

Dupont 분해를 이용한 방송채널사용사업자의 재무성과 결정 요인 분석

한찬희¹, 강연곤²

¹前 공공미디어연구소 연구원, ²중앙대학교 미디어커뮤니케이션학부 조교수

An Analysis of the Determinants of Financial Performance of Program Providers Using Dupont Decomposition

Chan-Hee Han¹ and Youn-Gon Kang²

¹Former Researcher, Institute for Public Media

²Assistant Professor, School of Media Communication, Chung-Ang University

²Corresponding author: taijigo@cau.ac.kr

Received February 2, 2026; Revised March 6, 2026; Accepted March 8, 2026

ABSTRACT

본 연구는 패널 자료를 활용해 방송채널사용사업자의 재무성과 결정 요인을 분석하였다. 고정효과 회귀분석, 동적 패널 GMM, 롤링 회귀분석 결과, 매출액 순이익률(NPM)이 모든 분석에서 일관되게 자기자본순이익률(ROE)과 총자산순이익률(ROA)에 양의 영향을 미쳤다. 이는 방송채널사용사업자의 재무성과가 자산 효율성이나 재무 레버리지보다 본원적 영업 수익성에 의해 주도됨을 의미한다. 반면 총자산 회전율(AT)은 방송산업 특성상 유의한 영향을 보이지 않았으며, 자기자본 승수(EM) 확대는 ROE에 부정적 영향을 미쳤다. 방송산업의 환경 변화에 따라 2024년 기준 다수의 방송채널사용사업자가 수익성이 동시에 악화하였다. 이는 방송산업이 성장에서 생존 중심으로 패러다임이 전환되었음을 의미한다. 이상의 결과를 토대로 방송채널거래시장의 지속 가능한 성과 개선을 위해 콘텐츠 경쟁력, 비용 효율화, 수익 다각화에 우선 초점을 맞출 필요성을 강조하였다.

This study examines the determinants of financial performance of PPs using panel data. Fixed-effects regression, dynamic panel GMM, and rolling regression analyses consistently show that NPM has a positive effect on both ROE and ROA. This suggests that the financial performance of PPs is primarily driven by fundamental operating profitability rather than asset efficiency or financial leverage. In contrast, AT does not exhibit a significant effect, reflecting the characteristics of the broadcasting industry, while an increase in EM negatively affects ROE. In line with structural changes in the broadcasting environment, profitability has simultaneously deteriorated across multiple PPs as of 2024, indicating a paradigm shift from growth-oriented to survival-focused operations. Based on these findings, this study emphasizes the importance of prioritizing content competitiveness, cost efficiency, and revenue diversification for achieving sustainable performance in the PP market.

Keywords: Program Provider, Dupont Decomposition, Panel Regression, Dynamic Panel GMM, Rolling Regression



1. 서론

방송산업은 사업자들의 경쟁 정도를 평가하여 유료방송시장, 방송채널거래시장, 방송영상콘텐츠거래시장, 방송광고시장으로 구분된다¹⁾. 이 중에서 방송채널사용사업자(Program Provider, 이하 PP)는 유료방송시장과 거래 관계면서 동시에 방송영상콘텐츠거래시장을 유료방송시장과 매개하는 중요한 역할을 한다. PP 자체로는 각각 특색있는 채널을 운영하며 콘텐츠를 제작 및 구매한다. 이들은 고정비와 노동 집약적 특성을 가지면서 OTT 확산, 규제 환경 변화 속에서 경영활동을 지속하였다²⁾. 최근 수년간 방송산업은 광고재원의 정체, 유료방송 가입자 정체, 콘텐츠 사용료 변화 등으로 수익 창출 구조가 재편되고 있으며 이에 따라 PP의 재무성과도 변화를 보인다³⁾. 이 속에서 방송산업의 지속 가능성을 평가하고 PP의 성과를 평가하기 위한 실증연구의 중요성은 점차 확대되고 있다. 하지만 기존 연구에서 PP의 재무성과는 주로 ROE(Return On Equity: 자기자본순이익률)나 ROA(Return On Assets: 총자산순이익률)와 같은 지표를 중심으로 분석되었다⁴⁾.

이와 같은 분석은 성과 수준을 직관적으로 제시한다는 장점이 있으나 해당 성과 지표가 어떠한 경로를 통해 형성되었는지에 대해서 충분한 설명을 제공하지 못하는 한계를 가진다. 가령 동일한 ROA를 기록한 두 사업자라 하더라도 한 사업자는 높은 순이익률에 낮은 자산회전율에 기반한 재무성과를 갖는 데 비해 다른 사업자는 낮은 순이익률에 빠른 자산회전율에 기반한 재무성과를 가질 수 있기 때문이다. 특히 무형자산과 고정비 비중이 높은 방송산업에서는 단면적 성과 지표만으로는 중장기 생존을 예측하기 어려운 한계가 있다. 따라서 재무성과의 경로를 구체화할 수 있는 분석이 필요한 실정이다. 이를 위한 대표적인 분석으로 Dupont 항등식을 들 수 있다.

재무분석 분야에서 널리 활용되는 Dupont 항등식은 ROE를 NPM(Net Profit Margin: 순이익률), AT(Asset Turnover: 총자산회전율), EM(Equity Multiplier: 자기자본승수)으로 분해함으로써 수익성, 자산 효율성, 재무 레버리지라는 세 가지 측면에서 기업의 성과를 설명하는 분석 틀을 제공한다⁵⁾. Dupont 항등식을 적용한 분석은 회계 및 재무관리 분야에서 기업성과를 설명하는 표준적 도구로 활용되었으며 제조업, 금융업 등 다양한 분야에서 풍부하게 연구가 진행되었다⁶⁾. 그러나 Dupont 항등식을 사용한 기존 연구가 주로 지표를 비교하고 관련 사례를 설명하는 측면에서 진행되었다면 각 분해 요소가 재무성과에 미치는 영향을 인과적으로 식별하는 연구는 찾아보기 어렵다. 특히 방송산업을 대상으로 한 연구에서는 Dupont 항등식 자체가 거의 활용되지 않았거나 활용되더라도 짧은 기간의 단면 분석에 머무르고 있다. 기존 방송산업 연구는 정책 변화에 따른 시장 구조를 설명하는데 유용하지만 재무성과를 설명하는 데 한계가 있다. 이로 인해 방송사업자의 성과가 수익성의 변화인지, 자산 효율성에서 기인했는지, 재무 레버리지의 결과인지 구분하기 어렵다는 문제가 존재한다.

이러한 기존 연구의 한계를 극복하기 위해 본 연구는 Dupont 항등식을 PP의 재무성과를 설명하는 분석 틀로 적용하고 패널 회귀분석으로 각 요소가 성과에 미치는 영향을 실증적으로 분석하는 것을 목적으로 한다. 이는 ROE와 ROA라는 종합 성과 지표를 검토하는 것을 넘어서 이들 성과가 어떠한 재무 경로로 영향받는지 규명하는 것이다. 이와 같은 연구는 단순히 성과의 크기를 비교하는 데서 나아가 여러 유형의 PP들이 어떠한 재무 전략을 통해 성장을 해왔는지 구조적으로 이해하는 데 기여할 수 있다. 특히 수익성이 악화되는 국면에서 자산 효율 개선이나 레버리지 확대가 성과를 보완하는 역할을 하는지 실증적으로 검증함으로써 방송채널거래시장에서 재무 전략의 성격을 명확하게 규명하는 자료가 될 수 있을 것으로 본다.

2. 선행연구 검토

PP의 성과를 분석한 선행연구들은 주로 정책 환경, 시장 구조, 그리고 사업자의 전략적 행위가 성과에 미치는 영향을 중심으로 진행되었다. 이들 연구는 방송산업이 규제와 시장의 제약 속에서 작동한다는 점을 전제하며 재무성과를 환경 변화의 결과로 설명하는 데 초점을 맞추고 있다. 먼저 김선미, 김성태(2015)는 유료방송시장의 정책 및 시장 환경 변화가 PP의 성과에 미치는

영향을 실증적으로 분석하였다. 기존 연구들이 특정 기업이나 단기간의 성과 분석에 의존한다는 한계를 지적하고 2003년부터 2013년까지 11년간 154개 PP의 패널 자료를 구축하여 고정효과 모형을 적용하였다. 이들은 정책적 요인과 함께 영업비용, 프로그램 제작비와 같은 시장 행위 요인이 방송 매출에 유의미한 영향을 미치는 결과를 보여주었다. 이 연구는 PP의 성과가 정책 환경과 사업자 행위의 결합임을 실증적으로 보여주었다는 점에서 의의가 있다⁷⁾.

홍중운, 정영주, 윤석민(2016)은 유료방송플랫폼이 방송채널사용사업자에게 지불하는 프로그램 사용료의 효과를 평가하였다. 이 사용료는 시장 행위의 결과가 아니라 제도적으로 결정된 금액이기 때문에 공정경쟁이라는 측면에서 정책 성과와 한계를 분석하였다. 이들은 일정 수준의 프로그램 사용료 지급 의무가 PP의 매출액 증대에 기여했음을 확인하였다. 다만 프로그램 사용료 배분 기준의 부재로 인해 PP 간 불균등한 성장이 발생했음을 지적하였다. 이러한 불균형은 매출액 대비 콘텐츠 재투자 비용이 증가하는 PP와 그렇지 않은 PP로 나타나 콘텐츠 산업 활성화 차원에서 문제점으로 드러나기도 하였다. 이들은 콘텐츠 가치 제고를 위해서 또 다른 정책의 필요성을 제시하였다⁸⁾.

