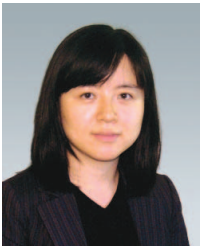


공공기관과 민간기업의 배당성향 비교분석

I. 서론



김지영

한국조세연구원
부연구위원
(jykim@kipf.re.kr)

국가가 자본금을 출자하고 지분을 소유하는 공공기관으로부터 발생하는 정부배당수입은 중요한 세입원천 중의 하나이다. 금융위기 이후 재정건전성 강화에 대한 필요성이 높아지면서, 정부출자수입이나 경상이전수입과 같은 세외수입이 가지는 중요성 역시 더욱 커지게 되었다. 정부는 최근의 법률개정(2011.10.15 시행)을 통하여 국유재산법 제65조의2부터 제65조의6까지 정부배당 내용을 신설함으로써 국유재산 관리 법률을 정비하였다.¹⁾ 이는 정부출자기업체의 정부배당에 관한 주요 사항을 법률에 명확하게 규정하고, 배당 결정 과정의 투명성을 제고하기 위함이다. 또한 공공기관의 정부배당을 강화하기 위한 법률개정이 추진 중에 있다.²⁾

정부배당을 지급하는 공공기관은 대부분 설립 근거 법률을 가지고 있으며, 개별법에 따라 이익금을 처리한다.³⁾ 그리하여 사업연도의 결산 결과 발생한 이익, 즉 당기의 이익금에 기초하여 출자자에 대한 배분을 결정한다. 배당가능이익은 당기의 이익금에서 이월손실금의 보전, 이익금의 일정 비율로 정해진 이익준비금, 이익금의 일정 비율로 정해진 사업확장적립금 등의 법정적립금을 공제하여 산출하게 되어 있다. 개별법상의 배당 규정에 따르는 기관의 경우 배당은 당기 이익금 처리 중 후순위를 차지하기 때문에 내부적립금이 과다하더라도 배당가능이익이 축소되는 문제가 발생할 수 있다.

2009년까지 정부배당대상 공공기관의 배당은 특정한 기준 없이 기관 자체적으

1) 정부배당대상기업이 되는 정부출자기관(정부가 해당 기관에 대하여 지분을 보유하고 있음을 의미하며, 과거 정부투자기관관리기본법에서 정의한 정부투자기관과는 다르다)은 총 35개이며, 이 중 27개가 일반회계 소관이고 8개가 특별회계 및 기금 소관이다. 상법 또는 관련 법령에 따라 배당가능이익이 발생한 정부배당대상기업에 대하여, 배당대상이 되는 이익의 규모, 정부출자수입 예산규모의 적정성 및 정부의 재정여건, 해당 기업의 배당률 및 배당성향, 동종·유사업종 민간부문의 배당률 및 배당성향, 해당 기업의 경영여건, 정부의 재정지원 여부 및 규모, 공공성 등을 고려하여 적정하게 정부배당이 이루어지도록 할 것을 명시하고 있다.

2) 이익준비금의 적립한도와 적립비율을 상법 수준으로 하향 조정하고, 배당의 순위를 앞당기는 내용을 포함한다.

3) 예외적으로 한국가스공사와 한국공항공사는 상법의 규정을 따른다.

정부예산이 투입되는 공공기관이 수익을 재정수입으로 환원하지 않고 내부유보금을 과다하게 보유하는 것은 재정건전성 측면에서 바람직하지 않을 수 있으며, 공공기관의 비효율성을 가중시키는 요인으로 작용할 수도 있다.

로 결정하였다. 그러나 산정 기준에 일관성과 투명성이 부족하고 수익 대비 내부유보가 과다하다는 지적이 지속적으로 제기되었다. 정부예산이 투입되는 공공기관이 수익을 재정수입으로 환원하지 않고 내부유보금을 과다하게 보유하는 것은 재정건전성 측면에서 바람직하지 않을 수 있으며, 내부유보금이 사내 복지 등으로 전환될 경우 공공기관의 비효율성을 가중시키는 요인으로 작용할 수도 있기 때문이다. 이러한 문제점을 해결하기 위하여 2010년에 자체수입비중, 수익성, 과거 배당실적과 같은 계량지표 및 정부 재정지원이나 투자계획 등의 비계량지표를 종합적으로 고려하도록 하는 배당결정방식이 도입되었다. 그러나 새로운 배당결정방식이 합리적인가에 대해서는 여전히 논란의 여지가 있다. 또한 배당수입을 강화하는 것은 정부의 재정수입을 다양화한다는 측면에서 바람직하지만, 한편으로는 배당세입의 증가가 정부출자기관의 기업 가치를 극대화하는 문제와 상충된다는 의견도 존재한다.

공공기관 정부배당정책의 적정성을 판단하기 위해서는 공공기관의 배당성향 수준에 대한 파악이 우선적으로 이루어져야 한다. 이를 위해서는 적절한 비교대상을 설정하는 것이 중요하다. 본 연구에서는 국내 민

간기업의 배당성향을 실증적으로 분석하고, 민간기업에 대한 추정 결과를 바탕으로 공공기관의 배당성향을 예측할 것이다. 공공기관이 민간기업의 배당결정방식 하에서 배당성향을 결정할 경우 배당성향의 변화를 가상적으로 산출함으로써, 공공기관의 배당성향이 민간기업과 비교하여 어느 정도의 수준을 보이고 있는지 살펴보기로 한다. 물론 공공기관은 공공성이 높고 수익성이 상대적으로 낮은 분야의 사업을 담당하는 경우가 많기 때문에, 민간기업과 직접적으로 비교하는 데 무리가 있다는 비판이 있을 수 있다. 그러나 정부에 배당을 지급해야 하는 공공기관들의 성격을 살펴보면, 공공기관 가운데에서는 상대적으로 시장성이 높은 특성을 가진다.⁴⁾ 더욱이 지금까지 공공기관의 배당성향을 민간기업 등 어떠한 기준 집단에 대해서도 비교하려는 시도가 이루어지지 않았다는 점에서, 본 연구가 공공기관 배당성향 분석과 평가에 관한 하나의 기준을 제시할 수 있을 것으로 기대한다.

우선 실증분석에 앞서 민간기업과 공공기관을 기업의 특성별로 분류하고 그에 따라 배당성향의 분포가 어떻게 다른지 살펴볼 것이다. 그런 다음 민간기업의 배당성향을 결정하는 요인이 무엇인지 실증적으로 분석한다. 이때 실증분석은 민간기업의 재무제표를 바탕으로 구축한 횡단면 자료를 사용한다. 배당을 지급하지 않는 민간기업의 비중이 상당히 크기 때문에, 유배당 기업만을 포함하는 경우 배당성향 결정요인 분석을 시행하기로 한다. 그리고 추정 결과를 이용하여 공기업의 가상적인 배당규모를 산출하고 현행 배당결정방식하에서의 배당성향과 비교할 것이다. 이러한 분석을 바탕으로 정부배당정책의 제도개선 방안을 제시한 다음, 제시된 기준에 따라 정부배당을 재계산하고 가상적인 재정기여도를 파악할 수 있다.

4) 2010년에 공기업으로 지정된 27개 공공기관 가운데 정부배당대상기업은 18개이며, 이 외에도 금융 공공기관이나 항만공사 등 상대적으로 시장성이 높은 기관들이 정부배당대상기업에 해당한다.

