

과목명: 재무관리



강교수: 원광대학교 경영학부 정호일

교재: 현대재무관리(저자: 장영광)

제13장 배당정책

1. 배당정책의 의의
2. 배당척도/유형
3. 한국의 배당정책
4. 배당정책에 관한 이론

1. 배당정책

의의:
기업이 벌어들인 순이익을 기업의 소유주에게 지급하는 배당과 미래 투자기회에 대처하기 위하여 사내에 적립하는 유보이익으로 구분하는 의사결정을 의미한다.

배당정책이론:

배당정책이 기업가치에 미치는 영향을 분석하여 기업가치를 극대화할 수 있는 최적배당정책을 찾고 있는 이론

2. 배당의 척도

주당배당(Dividend Per Share;DPS):1주에 대한
금배당액의 크기(=총배당액/총발행주식수)

배당수익률(Dividend Yield):주가1원이 벌어들인
배당액의 크기(주당배당/주가)

배당률(Dividend Ratio):액면가1원이 벌어들인
배당액의 크기(주당배당/주당액면가치)

배당성향(Dividend Payout):순이익 중 주주에게
배당액으로 지급된 비율(주당배당/순이익)

배당의 유형

현금배당(Cash Dividend)

- 1) 정규현금배당: 매년 정기 주주총회의 의결을 거쳐 정기적으로 지급되는 배당
- 2) 추가현금배당: 일시적으로 많은 이익을 얻을 경우 정규 현금배당 이외에 추가적으로 지급하는 배당
- 3) 특별현금배당: 1회용 보너스의 형태로 지급되는 현금배당으로 정상적인 배당지급시기 이외에 임시주총을 거쳐 지급되는 배당

주식배당(Stock Devidend): 현금배당 대신 주식
추가로 발행하여 기존주주에게 무상으로 교부하
것이다.

- 현금배당으로 인한 자금유출 방지로 유동성 확보
- 주식배당액 만큼 자본금으로 편입된다.
- 기존주주의 지분율에는 변동이 없다.

현금배당지급절차

배당기준일(Record Date): 주주명부 폐쇄일로 우리나라는 사업연도의 마지막 날(배당권자 확정)

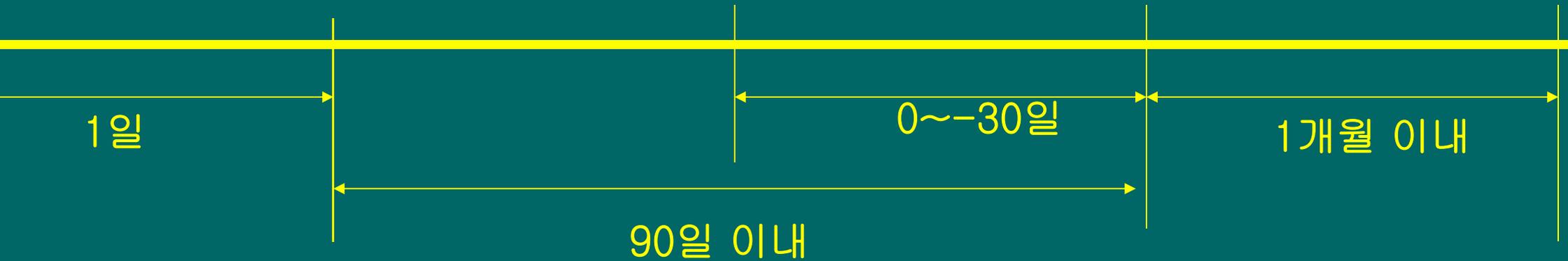
배당락일(Ex-Dividend Date): 배당받을 권리가 상실되는 첫 거래일(배당기준일 직전일)

배당공시일(Announcement Date): 배당에 대한 구체적인 결정사항을 증권시장에 공시하는 날 우리나라는 사업종료일로부터 90일 이내

배당지급일(Payment Date): 주주에게 배당금을 지급하기 시작하는 날(주총의결 후 2개월 이내)

