

현금배당락조치 폐지 이후 배당락일의 주가행태*

김 성 민**

요 약

본 연구는 한국증권거래소의 현금배당락조치 폐지 이전과 1998년 7월 현금배당락조치 폐지 이후의 표본을 이용하여 인위적인 거래소의 배당락조치 변경이 배당락일의 주가행태에 미치는 효과를 분석하였다.

실증분석 결과 현금배당락조치 폐지 이후 거래소 배당락기준가격의 오차는 예상대로 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 단기차익 거래의 유용성은 표본그룹에 관계없이 금기예상실효배당금에 대한 정보소유자가 연말 폐장일에 배당부종가로 구입하여 배당락일인 연초 개장일에 배당락 증가로 매도하는 것이 배당락 시가로 매도하는 것보다 더 효과적임을 알 수 있었다. 그리고, 이러한 차익거래를 통한 보유기간 세후 수익률은 현금배당락조치 폐지 이전인 1997년(4.7%)에 비해 현금배당락조치 폐지 이후 현금배당락을 시키지 않은 1998~1999년(8.9%) 기간에 더 증가하였다.

단기차익을 위한 차익거래가 실질적으로 이루어 졌는지 연초 배당락일 주변의 초과거래량을 분석한 결과 1997~1998 회계년도의 배당락일에는 유의적인 양(+)의 초과거래량이 발생하였지만 1999 회계년도의 배당락일에는 유의적인 음(-)의 초과거래량이 발생하여 이에 대한 결론을 내릴 수 없었다. 본 연구는 금기예상현금배당에 대한 완전예측을 가정함으로써 배당락일의 주가하락과 주주총회에서 실현될 주당배당금의 피리는 차익을 제공할 수 있으나 무위험 차익거래 기회가 아님을 밝혀 둔다.

* 이 논문은 1999년 한양대학교 교내연구비에 의해 연구되었음. 본 논문의 초안은 2001년 3월 서울대 증권금융연구소 워크샵과 2002년 2월 한국증권학회학술대회에서 발표되었음.

** 한양대학교 교수

I. 서 론

본 연구는 한국증권거래소의 현금배당락조치 폐지 이전과 1998년 7월 현금배당락조치 폐지 이후의 표본을 이용하여 인위적인 거래소의 배당락조치의 변경이 배당락일의 주가행태에 미치는 효과를 분석하고자 한다. 배당락조치라 함은 이익배당을 받을 권리가 소멸되었음을 거래소에서 투자자에게 주지시켜 주기 위한 일련의 시장조치를 의미한다. 주식회사는 매사업년도가 종료하게 되면 결산확정과 잉여금 처리 등을 위하여 정기주주총회를 개최하는데 주주총회에서 주주권을 확정시키기 위해 권리확정일을 매사업년도 최종일로 하고 그 익일부터 동 주주총회 종료일까지 주주명부를 폐쇄하여 주식의 명의개서를 인정하지 않는다. 따라서, 명의개서 정지개시일인 사업년도 종료 익일부터 주식을 새로이 보유하는 자는 전사업년도의 결산에 따른 이익배당을 받을 권리가 없게 되므로 거래소에서는 이러한 사실을 투자자에게 알려 올바른 주가가 형성될 수 있도록 하기 위하여 배당락조치를 취하고 있다. 거래소에서는 명의개서 정지개시일인 사업년도 종료 익일에 결제되는 매매분 즉, 사업년도 종료일 전일매매분부터 배당락조치를 하게 되지만, 결산기가 12월말인 경우에는 사업년도 종료일 전일이 연말 휴장일에 속하기 때문에 익년도 연초 개장일이 배당락조치일이 된다¹⁾.

여타 조건이 일정하다면 이론적으로 배당락 당일의 주가는 배당부주가(배당락일 전일종가)에서 주주에게 지급되는 이익배당분 만큼 낮아져야 한다. 이 경우 이익배당분은 당해사업년도의 배당금액(앞으로 '금기배당금'이라 칭함)을 제공하여야 하나 금기배당금을 확인할 수 없는 경우에 현금배당락조치 폐지 이전까지는 거래소에서는 전기사업년도의 배당금액(앞으로 '전기배당금'이라 칭함)을 적용하여 왔다²⁾. 상장법인이 주식배당을 하고자 하는 경우 그 예정내용

1) 거래소의 배당락조치와 관련된 부분은 “주요국의 증권거래 및 결제제도”, 증권거래소, 1995년 12월, 121-123에서 인용하였음. 2002년 12월 현재 12월 결산법인의 배당락일은 연말 휴장일이 짧아져 12월 31일 하루이므로 마지막 거래일로부터 세 번째 거래일인 12월 27일이다. 따라서 배당을 받고자 하는 투자자는 12월 26일 까지 주식을 매수하여야 한다.