유상호와 김성철(2017)의 연구는 산업 조직론의 전략 그룹의 개념을 적용하여 PP의 성과 차이를 분석하기 위해 2012년도부터 2015년도까지 등록한 PP를 대상으로 군집분석을 실시하였다. 그 결과 PP들은 수직 및 수평 통합, 플랫폼 다각화를 중심으로 다수의 전략 그룹이 존재함을 확인하였다. 이러한 전략 그룹 안에서는 매출액, 현금흐름, 영업이익률 등이 상이하게 나타나는 성과의 양극화가 존재함을 지적하였다. 특히 고위험 고수익의 특성을 가지는 산업의 특성상 현금 흐름의 중요성이 부각되고 있음을 강조하였다. 이러한 결과는 PP 성과 분석에서 단기 수익성뿐만 아니라 안정적인 재무구조의 영향력도 고려할 필요성을 시사한다⁹⁾.

이상원과 이선미(2021)의 연구는 2014년부터 2019년까지의 PP의 패널 자료를 구축하여 시장 행위, 시장 구조, 자산 기반 자원이 PP의 성과에 미치는 영향을 검증하였다. 그 결과 방송사업 수익 대비 프로그램 제공 매출 비중이 높을수록 방송매출과 영업이익에 부정적 영향이 있었지만 광고 매출 비중은 성과에 정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 가입자당 매출이 낮은 환경에서 프로그램 매출 의존도가 과도할 경우 성과 개선이 제한될 수 있음을 시사한다. 또한 광고매출 중심 전략이 단기 성과 측면에서 상대적으로 유리할 수 있으며 PP가 보유하고 있는 채널이 많을수록 성과가 향상된다는 점을 제시하였다¹⁰⁾.

Soliman(2008)의 연구는 Dupont 분해요소가 기존 재무 지표를 통제한 이후에도 수익성을 설명하는데 유의함을 보여주었다. 특히 NPM이 ROA의 변동을 예측하는 데 유의한 설명력을 가지는 것으로 나타났다¹¹⁾. 금융업 분야에서 Berger와 Bonaccorsi di Patti(2006)는 재무구조와 수익성과의 상호관계를 고려한 분석을 통해 레버리지가 높으면 경영 효율성이 개선된다는 실증 결과를 제시하기도 하였다¹²⁾. 미국의 상장기업을 대상으로 Dupont 분석을 한 Fairfield와 Yohn(2001)의 연구는 Dupont 요소들의 정태적 수치보다 동태적 변화가 미래 ROA 변화를 예측하는 데 유용함을 증명하였다¹³⁾. 박창래(2020)의 경우 ROE 분해 방식에 따라 주가 관련성을 비교한 결과 분해 요소의 설명력은 시장 및 기업 특성에 따라 차이를 보였다. 정교한 분해 방법이 기존 Dupont 분석과 설명력 차이는 크지 않아서 결과적으로 Dupont 분석의 설명력이 유효함을 보였다¹⁴⁾.

한편, 무형자산 집약 산업에서는 전통적 자산 기반 성과지표의 해석에 주의가 필요하다는 지적도 존재한다. 무형자산은 회계상 자산으로 충분히 인식되지 않거나 비용으로 처리되는 경우가 많아 기업의 경제적 자산이 과소계상될 가능성이 있다¹⁵⁾. 이러한 특성은 자산총계를 분모로 하는 AT의 경제적 의미를 약화시킬 수 있으며, 결과적으로 수익성 분해에서 자산 효율성 요인의 설명력이 산업에 따라 상이하게 나타날 가능성을 시사한다. 특히 IT 및 엔터테인먼트 산업과 같이 지적재산권, 브랜드 가치, 네트워크 효과 등이 중요한 분야에서는 수익성의 변동이 자산 회전율보다는 이익률 요인에 의해 더 크게 설명될 수 있다.

선행연구들은 Dupont 분해요소가 기업의 운영성과, 자본구조 효과, 그리고 자본시장에서의 정보 가치와 연결되는 다차원적 회계 신호임을 보여주며 개별 요소의 변화와 맥락적 조건을 함께 고려할 필요성을 시사한다. 그러나 기존 PP 성과 연구는 연구들은 방송 매출, 영업이익률, 가입자당 매출액 등 단일 지표 분석에 머물러 성과가 어떠한 재무적 경로를 통해 형성되는지에 대

한 설명에는 한계를 지닌다. 특히 수익성, 자산 활용, 레버리지와 같은 재무 요소가 결합되어 나타나는 성과 메커니즘을 동태적 관점에서 분석한 연구는 부족한 실정이다. 본 연구는 이러한 한계를 보완하기 위해 Dupont 항등식을 활용하여 PP의 재무성과를 수익성, 자산 효율성, 재무 레버리지로 분해하고 장기 패널 자료를 통해 이들 요소의 상대적 중요성과 동태적 변화를 실증적으로 분석하고자 한다. 이는 기존 PP 성과 연구를 재무구조 중심의 분석으로 확장한다는 점에서 차별적인 기여를 갖는다.

3. 연구방법

3.1 연구모형

먼저 Dupont 항등식으로 방송채널사용사업자들의 재무성과를 분석한다. Dupont 항등식은 기업의 재무성과를 구성하는 요소를 분해하여 성과 요인을 추적하는 분석기법이다^[16]. Dupont 항등식은 (식 1)로 구성되며 좌변에 자기자본순이익률(Return On Equity, 이하 ROE)을 두고 우변에 수익성, 활동성, 레버리지를 나타내는 지표로 세분화하여 어떤 재무 지표에서 문제점이 있는지 파악한다.

$$\begin{aligned} ROE &= \frac{Net\ Income}{Sales} \times \frac{Sales}{Assets} \times \frac{Assets}{Equity} \\ &= Net\ Profit\ Margin \times Asset\ Turnover \times Equity\ Multiplier \\ &= ROA \times Equity\ Multiplier \end{aligned} \quad (1)$$

식 (1)의 우변에는 ROE가 세 개의 재무비율로 분해된다. 매출액 순이익률(Net Profit Margin, 이하 NPM)은 수익성 지표, 총 자산 회전을(Asset Turnover, 이하 AT)은 활동성 지표, 자기자본 승수(Equity Multiplier, 이후 EM)는 재무구조의 안정성 지표다. 그리고 NPM과 AT의 곱은 총자산순이익률(Return On Assets, 이하 ROA)이 되며(달리 말하면 ROA는 NPM과 AT로 분해), ROA와 EM을 곱하면 ROE가 된다. ROE와 ROA의 차이점은 레버리지가 고려된다는 점이다. ROE는 기업의 경영성과를 수익성, 활동성, 타인자본에 의한 재무위험으로 분석할 수 있지만, ROA는 총자본의 활용만 측정하므로 타인자본 사용으로 인한 재무위험과 수익성 간의 관계는 분석할 수 없다. 정리하면, Dupont 항등식은 NPM과 AT를 통해 기업의 경영성과를 결정하는 요인이 어디에 있는지를 파악할 수 있으며 더불어 재무위험도 검토할 수 있다.

두 번째 연구모형은 식 (2)의 회귀모형으로 방송채널사용사업자의 수익성에 영향을 주는 재무 지표를 포괄적으로 고려하여 인과관계를 규명하기 위해 구성되었다. 따라서 Dupont 지표를 독립변수로 투입하고 다른 재무 지표를 통제변수로 투입하였다. 본 연구에서 Dupont 지표를 독립변수로 투입하는 이유는 Dupont 공식을 기계적으로 반복하기 위한 것이 아니다. 이는 기업의 서로 다른 재무 지표로 분해된 수익성, 활동성, 레버리지는 각 요인이 재무성과에 어떠한 설명력과 예측력을 가지는지를 실증적으로 검증하기 위해서이다. 따라서 아래의 회귀식으로 Dupont 공식에서 분해된 요인들이 확률적 관계 속에서 재무성과에 미치는 영향력을 평가한다.

$$y_{it} = \beta_1 NPM_{it} + \beta_2 AT_{it} + \beta_3 EM_{it} + \gamma' X_{it} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

여기에서,

y_{it} = 방송채널사용사업자 i의 t년 ROE(ROA) NPM_{it} = 방송채널사용사업자 i의 t년 순이익률

AT_{it} = 사업자 i의 t년 총자산 회전율

EM_{it} = 사업자 i의 t년 자기자본 승수

X_{it} = 통제변수 벡터 μ_i = 사업자 고정효과 λ_t = 연도 고정효과 ε_{it} = 오차항

3.2 변수설명

변수는 종속변수, 독립변수, 통제변수로 구분하며 구체적인 명칭과 산식은 다음과 같이 제시된다¹⁷⁾. ROE는 자기자본을 효율적으로 사용하여 순이익을 창출하였는지를 측정한다. 주주들이 출자한 자본에 대해 요구하는 투자수익률로 경영자의 평가 지표로 많이 활용되기도 한다. ROA는 이익과 총자산의 관계를 나타내며 기업의 수익성을 대표하는 비율이다. NPM은 기업의 영업활동 성과를 총괄적으로 파악하는 비율로서 매출액 1원에 대해 남는 순이익을 의미한다. AT는 기업이 사용한 총자산의 효율적 이용정도를 측정한다. AT가 높을수록 자산을 효율적으로 사용한 반면 낮을수록 과잉투자에 따른 비효율이 초래하게 된다. EM은 기업이 자산을 조달하기 위해 타인자본을 얼마나 사용했는지 나타내는 비율이다. 승수가 높으면 수익성이 높아질 수 있으나 이자비용 부담이 커지며 경기 변동시 재무위험이 커질 수 있다.