본고는 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 배당성향과 관련된 기존문헌들을 검토한다. 제Ⅲ장에서는 민간기업과 공공기관의 배당성향 분석에 사용된 자료를 설명하고 배당성향의 분포를 살펴본다. 제Ⅳ장에서는 배당성향 결정요인 실증분석 결과와 실증분석 결과를 바탕으로 공공기관 배당성향 예측 결과를 제시한다. 제Ⅴ장은 요약과 정책적 시사점으로 마무리짓는다.

Ⅱ. 기존문헌 연구

우리나라 민간기업의 배당정책 결정요인에 관한 연구는 다양하게 이루어져 왔다. 주로 상장기업 중 제조업을 대상으로 하는 경우가 많으며, 배당금, 배당률, 배당성향, 배당수익률 등이 종속변수로 사용되고 있다.

신민식 외(2008)는 1986년부터 2006년까지 민간기업을 대상으로 배당정책의 결정요인과 조정속도에 관한 실증분석을 시행하였다. 분석 결과, 수익성비율과 배당프리미엄은 배당성향을 증가시키며 자본지출비율, 레버리지 비율, 경영위험 등은 배당성향을 감소시키는 것으로 나타났다. 종속변수로는 주당배당(DPS)을 사용하고 있으며, 설명변수로는 자본지출비율, 레버리지비율, 수익성비율, 경영위험, 거래량회전율을 사용하였다. 특히 베타계수/ $(1+부채총계)/자기자본총계$ 로 측정하는 경영위험은 배당과 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 도출되어, 영업이익의 변동성이 증가하면 배당지급을 감소시키고자 함을 확인하였다.

김동희 외(2011)는 주인-대리인 문제의 관점에서 소유지배과리도와 배당정책 간의 관계를 분석하였는데, 4,315개 비금융업종을 대상으로 9년간의 패널자료를 사용하였다. 종속변수인 배당정책으로는 배당

배당정책의 결정요인과 조정속도에 관한 실증분석, 소유지배과리도와 배당정책 간의 관계 분석, 모형을 통한 배당결정요인 분석 등, 우리나라 민간기업의 배당정책 결정요인에 관한 연구는 다양하게 이루어져 왔다.

률, 배당성향, 배당수익률 등을 고려하였다. 소유지배과리도는 특정기업에 대한 지배권과 소유권의 차이로서, 지배주주가 기업에 실제로 영향력을 행사할 수 있는 지분율과 직접 보유하고 있는 지분율의 차이로 정의하였다. 분석 결과에 따르면 소유지배과리도와 배당지급여부 간의 유의미한 영향관계를 발견할 수 없으며, 소유지배과리도와 배당률, 배당수익률의 관계 또한 유의적인 상관관계가 존재하지 않았다. 그러나 비재벌기업을 표본으로 한 경우, 소유지배과리도가 클수록 대리인 문제를 축소시키기 위해 배당성향이 높아지는 경향이 나타남을 주장하였다. 외국인 지분율은 배당률을 높이는 반면, 배당수익률에는 음(-)의 영향을 미친다는 결과를 도출하였다.

손판도 외(2011)는 1981년부터 2009년까지 제조업에 속하는 상장기업을 대상으로 배당결정요인을 일반회귀분석모형과 고정효과모형을 통하여 분석하였다. 기업규모, 수익성, 성장성, M/B 등 기업특성요인을 고려하였고, 종속변수로는 배당성향(DPO)을 고려하였다. 기업규모를 나타내는 총매출액 변수는 배당성향에 음(-)의 영향을 나타냈으며, 수익성변수인 ROA가 높을수록 배당성향이 감소하는 결과를 도출하였다. 영업이익의 표준편차로 나타나는 경영위험과 10% 이상 보유 대주주 지분율로 정의되는 대주주지분율은 배당성향을 감소시키는 것으로 나타났다. 반면 성장성, 소주주지분율, 레버리지변수는 배당정책에 유의미한 영향을 주지 않았다.

민간기업의 배당과 관련해서 많은 연구가 이루어진 반면, 공공기관의 배당에 대한 연구는 거의 이루어지지 않았으므로, 본 연구는 실증분석 결과를 바탕으로 공공기관의 배당성향을 민간기업과 비교하고, 비교 결과를 통하여 그 적정성을 논의해 보기로 한다.

우리나라의 경우뿐만 아니라 국제비교를 통하여 민간기업의 배당성향 결정요인을 분석하려는 시도 역시 이루어졌다. 차병섭·이영(2006)은 67개국의 기업 미시자료를 활용하여, 배당과 관련된 조세와 기업의 특성이 배당성향에 어떠한 영향을 미쳤는지 실증적으로 분석하였다. 분석 결과에 따르면, 배당 관련 조세율이 높을수록 배당금 규모가 감소하는 것으로 나타났다. 또한 수입의 안정성이 높거나 현금 수입비중이 높은 산업에서 배당성향이 높다고 주장하였다.

민간기업의 배당과 관련해서 많은 연구가 이루어진 반면, 공공기관의 배당에 대한 연구는 거의 이루어지지 않았다. 김기영 외(2010)는 공기업 배당 현황을 살펴보고 적정성에 대한 평가를 시도하였다. 우선 정부출자기관 배당의 적정성을 현행법상 최대배당가능이익 대비 실제 배당세입의 비율로 산출하였다. 분석 결과로부터 정부출자기관의 배당성향이 최대배당가능이익을 고려할 때 매우 낮으며, 일정한 지속적 성장률을 상정하고 배당을 강화할 경우 재정수입의 증가를 기대할 수 있음을 보였다.

민간기업의 배당성향 결정 요인에 대한 분석은 활발하게 이루어졌음에도, 이러한 실증분석 결과를 공공기관의 배당성향과 연결시키려는 시도는 존재하지

않았다. 또한 공공기관의 배당성향 분석은 실증적인 분석보다는 현황의 파악과 정책제안이 주를 이루었던 것도 사실이다. 본 연구는 실증분석 결과를 바탕으로 공공기관의 배당성향을 민간기업과 비교하고, 비교 결과를 통하여 그 적정성을 논의해 보기로 한다. 이러한 분석 결과는 향후 공공기관 배당결정 수준과 결정 방식을 개선하는 데 활용될 수 있을 것으로 기대한다.

III. 배당성향 현황

1. 배당대상기관 및 결정방식

국유재산법 제65조의2는 정부배당대상기업의 범위를 규정하고 있는데, 국유재산법 제2조와 제65조의2에 의거한 정부배당대상기업이 되는 정부출자기관⁵⁾은 총 35개이다. 공기업으로 지정된 27개 공공기관 가운데 정부배당대상기업은 모두 18개이며, 14개 시장형 공기업 중 7개 기관과 13개 준시장형 공기업 중 11개 기관이 해당한다. 또한 17개 기금관리형 준정부기관 가운데 2개 기관, 65개 위탁집행형 준정부기관 가운데 3개 기관, 176개 기타공공기관 가운데 7개 기관이 정부배당대상기업에 속한다. 이외에도 한국방송공사, 서울신문사와 같은 5개 비공공기관이 정부출자기관에 속하여 정부배당의 대상이 된다.

