

現金配當政策의 橫斷面的 特性과 情報效果에 관한 實證的 研究

* 禹 春 植

논문 초록

M-M(1961) 등이 배당정책의 무관련 이론을 발표한 이후 배당정책이 株主의 富에 미치는 영향에 대한 많은 실증적 연구가 수행되었으며, 이들의 연구결과는 다양각색이지만 대체적으로 배당정책의 정보효과를 지지하는 쪽으로 기울고 있다.

본 연구에서는 우리 나라의 증권시장에서 현금배당률의 공시자료와 일별 주가수익률 자료를 이용하여 배당정책의 특성과 정보효과를 실증적으로 검증하였다. 우리나라의 상장기업들은 대체적으로 안정 배당정책을 추구하는 경향이 있으나 배당정책의 결정에서 기업외적인 요인에 영향을 받고 있으며, 배당정책 결정의 법률적 제약 때문에 현금배당이 확정되기 이전에 배당락 조치가 이루어짐으로써 공정한 배당락주가의 형성을 저해하고 있는 것으로 나타났다.

배당정책의 정보효과에 대한 실증적 검증에서는 현금배당 공시의 정보내용 가설과 공시시기의 정보내용 가설을 지지하는 증거를 발견할 수 있었으며, 이와 같은 정보내용은 배당정책의 신호표시 효과에 기인한다는 사실을 관찰할 수 있었다. 또한 경영자들이 자신의 富를 우선하는 것보다 주가를 극대화하는 쪽으로 행동한다는 사실을 뒷받침할 수 있는 실증적 증거를 발견할 수 있었다.

1 . 序 論

F.Modigliani와 M.H.Miller(1961) 등이 完全市場에서 기업의 投資政策과 負債政策이 일정할 때 배당정책의 변경이 기업의 현금흐름과 자본비용에 어떠한 영향도 미치지 않는다는 配當政策의 無關聯 理論을 공식화한 이후에 많은 학자들이 주장하고 있는 配當政策의 效果에 대한 論爭은 完全市場의 가정에 대한 批判에서 출발하여 差別的 稅率, 差別的 去來費用, 代理人 問題 또는 情報의 非對稱性이 존재하는 市

* 「이 논문은 1988년도 文敎部 支援 韓國學術振興財團의 自由公募課題 學術研究 助成費에 의하여 研究되었음」.

* 崇實大學校 經營學科 副敎授

場의 不完全 要因을 고려할 때 배당정책과 기업가치의 관계를 再照明하는데 초점이 두어지고 있는 것으로 이해된다.

配當政策의 效果에 대한 論爭의 내용은 ① 배당정책의 無關聯 效果, ②配當政策의 否定的 效果, ③ 배당정책의 肯定的 效果를 주장하는 견해로 구분된다.

배당정책의 무관련 효과는 顧客效果와 배당소득세의 회피성에 이론적 근거를 두고 있으며¹⁾, 배당정책의 否定的 效果는 稅金 및 去來費用의 效果에 이론적 근거를 두고 있다.²⁾

그러나 최근들어 많은 학자들 사이에서 지지를 받고 있는 배당정책의 肯定的 效果는 배당정책의 情報效果에 이론적 근거를 두고 있다. M-M(1959) 자신도 배당정책이 그 기업의 미래 事業展望에 대한 內部情報을 市場에 전달하는 手段으로 이용된다면, 배당정책이 기업가치에 肯定的인 영향을 미칠 수 있다는 사실을 인정하였다.

이와 같은 思考는 Bhattacharya(1979)에 의하여 최초로 공식화되었다. 그는 稅金, 去來費用과 情報의 非對稱性이 존재하는 不完全市場에서 배당의 크기가 그 기업의 미래 현금흐름에 대한 經營者의 信賴度에 따라 결정되기 때문에 배당정책이 기업가치에 肯定的인 영향을 미친다는 사실을 입증하였다.³⁾

이처럼 配當政策의 效果에 대하여 서로 相反된 結論을 제시하고 있는 각각의 견해에서는 모두가 이론적으로 合理的인 假定을 전제하고 있을 뿐만 아니라, 이들에 대한 實證的 證據의 內容도 서로 다르기 때문에 어느 見解가 옳다고 評價하기는 어려

주 1) 배당정책의 고객효과에 대한 논문으로는 Modigliani and Miller(1961)와 Black and Scholes(1974)를 참고할 수 있으며, 배당정책의 고객효과를 지지하는 실증적 논문으로는 Elton and Gruber(1970), Pettit(1977)와 Lewellen, Stanley and Schlarbaum(1978) 등을 참고할 수 있다. 한편, Miller and Scholes(1978)는 배당소득세를 회피할 수 있는 제도적 장치에 근거하여 배당정책의 무관련성을 주장하였다.

2) 배당정책의 부정적 효과를 주장하는 논문으로는 Farrar and Selwyn(1967)과 Brennan(1970)을 참고할 수 있으며, 이와같은 견해를 지지하는 실증적 논문으로는 Litzemberger and Ramaswamy(1979), Rosenberg and Marathe(1979)와 Poterba and Summer(1962)를 참고할 수 있다.

3) 배당정책의 신호표시 이론에 대한 논문으로는 Bhattacharya(1979, 1980), John and Williams(1985), Miller and Rock(1985)과 Ambarish, John and Williams(1987)를 참고할 수 있으며, 이에 대한 실증적 논문으로는 Watts(1973), Pettit(1976), Charest(1978), Aharony and Swary(1980), Brickley(1983), Woolridge(1983), Handjinicolaou and Kalay(1984), Asquith and Mullins(1983)와 Kalay and Loewenstein(1985, 1986)을 참고할 수 있다.

은 상황이다. 그러나 배당정책의 효과를 實證的으로 분석한 研究結果를 종합적으로 평가할 때 그 내용은 配當政策의 肯定的 效果를 지지하는 쪽으로 기울고 있다고 생각된다.⁴⁾

한편 우리 나라의 경우 配當政策의 效果에 대한 實證的 研究는 거의 미약한 실정이다.⁴⁾ 이러한 관점에서 볼 때 우리나라의 기업을 대상으로 하여 配當政策의 橫斷面的 特性과 배당정책의 決定要因을 분석하고 배당정책의 情報效果를 실증적으로 분석하는 일은 중요한 의미가 있다고 보여진다. 따라서 本 研究에서는 1976~1986년의 기간에서 上場企業 2,740 個社의 現金配當率 公示資料를 이용하여 記述的 統計分析을 함으로써 우리 나라 상장기업의 현금배당 정책에서 볼 수 있는 여러가지 특성을 정리하는 한편, 1988년말 현재 한국 증권거래소에 상장된 436 個社 중에서 설문지가 회수된 101 개사를 대상으로 한 設問調査를 통하여 配當政策의 決定要因을 조사하고, 마지막으로 1976~1986년 기간에서 現金配當率을 公示한 647 個社의 현금배당을 공시자료와 일별 주가수익률을 이용하여 現金配當 公示의 情報效果를 實證的으로 檢證하는데 研究의 目的을 두고자 한다.

本 研究는 다음과 같이 構成하였다. 제 I 장에서는 本 研究의 序論으로 研究의 필요성과 목적을 기술하였으며, 제 II 장에서는 우리나라 상장기업에서 볼 수 있는 諸 特性에 대한 기술적 통계분석의 결과와 배당정책의 決定要因에 대한 設問調査의 결과를 기술하였다. 제 III 장에서는 배당정책의 情報效果에 대한 檢證方法과 標本의 選定基準을 기술하였으며, 제 IV 장에서는 配當政策의 情報效果에 대한 實證的 檢證結果를 분석하였고, 제 V 장에서는 結論 및 研究의 限界點을 기술하였다.

2. 우리나라 上場企業의 配當政策의 決定要因과 諸 特性

1. 우리나라 上場企業의 配當政策 決定要因

우리나라 上場企業의 經營者들이 배당정책을 결정할 때 실제로 어떠한 要因을 중요

4) 우리 나라에서 수행된 배당정책에 대한 연구는 배당정책 이론에 대한 문헌연구가 대부분이었으며, 최근에 배당정책의 효과에 대한 실증적 연구가 이루어지고 있는데, 이에 대한 실증적 논문으로는 남상구(1984), 우춘식-남명수(1988), 우춘식(1988)과 우춘식-김영규(1988)를 참고할 수 있다.