Table 1. Variable descriptions and calculation formulas

분류	명칭	산식	비고
종속변수	자기자본순이익률 (ROE : Return On Equity) 총자산순이익률 (ROA : Return On Assets)	당기순이익 ÷ 자본총계 당기순이익 ÷ 총자산	
독립변수	매출액 순이익률 (NPM : Net Profit Margin) 총자산 회전율 (AT : Asset Turnover) 자기자본 승수 (EM : Equity Multiplier)	당기순이익 ÷ 매출액 매출액 ÷ 총자산 총자산 ÷ 자본총계	
통제변수	부채비율 (DER : Debt to Equity Ratio) 방송사업 매출액 비중 (BRS : Broadcasting Revenue Share) 매출액 증가율 (SGR : Sales Growth Ratio) 총자산 (TA : Total Assets)	부채총계 ÷ 자본총계 방송매출액 ÷ 매출액 (당기 매출액 - 전기 매출액) ÷ 전기 매출액 총자산	로그 변환 로그 변환

부채비율(Debt to Equity Ratio, 이하 DER)은 총자본을 구성하고 있는 타인자본과 자기자본 간의 비율이며 재무구조의 안정성을 나타내는 대표적인 비율이다. PP는 콘텐츠 제작 및 채널 운영을 위해 외부 자금에 의존하는 경향이 있으며 과도한 부채는 이자비용 때문에 수익성을 저하시킬 수 있다는 점에서 통제변수로 포함하였다. 방송사업 매출액 비중(Broadcasting Revenue Share, 이하 BRS)은 PP의 본원적 사업 활동인 방송사업으로 창출된 매출액의 비중을 말한다. 매출액 증가율(Sales Growth Ratio, 이하 SGR)은 외형 성장이 수익성 개선과 반드시 연동되지 않는 방송산업의 특성을 반영하여 외형 성장의 효과를 통제하기 위해 포함되었다. 총자산(Total Assets, 이하 AT)은 규모의 경제가 작용하는 방송산업에서 대형 사업자일수록 콘텐츠 투자 여력과 협상력이 크다는 점을 반영하여 기업 규모를 통제하는 변수로 포함되었다¹⁸⁾.

3.3 자료수집

분석을 위한 자료는 방송통신위원회(현 방송미디어통신위원회)에서 제공하는 방송사업자 재산상황 공표 자료를 사용하였다. 이 자료는 방송통신위원회 홈페이지에서 pdf 파일의 보고서로 제공되고 있으며 이용이 가능한 연도는 2007년부터 2024년까지다. 본 연구에서는 2009년부터 2024년까지 16개 연도의 방송사업자 재산상황 공표 자료에서 방송채널사용사업자의 “재무/손익현황”으로 제공되는 자료를 사용하였다.¹⁾ 방송채널사용사업자는 신규허가 및 폐업 등의 이유로 연도별로 일정한 사업자

가 등록되어 있지 않다. 따라서 불균형 패널 자료가 구성되었으며 2009년부터 2024년까지 누적사업자 수는 2,716개이다.

Table 2. Annual status of program providers

연도	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
사업자수	184	179	181	180	188	181	161	152
연도	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
사업자수	158	161	158	161	167	169	170	166

Table 3. Firm type classification and cumulative sum by firm type

사업자 유형	축약표기	사업자 수 (2009년~2024년 누적)	비중
일반 방송채널사용사업자	일반PP	2,100	77.3%
지상파 계열 방송채널사용사업자	지상파 계열	133	4.9%
MSO 계열 방송채널사용사업자	MSO 계열	160	5.9%
IPTV 계열 방송채널사용사업자(스카이라이프 포함)	IPTV 계열	34	1.3%
종편채널	종편	94	3.5%
보도전문채널	보도전문	32	1.2%
홈쇼핑 채널	홈쇼핑	163	6.0%

4. 분석결과2)

4.1 기술통계 및 Dupont 분석

사업자 유형별 손익 및 재무 현황을 살펴보면 홈쇼핑 채널이 모든 현황에서 가장 높은 평균을 보인다. 반면 일반PP는 당기순 이익을 제외하곤 모든 현황에서 가장 낮은 평균을 보인다. 채널 수는 많은데 영세한 사업자들이 많고 개별사업자들의 규모 자체가 크지 않기 때문으로 보인다. IPTV 계열과 종편의 경우 당기순이익이 적자로 나타났다. 방송매출액을 살펴보면 지상파 계열, IPTV 계열, 종편, 보도전문이 매출액 대비 방송매출액 비중이 높은 것으로 보이고 일반PP, MSO 계열, 홈쇼핑은 방송매출액 비중이 낮은 것으로 나타나 방송매출 외에 기타사업매출이 상당한 수준으로 있다는 것을 시사한다.

Table 4. Averages key profits, losses, and financial status by firm type (2009-2024) (단위: 백만원)

사업자 유형	당기순이익	방송매출액	매출액	자본총계	부채총계	총자산
일반PP	107	4,645	25,872	16,903	12,118	28,958
지상파 계열	3,268	70,755	78,733	65,184	17,890	83,075
MSO 계열	3,052	51,892	110,052	105,589	57,801	163,389
IPTV 계열	-941	38,123	38,943	36,193	16,525	52,718
종편	-7,950	114,572	120,169	160,646	49,044	209,690
보도전문	3,348	77,258	93,088	118,379	75,849	194,228
홈쇼핑	43,675	356,432	623,794	570,862	303,324	874,186

1) 2007년과 2008년 자료는 공표 자료 형식이 이후 연도와 상이하여 사업자 유형의 분류 기준이 일관되지 않는다. 패널 자료의 일관성 확보와 측정 오류의 편향을 방지하기 위해 2009년부터 분석 대상 연도로 설정하였다.

2) 분석 결과의 왜곡을 최소화하고 추정치의 정밀도를 높이기 위해 모든 변수에 대해 상하위 1% 수준에서 윈저라이징(Winsorizing)을 적용하여 극단치를 조정하였다.

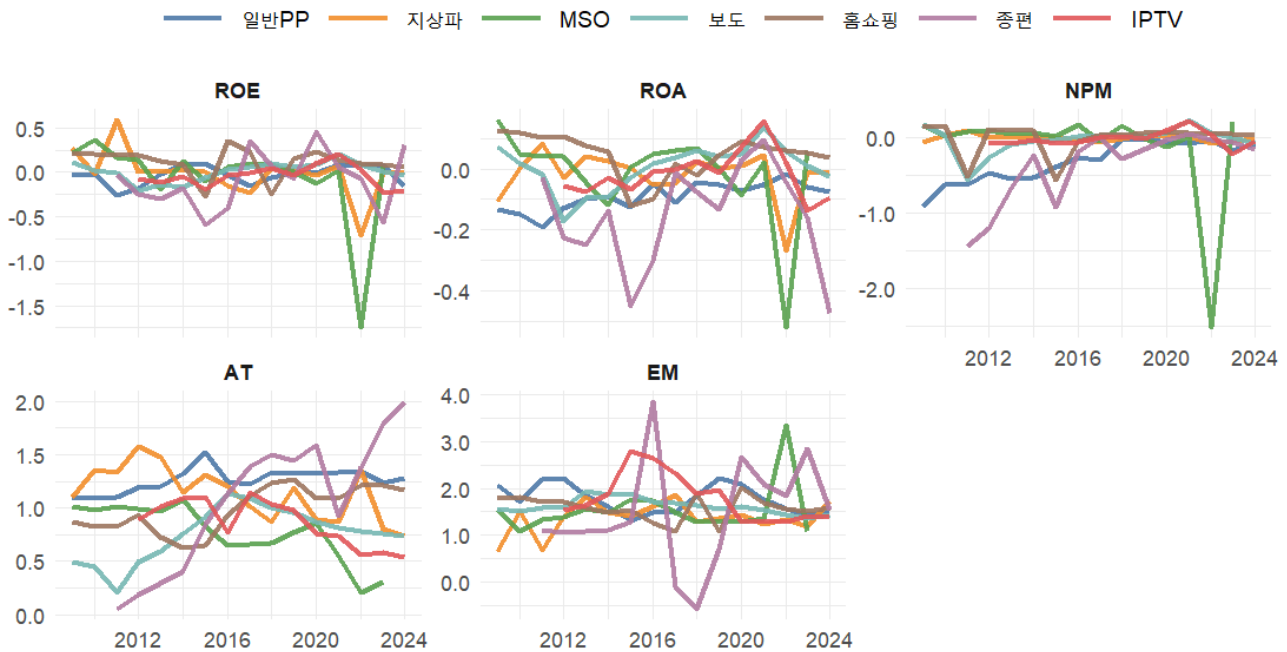


Fig. 1. Annual trends in dupont indicators by firm type (2009-2024)

Fig. 1은 2009년부터 2024년까지 사업자 유형별 Dupont 지표의 시계열 변화를 나타낸 것이다. 전반적으로 ROE는 NPM, AT, EM의 변화에 따라 사업자 유형별로 상이한 궤적을 보이며 동일한 방송채널거래시장에서도 수익 창출 구조와 재무 전략의 차이가 뚜렷하게 나타난다. 일부 사업자 유형은 비교적 안정적인 자산 효율과 완만한 레버리지를 유지하며 ROE의 변동 폭이 크지 않지만 특정 시점을 전후로 수익성 지표의 급격한 하락이나 변화가 관찰되는 사업자 유형도 있다. 특히 NPM과 AT의 동반 약화가 나타나는 경우 EM의 증가와 결합하여 ROE가 크게 변하는 경향이 시각적으로 확인된다. 이러한 전체 흐름 속에서 2016년을 전후한 종편과 2022년을 기점으로 MSO 계열은 다른 사업자 유형과 비교해 Dupont 지표 전반에서 상대적으로 큰 변동을 보이는 특징적인 사례로 나타난다.

2016년 종편의 ROE와 ROA는 2015년에 비해 개선되었으나 손실이 발생하는 상태라고 할 수 있다. 구체적으로 살펴보면 NPM이 음(-)의 값을 기록하여 본원적 수익성이 취약한 상태지만 AT는 1 이상으로 자산 대비 매출 창출 능력 자체는 유지된다. 그러나 EM이 4에 가까운 높은 재무 레버리지는 수익성을 보완하기보다는 이자비용 부담을 확대시키며 손실을 증폭시키는 방향으로 작용하였다. 이는 영업 수익성이 악화된 상태에서 과도한 레버리지가 결합하여 수익성 악화가 심화된 사례로 해석할 수 있다.

