

# 주식배당의 공시효과에 관한 실증적 연구

우 춘 식\* · 신 용 균\*\*

## 〈요 약〉

본 연구에서는 주식배당 예고제도가 도입된 1990년부터 1994년까지의 기간동안에 주식배당 지급을 공시한 기업 중에서 표본의 선정기준에 따라 295건의 표본을 선정하여 주식배당의 공시효과를 실증 분석하는 한편 주식배당의 공시효과를 설명하는 제 가설 중에서 유보이익가설과 주의환기가설을 검증하였다. 실증분석의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째로 전체표본(259건)을 대상으로 공시일 전후의 비정상수익률을 분석한 검증결과에 의하면 공시기간(0일, +1일)에서 통계적으로 유의적인 0.847%의 비정상수익률이 관찰되어 주식배당 공시가 주주들의 부에 정(+의 영향을 미치는 것으로 나타났다.

둘째로 정(+의 주식배당 효과를 설명하는 하나의 가설로서 유보이익가설을 검증하기 위하여 전체 표본을 EPS의 증감 및 주식배당률의 크기에 따라 하위표본으로 분류하여 공시기간의 비정상수익률을 검토한 결과 충분하지는 않지만 유보이익가설을 지지하는 실증적 증거를 발견할 수 있었다.

셋째로 또 다른 하나의 가설로서 주의환기가설을 검증하기 위하여 표본을 상대적 평균 PER의 크기 및 자본금의 크기에 따라 분류한 모든 하위표본에서 일관되게 주의환기가설을 지지하는 실증적 증거를 발견할 수 있었다.

## I. 서 론

주식배당 지급의 예고제도가 도입된 1990년 이전에는 주식배당을 지급한 기업이 극소수에 불과하다가 1990년 이후부터 연간 100개 이상의 기업에서 주식배당이 지급되면서 일반화되기 시작하였다.

1990년 3월에 개정된 '상장법인 재무관리규정'에 의하면 상장법인이 주식배당을 지급하고자 하는 경우에 이사회 의결을 거쳐 당해 사업년도 말 15일전에 증권거래위원회에 그 예정 내용을 신고하여 이를 일반투자자들에게 공시하도록 요구하고 있다. 이 처럼 주식배당의 사전

본 연구는 숭실대학교 교내연구비 지원에 의해 작성된 것임.

\* 숭실대학교 경영학과 교수

\*\* 숭실대학교 경영학과 강사

공시제도가 도입되면서 실무계는 물론 학계에서도 주식배당의 공시효과에 대한 관심이 확산되기 시작하였다.

주식배당(stock dividend)이란 현금배당 대신에 그에 상응하는 신규주식을 발행하여 주주들에게 소유주식의 비율에 따라 무상으로 배분해 주는 재무거래를 의미한다. 따라서 기업이 현금배당 대신에 주식배당을 지급하는 경우에는 추가자본의 유입이 없이 단순히 유보이익이 자본금으로 전환되는 결과 만을 수반하기 때문에 이론적인 관점에서 보면 주식배당이 지급되더라도 주주들의 부가 증가하거나 감소하지 않는 것으로 이해되고 있다. 그러나 대부분의 실증적 연구결과에 의하면 주식배당 공시가 주주들의 부에 정(+)의 영향을 미치고 있는 것으로 나타나고 있다. 한편 많은 실증적 연구를 통하여 이와 같은 정(+)의 주식배당 효과를 설명하는 가능한 대안으로서 유보이익가설, 평평가설 또는 주의환기가설과 적정범위가설 등이 제시되고 있다.

우리 나라에서는 1990년에 주식배당 제도가 도입되어 그 역사가 매우 짧은 관계로 이에 대한 실증적 연구가 미미한 실정이어서 기존의 실증적 결과를 일반화시키기에 한계가 있는 것으로 사료된다. 우리나라에서 그 동안 수행된 바 있는 대부분의 기존연구에서는 첫째로 주식배당 제도가 도입된 1990년 이전의 자료에 기초하고 있으며, 둘째로 주식배당의 공시효과를 설명하는 가설검증에서 흔히 횡단면 회귀분석에 의존하고 있는 것으로 나타나고 있다. 따라서 본 연구에서는 기존의 연구와는 달리 자료의 신뢰성을 확보하기 위하여 주식배당 예고제도가 도입된 1990년 이후의 최근 자료에 기초하여 표본을 선정하는 한편 연구방법론에서도 횡단면 회귀분석에 의존하지 않고, 가설검증에서 요구되는 재무변수에 기초하여 전체표본을 각 하위 표본으로 분류하여 공시기간의 비정상수익률의 차이를 비교하는 표본분류방법을 시도하였다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제1장에서는 본 연구의 필요성과 목적을 기술하였으며, 제2장에서는 주식배당의 효과를 설명하는 제 가설의 내용 및 주식배당의 효과를 검증한 국내 외의 선행연구에 대하여 기술하였다. 그리고 제3장에서는 검증가설, 표본의 선정기준 및 검증방법론에 대하여 기술하였다. 한편 제4장에서는 1990년부터 1994년까지 주식배당을 공시한 295건의 표본을 대상으로 분석목적에 따라 전체표본을 하위표본으로 분류하여 실시한 검증결과를 제시하였다. 마지막으로 제5장의 요약 및 결론에서는 본 연구에서 발견한 연구결과와 미래 연구에 대한 제언으로 구성하였다.

## II. 기존의 연구동향

### 1. 주식배당 효과에 대한 제 가설

주식배당의 공시효과를 설명하기 위하여 설정된 제 가설은 기본적으로 신호표시이론에 논리적인 근거를 두고 있다. 신호표시이론(signalling theory)의 논리에 의하면 기업 내부의 경영자와 외부투자자 사이에 기업가치에 대한 정보의 불균형이 존재하는 경우 내부경영자들이 내부정보를 전달하는 수단으로 이용할 수 있는 재무정책(배당정책, 자본구조정책 등) 결정을 통하여 비용부담에도 불구하고 그들이 소유하고 있는 유리한 기업정보를 일반투자자들에게 제공하고, 일반투자자들이 기업에서 이루어지는 정책결정의 내용을 통하여 그 기업의 미래전망에 대한 기대를 유리하게 수정하기 때문에 기업가치가 상승한다는 것이다.<sup>1)</sup>

이와 같은 논리에서 보면 주식배당의 지급이 이론적으로 주주들의 부에 어떤 영향도 미치지 않지만 주식배당에 대한 정책결정이 그 기업의 유리한 미래전망을 간접적으로 예시하는 기능을 갖기 때문에 주식배당의 지급에 따라 주가가 상승한다고 볼 수 있다. 이러한 논리에 근거하고 있는 정(+의) 주식배당 효과를 설명하는 가설검증이 많은 실증적 연구를 통하여 수행되고 있는데, 이를 정리하면 유보이익가설(retained earning hypothesis), 평판가설(reputation hypothesis) 또는 주의환기가설(attention hypothesis), 적정거래범위가설(optimal trading range hypothesis) 등으로 구분할 수 있다.

#### 1) 유보이익가설

주식배당은 현금배당 대신에 신규주식을 발행하여 주주들에게 지급되는 재무거래이기 때문에 유보이익이 자본금으로 전환되면서 발행주식수가 증가하는 결과를 수반한다. 그러나 상법이나 증권거래법 등에 의한 법률적 규제는 물론 사채계약의 제한조항에 따라 유보이익의 사용에 제약을 받고 있기 때문에 유보이익이 일정한 수준 이하로 감소하는 경우에는 정책결정에 따른 비용부담이 증가하며, 또한 현금배당 대신에 주식배당을 지급함으로써 발행주식수의 증가에 따라 현금배당의 압박을 받게 된다.