하게 고려하고 있는가를 분석하고자 하는 設問調査에서는 1988년말 현재 한국 증권 거래소에 上場된 436個社의 經營者들에게 設問紙를 우송한 결과 23.6%인 101個社로부터 설문지를 회수하였다. 應答企業의 산업별 분포는 <表 2-1>과 같다.

<表 2-1> 標本 및 應答企業의 産業別 分布

	제조업	도소매업	금융업	기타	계
표본기업수	292	25	68	51	436
응답기업수	70	10	14	7	101
응답률 (%)	23.9	40.0	20.6	13.7	23.2

Lintner(1956)는 28개 기업의 經營者 또는 財務擔當者와의 面談調査에서 현재의 배당수준에 비하여 현저한 이익의 변화가 있을 때 配當性向을 조정하지만, 株主들이 안정된 배당소득을 선호하는 경향이 있기 때문에 配當性向을 한꺼번에 조정하지 않고 目標 配當性向을 설정하여 그에 따라 점진적으로 배당성향을 조정하는 경향이 있다는 사실을 발견하였다.⁵⁾ Lintner의 배당결정 모형에서 가장 중요한 배당의 決定要因은 現在の 配當水準과 未來의 期待利益水準이었는데 이와 같은 견해가 우리나라에서도 적용되고 있는가를 살펴보는 한편, 실제로 배당정책의 결정에서 企業外的 要因이 얼마나 중요하게 작용하고 있는가를 확인하기 위하여 17개 문항을 제시하였다.

그 결과 <表 2-2>에서 볼 수 있는 바와 같이 業界의 配當支給 慣行, 公金利水準 및 未來의 經濟環境 變化 등의 企業外的 要因을 배당정책의 결정에서 중요한 要因으로 고려하고 있는 것으로 나타났다.⁶⁾

5) J. Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, May, 1956, pp. 97-113.

6) 특히 금융업에서는 법적 규제나 행정당국의 지도가 배당정책의 결정에서 중요한 요인으로 고려되고 있음을 볼 수 있었다. 이에 대한 자세한 내용은 우춘식(1988)을 참고하기 바람.

1985년에 뉴욕 증권거래소에 상장된 562 개사를 대상으로 한 Baker, Farrelly와 Edelman(1985)의 조사결과에서는 기업의 미래 기대이익 수준, 과거의 배당 지급 패턴, 현금의 이용가능성과 주가유지 및 주가상승에 대한 관심등 주로 企業內的 要因이 배당정책의 결정에서 중요하게 작용되고 있는 것으로 지적되었던 점과 비교할 때⁷⁾ 우리나라의 경우에는 企業內的 要因 이외에도 企業外的 要因이 배당정책 결정에서 중요하게 작용되고 있는 등 배당정책 결정에서 企業의 自律的 意思決定에 制限을 받고 있다는 사실을 확인할 수 있었다.

<表 2-2> 배당정책의 결정요인에 대한 설문조사의 결과

결정요인 \ 중요도	중요치않음 0	약간중요함 1	상당히중요함 2	아주중요함 3	매우중요함 4	평균치
업계의 배당지급관행	1.0	18.8 %	26.7 %	44.6 %	8.9 %	2.414
과거의 배당지급패턴	4.0	21.8	35.6	29.7	8.9	2.178
공금리 수준	3.0	18.8	49.5	21.8	6.9	2.109
미래의 경제환경변화	2.0	23.8	44.6	23.8	5.9	2.079
목표자본구조의 유지	1.0	27.7	39.6	26.7	5.0	2.069
주가유지 및 주가상 승에 대한 관심	4.0	23.8	40.6	29.7	2.0	2.020
미래의 예상이익수준	2.0	27.7	41.6	24.8	4.0	2.010

資料：禹春埴, “配當政策의 決定要因과 그 效果에 대한 經營者의 見解”, 信評저널, 겨울호, 한국신용평가(주), 1988, p.10.

2. 現金配當 政策의 諸 特性

우리나라 상장기업의 현금배당 정책에서 볼 수 있는 諸 特性을 검토하고자 하는 記述的 統計分析에서 사용된 標本企業은 전력, 금융 및 보험산업을 제외한 상장기업 중에서 1976~1986년 기간에서 한국 증권업협회가 매일 발간하는 「證券市場紙」에 현금배당률을 공시한 2,740 개사이었다.

7) H.K. Baker, G.E. Farrelly and R.B. Edelman, "A Survey of Management View on Dividend Policy," *Financial Management*, Autumn, pp. 73-84.

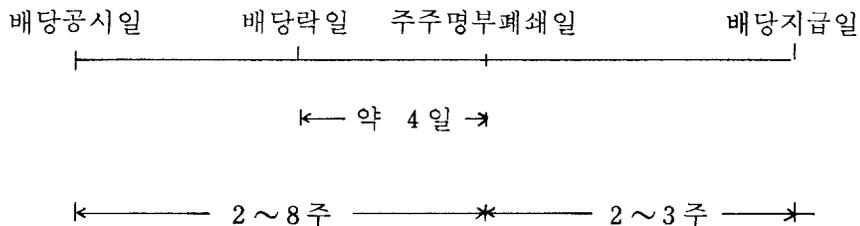
1) 現金配當支給 制度上的 特性

현행 우리나라의 商法에서는 現金配當을 株主總會의 議決事項으로 규정하고 있다. 이와같은 입법취지는 小額株主의 권익보호라는 측면이 반영된 것이나, 현실적으로 본래의 입법취지와는 달리 投資者의 權益保護에 오히려 역행하는 결과를 초래하고 있는 것으로 평가된다. 우리 나라의 배당지급 제도는 다음과 같은 점에서 문제점을 露呈하고 있는 것으로 보인다.

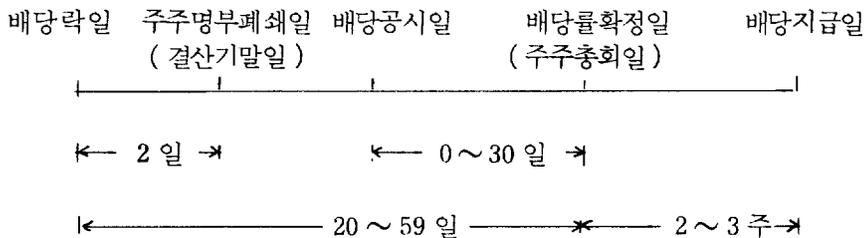
첫째, 우리 나라의 경우 현금배당이 確定되기도 전에 配當落 措置가 이루어지고 있다는 점이다. <그림 2-1>에서 볼 수 있는 것처럼 美國에서는 현금배당이 理事會에서 確定되어 시장에 公示된 후에 증권시장에서 배당락 조치가 이루어지고 있으나, 우리나라에서는 현금배당이 확정되기 훨씬 이전에 배당락 조치가 이루어지고 있다.

<그림 2-1> 美國과 韓國의 配當支給 節次

<미국>



<한국>



이와 같은 배당결정에 대한 法律的 節次 때문에 배당락조치는 다만 배당을 지급받을 수 있는 株主를 확정하기 위한 수단으로서만 의미가 있을 뿐 배당지급에 따른 공정한 株價의 調整機能을 제대로 수행하지 못하고 있는 실정이다. 우리나라에서는 豫

想 現金配當金에 기초하여 配當落株價가 형성되고 있기 때문에 실제로 지급되는 현금 배당에 대한 주가의 조정이 정확하게 이루어지지 않고 있는 것으로 나타났다. <表 2-3>에서 볼 수 있는 바와 같이 2,321個社중에서 약 57%인 1,291個社의 配當落株價 調整額이 實際 配當金보다 더 낮은 것으로 나타났으며, 약 15%인 354個社의 배당락주가 조정액이 실제 배당액의 2배 이상이었던 것으로 나타났다. 이처럼 배당락주가의 不正確한 形成은 현금배당의 결정을 株主總會의 議決事項으로 규정하고 있는 法律的 節次에 기인하는 것으로 평가한다.

