

현금배당 사전공시기업의 정보효과 및 배당락일의 주식수익률

김성민* · 김지은**

〈요 약〉

본 연구는 선행연구인 김성민(1997, 2003)의 단기차익가능성 및 그에 따른 시장의 비효율성에 관한 실증결과가 투자자가 주총에서 확정될 배당금에 대해 완전예측할 수 있다는 가정을 전제로 하였다는 한계점을 인식하여 배당락일 이전 현금배당을 사전공시한 기업만을 대상으로 배당락일의 추가행태를 분석하여 배당금의 불확실성을 제거함으로써 보다 명확히 시장의 효율성을 검증하였는데 이전의 연구와 차별성이 있다. 본 연구는 국내 기업의 현금배당의 사전공시효과를 실증적으로 연구함에 있어 국내에서는 처음으로 현금배당사전공시일을 파악해 정확한 배당공시시점을 사용하여 정보효과를 분석하고, 또한 표본을 하위그룹별로 구체적으로 분석하여 최근에 이르러서야 주주중시경영차원에서 배당에 신경을 쓰게 된 국내 기업 및 투자자에게 배당락일의 주식수익률에 관한 흥미로운 결과를 보여 줄 수 있을 것으로 기대한다.

실증분석결과 현금배당 및 주식배당의 정보효과가 사전공시일 전후 유의적으로 나타났으며, 현금배당락 조치 폐지이후인 1998~2000 회계년도의 표본을 실증분석한 결과 현금배당을 사전공시한 기업의 경우 배당락일의 주식수익률은 가설과 일관되게 음(-)으로 나타났다. 현금배당에 대한 사전공시정보를 이용한 투자자들의 단기차익거래 가능성을 분석한 결과 현금배당을 주식배당과 함께 사전공시한 경우 배당부종가에 매수하여 배당락일 시가(종가)에 매도할 경우 단기차익은 -1.5%(+3.96%)이며, 현금과 동시에 주식배당을 실시하였지만 주식배당만 사전공시한 경우는 0.78%(5.0%)로 나타나 현금배당을 사전공시하지 않을 경우 시장의 금기현금배당금에 대한 예측력이 떨어지는 것으로 나타났다.

주제어 : 배당락, 배당락일의 주식수익률, 배당의 정보효과, 현금배당 사전공시, 자진공시, 주식배당

논문접수일 : 2003년 9월 16일 논문게재확정일 : 2004년 4월 16일

* 한양대학교 교수, sminkim@hanyang.ac.kr

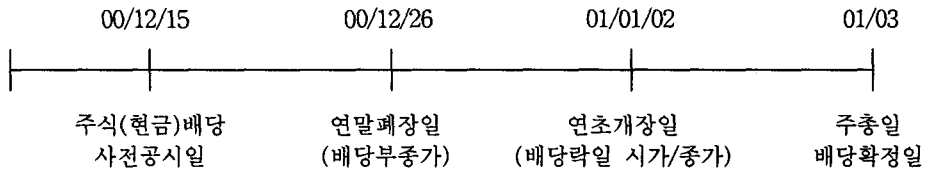
** 한양대학교 BK21 연구원

*** 본 논문은 2002년도 재무관련 5개학회 공동 춘계학술대회에서 발표되었으며, "이 논문은 2003년 한양대학교 일반연구비 지원으로 연구되었음". 토론자로서 좋은 지적을 해주신 양채열 교수님과 고봉찬교수님, 그리고 익명의 심사자께 감사드립니다.

I. 서론

배당락일의 주가행태를 분석하는 것은 예상되는 주가하락과 주당배당금과를 비교하는 것이다. 여타 조건이 일정하다면 이론적으로 배당락 당일의 주가는 배당부주가(배당락일 전일종가)에서 주주에게 지급되는 이익배당분 만큼 낮아져야 한다. 12월 결산법인의 경우 연초개장일이 배당락일이 되며, 배당락일 주변일정은 [그림 1]과 같다.

[그림 1] 12월 결산법인인 경우 배당사전공시일과 배당락 조치시기(예시 : 2000회계년도)



[그림 1]에서 현금배당 공시는 의무사항이 아니다. 현금배당을 사전에 공시하더라도 결산시 손실이 날 수 있는 가능성을 고려하여 현금배당에 대해서는 기업에게 자진공시하도록 하고 있다. 그러나, 주식배당을 예정하는 상장법인은 현재 유가증권 발행 및 공시에 의한 규정에 의거하여 주식배당의 내용에 관하여 이사회 결의를 거쳐 [그림 1]에서처럼 당해 사업년도말 15일전까지 금융감독위원회, 증권거래소, 증권업협회 등에 신고 또는 직접 공시하여야 한다.

배당락조치는 이익배당을 받을 권리가 소멸되었음을 거래소에서 투자자에게 주지시켜 주기 위한 일련의 시장조치이다. 한국증권거래소는 1998년 7월 1일 이후부터 결산이 돌아오는 기업의 경우 현금배당락조치를 폐지하여 현금배당만 실시하는 기업의 경우 여타조건이 일정하다면 연말 배당부종가와 연초개장일 배당락기준가격이 동일하게 되었다.¹⁾

시장이 효율적일 경우 투자자는 거래소에서 산정한 배당락기준가격이 당해년도 주총일에서 확정될 금기실효배당금의 예상치(이하 금기예상실효배당금²⁾)을 고려한 배당락

1) 원정연, 김성민(1999)의 설문결과에 따르면 우리나라 상장회사의 경영자는 제조업, 비제조업 구분 없이 배당지급 제도상 금기배당금이 확정되기 전에 배당락을 실시하는 배당락 제도의 모순을 가장 심각한 문제점으로 인식하고 있다. 물론 이 문제는 배당을 주주총회가 아닌 이사회에서 결의하도록 하면 해소될 수 있지만 이는 상법의 개정을 요구한다.

2) 금기예상실효배당금은 투자자입장에서 예상세후현금배당과 주식배당을 현금으로 환산한 배당금의 합계이다. 자세한 산정방식은 II장에 도출되어 있다.

주가와 괴리가 있다고 예상할 때 얼마든지 투자자의 차익거래 기회를 통해 이를 반영한 주가가 시장에서 형성될 수 있으면 인위적인 거래소의 배당락조치는 얼마로 하건 그 크기는 의미가 없을 것이다.

그러나, 김성민(1997, 2003)의 실증분석결과는 우리나라 주식시장이 대체로 배당락일에 비효율적임을 보여 주었다. 김성민(1997)은 1992, 1993, 1994년 3개 회계연도 자료를 이용하여 '거래소 배당락기준가격'과 '금기예상실효배당금에 근거하여 산정한 배당락기준가격'과의 상대적 차이(mispricing)에 따른 배당락일의 시장조정수익률 분석을 통해 시장의 효율성을 검증한 결과 가설과는 달리 배당락일의 시장조정수익률은 mispricing의 부호에 관계없이 일률적으로 양(+) 또는 음(-)으로 나타나 주식시장의 비효율성 또는 금기실효배당금에 대한 투자자의 완전예측가정의 비현실성을 시사하는 것으로 주장하였다. 다음으로 단기차익거래의 유용성을 살펴 시장의 효율성을 직접 검증한 결과 예상배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도할 때 평균 2~3%의 수익률을 얻을 수 있었으며, 배당락종가로 매도하는 것이 배당락시가로 매도하는 것보다 더 효과적이어서 배당락일의 주가행태가 효율적으로 움직이지 않고 있음을 발견하였다. 한편, 적자전환기업과 흑자전환기업은 비전환기업의 mispricing값에 비해 5~6배 정도 오차가 크게 나타나 현행 상법하에서 거래소 배당락주가의 왜곡현상이 이들 기업의 경우 특히 심각하다는 것을 보여 주었다.

김성민(2003)은 한국증권거래소의 현금배당락조치 폐지 이전의 표본(1997년 12월 결산법인)과 1998년 7월 현금배당락조치 폐지 이후의 표본(1998~1999년 12월 결산법인)을 이용하여 인위적인 거래소의 현금배당락조치의 폐지가 배당락일의 주가행태에 미치는 효과를 비교분석하였다. 구체적으로 두 표본기간에서 금기예상실효배당금과 거래소가 배당락조치를 위해 인위적으로 산정한 배당금과의 차이인 거래소 배당락기준가격의 오차를 산정하고 이 오차가 두 표본기간의 배당락일의 주가에 반영되는 지를 실증검정하였다. 실증분석결과 현금배당락조치 폐지이후 거래소 배당락기준가격의 오차는 더욱 확대된 것으로 나타났다. 두 기간 모두 배당락일의 주가가 금기예상실효배당금과 거래소가 배당락조치를 위해 인위적으로 산정한 배당금과의 차이인 거래소 배당락기준가격의 오차를 반영할 수 없었다. 또한, 김성민(1997)과 일관되게 단기차익거래의 유용성은 표본그룹에 관계없이 금기예상실효배당금에 대한 정보소유자가 연말폐장일에 배당부종가로 구입하여 배당락일인 연초개장일에 배당락종가로 매도하는 것이 배당락시가로 매도하는 것보다 더 효과적임을 알 수 있었다. 한편, 이러한 차익거래를 통한 보유기간 세

4 財務管理研究

후수익률은 현금배당락조치 폐지이전인 1997년(4.7%)에 비해 현금배당락조치 폐지이후 현금배당락을 시키지 않은 1998~1999년(8.9%) 기간에 더 증가하였다. 연말과 연초 단지 두 거래일의 보유기간동안 발생한 이러한 큰 차익거래가능성은 거래비용을 감안하더라도 우리나라의 주식시장이 배당락일에 비효율적으로 움직인다는 것을 시사하는 실증 결과로서 해석하였다.

본 연구는 국내 기업의 현금배당의 사전공시효과를 실증적으로 연구함에 있어 국내에서는 처음으로 현금배당사전공시일을 파악해 정확한 배당공시시점을 사용하고 또한 표본을 하위그룹별로 구체적으로 분석하여 최근에 이르러서야 주주중시경영차원에서 배당에 신경을 쓰게 된 국내 기업 및 투자자에게 흥미로운 결과를 보여 줄 수 있을 것으로 기대한다. 선행연구인 김성민(1997, 2003)의 단기차익가능성 및 그에 따른 시장의 비효율성에 관한 실증결과가 투자자가 주총에서 확정될 배당금에 대해 완전예측할 수 있다는 가정을 전제로 하였다는 한계점을 인식하여 배당락일 이전 현금배당을 사전공시한 기업만을 대상으로 배당락일의 주가행태를 분석하여 배당금의 불확실성을 제거함으로써³⁾ 보다 명확히 시장의 효율성을 검증하였다는데 이전의 연구와 차별성이 있다. 구체적인 연구목적 및 절차는 다음과 같다.

첫째, 현금배당의 사전공시가 주가에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 공시효과분석의 목적은 김성민(1997, 2003)의 연구에서 지적하였듯이 우리나라 주식시장이 배당락일에 비효율적으로 움직인다는 사실이 투자자가 배당에 대해 관심을 갖고 있지 않음을 의미하는지의 여부를 우선적으로 파악하기 위함이다. 실증분석결과 현금배당의 정보효과가 사전공시일 전후 유의적임을 보여주었다.

둘째, 현금배당의 사전공시가 배당락일의 주식수익률에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 본 연구는 자진공시화 되어 있는 현금배당을 사전공시한 기업의 경우 사전공시하지 않은 기업과는 달리 결산마감이후 주총에서 확정될 현금배당금에 대한 불확실성이 현격히 감소할 것으로 예상되며, 여타조건이 일정할 경우 이에 따른 배당락일의 주가가 형성될 것으로 기대된다. 현금배당락 조치가 폐지된 1998~2000년 회계년도의 표본을 실증분석한 결과 현금배당을 사전공시한 기업의 경우 배당락일의 주식수익률은 가설과 일관되게 음(-)으로 나타나 시장이 사전공시된 배당금을 효율적으로 반영하고 있는 것으로 나타났다.

