99)	0.009*** (3.00)	0.012*** (6.09)	0.010*** (4.62)
ForgHld _t	0.012*** (3.02)	0.007*** (3.42)	0.020*** (3.52)	0.012*** (3.28)	0.013** (2.38)	0.009** (2.29)	0.014*** (4.19)	0.010*** (2.72)
Chaebol _t	-0.0003 (-0.55)	-0.0003 (-0.62)	-0.0001 (-0.06)	0.0001 (0.11)	-0.002** (-2.22)	-0.002* (-1.71)	0.003*** (2.85)	0.002** (2.17)
LnSize _t	-0.001*** (-3.10)	-0.001*** (-3.57)	-0.002*** (-3.52)	-0.001*** (-3.89)	-0.0002 (-0.61)	-0.0003 (-0.78)	-0.003*** (-9.82)	-0.003*** (-8.32)
MB _t	0.003*** (6.70)	0.002*** (6.99)	0.005*** (8.21)	0.004*** (8.51)	0.003*** (6.67)	0.003*** (6.14)	-0.003*** (-14.09)	-0.003*** (-12.03)
Lvrg _t	-0.014*** (-12.91)	-0.013*** (-14.20)	0.009*** (5.11)	0.005*** (3.49)	-0.031*** (-14.28)	-0.027*** (-13.04)	0.004*** (2.80)	0.005*** (2.76)
ROA _t	0.037*** (5.49)	0.026*** (6.09)	0.055*** (5.64)	0.044*** (7.07)	0.077*** (5.90)	0.071*** (5.08)	0.032*** (4.90)	0.033*** (4.69)
FCF _t	0.055*** (7.09)	0.051*** (7.68)	0.076*** (6.81)	0.067*** (7.59)	-0.022 (-1.52)	-0.022 (-1.39)	0.032*** (4.86)	0.033*** (4.51)
LnAge _t	0.001 (1.28)	-0.001 (-1.25)	0.001 (0.85)	-0.001** (-2.10)	0.0001 (0.19)	-0.001 (-0.99)	0.001*** (2.69)	-0.001 (-1.30)
SalesGr _t	-0.003*** (-5.72)	-0.003*** (-5.21)	-0.005*** (-5.75)	-0.005*** (-4.88)	-0.005*** (-6.45)	-0.006*** (-5.67)	-0.002*** (-3.02)	-0.005*** (-5.35)
Std(ROA) _t	0.01 (1.25)	0.002 (0.30)	0.020* (1.77)	0.009 (0.84)	0.009 (0.71)	0.009 (0.54)	-0.003 (-0.40)	-0.005 (-0.47)
Constant	0.035*** (4.71)	0.031*** (6.84)	0.046*** (4.16)	0.043*** (5.59)	0.044*** (4.59)	0.044*** (5.93)	0.102*** (14.43)	0.108*** (13.88)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Observation	19,287	13,812	19,287	13,812	19,287	13,812	19,287	13,812
Clusters (firms)	1,975	1,402	1,975	1,402	1,975	1,402	1,975	1,402

주) 괄호 안은 t-값이고, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준을 의미한다. 표본 기간은 2000년부터 2022년까지이다.

이러한 결과는 무배당기업을 제외한 Panel B의 결과와도 상당히 비슷하다. 다만, Panel B에서는 배당평판과 배당비율의 양의 관계, HHI와 배당비율과의 음의 관계에 대한 유의성이 다소 감소하였다. 특히 배당평판과 배당과의 양의 관계는 종속변수가 Div/MV인 경우를 제외하면 더 이상 유의하지 않다. 즉, 배당평판이 있는 기업이 항상 배당을 상대적으로 많이 하는 것은 아니다. 배당평판 형성기간을 3년, 또는 7년으로 하여 동일한 분석을 실시하면, RPT(3)은 배당비율들과 유의한 양의 관계를 보이지만, RPT(7)은 배당지급기업의 배당비율변수들과 더 이상 유의한 관계를 보이지 않는다. 즉, 배당평판을 유지하는 기간이 길수록 배당평판 유무와 배당의 크기와의 관련성은 떨어진다. 이러한 결과는 여기서 표로 제시하지 않았다. 그리고 배당지급기업에 대해서는 대규모기업집단 소속유무도 배당과 더 이상 일관된 유의한 관계를 보이지 않는다.

배당평판과 상품시장경쟁과의 상호작용이 배당에 미치는 영향을 분석하기 위해 앞의 동일한 분석에 $RPT(5) \times HHI(5)$ 을 추가하였다. 결과는 [표 3]에서 보고하고 있으며, Panel A는 모든 기업을 대상으로 토빗모형으로 분석한 결과를, Panel B는 배당지급기업만을 대상으로 회귀분석을 한 결과이다. Panel A에서의 결과에 따르면 상호작용항을 추가해도 배당평판이 있는 기업이 배당비율이 더 높았다. 상품시장경쟁에 대해서는 HHI(5)의 계수가 유의한 음수인 것과 달리, $RPT(5) \times HHI(5)$ 의 음의 계수는 유의하지 않았다. 무배당기업을 제외한 Panel B의 결과도 대체로 비슷하다. 또한, 여기에서 표로 제시하지 않았지만, 배당평판 형성기간을 3년으로 하거나, 7년으로 하여 동일한 분석을 실시해도 결과는 달라지지 않는다.

전반적으로, 배당평판과 상품시장경쟁과의 상호작용항은 배당지급과 음의 관계를 가지나 유의하지 않았다. 그러나 이러한 결과는 전체 기업을 대상으로 하며, 기업의 특성에 따른 분류를 하지 않았을 경우이다. 상품시장경쟁과 배당평판의 상호작용은 기업의 특성에 따라 배당에 미치는 영향이 다를 수 있으므로, 본 연구에서는 기업규모, 투자기회, 배당수익률을 기준으로 기업을 분류하여 동일한 분석을 실시하였다.

[표 3] 배당평판과 상품시장경쟁의 상호작용이 배당에 미치는 영향

[Panel A: 전체 표본]