5) 정부가 해당 기관에 대하여 지분을 보유하고 있음을 의미하며, 과거 정부투자기관관리기본법에서 정의한 정부출자기관과는 다름

〈표 1〉 정부배당대상기업

분류	유형	기관명
공공기관	시장형 공기업	인천국제공항공사, 한국가스공사, 한국공항공사, 한국석유공사, 한국전력공사, 부산항만공사, 인천항만공사
	준시장형 공기업	대한석탄공사, 한국감정원, 한국도로공사, 한국관광공사, 한국광물자원공사, 한국수자원공사, 한국조폐공사, 한국철도공사, 한국도지주택공사, 대한주택보증(주), 한국지역난방공사
	기관관리형 준정부기관	한국자산관리공사, 한국주택금융공사,
	위탁집행형 준정부기관	농수산물유통공사, 한국농어촌공사, 대한무역투자진흥공사,
	기타 공공기관	중소기업은행, 한국수출입은행, 한국정책금융공사, 울산항만공사, 88관광개발(주), 산은금융지주, 한국투자공사
비공공기관		한국방송공사, 서울신문사, 한국교육방송공사, 대한송유관공사, 코레일공항철도주식회사,

정부배당대상기관의 배당결정방식은 크게 3단계로 구성된다. 1단계에서는 일반회계에 속하는 정부배당 대상기업을 총수입 대비 자체수입비중에 따라 구분하여 기본 배당성향에서 단계적으로 상향 조정하여 배당성향을 결정한다. 2단계에서는 수익성, 안정성, 자본금 규모, 내부자금 규모, 과거배당실적 등의 계량지표를 선정하여 배당성향을 조정한다.

마지막으로 3단계에서는 재정지원 여부, 공공투자 계획 여부, 경영현황, 공익성을 비계량지표로 평가하여 배당성향을 조정한다. 비계량지표 항목 모두에 해당되지 않는 기업에 대해서는 2단계에서 조정된 배당성향을 상향 조정한다. 이렇게 산출된 배당성향에 따라 당기순이익을 기준으로 배당금을 결정하고, 정부는 지분율에 따라 배당세입을 얻는다.

공기업으로 지정된 27개 공공기관 가운데
정부배당대상기업은 모두 18개이며,
14개 시장형 공기업 중 7개 기관과 13개 준시장형
공기업 중 11개 기관이 해당한다.

2. 공공기관의 배당 현황

2010년 기준 정부배당대상기업에 속하는 35개 공공기관 가운데 일반회계 소관인 공공기관은 27개이다. 이 중 최근 5년 동안 정부배당이 지급되지 않은 한국방송공사, 한국교육방송공사, 서울신문을 제외한 24개 일반회계 소관 공공기관을 분석 대상으로 하였다. 2010년과 2011년 배당 현황을 〈표 2〉에 정리하였다.

공공기관의 유형별로 배당성향을 살펴보면 기타 유형에서 배당성향이 가장 높았고, 준정부기관의 배당성향이 가장 낮았다. 기타 공공기관에는 배당성향이 상대적으로 높은 금융 공공기관이 포함되어 있기 때문이다. 시장형 공기업과 준시장형 공기업 사이에는 배당성향에 큰 차이가 발견되지 않았다. 2010년에는 시장형 공기업의 평균 배당성향이 준시장형 평균보다 다소 높게 나타났으나, 2009년에는 반대의 경우가 관측되었다.

공공기관의 배당성향 결정방식에는
과거 2년의 배당성향이 포함되는데, 이로 인하여
과거 배당성향과 현재 배당성향 간에
강한 상관관계가 존재하게 된다.

〈표 2〉 배당 현황(일반회계)

(단위: 억원, %)

	2010년			2011년		
	'09년 순이익	배당 성향	정부 배당 세입	'10년 순이익	배당 성향	정부 배당 세입
기업은행	7,105	21.67	1,001	12,901	20.47	1,720
수출입은행	258	17.50	33	667	18.50	92
수자원공사	816	15.50	115	1,421	14.50	187
가스공사	2,380	23.49	160	2,062	21.83	129
조폐공사	5	25.50	1	35	26.50	9
관광공사	1,570	22.98	199	1,775	21.50	211
감정원	39	18.97	4	29	19.04	3
도로공사	562	14.50	3	664	14.50	3
석유공사	4,223	16.00	2	2,114	16.00	1
부산항만	407	19.50	79	769	20.50	158
인천항만	28	24.50	5	25	21.00	4
울산항만	239	26.50	64	206	27.50	57
농수산물유통	84	10.00	8	103	10.00	10
농어촌공사	664	10.00	66	762	10.00	76
KOTRA	169	14.00	24	74	13.00	10
광물자원공사	213	15.00	7	230	15.00	6
KAMCO	933	22.50	173	950	22.50	177
산은금융지주	192	26.50	3	9,085	26.50	235
한국공항	426	-	-	577	22.50	71
정책금융공사	-604	-	-	4,048	16.50	607
철도공사	6,486	-	-	3,808	14.00	514
토지주택공사	4,972	-	-	3,733	-	-
주택금융공사	358	-	-	252	-	-
한국전력	-777	-	-	-614	-	-
배당기관수	18개			21개		

〈표 3〉 공공기관 유형별 평균 배당성향

(단위: 개, %)

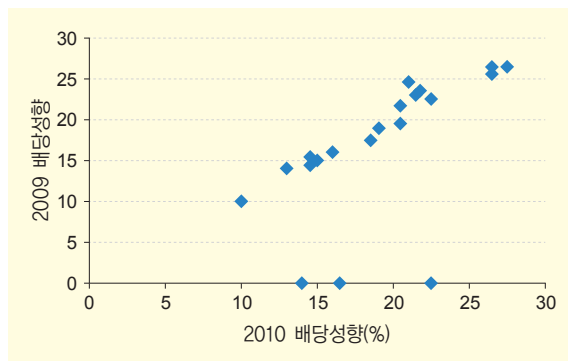
유형	기관 수	배당성향	총자산 수익률	내부 유보율	임의적립금 비율
기타	5	21.89 (4.88)	3.24 (3.99)	0.72 (0.77)	24.65 (46.49)
시장형	6	16.97 (8.62)	0.94 (0.87)	2.44 (3.64)	213.33 (330.21)
준시장형	8	15.63 (7.69)	2.91 (5.93)	9.03 (16.06)	753.65 (1416.65)
준정부 (기금 및 위탁)	5	11.10 (8.05)	2.34 (2.58)	1.25 (1.88)	51.40 (100.87)

주: 괄호 안은 표준편차

공공기관의 배당성향 결정방식에는 과거 2년의 배
당성향이 포함되는데, 이로 인하여 과거 배당성향과
현재 배당성향 간에 강한 상관관계가 존재하게 된다.
[그림 1]은 2009년 배당성향과 2010년 배당성향의 관
계를 보여주고 있는데, 2009년에 배당성향이 0이었던
3개 기관을 제외한다면 기관별 두 해의 배당성향 사이
에 강한 선형관계를 관찰할 수 있다. 2009년과 2010
년 배당성향 사이의 상관관계는 0.6127이다. 결과적
으로 과거 배당성향 실적이 당해 연도 배당성향을 대
부분 결정하는 것으로 보인다.

[그림 1] 2009년 배당성향과 2010년 배당성향 간의 관계

(단위: %)



반면, 기관별 특성과 배당성향 간에는 높은 상관관계를 발견할 수 없었다. 예를 들어 총자산수익률과 배당성향의 상관계수는 2010년의 경우 0.2997로 비교적 낮게 나타났다.⁶⁾ 2009년에는 총자산수익률과 배당성향 간의 상관계수가 0.0789로 2010년보다 매우 낮았다. 총자산수익률의 변화와 배당성향의 변화 사이에도 뚜렷한 관계를 발견하기 어려웠다. 2009년과 2010년 사이의 총자산수익률 변화도(%p)와 배당성향 변화도(%p)의 상관관계는 0.0696에 불과하였는데, 총 24개 공공기관 중 11개 기관이 총자산수익률 변화에도 불구하고 배당성향을 조정하지 않았다. <표 4>를 살펴보면, 총자산수익률의 변화와 평균 배당성향의 변화에서 일관적인 패턴을 발견하기 어렵다.