2022년 MSO 계열의 ROE, ROA, NPM은 모두 큰 폭으로 하락하였다. 같은 해 EM도 3을 상회하였고 AT는 약 0.2 수준에 그쳤다. ROE, ROA, NPM의 동반 하락은 일시적 부진이 아니라 전사적 차원에서 수익 창출 구조가 위기에 직면했음을 의미한다. EM이 3을 상회한다는 것은 부채 의존도가 매우 높은 재무구조를 의미하며 이는 이자비용 부담을 확대해 재무 위험을 가중시킬 가능성이 크다. AT가 낮다는 점은 보유 자산 대비 매출 창출 능력이 현저히 떨어져 자산 활용이 비효율적임을 보여준다. 정리하면 MSO 계열은 높은 EM에 따른 재무 부담과 낮은 자산 효율로 인해 충분한 매출을 창출하지 못하는 상황이 동시에 작용하면서 수익성 악화가 가속화된 상태로 평가할 수 있다.

Table 5는 Fig. 1에 나타난 사업자 유형별 Dupont 지표의 시계열적 변화를 주요 연도별로 요약한 것이다. 주요 연도는 다음과 같이 구분된다¹⁹⁾. 2009년~2016년은 유료방송시장에서 IPTV의 성장기로 구분된다. 2016년~2020년은 유료방송 구조 개편기

로 구분된다. 2020년~2023년은 OTT 성장기로 구분된다. 이에 따라 각 시기의 첫 번째 연도인 2009년, 2016년, 2020년을 비교 시점으로 선정하였고 마지막으로 가장 최근인 2024년을 비교 시점으로 선정하였다. 또한 방송채널사용사업자들이 속한 산업(방송 및 영상·오디오물 제공 서비스업)의 평균 비율을 표준 비율로 제시하여 비교 및 평가의 타당성을 확보하고자 하였다.³⁾

Table 5. Annual dupont analysis by firm type

2009년	ROE	ROA	NPM	AT	EM
일반PP	-0.035	-0.135	-0.911	1.104	2.068
지상파 계열	0.272	-0.108	-0.064	1.105	0.653
MSO 계열	0.216	0.162	0.172	1.016	1.546
보도전문	0.113	0.071	0.167	0.492	1.567
홈쇼핑	0.219	0.126	0.149	0.866	1.783
표준 비율	0.063	0.039	0.064	0.60	1.628
2016년	ROE	ROA	NPM	AT	EM
일반PP	-0.040	-0.048	-0.261	1.245	1.487
지상파 계열	-0.153	-0.051	-0.026	1.199	1.620
MSO 계열	0.056	0.049	0.173	0.642	1.734
IPTV 계열	-0.030	-0.009	-0.065	0.766	2.642
종합	-0.401	-0.299	-0.180	1.131	3.860
보도전문	0.031	0.018	0.020	1.130	1.718
홈쇼핑	0.345	-0.100	-0.050	0.932	1.267
표준 비율	0.032	0.022	0.037	0.60	1.427
2020년	ROE	ROA	NPM	AT	EM
일반PP	-0.003	-0.073	-0.062	1.327	2.083
지상파 계열	-0.030	0.011	0.014	0.890	1.424
MSO 계열	-0.123	-0.086	-0.129	0.862	1.286
IPTV 계열	0.100	0.074	0.097	0.755	1.294
종합	0.462	0.028	-0.028	1.592	2.677
보도전문	0.079	0.049	0.058	0.874	1.600
홈쇼핑	0.233	0.090	0.080	1.095	2.014
표준 비율	-0.038	-0.026	-0.047	0.56	1.475
2024년	ROE	ROA	NPM	AT	EM
일반PP	-0.147	-0.076	-0.075	1.274	1.480
지상파 계열	-0.003	-0.015	-0.018	0.736	1.734
IPTV 계열	-0.213	-0.093	-0.045	0.532	1.376
종합	0.309	-0.474	-0.153	2.002	1.539
보도전문	-0.039	-0.024	-0.069	0.734	1.429
홈쇼핑	0.058	0.039	0.027	1.164	1.590
표준 비율	-0.079	-0.050	-0.088	0.56	1.629

3) 일반적으로 재무분석에서 표준 비율은 재무비율의 적정성을 판단하기 위한 벤치마크로 활용된다. 본 연구에서는 전체 산업의 재무 상태를 참고하기 위해서 제시하였다. 따라서 적정성을 비교하거나 특별한 해석을 덧붙이지 않았다.

2009년은 방송채널사용사업자 유형별로 재무성과와 경영전략의 출발점이 이질적인 시기로 나타난다. 일반PP는 NPM이 -0.911에 이르는 심각한 적자 구조를 보였고 그 결과 ROE와 ROA 모두 음의 값을 기록하는 취약성을 드러냈다. AT가 1을 상회하여 자산 대비 매출 창출 능력은 존재했으나 본원적 수익성의 부재로 인해 높은 활동성이 손실을 보전하지 못하는 결과로 나타났다. 지상파 계열은 ROE가 0.272로 가장 높게 나타났으나 ROA가 -0.108을 기록하였다. 이는 일부 사업자가 자본 잠식 상태에서 당기순이익이 음의 값을 기록함에 따라 ROE가 실질적인 수익성 개선을 반영하기보다는 적자 사업자의 영향이 반영된 구조적 특성에 기인한 결과이다. MSO 계열 및 홈쇼핑은 안정적인 수익 구조를 보였다. MSO는 NPM과 AT가 고르게 높아 ROA 측면에서 가장 우수한 성과를 보였으며 이는 효율적인 비용 관리와 자산 운용이 병행되었음을 의미한다. 홈쇼핑 역시 적절한 NPM과 상대적으로 높은 EM을 통해 높은 ROE를 달성했다. 한편 보도전문은 ROE와 ROA 모두 양(+)의 값을 유지했으나 AT가 0.492로 타 사업자 대비 현저히 낮게 나타났다. 이는 자산 회전율이 낮아 자산 효율성이 제한적인 구조임을 의미하며 자산 활용의 효율성을 개선할 여지가 있음을 보여주었다.

2016년 방송채널사용사업자의 재무 성과는 유료방송 시장의 구조 변화가 나타나는 양상을 보인다. 일반PP는 2009년에 이어 여전히 음의 NPM을 기록하며 ROE와 ROA 모두 음의 영역에 머물렀다. AT는 1 이상을 유지하여 자산 회전을 측면에서 일정 수준의 효율성을 보였으나 수익성 부진으로 인해 자산 운용의 효율이 수익성으로 연결되지 못하는 구조가 지속되고 있음을 시사한다. 지상파 계열은 2009년과 비교할 때 ROA와 NPM의 손실 폭이 축소되는 모습을 보였으나, 2016년 당기순이익이 지속적으로 음의 값을 기록함에 따라 ROE도 음의 값으로 전환되었다. 이는 2009년에 관찰된 높은 ROE가 실질적인 수익성 개선을 반영하기보다는 구조적 특성에 기인한 결과였음을 확인해 준다. AT는 약 1.2 수준을 유지하고 있으나 수익성 지표가 여전히 음의 영역에 머물러 있어 자산 회전이 실질적인 수익성 개선으로 연결되지 못하는 구조가 지속되고 있음을 보여준다. MSO 계열은 AT가 0.642로 낮아졌으나 안정적인 NPM을 바탕으로 양의 ROE를 유지하였다. IPTV 계열은 높은 EM을 보였으나 ROE와 ROA가 음의 값을 기록하였다. 종편은 3.86이라는 매우 높은 EM을 활용하고 있음에도 ROE와 ROA에서 큰 폭의 적자를 기록했다. 이는 사업 초기 투자에 따른 비용 부담이 수익성에 영향을 미쳤을 가능성을 시사한다. 보도전문의 경우 AT가 1.13으로 크게 개선되고 수익성 지표 역시 양의 값으로 전환되며 전반적인 경영 효율성이 향상된 모습을 보였다. 홈쇼핑은 ROE가 사업자 유형 중 가장 높게 나타났으나 ROA와 NPM은 음의 값을 기록하였다. 이는 2009년 지상파 계열과 마찬가지로 일부 대형 사업자의 높은 수익성과 자본잠식 상태에 있는 적자 사업자의 영향이 동시에 반영된 구조적 특성이 기인한다. 이에 따라 NPM과 ROA는 음의 값을 보였지만 ROE는 상대적으로 높게 산출되었다.

2020년은 매체별 성과 양극화와 시장 지배력의 전이가 뚜렷하게 관찰되는 시기이다. IPTV 계열과 종편이 성장 궤도에 진입했지만 과거 건설했던 MSO 계열은 실적 부진을 면치 못했다. 일반PP는 만성적인 적자 구조를 완전히 탈피하지는 못했으나 ROE가 영(0)에 수렴하며 이전 시기 대비 손실 폭을 축소하는 회복세를 보였다. 지상파 계열은 ROA와 NPM이 양의 값으로 나타나며 운영 효율을 일부 회복했으나 일부 계열사가 기록한 손실로 인해 ROE는 여전히 음의 영역에 머물렀다. MSO 계열은 이전 시기의 건실함과 대조적으로 ROE와 ROA가 모두 음수로 전환되며 IPTV 계열과의 경쟁 심화 및 가입자 이탈에 따른 사업 환경의 악화를 드러냈다. IPTV 계열은 안정적인 NPM과 ROA를 바탕으로 양호한 성과를 거두며 유료방송 시장에 안착했음을 재무적으로 입증했다. 종편은 ROE가 0.462, NPM이 -0.028이라는 상반된 결과가 나타났는데 이는 사업자 간 재무구조 편차로 인하여 자본잠식 상태 사업자의 값이 평균에 반영된 결과로 해석된다. 보도전문 또한 전 지표에서 양의 값을 기록하며 안정적인 경영 상태를 지속했다. 홈쇼핑은 NPM과 AT의 균형을 통해 0.233의 높은 ROE를 달성하며 견고한 펀더멘탈을 유지했다. 결론적으로 2020년은 신규 매체의 시장 주도권 확보와 유료방송의 강자였던 MSO 계열의 점진적 퇴조가 교차하는 전환기적 재무 특성을 명확히 보여준다.