	Div/TA (1)	Div/E (2)	Div/Sales (3)	Div/MV (4)
RPT(5) _{t-1}	0.005*** (6.17)	0.008*** (6.47)	0.008*** (5.59)	0.007*** (6.80)
RPT(5) _{t-1} ×HHI(5) _t	-0.0004 (-1.46)	-0.001 (-1.53)	-0.001* (-1.69)	0.0001 (-0.36)
HHI(5) _t	-0.001** (-2.52)	-0.001*** (-2.81)	-0.001* (-1.82)	-0.001** (-2.10)
LargestHld _t	0.012*** (6.01)	0.018*** (6.84)	0.019*** (6.17)	0.023*** (9.14)
ForgHld _t	0.007*** (3.11)	0.011*** (2.82)	0.009** (2.20)	0.007* (1.75)
Chaebol _t	-0.002** (-2.47)	-0.002* (-1.75)	-0.004*** (-3.14)	-0.0002 (-0.15)
LnSize _t	0.001*** (3.92)	0.001*** (4.33)	0.002*** (5.39)	0.001* (1.86)
MB _t	-0.001*** (-2.75)	-0.001** (-2.41)	-0.001*** (-4.26)	-0.006*** (-14.19)
Lvrg _t	-0.016*** (-14.00)	-0.008*** (-4.34)	-0.030*** (-13.17)	-0.012*** (-6.03)
ROA _t	0.046*** (10.42)	0.076*** (12.96)	0.092*** (8.80)	0.081*** (13.00)
FCF _t	0.086*** (11.41)	0.126*** (13.80)	0.075*** (6.38)	0.109*** (15.40)
LnAge _t	-0.0004 (-0.94)	-0.001* (-1.75)	-0.0003 (-0.35)	-0.00003 (-0.04)
SalesGr _t	-0.003*** (-4.35)	-0.004*** (-3.68)	-0.005*** (-4.81)	-0.002** (-2.49)
Std(ROA) _t	-0.080*** (-7.73)	-0.130*** (-9.93)	-0.135*** (-7.93)	-0.165*** (-13.24)
Constant	-0.010* (-1.89)	-0.027*** (-3.26)	-0.023** (-2.32)	0.011 (1.17)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	25,514	25,514	25,514	29,226
Clusters (firms)	2,174	2,174	2,174	2,174

[Panel B: 배당지급기업]

	Div/TA (1)	Div/E (2)	Div/Sales (3)	Div/MV (4)
RPT(5) _{t-1}	0.001 (1.10)	0.002* (1.84)	0.002 (1.54)	0.001 (1.30)
RPT(5) _{t-1} ×HHI(5) _t	-0.0002 (-0.94)	-0.0004 (-1.38)	-0.0005 (-1.04)	-0.0001 (-0.18)
HHI(5) _t	-0.0004** (-2.23)	-0.001** (-2.21)	-0.0005 (-1.56)	-0.0003 (-0.95)
LargestHld _t	0.006*** (3.20)	0.010*** (3.62)	0.009*** (3.00)	0.010*** (4.60)
ForgHld _t	0.007*** (3.42)	0.012*** (3.27)	0.009** (2.28)	0.010*** (2.71)
Chaebol _t	-0.0003 (-0.60)	0.0001 (0.14)	-0.002* (-1.69)	0.002** (2.17)
LnSize _t	-0.001*** (-3.55)	-0.001*** (-3.88)	-0.0003 (-0.78)	-0.003*** (-8.29)
MB _t	0.002*** (6.97)	0.004*** (8.48)	0.003*** (6.11)	-0.003*** (-11.99)
Lvrg _t	-0.013*** (-14.13)	0.005*** (3.50)	-0.027*** (-12.99)	0.005*** (2.76)
ROA _t	0.026*** (6.07)	0.044*** (7.04)	0.071*** (5.06)	0.033*** (4.67)
FCF _t	0.051*** (7.65)	0.067*** (7.57)	-0.022 (-1.39)	0.033*** (4.49)
LnAge _t	-0.0005 (-1.25)	-0.001** (-2.10)	-0.001 (-0.99)	-0.001 (-1.29)
SalesGr _t	-0.003*** (-5.20)	-0.005*** (-4.86)	-0.006*** (-5.66)	-0.004*** (-5.34)
Std(ROA) _t	0.002 (0.31)	0.009 (0.86)	0.009 (0.55)	-0.005 (-0.46)
Constant	0.031*** (6.76)	0.043*** (5.51)	0.044*** (5.86)	0.108*** (13.79)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	13,812	13,812	13,812	13,812
Clusters (firms)	1,402	1,402	1,402	1,402
Adj. R ²	0.410	0.353	0.289	0.335

주) 괄호 안은 t-값이고, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준을 의미한다. 표본 기간은 2000년부터 2022년까지이다.

2. 기업규모에 따른 소그룹 분석

기업의 규모는 정보비대칭과 기업의 성숙도 등과 관련이 있는 변수이다. 규모가 작은 기업은 큰 기업에 비해 시장에서 정보비대칭 정도가 심하고, 덜 성숙한 기업으로 알려져 있다. 이러한 차이는 상품시장경쟁과 배당평판의 상호작용이 배당과 갖는 관계를 다르게 할 수 있다. La Port et al.(2000)의 대체모형을 기반으로 상품시장경쟁을 도입한 Grullon and Michaely(2007)의 대체모형에서는, 정보비대칭 하에서 상품시장이 덜 경쟁적일수록 경영자는 배당 등을 통해 기업의 평판을 신호하려 할 것이라고 주장하였다. 이러한 설명은 정보비대칭이 클수록 더욱 부합할 수 있어, 기업규모에 따라 상품시장경쟁과 배당 간의 관계가 다를 수 있음을 시사한다. 한편, Grullon and Michaely(2007)이 제시하는 결과모형에서는 상품시장경쟁이 경영진을 규율하는 결과로서 상품시장경쟁이 치열할수록 더 많은 배당을 실시할 수 있다고도 하였다. 이에 대체모형과 결과모형 중, 규모에 따라 설명하는 모형이 달라지는지 살펴보기 위해 본 연구에서는 매년 기업규모에 따라 두 그룹으로 나누어 앞장과 동일한 분석을 실시하였다. 즉, 설명변수로 $RPT(5) \times HHI(5)$ 의 상호작용항을 포함하였다. 또한, 배당을 지급하지 않은 무배당 기업은 배당평판이 없어 배당과 배당평판의 상관관계가 약간 높으므로, 앞으로의 분석은 배당을 지급하는 기업에 한정하여 실시하였다. 추가적인 분석으로 무배당 기업을 포함하는 전체 표본에 대해서도 동일하게 실시하였고, 결과는 배당을 지급하는 기업으로 한정된 결과보다 더욱 유의하게 나타난다. 그러나 여기에 표로 제시하지는 않았다. 결과는 [표 4]에서 제시하고 있으며, Panel A는 규모가 작은 기업을 대상으로, Panel B는 규모가 큰 기업을 대상으로 한 결과이다. 또한 배당평판 형성기간을 5년으로 한 결과를 표에서 보고하고 있고, 추가적으로 3년 또는 7년으로 하여 동일한 분석을 실시하였으며 계수의 부호나 유의성 등의 결과는 크게 달라지지 않았다.

[표 4]에 따르면, 소기업의 결과를 보여주는 Panel A에서는 배당평판변수(RPT)와 상품시장경쟁변수 $HHI(5)$ 의 상호작용은 모든 배당변수와 양의 관계를 가지며, Div/Sales를 제외하면 그 관계는 한계적이다. 전반적으로, 규모가 작은 기업에서는 경쟁이 덜 치열할수록 배당평판을 형성하는 기업에서 더 많이 배당한다는 것을 의미한다. 이는 Grullon and Michaely(2007)의 대체모형과 일관된 결과이다.