<표 4> 총자산수익률 변화구간별 평균 배당성향 변화 (2009~2010년)

(단위 %p, 개, %)

총자산수익률 변화	평균 배당성향 변화	기관 수	배당성향 불변 기관 수	비율
1%p 이상 증가	-0.74	2	1	50
0.5~1%p 증가	8.20	4	1	25
0~0.5%p 증가	-0.15	8	5	62.5
0~0.5%p 감소	-0.85	6	3	50
0.5%p 이상 감소	3.50	4	1	25

3. 민간기업과 공공기관의 비교

가. 자료

민간기업의 자료는 한국신용평가에서 제공하는 재무정보 데이터베이스인 KIS-VALUE를 활용하여, 외감기업의 2010년 재무제표 자료를 추출하고 횡단면

과거 배당성향 실적이 당해 연도 배당성향을 대부분 결정하는 것으로 보이며, 기관별 특성과 배당성향 간에는 높은 상관관계를 발견할 수 없었다.

자료를 구축하였다. 업종은 비금융업으로 제한하였다. 정부배당대상기업인 공공기관 가운데 한국가스공사, 한국전력공사 등은 상장기업이지만 대부분의 공공기관은 비상장되어 있기 때문에 분석 대상의 일관성을 유지하기 위하여 분석 범위를 외감 기업으로 확대하였다. 또한 분석 대상을 양(+)의 당기순이익이 발생한 기업으로 한정하였다. 민간기업의 경우 당기순이익이 음(-)의 값을 가지더라도 배당이 이루어지는 경우가 존재하지만, 공공기관은 음(-)의 당기순이익이 발생했을 때 배당이 이루어지지 않기 때문이다. 이러한 과정을 통하여 총 12,470개의 민간기업이 일차적으로 남게 된다.⁷⁾ 12,470개의 민간기업 가운데 2010년 배당이 이루어진 기업의 수는 총 878개이며, 이는 전체의 7.20%에 해당한다. 나머지 11,592개 기업에서는 양(+)의 당기순이익이 발생하였으나 배당이 이루어지지 않았다. 이 중 다음의 표에 유배당 기업과 무배당 기업의 주요 변수 평균값을 정리하였다.

6) 무배당 기관을 제외한 21개 기관을 대상으로 산출하였다.

7) 이 중 상장기업은 1,276개이다.

배당성향은 배당금을 당기순이익으로 나눈 값의 백분율로 정의한다. 2010년에 배당이 이루어진 민간기업의 평균 배당성향은 25.27%이며, 배당을 지급하지 않은 기업보다 높은 수준의 총자산과 총자본 규모를 가지고 있다.

〈표 5〉 유배당 민간기업과 무배당 민간기업의 비교

	유배당	무배당
관측 수	878	11,592
배당성향(%)	25.27	0
자산(원)	1조 1500억	752억
자본(원)	6,470억	337억
부채비율(%)	36.33	59.09
경영위험	133.31	239.39
매출액증가율(%)	26.91	356.70
총자산수익률(%)	7.29	7.07
내부유보율(%)	946.59	1379.41
납입자본금 비율(%)	35.54	42.19
자기자본비율(%)	58.65	44.65

배당성향은 배당금을 당기순이익으로 나눈 값의 백분율로 정의한다. 2010년에 배당이 이루어진 민간기업의 평균 배당성향은 25.27%이며, 배당을 지급하지 않은 기업보다 높은 수준의 총자산과 총자본 규모를 가지고 있다. 부채비율은 부채를 자산으로 나눈 값의 백분율이다. 경영위험은 해당연도를 포함한 과거 3년 동안의 영업이익 편차를 영업이익으로 나눈 값으로, 영업이익의 변동성을 반영하는 지표이다. 부채비율과 경영위험이 높다는 것은 기업의 재무건전성이 상대적으로 좋지 않고 이익 발생에 연간 편차가 크게 존재한다는 것을 의미한다. 매출액증가율은 전년도 매출액 대비 당해 연도의 매출액 증가율이며, 이것은 기업

의 성장성을 반영한다. 무배당 기업의 부채비율과 경영위험도가 상대적으로 더 높았는데, 부채규모가 크거나 이익의 변동성이 큰 기업은 이익이 발생하더라도 배당을 하지 않는 경향이 존재함을 알 수 있다. 그러나 기업의 성장성을 나타내는 매출액증가율은 무배당 기업에서 오히려 높았다.

내부유보율은 이익잉여금을 납입자본금으로 나눈 값으로, 무배당 기업에서 내부유보율이 상대적으로 높았다. 이는 당기순이익에서 배당을 지급하고 난 나머지 금액이 이익잉여금으로 계산되기 때문에 배당과 이익잉여금에는 음(-)의 상관관계가 존재할 가능성이 높기 때문인 것으로 보인다.

나. 배당성향 비교

878개 민간기업과 24개 공공기관에 대하여 구축된 자료를 바탕으로, 기업 특성에 따른 배당성향의 분포를 살펴보기로 한다. 우선 평균 배당성향을 비교하여 〈표 6〉에 정리하였다. 기업별 배당성향을 산술평균했을 때, 민간기업의 평균 배당성향은 25.27%이며 정부배당 공공기관의 평균 배당성향은 18.66%로 민간기업이 상대적으로 높은 배당성향을 나타내었다. 참고로 2009년의 평균 배당성향 역시 민간기업이 25.25%로, 19.15%의 배당성향을 나타내는 공공기관보다 높았다.

〈표 6〉 평균 배당성향 비교

(단위: %)

	민간기업		공공기관	
	2010	2009	2010	2009
산술평균	25.27	25.25	18.66	19.15
자산으로 가중 평균	17.84	21.00	18.54	19.36
자본으로 가중 평균	17.09	20.10	18.05	17.30
관측 수	878	777	21	18

그러나 배당성향은 기업의 규모에 따라 차이가 발생할 수 있으므로, 기업규모에 관계없이 산술평균한 배당성향보다는 자산 또는 자본으로 가중평균한 배당성향을 살펴보는 것이 의미 있을 것이다. 2009년에는 자본이나 자산으로 가중평균한 배당성향이 민간기업에서 더 높았던 반면, 2010년에는 공공기관의 배당성향이 더 높은 것으로 나타났다. 정부배당대상기업은 자본 및 자산으로 가중평균한 배당성향과 산술평균한 배당성향에 큰 차이가 발생하지 않았다.

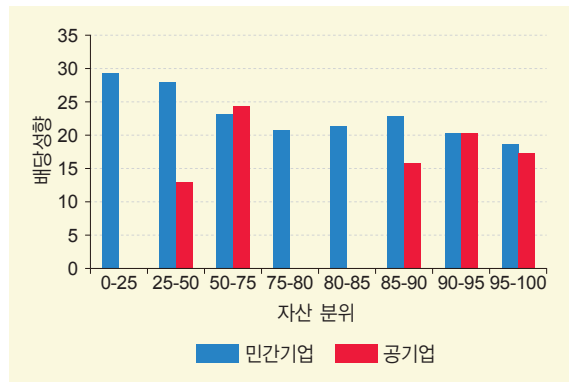
민간기업과 공공기관은 기업규모, 수익성, 자본금 규모 등에서 차이가 클 수 있다. 따라서 전체적인 평균보다는 배당성향의 분포를 살펴보는 것이 중요하다. 지금부터 자산 규모별 배당성향, 자본 규모별 배당성향, 수익성 수준별 배당성향, 재무건전성 수준별 배당성향을 살펴보기로 하자.