<表 2-3> 실제 배당금에 대한 배당락주가 조정액의 상대적 크기별
도수분포 (1976 ~ 1986)

배당락주가 조정액 / 실제배당금	회사 수	상대적 비율
~ .49	830 個社	35.76 %
.50 ~ .99	461	19.86
1.00 ~ 1.99	676	29.13
2.00 ~ 2.99	117	5.04
3.00 ~	91	3.92
기 타	146	6.29
계	2,321	100.0

기타는 배당락주가 배당부주가 보다 높게 형성된 경우임.

資料: 우춘식, 남명수, “배당정책의 신호표시내용에 관한 실증적 검증”, 증권학회지, 제 9집, 1987, p.265.

둘째, 株主總會에서의 현금배당 결정이 하나의 形式的인 法律的節次로서 인식되고 있다는 점이다. 이러한 결과는 주주총회에서 현금배당을 결정할 때 소액주주들의 의견보다 內部 經營者들의 의견이 더 강력하게 작용하고 있다는 것을 의미한다. <表 2-4>에서 볼 수 있는 바와 같이 豫定 配當率이라는 명목으로 주주총회일 이전에서 현금배당률을 공시한 기업 680 개사 중에서 92.4%인 629 개사의 경우 예정 배당률이 주주총회에서 수정없이 그대로 확정되었으며, 주주총회일에서 예정 배당률이 수정된 기업은 7.5%인 51 개사에 불과하였던 것으로 나타났다.

<表 2-4> 豫定 配當率과 確定 配當率의 관계에 대한 相對的 比率

구 분	회사 수	상대적 비율
예정배당률=확정배당률	629 개사	92.50 %
예정배당률>확정배당률	27	3.97
예정배당률<확정배당률	24	3.53
계	680	100.00

자료: “前掲書”, p.263.

2) 現金 配當率 및 配當性向의 安定性

우리나라의 配當支給 制度는 配當率 중심이라는 特性을 가지고 있다. <表 2-5> 에서는 1975 ~ 1985 년 기간에서 선정된 2,740 個社의 평균 현금배당률과 평균 배당성향을 보여 주고 있다. 평균 현금배당률의 변화추이를 보면, 1980 年 이전에서는 平均 現金配當率이 20 ~ 23 %의 범위에서 안정세를 보였으나, 1980 年 이후에 크게 하락하여 1982 年 이후부터 8 ~ 10 %의 수준에서 안정을 보이고 있는 것으로 나타나고 있다.

이러한 결과는 設問調査의 결과에서도 지적된 바와 같이 우리 나라 상장기업의 경영자들이 배당정책의 결정에서 公金利 水準을 중요한 요인으로 고려하고 있다는 것을 의미한다. 이와 같은 현상은 平均 配當性向에서도 찾아 볼 수 있다. 있다.

1980 年 이전에서는 평균 배당성향이 61 ~ 69 %의 수준에서 안정을 보였으나, 政府의 低物價·低金利 政策이 시작된 1980 年 이후부터 크게 하락하여 1982 년부터 평균 배당성향이 46 ~ 49 %의 수준에서 안정을 보이고 있음을 볼 수 있다.

<表 2-5> 우리나라 上場企業의 平均 配當性向과 平均 現金配當率의 推移

구 분	75년	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85
표본기업 수	128	202	236	260	263	266	268	268	271	286	292
평균현금배당률	20.9	23.0	21.2	22.6	21.6	15.4	11.3	8.3	7.8	8.9	9.1
평균배당성향	69.3	64.9	64.7	62.2	61.6	63.5	49.7	39.9	28.2	42.8	46.5

* 평균 배당성향은 200 % 이상 또는 무배당 기업을 제외한 2,227 개사의 배당성향을 평균한 것임.

3) 現金配當 公示上の 特性

1976 ~ 1986 년 기간에서 한국증권업협회가 매일 발간하는 證券市場紙에 예정 또는 확정 현금배당률을 공시한 기업 2,740 개사중에서 33.36 %인 914 개사가 株主總會日에서 현금배당률이 확정되기 이전에 예정 현금배당률을 공시하였으며, 나머지 66.64 %인 1,826 개사는 株主總會日에서 확정된 배당률을 공시한 것으로 나타났다. 이처럼 대부분의 기업들이 현금배당률을 株主總會日에서 공시하고 있는 이유는 주주총회일에서 배당지급액을 의결하도록 규정하고 있는 法律的 節次에 기인하는 것으로 보인다.

그러나 이러한 법률적 절차는 公示制度의 目的과 서로 상치되고 있어서 오히려 投資者 保護라는 입법취지와 상치되는 결과를 초래하고 있는 것으로 나타났다.

<表 2-6>은 標本企業 1,825 개사중에서 예정배당률을 공시한 기업 680 개사를 직전년도의 현금배당률과 비교한 것이다. 680 개사 중에서 54.85 %인 373 개사가 直前年度보다 더 높은 예정 배당률을 공시하였으며, 확정 배당률을 공시한 기업 1,145 개사 중에서 22.45 %인 257 개사가 직전년도 보다 더 높은 현금배당률을 공시한 것으로 나타났다.

<表 2-6> 現金配當率의 公示時期의 度數分布

	회 사 수	상대적 비율
예정배당률의 공시기업	680 개사	37.26 %
배당증가공시	(373)	(54.85)
배당감소공시	(166)	(24.41)
배당불변공시	(141)	(20.74)
확정배당률의 공시기업	1,145	62.74 %
배당증가공시	(257)	(22.45)
배당감소공시	(453)	(39.56)
배당불변공시	(435)	(37.99)
계	1,825	100.00

자료: “前掲書”, p.268.

이러한 결과는 豫定 配當率을 공시하는 企業은 직전년도의 배당률보다 더 높은 현금배당률을 공시하는 경향이 있으며, 반대로 確定 配當率을 공시하는 企業은 직전년

도 보다 더 낮은 현금배당률을 공시하는 경향이 있다는 사실을 시사하는 것으로 이해된다.

4) 配當支給 政策上的 特性

<表 2-7>은 표본기업 2,740개사의 현금배당률 공시자료를 配當支給 政策別로 분류한 것이다. 표본기업 2,740개사 중의 59.4%인 1,629개사가 대주주와 소액주주를 구분하지 않는 균일배당을 지급하였으며, 13.57%인 372개사가 大株主와 小額株主를 구분하는 差等配當을 지급하였고, 8.7%인 239개사가 소액주주에게만 배당을 지급한 것으로 나타났다. 이러한 사실에 기초하여 보면, 우리나라의 상당수 상장기업들이 대주주와 소액주주를 구분하여 현금배당에 차등을 두는 配當支給 政策을 유지하고 있다는 특성을 발견할 수 있다.

<表 2-7> 現金配當支給 政策別 度數分布

區 分	75년	76	77	78	79	80	81	82	83	84	85	總件數 (%)
均一配當支給	95	147	169	167	133	116	131	158	171	168	174	1,629 (59.4)
差等配當支給	7	22	22	51	72	45	37	21	24	32	39	372 (13.6)
小額株主配當支給	3	12	17	13	27	34	27	29	27	23	27	239 (8.7)
其 他	11	6	10	6	6	3	4	2	3	8	4	63 (2.3)
無配當支給	12	15	18	23	25	68	69	58	46	55	47	437 (15.9)
計	128	202	236	200	263	266	268	268	271	286	292	2,740 (100.0)

* 여기서 少額株主는 所得稅法施行令 第193條의 規定에 의한 것이다.