그럼에도 불구하고 주식배당의 지급이 주가에 정(+의) 영향을 미치는 이유는 주식배당에 따

1) 신호표시이론에는 S. Ross, "The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, Spring 1977, pp. 23-40.; H. E. Leland and D. H. Pyle, "Information Asymmetries : Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, May 1977, pp. 371-387.; S. Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy and 'the Birds-in-Hand Fallacy'," *Bell Journal of Economics* 10, Spring 1979, pp. 259-270. 등을 참고할 수 있다.

른 이와 같은 불이익을 보상할 수 있을 만큼 충분한 미래이익이 예상된다는 확신 하에서 주식 배당을 지급하기 때문일 것이다. 만일 미래의 이익전망이 불리한 기업에서 주식배당이 지급되는 경우에는 주식배당에 따른 비용부담이 크기 때문에 주식배당이 오히려 주주들의 부에 부(-)의 영향을 미치게 될 것이다. 따라서 어떤 기업이 주식배당을 지급하기로 결정하였다는 것은 그 기업의 미래이익이 증가하여 현금배당의 압박을 받지 않고 오히려 유보이익이 계속 증가할 것이라는 경영자의 확신을 시장에 신호하는 의미로 받아들여지고 있다는 것이다.

## 2) 평판가설 또는 주의환기가설

미래의 이익전망이 불리함에도 불구하고 주식배당을 지급함으로써 마치 이익전망이 밝은 것처럼 그릇된 신호를 시장에 전달하는데 따른 간접적인 비용, 예컨대 평판의 상실비용이, 발생할 수 있다. Heinkel(1984)은 장래에 유리한 내부정보를 시장에 전달할 수 있는 기회를 갖기 위하여 기업들이 이와 같은 기업평판을 유지하려 한다고 주장하였다.<sup>2)</sup> 따라서 기업평판을 유지하기 위하여 경영자들이 재무정책 결정을 통하여 내부정보를 올바르게 전달하려고 하기 때문에 주식분할이나 주식배당 공시와 같은 정보공시가 비록 완벽한 정보내용을 갖지 않는다 하더라도 어느 정도의 정보내용을 갖는다.

또 다른 하나의 가능성은 주식배당을 공시하면 증권분석가들이 경쟁적으로 그 기업의 미래 이익전망을 재평가하기 때문에 그 기업에 대한 투자자들의 주의환기를 가져온다는 점이다. 따라서 과소평가되고 있는 기업이 주식배당을 지급하는 경우 이와 같은 정보전달을 통하여 그 기업에 대한 증권분석가들의 재평가를 유발시켜 시장의 관심을 불러 일으키지만 반대로 과대평가되고 있는 기업이 주식배당을 지급하는 경우에는 주식배당의 공시에도 불구하고 시장의 관심을 유발시키지 못할 것이다. 그러므로 주의환기가설에 의하면 과소평가되고 있는 기업이 주식배당을 지급하는 경우 증권분석가들에 의한 경쟁적인 재평가에 따라 그 기업의 주식이 과소평가되어 있는 것으로 투자자들의 주의환기를 불러일으키기 때문에 주식배당공시가 주주들의 부에 정(+)의 영향을 미칠 것이다.

Atiase(1980)는 대기업보다 소기업에서 주의환기 효과가 크게 나타난다고 주장하였다. 신문이나 기타 정보매체를 통하여 대기업에 대한 정보가 대체적으로 잘 전달되고 있지만 소기업에 대한 정보가 소외되는 경향이 있다. 따라서 여타의 정보매체를 통하여 소기업에 대한 정보가 충분히 전달되지 않기 때문에 소기업에서 주식배당이 지급되는 경우에는 대기업에 비하여 시장에서 투자자들의 더 큰 관심을 야기시킬 수 있다고 주장하였다.<sup>3)</sup>

2) R. Heinkel, A Theory of Credibility: Costless Signals in a Rational Expectations, Infinite Horizon Model, Working Paper, University of British Columbia, Vancouver, 1984.

3) R. Atiase, "Predisclosures, Informational Asymmetries, Firm Capitalization Reports, and

### 3) 적정거래범위가설

주식배당의 공시효과를 설명할 수 있는 다른 하나의 가능성은 적절한 가격범위에서 주가수준을 유지하기 위한 목적에서 주식배당이 지급될 수 있다는 것이다. 예컨대 불리한 내부정보를 소유하고 있는 기업의 경영자들이 주식분할을 하면 주가수준이 높다 하더라도 주식분할 후에 오히려 적정범위 아래로 주가가 하락할 것을 우려하기 때문에 주식분할보다 주식배당을 선호할 것이다.

따라서 적정거래범위가설에 의하면 주가수준을 적정한 거래범위 내에서 유지할 목적에서 주식배당이 지급된다는 것이다. 시장에서 주가가격이 높게 형성되는 경우 자금부담 때문에 소액투자자들의 거래가 상대적으로 줄어들기 때문에 소액투자자들을 유인할 수 있는 가격상한선이 존재하며, 반대로 거래비용의 부담이 상대적으로 적은 기관투자자 등과 같은 거액투자자들은 고가주식을 선호하는 경향이 있기 때문에 적정거래의 가격하한선이 형성될 것이다. 이러한 이유로 적정거래의 가격범위가 존재하며, 주식분할이나 주식배당을 통하여 적정거래의 가격범위 내에서 주식이 거래되게 유도함으로써 시장성을 증대시키고, 시장의 관심을 유지시킬 수 있을 것이다.

## 2. 기존의 연구동향

Foster-Vickrey(1978)는 1972년부터 1974년 동안 NYSE에 상장된 주식 중에서 주식배당을 공시한 기업을 대상으로 공시일 전후에서 주식배당에 따른 주가반응을 분석하여 이러한 주가반응이 정보내용에 기인하는지의 여부를 검증하는 한편 배당락일 전후에서의 주가반응이 주식배당률의 크기에 따라 차이가 있는지를 분석하였다.<sup>4)</sup> 이들의 분석결과에 의하면 전체적으로 주식배당의 공시정보가 공시일 이전에 주가에 충분히 반영되고 있었고, 정(+)의 비정상수익률을 수반하는 것으로 관찰되었다. 한편 주식배당률의 크기가 배당락일 근처에서 주가에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한 결과에서는 정(+)의 비정상수익률이 발견되지 않았지만 주식배당 공시일에서는 정(+)의 비정상수익률이 관찰되었다. 이러한 결과는 주식배당의 정보효과가 대부분 공시일 이전에 나타나고 있어 시장효율성을 지지하는 하나의 실증적 증거로서 의미를 부여할 수 있다.

Woolridge(1983)는 경영자와 외부주주들 사이에 기업의 미래 이익전망에 대한 비대칭적

---

Security Price Behavior," *Unpublished Doctoral Dissertation*, University of California Berkeley, CA, 1980.

4) T. Foster and D. Vickrey, "The Information Content of Stock Dividend Announcements," *Accounting Review*, April 1978, pp. 360-370.