[표 4] 소기업과 대기업

[Panel A: 소기업]

	Div/TA		Div/E		Div/Sales		Div/MV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RPT(5) _{t-1}	0.001*** (2.64)	0.0003 (0.55)	0.002*** (3.13)	0.001 (0.71)	0.002** (2.15)	0.001 (1.00)	0.002*** (2.97)	0.001 (0.59)
RPT(5) _{t-1} × HHI(5) _t		0.0005 (1.65)		0.001* (1.70)		0.0002 (0.49)		0.001* (1.69)
HHI(5) _t	-0.0001 (-0.59)	-0.0002 (-0.87)	-0.0003 (-0.81)	-0.0004 (-1.14)	0.00002 (0.08)	-0.00002 (-0.06)	0.0001 (0.30)	-0.00002 (-0.05)
LargestHld _t	0.007*** (3.22)	0.007*** (3.22)	0.011*** (3.45)	0.011*** (3.44)	0.008*** (2.60)	0.008*** (2.59)	0.012*** (3.77)	0.012*** (3.75)
ForgHld _t	0.004* (1.72)	0.004* (1.73)	0.010* (1.68)	0.010* (1.69)	0.008 (1.62)	0.008 (1.63)	0.013* (1.94)	0.014* (1.96)
Chaebol _t	-0.0004 (-0.53)	-0.0004 (-0.52)	0.0005 (0.38)	0.0005 (0.38)	-0.002 (-0.98)	-0.002 (-0.98)	0.002 (1.20)	0.002 (1.20)
LnSize _t	-0.001*** (-2.77)	-0.001*** (-2.75)	-0.002*** (-2.59)	-0.002** (-2.57)	-0.0001 (-0.40)	-0.0002 (-0.39)	-0.002** (-2.02)	-0.002** (-2.01)
MB _t	0.005*** (5.77)	0.005*** (5.79)	0.008*** (6.40)	0.008*** (6.42)	0.004*** (4.20)	0.004*** (4.20)	-0.007*** (-9.98)	-0.007*** (-9.93)
Lvrg _t	-0.013*** (-12.66)	-0.013*** (-12.66)	0.003* (1.93)	0.003* (1.87)	-0.026*** (-11.15)	-0.027*** (-11.23)	0.004* (1.85)	0.004* (1.79)
ROA _t	0.021*** (4.55)	0.021*** (4.56)	0.036*** (5.13)	0.036*** (5.13)	0.042*** (3.75)	0.042*** (3.75)	0.046*** (3.91)	0.046*** (3.92)
FCF _t	0.040*** (6.86)	0.040*** (6.83)	0.056*** (6.11)	0.055*** (6.07)	-0.016 (-1.43)	-0.016 (-1.44)	0.036*** (2.86)	0.036*** (2.83)
LnAge _t	0.00001 (0.32)	0.0002 (0.34)	0.00001 (0.47)	-0.0003 (-0.44)	0.00001 (0.22)	0.0002 (0.23)	-0.001 (-0.64)	-0.001 (-0.61)
SalesGr _t	-0.003*** (-4.66)	-0.003*** (-4.67)	-0.005*** (-4.90)	-0.005*** (-4.91)	-0.005*** (-5.00)	-0.005*** (-5.01)	-0.006*** (-4.16)	-0.006*** (-4.16)
Std(ROA) _t	0.016** (1.95)	0.016* (1.93)	0.023** (2.08)	0.023** (2.07)	0.007 (0.60)	0.007 (0.60)	0.025 (1.56)	0.025 (1.55)
Constant	0.035*** (3.84)	0.034*** (3.84)	0.046*** (3.20)	0.047*** (3.21)	0.037** (2.51)	0.037** (2.52)	0.089*** (4.32)	0.089*** (4.32)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	6,732	6,732	6,732	6,732	6,732	6,732	6,732	6,732
Clusters (firms)	955	955	955	955	955	955	955	955
Adj. R ²	0.415	0.416	0.343	0.344	0.329	0.329	0.342	0.343

[Panel B: 대기업]

	Div/TA		Div/E		Div/Sales		Div/MV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RPT(5) _{t-1}	-0.001 (-1.53)	0.0002 (0.30)	-0.001 (-0.89)	0.001 (1.07)	0.0001 (0.08)	0.001 (0.89)	-0.0001 (-0.09)	0.001 (1.23)
RPT(5) _{t-1} × HHI(5) _t		-0.0004 (-1.27)		-0.001* (-1.79)		-0.001 (-1.04)		-0.001 (-1.45)
HHI(5) _t	-0.001*** (-2.93)	-0.001** (-2.44)	-0.001*** (-2.76)	-0.001** (-2.22)	-0.001*** (-2.67)	-0.001** (-2.11)	-0.001* (-1.73)	-0.001 (-1.35)
LargestHld _t	0.005** (2.10)	0.005** (2.12)	0.008** (2.33)	0.008** (2.36)	0.009** (2.14)	0.009** (2.16)	0.006** (2.29)	0.006** (2.32)
ForgHld _t	0.009*** (3.43)	0.009*** (3.42)	0.016*** (3.55)	0.016*** (3.54)	0.010** (2.22)	0.010** (2.21)	0.010** (2.58)	0.010** (2.57)
Chaebol _t	0.0002 (0.30)	0.0002 (0.33)	0.001 (0.50)	0.001 (0.53)	-0.0001 (-0.08)	-0.0001 (-0.06)	0.002* (1.80)	0.002* (1.83)
LnSize _t	-0.001*** (-3.09)	-0.001*** (-3.08)	-0.002*** (-3.32)	-0.002*** (-3.32)	-0.001* (-1.74)	-0.001* (-1.73)	-0.003*** (-6.99)	-0.003*** (-7.00)
MB _t	0.002*** (5.91)	0.002*** (5.91)	0.003*** (7.27)	0.003*** (7.27)	0.003*** (5.45)	0.003*** (5.45)	-0.003*** (-11.23)	-0.003*** (-11.23)
Lvrg _t	-0.014*** (-9.32)	-0.014*** (-9.34)	0.006*** (2.61)	0.006*** (2.61)	-0.028*** (-8.58)	-0.028*** (-8.59)	0.004* (1.83)	0.004* (1.83)
ROA _t	0.029*** (4.81)	0.029*** (4.82)	0.048*** (5.48)	0.048*** (5.49)	0.098*** (4.18)	0.098*** (4.18)	0.018** (2.32)	0.018** (2.33)
FCF _t	0.057*** (6.50)	0.057*** (6.50)	0.074*** (6.41)	0.074*** (6.40)	-0.035 (-1.36)	-0.035 (-1.36)	0.039*** (5.17)	0.038*** (5.16)
LnAge _t	-0.001* (-1.88)	-0.001* (-1.87)	-0.002** (-2.21)	-0.002** (-2.21)	-0.002* (-1.69)	-0.002* (-1.68)	-0.001 (-1.07)	-0.001 (-1.06)
SalesGr _t	-0.003*** (-3.52)	-0.003*** (-3.52)	-0.005*** (-3.17)	-0.005*** (-3.16)	-0.007*** (-4.21)	-0.007*** (-4.21)	-0.003*** (-3.60)	-0.003*** (-3.60)
Std(ROA) _t	-0.014 (-1.18)	-0.013 (-1.16)	-0.010 (-0.65)	-0.009 (-0.62)	0.010 (0.35)	0.01 (0.36)	-0.029*** (-2.75)	-0.028*** (-2.73)
Constant	0.040*** (5.57)	0.040*** (5.49)	0.056*** (4.71)	0.055*** (4.64)	0.067*** (5.20)	0.066*** (5.14)	0.107*** (11.14)	0.107*** (11.06)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	7,080	7,080	7,080	7,080	7,080	7,080	7,080	7,080
Clusters (firms)	917	917	917	917	917	917	917	917
Adj. R ²	0.442	0.442	0.386	0.387	0.306	0.306	0.371	0.371

주) 괄호 안은 t-값이고, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준을 의미한다. 표본 기간은 2000년부터 2022년까지이다.