2024년은 방송채널사용산업 전반에 걸친 수익성 저하와 시장 불확실성이 재무 지표에 반영된 시기로 분석된다. 2020년의 성

장세와 대조적으로 다수의 사업자 유형에서 ROE와 ROA가 동시에 하락하며 시장 환경의 위축이 두드러졌다. 일반PP는 NPM의 부진이 지속되며 ROE가 크게 악화되는 등 재무적 취약성이 한층 심화되었다. 지상파 계열도 ROE와 ROA가 음의 값으로 나타나 이익 창출에 어려움을 겪고 있음이 드러났다. IPTV 계열은 ROE와 ROA가 크게 하락하며 적자로 전환되었는데, 이는 시장 포화와 콘텐츠 경쟁에 따른 비용 부담이 수익성 악화로 이어졌을 가능성을 시사한다. 종편은 0.309라는 ROE를 기록했으나 ROA와 NPM이 큰 폭의 음의 값을 보이고 있어 자본 구조의 일회적 영향 가능성도 있지만 본질적인 수익 구조의 지속 가능성에 대한 우려도 제기된다. 보도전문도 ROE와 ROA가 음의 값으로 나타나 이익 창출에 어려움을 겪고 있다. 홈쇼핑은 효율적인 자산 회전을 바탕으로 ROE와 ROA가 제한적인 범위에서나마 양의 값을 유지하며 상대적으로 안정적인 수익 구조를 보였다. 결론적으로 2024년은 홈쇼핑을 제외한 사업자 유형에서 수익성 하락과 효율성 저하가 동시다발적으로 나타나고 있으며 방송채널사용사업은 물론이고 유료방송산업 전반이 성장에서 생존으로 패러다임이 전환된 시기로 판단된다.

4.2 고정효과 추정결과

Table 6은 ROE와 ROA를 종속변수로 한 회귀분석 결과를 보여준다. 각각 합동 OLS 모형(Pooled OLS), 이원고정효과 모형(Two-way FE)으로 추정하였으며 결과의 일관성을 통해 추정치의 강건성을 확인할 수 있다. NPM은 ROE에 유의한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났고, EM은 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이원고정효과 기준으로 NPM이 1%p 증가 시 ROE는 약 0.17%p 증가한다. EM이 1%p 증가하면 ROE는 약 0.2%p 감소한다. BRS와 TA는 합동 OLS에서는 유의하지 않았으나 이원고정효과에서는 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 개별사업자의 고유한 특성이 통제되는 경우 BRS와 TA의 증가가 ROE의 개선에 기여할 수 있음을 시사한다. Table 6의 결과는 방송채널사용사업자의 ROE가 NPM에 긍정적인 영향을

Table 6. Panel regression results for ROE and ROA

	ROE		ROA	
	Pooled OLS	Two-way FE	Pooled OLS	Two-way FE
NPM	0.194** (0.075)	0.166* (0.076)	0.230*** (0.044)	0.206*** (0.043)
AT	-0.031 (0.030)	0.022 (0.061)	0.001 (0.019)	0.019 (0.036)
EM	-0.181*** (0.019)	-0.196*** (0.023)	0.002 (0.003)	0.000 (0.003)
DER	0.016 (0.021)	0.082 (0.050)	-0.087*** (0.022)	-0.141*** (0.030)
BRS	0.085 (0.065)	0.448* (0.199)	0.023 (0.031)	0.028 (0.084)
SGR	-0.022 (0.049)	-0.056 (0.055)	-0.026 (0.020)	-0.026 (0.021)
TA	0.019 (0.010)	0.184* (0.072)	0.012* (0.005)	0.055* (0.023)
N	2,230	2,230	2,230	2,230
R ²	0.329	0.353	0.419	0.352

주: 1) *, **, ***은 각각 유의수준 5%, 1%, 0.1%에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

2) 괄호 안의 숫자는 군집 표준오차를 나타낸다.

3) 상수의 추정값은 보고하지 않았다.

받으며 EM은 부정적 영향을 미친다는 점을 보여준다. EM이 가지는 음의 효과는 방송채널사용사업자의 구조적 특성을 반영하는 것으로 레버리지 확대보다는 본원적 수익성 개선이 재무성과 향상의 과제임을 시사한다.

ROA를 종속변수로 한 회귀분석 결과 NPM은 ROA에 유의한 양의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이원고정효과 기준으로 NPM이 1%p 증가 시 ROA는 약 0.21%p 증가한다. DER은 ROA에 유의한 음의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 타인자본 의존도가 높을수록 이자비용 부담으로 인해 총자산 대비 수익성이 저하됨을 시사한다. TA는 양의 영향을 보였다. 이는 규모의 경제가 일부 작용하고 있음을 보여주는 결과다. EM이 ROA에 유의한 영향을 미치지 않는 점은 주목할 만하다. 이는 ROE가 EM의 부정적인 영향을 받는 것과 대조적이다. ROA는 총자산 대비 수익성을 측정하므로 자기자본 구조의 영향을 직접 받지 않으며 오히려 DER을 통해 재무구조에 영향을 미치는 것으로 해석된다. 이 결과는 방송채널사용사업자의 ROA가 NPM에 긍정적 영향을 받으며 DER은 부정적 영향을 미친다는 점을 일관되게 보여준다. ROE 분석과 마찬가지로 ROA 분석에서도 방송채널사용사업자의 재무성과 개선을 위해서는 레버리지 확대보다는 본원적 수익성 제고가 주요 과제임을 보여주고 있다.

4.3 GMM 추정결과

본 절에서는 고정효과 추정결과의 강건성을 추가적으로 검증하기 위해 다음의 식 (3)과 같이 종속변수의 전기 값을 설명변수로 하는 동적 모형을 분석하고자 한다. 각 변수들의 설명은 식 (2)와 동일하다. 종속변수의 전기 값을 설명변수로 사용하는 경우 기존의 고정효과 모형으로 분석을 수행하면 추정 계수에 편향(bias)이 생겨 추정치가 불일치하게 되는 문제점이 발생한다^[20]. 이를 분석하기 위해서는 일반화 적률법(GMM: Generalized Method of Moments)을 사용한다^[21]. 식 (3)을 추정하면 고정효과와 마찬가지로 관찰할 수 없는 사업자 특성들이 효과적으로 제거될 수 있다. 그러나 Δy_{it-1} 과 오차항 $\Delta \varepsilon_{it}$ 와의 상관관계가 남게 된다. 이를 해결하기 위해 회귀방정식에 도구 변수를 사용하면 설명변수와 오차항 간의 상관관계를 효과적으로 제거할 수 있다^[22].

$$\Delta y_{it} = \alpha \Delta y_{it-1} + \beta_1 \Delta NPM_{it} + \beta_2 \Delta AT_{it} + \beta_3 \Delta EM_{it} + \gamma' \Delta X_{it} + \Delta \varepsilon_{it} \quad (3)$$

추정결과 전기 ROE는 GMM 모형에서 통계적으로 유의하지 않게 추정되었다. 따라서 ROE가 지속성을 갖기보다는 당기 수익성 구조와 재무구조 요인의 영향을 더 크게 받는다는 것을 알 수 있다. NPM은 유의한 양의 효과를 보여 고정효과 모형에서 확인된 결과가 동적 패널 모형에서도 유지됨을 확인할 수 있다. 반면 AT는 유의하지 않게 나타났다. EM은 일관되게 유의한 음의 값을 보였으며 이는 방송채널사용사업자에게 있어 재무 레버리지가 수익성 제고 수단이 아니라 오히려 재무적 부담으로 작용하고 있음을 시사한다.

ROA에 대한 추정 결과에서도 전기 ROA의 계수는 유의하지 않게 나타나 ROE와 마찬가지로 ROA도 지속성을 보이지 않는 것으로 확인되었다. 이는 ROA가 과거 성과의 관성보다는 당기 수익 구조에 의해 주로 결정됨을 시사한다. NPM은 일관되게 유의한 양의 계수를 보여 ROA에 가장 안정적으로 영향을 미치는 요인으로 나타났다. 이러한 결과는 고정효과 모형에서 도출된 분석 결과와 동일한 방향과 유의성을 보여주는 결과다. AT와 EM은 유의하지 않게 추정되었고, DER은 음의 계수로 나타났다. 이는 ROA의 경우 자산 활용 속도나 레버리지 구조보다는 매출 대비 수익성 자체가 핵심적인 결정 요인임을 의미한다. GMM 분석 결과 ROE와 ROA에 대한 고정효과 모형에서 도출된 주요 분석 결과가 전반적으로 강건함을 보여준다.