3) 현금배당을 사전공시한 업체를 조사해 본 결과 12월 결산법인 중에서 1998년, 1999년, 2000년 자료로써 50건의 기업이 있었으며 사전공시한 후 실제 배당을 지급하지 않은 기업은 1개사였고, 사전공시시 현금배당률을 주총에서 그대로 유지하여 결의하였다.

셋째, 현금배당에 대한 사전공시정보를 이용한 투자자들의 단기차익거래 가능성을 분석하였다. 실증결과 현금배당을 주식배당과 함께 사전공시한 경우 배당부증가에 매수하여 배당락일 시가에 매도할 경우 단기차익(시세차익 + 예상세후배당금)은 261원의 손실을 나타내 사전공시한 현금배당금이 배당락일 시가에 적절히 반영되는 것으로 나타난 반면, 현금과 동시에 주식배당을 실시하였지만 주식배당만 사전공시한 경우는 417원으로 나타나 시장의 금기현금배당금에 대한 예측력이 떨어지는 것으로 나타났다.

넷째, 배당락일에 초과수익률이 발생할 경우 단기차익거래가 실제로 행해졌을 가능성을 확인하기 위해 배당락일 주변의 초과거래량을 분석하고자 한다. 유의적인 초과거래량이 배당락일 주변에 존재하는 사실로 미루어 볼 때 차익거래가 실질적으로 행해지고 있는 것으로 보이지만 배당락일의 거래량에는 MISP을 이용한 차익거래이외에 여러 효과가 혼재되어 나타날 가능성을 배제할 수 없다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. II장은 배당의 정보효과와 배당락일의 주가행태, 현금배당 사전공시의 단기차익거래가능성을 실증검증하기 위한 모형을 설정하고, III장은 실증분석을 위한 가설을 설정하였다. IV장은 표본의 선정 및 변수들을 설명하고, 실증분석결과는 V장에 있으며 결론 및 한계점은 VI장에 서술하였다.

II. 실증연구방법

1. 배당의 정보효과분석

본 연구는 이제껏 우리나라 기업의 배당정책이 기업가치와 직접 연관되어 결정되지 못해왔던 것이 현실인 상황임을 고려하여 과연 투자자입장에서 기업의 배당정책에 대해 어떻게 반응하는지를 공시효과분석을 통해 검증하고자 한다.⁴⁾ 즉, 김성민(1997,

4) 기업의 배당정책은 기업이 얻은 이익을 사내에 얼마나 유보하고 얼마나 배당을 지급할 것인가, 또 배당 지급시 발생 가능한 자금부족분을 신주나 사채발행 또는 차입금 등 어느 방법으로 조달할 것인가 하는 복합적인 재무의사 결정이라 할 수 있을 것이다. 주지하듯이 배당정책의 기본 방향은 기업가치극대화를 위한 배당정책이며, 이는 기업 고유의 재무정책이다. 그러나 지난 12년간 우리나라의 배당현황을 요약한 <각주 표 1>에서 우리나라는 액면배당을 중심의 관행을 가지고 있으며, 액면배당은 최근 수년간 8%~11%대로 거의 일정하게 유지되어 왔다. 배당금을 주가로 나누어준 배당수익률은 0.7%에서 2.2% 내외로 공급리 수준에 비해 현격히 낮은 수준이다.

2003)의 연구결과 우리나라 주식시장이 배당락일에 비효율적으로 움직인다는 사실이 투자자 입장에서 배당에 대해 관심을 갖고 있지 않음을 의미하는지의 여부를 검토하기 위해 배당의 정보효과를 우선적으로 검증하고자 한다.

지금까지 배당관련 공시효과를 분석한 기존연구는 많이 있었지만 공시일의 선정에 많은 한계가 있었다. 예를 들어, 일반적으로 많이 사용하는 주주총회일을 공시일로 선정할 경우 실제보다 너무 늦게 공시일을 선정한 것일 수도 있다. 왜냐하면 증권회사 등에서 사전에 기업이익예측에 근거한 예상배당금에 대한 발표가 이루어 질 수 있으며, 시장은 이를 미리 반영할 수 있을 것이기 때문이다. 문제는 이러한 예측보고서에 대한 확실적인 보고일자에 어떤 규칙성이 있는 것도 아니며, 주총일을 공시일로 사용할 경우 배당이의의 여러 정보의 혼재효과가 주가에 반영될 수 있는 가능성이다. 본 논문은 배당공시일로서 기업의 현금배당 자진공시일을 설정함으로써 이전 연구에 비해 보다 명확히 배당공시일을 설정하여 배당의 정보효과를 분석할 수 있을 것으로 기대한다.

사후적으로 현금배당을 실시한 회사 중 현금배당의 사전공시가 주가에 미치는 공시효과를 시장조정 초과수익률과 동시에 OLS 시장모형 초과수익률을 이용하여 분석하고자 한다. 사전공시일 주변 t시점의 시장조정 초과수익률과 OLS 시장모형 초과수익률 AR_{it} 은 각각 다음 식 (1)과 식 (2)와 같다.

<주석 표 1> 우리나라 배당관련 지표 추이

(단위 : 사, %)

연도	회사수(유패사)	액면배당률	배당성향	배당수익률	공급리
1990	461(441)	10.3	39.1	1.5	10.0
1991	465(439)	9.2	32.6	1.8	10.0
1992	458(375)	8.4	35.3	1.9	10.0
1993	462(375)	8.4	42.2	1.4	8.5
1994	480(399)	8.6	26.9	1.2	8.5
1995	500(404)	8.9	22.0	1.1	7.5
1996	523(401)	9.7	56.8	1.5	9.8
1997	530(302)	8.6	25.7	1.9	12.6
1998	511(289)	9.4	20.5	1.7	9.1
1999	516(319)	11.4	19.2	0.7	7.9
2000	502(308)	13.3	21.8	1.8	7.3
2001	450(291)	14.5	19.36	2.2	5.0

주) 12월 결산법인중 금융업 제외(단, 2001년의 경우는 금융업, 관리종목, 감사의견이 적정이 아닌 회사 등 제외).

- 평균배당률은 각 회사의 배당률을 회사수로 나누어 단순평균함.
- 배당성향은 배당금 총액을 당기순이익으로 나누어 산출 (단, 결손사는 제외)
- 배당수익률은 전종목 매년 가중평균한 수치(가중평균배당수익률)
- 공급리는 1년만기 정기예금 금리

자료출처) 증권거래소, 배당제도 개선방안에 관한 공청회(2002. 9) 자료에서 인용.

$$AR_{it} = R_{it} - R_{mt} \quad (1)$$

$$AR = R - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (2)$$

여기서, R_{it} = i 주식의 t시점의 수익률

R_{mt} = i 주식의 t시점의 시장(종합주가지수)수익률

$\hat{\alpha}_i$ = i 주식의 시장모형 상수항 추정치

$\hat{\beta}_i$ = i 주식의 시장모형 베타계수 추정치

시장모형의 상수항과 베타계수를 추정하기 위하여 사전공시일(t=0) 이전 t = -150일부터 공시일 이전 t = -31일까지의 일별 주식수익률과 일별 시장지수수익률을 KIS-SMAT 자료를 추출하여 사용하였다. 또한, 각 표본 주식별로 구해진 초과수익률에 대해서 t시점에서 평균 초과수익률과 누적 초과수익률에 대해서 아래 식 (3)과 식 (4)를 활용하였다.

$$AR_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{it} \quad (3)$$

$$CAR_t = \sum_{t=-10}^t AR_t \quad (4)$$

CAR_t : t시점에서의 평균 누적초과수익률

n : 표본기업의 수

누적초과수익률(CAR) 계산은 사건기간을 (-10, +9)로 정하여 공시전후로 산출하였다. 즉, 본 논문의 연구대상표본인 12월 결산법인의 경우 배당사전공시일이 결산마감일 15일전까지이므로 실질적으로 12월초부터 연말폐장일까지의 누적초과수익률을 구하였다.

2. 현금배당락조치 폐지 이후 거래소 배당락기준가격산정, 금기예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락가격산정 및 거래소 배당락기준가격과의 오차 추정

1) 현금배당락조치 폐지 이후 거래소 배당락기준가격(P_{ex})의 산정⁵⁾

현금배당락조치 폐지 이후 배당락기준가격의 산정산식은 거래소업무규정세칙 제7조 제2항 제3호 개정된 별표 1에 의하면 다음과 같다.

5) 배당락기준가격산정에 관한 자세한 사항은 김성민(2003)을 참조하기 바람.

- (1) 당해사업년도의 이익배당(주식배당률)을 공시하지 않은 경우 : 개정 후 삭제되었다. 이 경우 배당락기준가격은 배당부종가와 일치한다.
- (2) 당해사업년도의 이익배당(주식배당률)을 공시한 경우 : 당해사업년도의 주식배당을 예고한 경우에 한한다.

$$\text{배당락기준가격} = \text{배당부종가} / (1 + \text{주식배당률})$$

- (3) 거래소 배당락기준가격(P_{ex}) 산식의 일반화
위에서 설명한 거래소 배당락기준가격의 산식을 일반화시키면 아래와 같다.

$$\text{거래소배당락기준가격} = \frac{P_{cum}}{1 + ds_1} \quad (5)$$

식 (5)에서 P_{cum} = 배당부종가, ds_1 = 사전공시된 주식배당예고율이다.

- 2) 당해연도 주총일에서 확정될 금기예상실효배당금에 근거하여 산정한 배당락가격(P_{eff})의 추정

당해연도 주총일에서 확정될 금기예상실효배당금에 근거하여 산정한 배당락가격은 아래의 산식에 의해 구해질 것이다. 금기예상실효배당금은 투자자입장에서 예상세후현금배당과 주식배당을 현금으로 환산한 배당금의 합계이다.

$$\begin{aligned} \text{배당락가격}(P_{eff}) &= \text{배당부종가} - \text{금기예상실효배당금} \\ &= P_{cum} - \left[\text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p) + ds_1 \frac{P_{cum} - \text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1} \right] \\ &= \frac{P_{cum} - \text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1} \end{aligned} \quad (6)$$

여기서, T_p 는 한계배당소득세율이며, $E(C_1)$ 은 금기예상현금배당률이고, 현금배당을 사전공시한 경우 사전공시현금배당율이다. 그리고 주식배당이론기초가격은

$\frac{P_{cum} - \text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1}$ 이다. 식 (6)에서 금기예상실효배당금 = 액면가 × 예상현금배당률(1-배당소득세율)+주식배당예고율×주식배당이론기초가격.

3) 현금배당락조치 폐지 이후 거래소 배당락기준가격과 금기예상실효 배당금을 이용하여 산정한 배당락가격과의 차이인 오차 추정

거래소 배당락기준가격과 금기예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락가격과의 차이인 오차(이하 MISP라 칭함)이라 하면, 이는 식 (5)에서 식 (6)을 차감 한 값이며 식 (7)과 같다.

$$\begin{aligned}
 MISP &= P_{ex} - P_{eff} \\
 MISP &= \frac{P_{cum}}{1 + ds_1} - \frac{P_{cum} - \text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1} \\
 &= \frac{\text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1} \tag{7}
 \end{aligned}$$

본 연구에서는 배당락가격을 산정하기 위해 금기예상실효배당금을 추정하는 과정에서 표본기간인 1998~2000년 회계연도 동안의 소액투자자들의 배당소득세율 22%(주민세 포함)를 일률적으로 적용하였다. 또한, 금기예상현금배당률($E(C_1)$)은 현금배당을 사전공시한 경우 사전공시현금배당율을 직접 투입함으로써 시장의 효율성을 직접 검증할 수 있게 되었으며 이 점이 선행 연구와의 가장 큰 차이점으로 평가한다.

식 (7)에 의거 현금배당락조치를 폐지한 시점인 1998년 7월 이후부터 돌아오는 결산 법인들 중 현금배당을 실시한 업체들은 거래소 배당락기준가격이 이론적으로 현금배당락까지 고려한 효율적 시장하에서의 배당락가격보다 상대적으로 항상 과대평가되기 때문에 MISP값이 양(+)으로 나타나게 됨을 알 수 있다.