정보가 존재하는 경우 경영자들이 주식배당을 신호도구로 이용하여 외부주주들에게 내부정보를 전달해 준다는 주식배당의 정보효과를 검증하는 한편 이와 같은 정보효과가 주식배당률의 크기에 따라 차이가 있는지를 실증적으로 분석하였다.<sup>5)</sup> 분석결과에 의하면 주식배당의 공시기간에서 통계적으로 유의적인 정(+)의 비정상수익률이 관찰됨으로써 주식배당의 정보효과를 지지하는 실증적 증거를 그리고 주식배당률의 크기에 따라 표본을 분류한 각 하위표본에서 공시기간의 비정상수익률을 분석한 결과에서도 주식배당률의 크기에 따라 주식배당의 정보효과가 유의적인 차이를 보였음을 발견하였다. 특히 3% 이하의 주식배당에서는 추가반응이 거의 없는 것으로 나타났다.

Grinblatt-Masulis-Titman(1984)은 1967년부터 1976년 동안에 NYSE 및 AMEX에 상장된 보통주 중에서 주식분할 및 주식배당을 공시한 표본을 대상으로 주식분할 및 주식배당의 공시효과를 그리고 권리락일과 배당락일에서의 추가반응을 실증적으로 분석하였다.<sup>6)</sup> 그들은 먼저 주식분할 및 주식배당의 공시효과를 분석하기 위하여 공시기간의 비정상수익률을 분석한 결과 유의적인 정(+)의 비정상수익률을 발견하였으며, 또한 주식분할과 주식배당의 권리락 및 배당락일 효과에 대한 분석에서도 현금배당보다 주식배당 표본에서 더 큰 정(+)의 비정상수익률을 발견하였다.

한편 주식배당의 공시효과를 설명하는 가설로서 유보이익가설, 주의환기가설과 적정거래범위 가설을 검증하기 위하여 여러 대응변수를 이용한 다중회귀모형을 이용하여 분석하였는데, 주식분할 표본에서는 적정거래범위 가설과 주의환기가설을 지지하는 증거를 그리고 주식배당 표본에서는 유보이익가설을 지지하는 실증적 증거를 발견하였다.

Lakonishok-Lev(1987)는 1963년에서 1982년까지 주식분할이나 주식배당을 공시한 기업을 대상으로 이전의 연구에서 기업들이 주식배당이나 주식분할을 하는 이유를 그리고 왜 주식배당이나 주식분할이 시장에서 우호적으로 받아들여지고 있는가를 실증적으로 분석하였다.<sup>7)</sup>

그들은 이러한 분석을 위하여 주식분할이나 주식배당을 공시한 기업을 실험집단으로 선정하는 한편 동종산업에서 동일한 자산규모를 가지고 있는 기업(주식배당이나 주식분할을 하지 않은 기업)을 통제집단으로 선정함 다음에 공시일 전후의 기간동안에서 주가, 거래량, 기업성과 등을 비교분석하였다. 분석결과에 따르면 주가와 성장률이 큰 폭으로 상승한 기업에서 주로 주식분할이 행하여졌으며, 실험집단의 경우 주식분할을 공시한 8개월 전부터 거래량이 증

5) J. R. Woolridge, "Ex-date Stock Price Adjustment to Stock Dividends : A Note," *Journal of Finance*, March 1983, pp. 247-255.

6) M. S. Grinblatt, R. W. Masulis and S. Titman, "The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends," *Journal of Financial Economics* 13, 1984, pp. 461-490.

7) J. Lakonishok and B. Lev, "Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When," *Journal of Finance*, September 1987, pp. 913-932.

가하다가 공시 2개월 후부터 하락한 것으로 나타났다. 또한 주식배당은 주가와 성장률이 주식 분할의 경우보다는 작은 기업에서 주로 행해진 것으로 나타났으며, 공시시점에서 비공시기업 보다 20% 이상 거래량이 더 증가한 것으로 나타났다.

이와 같은 결과에 기초하여 그들은 기업의 과다한 이익으로 인해 비정상적으로 상승한 주가를 정상적인 수준으로 회복시키기 위한 목적에서 주로 주식분할이 이용되며, 경영자가 상대적으로 낮은 현금배당에 대한 보상의 수단으로 주식배당을 지급하는 증거라고 주장하였다.

McNichols-Dravid(1990)는 1976년부터 1983년까지의 기간동안에서 주식분할 및 주식배당 공시자료를 이용하여 주식분할이나 주식배당률의 크기에 따라 정보효과가 차이를 보이는지를 분석하기 위하여 기업규모와 분할전 주가차이를 통제한 이익예측오차와 주식분할이나 주식배당률의 크기 사이에 존재하는 상관관계를 분석한 결과 크기에 따라 이익예측오차가 증가함을 발견하였으며, 공시시점의 주가반응과 주식배당률의 크기 및 이익예측오차 사이에 유의적인 상관관계가 존재한다는 실증적 증거를 발견하였다.<sup>8)</sup> 그들은 이와 같은 실증적 증거에 기초하여 경영자들이 주식분할이나 주식배당률의 크기를 통하여 미래이익에 대한 내부정보를 전달하는 수단으로 이용하고 있으며, 또한 투자자들도 주식분할이나 주식배당률의 크기에 따라 기업가치에 대한 자신의 기대를 수정하는 행동을 한다고 주장하였다.

김태혁-신용길(1993)은 1990년 3월부터 1991년 12월까지의 기간 중에서 주식배당을 사전 공시한 기업을 대상으로 공시시점 전후의 주가변화와 주식배당 효과를 설명하는 원인을 규명하기 위하여 다중회귀분석을 통하여 가설검증을 하였는데, 그들의 연구결과에 의하면 공시기간에서 유의적인 정(+)의 비정상수익률이 관찰되었으며, 이러한 주식배당 효과를 유보이익가설과 주의환기가설로 설명할 수 있다는 실증적 증거를 제시하였다.<sup>9)</sup>

### Ⅲ. 표본의 선정 및 검증모형의 설계

#### 1. 표본의 선정

우리 나라에서 주식배당이 처음 실시된 것은 1986년부터였으며, 특히 주식배당의 사전공시제가 실시된 것은 1990년 3월부터였다. 따라서 본 연구에서는 주식배당이 일반화되기 시작한 1990년부터 1994년까지의 기간동안에 주식배당을 사전공시한 556개의 기업 중에서 다음

8) M. McNichols and A. Dravid, "Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling," *Journal of Finance*, July 1990, pp. 857-879.

9) 김태혁 신용길, "주식배당의 공시효과와 정보전달 효과에 관한 연구," *증권학회지* 제15집, 1993년, pp. 79-110.

〈표 3-1〉 주식배당 공시의 전체표본(1990-1994)

구 분	90년	91년	92년	93년	94년	계
3월	3	5	3	6	7	24
6월	2	2	2	2	2	10
· 9월		1	1		1	3
11월				1		1
12월	37	58	45	50	67	257
계	42	66	51	59	77	295

과 같은 표본의 선정기준에 따라 최종적으로 295건의 표본을 선정하였다.

첫째로 1990년부터 1994년까지의 기간에서 한국증권업협회가 매일 발간하는 「증권시장지」를 통하여 주식배당을 사전공시한 기업 중에서 금융 및 보험산업을 제외한 기업을 대상으로 하였다. 금융 및 보험산업을 표본에서 제외시킨 이유는 정부가 상당부분의 주식을 소유하고 있는 관계로 자율적인 재무정책결정이 결여될 가능성이 있다고 판단하였기 때문이다.