대체모형에서 정보비대칭 하에서는 덜 경쟁적인 상품시장에 속한 기업의 경영자는 배당을 통해 기업의 평판을 신호할 수 있다고 하였다. 정보비대칭이 심한 소기업을 대상으로 하는 분석에서(Panel A), HHI 변수는 전반적으로 배당과 유의한 관계를 가지지 않는데, 배당평판더미변수와의 상호작용항은 유의한 관계를 가지므로 배당평판이 유효하게 작용하고 있음을 알 수 있다. 즉, 본 연구결과는 배당평판을 고려하고 있는 기업이 정보비대칭이 심한 경우, 경쟁이 덜 치열할수록 배당을 많이 지급한다는 Grullon and Michaely(2007)의 대체모형을 직접적으로 보였다고 할 수 있다. 또한 표에서 제시하고 있지 않지만, 배당평판 형성기간을 3년, 5년, 7년으로 하여 분석한 결과를 비교하면, 3년인 경우에 $RPT(n) \times HHI(5)$ 의 유의성이 가장 높았고, 7년으로 갈수록 점점 유의성이 감소한다. 이는 배당평판을 이미 형성한 기업보다는 평판을 구축해나가고자 하는 기업, 즉, 배당평판을 고려하는 기업에서 경쟁의 지배구조 대체효과가 더 크다고 볼 수 있어 Grullon and Michaely(2007)의 대체모형을 더욱 지지한다는 해석이 가능하다.

대기업을 대상으로 분석한 결과는 [표 4]의 Panel B에서 제시하고 있다. 대기업에 대해서는 상호작용항을 제외한 결과에서 소기업과 달리 배당평판이 배당 규모와 유의한 관련성이 없다. 상호작용항을 포함하는 분석에서는 소기업과 반대로, 경쟁이 치열한 산업 내 기업이 배당평판을 형성한 경우 상대적으로 더 많이 배당을 지급하고 있지만 종속변수가 Div/E인 경우를 제외하면 유의하지는 않다. 배당평판을 유무와 상관없이 HHI는 배당비율과 유의한 음(-)의 관계를 가져 Grullon and Michaely (2007)의 결과모형을 지지하였는데 배당평판이 있는 기업에서는 그러한 관계가 더욱 강하다. 이는 정보비대칭이 큰 작은 기업과 달리 정보비대칭이 완화된 대기업에서는 치열한 경쟁이 지배구조 역할을 하여, 결과적으로 배당을 많이 하는 것으로 해석할 수 있고, 기업이 배당평판을 구축하고 있는 상황은 경영진을 더 규율/감시하게 하므로 그러한 관계가 미비하게 더 강해질 수 있다. 그리고 결과적으로 기업의 규모에 따라 경쟁과 배당평판의 상호작용이 배당지급에 미치는 영향이 다름을 확인할 수 있다.

3. 성장기회에 따른 소그룹 분석

기업의 성장기회에 따라서 상품시장경쟁과 배당평판의 상호작용이 배당정책에

다르게 영향을 미칠 수 있다. 성장 및 투자기회가 많다면, 경쟁이 치열한 산업 내 기업은 배당하기보다 투자를 해야 살아남을 수도 있지만, 다른 한편으로는 미래의 추가적인 자금조달 등을 고려하여 시장의 평판형성을 위해 배당을 더욱 지급할 수도 있다(La Port et al., 2000). 그리고 성장기회가 많지 않다면, 경쟁이 치열하지 않는 기업이 배당평판을 고려하는 경우, 과잉투자하기보다 현금을 배당으로 지급하는 것을 선호할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 기업의 성장기회에 따라 기업을 분류하여 분석하였다.

성장기회 정도에 따라 상품시장경쟁과 배당평판의 상호작용과 배당비율과의 관계가 달라지는지 살펴보기 위해 본 연구에서는 매년 투자기회의 대용치인 시장가치대장부가치비율(MB)에 따라 두 그룹으로 나누어 이전과 동일한 분석을 실시하였다. 즉, 설명변수로 $RPT(5) \times HHI(5)$ 의 상호작용항을 포함하고, 무배당 기업은 제외하였다. 결과는 [표 5]에서 제시하고 있으며, Panel A는 MB가 작은 기업, Panel B는 MB가 큰 기업을 대상으로 한 결과이다. 또한 배당평판 형성기간을 5년으로 한 결과를 표에서 보고하고 있고, 추가적으로 3년 또는 7년으로 하여 동일한 분석을 실시하였으나 크게 다르지 않아 표로 제시하지는 않았다. 다만, [표 5]에서 제시하는 결과는 배당평판 형성기간이 길수록 더욱 유의하였다.

[표 5]의 Panel A에 따르면, 성장기회가 적은 기업에 대해서는 배당평판과의 상호작용항이 없는 (1), (3), (5), (7)열의 결과에서 전반적으로 배당평판이 있을수록 배당비율이 높았지만, 상품시장경쟁은 배당과 유의한 결과가 나타나지 않는다. 반면에 (2), (4), (8)열에서 배당평판과 상품시장경쟁의 상호작용항의 계수는 양수로, $Div/Sales$ 가 종속변수인 경우를 제외하면 투자기회가 적은 기업 중, 경쟁이 덜 치열하고 배당평판을 구축하려는 기업은 더 많은 배당을 지급하는 것으로 볼 수 있다. 그러나 유의하지 않다.

성장기회가 많은 기업을 대상으로 분석한 결과를 제시하는 Panel B에서는 $HHI(5)$ 와 배당비율과의 관계, $RPT(5) \times HHI(5)$ 과 배당비율과의 관계는 모두 음수로 나타났으며 $Div/Sales$ 가 종속변수인 경우를 제외하면 유의하였다. 즉, 성장기회가 많은 기업들은 경쟁이 치열할수록 배당을 더 많이 지급하며, 배당평판을 고려하는 기업은 더욱 그러하다고 볼 수 있다. 따라서, 경쟁이 치열한 산업 내 기업이 미래의 추가적인 자금조달 등을 고려하면 평판을 구축하기 위해 배당을 더욱 지급할

수도 있다는 기존문헌의 주장을 지지하는 결과라 할 수 있다.