3. 배당락일의 주식수익률 분석

배당락 일의 주식수익률로서 $B(R)$, $E(R)$, $AMB(R)$, $AME(R)$ 의 4가지 수익률을 관찰하였다. 이는 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금에 근거하여 산정한 배당락가격과의 괴리 발생시 그러한 정보를 가지고 있는 투자자(informed investors)는 그 괴리를 이용한 차익거래 가능성이 존재하고 시장의 효율성 정도에 따라 주가에 반영되는 속도가 달라 질 가능성을 고려한 것이다. 즉, 시장이 매우 효율적일 경우에는 그 괴리가 배당락일 始價(P_{beg})에 즉각적으로 반영될 것으로 기대하지만, 천천히 시간을 두고 배당락일 終價(P_{end})에 반영될 가능성을 고려해 $B(R)$ 과 $E(R)$ 을 각각 나누어 분석하고자

한다. 또한, 배당락일의 주식수익률이 시장여건에 따라 달라질 수 있기 때문에 시장조정초과수익률을 사용하여 분석하고자 한다. AMB(R)은 B(R)에서 배당락일의 시가지수 수익률 MB(R)을 차감한 초과수익률이며, AME(R)은 E(R)에서 배당락일의 종가지수수익률 ME(R)을 차감한 초과수익률이다.

$$\begin{aligned} B(R) : \text{배당락일의 주식수익률(시가대비)} &= (P_{\text{beg}} - P_{\text{ex}}) / P_{\text{ex}} \\ &= (\text{배당락일시가} - \text{거래소배당락기준가격}) / \text{거래소배당락기준가격} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} E(R) : \text{배당락일의 주식수익률(종가대비)} &= (P_{\text{end}} - P_{\text{ex}}) / P_{\text{ex}} \\ &= (\text{배당락일종가} - \text{거래소배당락기준가격}) / \text{거래소배당락기준가격} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} MB(R) : \text{배당락일의 종합주가지수수익률(시가사용)} \\ &= (\text{배당락일시가지수} - \text{거래소이론배당락지수}) / \text{거래소이론배당락지수} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} ME(R) : \text{배당락일의 종합주가지수수익률(종가사용)} \\ &= (\text{배당락일종가지수} - \text{거래소이론배당락지수}) / \text{거래소이론배당락지수} \end{aligned}$$

$$AMB(R) : \text{배당락일의 시장조정수익률(시가이용)} = B(R) - MB(R)$$

$$AME(R) : \text{배당락일의 시장조정수익률(종가이용)} = E(R) - ME(R)$$

4. 배당락일의 초과거래량 분석

위의 제 3절에서 배당락일에 초과수익률이 발생할 경우 단기차익거래가 실제로 행해졌을 가능성을 확인하기 위해 배당락일 주변의 초과거래량을 분석하고자 한다. 거래량의 추정기간으로서 배당락일 이전 -25일부터 -6일까지 20일간의 거래시간당 평균거래량을 구하였으며, 사건기간은 연말폐장 1주일 전인 배당락일 -5일부터 연초개장일 +2일까지 배당락관련 차익거래가 발생할 가능성을 고려하여 총 8일 동안 설정하였다. 초과거래량은 추정기간의 시간당 거래량 대비 사건기간의 시간당 거래량 비율을 구하여 다음 식 (8)에 의해서 산정하였다.

$$AV_{it} = \frac{\frac{V_{it}}{T_{it}}}{\frac{\sum_{t=-25}^{-6} V_{it}}{\sum_{t=-25}^{-6} T_{it}}} - 1 \quad (8)$$

$$AV_i = \frac{\sum AV_{it}}{n}$$

AV_{it} = 개별기업 i 의 t 시점에서의 초과거래량
 = (사건기간의 시간당 거래량 / 추정기간의 시간당 거래량) - 1
 AV_t = t 시점에서의 초과거래량 횡단면 평균
 n = 표본기업의 수
 V_{it} = 개별기업 i 의 t 시점에서의 거래량
 T_{it} = 개별기업 i 의 t 시점에서의 거래시간

$\sum_{t=-25}^{-6} V_{it}$: -25일부터 -6일까지의 거래량 총합

$\sum_{t=-25}^{-6} T_{it}$: -25일부터 -6일까지의 거래시간 총합

Ⅲ. 가설 설정

본 장에서는 현금배당락조치 폐지이후 현금배당 사전공시기업을 대상으로 거래소 배당락기준가격의 오차가 배당락일의 주식수익률에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 현금배당락조치 폐지이후인 1998, 1999, 2000 회계년도에는 현금배당락을 시키지 않음으로 인해 현금배당을 사전공시한 현금배당실시기업들의 거래소 배당락기준가격이 항상 과대평가(MISP > 0)될 것이며, 시장에서는 이를 하향조정할 것으로 기대되어 배당락일의 주식수익률은 음(-)일 것이다.

즉, 현금배당락조치 폐지이후 배당락 당일 특별한 정보가 없고 시장이 효율적일 경우 $P_{beg} = P_{end} = P_{eff}$ 이다. 이 가정이 성립될 경우, 식 (9)와 식 (10)에 나타나 있듯이 배당락일의 주식수익률 $B(R)$ 과 $E(R)$ 은 음(-)이며, 따라서 가설 1을 도출하였다.

$$B(R) = (P_{beg} - P_{ex}) / P_{ex} = -MISP / (P_{eff} + MISP) < 0 \quad (9)$$

$$E(R) = (P_{end} - P_{ex}) / P_{ex} = -MISP / (P_{eff} + MISP) < 0 \quad (10)$$

가설 1 : 여타조건이 일정할 때, 현금배당 사전공시기업은 거래소 배당락기준가격 (P_{ex})이 사전공시된 현금배당을 반영한 배당락가격(P_{eff})에 비해 항상 높게 결정되므로(MISP > 0), 배당락일의 주식수익률은 음(-)일 것이다.

다음으로, 식 (9)의 $B(R)$ 을 MISP에 대해 1차 미분하면,

$$dB(R)/dMISP = -P_{eff}/(P_{eff} + MISP)^2 < 0 \quad (11)$$

이므로 B(R)과 MISP의 관계를 나타내는 다음의 가설 2를 도출하였다.⁶⁾

가설 2 : 여타조건이 일정할 때, 현금배당 사전공시기업은 거래소 배당락기준가격이 사전공시된 현금배당을 반영한 기준가격에 비해 높게 결정되면 될수록 배당락일의 음(-)의 주식수익률은 더 커질 것이다.

다음으로 가설 3은 가설 1로부터 유추할 수 있다. 가설 3의 경우 주식배당은 사전공시된 주식배당률을 고려하여 거래소배당락기준가격산정시 반영되고 있지만 추가로 현금배당을 사전공시한 경우에는 거래소배당락기준가격산정시 반영되지 않으므로 여타조건이 일정할 경우 적절히 반영되었을 때 보다 MISP의 크기가 더 커질 것으로 예상되며 따라서 이 경우 배당락일의 주식수익률의 음(-)의 크기가 더 클 것으로 기대된다.

가설 3 : 여타조건이 일정할 때 주식배당과 병행하여 현금배당을 사전공시한 기업의 경우 주식배당만 공시한 기업보다 MISP가 더 커져 배당락일 주식수익률의 음(-)의 크기가 더 클 것이다.

다음으로 이익전환여부 (흑자전환, 흑자지속(전년대비 순이익증가율 +), 흑자지속(전년대비 순이익증가율 -), 적자전환 또는 적자지속))에 따른 MISP 차이와 그로 인한 배당락일의 주식수익률에 미치는 영향을 분석하고자 가설 4를 설정하였다.

가설 4 : 여타조건이 일정할 때, 현금배당사전공시 기업은 이익전환(흑자전환, 흑자지속, 적자전환과 적자지속)여부에 따라 MISP의 양(+)의 값의 크기에 차이가 있을 것이며, 배당락일의 음(-)의 값의 주식수익률 크기도 차이가 있을 것이다.⁷⁾

구체적으로 <표 1>은 적자에서 흑자전환시 배당금이 일반적으로 증가할 것이며, 전년대비 순이익증가율이 양(+)인 흑자지속기업이 전년대비 순이익증가율이 음(-)인 흑자지속기업에 비해 상대적으로 배당금이 더 증가할 것이며, 적자전환 또는 적자지속기

6) 이 점을 지적한 전남대 양체열 교수께 감사드린다.

7) 기업은 금기에 적자가 났을 경우에도 배당가능이익이 있으면 배당을 지급할 수 있다. 배당가능이익이란 대차대조표상의 순이익으로부터 자본의 액, 그 결산기까지 적립된 자본준비금과 이익준비금의 합계액, 그 결산기에 적립하여야 할 이익준비금의 액, 재평가적립금, 임의 준비금등을 공제한 금액을 말한다. 이러한 이익배당에는 현금배당과 주식배당이 있는데, 주식배당은 배당가능이익의 2분의 1을 초과할 수 없으나, 다만 상장법인 또는 협회등록법인의 경우에는 배당금 전액을 주식으로 배당할 수 있다.

업은 상대적으로 배당을 적게 지급할 것이라는 추론을 고려하여 설정하였다.

<표 1> 현금배당사전공시 기업을 대상으로 이익전환(흑자전환, 흑자지속, 적자전환과 적자지속)여부에 따라 MISP의 양(+)의 값의 크기의 차이 및 배당락일의 음(-)의 값의 주식수익률 차이 추정

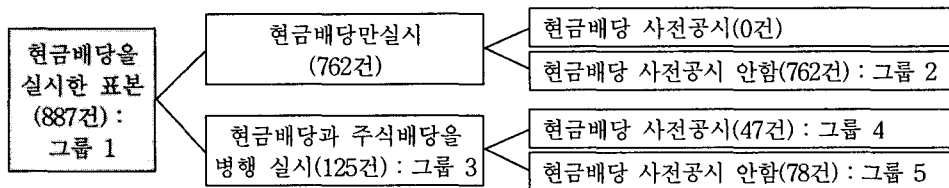
기업의 이익전환여부	배당락기준가격 과대/과소평가 여부	MISP의 부호	MISP의 크기*	배당락일의 주식수익률 부호	배당락일의 주식수익률 음(-)의 크기*
적자 → 흑자 (흑자전환)	과대평가	+	2	-	2
흑자 → 흑자 흑자지속 & 순이익증가율 (+)	과대평가	+	1	-	1
흑자 → 흑자 흑자지속 & 순이익증가율 (-)	과대평가	+	2	-	2
흑자 → 적자 또는 적자 → 적자 (적자지속)	과대평가	+	3	-	3

주) * 1번 : 가장 큼, 2번 중간, 3번 가장 적음.

IV. 표본구성

본 논문의 표본대상으로 현금배당락조치 변경이후인 1998, 1999, 2000년 회계연도 자료를 모두 보유한 12월 결산 상장법인의 보통주를 대상으로 하여 현금배당을 실시한 업체인 [그림 2]에서 보는 바와 같이 887개의 표본을 선정했으며, 배당락과 동시에 권리락을 병행하여 실시한 기업은 표본에서 제외하였다.⁸⁾

[그림 2] 표본의 구성



8) 김성민(2003)은 중간배당락일의 추가행태를 추가로 분석하였는데 본 연구에서는 중간배당을 실시하는 표본의 수가 매우 한정적이고, 결산배당에서와 같이 반기결산 마감이전에 중간배당에 대한 사전공시가 이루어지는 것이 아니라 중간배당락일 이후 1~2달 후에 발생함으로써 여전히 배당금이 확정되지 않은 상태에서 배당락이 이루어지므로 본 연구에서는 제외하였다.