둘째로 표본으로 선정된 기업 중에서 주식배당과 현금배당을 병행하여 공시한 기업과 우선주를 대상으로 주식배당을 공시한 기업은 표본에서 제외시켰다. 즉 배당의 형태 및 주식발행 형태에 따라 나타날 수 있는 효과를 통제하기가 불가능할 뿐만 아니라 본 연구에서는 주식배당의 순수효과를 분석하는데 목적을 두고 있기 때문이다.

셋째로 주식배당을 사전공시한 기업 중에서 공시전 150일부터 공시후 40일 간의 일별 주가 수익률 자료를 DAISHIN diamond data base에서 이용할 수 있는 기업만을 대상으로 하였으며, 시장모형의 모수추정에 따른 추정오차를 최소화시키기 위하여 일별 주가수익률이 연속적으로 10일간 0%로 나타나는 기업은 표본에서 제외시켰다.

넷째로 공시일 전후 20일 동안에서 합병, 타기업의 주식취득, 주식병합, 회사채발행, 유상 및 무상증자 등 주가에 영향을 줄 수 있는 여타 재무정책을 공시한 기업은 표본에서 제외시켰다. 이와 같은 기준을 설정한 이유는 여타의 공시효과를 통제함으로써 주식배당의 순수한 공시효과를 측정하기 위해서였다.

마지막으로 공시일 전후 10일 동안에서 연속적으로 2일 이상 거래가 이루어지지 않은 기업은 표본에서 제외시켰다. 이러한 기준은 비정상수익률을 측정할 때 나타나는 거래부진에 따른 오차를 최소화하기 위하여 필요하다.

연도별 및 결산기 별로 분류한 〈표 3-1〉에서 보여주는 것처럼 이상과 같은 표본의 선정기준에 따라 최종적으로 선정된 표본 295건 중에서 12월 결산법인이 257건, 기타월 결산법인이



38건으로 나타나고 있어 12월 결산법인의 공시건수가 대부분을 이루고 있으나 연도별로는 골고루 분포되어 있는 것으로 나타났다.

## 2. 표본의 분류

본 연구에서는 주식배당의 공시효과를 설명하는 유보이익가설과 주의환기가설을 검증하기 위한 목적에서 가설검증을 위하여 기존의 연구에서 주로 이용된 다중회귀모형에 의존하지 않고 표본분류방법을 통하여 각 하위표본에서 관찰되는 공시기간의 비정상수익률이 차이가 있는가를 검증하였다. 따라서 표본의 선정기준에 따라 최종적으로 선정된 295건의 전체표본을 연구 목적에 따라 하위표본으로 다음과 같이 분류하였다.

첫째로 유보이익가설을 검증하기 위하여 주당순이익의 변화 그리고 주식배당률의 크기에 따라 전체표본을 하위표본으로 분류하였다. 전체표본 295건 중에서 5% 이상의 주식배당을 지급한 표본이 115건 그리고 5% 미만의 주식배당을 지급한 표본이 180건을 차지하였다. 그리고 주당순이익의 변화에 따라 분류한 결과 전체표본 중에서 주당순이익이 전년에 비하여 증가한 표본이 160건이고, 전년에 비하여 감소한 표본이 135건으로 나타났다.

둘째로 주의환기가설을 검증하기 위하여 전체 표본기업의 공시전 5개월간의 평균 PER을 산업의 평균 PER에 대한 상대적인 크기로 조정하여 상대적인 평균 PER에 따라 분류한 결과 상대적인 평균 PER이 1보다 낮은 표본이 103건 그리고 상대적인 평균 PER이 1보다 높은 표본이 192건이었으며, 자본금의 규모에 따라 분류한 결과 자본금이 100억원 미만인 표본이 132건을 그리고 자본금이 130억원 이상인 표본이 135건인 것으로 나타났다.

## 3. 검증모형의 설계

### 1) 비정상수익률 측정모형의 설계

주식배당의 공시기간에서 주가의 반응효과를 측정하기 위해서는 먼저 분석기간의 각 사건관련 전 후일에서의 주가변화를 시장의 전반적인 가격결정요인에 의한 주가변화와 주식배당의 공시에 기인하는 주가변화로 분리시켜야 하는데, 이러한 분리를 위해서는 적절한 정상수익률 생성모형이 설계가 전제되어야 한다.<sup>10)</sup>

개별증권의 정상수익률생성과정을 식으로 나타내면 다음과 같다.

10) S. Brown and J. Warner, "Using Daily Stock Returns - The Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, 1985, pp. 3-31.

$$R_{it} = \mu_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

$R_{it}$  :  $t$ 일에서 표본증권  $i$ 의 일별주가수익률

$\mu_{it}$  :  $t$ 일에서 표본증권  $i$ 의 평균 일별주가수익률

$\epsilon_i$  :  $E(\epsilon_i) = 0$ ,  $E(\epsilon_{it} : \epsilon_{it-1}) = 0$  및  $\text{VAR}(\epsilon_i) = \text{constant}$ 의 조건을 충족시키는 확률적 오차항

식(1)에서  $\mu_{it}$ 는 시장의 전반적인 가격결정요인에 의해서 결정되는 균형수익률을 그리고  $\epsilon_{it}$ 는 개별증권의 고유한 가격결정요인에 의해서 결정되는 비정상수익률을 의미한다.

주식배당의 공시효과를 측정하는데 있어서 중요한 작업은 주식배당의 공시효과가 최초로 주가에 반영되는 시점을 의미하는 적절한 사건일(event day)을 선정하는 일이다. 본 연구에서는 한국증권업협회에서 매일 발간하는 「증권시장지」를 통하여 주식배당을 최초로 공시한 날을 사건일로 하여 공시일과 공시일 다음날(0, +1)을 공시기간(announcement period)으로 설정하였다. 이 처럼 공시기간을 선정한 이유는 시장정보가 공표된 다음 날에 실제로 「증권시장지」가 일반투자자들에게 전달되고 있기 때문이다. 또한 주식배당과 관련된 정보가 주가에 반영될 것으로 기대되는 사건기간(event period) 또는 분석기간(analysis period)은 공시전 20일부터 공시후 20일까지의 기간(-20, +20)으로 설정하였다.

주식배당의 공시에 따라 분석기간 동안에서 형성되는 주가수익률이 비정상적인가의 여부를 판단하기 위하여는 시장 전반적인 가격결정요인 만을 고려하는 경우의 정상수익률을 추정해야 한다. 정상수익률을 추정하기 위해서는 수익률생성모형의 설계가 필요한데, 본 연구에서는 공시전수가 대부분 12월에 집중되고 있는 점을 고려하여 시장모형을 수익률생성모형으로 선정하였다. 한편 비교기간은 시장모형에서  $\alpha$ 와  $\beta$ 를 추정하는데 이용된다. 이를 위하여 추정기간(estimation period)을 공시전 150일에서 21일까지의 기간(-150, -21)과 공시후 21일에서 40일까지의 기간(+21, +40)인 150일의 기간으로 설정하였다.