먼저 민간기업을 자산 규모에 따라 분위별로 구분하여 평균 배당성향을 산출한 다음, 각 자산 분위에 해당하는 공공기관의 평균 배당성향을 비교하였다. 자산 분위는 하위 75%까지는 25% 분위별로 구분하였으며, 공공기관의 경우에는 대부분 자산규모가 크기 때문에 상위 25%는 5% 분위별로 구분하여 살펴보았다.⁸⁾ 그 결과 자산 분위 50~75%를 제외한 모든 그룹에서 민간기업의 평균 배당성향이 높은 것으로 나타났다. 자산 분위 50~75%에 해당하는 공공기관은 울산항만과 한국조폐공사인데, 이들 두 기업의 2010년도 배당성향은 각각 27.5%와 26.5%로 공공기관 가운데 가장 배당성향이 높은 기업에 해당한다.

2009년에는 자본이나 자산으로 가중평균한 배당성향이 민간기업에서 더 높았던 반면, 2010년에는 공공기관의 배당성향이 더 높은 것으로 나타났다. 정부배당대상기업은 자본 및 자산으로 가중평균한 배당성향과 산술평균한 배당성향에 큰 차이가 발생하지 않았다.

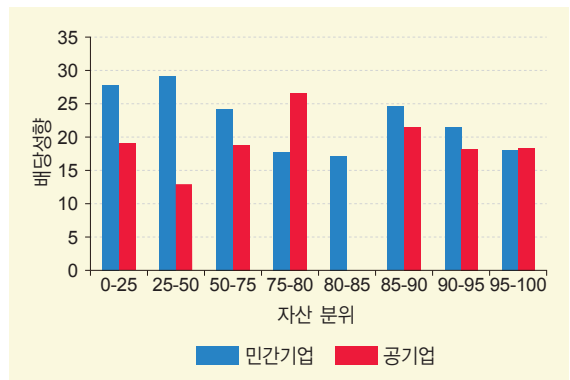
[그림 2] 자산별 평균 배당성향

(단위: %)



[그림 3] 자본 규모별 평균 배당성향

(단위: %)



8) 공공기관의 평균 배당성향이 나타나지 않는 분위는 해당 분위에 포함되는 자산 규모를 가지는 공공기관이 존재하지 않는 경우이다.

자산 규모와 마찬가지로 자본 규모에 따라
기업을 분류하더라도, 평균 배당성향이
민간기업에서 상대적으로 높은 경향을
보이고 있음을 알 수 있다.

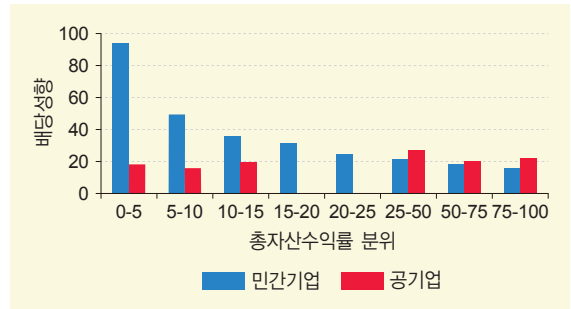
이와 동일한 비교분석을 자본의 경우에도 시행하였으며, 자본 규모별 평균 배당성향을 [그림 3]에 나타내었다. 자본 분위 75~80% 구간에서 공공기관의 평균 배당성향이 높았고⁹⁾ 자본 분위 95~100% 구간에서도 공공기관의 평균 배당성향이 다소 높으나 큰 차이는 발생하지 않았다. 나머지 구간에서는 민간기업의 평균 배당성향이 높게 나타났다. 자산 규모와 마찬가지로 자본 규모에 따라 기업을 분류하더라도, 평균 배당성향이 민간기업에서 상대적으로 높은 경향을 보이고 있음을 알 수 있다.

기업의 수익성에 따라 평균 배당성향이 어떻게 분포하는지 살펴보기 위하여 민간기업의 총자산수익률을 분위별로 구분하고, 해당되는 공공기관의 평균 배당성향과 비교하였다. 결과는 [그림 4]에 나타나 있다.¹⁰⁾ 많은 수의 민간기업이 총자산수익률 하위 범주에 속해있기 때문에 하위 25%까지는 5% 구간별로, 그 이상부터는 25% 구간으로 구분하여 살펴보았다.

민간기업은 총자산수익률이 높아질수록 평균 배당성향이 낮아지는 추세를 보이는 반면, 공공기관은 총자산수익률이 높은 구간에 속하는 기업이 낮은 구간에 속하는 기업에 비하여 상대적으로 높은 배당성향을 보이고 있다. 특히 민간기업의 경우 총자산수익률 하위 5% 구간에서 평균 93.63%의 배당성향을 보인다. 결과적으로 수익성이 낮은 기업들 간에서는 민간기업

[그림 4] 총자산수익률 수준별 평균 배당성향

(단위: %)



이, 수익성이 높은 기업들 간에서는 공공기관이 높은 배당성향을 가지는 경향이 존재하는 것으로 보인다.

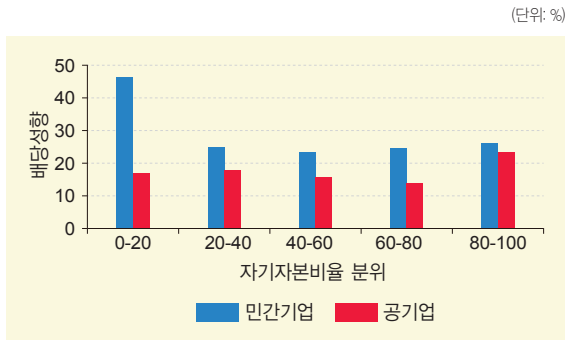
마지막으로 재무건전성에 따라 평균 배당성향이 어떻게 달라지는지 살펴보기 위하여, 민간기업을 자기 자본비율에 따라 분위별로 구분하고 해당되는 공공기관과 평균 배당성향을 비교하였다. 자기자본비율은 민간기업과 공공기관의 구분 없이 균형적인 분포를 가지고 있기 때문에, 20% 분위별로 구분하여 살펴보았다.

[그림 5]를 살펴보면, 모든 구간에서 민간기업이 공공기관에 비하여 높은 수준의 평균 배당성향을 나타내고 있다. 이는 동일한 수준의 재무건전성을 가지고 있는 기업들일 경우 공공기관이 상대적으로 낮은 배당을 지급하고 있음을 나타낸다.

9) 자본 분위 75%~80% 구간에 해당하는 정부배당대상기업은 배당성향 26.5%의 한국조폐공사이다.

10) 공공기관의 평균 배당성향이 존재하지 않는 15~20% 구간과 20~25% 구간은 해당 범위의 총자산수익률을 나타내는 공공기관이 관측되지 않는 경우이다.

[그림 5] 재무건전성 수준별 평균 배당성향



지금까지 분석한 바에 따르면 기업규모나 수익성, 재무건전성 등이 유사할 때, 공공기관이 민간기업에 비하여 대체로 낮은 수준의 배당성향을 유지하고 있는 것으로 보인다. 그러나 민간기업과 공공기관 간의 비교분석을 좀 더 정교하게 하기 위해서는 배당성향에 영향을 미치는 다른 요인들을 통제할 필요가 있다. 이를 위하여 기업별 특성 변수를 활용한 실증분석을 시행하기로 한다.