현금배당 지급절차

배당기준일(사업종료일) 예정배당률공시일 주총 배당결정일 배당일



우리나라 배당지급제도의 문제점

배당에 대한 구체적인 정보가 없는 상태에서 배당
조치가 이루어진다. (주주들의 기대에 의해 배당
결정—타당성 결여 구주주와 신주주의 이해상충

배당지급이 너무 늦게 이루어진다. (배당기준일
후 3~4개월)

주주들의 현금수요를 충족시키는 수단으로 이용
가능한 문제점(이사회-장기적 경영기획 주총-단
기적 주주의 입김소지 있음)

4. 배당과 기업가치

-MM의 배당무관련이론을 중심으로-

가정:

자본시장은 거래비용과 세금이 존재하지 않는 완전시장
자기자본만으로 구성되며 신주발행 외부제약이 없다.

$$= \frac{d_{t+1} + P_{t+1}}{(1+r)}$$

$$= n_t \cdot P_t = \frac{1}{(1+r)} [n_t \cdot d_{t+1} + n_t \cdot P_{t+1}]$$

$$= \frac{1}{(1+r)} [D_{t+1} + n_t \cdot P_{t+1}] \dots \dots \dots (\text{식 1-}$$

여기서 D_{t+1} 은 t 기말의 배당금총

= t 기의 발행주식 총수

기말의 영업이익= NOI_{t+1}

기말의 유보이익= $NOI_{t+1} - D_{t+1}$

여기서 이익잉여금 중 전액을 유보한다면 이 금액을 차기 투자자금으로 활용할 것이다. 하지만 일부를 배당지급하고 나머지 금액으로 차기 투자기회 대한 투자를 하기 위해서는 배당금만큼을 신주발행을 통해 추가자금조달을 해야 다음기의 사업이 진행될 것이다.

따라서 신주발행액은 다음과 같이 계산된다.

$$m_{t+1} \cdot P_{t+1} = I_{t+1} - (NOI_{t+1} - D_{t+1}) \dots (\text{식 1-1})$$

발행액

차기투
자액

차기유보이익

식 1-1 - 2를 D_{t+1} 에 대하여 정리하면

$$m_{t+1} \cdot P_{t+1} = NOI_{t+1} - I_{t+1} + m_{t+1} \cdot P_{t+1} \dots (\text{식 1-2})$$

M_{t+1} = t+1기의 신주발행수

$$\frac{1}{(1+r)} [D_{t+1} + n_t \cdot P_{t+1}] \dots \dots \dots (\text{식 1-1})$$

여기서 D_{t+1} 은 t 기 말의 배당금 총액

- 2를 D_{t+1} 에 대하여 정리하면

$$= NOI_{t+1} - I_{t+1} + m_{t+1} \cdot P_{t+1} \dots \dots (\text{식 1-2})$$

- 3을 식 1-1에 대입하면

$$= \frac{1}{(1+r)} [NOI_{t+1} - I_{t+1} + (n_t + m_{t+1}) \cdot P_{t+1}]$$

$$= \frac{1}{(1+r)} [NOI_{t+1} - I_{t+1} + n_{t+1} \cdot P_{t+1}]$$

$$= \frac{1}{(1+r)} [NOI_{t+1} - I_{t+1} + V_{t+1}] \dots \dots (\text{식 1-3})$$

은: 식1-4에 볼 수 있듯이 t 기초의 기업가치(V_t)는 t 기말의 투자금액(I), 그리고 t 기말의 기업가치에 대해서만 영향을 받을 뿐이다. 즉 배당정책과 기업가치와는 무관하다.

데

현재 자기자본만을 사용 앞으로 1년 후 해산 예정
현재시점과 1년 후 시점의 현금흐름은 1,000만원
정(+)
의 순현가를 얻을 수 있는 추가 투자안이 없다.
현발행주식총수 1,000주, 자기자본비용 10%이다.