Table 7. Dynamic panel GMM estimation results for ROE

	ROE		ROA	
	difference GMM	system GMM	difference GMM	system GMM
전기 ROE	0.015 (0.029)	-0.003 (0.023)	-	-
전기 ROA	-	-	0.054 (0.228)	0.023 (0.204)
NPM	0.170* (0.075)	0.175* (0.069)	0.237*** (0.044)	0.232*** (0.037)
AT	0.020 (0.038)	-0.003 (0.035)	0.014 (0.021)	0.006 (0.019)
EM	-0.168*** (0.022)	-0.165*** (0.020)	0.001 (0.005)	0.001 (0.004)
DER	0.039 (0.022)	0.035 (0.019)	-0.082*** (0.022)	-0.086*** (0.019)
BRS	-0.001 (0.094)	0.016 (0.070)	0.042 (0.043)	0.027 (0.034)
SGR	0.033 (0.065)	0.023 (0.058)	0.006 (0.031)	-0.008 (0.025)
TA	0.062* (0.024)	0.037* (0.015)	0.026* (0.010)	0.017** (0.006)
year dummy	yes	yes	yes	yes
N	1,456	1,456	1,354	1,354
Hansen test	0.494	0.460	0.373	0.528
AR(1)	0.000	0.000	0.044	0.034
AR(2)	0.127	0.242	0.346	0.264

주: 1) *, **, ***은 각각 유의수준 5%, 1%, 0.1%에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

2) 괄호 안의 숫자는 Windmeijer의 표준오차를 나타낸다.

3) 상수의 추정값은 보고하지 않았다.

4) Hansen test 값은 0.1 이상 나와야 하지만 너무 높으면 도구변수 유의성을 의심한다[23]. 보고된 수치는 관측치와 분석 기간을 고려하면 높다고 보기 어렵다. 전기 ROE에 대한 도구변수는 2기 전과 3기 전을 투입하였다. 전기 ROA에 대한 도구변수는 3기 전부터 6기 전까지 투입하였다.

5) AR(1)에서는 오차항의 계열 상관성이 없다는 귀무가설이 기각되고 AR(2)에서는 귀무가설이 지지되어야 분석모형의 타당성을 확보할 수 있다^[24].

4.4 Rolling 회귀분석 결과

본 절에서는 패널 자료의 특성을 고려하여 재무성과 결정 구조에 구조변동이 존재하는지를 점검하고 종속변수에 영향을 미치는 독립변수의 시간적 변화를 보다 구체적으로 파악하기 위해 롤링 회귀분석을 수행하였다. 구조변동 검정은 특정 연도를 사전에 가정하지 않고 분석 기간 내 모든 연도를 구조변동 후보 시점으로 설정하였다. 그리고 해당 시점의 전후 구간 더미와 설명변수의 상호작용항을 포함한 패널 이원고정효과 모형을 추정하고 상호작용항이 동시에 0이라는 귀무가설을 Wald 검정을 통해 검정하는 방식으로 이루어졌다^[25].

Table 8. Wald test results for structural change

연도	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ROE	7.11	16.82*	16.45*	12.82	4.32	7.88	4.61
ROA	11.15	37.39***	44.03***	32.09***	18.08**	18.30**	12.55
연도	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
ROE	8.60	6.30	7.50	8.01	7.01	7.27	3.67
ROA	12.12	13.63	11.78	12.64	8.49	12.10	18.70***

주: *, **, ***은 각각 유의수준 5%, 1%, 0.1%에서 통계적으로 유의함을 의미한다.

Table 8은 구조변동을 검정한 결과를 보여준다. ROE를 종속변수로 한 구조변동 결과 2011년과 2012년을 기준으로 한 검정에서 Wald 통계량이 각각 16.82, 16.45로 나타나 5% 유의수준에서 귀무가설이 기각되었다. 이는 해당 시점을 전후로 ROE의 결정 구조가 통계적으로 유의하게 변화하였음을 의미한다. ROA에 대한 구조변동 검정 결과 역시 유사한 패턴을 보인다. 2011년과 2012년을 기준으로 한 검정에서 Wald 통계량이 매우 크게 나타나 구조변동이 확인되었다. 이후 2015년까지 유의한 값이 관찰되었다. 정리하면 방송채널사용사업자의 재무성과 결정 구조가 분석 초기에 유의한 변화가 나타난 이후 비교적 안정적인 구조를 유지하고 있음을 보여준다.

Fig. 2는 ROE를 종속변수로 한 롤링 회귀 결과를 보여준다. 재무성과 결정 요인의 영향력은 시간에 따라 방향성이 유지되면서 크기가 변화하는 동태적 구조를 보이고 있다. 먼저 NPM은 분석 기간에 걸쳐 일관되게 양의 계수를 나타내며, 대체로 0.18~0.28 수준에서 유지되고 있다. 특히 최근 연도로 갈수록 계수 크기가 확대되는 경향을 보인다. 이는 ROE가 분석 기간 전반에 걸쳐 본원적 수익성에 영향을 받는 구조라는 것을 알게 한다. AT는 계수의 크기가 작고 변동성이 큰 양상을 보인다. 표준오차가 상대적으로 커 계수의 안정성은 높지 않다. 이는 방송채널사용사업자의 경우 자산 회전 속도가 ROE를 설명하는 핵심 요인으로 기능하지 못하고 있음을 일관되게 보여준다. EM은 일관되게 음의 계수를 보이며 재무 레버리지가 ROE에 부정적으로 작용하는 구조가 지속되고 있음을 의미한다. 시간이 지남에 따라 절댓값은 다소 완화되는 추세를 보이지만 부채 활용이 ROE 제고로 이어지지 못하는 방송채널사용사업의 구조적 특성을 보여주고 있다.

DER은 초기에 계수의 크기가 작고 부호가 불안정하였으나 시간이 흐르면서 양의 계수가 확대되는 경향이 관찰된다. 이는 부채를 활용한 재무 전략이 산업 환경 변화에 따라 효과가 달라질 수 있음을 시사한다. 다만 표준오차를 고려할 때 이 효과는 구조적으로 고정된 관계라기보다는 국면적 특성에 가깝다. BRS는 전반적으로 양의 계수를 유지하나 연도별 변동 폭이 크다. 이는 방송매출에 대한 의존도가 단기적으로는 ROE 개선에 기여할 수 있으나 그 효과가 장기적으로 안정화되어 구조화되지는 않았음을 의미한다. BRS는 상황에 따라 성과 개선 요인이 될 수 있지만 ROE 제고를 지속적으로 보장하는 핵심 요인으로 보기는 어렵다. SGR은 대부분의 기간에서 음의 계수를 보여 외형 성장 자체가 단기적인 측면에서 수익성 개선으로 직결되지 않음을 시사한다. 반면 TA는 전반적으로 양의 계수를 나타내어 규모가 큰 사업자일수록 ROE 측면에서 상대적인 우위를 가질 가능성을 보여준다.

정리하면 ROE에 대한 롤링 회귀 결과는 방송채널사용사업자의 재무성과 결정 구조가 시간에 따라 점진적으로 조정되어 왔음을 보여주며 그 중심에는 일관되게 NPM이 위치하고 있다. 반면 AT나 레버리지 변수는 시기별로 영향력이 달라지며 구조적으로 안정된 성과 결정 요인으로 기능하지 않는 것으로 나타난다. 이는 고정효과 및 GMM 분석에서 확인된 본원적 수익성 중심의 성과 구조가 시간에 따라 유지되고 있음을 보완하는 결과다.