IV. 실증분석

1. 모형 및 추정 결과

앞서 설명한 878개의 민간기업 가운데 배당성향이 100%를 초과하는 고배당 기업 23개를 제외한 855개 민간기업을 분석 대상으로 하였다. 당해 연도에 배당을 지급하지 않기로 결정한 민간기업은 재무지표로 관측되지 않는 상황에 의하여 무배당을 결정했을 수 있기 때문에, 이들 기업을 포함할 경우 배당지급 결정 이후 배당성향의 결정요인을 분리하여 파악할 수 없다는 문제가 존재한다. 따라서 배당이 0 이상인 민간기업만을 대상으로 배당성향 결정요인을 추정하였다. 고배당을 지급하는 기업은 기업 특성 이외의 외부적 요인

공공기관이 민간기업에 비하여 대체로 낮은 수준의 배당성향을 유지하고 있는 것으로 보인다. 그러나 민간기업과 공공기관 간의 비교분석을 좀 더 정교하게 하기 위해서는 배당성향에 영향을 미치는 다른 요인들을 통제할 필요가 있다.

으로 인하여 고배당을 결정하는 경우가 많기 때문에 분석에서 제외하였다. 자료는 2010년 재무제표 자료로 구성된 횡단면 자료이다. 종속변수는 2010년에 지급이 결정된 배당금을 당해의 당기순이익으로 나눈 배당성향을 사용하였다. 2010년에 지급 결정된 배당금이 실제 지급되는 해는 2011년이며, 이는 공공기관의 배당성향 산출방식과 일치하도록 하였다.

설명변수로는 총자산 또는 총매출액의 규모, 총자산수익률, 내부유보율, 이익잉여금 비율, 경영위험, 납입자본금 비율, 부채비율, 매출액증가율 등을 사용하였다. 총자산 또는 총매출액은 기업의 규모를 나타내기 위한 지표이며, 총자산수익률은 기업의 수익성을 반영한다. 공공기관의 경우 기관의 규모가 큰 경우가 많기 때문에, 민간기업과의 비교 시 기업 규모를 통제할 필요가 있다. 부채비율은 재무건전성을 통제하기 위하여 설명변수에 포함하였다. 그리고 현재 공공기관 배당성향 결정산식에 사용되고 있는 변수들이 민간기업의 배당성향에 영향을 미치는지 살펴보기 위하여 내부유보율, 납입자본금 비율, 이익잉여금 비율 등을 함께 고려하였다. 특히 내부유보율과 이익잉여금은 배당성향과 내생적인 관계를 가질 수 있기 때문에 전년도 값을 사용하였다. 부채비율이나 총자산수익률 역시 공공기관 배당성향 결정 시 사용되는 요소들이다. 경영위험 및 매출액증가율은 이익의 변동성과 기업의 성장성이 배당성향에 영향을 미치는지 살펴보기

설명변수로는 총자산 또는 총매출액의 규모, 총자산수익률, 내부유보율, 이익잉여금 비율, 경영위험, 납입자본금 비율, 부채비율, 매출액증가율 등을 사용하였다.

위하여 설명변수에 포함하였다. 자산, 매출액, 경영위험은 로그값을 사용하였다. <표 7>에 주요 변수들의 기초통계량을 제시하였다.

<표 7> 기초통계량

변수명	관측 수	평균	표준 편차	최솟값	최댓값
배당 성향(%)	855	21.46	16.26	1	97
로그 자산	855	26.14	1.46	23.35	32.31
로그 매출액	855	25.97	1.54	21.90	32.35
부채비율(%)	855	36.29	17.73	1.44	89.28
로그 경영위험	844	3.93	1.02	1.27	10.18
매출액증가율(%)	850	26.94	73.18	-98.14	1310.56
총자산수익률(%)	855	7.45	4.91	0.34	29.69
납입자본금 비율(%)	855	35.70	17.38	0.79	100
내부유보율(%)	855	958.66	1845.91	3.50	24669.15
이익잉여금 비율(%)	855	412.26	1481.78	0	20896.45

배당성향은 구조적으로 음(-)의 값을 가질 수 없다. 가장 작을 경우 0의 값을 가지며 본 실증분석에서는 100%를 초과하는 고배당 기업을 자료에서 제거하였으므로 가장 클 경우 100의 값을 가지는 변수이다. 따라서 tobit 분석을 적용하는 것이 적합하다. <표 8>에 민간기업의 배당성향 결정요인 분석의 추정 결과를 정리하였다.

<표 8> 민간기업 배당성향 결정요인 추정 결과: tobit 분석

변 수	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
로그 자산	-0.870*** [0.388]	-0.755*** [0.391]	-0.761* [0.390]	-0.846*** [0.391]		
로그 매출액					-0.438 [0.404]	-0.368 [0.400]
총자산 수익률	-1.389*** [0.113]	-1.304*** [0.118]	-1.247*** [0.119]	-1.258*** [0.120]	-1.242*** [0.121]	-1.232*** [0.120]
납입자본금 비율	-0.008 [0.030]	-0.013 [0.030]	-0.014 [0.030]	-0.012 [0.030]	-0.015 [0.030]	-0.017 [0.030]
부채비율	-0.196*** [0.033]	-0.188*** [0.034]	-0.177*** [0.034]	-0.168*** [0.034]	-0.171*** [0.037]	-0.181*** [0.037]
경영위험		1.316** [0.527]	1.428*** [0.527]	1.448*** [0.528]	1.503*** [0.530]	1.482*** [0.528]
매출액 증가율			-0.024** [0.009]	-0.023** [0.009]	-0.023** [0.009]	-0.024** [0.009]
전기 내부유보율	-0.0008*** [0.0003]	-0.0008*** [0.0003]	-0.0008*** [0.0003]			
전기 이익 잉여금 비율				-0.0007* [0.0004]	-0.0009** [0.0004]	
상수	62.63*** [9.713]	53.67*** [10.35]	53.19*** [10.31]	54.63*** [10.38]	43.79*** [10.21]	42.88*** [10.12]
관측 수	850	844	844	844	844	844

주: 1. 괄호 안은 표준편차

2. *p<0.1 **p<0.05 ***p<0.01

모형 (3)과 (4)를 중심으로 살펴보자. 모형 (3)과 모형(4)는 내부유보와 관련하여 기업의 과거 성향을 파악하기 위한 변수로 전기의 내부유보율을 사용했는지 전기의 이익잉여금 비율을 사용했는지에 차이가 있다. 기업 규모를 추정하기 위하여 기업의 총자산에 로그를 취한 값을 설명 변수로 사용하였으며, 추정 결과는 통계적으로 유의미한 음(-)의 값을 나타내었다. 따라서 기업 규모가 클수록 배당성향이 낮아짐을 알 수 있다. 총자산 대신 총매출액을 사용했을 때에는 음(-)의 계수를 가지는 것으로 추정되었지만 통계적으로 유의하지는 않았다. 기업의 수익성을 나타내는 총자산 수익률에 대한 추정계수는 모형에 관계없이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 보이는데, 이는 수익성이 높

은 기업에서 배당성향이 낮은 경향이 존재함을 의미한다.