주식배당의 공시효과를 측정하기 위해서는 분석기간의 각 사건관련일에서 표본의 평균비정상수익률과 누적 평균비정상수익률을 측정해야 한다. 각 사건관련일  $t$ 일의 비정상수익률을 측정하는데 필요한 각 증권  $i$ 의  $\alpha$ 와  $\beta$ 를 추정하기 위하여 사후적 시장모형(ex-post market model)을 이용하였다. 사후적 시장모형을 식으로 나타내면 다음과 같다.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \epsilon_{it} \quad (2)$$

( $t = -150, -149, \dots, -21, +21, +22, \dots, +39, +40$ )

$R_{it}$  :  $t$ 일에서  $i$ 증권의 일별 주가수익률

$R_{mt}$  :  $t$ 일에서 종합주가지수의 일별주가수익률

$\alpha_i, \beta_i$  : 회귀계수로서 절편과 기울기  
 $\beta_i = \text{COV}(R_{it}, R_{mt}) / \text{VAR}(R_{mt})$   
 $\epsilon_{it}$  : t일에서 i증권의 확률적 오차항

사건기간(-20, +20)을 제외한 150일의 추정기간(-150, +40)에서 각 표본증권 i의 일별주가 수익률을 독립변수로 하는 한편 종합주가지수의 일별주식수익률을 종속변수로 하는 식(2)와 같은 사후적 시장모형에 기초한 OLS방법을 이용함으로써 각 표본증권 i의  $\alpha_i$ 와  $\beta_i$ 를 추정할 수 있다. 이와 같은 방법으로 추정된 회귀계수를 이용하여 분석기간의 각 사건관련일 별로 종합주가지수의 일별주가수익률을 식(3)에 대입함으로써 사건관련일 t일에서 각 표본증권의 정상수익률을 추정하였다.

$$\mu_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} \tag{3}$$

(t = -20, -19, ..., 0, ..., +19, +20)

다음에 식(4)를 이용하여 각 사건관련일에서 표본증권 i의 비정상수익률(abnormal return :  $AR_{it}$ )을 계산하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - \mu_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \tag{4}$$

$AR_{it}$  : 사건관련일 t일에서 표본증권 i의 비정상수익률  
 (t = -20, -19, ..., 0, ..., +19, +20)

한편 각 표본의 평균비정상수익률(average abnormal return : AAR)과 누적 평균비정상수익률(cumulative average abnormal return : CAAR)은 식(5)와 식(6)을 이용하여 측정할 수 있다.

$$AAR_{pt} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \tag{5}$$

$AAR_{pt}$  : 사건관련일 t일에서 표본 p의 평균 비정상수익률  
 $AR_{it}$  : 사건관련일 t일에서 표본증권 i의 비정상수익률  
 N : 표본 P의 구성증권수

$$CAAR_{p,t \sim tk} = \sum_{k=0}^{tm} AAR_{p,t+k} \tag{6}$$

(k = 0, 1, 2, ..., n)

$CAAR_{p,t-t+k}$  : t일에서 t+k차 일까지의 기간에서 표본 p의 누적  
평균비정상수익률

$AAR_{p,t+k}$  : 표본 p에서 t+k차 일의 평균비정상수익률

## 2) 검증방법론

본 연구에서는 모수통계검증방법(parametric statistical test method)으로 단일표본에 대한 t-검증과 쌍대표본의 모수 사이의 차이검증을 위한 t-검증을 가설검증의 방법으로 이용하였다. 모수통계검증에서는 공통적 사건관련일에서 관찰된 비정상수익률의 분포가 정규분포(normal distribution)를 이루고 있다는 가정에 기초하고 있다. 본 연구에서는 모든 하위표본이 30개 이상으로 구성되어 있기 때문에 각 표본을 구성하고 있는 표본증권의 일별수익률이 중심극한의 정리(central limit theorem)에 따라 정규분포를 이룬다고 볼 수 있다. 따라서 분석기간의 각 사건관련일에서 측정된 비정상수익률이 통계적으로 유의적인가를 검증하는데 있어서 t-통계량을 이용할 수 있다.

주식배당의 공시시점에서 나타나는 주가반응효과를 검증하기 위한 귀무가설(null hypothesis)은 공시기간(0, +1)에서의 비정상수익률이 0%, 즉 비정상수익률이 존재하지 않는다는 것이며, 또한 시장모형에서의 기본적인 가정도 사건기간에서의 비정상수익률이 정규분포로부터 독립적으로 추출된다고 가정하고 있기 때문에 본 연구에서의 귀무가설을 검증하기 위한 통계적 유의성 검증에서 요구되는 t-통계량은 다음과 같이 나타낼 수 있다.

$$t = \frac{AR_{pt}}{S(AAR_p)} \quad (7)$$

$$S(AAR_p) = \sqrt{\sum_{t=-150}^{+40} (AAR_{pt} - \overline{AAR_p})^2 \frac{1}{149}}$$

$AR_{pt}$  : 사건관련일 t일에서 표본 p의 평균비정상수익률

$S(AAR_p)$  : 사건관련일(-20, +20)을 제외한 추정기간(-150, +40)에서 계산된 표본 p의 평균 일별비정상수익률의 표준편차

$\overline{AAR_p}$  : 추정기간의 t일에서 표본 p의 평균 일별비정상수익률

$\overline{AAR_p}$  : 추정기간에서 표본 p의 평균 일별비정상수익률의 평균

한편 특정기간에서 누적 비정상수익률이 0%라는 귀무가설을 검증하기 위한 통계적 유의성 검증에서 요구되는 t-통계량은 다음과 같다.<sup>11)</sup>

$$t = \frac{CAAR_{p,t \sim t+k}}{S(AAR_p) \cdot \sqrt{n}} \tag{8}$$

$CAAR_{p,t \sim t+k}$  :  $t$ 일에서  $t+k$ 차 일까지의 기간에서 표본  $p$ 의 누적 평균비정상 수익률

$n$  : 표본  $p$ 에서  $t$ 일부터  $t+k$ 차 일까지의 일수

## IV. 실증적 분석결과

### 1. 주식배당의 공시효과에 대한 검증결과

주식배당의 공시효과를 검증하기 위하여 1990년부터 1994년까지 기간동안에서 주식배당을 공시한 556건 중에서 표본의 선정기준에 따라 최종적으로 295건의 표본을 선정하여 사건기간에서 평균비정상수익률을 측정하였다. 각 사건관련일에서 전체표본에 대한 평균 비정상수익률을 정리하면 <표 4-1> 및 <표 4-2>와 같다.

<표 4-1>에서 볼 수 있는 것처럼 공시일에서 평균비정상수익률이 정(+의 값인 0.389%를 보이고 있으나 통계적으로 유의하지 않았던 반면에 공시직후일에서의 평균비정상수익률은 10%의 수준에서 유의적인 0.458%( $t=1.658$ )로 나타났다. 그러나 주식배당 지급에 대한 공시가 「증권시장지」나 기타 정보매체 등을 통하여 이루어지기 때문에 실제로 투자자들이 공시일과 공시직후일에서 주식배당에 대한 공시정보를 접할 수 있다.

이러한 관점에서 볼 때 공시시점을 공시일로 보는 것보다 공시일에서 공시직후일까지의 기간(0, +1)으로 보는 것이 보다 합리적인 것이다. 따라서 공시기간의 평균비정상수익률을 측정하여 통계적으로 유의적인지를 검증하여 주식배당의 공시효과가 존재하는가의 여부를 판단하는 것이 보다 타당할 것이다. <표 4-2>에서 보여주는 것처럼 공시기간에서의 평균비정상수익률이 0.847%( $t=2.1689$ )로서 5%수준에서 통계적으로 유의적인 것으로 나타나고 있어 외국의 기존연구에서 제시되고 있는 것과 같이 우리 나라의 시장에서도 정(+의) 주식배당효과가 존재하고 있는 것으로 평가된다.