** 其他는 政府株主와 民間株主, 舊株와 新株 또는 優先株와 普通株를 區分하여 差等配當을 하거나 資料利用이 어려운 경우임.

3. 現金配當公示의 情報效果에 대한 實證的 檢證

1. 檢證假說

本 研究에서 實證的으로 分析하고자 하는 첫번째 假說은 現金配當 公示의 情報效果 假說이다. 配當政策의 信號表示 理論에 의하면, 세금, 거래비용 및 정보의 非對稱性이 존재하는 不完全市場에서 기업이 현금배당을 지급하는 의사결정은 세금불이익 및 자본 조달비용 등과 같은 信號表示 費用을 수반하는 의사결정이기 때문에 현금배당의 지

급에 따른 信號表示 利得이 信號表示 費用과 일치하는 수준에서 最適 現金配當 政策이 존재한다고 주장한다. 만일 이러한 논리가 현실적으로 타당하다면, 현금배당의 情報內容에 따라 그 기업의 미래 현금흐름에 대한 시장의 期待가 調整되어 株價에 대한 再評價가 이루어질 것이다. 예컨대 효율적 시장에서 기대 이상의 현금배당 지급은 信號표시 비용을 충분히 상쇄시킬 수 있는 信號표시 이득이 존재한다는 사실을 시장에 信號하기 때문에 株主의 富에 正(+)의 영향을 미칠 것이며, 기대 이하의 현금배당은 株主의 富에 負(-)의 영향을 미칠 것이다.

本 研究에서 실증적으로 분석하고자 하는 두번째 假說은 현금배당 공시에 대한 市場反應의 源泉을 설명할 수 있는 假說로서 信號表示 效果 假說과 代理人 效果 假說이다.

信號表示效果 假說에서는 기대 이상의 현금배당 공시에 대한 비정상수익률과 현금배당 변화의 크기 사이에 正(+)의 관계가 존재함을 예견한다. 만일 사건 기간의 비정상수익률이 현금배당 변화의 크기와 正(+)의 관계를 갖는다면, 이러한 실증적 증거는 배당정책의 信號표시 이론을 지지하는 실증적 증거로서 의미를 가질 것이다.

한편 기대 이상의 현금배당 공시에 대한 비정상수익률에 대한 代替的 假說은 代理人 效果 假說이다. 만일 사건기간의 비정상수익률이 大株主의 持分比率과 負(-)의 관계를 갖는다면, 이러한 실증적 증거는 현금배당의 代理人效果 假說을 지지하는 실증적 증거로서 의미를 가질 것이다.

왜냐하면, 大株主의 持分比率이 낮은 기업에서는 代理人 費用을 최소화하기 위하여 현금배당을 증가시킬 것이기 때문이다.

마지막으로 本 研究에서 검증할 가설은 現金配當公示 時期의 情報內容 假說이다. 앞서 제Ⅱ장에서 살펴본 바와 같이 主주총회일에 앞서 현금배당률을 早期에 공시한 기업들은 직전년도 보다 더 높은 현금배당률을 공시하는 경향이 있었으며, 주주총회일에서 현금배당률을 공시하는 기업들은 직전년도보다 더 낮은 현금배당률을 공시하는 경향이 있음을 발견할 수 있었다.

따라서 주주총회일에 앞서 현금배당률을 早期에 공시하거나 遲延公示하는 것이 株主의 富에 유의적인 영향을 미치는 정보내용을 갖는가는 하나의 實證的 問題이다. 현금배당률의 조기공시가 시장에 유리한 뉴스를 전달하는 수단으로 이용된다면, 사건기간 이후에서 지속적인 正(+)의 비정상수익률을 관찰할 수 있을 것이며, 반대로 현금배당률의 遲延公示가 시장에 불리한 뉴스를 전달하는 수단으로 이용된다면, 사건기간 이전에서 지속적인 負(-)의 비정상수익률을 관찰할 수 있을 것이다.

2. 標本의 選定 및 檢證方法

1) 檢證方法

현금배당공시가 株主의 富에 미치는 영향을 측정하기 위하여는, ① 현금배당의 변화를 分類하기 위한 期待 現金配當 模型의 설계, ② 현금배당 공시의 관련정보가 최초로 주가에 반영되는 事件期間의 선정, ③ 사건기간에서 비정상수익률을 측정하기 위한 正常收益率과 生成 模型을 설계하여야 한다.

本 研究에서는 기대 배당률 모형으로 다음과 같은 純粹期待 模型(Naive expectation model)을 이용한다.⁸⁾

$$E(D_{j,t}) = D_{j,t-1}$$

$(D_{j,t-1}) = t-1$ 년에서 j 기업의 주당 현금배당률

$E(D_{j,t}) = t$ 년에서 j 기업의 주당 기대 현금배당률

경영자들이 안정 배당정책을 추구하는 한편, 미래의 이익전망에 대한 분명한 변화가 있을 것으로 기대할 때 현금배당 정책을 변경하는 경향이 있다면, 純粹期待 模型은 本 研究의 目的을 실현하는데 적합할 것이다. 필자는 제II장에서 소개한 設問調査를 통하여 우리 나라 상장기업의 경영자들도 1~2년 후에 배당정책을 변경하여야 하는 경우 현금배당 수준을 조정하지 않는 이른바 안정 배당정책을 추구하는 경향이 있다는 사실을 확인할 수 있었다.⁹⁾

현금배당 공시와 관련된 정보내용이 최초로 株價에 반영되는 事件期間은 한국증권업 협회에서 매일 발간하는 「證券市場紙」에 豫定 또는 確定된 現金配當率이 최초로 공시된 날과 직후일까지의 기간(0,+1)으로 하였다.¹⁰⁾

그리고 사건기간에서 현금배당 공시와 관련된 주가변화와 시장의 전반적인 가격결정요인에 기인하는 주가변화를 분리시키기 위하여 標準 市場模型을 정상수익률의 생

8) 현금배당 공시와 관련된 사건연구에서 순수기대 모형을 이용하여 표본을 분류한 논문으로는 Aharony and Swary(1980), Kalay and Loewenstein(1985)과 Eades, Hess and Kim(1985)을 참고할 수 있다.

9) 우춘식, “배당정책의 결정요인과 그 효과에 대한 경영자의 견해”, 신평저널, 겨울호, 한국신용평가(주), 1988, pp.14~15.

10) 본 연구에서 사건기간을 (0,+1)의 기간으로 잡은 이유는 「證券市場紙」가 공시 직후일에서 투자자들에게 배포되고 있기 때문이다.

성 모형으로 사용하였다.¹¹⁾

$$R_{jt} = \alpha_j + \beta_j R_{mt} + \varepsilon_{jt} \dots\dots\dots (2)$$

$R_{jt} = [P_{jt} - P_{jt-1} + D_{jt}] / P_{jt}$
 = t 일에서 j 증권의 일별 주가수익률

$R_{mt} = [P_{mt} - P_{mt-1} + D_{mt}] / P_{mt}$
 = t 일에서 시장지수의 일별 주가수익률

α_j, β_j = 시장모형의 회귀계수

$$\beta_j = \text{COV}(R_{jt}, R_{mt}) / \text{VAR}(R_{mt})$$

ε_{jt} = t 일에서 j 증권의 확률적 오차

標準 市場模型에서 회귀계수 α 와 β 를 추정하는데 사용된 推定期間은 공시전 170 일에서 공시전 21 일까지의 기간 (- 170, - 21)으로 하였으며, 사건기간의 비정상수익률을 측정할 때 직면하는 測定誤差를 최소화하기 위하여 포트폴리오 구성절차를 적용하였다.

推定期間 (- 170, - 21)에서 각 표본증권의 일별 주가수익률과 시장지수의 일별 주가수익률을 이용하여 식(2)의 회귀계수 $\hat{\alpha}_j$ 와 $\hat{\beta}_j$ 를 추정한 다음 공시전 20 일에서 공시후 20 일까지의 기간 (- 20, + 20)에서 시장지수의 일별 주가수익률을 식(3)에 대입하여 각 표본증권의 日別 正常收益率을 구하였다.

$$\hat{\mu}_{jt} = \hat{\alpha}_j + \hat{\beta}_j R_{mt} \dots\dots\dots (3)$$

각 표본증권의 日別 非正常收益率은 식(4)에 따라 구하였다.

$$AR_{jt} = R_{jt} - \hat{\mu}_{jt} \dots\dots\dots (4)$$

AR_{jt} = t 일에서 j 증권의 일별 비정상수익률

R_{jt} = t 일에서 j 증권의 실제 수익률

$\hat{\mu}_{jt}$ = 식(4)에 따라 추정된 t 일에서 j 증권의 정상수익률

11) 사건연구에서 흔히 사용되는 정상수익률생성 모형으로는 평균조정수익률 모형 (mean adjusted returns model), 시장조정 수익률 모형 (market adjusted returns model), 표준시장모형 (standard market model)과 자본자산 가격결정 모형 (capital assets pricing model)이 있다.