내부유보율과 임의적립금 비율과 같은 변수는 배당성향과 직접적으로 관련되어 있으며, 배당성향이 높을수록 결과적으로 해당 연도의 내부유보율과 임의적립금은 낮아질 수 있으므로 이들 사이에는 내생적인 관계가 존재한다고 할 수 있다. 이러한 내생성을 일부 해결하기 위하여 해당 연도 비율 대신 전년도 내부유보율과 임의적립금 비율을 사용하여 기업이 나타내는 내부유보 성향과 임의적립 성향을 반영하려고 하였다. 두 변수의 추정계수는 모두 통계적으로 유의한 음의 값을 나타내고 있다. 전년도 내부유보율이 높은 기업일수록, 그리고 전년도 임의적립금 비율이 높은 기업일수록 낮은 배당성향을 가지는 경향을 의미하는 것이다. 이러한 결과로부터 이익에 대한 내부유보 성향이 높고 임의적립금 규모를 높게 유지하려는 기업은 이러한 목적을 위하여 배당성향을 낮게 유지하고 있기 때문인 것으로 추측할 수 있다. 내부유보를 증가시키고 임의적립금 규모를 크게 유지하려는 성향은 기업의 투자계획, 미래 예측, 기업 고유의 특성 등에 기인하는 것이다. 미래에 대규모 투자가 계획되어 있거나 또는 수익성이 악화될 것으로 예측될 때에는 내부적립금 규모를 높게 유지하려는 유인이 존재할 수 있다. 따라서 배당과 내부유보율, 배당과 임의적립금 간에 일종의 trade-off가 존재함을 알 수 있다.

부채비율의 추정계수는 모형에 관계없이 음(-)의 값을 보이고 있으며 통계적으로 유의미하였다. 이는 재무건전성이 양호한 기업일수록 배당성향을 증가시키는 것을 의미한다. 자기자본 규모가 크고 부채규모가 안정적인 기업은 배당성향을 높게 유지하더라도 기업의 자본구조가 침해되어 재무건전성이 악화될 우려가 적다. 반대로 재무건전성이 양호하지 못한 기업은 이익금을 배당으로 지급하기보다는 기업 내부유보를 통하여 자본구조를 강화할 필요성이 더 높다.

**미래에 대규모 투자가 계획되어 있거나
또는 수익성이 악화될 것으로 예측될 때에는
내부적립금 규모를 높게 유지하려는
유인이 존재할 수 있다. 따라서 배당과
내부유보율, 배당과 임의적립금 간에 일종의
trade-off가 존재함을 알 수 있다.**

경영위험과 매출액 증가율 모두 배당성향을 결정하는 요인으로 추정되었는데, 그 영향의 방향은 다르게 나타났다. 영업이익 대비 과거 3년 동안의 영업이익 표준편차로 정의한 경영위험은 기업의 영업이익에 어느 정도의 변동성이 존재하는지를 나타내는 변수이다. 기업의 영업이익 변동성이 높을수록 오히려 배당성향이 증가하였으며, 매출액증가율이 높은 기업일수록 배당성향이 상대적으로 낮은 것으로 추정되었다. 이러한 추정 결과는 기업이 배당성향을 결정할 때 두 가지의 상반된 목적이 있기 때문인 것으로 보인다. 기업은 배당을 높게 지급함으로써 자본금을 유치하고 기업의 자본규모를 확대할 수 있는 반면, 이익금을 내부에 유보하고 배당을 낮춤으로써 미래투자를 준비할 수 있다. 경영위험이 높은 기업은 전자의 효과가, 성장성이 높은 기업은 후자의 효과가 상대적으로 높은 것으로 판단된다.

지금까지의 추정 결과를 종합하면 다음과 같다. 기업의 규모가 클수록 배당성향이 높은 반면, 수익성이 높을수록 배당성향이 낮았다. 기업의 배당성향과 내부유보율, 임의적립금 비율 간에는 음(-)의 상관관계가 존재하였다. 기업의 재무건전성이 좋을수록 배당성향이 높았으며, 경영위험과 매출액 증가율은 배당성향에 상반된 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이러한 추정 결과를 이용하여 공공기관이 민간기업의 배당 결정방식하에서 어느 수준의 배당을 지급할지 예측해

기업의 배당성향과 내부유보율, 임의적립금 비율 간에는 음(-)의 상관관계가 존재하였다. 기업의 재무건전성이 좋을수록 배당성향이 높았으며, 경영위험과 매출액 증가율은 배당성향에 상반된 영향을 미치는 것으로 나타났다.

보기로 한다.

2. 공공기관 배당성향 예측

상법에 준용하여 배당을 결정하는 민간기업과 달리 공기업의 경우 배당성향이 당기순이익을 초과하여 결정될 수는 없으므로, 배당성향의 범위를 0과 100% 사이로 제한한 모형 (3) 및 모형 (4)의 추정 결과를 바탕으로 공공기관의 가상 배당성향을 예측하였다. 일반 회계 소관 24개 공공기관 가운데 공기업에 대하여 민간기업의 배당결정 행태에 의거한 가상적인 배당성향을 기관별로 산출하였다. <표 9>에는 민간기업 추정 결과를 바탕으로 한 예상 배당성향과 실제 배당성향과의 차이를 정리하였다.

<표 9> 민간기업 기준 공공기관의 예상 배당성향

기관명	모형 (3)에 기초		모형 (4)에 기초	
	예상 배당성향	실제 배당성향과의 차이	예상 배당성향	실제 배당성향과의 차이
중소기업은행	0	-21.67	0	-21.67
수출입은행	0	-17.50	0	-17.50
수자원공사	32.63	17.13	33.75	18.25
가스공사	0.71	-22.78	1.16	-22.33
조폐공사	41.48	15.98	42.87	17.37
관광공사	22.57	-0.41	23.86	0.88
감정원	0.00	-18.97	0.00	-18.97
한국도로공사	28.44	13.94	29.66	15.16
한국석유공사	21.79	5.79	23.23	7.23
부산항만	37.61	18.11	38.45	18.95
인천항만	47.34	22.84	47.96	23.46
울산항만	36.09	9.59	36.57	10.07
농수산물유통	0	-10.00	0	-10.00
농어촌공사	5.32	-4.68	6.77	-3.23
K O T R A	35.29	21.29	36.60	22.60
광물자원공사	18.79	3.79	20.51	5.51
자산관리공사	5.99	-16.51	7.44	-15.06
산은금융지주	0	-26.50	0	-26.50
공항공사	44.06	44.06	44.61	44.61
정책금융공사	2.82	2.82	3.68	3.68
철도공사	28.14	28.14	29.34	29.34
토지주택공사	0	0	0	0
주택금융공사	0.48	0.48	0.88	0.88
한국전력	33.60	33.60	34.81	34.81

주: 색상 부분은 2010년도 무배당 기관

내부유보율을 설명변수로 사용한 모형과 이익잉여금 비율을 사용한 모형의 예상 배당성향에는 큰 차이가 존재하지 않으므로, 내부유보율이 설명변수로 포함된 모형 (3)을 기준으로 살펴보도록 하겠다. 먼저 예상 배당성향이 0으로 산출된 기관을 제외한 공공기관의 평균 예상 배당성향은 24.62%이다.¹²⁾ 이는 2010

12) 무배당 기관은 포함하지 않은 산술평균이다.

년 유배당 공공기관의 평균 배당성향인 18.66%보다 높은 수준이다. 그러나 배당성향이 0으로 예측된 기관까지 모두 포함한 24개 공공기관을 고려할 경우, 그 차이는 감소하는 것으로 나타났다. 24개 공공기관의 평균 예상 배당성향은 18.46%, 평균 실제 배당성향은 16.33%였다. 민간기업의 배당성향 결정방식을 공공기관에 적용할 때 평균적인 배당성향은 상승할 것으로 예상할 수 있다.

평균 배당성향뿐만 아니라 개별적인 기관별로 살펴보면 예상 배당성향과 실제 배당성향 간에는 큰 차이가 발생하는 것을 알 수 있다. 24개 공공기관 가운데 예상 배당성향이 높게 나타나는 공공기관은 14개이며, 실제 배당성향이 높은 공공기관의 수는 9개이다. 토지주택공사는 예상 배당성향과 실제 배당성향 모두 0으로 나타났다.