[표 5] 성장기회가 적은 기업과 많은 기업

[Panel A: 성장기회가 적은 기업]

	Div/TA		Div/E		Div/Sales		Div/MV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RPT(5) _{t-1}	0.0003 (1.39)	0.0001 (0.28)	0.001** (2.13)	0.0002 (0.33)	0.001 (1.10)	0.002 (1.46)	0.002** (2.18)	0.0005 (0.39)
RPT(5) _{t-1} × HHI(5) _t		0.0001 (0.56)		0.0003 (1.02)		-0.0004 (-0.99)		0.0005 (0.99)
HHI(5) _t	-0.0003 (-1.58)	-0.0003* (-1.67)	-0.0002 (-0.95)	-0.0003 (-1.16)	-0.001* (-1.95)	-0.0004 (-1.52)	0.00001 (-0.82)	-0.001 (-1.00)
LargestHld _t	0.002** (2.55)	0.002** (2.54)	0.004*** (2.71)	0.004*** (2.69)	0.005** (2.00)	0.005** (2.02)	0.006** (2.04)	0.006** (2.02)
ForgHld _t	0.004** (2.27)	0.004** (2.27)	0.005** (2.18)	0.005** (2.18)	0.003 (0.94)	0.003 (0.94)	0.008* (1.84)	0.008* (1.84)
Chaebol _t	0.0005 (1.28)	0.0005 (1.28)	0.001 (1.39)	0.001 (1.39)	0.0001 (0.11)	0.0001 (0.10)	0.002* (1.92)	0.002* (1.92)
LnSize _t	-0.001*** (-4.71)	-0.001*** (-4.71)	-0.001*** (-4.80)	-0.001*** (-4.81)	-0.0001 (-0.52)	-0.0001 (-0.51)	-0.002*** (-5.30)	-0.002*** (-5.31)
MB _t	0.008*** (14.33)	0.008*** (14.34)	0.016*** (17.19)	0.016*** (17.22)	0.010*** (5.62)	0.010*** (5.65)	-0.013*** (-7.73)	-0.013*** (-7.77)
Lvrg _t	-0.011*** (-15.12)	-0.011*** (-15.12)	0.002** (2.10)	0.002** (2.07)	-0.023*** (-11.22)	-0.023*** (-11.17)	0.005** (2.19)	0.005** (2.17)
ROA _t	0.017*** (4.89)	0.017*** (4.90)	0.027*** (5.52)	0.028*** (5.54)	0.063*** (3.23)	0.063*** (3.23)	0.054*** (4.91)	0.054*** (4.92)
FCF _t	0.020*** (5.47)	0.020*** (5.47)	0.030*** (5.69)	0.030*** (5.70)	-0.060*** (-3.46)	-0.060*** (-3.47)	0.044*** (3.93)	0.044*** (3.93)
LnAge _t	-0.001*** (-2.75)	-0.001*** (-2.74)	-0.001*** (-3.25)	-0.001*** (-3.24)	-0.001 (-0.85)	-0.001 (-0.86)	-0.003*** (-3.26)	-0.003*** (-3.25)
SalesGr _t	-0.002*** (-5.15)	-0.002*** (-5.15)	-0.003*** (-6.11)	-0.003*** (-6.11)	-0.004*** (-4.23)	-0.004*** (-4.24)	-0.005*** (-5.13)	-0.005*** (-5.13)
Std(ROA) _t	-0.003 (-0.56)	-0.003 (-0.57)	-0.003 (-0.32)	-0.003 (-0.33)	0.006 (0.45)	0.006 (0.47)	-0.004 (-0.22)	-0.004 (-0.23)
Constant	0.027*** (8.59)	0.027*** (8.60)	0.037*** (7.02)	0.037*** (7.05)	0.034*** (5.17)	0.034*** (5.10)	0.112*** (11.05)	0.113*** (11.07)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	8,203	8,203	8,203	8,203	8,203	8,203	8,203	8,203
Clusters (firms)	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020	1,020
Adj. R ²	0.377	0.377	0.295	0.295	0.207	0.207	0.329	0.329

[Panel B: 성장기회가 많은 기업]

	Div/TA		Div/E		Div/Sales		Div/MV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RPT(5) _{t-1}	-0.0001 (-0.17)	0.001 (1.24)	0.0003 (0.34)	0.003* (1.87)	0.001 (0.68)	0.002 (0.84)	0.0001 (0.01)	0.002** (2.02)
RPT(5) _{t-1} × HHI(5) _t		-0.001* (-1.78)		-0.001** (-2.17)		-0.0004 (-0.53)		-0.001** (-2.33)
HHI(5) _t	-0.001** (-1.96)	-0.0007 (-1.48)	-0.001** (-2.50)	-0.001* (-1.80)	-0.0005 (-0.95)	-0.0004 (-0.69)	-0.001** (-2.14)	-0.0005 (-1.49)
LargestHld _t	0.013*** (3.37)	0.014*** (3.38)	0.019*** (3.71)	0.019*** (3.73)	0.019*** (3.00)	0.019*** (3.01)	0.010*** (4.47)	0.010*** (4.51)
ForgHld _t	0.011*** (3.22)	0.011*** (3.22)	0.020*** (3.19)	0.020*** (3.21)	0.014** (2.14)	0.014** (2.14)	0.012*** (2.59)	0.012*** (2.60)
Chaebol _t	-0.001 (-1.16)	-0.001 (-1.13)	-0.00001 (-0.05)	0.0001 (0.05)	-0.004** (-2.31)	-0.004** (-2.28)	-0.00001 (-0.28)	-0.0002 (-0.18)
LnSize _t	-0.001*** (-2.75)	-0.001*** (-2.76)	-0.002*** (-3.46)	-0.002*** (-3.49)	-0.001 (-0.94)	-0.001 (-0.95)	-0.002*** (-4.52)	-0.002*** (-4.55)
MB _t	0.002*** (4.79)	0.002*** (4.80)	0.003*** (5.75)	0.003*** (5.76)	0.002*** (4.55)	0.002*** (4.56)	-0.002*** (-10.36)	-0.002*** (-10.34)
Lvrg _t	-0.018*** (-9.30)	-0.018*** (-9.31)	0.010*** (3.18)	0.010*** (3.18)	-0.032*** (-9.54)	-0.032*** (-9.54)	0.004** (2.19)	0.004** (2.19)
ROA _t	0.027*** (3.52)	0.027*** (3.53)	0.048*** (4.41)	0.048*** (4.43)	0.070*** (3.72)	0.071*** (3.72)	0.020*** (3.34)	0.021*** (3.37)
FCF _t	0.067*** (5.99)	0.067*** (6.00)	0.087*** (5.76)	0.087*** (5.76)	-0.00001 (-0.02)	-0.0004 (-0.02)	0.041*** (5.50)	0.041*** (5.51)
LnAge _t	0.00001 (0.65)	0.0004 (0.69)	0.00001 (-0.06)	-0.00001 (-0.01)	0.00001 (0.06)	0.0001 (0.07)	0.00001 (-0.46)	-0.0003 (-0.42)
SalesGr _t	-0.005*** (-3.68)	-0.005*** (-3.68)	-0.006*** (-2.77)	-0.006*** (-2.76)	-0.010*** (-4.22)	-0.010*** (-4.22)	-0.005*** (-4.64)	-0.005*** (-4.63)
Std(ROA) _t	0.003 (0.22)	0.003 (0.22)	0.011 (0.63)	0.011 (0.65)	0.011 (0.39)	0.011 (0.39)	0.012 (1.36)	0.013 (1.38)
Constant	0.032*** (3.53)	0.032*** (3.50)	0.056*** (3.58)	0.055*** (3.54)	0.045*** (3.18)	0.045*** (3.17)	0.068*** (6.41)	0.067*** (6.38)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	5,609	5,609	5,609	5,609	5,609	5,609	5,609	5,609
Clusters (firms)	1,086	1,086	1,086	1,086	1,086	1,086	1,086	1,086
Adj. R ²	0.399	0.399	0.325	0.326	0.317	0.317	0.319	0.320

주) 괄호 안은 t-값이고, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준을 의미한다. 표본 기간은 2000년부터 2022년까지이다.