사건기간에서 각 표본증권의 비정상수익률을 식(5)에 따라 구하여, 표본증권으로 구성되는 포트폴리오의 비정상수익률은 식(6)과 같이 구하였다.

$$AR_{j2a} = \sum_{t=0}^1 AR_{jt} \dots\dots\dots (5)$$

AR_{j2a} = 사건기간 (0 , 1) 에서 j 증권 의 비정상수익률
 AR_{jt} = 공시일 및 공시직후일에서 j 증권 의 일별 비정상수익률

$$AR_{p2a} = \sum_{j=1}^n AR_{j2a} / N \dots\dots\dots (6)$$

AR_{p2a} = 사건기간에서 포트폴리오 비정상수익률
 N = 표본증권의 수

현금배당 공시시기의 정보내용 가설을 검증하기 위한 누적적 일별 비정상수익률은 식(7)에 따라 구하였다.

$$CAR_{pk} = \sum_t^k AR_{pt} \dots\dots\dots (7)$$

CAR_{pk} = t 일에서 k 차일까지의 누적적 일별 비정상수익률

사건기간의 포트폴리오 비정상수익률이 통계적으로 0 과 유의적인 차이가 있는가를 검증하기 위한 母數 統計檢證으로는 t-檢證을, 그리고 非母數 統計 檢證으로는 Wilcoxon Signed Ranks Test 를 사용하였다. 사건기간의 포트폴리오 비정상수익률의 통계적 유의성 검증에서 요구되는 t-통계량은 다음과 같다.

$$t = AR_{p2a} / \sqrt{S_p^2} \dots\dots\dots (8)$$

$$S_p^2 = \frac{-21}{-170} (AR_{p2c.t} - \overline{AR_{p2c}})^2 / 74$$

= 추정기간 (- 170 , - 21) 에서 포트폴리오의 2 일별 비
 비정상수익률의 분산

$AR_{p2c.t}$ = t 일 (t = - 170 , - 168 , \dots , - 23 , - 21) 에서
 포트폴리오의 2 일별 비정상수익률

$\overline{AR_{p2c}}$ = 추정기간에서 포트폴리오의 2 일별 비정상수익률의 평균

한편 누적적 非正常收益率이 통계적으로 0 과 유의적인 차이가 있는가를 검증하는데 요구되는 t -값은 다음과 같이 구하였다.

$$t = CAR_{pk} / \sqrt{n} \cdot S_p$$

$$CAR_{pk} = \sum_i^k AR_{pi}$$

$n = 2$ 일별 비정상수익률의 수

현금배당 공시가 株主의 富에 미치는 영향을 측정할때 포트폴리오 구성절차를 이용하는 利點은 標本證券의 사건기간 비정상수익률을 평균화함으로써 현금배당 공시 이외의 企業의 固有要因과 市場의 全般的인 要因에 기인하는 測定誤差를 제거할 수 있다는 점이다. 그러나 표본증권의 비정상수익률이 豫見된 부호와 일치하지 않는 경우에는 오히려 현금배당의 효과를 희석시킬 수 있으며, 표본증권의 비정상수익률이 正規分布의 特性을 충족시키지 못하는 경우에는 모수 통계검증이 부적합할 수 있다.

이러한 문제를 고려하여 비모수 통계검증으로 Wilcoxon Signed Ranks Test를 함께 사용하였다.

한편, 현금배당공시의 市場反應에 대한 假說檢證에서는 다음과 같은 回歸模型을 이용하였다.

$$AR_{j2a} = \alpha + \beta DC_j + \epsilon_j$$

$$AR_{j2a} = \alpha + \gamma IS_j + \epsilon_j$$

$$AR_{j2a} = \alpha + \beta DC_j + \gamma IS_j + \epsilon_j$$

AR_{j2a} = 사건기간에서 j 증권의 비정상수익률

DC_j = j 기업의 공시일에서 주가에 대한 현금배당 증가의 상대적 크기¹²⁾

IS_j = 공시직전년도말 현재 j 기업의 총발행주식수중 대주주들의 보유주식 比率

12) 현금배당 변화의 크기는 다음과 같이 정의된다.

현금배당 변화의 크기 = [금기의 주당 현금배당액 - 전기의 주당 현금배당액] / 공시직전일의 주가

2) 標本 및 資料

本 研究에서 사용된 자료는 1976년 1월 4일부터 1986년 12월 31일까지의 기간에서 現金配當率 公示資料와 日別 株價收益率 資料이다. 同 기간에서 한국증권업 협회가 매일 발간하는 「증권시장지」에 현금배당률을 공시한 2,740 個社중에서 다음과 같은 基準에 따라 647 個社를 선정하였다.

① 상장기업으로 적어도 공시일 전·후 1년간의 일별 주가수익률을 이용할 수 있는 기업으로 大信 Diamond Data File에 수록된 기업으로 제한하였다.

② 전력, 金融 및 보험산업과 관리대상 종목은 표본에서 제외시켰다. 그 이유는 최근 몇년간을 제외하고는 거래가 활발하지 않았을 뿐만 아니라 배당정책 결정에서 행정당국의 지도에 크게 영향을 받고 있어서 본 연구의 목적에 적합하지 않다고 판단되었기 때문이다.

③ 공시일 전·후 20일 동안에서 합병, 주식취득, 주식분할, 유상증자, 주식합병, 및 무상증자를 공시한 기업은 표본에서 제외시켰다. 이러한 기준은 현금배당 공시 이외의 사건에 기인하는 비정상수익률의 測定誤差를 제거하는데 필요하다.

④ 1981년의 현금배당률 자료는 표본에서 제외시켰다. 이 기간은 政府의 低物價·低金利 政策에 따라 전반적으로 현금배당률이 크게 하락하여 標本分類 誤差가 發生할 수 있다고 판단되었기 때문이다.

⑤ 결산기말이 6월 또는 12월말인 기업으로 공시일 전·후 10일 동안에서 3일간 연속적으로 거래가 형성되지 않은 기업은 표본에서 제외시켰는데, 이러한 기준은 거래부진에 의한 비정상수익률의 測定誤差를 최소화하기 위하여 적용하였다.

4. 實證的 分析結果의 分析

1. 現金配當公示의 情報效果

647 個의 標本企業을 현금배당 증가 공시표본(163개사), 현금배당 감소 공시 표본(247개사)와 현금배당 불변공시 표본(237개사)으로 分類하여 사건기간의 비정상 수익률과 검증통계량을 정리하면, <表 4-1>와 같다.

<表 4-1>에서 볼 수 있는 바와같이 현금배당증가 공시표본에서는 사건기간에서 正(+)의 非正常收益率인 0.835%를 관찰할 수 있었으며, 이는 母數 및 非母數統計 檢證에서 모두 사건기간의 비정상수익률이 0이라는 歸無假說을 1%수준에서 기각

하였다. 현금배당 감소 공시표본에서도 모수 및 비모수통계검증에서 모두 통계적으로 유의적인 負(-)의 사건기간의 비정상수익률인 -1.417%를 관찰할 수 있었으며, 현금배당 불변공시 표본에서는 사건기간의 비정상수익률이 -0.245% (t = -0.934)로 모수 통계 검증에서는 비유의적이었으나, 비모수 통계검증에서는 5%수준에서 통계적으로 유의하였다.

<表 4-1> 標本證券 (647 개사)을 현금배당 증가공시 표본, 감소공시 표본 및 불변공시 표본으로 分類할 때 사건기간의 비정상수익률과 검증 통계량

표 본	비정상수익률 (0, +1)	비정상수익률의 부호		모수통계량 (t-값)	비모수통계량 (z-값)
		+부호	-부호		
현금배당증가공시표본 (163)	0.833 %	54.7	45.3	2.875 ^{***}	3.153 ^{***}
현금배당감소공시표본 (247)	-1.417 %	37.3	62.7	-4.375 ^{***}	-4.491 ^{***}
현금배당불변공시표본 (237)	-0.245 %	50.7	49.3	-0.934	-1.988 [*]

***, ** 및 *부호는 각각 1%, 2% 및 5%의 유의수준을 의미함.

이러한 檢證結果는 우리나라 증권시장에서 현금배당 공시가 投資者들에게 의미 있는 情報內容을 제공한다는 하나의 실증적 증거로서 현금배당 공시의 情報內容 假說과 일치하는 것으로 볼 수 있을 것이다.