〈표 10〉에 예상 배당성향과 실제 배당성향의 크기에 따라 공공기관들을 분류하였다. 민간기업에 따른 예상 배당성향이 실제 배당성향보다 높게 나타나는 공공기관에는 대규모 SOC 공기업들과 에너지 공기업들이 다수 포함되어 있다. 수자원공사, 도로공사, 항만공사, 공항공사, 철도공사는 대표적인 SOC 공기업이며, 한국전력과 석유공사는 자산 규모가 큰 에너지 공기업이다. 이러한 분석 결과에 비추어볼 때, 자본투입비중이 높고 규모가 큰 공기업의 배당성향은 민간에 비하여 상대적으로 낮게 책정되고 있는 것으로 보인다.

24개 공공기관의 평균 예상 배당성향은 18.46%, 평균 실제 배당성향은 16.33%였다.

민간기업의 배당성향 결정방식을 공공기관에 적용할 때 평균적인 배당성향은 상승할 것으로 예상할 수 있다.

〈표 10〉 예상배당성향과 실제 배당성향 차이에 따른 분류

예상배당성향 > 실제 배당성향	예상 배당성향 = 실제 배당성향	예상배당성향 < 실제 배당성향
수자원공사, 조폐공사, 도로공사, 석유공사, 부산항만, 인천항만, 울산항만, KOTRA, 광물자원공사, 공항공사, 정책금융공사, 철도공사, 한국전력	토지주택공사	중소기업은행, 수출입은행, 가스공사, 관광공사, 감정원, 농수산물유통공사, 농어촌공사, 자산관리공사, 산은금융지주

실제 배당성향이 민간기업에 따른 예상 배당성향보다 높게 설정된 공공기관에는 중소기업은행, 수출입은행, 산은금융지주 등 금융 공공기관이 다수 포함되어 있다. 그러나 민간기업의 배당성향 결정요인에 사용한 분석 대상이 비금융업에 한정되어 있기 때문에, 추정 결과를 금융 공공기관의 배당성향 예측에 사용하는 데에는 무리가 있을 수 있다. 이를 위해서는 금융업에 속하는 민간기업의 배당성향 결정 요인을 분리하여 분석할 필요가 있다. 본 연구에서는 비금융업 민간기업에 비하여 금융 공공기관의 배당성향이 상대적으로 높게 결정되고 있다는 결론만을 내릴 수 있으며, 금융 민간기업에 비교하여서는 어떠한 수준인지에 대한 결론을 내릴 수 없다.

기업의 재무적 특성을 고려하여
배당성향을 결정하는 민간기업과
달리 공공기관의 배당성향은
기관의 다양한 특성을 잘 반영하지
못하고 있는 것으로 나타났다.

V. 요약 및 정책적 시사점

지금까지 민간기업의 배당성향 결정 행태를 파악하고 이러한 행태를 공공기관에 적용했을 때의 배당성향을 예측해 봄으로써 민간기업과 공공기관의 배당성향 수준을 비교하였다. 현재 공공기관의 배당성향을 결정하는 방식은 민간기업과 비교할 때 상대적으로 배당성향을 낮게 결정하고 있을 뿐만 아니라, 기업의 재무적 특성을 고려하여 배당성향을 결정하는 민간기업과 달리 공공기관의 배당성향은 기관의 다양한 특성을 잘 반영하지 못하고 있는 것으로 나타났다. 이는 현행 배당결정 방식의 구조적인 문제에 기인하는 것이다. 여기에서는 배당대상 기업들을 각 재무지표에 따라 순위를 매기고 평균으로부터 벗어난 정도에 따라 배당성향을 변동시키는 방식을 적용하고 있는데, 그 결과 기업 내의 재무지표 변동보다는 전체 배당대상기업 가운데에서의 순위 변화가 배당성향을 결정하게 된다.

실증분석 결과로부터는 민간기업의 배당결정방식 및 배당성향과 비교하여, 공공기관의 배당성향이 기관의 특성을 고려하지 못하고 있음을 재확인하였다. 특히 이로 인하여 대규모 SOC 공기업과 에너지 공기업의 배당성향이 상대적으로 낮게 결정되는 구조적인 문제가 존재하였다. 또한 현행 배당기준에 따라 무배당이 결정된 기관에 대해서도 민간기업의 기준에 따르면 양의 배당성향을 가지는 경우가 관측되었는데, 이처럼 배당가능이익이 존재함에도 배당을 지급하지 않

는 것은 정부배당세입을 감소시키는 결과를 발생시킬 수 있다.

배당성향이 높을수록 기관의 재투자 규모가 감소하게 되므로, 배당성향은 기업의 지속적성장률에 영향을 미치게 된다. 공공기관의 경우 높은 성장성이 요구되는 분야보다 안정성이 유지되는 분야에 속한 경우가 많기 때문에 대부분의 공공기관에서는 일정 수준 이상의 높은 내부유보는 불필요할 가능성이 높다. 그러나 본 연구의 실증분석 결과에 따르면 다양한 경영 상황들을 통제한 이후에도 민간기업의 평균 배당성향이 공공기관에 비하여 상대적으로 높았다. 공공기관의 기관별 특성 및 다양한 경영 상황을 고려할 수 있는 배당성향의 결정 방식에 대한 검토가 필요하다. 이를 위해서는 우선적으로, 기업의 재무지표 수준과 변동이 직접적으로 해당 기업의 배당성향에 반영될 수 있도록 해야 할 것이다. KIF

〈참고문헌〉

- 강인철 · 정종범, 「외환위기 전 · 후 배당성향의 결정 요인에 관한 연구」, 『산업경제연구』, 제17권, 제2호, 2004, pp. 525~542
- 김경열, 「배당정책과 소유구조 및 기업가치의 관계」, 『국제회계연구』, 제17집, 2007, pp. 159~182
- 김기영 · 박경진 · 유영태, 「공기업 배당 현황과 평가」, 『규제연구』, 제19권, 제1호, 2010, pp. 179~212
- 김장호 · 손판도 · 이준석, 「우리나라 기업의 배당성향 결정요인: Risk and Catering을 중심으로」, 『산업경제연구』, 제24권, 제4호, 2011, pp. 2521~2539
- 대한민국정부, 『국가결산보고서』, 각 연도
- 박영규, 「배당변화를 통한 기업의 미래이익 예측가능

- 성 연구, 『증권학회지』, 2004, 제33권, 제4호, pp. 63~94
- 신민식 · 김수은, 「중소기업의 소유집중도가 배당정책에 미치는 영향」, 『산업경제연구』, 제21권, 제2호, 2008, pp. 733~757
- 신민식 · 김성환 · 김수은, 「배당정책의 결정요인과 조정속도」, 『산업경제연구』, 제21권, 제6호, 2008, pp. 2647~2670
- 조영석 · 한형호 · 양성국, 「배당정책과 미래이익성장에 관한 연구」, 『산업경제연구』, 제20권, 제4호, 2007, pp. 1445~1462
- 차병섭 · 이영, 「국제비교를 통한 배당성향 결정요인에 대한 실증분석」, 『경제학연구』, 제55집, 제4호, 2006, pp. 165~186
- Charest, G., “Dividend Information, Stock Returns, and Market Efficiency,” *Journal of Financial Economics*, vol. 6, 1978, pp. 297~330
- Denis D. and I. Osobov, “Why do firms pay dividends? International evidence on the determinants of dividend policy,” *Journal of Financial Economics*, vol. 89, 2008, pp. 62~72
- Hoberg and Parabhala, “Disappearing Dividends, Catering, Risk,” *Review of Financial Studies*, 2008, vol. 22, pp. 79~116