그밖에 사건기간에서 주식배당의 공시에 따른 추가반응을 살펴보기 위하여 각 사건관련기간에서 누적 평균비정상수익률을 측정하였다. <표 4-2>에서 볼 수 있는 것처럼 공시직후일부터 공시후 20일까지의 기간(+1, +20)에서 누적 평균비정상수익률이 10% 수준에서 통계적으

11) E. F. Fama and R. Roll, "Some Properties of Symmetric Stable Distributions," *Journal of American Statistics Association* 48, Sept., 1968, pp. 817-836.

〈표 4-1〉 사건관련일에서 평균비정상수익률(295건)

공시관련일	비정상수익률	t값	공시관련일	비정상수익률	t값
-20	-0.00161	-0.58073	+1	0.00458	1.65794*
-19	-0.00058	-0.21002	+2	0.00252	0.91235
-18	-0.00177	-0.63852	+3	0.00242	0.87599
-17	0.00112	0.40609	+4	0.00513	1.85403*
-16	0.00044	0.16107	+5	0.00192	0.69342
-15	-0.00048	-0.17497	+6	0.00392	1.41617
-14	0.00234	0.84562	+7	0.00304	1.09836
-13	0.00134	0.48314	+8	-0.00084	-0.30249
-12	0.00752	2.71787***	+9	-0.00091	-0.32820
-11	0.00475	1.71948*	+10	-0.00323	-1.16966
-10	0.00063	0.22893	+11	0.00235	0.85011
-9	-0.00156	-0.56293	+12	0.00553	1.99885*
-8	-0.00318	-1.15055	+13	0.00355	1.28578
-7	0.00005	0.01986	+14	0.00186	0.67413
-6	-0.00139	-0.50190	+15	-0.00157	-0.56885
-5	-0.00502	-1.81582*	+16	-0.00175	-0.63215
-4	-0.00468	-1.69353*	+17	-0.00291	-1.05272
-3	-0.00056	-0.20273	+18	-0.00072	-0.26074
-2	0.00086	0.31205	+19	-0.00007	-0.02700
-1	-0.00035	-0.12566	+20	0.00025	0.09076
0	0.00389	1.40946			

\*\*\* : 1%수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함.

\* : 10%수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함.

〈표 4-2〉 각 사건관련기간의 누적 평균비정상수익률(전체표본)

구 분	(-20일, +20일)	(-20일, -1일)	(0일, +1일)	(+1일, +20일)
누적평균비정상수익률 (t-값)	2.683% (1.5155)	-0.213% (-0.1722)	0.847% (2.1689**)	2.507% (2.0275*)

\*\* : 5%에서 통계적으로 유의적임을 의미함.

\* : 10%에서 통계적으로 유의적임을 의미함.

로 유의적인 2.507%( $t=2.0275$ )를 보이고 있다. 주식배당 효과가 공시일 이후에도 지속적으로 반영되고 있는 것으로 나타나고 있는데, 이와 같은 결과는 Foster-Vickrey(1978)의 연구결과와 상반된 것으로서 시장효율성의 측면에서 볼 때 하나의 이례적인 현상으로 보인다.

이상에서 살펴본 바와 같이 기존의 연구결과와 비교할 때 우리 나라에서도 정(+)<sup>11)</sup>의 주식배당 효과가 관찰되고 있어 주식배당이 주주들의 부에 정(+)<sup>12)</sup>의 영향을 미치고 있는 것으로 평가된다.

## 2. 주식배당의 공시효과에 대한 가설검증

주식배당의 공시가 주주들의 부에 정(+)<sup>13)</sup>의 영향을 미치는 이유를 설명하는 가설로서 유보이익 가설과 주의환기가설을 검증하기 위하여 본 연구에서는 전체표본을 가설검증에 적합한 변수를 선정하여 그에 따라 전체표본을 하위표본으로 분류하여 각 하위표본에 대한 공시기간의 평균 비정상수익률을 측정하였다.

### 1) 유보이익가설의 검증

유보이익가설에서는 주식배당을 지급하는 경우 법률적 또는 사채계약상의 제한규정에 따라 유보이익의 감소로부터 받는 불이익이나 현금배당에 대한 압박에도 불구하고 주식배당을 지급하는 이유는 주식배당을 지급하더라도 그와 같은 불이익을 보상할 만큼 충분한 미래현금흐름이 기대된다는 경영자의 확신이 있는 경우에 이루어진다고 주장한다. 유보이익가설을 검증하기 위한 목적에서 전체표본을 주당순이익의 변화 및 주식배당률의 크기에 따라 각각 하위표본으로 분류하였다.

#### (1) 주당순이익의 증감에 따라 분류한 하위표본의 검증

유보이익가설이 타당하다면 주식배당 지급을 공시한 표본(259건)을 주당순이익의 변화에 따라 분류하는 경우 주식배당이 지급된 다음 해에 주당순이익이 실제로 증가한 표본에서는 정(+)<sup>14)</sup>의 비정상수익률이 그리고 주당순이익이 실제로 감소한 표본에서는 부(-)<sup>15)</sup>의 비정상수익률이 관찰될 것이다.

전체표본을 주당순이익의 변화에 따라 각 하위표본으로 분류한 결과 주식배당이 지급된 다음 해에 전년도에 주당순이익에 비하여 실제로 주당순이익이 증가한 표본은 160건이었으며, 전년도에 비하여 주당순이익이 감소한 표본은 135건이었다.<sup>12)</sup>

12) 본 연구에서는 자료이용의 한계로 1990년부터 1994년까지의 기간을 표본기간으로 설정하였기 때문에 1995년 이후의 주당순이익 자료를 이용할 수 없어 주식배당이 지급된 다음 해의 주당순이익의 증감변화에 따라 표본을 분류하였다. 그러나 전체표본을 2년 또는 3년간 연속적으로 주당순이익이 증가한 표본과 감소한 표본으로 분류하여 검증하는 경우 보다 신뢰성이 있는 검증결과를 얻을 수 있을 것이다.

〈표 4-3〉 EPS의 증감에 따라 분류한 하위표본에 대한 검증결과

구 분	EPS증가표본(160건)	EPS감소표본(135건)
평균비 정상수익률	0.95%	0.71%
t-값	2.331**	1.549

\*\* : 5% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함.

〈표 4-4〉 주식배당의 규모별 표본분류의 검증결과

구 분	주식배당률이 5%이상인 표본(115건)	주식배당률이 5%미만인 표본(180건)
평균비 정상수익률	1.37%	0.52%
t-값	3.589***	1.006

\*\*\* : 1% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함.

〈표 4-3〉에서 볼 수 있는 것과 같이 주식배당이 지급된 다음 해에 실제로 EPS가 증가한 표본(160건)에서는 공시기간(0, +1)의 평균비정상수익률이 5% 수준에서 통계적으로 유의적인 0.95%( $t=2.331$ )이었으나, EPS가 실제로 감소한 표본(135건)에서는 유보이익가설의 예견과 달리 공시기간의 평균비정상수익률이 통계적으로 비유의적이지만 정(+)의 값인 0.71%( $t=1.549$ )인 것으로 나타났다.