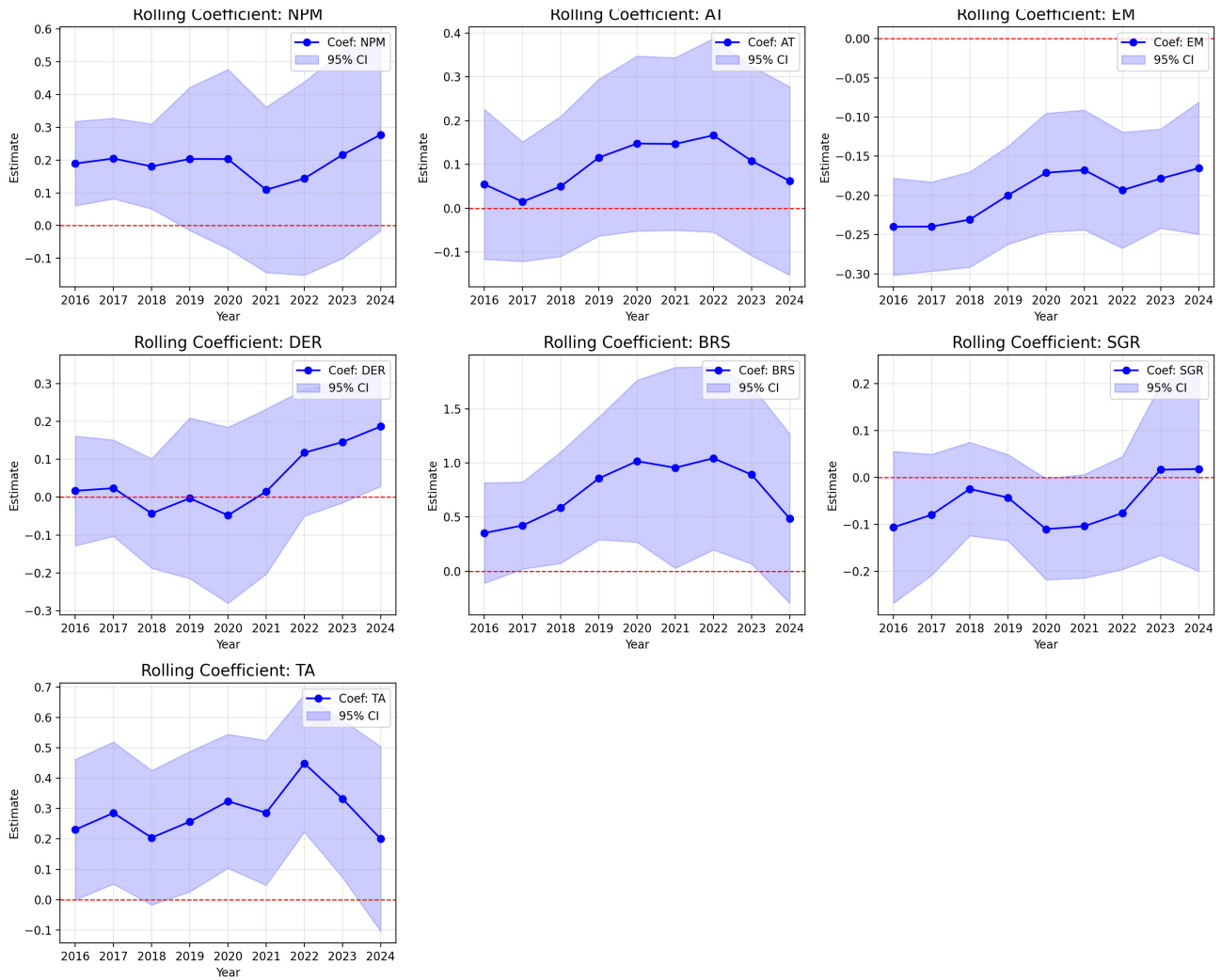


Fig. 2. Rolling regression results for ROE

Fig. 3은 ROA를 종속변수로 한 롤링 회귀 결과를 보여준다. ROA의 결정 요인 역시 시간에 따라 방향은 유지되면서 크기가 변화하는 동태적 구조를 보이고 있음을 확인할 수 있다. 먼저 NPM은 전 기간에 걸쳐 일관되게 양의 계수를 나타내며 대체로 0.15~0.35 수준에서 유지되고 있다. 특히 2022년 이후에는 계수 크기가 뚜렷하게 확대되는 경향이 관찰되는데 이는 최근 국면에서 자산 대비 수익성이 본원적 수익성에 의해 더욱 강하게 좌우되고 있음을 의미한다. 이러한 결과는 ROA 역시 분석 기간 전반에 걸쳐 NPM에 의해 주도되는 구조가 있음을 보여준다. AT는 계수의 크기가 매우 작으며 시간이 지남에 따라 점진적으로 감소하는 모습을 보인다. 일부 연도에서는 부호가 전환되기도 하나 전반적으로 표준오차 대비 계수의 크기가 작아 ROA를 설명하는 안정적인 요인으로 기능하지 못하는 것으로 나타난다. 이는 방송채널사용사업자의 경우 자산의 회전 속도보다는 자산이 창출하는 수익성 자체가 ROA를 결정하는 핵심 요인임을 일관되게 보여준다. EM은 분석 기간에 걸쳐 0에 근접한 값을 유지하며 ROA에 대해서는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타난다.

반면 DER은 모든 기간에서 일관되게 음의 계수를 보여 타인자본 의존도가 높을수록 자산 수익성이 저하되는 구조가 지속되고 있음을 보여준다. BRS는 일부 연도에서 양의 계수를 보이나 전반적으로 계수의 크기와 안정성은 제한적인 것으로 나타난다. 이는 방송매출에 대한 의존도가 단기적으로는 자산 수익성에 영향을 미칠 수 있으나 그 효과가 장기적으로 구조화되지는 않음

을 의미한다. SGR 역시 대부분의 기간에서 음의 계수를 보여 외형 성장이 단기적으로 ROA 개선으로 직결되지 않는다는 점을 보여준다. TA는 전반적으로 양의 계수를 유지하여 규모가 큰 사업자일수록 ROA 측면에서 상대적인 우위를 가질 가능성을 보여준다.

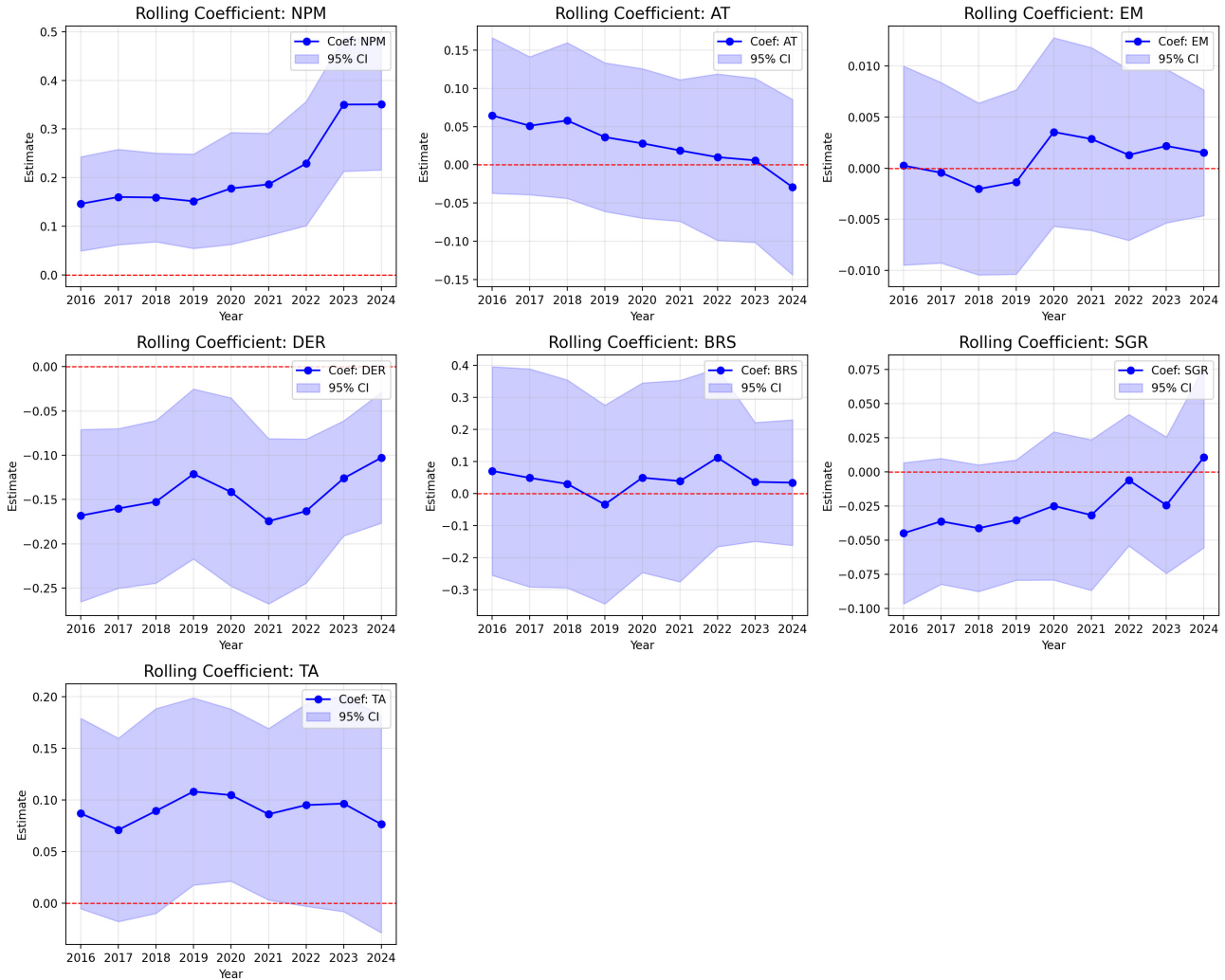


Fig. 3. Rolling regression results for ROA

정리하면 ROA에 대한 롤링 회귀 결과는 방송채널사용사업자의 자산 수익성이 시간에 따라 조정되면서도 그 핵심 결정 요인이 일관되게 NPM에 있음을 보여준다. 반면 자산 효율성이나 자본 구조 변수는 ROA에 대해 구조적으로 안정된 설명력을 가지지 못하는 것으로 나타났다.

5. 결론

5.1 주요 분석 결과

본 연구는 2009년부터 2024년까지 방송채널사용사업자를 대상으로 Dupont 항등식과 패널 회귀분석을 결합하여 재무성과

의 결정 요인을 실증적으로 분석하였다. 분석 결과 방송채널사용사업자의 재무성과가 지니는 구조적 특성에 대해 중요한 시사점을 제공한다. 첫째, 방송채널사용사업자의 재무성과는 자산 효율성이나 재무 레버리지보다 NPM에 의해 주도되는 것으로 나타났다. Dupont 항등식과 패널 회귀분석 모두에서 NPM은 ROE와 ROA에 대해 일관되게 유의한 양의 영향을 미쳤다. 이는 방송채널사용사업자의 재무성과가 자산 회전이나 레버리지 전략이 아닌 본원적인 영업 수익성에 의해 근본적으로 결정되고 있음을 시사한다. BRS의 경우 분석 방법에 따라 유의성이 다르게 나타나 장기적인 구조 요인이거나 단기적 또는 전략적 변수로 기능함을 보여준다.

둘째, AT는 전통적인 Dupont 체계에서 기업의 자산 효율성을 나타내는 핵심 지표로 고려되지만 ROE 및 ROA에 대해 유의한 영향을 보이지 않았다. 이는 모형 설정의 문제라기보다는 산업 특성에 기인한 현상으로 해석될 수 있다. 방송채널사용사업자의 자산은 유형자산보다는 콘텐츠 판권, 프로그램 라이브러리, 채널 브랜드와 같은 무형자산의 비중이 높으며 이러한 자산은 단기간의 매출 변동과 기계적으로 비례하지 않는다. 또한 콘텐츠 산업에서는 콘텐츠의 히트 여부, 광고 수익, 편성 전략 등이 성과를 좌우하는 경우가 많다. 고정효과 분석, 패널 GMM, 롤링 회귀분석 모두 NPM은 일관되게 유의하게 나타났지만 AT는 방향성과 크기 모두에서 안정적인 설명력을 보이지 않았다. 이는 방송채널사용사업에서 자산 효율성보다는 본원적 수익성이 재무성과를 결정하는 핵심 요인임을 시사한다. 셋째, EM의 확대는 ROE에 부정적인 영향을 미치는 것으로 확인되었다. 이는 레버리지 확대가 이자비용 부담과 재무 위험을 증폭시켜 성과 개선을 위한 효과적인 수단으로 기능하지 못함을 의미한다. 이러한 부정적 효과는 기초적인 수익성이 취약한 상황에서 더욱 두드러지며 수익률을 제고하기보다는 오히려 손실을 확대할 가능성이 크다.