[그림 2]에서 현금배당을 실시한 표본(887건)을 현금배당만 실시한 표본(762건)과 현금배당과 주식배당을 병행 실시한 표본(125건)으로 나누었다. 현금배당만 실시한 표본(762건) 중에서 현금배당만 사전에 별도로 자진공시한 경우는 한 건도 없었다. 현금배당을 사전공시한 경우는 오직 현금배당과 주식배당을 병행하여 실시한 표본(125건) 중에서 주식배당의 의무공시와 함께 현금배당의 자진공시를 한 경우(47건)만 존재하였다. 이 경우 주식배당으로 인한 정보의 혼재효과를 줄이기 위해 현금배당의 자진공시효과를 주식배당만 사전공시한 경우의 공시효과와 비교분석하였다. 즉, 다음 장에서 현금배당의 공시효과 및 현금배당사전공시에 따른 배당락일의 주식수익률에 관한 실증분석과 그 결과 해석시 주식배당으로 인한 효과를 통제하려고 한다. 각 표본(<그룹 1>~<그룹 5>)에 대해서 한국증권거래소의 배당락 관련 기준가격⁹⁾과 지수자료, 한국신용평가의 KIS-SMAT 주식수익률 및 거래량자료를 추출하였다.

V. 실증분석결과

1. 배당의 정보효과 분석결과

<표 2>는 현금배당과 주식배당을 동시에 사전공시한 기업 47건(그룹 4)과 주식배당만 사전공시한 78건(그룹 5)을 대상으로 사건연구를 통해 분석한 시장조정초과수익률 결과이다.

분석결과 현금배당도 함께 공시한 그룹 4의 경우 사전공시전 3일에는 2.5%의 양(+)⁹⁾의 유의적인 초과수익률, 공시일에는 양(+)¹⁰⁾의 2.8%의 유의적인 초과수익률을 각각 나타내었다. 주식배당만 공시한 그룹 5의 경우 사전공시일 2일전부터 각각 양(+)¹⁰⁾의 1.6%, 3.1%의 유의적인 초과수익률을 나타내고 있다.¹⁰⁾ 반면 그룹 4와 그룹 5 모두 공시이후 3, 4일

9) 배당락기준가격에 대한 자료협조에 대해 한국증권거래소 관계자에게 감사드린다.

10) 김태혁, 신용길(1993)은 우리나라 상장기업중 1990년 이후부터 1991년 12월 31일까지 주식배당을 실시한 245개 기업중 주식배당을 사전공시한 191개 기업을 대상으로 주식배당 공시시점 전후의 추가공시일을 관찰함으로써 주식배당공시가 주가가격에 미치는 영향을 분석하였다. 표본기간중 우리나라에서도 주식배당공시일 전후에 걸쳐 초과수익이 발생하며, 미국의 경우와는 달리 공시시점 이후 약 3개월에 걸쳐 매우 높은 누적초과수익이 발생한다는 사실이 발견되었고, 12월 결산법인에 대해서 두드러지게 발견되었다. 주식배당의 정보효과를 분석하기 위해 기존연구에서 제시된 세가지 가설과 관련된 회계자료 및 주식시장자료로부터 9개 독립변수를 구성하고 공시일기준 -3~+3일간의 시장조정 및 위험조정 누적평균초과수익률을 종속변수로 하여 각각 횡단면분석을 실시한 실증결과에 의하면, 신호이론에서 제시된 세 가지 가설중 유보이익가설과 관심가설을 수용하게 되어 우리나라 주식시장에도 주식배당의 정보전달효과가 존재함을 알 수 있었다.

시점부터 유의적인 주가하락이 3~5일에 걸쳐 발생하고 있어 배당공시일 주변의 시장효율성에 의문을 제기할 수 있으나 <표 2>에서 사전공시일($t=0$) 이전 -10일부터 공시일까지의 누적초과수익률이 현금배당사전공시기업인 그룹 4의 경우 약 8%인데 반해 현금배당사전공시를 하지 않은 기업인 그룹 5는 3.6%이어서 사전공시를 한 기업의 경우 배당의 정보효과가 공시이전부터 반영되어 주가상승이 더 높은 것을 알 수 있다. 반면 사전공시이후 연말폐장일($t=+9$)까지의 누적수익률을 살펴보면 오히려 사전공시한 경우의 주가하락이 상대적으로 더 심하다는 것을 볼 수 있다(8% → -4% vs 3.6% → -2.8%).¹¹⁾

<표 2>와 [그림 3], [그림 4]에서 현금배당과 주식배당 사전공시 표본의 경우 주식배당만 공시한 경우보다 초과수익률과 누적초과수익률이 공시일 전후 약 2배 이상 큰 것을 볼 수 있다. 이는 현금배당을 함께 공시함으로써 예기치 못한 현금배당의 공시효과가 존재하였다고 볼 수도 있으나 기타 다른 변수들의 통제가 되어 있지 않은 점에서 주의가 요구된다. 전반적으로 상기 결과는 시장에서 기업의 현금배당 및 주식배당 공시정보에 대한 반응을 나타낸 것으로 투자자가 최소한 배당을 하나의 투자지표로서

<표 2> 현금배당과 주식배당을 병행 실시한 표본(그룹 3)을 대상으로 사전공시일 주변의 시장조정 초과수익률 분석결과

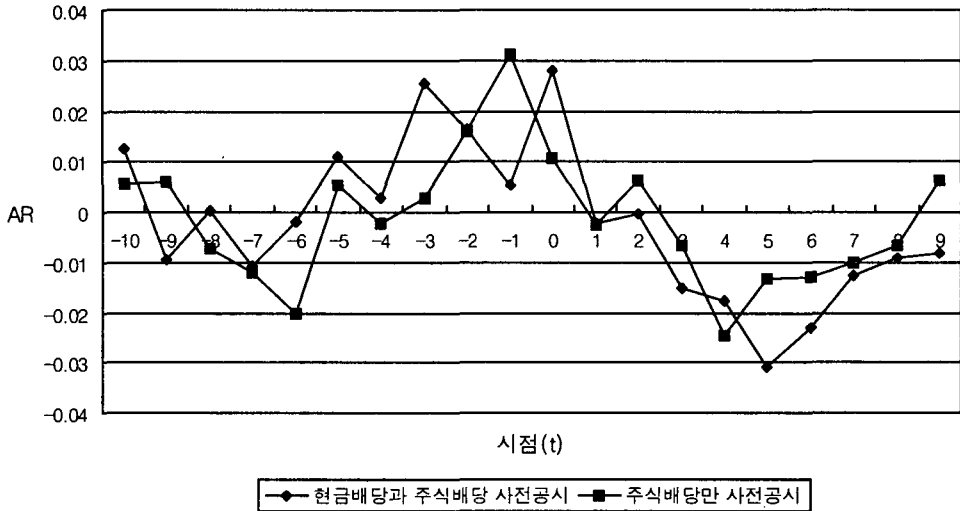
<그룹 4 : 현금배당과 주식배당 사전공시한 표본>					<그룹 5 : 주식배당만 사전공시한 표본>				
date	AR	t-값	CAR	t-값	date	AR	t-값	CAR	t-값
-10	0.0125	1.6226	0.0125	1.6226	-10	0.0058	1.1657	0.0058	1.1657
-9	-0.0096	-1.4305	0.0029	0.3131	-9	0.0061	0.9315	0.0119	1.3066
-8	0.0004	0.0450	0.0033	0.2637	-8	-0.0071	-1.2701	0.0048	0.4752
-7	-0.0108	-1.3454	-0.0075	-0.4680	-7	-0.0120	-1.9542**	-0.0072	-0.5806
-6	-0.0018	-0.2136	-0.0093	-0.4698	-6	-0.0203	-3.6315	-0.0275	-2.0826**
-5	0.0110	1.1276	0.0017	0.0712	-5	0.0052	0.7114	-0.0223	-1.3722
-4	0.0028	0.3505	0.0045	0.1943	-4	-0.0022	-0.2969	-0.0245	-1.2723
-3	0.0254	2.7250***	0.0299	1.1529	-3	0.0028	0.4762	-0.0216	-1.0623
-2	0.0163	1.9176	0.0461	1.6508	-2	0.0159	2.4621***	-0.0057	-0.2460
-1	0.0055	0.6157	0.0516	1.9583**	-1	0.0312	5.1351***	0.0255	0.9785
0	0.0281	3.0346***	0.0797	3.0662***	0	0.0106	1.3871	0.0360	1.3679
1	-0.0021	-0.2741	0.0776	2.9946***	1	-0.0026	-0.3783	0.0335	1.3533
2	-0.0002	-0.0385	0.0774	3.1409***	2	0.0062	0.9968	0.0397	1.7369**
3	-0.0152	-2.1888**	0.0622	2.7400***	3	-0.0066	-0.9985	0.0331	1.3037
4	-0.0176	-2.1439**	0.0446	1.7843**	4	-0.0246	-3.9806***	0.0085	0.3281
5	-0.0308	-4.9375***	0.0138	0.5886	5	-0.0133	-2.3234**	-0.0048	-0.1736
6	-0.0229	-3.1497***	-0.0092	-0.4353	6	-0.0128	-2.0644**	-0.0176	-0.6491
7	-0.0130	-2.0330**	-0.0221	-1.0068	7	-0.0101	-1.6471	-0.0277	-1.0537
8	-0.0091	-1.4934	-0.0312	-1.4791	8	-0.0066	-0.9524	-0.0343	-1.3400
9	-0.0081	-1.0631	-0.0393	-1.8305**	9	0.0064	1.0511	-0.0279	-1.0856

주) *** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준.

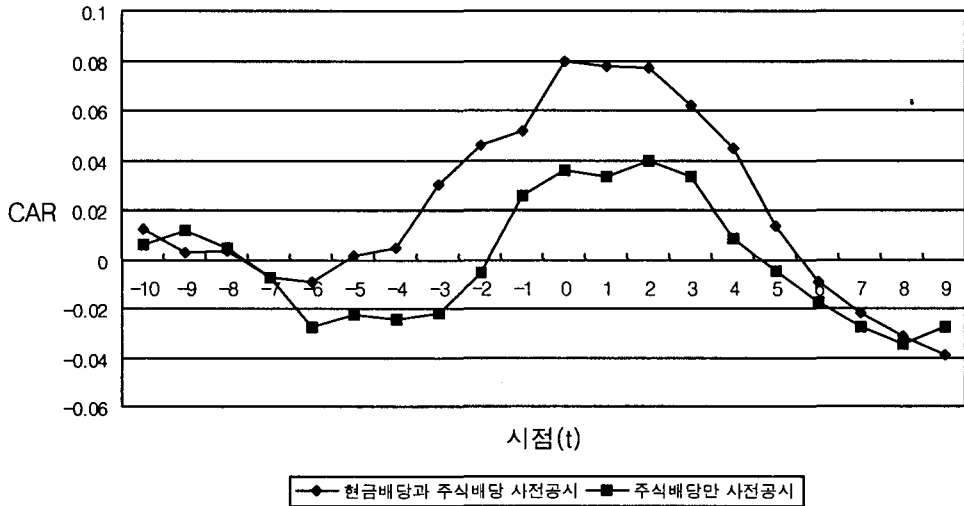
11) 이 점을 지적한 서울대 고봉찬 교수께 감사드립니다.

관심을 갖고 있는 것으로 여겨질 수 있는데 이를 좀더 면밀히 분석하기 위해 2절에서 예기치 않은 배당의 정보효과 분석을 추가로 실시하였다.