4. 배당수익률에 따른 소그룹 분석

미국시장을 대상으로 한 Kang and Kim(2021)에 따르면, 배당의 크기에 따라 배당평판과 상품시장경쟁, 그리고 그 두 변수의 상호작용항이 배당 크기와 가지는 관계가 다르다. 그들의 연구에서는 배당 수준이 낮은 기업은 배당평판과 상품시장경쟁의 상호작용이 배당과 유의한 관계가 없으나, 배당수준이 높은 기업은 그 상호작용이 배당과 유의한 음(-)의 관계를 가졌다. 배당수준이 높은 기업은 낮은 기업에 비해 배당정책을 더 관심이 많기에 평판효과가 유의하게 나타난다고 하였다.

따라서 본 연구에서도 배당의 크기에 따라 배당평판과 상품시장경쟁의 상호작용이 배당지급에 미치는 영향이 다를 것으로 예상하고 이에 대해 분석하였다. 무배당 기업은 제외하고, 매년 배당수익률(Div/MV) 크기에 따라 두 그룹으로 나누어 앞장과 동일한 회귀분석을 실시하였다.

결과는 [표 6]에서 제시하고 있으며, Panel A는 배당수익률이 낮은 기업, Panel B는 배당수익률이 높은 기업이다. Panel A에 따르면, Div/Sales를 제외하고 배당수익률이 낮은 기업은 HHI(5)와 배당평판변수의 상호작용항은 배당과 한계적으로 음의 관계를 가지지만, HHI(5)의 계수는 유의하지 않다. 이는 배당수익률이 낮은 기업에서는 경쟁과 배당의 유의한 관계가 배당평판효과를 고려할 때 약간 더 명확히 나타난다는 것을 의미한다. 즉, 배당수익률이 낮은 기업에 대해서는, 경쟁이 치열한 산업의 기업이 배당평판을 생성할수록 배당을 더 많이 지급하고, 배당평판효과를 제어하면 경쟁과 배당 간의 관계가 유의하지 않다. 반면에, Panel B의 배당수익률이 높은 기업에서는 배당평판과 HHI의 상호작용항은 배당과 유의한 관계를 가지지 않고, HHI 변수는 배당과 유의한 음(-)의 관계를 가진다. 따라서 배당수익률이 높은 기업은 두 변수의 상호작용과 배당 간에 일관된 관계가 없다. 이는, 배당평판이 미비할 배당수익률이 낮은 기업에서는 경쟁과 배당간의 관계에 평판효과가 존재하지만, 배당수익률이 높은 기업은 이미 배당에 대한 시장평판이 형성되어 있을 것이므로 경쟁과 배당 간의 관계에 평판효과가 없다고 해석할 수 있다.

[표 6] 배당수익률이 작은 기업과 큰 기업

[Panel A: 배당수익률이 작은 기업]

	Div/TA		Div/E		Div/Sales		Div/MV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
RPT(5) _{t-1}	0.0003 (1.41)	0.001** (2.16)	0.001* (1.71)	0.001** (2.35)	0.001 (1.51)	0.002** (2.42)	0.0001 (0.64)	0.001** (2.39)
RPT(5) _{t-1} × HHI(5) _t		-0.0002 (-1.62)		-0.0002 (-1.66)		-0.0005 (-1.34)		-0.0003** (-1.97)
HHI(5) _t	-0.0001 (-1.03)	-0.0001 (-0.76)	-0.0003 (-1.49)	-0.0002 (-1.07)	0.0003 (1.48)	0.0004* (1.85)	0.00001 (0.11)	0.0001 (0.58)
LargestHld _t	-0.001 (-1.17)	-0.001 (-1.16)	-0.0002 (-0.15)	-0.0002 (-0.15)	0.001 (0.30)	0.001 (0.31)	0.0001 (0.18)	0.0002 (0.20)
ForgHld _t	0.004*** (2.98)	0.005*** (3.00)	0.008*** (2.96)	0.008*** (2.96)	0.007** (2.22)	0.007** (2.23)	0.003** (2.03)	0.003** (2.05)
Chaebol _t	-0.0004 (-1.09)	-0.0003 (-1.05)	-0.0001 (-0.25)	-0.0001 (-0.22)	-0.002*** (-3.03)	-0.002*** (-2.95)	0.0001 (0.21)	0.0001 (0.27)
LnSize _t	-0.0002 (-1.26)	-0.0002 (-1.25)	-0.0003 (-1.32)	-0.0003 (-1.32)	0.0003 (1.17)	0.0003 (1.18)	-0.0005*** (-4.17)	-0.0005*** (-4.17)
MB _t	0.002*** (10.33)	0.002*** (10.33)	0.004*** (10.36)	0.004*** (10.35)	0.003*** (8.61)	0.003*** (8.60)	-0.001*** (-13.20)	-0.001*** (-13.20)
Lvrg _t	-0.009*** (-14.77)	-0.009*** (-14.74)	0.004*** (3.29)	0.005*** (3.35)	-0.016*** (-8.98)	-0.016*** (-9.01)	0.002*** (3.53)	0.002*** (3.57)
ROA _t	0.008*** (3.20)	0.008*** (3.20)	0.017*** (3.87)	0.017*** (3.86)	0.045*** (2.78)	0.045*** (2.77)	0.006** (2.29)	0.006** (2.28)
FCF _t	0.031*** (9.99)	0.031*** (9.99)	0.038*** (6.73)	0.038*** (6.72)	-0.029* (-1.73)	-0.029* (-1.73)	0.018*** (6.30)	0.018*** (6.31)
LnAge _t	-0.001*** (-3.48)	-0.001*** (-3.47)	-0.001*** (-3.73)	-0.001*** (-3.72)	-0.001** (-2.39)	-0.001** (-2.39)	-0.001*** (-3.04)	-0.001*** (-3.03)
SalesGr _t	-0.001*** (-2.68)	-0.001*** (-2.69)	-0.001*** (-2.79)	-0.001*** (-2.80)	-0.004*** (-2.83)	-0.004*** (-2.83)	-0.001* (-1.93)	-0.001* (-1.94)
Std(ROA) _t	0.003 (0.62)	0.003 (0.64)	0.004 (0.65)	0.004 (0.66)	0.03 (1.45)	0.03 (1.48)	-0.005 (-1.01)	-0.005 (-0.97)
Constant	0.020*** (7.37)	0.020*** (7.35)	0.023*** (4.98)	0.023*** (4.97)	0.033*** (4.75)	0.033*** (4.76)	0.036*** (11.51)	0.036*** (11.47)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	6,647	6,647	6,647	6,647	6,647	6,647	6,647	6,647
Clusters (firms)	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163	1,163
Adj. R ²	0.551	0.551	0.510	0.510	0.226	0.226	0.476	0.476