1) 同時的 利益公示 效果의 統制

그러나 현금배당 공시의 정보효과를 실증분석하는데 있어서 고려하여야 하는 중요한 작업은 현금배당과 이익공시의 효과를 분리시키는 일이다. 왜냐하면 우리나라에서는 年間 報告利益과 現金配當을 같은 時期에 동시에 公示하고 있는 경향이 있기 때문이다. 이와 같은 同時的인 利益公示 效果를 통제시키기 위하여 현금배당증가, 감소 및 불변공시 표본의 각각을 직전년도의 年間利益 보다 높은 이익을 공시한 기업군과 낮은 이익을 공시한 기업군으로 分類하였다.¹³⁾ 예컨대 현금배당 증가공시 표본(163

13) 1주당 순이익은 다음과 같이 계산하였다.

1주당 순이익 = CPA 수정후 세후순이익 / 평균 발행주식수

평균발행주식수 = 기초 발행주식수 + [기중 발행주식수 × 배당기산일로부터 결산기말까지의 기간] / 365 일

個社)을 利益增加 公示標本(103개사)과 利益減少 公示標本(60개사)으로 分類할 때, 이익감소 公示표본에서도 통계적으로 유의적인 正(+)의 사건기간 비정상수익률이 관찰된다면, 이익 公示효과에도 불구하고 현금배당 公示의 정보효과가 존재한다고 말할 수 있을 것이다.

<表 4-2>에서는 이와같은 標本分類 方法에 따라 同時的 利益 公示效果를 통제할 때의 檢證結果를 보여주고 있다. 현금배당 증가 公示표본을 주당이익의 증가와 감소 公示표본으로 분류할 때 兩 標本에서 모두 통계적으로 유의적인 正(+)의 사건기간 비정상수익률을 관찰할 수 있었으며, 현금배당 감소 公示표본에서도 株當利益의 減少 및 增加 標本에서 모두 통계적으로 유의적인 負(-)의 사건기간 비정상수익률을 관찰할 수 있었다.

<表 4-2> 標本分類 方法에 따라 同時的 利益 公示 效果를 統制한 檢證結果

표 본	비정상수익률 (0,+1)	비정상수익률의부호		t-값	Z-값
		+부호	-부호		
현금배당증가공시 표본 (163)	0.835%	57.7	42.3	2.875***	3.153***
이익증가 표본 (103)	0.790	56.3	43.7	2.217*	2.076*
이익감소 표본 (60)	0.863	58.6	41.4	2.082*	2.303*
현금배당감소공시 표본 (247)	-1.417	39.7	60.3	-4.375***	-4.491***
이익증가 표본 (63)	-1.058	38.7	61.3	-2.499**	-2.577**
이익감소 표본 (184)	-1.546	39.7	60.3	-3.906***	-3.754***

이러한 결과는 현금배당의 情報內容 假說을 지지하는 강력한 실증적 증거로서 의미를 갖는 것으로 이해된다.

2) 標本分類 誤差의 統制

純粹期待 模型이 현금배당에 대한 시장의 期待를 정확하게 반영하지 못한다면, 앞서의 실험에서 관찰된 사건기간 비정상수익률에서 標本分類에 따른 偏奇가 존재할 수 있을 것이다. 이러한 표본분류 오차는 현금배당률의 변화 크기가 적을 때 분석결과에 크게 영향을 미치게 된다.

따라서 이와같은 표본분류 오차를 피할 수 있는 하나의 방법은 현금배당률의 변화

가 현저히 큰 기업만으로 표본을 구성하여 검증을 반복하는 일이다. 예컨대 최소한 1년이상에 걸쳐 무배당을 공시한 기업이 최초로 현금배당을 지급한다고 공시한 표본에서 높은 正(+)의 사건기간 비정상수익률이 관찰되거나, 直前年度에서 현금배당지급을 공시한 기업이 무배당 지급을 공시한 기업으로만 구성되는 표본에서 높은 負(-)의 사건기간 비정상수익률이 관찰된다면, 표본분류 오차에도 불구하고 현금배당 공시의 情報效果 假說을 지지하는 하나의 강력한 실증적 증거로서 해석할 수 있을 것이다.

<表 4-3>에서는 直前年度에서 현금배당을 지급한 企業이 無配當支給을 공시한 기업으로만 구성되는 標本(37개사)과, 1년이상에 걸쳐 연속적으로 무배당지급을 공시한 기업이 最初로 현금배당을 지급한다고 공시한 기업만으로 구성되는 標本(33개사)에 대한 검증결과를 보여준다.

<表 4-3> 標本分類 誤差를 고려할 때 現金配當 公示效果에 대한 검증결과

표 본	비정상수익률(0,+1)	t-값	Z-값
직전년도에서 현금배당을 공시한 기업이 무배당지급을 공시한 표본(37개사)	-6.155 %	-4.718***	-3.719***
1년이상에 걸쳐 무배당지급을 공시한 기업이 최초로 현금배당을 지급한다고 공시한 표본(33개사)	1.441 %	1.839	2.171*

表에서 볼 수 있는 바와같이 직전년도에서 현금배당지급을 공시하였던 매우 높은 負(-)의 비정상수익률을 관찰할 수 있었으며, 이러한 비정상수익률은 母數 및 非母數 統計檢證에서 모두 통계적으로 유의적이었다. 이와같은 -6.155%의 비정상수익률은 현금배당 감소 공시표본의 비정상수익률과 비교할때 4.7% 포인트가 높은 것으로 나타났다.

한편, 1년이상에 걸쳐 무배당 지급을 공시한 기업이 최초로 현금배당을 지급한다고 공시한 표본(33개사)에서도 매우 높은 正(+)의 비정상수익률인 1.441%를 관찰할 수 있었으며, 이는 모수 및 비모수 통계검증에서 통계적으로 유의적이었다. 이러한 검증 결과는 현금배당 공시의 情報內容 假說을 지지하는 하나의 강력한 실증적 증거로서 평가할 수 있다.

2. 現金配當 公示의 市場反應에 대한 假說 檢證

현금배당 증가공시 표본에서 관찰된 正(+)의 사건기간 비정상수익률은 기업의 미래 현금흐름에 대한 경영자의 內部情報가 시장에 전달되는 결과로써 나타나는 信號表示 效果 이외에도 代理人 效果에 기인할 수 있다. 만일 현금배당 증가공시에 대한 시장반응이 代理人 效果에 기인한다면, 사건기간의 비정상수익률은 기업의 소유권 구조상에서 大株主持分 比率과 負(-)의 관계를 가질 것이며, 信號表示 效果에 기인한다면 현금배당률의 변화크기와 正(+)의 관계를 가질 것이다.

현금배당 증가공시에 대한 市場反應의 假說檢證에서는 액면가 500원을 기준으로 하여 주당 현금배당 증가액이 25원 이상인 기업 62개사를 표본으로 선정하여 信號表示 變數와 代理人 變數를 각각 독립변수로 하고, 사건기간의 비정상수익률을 종속변수로 하여 回歸分析을 하였다. 回歸分析의 결과는 <表 4-4>와 같다.

<表 4-4> 62개사의 사건기간 비정상수익률을 從屬變數로 하고 信號表示 變數와 代理人 變數를 獨立變數로 할 때 回歸分析의 結果

變數	추정치	표준오차	t-값	유의수준	F-값	결정계수
α	-0.0025	-0.0057	-0.439	0.662	2.519	0.0397
β	0.0878	0.0553	1.587	0.117		
α	-0.0051	0.0107	-0.478	0.634	0.895	0.0129
γ	0.0255	0.0285	0.895	0.374		
α	-0.0108	0.0111	-0.967	0.337	1.627	0.0514
β	0.0865	0.0554	1.561	0.124		
γ	0.0243	0.0281	0.864	0.391		

<表 4-4>에서 볼 수 있는 것처럼 현금배당의 변화크기를 독립변수로 한 回歸分析에서는 절편값이 負(-)의 값으로 0과 유의적인 차이를 보이지 않았으며, 回歸係數 β 의 값은 0.0833으로 11.7%의 수준에서 0과 유의적인 차이를 보였다.