이러한 결과는 표본분류에 따른 오차가 분석결과에 영향을 미쳤거나 주식배당의 공시효과를 설명하는데 있어 유보이익가설이 충분하지 않다는 것을 의미할지도 모른다. 따라서 본 연구에서는 유보이익가설을 뒷받침하는 또 다른 하나의 증거를 얻기 위한 목적에서 주식배당률의 크기에 따라 표본을 분류하여 공시기간에서 비정상수익률을 측정하였다.

#### (2) 주식배당률의 크기에 따라 분류한 하위표본의 검증

경영자들이 기업의 미래 이익전망에 대한 내부정보를 시장에 전달하는 도구로서 주식배당을 지급한다면 주식배당률이 클수록 정보효과가 더 크게 나타날 것이다. 이와 같은 관계를 검증하기 위하여 전체표본을 주식배당률의 크기에 따라 분류한 결과 주식배당률이 5% 이상인 표본은 115건이었으며, 주식배당률이 5% 미만인 표본은 180건이었다.

이들 표본에 대상으로 공시기간의 평균비정상수익률을 측정한 결과 〈표 4-4〉에서 볼 수 있는 것처럼 주식배당률이 5% 이상인 표본(115건)에서는 공시기간의 평균비정상수익률이 1% 수준에서 통계적으로 유의적인 1.37%( $t=3.589$ )이었으며, 주식배당률이 5% 미만인 표본



(180건)에서는 공시기간의 평균비정상수익률이 통계적으로 비유의적인 0.52%( $t=1.007$ )인 것으로 나타났다.

이러한 결과는 Woolridge(1983)의 연구결과와 일치하는 증거로서 주식배당의 규모가 클수록 정보효과가 크게 나타난다는 사실을 의미하는 것으로 유보이익가설을 지지하는 실증적 증거로 평가된다.

## 2) 주의환기가설의 검증

주의환기가설에서는 경영자들이 시장분석가들의 관심을 유발시켜 기업의 미래 현금흐름 또는 저평가되고 있는 기업가치에 대한 재평가를 유도할 목적으로 주식배당을 실시한다고 주장한다. 따라서 주의환기가설을 검증하기 위해서는 전체표본을 과소평가되고 있는 표본과 과대평가되고 있는 표본으로 분류하여야 한다.

그러나 어떤 기업이 과소평가되고 있는지의 여부를 구별하는 작업은 매우 어려운 일이다. 일반적으로 과대 또는 과소평가의 여부를 구별하는데 있어서 상대적인 평균 PER이 흔히 이용된다. Beaver-Morse(1978)의 실증적 연구에서 볼 수 있는 것처럼 개별증권이나 포트폴리오의 PER은 시장의 평균 PER에 수렴하는 경향이 있기 때문에 시장전체나 산업의 평균 PER보다 높은 PER을 갖는 증권은 시장에서 그 증권이 과대평가되고 있는 것으로 해석할 수 있으며, 반대로 시장전체나 산업의 평균 PER보다 낮은 PER을 갖는 증권은 시장에서 그 증권이 과소평가되고 있는 것으로 해석할 수 있다.<sup>13)</sup>

이와 같은 관점에서 본 연구에서는 전체표본을 상대적인 평균 PER의 크기에 따라 분류하여 과소평가 표본과 과대평가 표본으로 구분하였다. 각 표본기업을 대상으로 공시전 5개월 간의 평균 PER을 계산하여 이를 그 기업이 속해 있는 산업의 평균 PER과 비교하여 상대적인 평균 PER이 1보다 큰 값을 갖는 기업을 과대평가 표본으로 그리고 1보다 작은 값을 갖는 기업을 과소평가 표본으로 분류하였다.

한편 대기업을 경우는 주식배당 이외의 다른 정보매체를 통하여 쉽게 기업정보에 접할 수 있지만 소기업의 경우는 기업정보가 이들 정보매체에서 충분히 전달되지 않는 경향이 있다. 따라서 대기업에 비하여 소기업이 더 소외되는 경향이 있기 때문에 소기업에서 주식배당 효과가 더 크게 나타날 것이다. 이와 같은 가설을 검증하기 위하여 자본금 규모에 따라 대기업 표본과 소기업 표본으로 분류하여 공시기간의 평균비정상수익률을 측정하였다.

### (1) 상대적 평균 PER에 따라 분류한 하위표본에 대한 검증결과

앞서 설명한 바와 같이 전체표본을 상대적 평균 PER에 따라 분류한 결과 상대적 평균 PER

13) W. Beaver and D. Morse, "What determine Price-Earnings Ratio?", *Financial Analysts Journal* 34, July-August, 1978, pp. 65-76.

〈표 4-5〉 상대적 평균 PER에 따라 분류한 하위표본의 검증결과

구 분	상대적 평균 PER이 1보다 큰 표본(103건)	상대적 평균 PER이 1보다 작은 표본(192건)
평균비 정상수익률	0.38%	1.47%
t-값	0.866	3.237

\*\*\* : 1% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함.

이 1보다 큰 값을 갖는 과대평가 표본이 103건이었고, 상대적 평균 PER이 1보다 작은 값을 갖는 과소평가 표본이 192건이었다.〈표 4-5〉에서 볼 수 있는 것처럼 상대적인 평균 PER이 1보다 큰 과대평가 표본(103건)에서는 공시기간의 평균비정상수익률이 0.38%( $t=0.866$ )로서 통계적으로 유의하지 않았으나, 상대적 평균 PER이 1보다 작은 과소평가 표본(192건)에서는 공시기간의 평균비정상수익률이 1% 수준에서 통계적으로 유의적인 1.47%( $t=3.237$ )이었다.

이러한 결과는 과소평가되고 있는 기업일 수록 주식배당 효과가 크게 나타난다는 사실을 뒷받침하는 증거로서 주의환기가설을 지지하는 실증적 증거로 평가된다.

#### (2) 자본금 규모에 따라 분류한 하위표본에 대한 검증결과

주의환기가설에 대한 다른 하나의 가능한 설명은, Atiase(1980)가 주장한 바와 같이, 대기업에 비하여 정보전달체계가 불충분한 소기업에서 주식배당을 실시할 때 시장에서 분석가들의 관심을 더 많이 유도할 수 있기 때문에 주식배당의 효과가 더 크게 나타난다는 것이다.

이러한 주장이 과연 타당한가를 검증하기 위하여 자본금 규모에 따라 대기업과 소기업으로 분류하는 방법을 이용하였다. 대기업과 소기업의 분류에 따른 선택오차를 줄이기 위하여 자본금이 130억원 이상인 기업을 대기업 표본으로 그리고 자본금이 100억원 미만인 기업을 소기업 표본으로 분류하였다. 그 결과 대기업 표본이 135건이었으며, 소기업 표본이 132건이었다.

〈표 4-6〉에서 볼 수 있는 것과 같이 자본금 규모가 130억원 이상인 대기업 표본(135건)에서는 공시기간의 평균 비정상수익률이 통계적으로 비유의적인 0.336%( $t=0.722$ )이었으나, 자본금 규모가 100억원 미만인 소기업 표본(132건)에서는 공시기간의 평균 비정상수익률이 1%수준에서 통계적으로 유의적인 1.19%( $t=4.578$ )인 것으로 나타났다.<sup>14)</sup>

14) 본 연구에서는 주식배당 효과가 기업규모에 따라 차이가 있는가를 검증하는데 목적을 두고 있기 때문에 전체 표본을 자본금 규모의 크기에 따라 나열한 다음에 상위표본을 대기업표본으로 그리고 하위표본을 소기업표본으로 정의하여 표본분류 오차를 최소화하기 위하여 자본금 규모가 130억원 미만부터 100억원 이상인 28개 기업을 제외시켰다. 그 결과 소기업 표본의 평균자본금은 55억원 그리고 대기업 표본의 평균자본금은 678억원으로 나타났다. 두 표본의 평균자본금 차이가 충분히 크기 때문에 표본분류에 따른 오차는 거의 없는 것으로 보인다.