[그림 3] 배당 사전공시일(t=0) 주변의 시장조정 초과수익률(AR)



[그림 4] 배당 사전공시일(t=0) 주변의 시장조정 누적초과수익률(CAR)



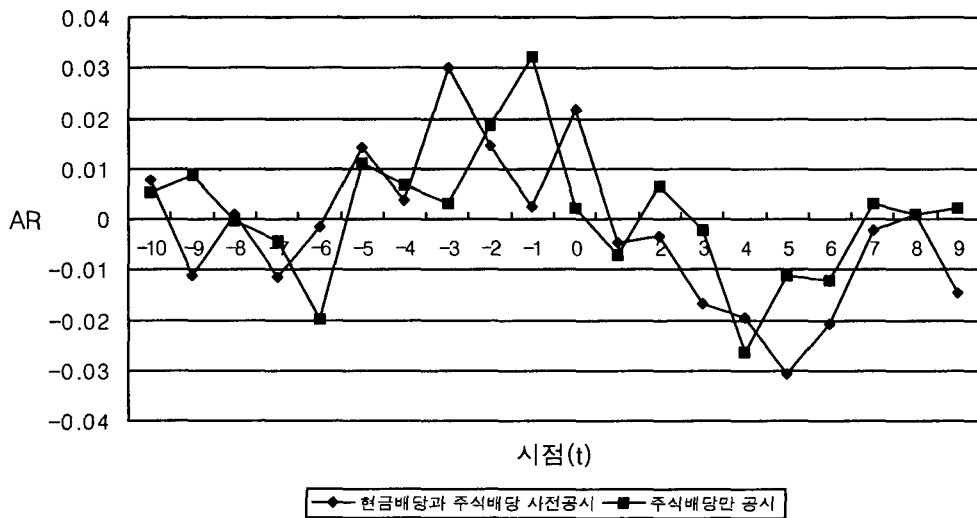
다음의 <표 3>, [그림 5], [그림 6]은 추가로 OLS 시장모형을 이용한 초과수익률 분석결과이다. 시장조정 초과수익률의 결과와 대체로 유사한 정보효과를 나타내고 있다.

<표 3> 현금배당과 주식배당을 병행 실시한 표본(그룹 3)을 대상으로 사전공시일 주변의 OLS 시장모형 이용한 초과수익률 분석결과

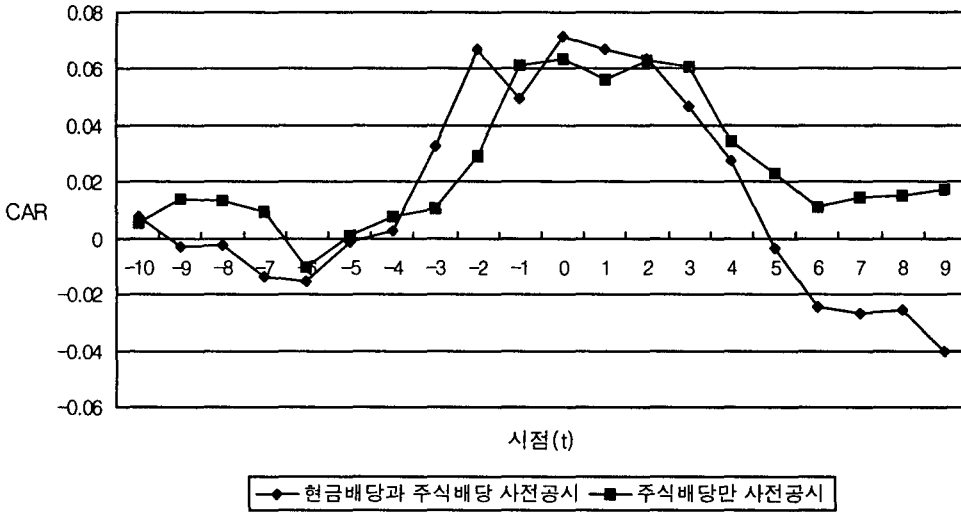
<그룹 4 : 현금배당과 주식배당 사전공시한 표본>					<그룹 5 : 주식배당만 사전공시한 표본>				
date	AR	t-값	CAR	t-값	date	AR	t-값	CAR	t-값
-10	0.0079	1.10861	0.0079	1.1086	-10	0.0052	1.0644	0.0052	1.0644
-9	-0.0112	-1.7889**	-0.0033	-0.3724	-9	0.0086	1.3830	0.0138	1.5632
-8	0.0008	0.1083	-0.0024	-0.2061	-8	-0.0002	-0.0451	0.0136	1.3877
-7	-0.0114	-1.5258	-0.0138	-0.8936	-7	-0.0042	-0.7062	0.0094	0.7809
-6	-0.0015	-0.1951	-0.0153	-0.8046	-6	-0.0198	-3.6726***	-0.0104	-0.8071
-5	0.0143	1.5962	-0.0010	-0.0452	-5	0.0113	1.5245	0.0009	0.0549
-4	0.0038	0.5136	0.0027	0.1227	-4	0.0067	0.9620	0.0076	0.4031
-3	0.0299	3.4512***	0.0327	1.3402	-3	0.0031	0.5396	0.0106	0.5366
-2	0.0145	1.7814**	0.0672	1.7701**	-2	0.0187	2.9690***	0.0293	1.3009
-1	0.0025	0.2906	0.0497	1.9764**	-1	0.0322	5.2043***	0.0615	2.4222**
0	0.0218	2.4285**	0.0715	2.8698***	0	0.0022	0.2698	0.0637	2.4904**
1	-0.0045	-0.5963	0.0670	2.7214***	1	-0.0072	-1.0862	0.0565	2.3135**
2	-0.0035	-0.6376	0.0635	2.6947**	2	0.0064	1.0270	0.0629	2.7298***
3	-0.0167	-2.5592**	0.0468	2.1659**	3	-0.0022	-0.3378	0.0606	2.3427**
4	-0.0195	-2.5073**	0.0273	1.1675	4	-0.0263	-4.1809***	0.0344	1.2952
5	-0.0308	-5.0699***	-0.0035	-0.1602	5	-0.0111	-1.9499**	0.0233	0.8195
6	-0.0208	-2.8908***	-0.0243	-1.1844	6	-0.0120	-1.9308**	0.0113	0.4043
7	-0.0021	-0.2785	-0.0264	-1.1760	7	0.0032	0.5208	0.0144	0.5003
8	0.0010	0.1160	-0.0255	-1.0389	8	0.0008	0.1134	0.0152	0.4698
9	-0.0145	-0.0001	-0.0400	-1.6429*	9	0.0023	0.3592	0.0175	0.5223

주) *** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준.

[그림 5] 배당 사전공시일(t=0) 주변의 OLS 시장모형 초과수익률(AR)



[그림 6] 배당 사전공시일(t=0) 주변의 OLS 시장모형 누적초과수익률(CAR)



2. 예기치 않은 배당금이 배당의 정보효과에 미치는 영향분석

배당의 정보효과와 관련된 선행연구에 따르면 시장에서 기대했던 배당이 발표되었을 경우 주가에 미치는 효과는 비유의적인 반면 예기치 않은 배당금 공시가 주가수익률에 유의적인 영향을 미친다고 하였다. 1절에서 분석한 현금배당과 주식배당의 사전공시일 주변의 유의적인 초과수익률이 모두 예기치 않은 배당의 결과인지 직접적인 분석을 위해 다음의 회귀분석을 실시하였다.

<표 4> 예기치 않은 배당이 배당의 정보효과에 미치는 회귀분석결과

회귀모형: $CAR = a + b(\text{예기치 않은 배당비율})$

예기치 않은 배당 비율 = $(\text{금기실효배당금} - \text{전기실효배당금}) / \text{전기실효배당금}$

	절편	예기치 않은 배당비율	R ²	F값(P값)
그룹 3 = 4 + 5 CAR (사전공시)	0.003383	-0.00503	0.001	0.064(0.801)
그룹 4 CAR (현금배당과 주식배당 모두 사전공시)	-0.0307	-0.0275**	0.102	4.428(0.042)
그룹 5 CAR (주식배당만 사전공시)	0.01735	0.03985	0.017	1.088(0.301)

주) * : 10%내 유의수준, ** : 5%내 유의수준, *** : 1%내 유의수준.

<표 4>에서 현금배당 및 주식배당을 모두 사전공시한 그룹 4의 경우 예상과는 달리 예기치 않은 배당과 CAR는 유의적인 음(-)의 값을 나타냈다. 주식배당만 사전공시한 그룹 5의 경우 양(+)의 정보효과가 보이고 있으나 비유의적이었다. 주식배당률을 통제 한 후의 분석인 <표 5>에서 여전히 예기치 않은 배당과 CAR는 유의적인 음(-)의 값을 보였으며, 주식배당률과도 유의적인 음(-)의 관계를 보였다. 이는 본 연구의 회귀분석에서 사용한 종속변수가 공시시점 하루만의 초과수익률, AR_0 이 아닌, $CAR(-10, +9)$ 를 사용하였는데 여타조건이 일정할 때, 예기치 못한 배당금이 많을수록 공시이후 약 10일후(거래일 기준)인 배당락일에 증가된 배당금에 대한 배당락조정(하락)의 크기가 더 커질 것을 예상하여 즉, 배당락일에 시장에서 주가조정(하락)이 더 심화될 것으로 예상하여 연말폐장일이 다가올수록 <표 2>, [그림 4], [그림 6]에 나타나 있듯이 CAR는 음(-)의 값을 띠는 결과-예를 들어, (-10, +9)의 누적초과수익률(CAR)이 <표 2>의 그룹 4의 경우 -3.93%를 보여 줌-에 기인한 것으로 여겨지며 따라서 예기치 못한 배당과 CAR와의 회귀계수가 음(-)의 값을 나타낸 것으로 조심스럽게 추론한다.

<표 5> 예기치 않은 배당이 배당의 정보효과에 미치는 회귀분석결과

회귀모형 : $CAR = a + b1(\text{예기치 않은 배당비율}) + b2(\text{주식배당률})$

예기치 않은 배당 비율 = $(\text{금기실효배당금} - \text{전기실효배당금}) / \text{전기실효배당금}$

	절편	예기치 않은 배당 비율	주식배당률	R ²	F값(P값)
그룹 3 = 4 + 5 CAR (사전공시)	0.733***	-0.207	-10.091**	0.052	2.842(0.063)
그룹 4 CAR (현금배당과 주식 배당 모두 사전공시)	0.772**	-3.794**	-13.166*	0.169	3.876(0.029)
그룹 5 CAR (주식배당만 사전공시)	0.540***	0.360	-6.795	0.050	1.620(0.206)

주) * : 10%내 유의수준, ** : 5%내 유의수준, *** : 1%내 유의수준.

3. 배당락일의 주가행태 분석결과

현금배당 사전공시에 따른 배당락일의 주가행태를 분석하기 위해 이용된 변수들의 요약 통계량은 <표 6>과 같다. 앞서 식 (7)에서 제기하였듯이 현금배당에 대한 배당락 조치를 폐지함으로써 주식배당예고율만을 반영하는 거래소 배당락 기준가격과 예상실효배당금을 모두 반영한 배당락가격간의 차이인 MISP는 현금배당사전공시기업에 대

해 양(+)¹²의 값을 가질 것이라고 추론하였다. 분석결과 MISP는 각 그룹별 모두 예상대로 양(+)¹²의 값을 보였다.

배당락일의 주식수익률 $B(R)$, $E(R)$, $AMB(R)$, $AME(R)$ 은 표본그룹에 따라 정도의 차이는 있지만 증가이용 시장조정초과수익률 $AME(R)$ 이 시가이용 시장조정초과수익률 $AMB(R)$ 에 비해 크며, 증가이용수익률 $E(R)$ 이 시가이용수익률 $B(R)$ 에 비해 더 크고 양(+)¹²의 값을 지닌 반면, $B(R)$, $AMB(R)$, $AME(R)$ 은 음(-)¹²의 값을 보이고 있다. 그룹 4의 현금배당사전공시한 경우 $B(R)$ 은 -3.1%, $E(R)$ 은 +2.6%이었고, $AMB(R)$ 은 -4.1%, $AME(R)$ 은 -1.7% 이었다. 현금배당만 실시한 그룹 2는 현금배당에 대한 사전공시를 하지 않았음에도 $B(R)$ 은 -2.9%, $AMB(R)$ 은 약 -3.9%를 나타내 시장에서 투자자들의 예상현금배당금에 대한 정보가 적절히 반영되는 것을 보여주고 있다. 그리고 현금배당과 주식배당 모두 사전공시한 그룹 4의 경우 주식배당만 공시한 그룹 5의 경우보다 $AMB(R)$ 의 음(-)¹²의 값이 더 크게 나왔으며 그 값이 모두 10%내로 유의적으로 나타났다. 이는 MISP가 그룹 4의 현금배당사전공시기업의 경우 그룹 5의 사전공시하지 않은 기업에 비해 현금배당금($E(\text{CashDiv})$)의 크기가 더 컸으며, 이로 인해 MISP가 더 크게 나타남으로 인한 시장에서의 조정결과로 해석할 수 있다. 본 실증결과는 여타 조건이 일정할 경우 현금배당을 사전공시한 경우 시장에서 MISP의 크기를 좀 더 확실하게 산정할 수 있으며, MISP의 크기도 주식배당만 공시하였을 경우보다 클 것이므로 배당락일의 주식수익률의 음(-)¹²의 크기가 더 클 것이라는 가설 3을 지지하고 있다.