넷째, 산업 환경 변화에 따라 재무성과 구조가 뚜렷하게 재편되어 왔음이 확인되었다. IPTV 성장기(2009~2016)와 OTT 성장기(2020~2023) 동안 일부 사업자 유형에서는 성과 개선이 관찰되었으나 최근에 다수 사업자 유형에서 수익성과 운영 효율성이 동시에 악화하는 양상이 나타났다. 이는 방송채널사용사업을 포함해 유료방송산업이 성장 중심 국면에서 생존과 효율성 중심의 국면으로 전환되고 있음을 보여준다. 다섯째, 고정효과 분석, 패널 GMM, 롤링 회귀분석을 활용하여 다양하게 검증한 결과 분석 기법과 관계없이 일관된 결론이 도출되었다. 모든 추정 방법에서 영업 수익성의 중요성과 재무 레버리지의 위험성을 공통으로 확인하였으며 이는 정태적 및 동태적 분석 전반에서 결과의 강건성을 입증한다. 추가로 변수 간에 인과관계를 도표화하여 제시한다. 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났고 유의한 영향을 미치는 변수만 선택하여 도표화하였다.

Table 9. Diagram of causal relationships among variables

인과관계	방향성	인과관계	방향성
NPM → ROE	Positive	NPM → ROA	Positive
EM → ROE	Negative	DER → ROA	Negative
BRS → ROE	Positive	TA → ROA	Positive
TA → ROE	Positive		

주: 1) 변수 간에 인과관계를 도표화하여 제시

2) 설명변수들의 VIF 값은 1.10~5.20으로 나타나 다중공선성 문제는 없는 것으로 나타났다.

5.2 실무적 시사점

분석결과는 방송채널사용사업자의 지속 가능한 성과 개선이 단순한 재무 지표의 조정이 아닌 구조적 접근이 필요함을 시사한다. 성과 개선을 위한 경영전략은 BRS의 단순 확대나 EM 증가보다는 콘텐츠 경쟁력 강화, 수익 구조의 다각화, 비용 구조의 효율화에 우선적으로 초점을 맞출 필요가 있다. BRS가 재무성과에 구조적으로 유의하지 않다는 결과는 사업 성과가 매출의 구성 자체보다는 해당 매출이 얼마나 효율적으로 이익으로 전환되는지에 의해 결정됨을 의미한다. 즉 “어떤 매출을 올리는가”보다

“어떻게 수익을 창출하는가”가 더욱 중요하다. 이러한 해석은 모든 분석에서 NPM이 일관되게 유의한 영향을 보인 결과와 부합한다.

유료방송산업 전반이 성장 국면에서 생존과 효율성 중심의 국면으로 전환된 상황에서 방송매출 부문이 아닌 영역에서 수익 다각화가 재무적 완충 장치로 기능할 가능성이 존재한다. 콘텐츠 유통, 플랫폼 협력, 라이선스 사업, 부가 서비스와 같은 부문의 수익은 단기적인 수익성 변동을 흡수하고 비용 구조를 보완하는 역할을 한다. 이는 재무성과의 안정성 측면에서 중요한 전략적 선택지가 될 수 있다. 따라서 방송채널사용사업자의 경영전략은 BRS 자체를 목표 변수로 설정하기보다는 콘텐츠 경쟁력 강화, 비용 효율화, 그리고 환경 변화에 대응할 수 있는 유연한 수익 구조 구축에 초점을 맞출 필요가 있다. 모든 분석에서 NPM이 일관되게 핵심 요인으로 확인된 점은 궁극적으로 본원적 수익성과 운영상의 효율성이 생존과 성과를 동시에 좌우하는 핵심 요소임을 분명히 보여준다.

5.3 연구의 한계와 향후 연구 과제

본 연구는 몇 가지 한계를 지닌다. 연간 약 170개 내외의 사업자를 대상으로 산술 평균을 사용한 Dupont 분석은 ROE와 ROA의 부호가 불일치하거나 Dupont 항등식이 엄밀하게 성립하지 않는 현상을 일부 초래한다. 이는 누적 결손으로 자본이 완전히 잠식된 사업자, 보고 누락, 사업자 간 회계 처리 방식 차이 등이 혼재되어 있기 때문이다. 따라서 본 연구의 수치적 결과는 개별 기업의 미시적 성과를 정밀하게 측정한 결과라기보다는 방송채널사용사업 전반의 거시적 구조와 추세를 파악하기 위한 지표로 해석될 필요가 있다. 본 연구의 기여는 정확한 수치 추정 그 자체보다는 방송채널사용사업 재무성과의 구조적 패턴과 시간적 변화를 체계적으로 규명한 데에 있다.

향후 연구는 이와 같은 한계를 보완할 필요가 있다. 첫째, 완결된 재무제표를 갖춘 기업 단위의 미시 자료를 활용함으로써 사업자 유형별 이질성을 보다 정밀하게 분석할 수 있을 것이다. 둘째, 콘텐츠 포트폴리오 전략, 채널 운영 특성, 경쟁 지위 등 정성적 요인을 결합한 분석으로 성과 결정 요인에 대한 이해를 심화할 필요가 있다. 셋째, 온라인 플랫폼이나 온라인 콘텐츠 사업자 등 새로운 비즈니스 모델을 포함한 분석을 통해 미디어 생태계의 경쟁 구조 변화를 포괄적으로 반영할 수 있을 것이다. 이러한 한계에도 불구하고 본 연구는 방송채널사용사업자의 재무성과를 구조적으로 규명하고 무형자산 중심의 산업에서 전통적인 재무분석 틀이 어떻게 수정되어야 하는지를 실증적으로 제시했다는 점에서 중요한 학문적 기여를 지닌다. 다양한 방법론을 통해 도출된 일관된 결과는 콘텐츠 기반 산업에서 재무성과 이해에 대한 실증적 근거를 제공할 것으로 본다.

References

1. 방송통신위원회, “2024년도 방송시장 경쟁상황 평가”, 경성문화사, 2025.
2. 김선미, 김정현, “방송채널사용사업자의 방송수익 구조 분석”, 사이버커뮤니케이션학보, 제35권 제2호, pp. 5-41, 2018.
3. 방송통신위원회, “2024년도 방송사업자 재산상황 공표집”, 2025.
4. 방송문화진흥회, “2023년도 문화방송 경영평가 보고서”, 2024.
5. 박창래, “ROE 분해방법에 따른 ROE 및 ROE 분해요소들의 주가관련성 비교”, 회계와정책연구, 제25권 제4호, pp. 193-222, 2020.
6. 김종오, 이우백, 선우해정, “재무분석 이론과 사례”, 생능출판, 2020.
7. 김선미, 김성태, “국내 방송채널사용사업자의 매출 성과 영향요인 연구”, 한국언론학보, 제59권 제2호, pp. 324-361, 2015.
8. 홍종윤, 정영주, 윤석민, “유료방송 시장의 프로그램 사용료 배분 정책에 대한 성과 평가 연구”, 방송통신연구, 제93호, pp. 168-200, 2016.

9. 유상호, 김성철, “방송채널 사용 사업자의 전략적 분류”, 방송통신연구, 제99호, pp. 106-145, 2017.
10. 이상원, 이선미, “방송채널사용사업자의 시장 성과와 전략”, 한국콘텐츠학회논문지, 제21권 제12호, pp. 287-295, 2021.
11. M. T. Soliman, “The use of dupont analysis by market participants”, The Accounting Review, Vol. 83, No. 3, pp. 823-853, 2008.
12. A. N. Berger, and E. Bonaccorsi di Patti, “Capital structure and firm performance”, Journal of Banking & Finance, Vol. 30, No. 4, pp. 1065-1102, 2006.
13. P. M. Fairfield, and T. L. Yohn, “Using asset turnover and profit margin to forecast changes in profitability”, Review of Accounting Studies, Vol. 6, pp. 371-385, 2001.
14. 박창래, “ROE 분해방법에 따른 ROE 및 ROE 분해요소들의 주가관련성 비교”, 회계와 정책연구, 제25권 제4호, pp. 193-222, 2020.
15. L. I. Nakamura, “Intangible assets and national income accounting”, Review of Income and Wealth, Vol. 56, pp. 135-155, 2010.
16. 최승욱, “상급종합병원은 일반종합병원에 비해 회계성과가 우수한가?”, 회계저널, 제31권 제2호, pp. 239-267, 2022.
17. 김종오, “재무분석의 이론과 실제”, 에피스테메, 2009.
18. 김문태, 강유정, “재무비율 실제치와 예측치의 차이를 통한 이익조정 연구”, 국제회계연구, 제87호, pp. 173-192, 2019.
19. 노창희, 이종관, 조영훈, “미디어 리부트”, 페가수스, 2025.
20. R. Levine, and D. Renelt, “A Sensitivity analysis of cross-country growth regressions”, Economic American Review, Vol. 82, No. 4, pp. 942-963, 1992.
21. R. Blundell, and S. Bond, “Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models”, Journal of Econometrics, Vol. 87, No. 1, pp. 115-143, 1998.
22. M. Arellano, and S. Bond, “Another look at the instrumental variable estimation of error-components models”, Journal of Econometrics, Vol. 68, No. 1, pp. 29-51, 1995.
23. R. Roodman, “How to do xtabond2: An introduction to difference and system gmm in stata”, The Stata Journal, Vol. 9, No. 1, pp. 86-136, 2009.
24. 한치록, “패널데이터강의”, 박영사, 2024.
25. D. W. K. Andrews, “Tests for parameter instability and structural change with unknown change point”, Econometrica, Vol. 61, No. 4, pp. 821-856, 1993.