〈표 4-6〉 자본금 규모별 표본분류의 검증결과

구 분	자본금 규모가 130억원 이상인 표본(135건)	자본금 규모가 100억원 미만인 표본(132건)
평균비 정상수익률	0.336%	1.19%
t-값	0.722	4.578

\*\*\* : 1% 수준에서 통계적으로 유의적임을 의미함.

이러한 결과는 Atiase(1990)의 연구결과와 일치하는 것으로서 대기업보다 소기업에서 주식배당효과가 더 크게 나타난다는 사실을 뒷받침하는 증거로서 주의환기가설을 지지하는 실증적 증거로 이해할 수 있다.

## V. 요약 및 결론

본 연구에서는 주식배당 예고제도가 도입된 1990년부터 1994년까지의 기간동안 주식배당을 공시한 556건 중에서 표본의 선정기준에 따라 최종적으로 선정된 295건의 표본을 대상으로 공시전 20일부터 공시후 20일 까지의 기간을 사건기간으로 선정하는 한편 공시일부터 공시직 후일까지의 기간을 공시기간으로 선정하여 시장모형을 이용한 사건연구방법에 따라 공시관련 일의 비정상수익률을 측정하여 주식배당 효과를 검증한 다음에 주식배당 효과를 설명하는 유보이익가설과 주의환기가설을 실증적으로 검증하였다. 그 결과를 살펴보면 다음과 같다.

첫째로 주식배당 지급을 공시한 전체표본(259건)의 경우 공시기간(0일, +1일)에서 통계적으로 유의적인 정(+)의 평균비정상수익률(0.847%, t=2.169)이 관찰되어 주식배당 공시가 주주들의 부에 정(+)의 영향을 미친다는 실증적 증거를 발견할 수 있었다.

둘째로 주식배당의 효과를 설명하는 하나의 가설로서 유보이익가설을 검증하기 위하여 주당순이익의 변화와 주식배당률의 크기에 따라 분류한 하위표본에서 일관된 결과를 얻을 수는 없었으나 유보이익가설이 정(+)의 주식배당 효과를 부분적으로 설명하고 있다는 증거를 발견할 수 있었다.

셋째로 주식배당의 효과를 설명하는 다른 하나의 가설로서 주의환기가설을 검증하기 위하여 상대적인 평균 P/E의 크기에 따라 분류한 과소평가 표본과 과대평가 표본에서 각각 주의환기가설을 지지하는 증거를 그리고 자본금 규모에 따라 분류한 대기업 표본과 소기업 표본에서도 각각 주의환기가설을 지지하는 일관된 증거를 발견할 수 있었다.

그러나 우리 나라의 경우 주식배당의 역사가 짧은 관계로 검증기간을 충분히 설정할 수 없었으며, 또한 자료이용의 제약으로 적정거래범위가설을 검증하지 못하였다. 또한 비정상수익률의 측정시에 나타나는 거래부진에 따른 편의(infrequency trading bias)를 최소화하기 위한 방법으로 공시일 전후 10일 동안에 연속적으로 2일간 거래가 이루어지지 않은 기업을 표본에서 제외시켰으나 베타계수를 수정하는 정밀한 방법을 적용해 볼 필요가 있을 것이다. 한편 유보이익가설의 검증에서도 검증기간을 1990년-1994년으로 설정한 관계로 1995년 이후의 EPS자료를 이용할 수 없는 현실적 한계 때문에 전체표본을 EPS가 연속으로 증가하거나 감소한 표본으로 분류하지 못하였다. 따라서 충분한 자료가 확보되면 가설검증에 필요한 보다 많은 적절한 변수와 정밀한 방법론을 이용하여 이에 대한 연구가 진행되어야 할 것이다.

## 참고 문헌

- 김태혁·신용길, “주식배당의 공시효과와 정보전달 효과에 관한 연구,” 증권학회지 제15집, 1993년. pp. 79-110.
- 유재향, “주식배당공시가 주가에 미치는 영향에 관한 실증적 연구,” 국민투자신탁, 제46호, 1994년 겨울호. pp. 1-26.
- 최진국, 주식배당정책의 신호표시효과에 관한 실증적 연구, 석사학위논문, 숭실대학교 대학원, 1992년 12월.
- Asquith, P., Healy, P., and Palepu, K., “Earnings and Stock Splits,” *Accounting Review*, (July 1989), 387-403.
- Atiase, R., “Predisclosers, Informational Asymmetries, Firm Capitalization Reports, and Security Price Behavior,” *Unpublished Doctoral Dissertation*, University of California Berkeley, CA, (1980).
- Beaver, W. and Morse, D., “What determine Price-Earnings Ratio?”, *Financial Analysts Journal* 34, (July-August 1978), 65-76.
- Baker, H. K. and Gallagher, P. L., “Management’s View of Stock Splits,” *Financial Management*, (Summer 1980), 73-77.
- Bhattacharya, B., “Imperfect Information, Dividend Policy and ‘the Birds-in-Hand Fallacy’,” *Bell Journal of Economics* 10, (Spring 1979), 259-270.
- Charest, G., “Split Information, Stock Returns and Market Efficiency-1,” *Journal of Financial Economics* 6, (1978), 265-296.
- Charest, G., “Dividend Information, Stock Returns and Market Efficiency-II,” *Journal of Financial Economics* 6, (1978), 297-330.
- Fama, E. F. and R. Roll, “Some Properties of Symmetric Stable Distributions,” *Journal of American Statistics Association* 48, (Sept. 1968), 817-836.
- Foster, T. W. and Vickrey, D., “The Information Content of Stock Dividend Announcements,” *Accounting Review*, (April 1978), 360-370.
- Grinblatt, M. S., Masulis, R. W. and Titman, S., “The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends,” *Journal of Financial Economics* 13, (1984), 461-490.
- Heinkel, R., “A Theory of Credibility: Costless Signals in a Rational Expectations, Infinite Horizon Model”, Working Paper, University of

- British Columbia, Vancouver, (1984).
- Lakonishok, J. and Lev, B., "Stock Splits and Stock Dividends: Why, Who, and When," *Journal of Finance*, (September 1987), 913-932.
- Leland, E. H. and Pyle, D. H., "Information Asymmetries : Financial Structure and Financial Intermediation," *Journal of Finance*, (May 1977), 371-387.
- McNichols, M. and Dravid, A., "Stock Dividends, Stock Splits, and Signaling," *Journal of Finance*, (July 1990), 857-879.
- Ross, S., "The Determination of Financial Structure : The Incentive- Signalling Approach," *Bell Journal of Economics*, (Spring 1977), 23-40.
- Woolridge, J. R., "Ex-Date Stock Adjustment to Stock Dividends: A Note," *Journal of Finance*, (March 1983), 247-255.
- Woolridge, J. R., "Stock Dividends as Signals," *Journal of Financial Research*, (1983).