<표 6>의 결과를 통해 현금배당락조치는 폐지하였지만 현금배당의 사전공시로 인해 이를 반영한 배당락일의 주가가 형성되는 것을 볼 수 있다. 전체적으로 $B(R)$ 과 $E(R)$, $AMB(R)$ 과 $AME(R)$ 의 값에서 알 수 있듯이 배당락기준가격 산정의 오차로 인한 주가조정이 배당락기준가격 형성이후부터 배당락시가 형성까지의 기간에 즉각적으로 반영되고, 배당락시가 형성이후부터 배당락종가 형성시점까지의 기간에는 상대적으로 다른 요소들에 의한 주가조정이 이루어지는 것으로 추론되며, 어떤 요소가 얼마만큼 빨리 주가에 반영될 것인가에 대해선 추후연구과제로 남겨 두고자 한다. 또한, 기존 연구에 따르면 연초개장일 효과¹²⁾는 선정대상 표본 및 기간에 따라 차이는 있지만 존재하는 것으로 밝혀져 배당락일의 주식수익률 $B(R)$ 에 영향을 끼칠 가능성이 있다. 따라서 본 연구는 다음 장의 실증분석 시 적절한 배당락일의 주식수익률의 대용변수로서 시장조정초과수익률 $AMB(R)$ 을 사용함으로써 연초개장일 효과를 통제하려고 한다.

12) 윤영섭, 선우석호 외(1994), 고평수, 노석균(1993) 참조.

<표 6> 배당락 관련 주요 변수들의 평균값(1998, 1999, 2000년 회계연도)

	현금배당 실시 (887건) 그룹 1 = 그룹 2 + 그룹 3	현금배당만 실시 (762건) 현금배당 사전공시안함 그룹 2	현금/주식배당 병행실시 (125건) 그룹 3 = 그룹 4 + 그룹 5	현금/주식배당 병행실시 현금배당 사전공시 (47건) 그룹 4	현금/주식배당 병행실시 현금배당 사전공시안함 (78건) 그룹 5
StkDivr	0.01	0.00	0.05	0.05	0.04
CashDiv	0.11	0.12	0.05	0.06	0.04
E(cashdiv)	336	368	141	166	126
E(Div)	356	368	283	322	260
P _{cum}	24,650	24,667	24,546	21,136	26,601
P _{ex}	24,502	24,668	23,489	19,912	25,644
P _{beg}	24,024	24,121	23,428	19,378	25,869
P _{end}	24,562	24,599	24,331	20,303	26,758
B(R)	-0.0277	-0.0296	-0.0160	-0.0316	-0.0067@
E(R)	0.0196	0.0174	0.0329	0.0260	0.0371
MB(R)	0.0101	0.0102	0.0092	0.0093	0.0091
ME(R)	0.0450	0.0453	0.0436	0.0431	0.0439
AMB(R)	-0.0378	-0.0398	-0.0251	-0.0408	-0.0158*
AME(R)	-0.0255	-0.0279	-0.0107*	-0.0172*	-0.0068@
P _{eff}	24,156	24,301	23,266	19,640	25,452
MISP	346	366	222	272	192
RMISP	2.91	3.14	1.49	1.54	1.47

주) ** (5% 유의수준), * (10% 유의수준), @ (비유의적)을 제외하고는 모두 1%내 유의적으로 0과 다름.

P_{cum} : 배당부종가 StkDivr : 당해회계년도 주식배당률 CashDiv : 당해회계년도 현금배당률

E(CashDiv) : 예상실효현금배당금 E(Div) : 예상실효배당금(주식+현금) T(p) : 배당소득세율

P_{ex} : 거래소 배당락기준가격 P_{beg} : 배당락일 시가 P_{end} : 배당락일 종가

B(R) : 배당락일의 주식수익률(시가대비) = (배당락일시가 - 거래소 배당락기준가격)/거래소 배당락기준가격

E(R) : 배당락일의 주식수익률(종가대비) = (배당락일종가 - 거래소 배당락기준가격)/거래소 배당락기준가격

MB(R) : 배당락일종합증가지수수익률(시가) = (배당락일시가지수 - 거래소이른배당락지수)/거래소이른배당락지수

ME(R) : 배당락일종합증가지수수익률(종가) = (배당락일종가지수 - 거래소이른배당락지수)/거래소이른배당락지수

AMB(R) : 배당락일의 시장조정수익률(시가지용) = B(R) - MB(R)

AME(R) : 배당락일의 시장조정수익률(종가지용) = E(R) - ME(R)

P_{eff} : 예상실효배당금을 이용하여 산정한 효율적 시장하의 배당락기준가격

MISP = P_{ex} - P_{eff}

RMISP : 거래고 기준가격대비 MISP크기 = MISP/P_{ex}(%)

다음으로 여타조건이 일정할 때, 현금배당사전공시 기업은 이익전환여부에 따라 MISP의 양(+)¹의 값의 크기에 차이가 있을 것이며, 배당락일의 음(-)의 값의 주식수익률 크기도 차이가 있을 것이라는 가설 4를 검증하기 위해 <표 7>을 구성하였다. <표 7>은 흑자전환, 흑자지속(순이익 증가율 +), 흑자지속(순이익증가율 -), 적자전환 또는 적자지속 등 4개의 하위 그룹(변수 RNID = 0, 1, 2, 3)으로 구분하여 배당락일의 시장조정수익률을 분석하였다.

<표 7> 이익전환 더미변수와 그룹별 배당락일의 시장조정수익률, 거래소배당락기준가격의 오차, 예상현금배당금, 실효배당금의 요약통계량

	RNID	배당락일의 시장조정수익률의 평균과 중앙값		MISP	E(CashDiv)	E(Div)
		AMB(R)				
		평균	중앙값			
현금배당 실시 (887건) 그룹 1 = 그룹 2 + 그룹 3	0 (73건)	-0.0190	-0.0135	299.21	244.66	253.95
	1 (518건)	-0.0402	-0.0280	373.29	361.73	388.90
	2 (269건)	-0.0385	-0.0271	328.26	326.16	336.90
	3 (27건)	-0.0346	-0.0183	130.63	129.22	129.52
	F값 (P값)	X ² 값 (P값)	1.2510 (0.2900)	0.0010 (0.9730)	4.786 (0.003)	6.478 (0.000)
현금배당만 실시 (762건) 현금배당 사전공시안함 그룹 2	0 (65건)	-0.0150	-0.0123	261.98	261.98	261.98
	1 (425건)	-0.0436	-0.0309	407.64	406.94	406.94
	2 (246건)	-0.0403	-0.0302	347.49	347.49	347.49
	3 (26건)	-0.0346	-0.0140	134.04	134.04	134.04
	F값 (P값)	X ² 값 (P값)	1.8660 (0.1340)	0.0210 (0.8850)	8.389 (0.000)	8.348 (0.000)
현금/주식배당 병행 실시 (125건) 그룹 3 = 그룹 4 + 그룹 5	0 (8건)	-0.0510	-0.0445	601.63	103.88	188.63
	1 (93건)	-0.0244	-0.0050	216.29	155.12	306.47
	2 (23건)	-0.0190	-0.0050	122.57	98.09	223.61
	3 (1건)	-0.0351	-	42.00	4.00	12.00
	F값 (P값)	X ² 값 (P값)	0.5360 (0.6580)	0.2900 (0.5900)	2.478 (0.065)	1.368 (0.256)
현금/주식배당 병행 실시 현금배당 사전공시 (47건) 그룹 4	0 (4건)	-0.0594	-0.1099	1054.75	81.00	167.50
	1 (37건)	-0.0364	-0.0129	210.78	182.38	346.11
	2 (6건)	-0.0560	-0.0501	129.67	110.50	256.83
	3 (0건)	-	-	-	-	-
	F값 (P값)	X ² 값 (P값)	0.3940 (0.677)	0.0210 (0.8840)	4.862 (0.012)	0.952 (0.394)
현금/주식배당 병행 실시 현금배당 사전공시안함 (78건) 그룹 5	0 (4건)	-0.0427	-0.0199	148.50	126.75	209.75
	1 (56건)	-0.0165	-0.0032	219.93	137.11	280.29
	2 (17건)	-0.0060	-0.0038	120.06	93.71	211.88
	3 (1건)	-0.0351	-	42.00	4.00	12.00
	F값 (P값)	X ² 값 (P값)	0.4630 (0.7090)	0.0130 (0.9090)	0.437 (0.727)	0.750 (0.526)

주) AMB(R) : 배당락일의 시장조정수익률(시가이용) = B(R) - MB(R)
 MISP : 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금을 이용, 산정한 배당락기준가격과의 차이 = P_{ex} - P_{eff}
 E(CashDiv) : 예상실효현금배당금 E(Div) : 예상실효배당금(주식+현금)
 RNID : 0 - 흑자전환, 1 - 흑자지속이며 전년대비 순이익증가율 양(+),
 2 - 흑자지속이며 전년대비 순이익증가율 음(-), 3 - 적자전환이거나 적자지속
 SPSS "Non Parameter Chi-square Test" 프로시저를 통해 중앙값에 대한 그룹별 차이의 유의성을 X²값을 구해 통계적으로 검증할 수 있다. 즉, 중앙값보다 큰 수에는 score "1"이 부과되고 그렇지 않은 경우 "0"이 부여 되어 score 값의 평균을 구해 그룹간의 차이를 분석하였다.

<표 7>에서 현금배당실시기업인 그룹 1과 사전공시 없이 현금배당만 실시한 그룹 2의 경우 <표 1>의 추론대로 흑자지속이면서 전년대비 순이익증가율이 양(+)인 경우(RNID = 1)가 가장 큰 현금배당금(E(CashDiv))과 실효배당금(E(Div))을 지급하였다. 다음으로 흑자지속이면서 전년대비 순이익증가율이 음(-)인 경우(RNID = 2)가 뒤따르며 적자전환이거나 적자지속인 경우(RNID = 3)가 가장 적은 배당금을 지급하였다.

<표 7>에서 보듯이 이익전환이나 이익증감여부에 상관없이 MISP가 모두 양(+)의 값을 나타내고, 시장조정수익률 AMB(R)은 음(-)의 값을 나타내 가설 1과 일관된 결과를 보인다. 이익전환여부에 따른 하위그룹간 MISP의 차이는 주식배당과 현금배당을 병행 실시하고 주식배당만 사전예고한 그룹 5를 제외한 그룹 1, 그룹 2, 그룹 3, 그룹 4 모두 유의적인 차이를 보였다. 현금배당실시기업인 그룹 1과 사전공시 없이 현금배당만 실시한 그룹 2의 경우 흑자지속이면서 전년대비 순이익증가율이 양(+)인 경우(RNID = 1)가 예상대로 가장 큰 MISP 값을 보여 주고 있다. 다음으로 흑자지속이면서 전년대비 순이익증가율이 음(-)인 경우(RNID = 2)가 뒤따르며 적자전환이거나 적자지속인 경우(RNID = 3)가 가장 적은 MISP를 나타내고 있다.

그러나 각 그룹별 배당락일 시장조정수익률이 이익전환여부에 따라 차이가 있을 것이라는 가설 4는 AMB(R)의 평균과 중앙값의 하위그룹간 차이에 대한 통계적 유의성이 결여되어 지지할 수 없었다. 이는 이익전환에 따른 하위그룹간 MISP의 차이에도 불구하고 시장은 제대로 그 크기를 반영하여 조정하는 것으로 보이지 않는다. <표 7>이 2변량분석결과라는 한계점을 고려하여 <표 8>에서는 다중회귀모형을 통해 이익전환 더미변수가 다른 통제변수와 함께 배당락일 시장조정수익률 AMB(R)에 미치는 영향을 분석하고자 한다.