정책1): 현금흐름과 동일하게 배당지급

$$1,000 \text{ 만 원} + \frac{1,000 \text{ 만 원}}{(1 + 0.1)} = 1,909.09 \text{ 만 원}$$

$$1,909.09 \text{ 만 원} / 1,000 \text{ 주} = 19,090.9 \text{ 원}$$

정책 2) 소기배당을 많이 지급하는 경우

서울의 현재배당을 주당 11,000원씩 지급하는 경우(총비
100만원): 추가필요자금 100만원은 신주발행 조달

시점에서 현금흐름은 신주주에게 100만원의 투자자금에
%의 수익률을 요구하므로 110만원을 지급해야한다. 따
주주에게는 900만원의 잔여 현금흐름 중 10만원이 구주
으로 됨으로 단지 890만원의 현금흐름만이 주어진다.

$$= 1,100\text{만원} + \frac{8,900\text{만원}}{(1 + 0.1)} = 1,909.09\text{만원}$$

$$= 1,909.09\text{만원} / 1,000\text{주} = 19,090.9\text{원}$$

없음을 확인할 수 있다.

는 자가배당의 논리에 의해서도 설명이 가능함.

자가배당 조정이란 세금이나 거래비용이 존재하지 않는 완전한 시장에서 주주들은 기업으로부터 지급받는 배당수준과 자신이 주식의 매입과 매각을 통해 자신이 원하는 수준으로 조정할 수 있다는 논리

주가	갑의 원하는 배당금	실제배당액	배당락주가	갑의 자가배당
9500원	500원	500원	9500원	없음
9800원	500원	200원	9800원	300원 어치 주식
9200원	500원	800원	9200원	300원 어치 주식

저배당 선호의 현실적 요인

개인소득세: 자본이득세 < 배당소득세이므로 자본이득이 배당소득보다 유리, 즉 배당은 주주부에 부정적 영향을 미친다. (세후 투자수익이 상대적으로 감소)

발행비용: 현금배당을 실시하게 되면 그 만큼 신주발행에 의존해야 된다. 이 경우 인수료, 주권인쇄비용 등 발행비용이 소요되어 기업가치를 감소시킨다

고배당 선호의 현실적 요인

현재수입에 대한 선호

- 주식을 매각시 매매수수료와 증권거래세 등 거래비용 발생
- 소유하고 있는 주식을 매각하는 것은 투자원금을 없앤다는 심
이유로 인하여 꺼리게 됨

불확실성의 감소

- 현재의 배당 : 불확실성의 감소
- 미래 배당의 증가 → 불확실성(위험)의 증가 → 요구수익률의
주가의 감소 : M.J. Gordon의 주장
- M.J. Gordon의 주장에 대한 반론 : 투자와 자본구조가 변하
한 기업의 전체 현금흐름은 배당정책에 따라 반드시 영향을
은 아니며, 전체 현금흐름의 위험이 배당정책에 따라 어떻게
지를 정확히 파악하는 것도 어려운 일임.

배당유관계설

불완전시장)하에서 배당의 많고 적음이 주가에 영향을 (미친다)는 가설

$$S_0 = \frac{d_1}{(1+k)} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \sum_{t=3}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k)^t} \quad (1)$$

단, S_0 : 주식의 이론적 가치

d_t : t기의 배당

k : 요구수익률

두 번째 해에 배당(d_1)을 하지 않고 이를 수익률이 r 인 재투자사업을 벌여 투자성과를 둘째 해에 본래 지급하려고 했던 배당(d_2)과 합하여 배당한다면 배당은 $d_2 + d_1(1+r)$ 이 됨. 그리고 셋째 해부터는 변화가 없다고 가정

$$S_0' = \frac{0}{(1+k)} + \frac{d_2 + d_1(1+r)}{(1+k)^2} + \sum_{t=3}^{\infty} \frac{d_t}{(1+k)^t} \quad (2)$$

$$\begin{aligned}
 \Delta S = S_0' - S_0 &= \frac{d_1(1+r)}{(1+k)^2} - \frac{d_1}{(1+k)} && \text{단, } r : \text{재투자수익률} \\
 &= \frac{d_1}{(1+k)} \left(\frac{1+r}{1+k} - 1 \right) \\
 &= \frac{d_1}{(1+k)^2} [r - k] && (3)
 \end{aligned}$$