이러한 결과는 현금배당 공시에 대한 시장반응이 信號表示 效果에 기인한다는 실증적 증거로 이해할 수 있다. 이러한 결과는 현금배당의 변화크기와 大株主持分 比率을 각각 독립변수로 한 多重 回歸分析에서도 관찰할 수 있음을 볼 수 있다.

한편 大株主의 持分比率을 독립변수로 한 回歸分析에서는 회귀계수 β 값이 통계적으로 非有意的이었다. 이러한 결과는 현금배당 공시에 대한 시장반응의 代理人 效果

假說을 棄却하는 실증적 증거로서 이해된다. 또한 대주주와 소액주주에게 차등을두어 현금배당을 지급한 표본(18개사)을 대상으로 한 회귀분석에서는 현금배당의 증가 크기의 회귀계수가 통계적으로 비유의적이었던 반면에 대주주지분 比率의 회귀계수는 0.333으로 正(+)의 부호를 보였으며, 이러한 正(+)의 회귀계수는 9.8%수준에서 통계적으로 유의적이었다.

차등배당 공시표본에 대한 회귀분석의 결과는 <表 4-5>와 같다.

<表 4-5> 차등배당 공시표본(18개사)에 대한 회귀분석 결과

변 수	추정치	표준오차	t - 값	유의수준	F - 값	결정계수
α	-0.0111	-0.0168	-0.658	0.519	1.808	0.0961
β	0.3331	0.2476	1.345	0.196		
α	-0.0239	-0.0203	-1.180	0.254	3.057	0.1524
γ	0.0908	0.0519	1.748	0.098		
α	-0.0355	0.0230	-1.542	0.243	2.090	0.2072
β	0.2569	0.0444	1.051	0.309		
γ	0.0792	0.0529	1.497	0.154		

差等配當 公示標本에서 현금배당 증가공시에 대한 비정상 수익률이 대주주 지분 比率과 正(+)의 관계를 갖는 실증적 증거는 현금배당 공시의 신호표시 가설을 지지하는 의미를 갖는다.

이러한 결과는 대주주의 소유지분 비율이 높을수록 內部 經營者가 그들의 所有持分에 대한 현금배당을 포기하거나 감축하는 대신에 소액주주들의 持分에 대한 현금배당률을 증가시켜 기업의 미래 현금흐름에 대한 유리한 內部情報를 시장에 신호함으로써 株價를 極大化하는 行動을 하고 있다는 증거로서 평가할 수 있다.

이상의 檢證結果에 기초하면, 현금배당 공시의 비정상수익률은 信號表示 效果에 기인하는 것으로 볼 수 있으며, 이러한 결과는 현금배당 공시의 정보효과를 확인하는 의미로서 해석할 수 있다.

3. 現金配當 公示期間의 情報內容

全體標本(647개사)을 주주총회일에서 현금배당률이 확정되기 이전에 현금배당의

지급을 早期公示한 표본(159개사)과 주주총회일에서 확정된 현금배당률을 遲延公示한 표본(488개사)으로 분류하여 공시일 전·후 기간에서 누적적 비정상수익률 관찰하였다.

만일 현금배당률이 시장에서 投資者들이 기대하였던 時期보다 앞서 조기공시된다면, 현금배당 공시와 관련된 정보내용은 공시일 이후까지 지속적으로 주가에 반영될 것이며, 반대로 현금배당률이 시장에서 投資者들이 기대하였던 時期보다 늦게 공시된다면, 현금배당공시와 관련된 정보내용은 공시일 이전의 기간에서 주가에 반영될 것이다.

따라서 공시일 전·후 기간에서 누적적 비정상수익률이 통계적으로 0과 유의적인 차이가 있는가를 분석함으로써 현금배당 공시시기의 정보내용 가설을 검증할 수 있다.

<表 4-6>에서 볼 수 있는 바와같이 주주총회일에서 현금배당률이 확정되기 이전에 배당지급을 공시한 표본(159개사)에서는 공시일에서 공시후 7일까지의 기간(0,+7)에서 통계적으로 유의적인 正(+)의 누적적 비정상수익률인 1.891%($t=2.803$)를 관찰할 수 있었으며, 주주총회일에서 확정된 현금배당률을 공시한 표본(488개사)에서는 공시전 6일에서 공시직후일까지의 기간(-6,+1)에서 통계적으로 유의적인 負(-)의 누적적 비정상수익률인 -1.392%($t=-2.817$)를 관찰할 수 있었다.

<表 4-6> 주주총회일 이전에서 현금배당률을 공시한 표본(159개사)과 주주총회일에서 확정된 현금배당률을 공시한 표본(488개사)에 대한 검증결과

표 본	사건기간 비정상수익률	누적적 배당수익률
주주총회일 이전에서 현금배당률을 공시한 표본(159개사)	0.401 % (1.191)	$CAR_{(0,+7)}=1.891$ (2.808)***
주주총회일에서 확정된 현금배당률을 공시한 표본(488개사)	-0.688 (-2.784)	$CAR_{(-6,+1)}=-1.392$ (-2.817)***

* ()의 수치는 t-값을 의미함.

이와같은 검증결과에 기초한다면 주주총회일에서 확정된 현금배당률을 공시하는 행위는 시장에서 投資者들이 기대하였던 시기보다 늦게 공시되는 것으로 받아들여지고

있으며, 이러한 현금배당률의 遲延公示는 株主의 富에 負(-)의 影響을 미치는 불리한 뉴스(bad news)로써 작용하며, 반대로 주주총회일 이전에서 현금배당률을 공시하는 행위는 시장에서 投資者들이 기대하였던 시기보다 빨리 공시되는 것으로 받아들여지고 있고, 이러한 早期公示는 株主의 富에 正(+)의 影響을 미치는 유리한 뉴스(good news)로 작용한다는 現金配當 公示時期의 情報內容 假說과 일치하는 실증적 증거로서 평가된다.

5 . 要約 및 結論

本 研究에서는 현금배당 정책에서 경영자들이 어떠한 요인을 중요하게 고려하고 있는가를 보기 위하여 1988년말 현재 한국 증권거래소에 상장된 101개사의 경영자를 대상으로 한 設問調査를 들쭉, 우리나라 상장기업의 배당정책에서 볼 수 있는 諸 特性을 정리하기 위하여 1976~1986년 기간에서 한국 증권업 협회가 매일 발간하는 「證券市場紙」에 공시한 2,740개사의 현금배당률 공시자료를 기초로 한 記述的 統計分析을, 셋째 현금배당 공시의 정보내용 가설을 실증적으로 검증하기 위하여 1976~1986년의 기간에서 647개사의 현금배당률 공시자료와 일별 주가수익률을 이용한 母數統計 및 非母數 統計檢證을 하였다.

本 研究에서 발견된 결과는 다음과 같이 요약할 수 있다. 먼저 배당정책의 결정요인에 대한 設問調査에서는 우리나라 상장기업의 경영자들은 배당정책을 결정할 때 과거의 배당지급 패턴, 목표 자본구조의 유지, 추가유지 및 추가상승에 대한 관심과 미래 예상이익 수준 등과 같은 企業內的 要因 이외에도 업계의 배당지급 관행, 공급리 수준, 미래의 경제환경 변화 등과 같은 企業外的 要因을 중요하게 고려하고 있다는 사실을 발견할 수 있었다.

이러한 결과는 우리나라의 경우 배당정책 결정에서 企業外的인 制約을 받고 있다는 증거로서 이해된다.