<표 8> 배당락일 시장조정수익률 AMB(R)에 대한 주식배당률, 현금배당률, 현금배당 사전공시 더미변수, 이익전환 더미변수, RMISP의 회귀분석 결과

병행실시(125건)	절 편	StkDivr	CashDiv	Gongsi	RNID0	RNID1	RNID2	RMISP	R2	F (P값)
AMB(R)	-0.0293	-0.1770	-0.0113	-0.0226*	0.0229	0.0375	0.0388	-1.0300**	0.1310	2.5250 (0.0190)

주) StkDivr : 주식배당율
 CashDiv : 현금배당율
 Gongsi : 현금배당 사전공시에 대한 더미 변수, 사전공시=1, 사전공시안함=0
 RNID0 = 0, RNID1 = 0, RNID2 = 0 : 적자전환이거나 적자지속기업
 RNID0 = 1, RNID1 = 0, RNID2 = 0 : 흑자전환기업
 RNID0 = 0, RNID1 = 1, RNID2 = 0 : 흑자지속이면서 순이익 증가율이 양(+)인 기업
 RNID0 = 0, RNID1 = 0, RNID2 = 1 : 흑자지속이면서 순이익 증가율이 음(-)인 기업
 RMISP : 거래소 배당락기준가격대비 MISP의 크기(%) = MISP / P_{ex}
 *** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준

<표 8>은 현금배당과 주식배당을 병행 실시한 표본인 그룹 3을 대상으로 거래소 배당락기준가격대비 MISP의 크기(RMISP), 현금배당률, 주식배당률, 이익전환여부(흑자 전환이나 흑자지속, 적자상태), 현금배당사전공시여부가 시장조정수익률에 어떠한 영향을 미치는지 다중회귀분석을 실시한 결과를 보여 주고 있다. <표 8>에서 배당락일 시장조정수익률인 AMB(R)은 이익전환 관련 더미변수인 RND에 대해서 비유의적으로 나타났으며, 현금배당률과 주식배당률에 대해서는 예상대로 음(-)의 관계를 보였으나 비유의적이었다. 배당락기준가격대비 MISP의 크기인 RMISP와의 회귀계수가 유의적인 음(-1.03)의 관계를 나타내 거래소 배당락기준가격이 사전공시된 현금배당을 반영한 기준가격에 비해 높게 결정되면 될수록 배당락일의 주식수익률의 음(-)의 크기는 더 커질 것이라는 가설 2와 일관된 결과를 얻었다.

주목할 만한 것은 여타 조건이 일정하다면 현금배당 사전공시한 기업의 경우 사전공시하지 않은 기업에 비해 -2.26% 포인트만큼 배당락일의 주식수익률 AMB(R)을 낮추는 것으로 나타났다. 본 결과만으로 기업입장에서 금기현금배당에 대한 정보가 확실해도 사전에 자진공시를 하지 않는 것이 기업의 주가관리차원에서 더 바람직할지에 대한 의문을 제기할 수 있는데 현금배당 사전공시를 통해 기업의 미래 배당금(현금흐름)의 예측력을 제고함으로써 위험을 감소시키고 궁극적으로 자기자본비용의 하락을 가져와 자기자본가치를 상승시킬 수 있으므로 현금배당 사전공시가 주가수익률에 미치는 순효과를 분석하기 위해선 보다 세밀한 분석이 요구되며 이는 추후 연구과제로 남기고자 한다.

4. 단기차익거래의 유용성 검증결과

<표 9>는 현금/주식배당 사전공시 배당금에 대한 정보소유자 또는 사전공시하지 않은 경우 금기예상실효배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락시가 또는 배당락종가로 매도시의 단기차익(=자본이득+세후배당수익)에 대한 분석결과를 나타내고 있다.

<표 9>에서 현금/주식 배당을 병행 실시한 기업 중 현금배당 및 주식배당을 사전공시한 그룹 4의 경우 배당부종가로 구입하여 배당락시가로 매도시의 수익률 R(RETBEG)은 -1.5%로 유의적인 손실이 발생하고, 주식배당만 공시하고 현금배당을 사전공시하지 않은 그룹 5의 경우는 약 0.8%의 비유의적인 양(+)의 수익률이 발생하였다.

그러나 <표 9>에서 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도시의 수익율인 R(RETEND)

는 그룹 4의 현금배당을 사전공시한 경우 약 4%의 차익을 얻을 수 있었으며, 그룹 5의 현금배당을 사전공시하지 않은 경우는 5%를 나타내 단기차익 거래가 발생할 가능성이 있음을 보여 주고 있다.

연말과 연초 단지 두 거래일의 보유기간동안 발생한 이러한 큰 차익거래가능성은 거래비용¹³⁾을 보수적으로 감안하더라도 적지 않은 크기임을 알 수 있다. 본 연구는 통제 표본으로 1998~2000년 회계년도 무배당사 761건의 단기차익율을 추가로 분석하였는데 R(RETBEG)은 -3.78%, R(RETEND)은 4.92%로 유의적으로 나타나 배당락 증가로 매도시 무배당사에 대해서도 단기차익이 발생할 수 있으며, 그 단기차익수익률이 현금배당을 사전공시한 경우보다 큰 것을 나타내고 있다. 그러나 이러한 차익거래가능성으로 인해 배당락일의 주가가 거래소배당락기준가격의 오차에 비효율적으로 움직인다는 것을 시사하는 실증결과로서 해석되기에는 무리가 따른다. 왜냐하면, 앞의 실증결과에서 보여 주었듯이 현금배당사전공시기업의 경우 거래소기준가격의 오차가 배당락종가가 아닌 배당락시가에 즉각적으로 반영되기 때문이다.

<표 9> 배당부증가로 구입하여 배당락 시가 또는 배당락 증가로 매도하게 되는 경우의 단기차익과 수익률

	현금배당 실시 (887건) 그룹 1 = 그룹 2 + 그룹 3	현금배당만 실시 (762건) 현금배당 사전공시안함 그룹 2	현금/주식배당 병행실시 (125건) 그룹 3 = 그룹 4 + 그룹 5	현금/주식배당 병행실시 현금배당 사전공시 (47건) 그룹 4	현금/주식배당 병행실시 현금배당 사전공시안함 (78건) 그룹 5	무배당 (761건)
RETBEG	-132.00	-180.22	161.94	-261.28	416.96	-277.65***
R(RETBEG)	0.0014	0.0018	-0.0009	-0.0155*	0.0079	-0.0378***
RETEND	405.99	297.96	1064.58***	663.72***	1306.12**	43.94
R(RETEND)	0.0484***	0.0488***	0.0462***	0.0397***	0.0501***	0.0492***

주) *** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준.

RETBEG : 배당부증가로 구입, 배당락시가로 매도시 단기차익(원) = $(P_{beg} - P_{cum}) + E(Div)$

R(RETBEG) : RETB의 수익률 = $RETBEG / P_{cum}$

RETEND : 배당부증가로 구입, 배당락증가로 매도시 단기차익(원) = $(P_{end} - P_{cum}) + E(Div)$

R(RETEND) : RETE의 수익률 = $RETEND / P_{cum}$

13) 일반거래시 매수시 위탁수수료 0.5%, 매도시 위탁수수료 0.5%, 증권거래세 0.15%, 농특세 0.15% 전액 합계 1.3%임.

5. 배당락일 주변의 초과거래량 분석결과

배당락일 주변에 단기차익을 목적으로 한 거래가 실제 발생하였는지 직접적으로 분석하기 위한 방안으로 배당락일 주변의 초과거래량을 현금배당과 주식배당을 병행 실시한 그룹 3의 기업들을 대상으로 살펴보았다.

II장의 실증연구방안에 제시되었듯이 배당락일 주변의 초과거래량은 배당락일 -25일부터 -6일까지의 평균거래량과 비교하여 분석하였으며, 연초개장일인 배당락일의 거래시간이 1998, 1999 회계년도에 대해서는 2.5시간(연초개장일이나 토요일이 아닌 정기거래일에는 5.5시간)이었고, 2000 회계년도에 대해서는 3.5시간(연초개장일이 아닌 정기거래일은 6.5시간)으로 거래시간에 비례한 거래량을 적용하여 초과거래량을 분석하였으며, <표 10>은 그 결과를 보고하고 있다.¹⁴⁾

<표 10>에서 보듯이 현금배당을 사전공시한 그룹 4의 경우 배당락 전일($t = -1$)엔 5% 수준에서 유의하게 평균거래량보다 28.9% 더 많이 발생하였다. 배당락일($t = 0$)에는 약 21.7% 더 많이 발생한 것으로 나타났으나 비유의적이었고, 배당락일 직후($t = +1$)엔 오히려 음(-)의 초과거래량이 유의적으로 나타나 거래량이 감소하였다. 주식배당만 사전공시한 그룹 5의 경우 거래량은 배당락 전일($t = -1$)에 평균거래량 대비 99% 더 많게, 배당락일에는 26.8% 유의적으로 더 많이 발생하였다.

[그림 7]은 주식배당만 공시한 그룹 5의 경우의 초과거래량이 현금배당을 함께 사전공시한 그룹 4의 경우에 비해 더 크게 증가하였음을 보여 주며, [그림 8]은 주식배당만 공시한 그룹 5의 경우의 누적초과거래량도 현금배당을 함께 사전공시한 그룹 4의 경우에 비해 더 크다는 것을 나타내고 있다.

상기 분석결과 배당락일 주변에 유의적인 초과거래량이 존재하는 사실로 미루어 차익거래가 실질적으로 행해지고 있는 것으로 여겨질 수 있는지, 그리고, 사전공시기업의 배당락일 초과수익률이 음(-)이라는 사실과 그럼에도 불구하고 초과거래량이 존재한다는 점은 둘 사이에 어떤 연관관계에 있는지에 관한 추가적인 설명이 필요할 것이다. 현금배당사전공시기업의 배당락일 초과수익률은 배당락일 시가/종가사용, 시장지수조정수익률 여부에 따라 이미 보고한 바와 같이 다음과 같다; $B(R) = -3.16\%$, $E(R) = +2.6\%$, $AMB(R) = -4\%$, $AME(R) = -1.72\%$. 사전공시기업의 배당락일 초과수익률이 음(-)이라는 사실은 시장이 공시된 배당금에 대한 정보를 배당락일 시초가에 적절히 반영하고 있음을 보여 주는 결과이다. 그럼에도 불구하고 초과거래량이 존재한다는 것은 초과거래

14) 1998년 12월까지 토요일장(3.5시간)이 열림.