[Panel B: 배당수익률이 큰 기업]

	Div/TA		Div/E		Div/Sales		Div/MV	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
$RPT(5)_{t-1}$	-0.0002 (-0.54)	-0.001 (-0.87)	-0.0001 (-0.21)	-0.0002 (-0.20)	-0.0001 (-0.10)	-0.0003 (-0.21)	0.0001 (0.12)	-0.001 (-0.66)
$RPT(5)_{t-1} \times HHI(5)_t$		0.0002 (0.71)		0.00004 (0.10)		0.0001 (0.19)		0.0003 (0.85)
$HHI(5)_t$	-0.0005* (-1.92)	-0.001** (-2.00)	-0.001* (-1.74)	-0.001* (-1.76)	-0.001** (-2.41)	-0.001** (-2.38)	-0.0004 (-1.04)	-0.001 (-1.19)
$LargestHld_t$	0.009*** (3.79)	0.009*** (3.79)	0.014*** (4.74)	0.014*** (4.74)	0.012*** (2.70)	0.012*** (2.70)	0.013*** (5.12)	0.013*** (5.11)
$ForgHld_t$	0.005* (1.76)	0.005* (1.76)	0.009* (1.93)	0.009* (1.93)	0.003 (0.59)	0.003 (0.59)	0.010* (1.90)	0.010* (1.90)
$Chaebol_t$	-0.0003 (-0.58)	-0.0003 (-0.58)	-0.0001 (-0.17)	-0.0001 (-0.17)	-0.001 (-0.70)	-0.001 (-0.70)	0.002* (1.81)	0.002* (1.80)
$LnSize_t$	-0.001*** (-2.69)	-0.001*** (-2.69)	-0.001*** (-3.11)	-0.001*** (-3.11)	0.00004 (0.10)	0.00005 (0.10)	-0.002*** (-4.41)	-0.002*** (-4.40)
MB_t	0.014*** (9.69)	0.014*** (9.69)	0.023*** (14.27)	0.023*** (14.26)	0.016*** (6.95)	0.016*** (6.95)	-0.003*** (-4.87)	-0.003*** (-4.85)
$Lvrg_t$	-0.018*** (-18.94)	-0.018*** (-18.91)	0.005*** (3.05)	0.005*** (3.05)	-0.038*** (-15.22)	-0.038*** (-15.20)	0.004** (2.05)	0.004** (2.05)
ROA_t	0.026*** (4.69)	0.026*** (4.69)	0.038*** (5.10)	0.038*** (5.11)	0.074*** (3.31)	0.074*** (3.31)	0.043*** (3.67)	0.043*** (3.66)
FCF_t	0.024*** (3.71)	0.024*** (3.71)	0.022** (2.33)	0.022** (2.32)	-0.074*** (-3.55)	-0.074*** (-3.55)	0.006 (0.55)	0.006 (0.55)
$LnAge_t$	0.001 (1.19)	0.001 (1.20)	0.0003 (0.41)	0.0003 (0.41)	0.001 (0.90)	0.001 (0.91)	0.0002 (0.25)	0.0002 (0.26)
$SalesGr_t$	-0.003*** (-3.85)	-0.003*** (-3.85)	-0.005*** (-3.71)	-0.005*** (-3.71)	-0.007*** (-4.40)	-0.007*** (-4.40)	-0.005*** (-3.92)	-0.005*** (-3.93)
$Std(ROA)_t$	-0.001 (-0.05)	-0.001 (-0.05)	0.009 (0.70)	0.009 (0.70)	-0.010 (-0.50)	-0.01 (-0.50)	0.010 (0.74)	0.01 (0.74)
Constant	0.021*** (4.25)	0.021*** (4.27)	0.026*** (3.11)	0.026*** (3.12)	0.031*** (3.14)	0.031*** (3.13)	0.092*** (9.44)	0.092*** (9.46)
Year Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Industry Dummy	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Obs.	7,165	7,165	7,165	7,165	7,165	7,165	7,165	7,165
Clusters (firms)	1,076	1,076	1,076	1,076	1,076	1,076	1,076	1,076
Adj. R ²	0.610	0.610	0.594	0.594	0.456	0.456	0.371	0.371

주) 괄호 안은 t-값이고, *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1%의 유의수준을 의미한다. 표본 기간은 2000년부터 2022년까지이다.

IV. 결 론

1. 요약 및 의의

본 연구에서는 2000년부터 2022년까지 한국거래소 유가증권시장(KOSPI)과 코스닥(KOSDAQ) 시장에 상장되었던 비금융산업의 기업을 분석대상으로, 배당평판과 상품시장의 경쟁 간의 상호작용과 기업의 배당 지급 간의 관계에 대해 실증적으로 분석하였다. 지난 몇 년간 배당을 줄이지 않았던 기업은 배당평판을 형성하였다고 가정하고, HHI를 상품시장의 경쟁정도에 대한 대용치로 이용하였다.

전체 표본을 대상으로 분석한 결과, 상품시장경쟁이 치열할수록 배당을 많이 지급하는 것으로 드러났으나, 이러한 관계에서 배당평판효과는 존재하지 않았다. 그러나 기업을 규모에 따라 두 그룹으로 나누어 분석한 결과에서는 그룹별로 상이하였다. 소기업에 대해서는, 경쟁이 덜 치열한 기업이 배당평판이 형성되었을수록 비교적 더 많은 배당을 지급하였고, 이는 Grullon and Michaely(2007)의 대체모형과 일치하는 결과이다. 정보비대칭이 상대적으로 완화되어 있는 대기업에 대해서는 경쟁이 치열한 기업이 배당평판이 있을수록 더 많은 배당을 실시하였지만 유의하지 않았다. 이는 대기업의 경우 Grullon and Michaely(2007)의 대체모형이 적합하지 않다는 것을 의미한다.

기업의 성장기회에 따라 기업을 분류하여 상품시장경쟁과 배당평판의 상호작용과 배당과의 관계도 알아보았다. 연구 결과에 따르면, 투자기회가 적은 기업은 경쟁과 평판의 상호작용이 배당과 유의한 관련이 없으나 투자기회가 많은 기업은 경쟁이 치열하고 배당평판이 있는 기업에서 상대적으로 더 많은 배당을 지급하였다. 이는, 성장기회가 많은 경우, 경쟁이 치열한 산업 내 기업이 미래의 추가적인 자금조달 등을 고려하면 평판을 구축하기 위해 배당을 더욱 지급할 수도 있다는 기존 문헌의 주장을 지지하는 결과라 할 수 있다.