당정책의 변화로 인한 주식가치의 변동(ΔS)이 ≥ 0 인지 아니면 < 0 인지
 적으로 ($r - k$)에 달려 있음.

$r > k$ 일 경우, 배당 대신 이를 재투자함으로써 주식가치가 높아진다.

$r < k$ 일 경우, 재투자보다는 배당지급이 주식가치를 높인다.

$r = k$ 일 경우, 배당수준의 변화는 주가가치에 영향을 주지 않는다.

이 경우 배당문제는 주식가치와 무관(irrelevant)

배당평가모형

$$S_0 = \frac{d_0(1+g)}{k-g} = \frac{d_1}{k-g} = \frac{e_1(1-f)}{k-f \cdot r}$$

$$\frac{\partial S_0}{\partial f} = \frac{e_1(r-k)}{(k-f \cdot r)^2}$$

단, g : 성장률($= f \cdot r$)

f : 사내유보율

e_1 : 1시점의 이익

경우 : 투자기회가 좋지 않은 주식을 사양주(creditor stock)

경우 : 투자기회가 보통인 주식은 중간주(intermediate stock)

경우 : 투자기회가 좋은 주식은 성장주(growth stock)로 구분

적으로 기업 (재투자수익률)의 수준에 따라

상이 주가에 미치는 영향은 상이

G, D, M 세 주식 - 배당성향이 주가에 미치는 영향을 분석.

두 주당이익(EPS)은 500원, 요구수익률(k)은 10%.

기업내 재투자수익률(r)은 각각 15%, 5%, 10%.

시장임을 가정하여 배당성향을 ① 40%로 할 때와 ② 80%로 할 때 주가에 미치는 영향을 분석하

40%, $d_1 = 200$ 원, $k = 10\%$, $f = 60\%$ 인 경우 (f : 유보율, $1-f$: 배당성향)

$d_1/(k - g) = d_1 / (k - f \cdot r)$ 이므로

$=15\%$, $S_G = 200 / (0.1 - 0.6 \times 0.15) = 20,000$ 원

$=5\%$, $S_D = 200 / (0.1 - 0.6 \times 0.05) = 2,857$ 원

$=10\%$, $S_M = 200 / (0.1 - 0.6 \times 0.10) = 5,000$ 원

80%, $d_1 = 400$ 원, $k = 10\%$, $f = 20\%$ 인 경우

$400 / (0.1 - 0.2 \times 0.15) = 5,714$ 원

$400 / (0.1 - 0.2 \times 0.05) = 4,444$ 원

$400 / (0.1 - 0.2 \times 0.10) = 5,000$ 원

$< r$: 배당을 높이면 주가는 하락한다.

$> r$: 배당을 높이면 주가는 상승한다.

배당정책에 대한 다른 측면의 연구

배당의 정보효과

배당정책의 변화를 시장에서 투자자들이 기업내용 변화의 신호로 인식하여 주가가 변하는 것으로서 신호효과(signalling effect)라고 함

배당의 증가 → 좋은 뉴스 → 주가상승

배당의 감소 → 나쁜 뉴스 → 주가감소

주가는 배당정책 자체에 의해서 변하는 것이 아니라 배당이 있는 정보내용에 의해서 변한다고 봄

배당의 고객효과

기업의 배당정책 ↔ 주주들의 선호도에 의해 결정

고소득층(높은 세율) : 저배당기업 선호

저소득층(낮은 세율) : 고배당기업 선호

☞ 배당정책 ≠ 기업가치



수고하셨습니다