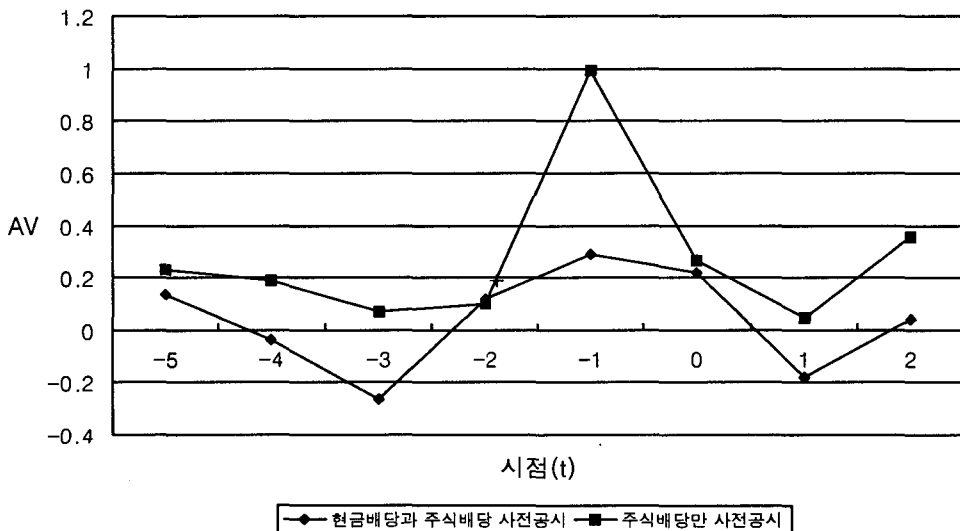
량 산정시 배당락일 전체(시초가에 거래된 물량을 포함한)의 거래량을 기준으로 하여 산정한 것에 기인한다. 배당락일주변의 차익거래기회가 실제 행해지는 가를 보기 위해 배당락일 주변의 초과거래량을 분석하였는데 아마도 투자자는 시가에 매도하기 보다는 (시가에 매도할 경우 음(-)의 수익률) 증가에 매도하는 차익거래가 행해진다고 여겨질 수 있다. 따라서 이러한 가능성을 고려하여 배당락일의 거래량에는 MISP을 이용한 차익거래이외에 여러 효과가 혼재되어 나타날 가능성을 배제할 수 없는 것으로 해석에 주의할 요한다.

<표 10> 현금/주식배당 병행실시기업을 대상으로 배당락일(t=0) 주변의 초과거래량 분석

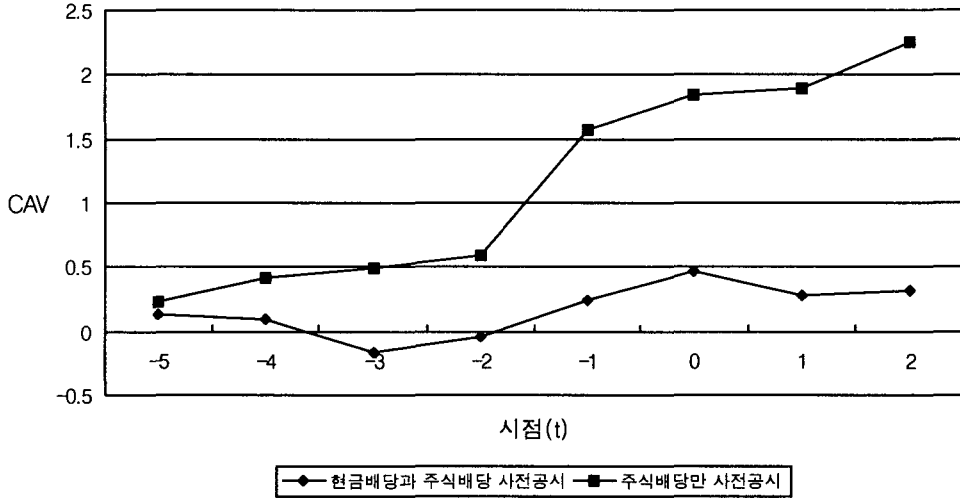
<그룹 4: 현금배당과 주식배당 사전공시한 표본>					<그룹 5: 주식배당만 사전공시한 표본>				
date	AV	t-value	CAV	t-value	date	AV	t-value	CAV	t-value
-5	0.1374	1.0299	0.1374	1.0299	-5	0.2287	1.7894**	0.2287	1.7894**
-4	-0.0369	-0.3813	0.1005	0.4814	-4	0.1907	1.1769	0.4194	1.6116*
-3	-0.2614	-3.2281***	-0.1610	-0.6217	-3	0.0688	0.4922	0.4882	1.2988*
-2	0.1169	0.4122	-0.0441	-0.0913	-2	0.0973	0.6700	0.5855	1.2105
-1	0.2889	2.1158**	0.2448	0.4481	-1	0.9899	3.8090***	1.5754	2.2546**
0	0.2169	0.6693	0.4617	0.6060	0	0.2678	1.9861**	1.8432	2.2918**
1	-0.1794	-1.8660**	0.2824	0.3470	1	0.0491	0.3958	1.8922	2.1899**
2	0.0416	0.3064	0.3240	0.3566	2	0.3577	2.3565**	2.2499	2.4332***

주) *** : 1% 유의수준, ** : 5% 유의수준, * : 10% 유의수준.

[그림 7] 현금/주식배당 병행실시기업을 대상으로 배당락일(t=0) 주변의 초과거래량 분석



[그림 8] 현금/주식배당 병행실시기업을 대상으로 배당락일(t=0) 주변의 누적초과 거래량 분석



VII. 결 론

본 연구는 국내 기업의 현금배당의 사전공시효과를 실증적으로 연구함에 있어 국내에서는 처음으로 현금배당사전공시일을 파악해 정확한 배당공시시점을 사용하고 또한 표본을 하위그룹별로 구체적으로 분석하여 최근에 이르러서야 주주중시경영차원에서 배당에 신경을 쓰게 된 국내 기업 및 투자자에게 배당락일의 주식수익률 행태에 관한 흥미로운 결과를 보여 줄 수 있을 것으로 기대한다. 선행연구인 김성민(1997, 2003)의 단기차익가능성 및 그에 따른 시장의 비효율성에 관한 실증결과가 투자자가 주총에서 확정될 배당금에 대해 완전예측할 수 있다는 가정을 전제로 하였다라는 한계점을 인식하여 배당락일 이전 현금배당을 사전공시한 기업만을 대상으로 배당락일의 주가행태를 분석하였다는 데 그 의의가 있다.

실증분석결과 현금배당의 정보효과가 사전공시일 전후 유의적임을 보여주었다. 또한, 현금배당락 조치가 폐지된 1998년~2000년 회계년도의 표본을 실증분석한 결과 현금배당을 사전공시한 기업의 경우 배당락일의 주식수익률은 가설과 일관되게 음(-)으로 나타나 시장이 사전공시된 배당금을 효율적으로 반영하고 있는 것으로 나타났다.

현금배당에 대한 사전공시정보를 이용한 투자자들의 단기차익거래 가능성을 분석한 결과 현금배당을 주식배당과 함께 사전공시한 경우 배당부종가에 매수하여 배당락일

시가에 매도할 경우 단기차익(시세차익+예상세후배당금)은 261원의 손실을 나타내 사전공시한 현금배당금이 배당락일 시가에 적절히 반영되는 것으로 나타난 반면, 현금과 동시에 주식배당을 실시하였지만 주식배당만 사전공시한 경우는 417원으로 나타나 시장의 금기현금배당금에 대한 예측력이 떨어지는 것으로 나타났다. 단기차익거래가 실제로 행해졌을 가능성을 확인하기 위해 배당락일 주변의 초과거래량을 분석한 결과 유의적인 초과거래량이 배당락일 주변에 존재하여 차익거래가 실질적으로 행해지고 있는 것으로 보이지만 이러한 초과거래량이 배당락일의 주가조정으로 인한 것인지 아니면 여러 다른 효과로 인한 것인지 분리할 수 없음에 한계가 있다.

본 연구에서 사용한 현금배당사전공시기업의 표본을 이용하여 배당락일의 주식수익률 행태 뿐만 아니라 투자자나 애널리스트 입장에서 이러한 배당 사전공시기업들과 공시하지 않은 기업간의 여타조건이 일정한 경우 이익 예측력 및 자기자본비용 등의 크기에 대한 비교분석이 흥미로울 것이며, 이는 추후 연구과제로 남기고자 한다.

참 고 문 헌

- 고광수, 노석균, “제 지수에 나타나는 월별계절성 연구 : 미국, 일본, 영국 및 아시안 NICs와의 비교”, 재무연구, 제6호, 1993.
- 김성민, “배당락일의 주가행태에 관한 효율성 검증”, 재무연구, 제14호, 1997.
- 김성민, “현금배당락조치 폐지이후 배당락일의 주가행태”, 재무관리논총, 제9권 제1호, 2003, 189-219.
- 김태혁, 신용길, “주식배당의 공시효과와 정보전달효과에 관한 연구”, 증권학회지, 제15집, 1993, 79-110.
- 원정연, 김성민, “기업의 배당정책에 관한 경영자 인식에 관한 연구”, 증권금융연구, 제5권, 1999.
- 윤영섭, 선우석호 외, “한국주식시장에서의 주가변동특성과 계절적 이례현상에 관한 연구”, 증권학회지, 제17집, 1994.
- Bail, R and G. S. Hite, “Ex-Dividend Day Stock Price Behavior : Discreteness or Tax-Induced Clienteles?,” *Journal of Financial Economics*, (February 1998), 127-159.
- Boyd, J. H. and R. Jagannathan, “Ex-Dividend Price Behavior of Common Stocks,” *Review of Financial Studies*, (Winter 1994), 711-741.
- Eades, K., Hess. P and E. Kim, “On Interpreting Security Returns During The Ex-Dividend Period,” *Journal of Financial Economics*, 13, (1984), 3-34.
- Elton, E and M. Gruber, “Marginal stockholder Tax Rates and The Clientele Effect,” *Review of Economics and Statistics*, 52, (1970), 68-74.
- Frank, M. and R. Jagannathan, “Why Do Stock Prices Drop by Less than Value of the Dividend? Evidence from a Country Without Taxes,” *Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report*, 229, (March 1997), 27.
- Kalay, A. “The Ex-Dividend Day Behavior of stock Prices : A Reexamination of The Clientele Effect,” *Journal of Finance*, 37, (1982), 1059-1070.
- Karpoff, J. and R. Walking, “Short-Term Trading Around Ex-Dividend Days : Additional Evidence,” *Journal of Financial Economics*, 21, (1988), 291-298.
- Karpoff, J. M. and R. A. Walking, “Dividend Capture in NASDAQ Stock,” *Journal of Financial Economics*, (December 1990), 39-65.

- Kato, K. and U. Lowenstein, "The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices : The Case of Japan," *Review of Financial Studies*, 995, (Fall), 817-847.
- Kim, Sungmin, "Dividend Policy and the Ex-Dividend Day Stock Price Behavior : The Case of Korea," *presented at 2003 Midwest Financial Management Association(MFA) Meeting*, 2003.
- Kim, Sungmin, "The Stock Price Behavior around the Ex-Dividend Day : The Case of Korea," *presented at 2002 Financial Management Association(FMA) Meeting*, 2002.
- Lakonishok, J. and T. Vermaelen, "Tax-Induced Trading Around Ex-Dividend Days," *Journal of Financial Economics*, (July 1986), 287-319.
- Lasfer, A., "Ex-Day Behavior : Tax or Short - Term Trading Effects," *Journal of Finance*, (July 1995), 875-897.
- Michaely, R. and J. L. Vila, "Trading Volume with Private Valuation : Evidence from the Ex-Dividend Day," *Review of Financial Studies*, (October 1996), 411-433.
- Woolridge, R. "Ex-Date Stock Price Adjustment To Stock Dividends : A Note," *Journal of Finance*, 38, (1983), 247-255.

Information Contents of Dividend and Ex-dividend Day Stock Returns

Sungmin Kim* · Jieun Kim**

〈abstract〉

This paper investigates the stock price and the volume behavior on the ex-dividend day using the December fiscal year firms listed on the Korea Stock Exchange from 1998 to 2000. Using the samples of voluntarily preannounced dividend-paying firms prior to the end of fiscal year, this study corrects the major limitations on previous studies -Kim, S. (1997) and Kim, S. (2003)- which were based on the perfect foresight assumption for firms' upcoming dividends. Also, this paper examines the information content of dividend more properly, since the preannounced date for the upcoming dividend payment is employed for the first time as the event date.

Empirical results show that the announcement effects of cash and/or stock dividend is significant around the event date. The ex-dividend day stock returns are negative as expected for the samples of voluntarily preannounced cash dividend-paying firms.

Keywords : Ex-dividend, Ex-dividend Day Stock Return, Information Content of Dividend, Voluntarily Preannounced Cash Dividend-paying Firms, Prior Announcement of Cash Dividend, Stock Dividend

* Professor of Finance, CBA, Hanyang University, sminkim@hanyang.ac.kr

** BK21 Research Assistant, CBA, Hanyang University