한편, 2,740개사의 현금배당률 공시자료를 이용한 記述的 統計分析에서는 다음과 같은 사실을 발견할 수 있었다. ① 소액주주의 권익보호에 역점을 두고 있는 현행 배당지급 제도가 본래의 입법취지에 기여하지 못하고 있다는 사실을 발견할 수 있었다. 이러한 결과는 배당정책의 결정에서 企業外的인 要因에 影響을 받고 있다는 점, 주주총회의 의결사항으로 규정하고 있음에도 불구하고 실제로는 內部 經營者의 의도에 따라 배당정책이 결정되고 있다는 점, 마지막으로 배당정책의 결정에서 法律的

制約 때문에 현금배당률이 확정되기 이전에 配當落 措置가 이루어지기 때문에 배당락 주가의 조정이 부정확하여 오히려 합리적인 投資決定을 混亂시키는 否定的 結果를 초래하고 있다는 점에서 설명할 수 있다. ② 公金利率이 크게 하락하였던 기간을 제외하는 경우 現金配當率과 配當性向이 비교적 안정적인 것으로 나타났다. ③ 배당지급 제도상의 法律的 제약 때문에 대부분의 상장기업들이 주주총회일에서 현금배당률을 공시하는 경향을 보이고 있어서 기업의 공시제도 상에 문제를 제기하고 있는 것으로 나타났다. ④ 상당수의 기업에서 대주주와 소액주주에게 차등을 두어 현금배당을 지급하는 배당지급 정책을 발견할 수 있었다.

마지막으로 現金配當 公示의 情報內容에 대한 실증적 검증에서는 現金配當 公示의 정보내용 가설과 公示時期의 정보내용 가설을 지지하는 실증적 증거를 발견할 수 있었다. 특히 현금배당 공시에 대한 시장반응의 假說檢證에서는 내부 경영자들이 자신의 富를 우선하는 것보다 株價를 極大化하는 쪽으로 행동하는 경향이 있다는 사실을 뒷받침할 수 있는 實證的 證據를 발견할 수 있었다.

그러나 本 研究은 다음과 같은 점에서 限界가 있음을 지적하여 둔다.

① 富의 移轉效果에 대한 검증을 병행하지 못하였다는 점, ② 市場模型의 母數 추정과 관련하여 去來不振에 의한 便倚를 통제하지 못하였다는 점, ③ 현금배당 공시 시기의 정보내용 가설의 검증에서 현금배당 공시시기에 대한 시장의 기대를 충분히 반영할 수 있는 예상공시일을 주주총회일로 설정함으로써 발생할 수 있는 便倚를 통제하지 못한 점에서 한계가 있다.

앞으로의 研究에서 이와 같은 問題를 고려한 實證的 研究이 있기를 기대한다.

< 參 考 文 獻 >

< 국내 문헌 >

- 南尙九, “配當政策에 관한 研究”, 1984年 證券심포지움 發表 論文, 證券學會, 1984.
- 禹春埴, “配當政策의 決定要因과 그 效果에 대한 經營자의 見解”, 信評저널 6권 겨울호, 韓國信用評價(株), 1988.
- 禹春埴, 金暎圭, “配當支給政策 變更이 株價에 미치는 영향”, 韓國經濟 16권, 성균관대 韓國産業研究所, 1988.
- 禹春埴, 金暎圭, “現金配當公示의 市場反應에 대한 實證的 分析”, 信評저널 6권, 겨울호, 韓國信用評價(株), 1988.
- 禹春埴, 南明洙, “配當政策의 信號表示內容에 관한 實證的 研究”, 證券學會紙, 證券學會, 1987.
- 李弼商, 鄭 元, “配當의 信號表示理論에 관한 研究” 經營論叢, 高麗大學校, 1986.

< 외국문헌 >

- J. Aharony, and I. Swary, "Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholders' Returns: An Empirical Analysis", *The Journal of Finance* 35, (March, 1980), pp. 1-12.
- R. Ambarish, K. John, and J. Williams, "Efficient Signalling with Dividends and Investment.", *The Journal of Finance* 43, June, 1987, pp. 321-343.
- J.S. Ang, "Do Dividends Matter?-A Review of Corporate Dividend Theories and Evidence", *Monograph Series in Finance and Economics*, Monograph 1987-2, Univ. of New York, 1987.
- P. Asquith, and D. Mullins, "The Impact of Initiating Dividend Payments on Shareholders' Wealth", *Journal of business* 56,

(Jan., 1983), pp. 77-96.

H.K. Baker, G.E. Farrelly and R.B. Edelman, "A Survey of Management's View on Dividend Policy", *Financial Management*, Autumn, 1985, pp. 78-84.

S. Bhattacharya, "Imperfect Information, Dividend Policy and 'The Birds in Hand Fallacy'", *Bell Journal of Economics* 10, (Spring, 1979), pp. 259-270.

S. Bhattacharya, "Non-Dissipative Signalling Structures and Dividend Policy", *Quarterly Journal of Economics* 95, (August, 1980), pp. 1-24.

H. Black and M. Scholes, "The Effects of Dividend Yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns," *Journal of Financial Economics* 1, (May, 1974), pp. 122.

M. Brennan, "Taxes, Market Valuation and Corporate Financial Policy", *National Tax Journal*, (Dec, 1970), pp. 417-427.

J. Brickley, "Shareholder Wealth, Information Signalling and the Specially Designated Dividend: An Empirical Study", *Journal of Financial Economics* 12, 1983, pp. 187-209.

G. Charest, "Dividend Information, Stock Returns, and Market Efficiency", *Journal of Financial Economics* 6, 1978, pp. 297-330.

K. Eades, P. Hess, and H. Kim, "Market Rationality and Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics* 14, 1985, pp. 581-604.

- K. Eades, P. Eess, and H. Kim, "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period", *Journal of Financial Economics* 13, (1984), pp. 3-34.
- E.J. Elton, and M.J. Gruber, "Marginal stockholders' Taxes Rates and the Clientele Effect", *Review of Economics and Statistics*, (Feb., 1970), pp. 68-74.
- D. Farrar, and L. Selwyn, "Taxes, Corporate Financial Policy and Return to Investors", *National Tax Journal*, (Dec., 1967), pp. 444-454.
- G. Handjinicolaou and A. Kalay, "Wealth Redistribution or Change in Firm Value: An Analysis of Returns to Bondholders and Stockholders around Dividend Announcement", *Journal of Financial Economics* 13, 1984, pp. 35-63.
- K. John, and J. Williams, "Dividends, Dillution and Taxes: A Signalling, Equilibrium", *Journal of Finance* 50, (Sept., 1985), pp. 1053-1070.
- A. Kalay, and U. Loewenstein, "Predictable Events and Excess Returns: The Case of Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics* 14, 1985, pp. 423-449.
- A. Kalay, and U. Loewenstein, "The Information Content of the Timing of Dividend Announcements", *Journal of Financial Economics* 16, 1986, pp. 373-388.
- W. K. Lewellen, R.L. Stanley, and G. Schlarbaum, "Some Direct

Evidence on the Dividend Clientele Phenomenon", *Journal of Finance*, (Dec., 1978), pp. 1385-1399.

J. Lintner, "Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes," *American Economic Review*, (May, 1956), pp. 97-113.

R. Litzenberger, and K. Ramaswamy, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics* 9, (June, 1979), pp. 163-196.

R. Litzenberger, and K. Ramaswamy, "Dividends, Short Selling Restrictions, Tax-Induced Investor Clienteles and Equilibrium", *Journal of Finance*, (May, 1980), pp. 469-482.

N.H. Miller, and K. Rock, "Dividend Policy under Asymmetric Information", *Journal of Finance* 40, 1985, pp. 1031-1051.

N.H. Miller, and M. Scholes, "Dividend and Taxes", *Journal of Financial Economics* 8, (Dec., 1978), pp. 333-346.

F. Modigliani, and M.H. Miller, "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, (Oct., 1961), pp. 411-433.

R.R. Pettit, "Taxes, Transaction Costs and Clientele Effects of Dividends", *Journal of Financial Economics* 7, 1977, pp. 419-436.

J.M. Poterba, and L.H. Summers, "New Evidence that Tax affect the

Valuation of Dividends", *Journal of Finance* 39, 1984, pp. 469-482.

B. Rosenberg and V. Marathe, "Tests of Capital Assets Pricing Hypothesis", *Research in Finance*, (Jan., 1979), pp. 115-223.

R. Watts, "The Information Content of Dividends", *Journal of Business* 46, 1973, pp. 191-211.

J.R. Woolridge, "Dividend Changes and Security Prices", *Journal of Finance* 38, 1983, pp. 1607-1615.