배당수익률에 대해서는, 배당수익률이 작은 기업은 평판효과가 한계적으로 있었으나, 배당수익률이 높은 기업은 평판효과가 없었다. 이는 배당평판이 미비할 것으로 예상되는 배당수익률이 낮은 기업에서는, 경쟁과 배당간의 관계에 평판효과가 존재하지만, 배당수익률이 높은 기업은 이미 배당에 대한 시장평판이 형성되어 있

을 것이므로 경쟁과 배당간의 관계에 평판효과가 없다고 해석할 수 있다.

2. 미래사회에 대한 함의

배당을 지급하는 기업의 수나 배당 지급 규모가 작았던 과거에 비해 많은 한국 기업들이 더 많은 배당을 지급하고 있으며 배당을 지급하는 기업의 수도 확대되고 있어 앞으로도 이에 대한 연구가 요구된다. 특히, 투자자에게 기업의 이익을 환원하는 배당에 대한 관심이 증가하고 있으며, 이에 따라 기업은 투자자들이 갖게 될 배당평판을 더욱 고려해 의사결정할 것으로 기대된다. 더욱이 미래 사회에서는 투자자의 권익을 더욱 보호하고자 할 것이므로, 이러한 투자자들의 배당평판 및 기업의 배당정책에 대한 연구가 중요한 시사점을 줄 것으로 기대된다.

참고문헌

- 박경서, 변희섭, 이지혜, 2011, 상품시장에서의 경쟁과 기업지배구조의 상호작용이 투자와 배당에 미치는 영향. *재무연구*, 24(2), 483-522.
- 신민식, 이재익, 2015, 제품시장 경쟁과 대리인 문제가 배당정책에 미치는 영향. *경영학연구*, 44(5), 1327-1359.
- 임지은, 김류미, 2021, 배당평판에 따른 배당락일 시장반응 분석, *경영교육연구* 36(2), 1-24.
- Aggarwal, R., Samwick, A., 1999, Executive compensation, strategic competition, and relative performance evaluation. *Journal of Finance* 54, 1999-2043.
- Allen, F., Gale, D., 2000, Corporate governance and competition, in Vives, X., eds., *Corporate Governance: Theoretical and Empirical Perspectives* (Cambridge University Press, Cambridge), 23-94.
- Beiner, S., Schmid, M., Wanzenried, G., .2011, Product market competition, managerial incentives and firm valuation. *European Financial Management* 17, 331-366.
- Berger, A., Hannan, T., 1998, The efficiency cost of market power in the banking industry: A test of the “Quiet Life” and related hypothesis, *The Review of Economics and Statistics* 80, 454-465.
- Booth, L., and Zhou, J., 2015, Market power and dividend policy. *Managerial Finance*, 41(2), 145-163.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., 2006, The irrelevance of the MM dividend irrelevance theorem. *Journal of Financial Economics* 79, 293-315.
- DeAngelo, Harry, Linda DeAngelo, and Douglas J. Skinner, 2008, Corporate payout policy, *Foundations and Trends in*

Finance 3, 95-287.

- Easterbrook, F., 1984, Two agency-cost explanations of dividends. *American Economic Review* 75, 650-659.
- Fee, C., Hadlock, C., 2000, Management turnover and product market competition: Empirical evidence from the U.S. newspaper industry, *Journal of Business* 73, 205-243.
- Graham, D., Kaplan, D., Sibley, D., 1983, Efficiency and competition in the airline industry, *Bell Journal of Economics* 14, 118-138.
- Grullon, G., Larkin, Y., Michaely, R., 2018, Dividend Policy and Product Market Competition. Working paper.
- Gupta, K., Banerjee, R., Onur, I., 2017, The effects of R&D and competition on firm value: International evidence. *International Review of Economics and Finance* 51, 391-404.
- He, W., 2012. Agency problems, product market competition and dividend policies in Japan. *Accounting and Finance* 52, 873-901.
- Hermalin, B., 1992. The effects of competition on executive behavior. *Rand Journal of Economics* 23, 350-365.
- Hoberg, G., Phillips, G., Prabhala, N., 2014, Product market threats, payouts, and financial flexibility, *Journal of Finance* 69, 293-324.
- Jensen, M., 1993, The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance* 48, 831-880.
- Kao, L., Chen, A., 2013, How product market competition affects dividend payments in a weak investor protection economy: Evidence from Taiwan, *Pacific-Basin Finance Journal* 25, 21-39.

- Kang, E., and Kim, R., 2021, Product market competition, reputation, and dividend policy, *Applied Economics*, 53(29), 3334-3346.
- Kim, S., Kim, Y., 2017. Product market competition on the effectiveness of internal control, *Asia-Pacific Journal of Accounting & Economics* 24, 163-182.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny, 2000, Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, Vol. 55, pp. 1-33.
- Lee, J., Byun, H., Park, K., 2019, How does product market competition affect corporate takeover in an emerging economy? *International Review of Economics and Finance* 60, 26-45.
- Nickell, S., 1996, Competition and corporate performance. *Journal of Political Economy* 104, 724-746.
- Raith, M., 2003, Competitive risk and managerial incentives. *American Economic Review* 93, 1425-1436.
- Rozeff, M., 1982, Growth, Beta, and Agency Costs as Determinants of Dividend Payout Ratio, *Journal of Financial Research* 5, 249-259.
- Scharfstein, D., 1988, Product-market competition and managerial slack, *Rand Journal of Economics* 19, 147-155.
- Schmidt, K., 1997, Managerial incentives and product market competition, *Review of Economic Studies* 64, 191-213.
- Suman, S., and Singh, S., 2021, Corporate governance mechanisms and corporate investments: evidence from India. *International Journal of Productivity and Performance Management*, 70(3), 635-656.
- Zwiebel, J., 1996. Dynamic capital structure under managerial entrenchment. *American Economic Review* 86, 1197-1215.

The Effect of Dividend Reputation and Product Market Competition on Dividend payout

Yu Kyung Lee* · Ryumi Kim**

Abstract

We examine the impact of the interaction between dividend reputation and product market competition on the dividend policy. Reputation-established firms are defined as firms that continue to pay non-decreasing dividends per share for several years, and HHI(Herfindahl-Hirschman Index) is the proxy for product market competition. We find that firms in more competitive market pay more dividend, but there is not reputation effect in this relationship. However, small firms with dividend reputation pay more dividend when market is less competitive, while large firms with dividend reputation pay more dividend when market is more competitive. Also, firms with more growth opportunity pay more dividend when they are in more competitive market and establish reputation. In addition, firms with lower dividend yield marginally have reputation effect.

Key word : Dividend Reputation, Product market competition, Dividend, Herfindahl-Hirschman Index

* First Author, Pukyong National University, Business Administration, yukyunglee@pknu.ac.kr

** Corresponding Author, Chungbuk National University, School of Business, ryumk@cbnu.ac.kr