을 사업년도말 15일 전까지 예고하여야 하는데 이 경우 이익배당분은 금기배당금을 적용하고, 주식배당을 예고하지 않는 경우에는 전기배당금을 적용하게 된다.

그러나 한국증권거래소는 1998년 7월 1일 이후부터 결산이 돌아오는 기업의 경우 현금배당락조치를 폐지(현금배당금을 없는 것으로 간주하여 배당락시킨 것과 동일한 결과)하여 현금배당만 실시하는 기업의 경우 배당부종가와 배당락기준가격이 동일하게 되었다. 예를 들어, 1998년 12월 결산법인은 연초 개장일인 1999년 1월 4일에 1998년 회계년도 현금배당금에 대한 배당락조치를 실시하는데 연말 배당부종가와 연초 개장일 배당락기준가격이 동일하게 된다. 거래소에서 현금배당락조치를 폐지한 이유 중의 하나는 12월 결산법인의 경우 1999년 3월말까지 개최해야 할 주주총회에서 1998 회계년도 배당금이 확실하게 결정되지 않은 상황에서 이제껏 전기현금배당금(1997 회계년도, 1998년 3월말까지 확정된)을 근거로 배당락을 실시할 경우 발생 가능한 오류(예를 들어, 극단적으로 전기 적자시 배당금을 지급하지 않았고 금기 흑자시 배당금을 지급할 경우, 또는 전기 흑자시 배당금을 지급하였고 금기 적자시 배당금을 지급하지 않을 경우 등)를 회피하고자 하는데 있었다.

IMF와 같은 특별한 경제상황 하에서 IMF 이전에 비해 기업의 배당가능 이익이 현격히 감소된 상황을 고려할 때 현금배당락조치를 폐지하는 것이 보다 현실적이라고 주장할 수 있겠지만 1999년 회계년도의 실적이 사상최고치를 달성한 상황에서 이는 분명 거래소가 배당락조치의 본래 목적으로 생각하고 있는 투자자보호 차원과는 거리가 있는 것으로 사료된다.

배당락조치를 거래소에서 인위적으로 취한다는 의미가 무엇인가? 투자자가 거래소에서 산정한 배당락기준가격이 금기예상실효배당금을 고려한 배당락주가와 괴리가 있다고 예상할 때 얼마든지 시장에서 투자자의 차익거래 기회를 통해 이를 반영한 주가가 형성될 수 있으면 인위적인 거래소의 배당락조치는 얼마로 하건 그 크기는 의미가 없을 것이다.

본 연구의 목적은 한국증권거래소의 현금배당락조치 변경 이전의 표본(1997

2) 금기배당금은 사업년도 종료 후 3개월 이내에 정기주주총회에서 결정하도록 되어 있다(상법 제449조).

년 12월 결산법인)과 1998년 7월 현금배당락조치 변경 이후의 표본(1998년~1999년 12월 결산법인)을 이용하여 인위적인 거래소의 배당락조치의 변경이 배당락일의 주가행태에 미치는 효과를 비교 분석하고자 한다. 구체적으로 두 표본기간에서 금기예상실효 배당금과 거래소가 배당락조치를 위해 인위적으로 산정한 배당금과의 차이인 거래소 배당락기준가격의 오차를 산정하고 이 오차가 두 표본기간의 배당락일 주가에 반영되는 지를 실증검정 하고자 한다. 둘째로 배당락 기간 동안의 단기차익 거래의 유용성을 배당락일 주변의 초과거래량을 미시적으로 분석하여 도출하고자 한다.

본 논문은 다음과 같이 구성되었다. 제 II장은 본 논문과 관련된 기존연구를 설명하였으며, 제 III장은 현금배당락조치 폐지 이전 및 현금배당락조치 폐지 이후 각각의 거래소 배당락기준가격 산정방식을 살펴보았다. 또한, 당해연도 주총일에서 확정될 금기배당금의 예상치에 근거한 배당락가격의 산정방식을 도출하였다. 배당락일의 주가행태를 분석하기 위한 실증모형 및 그에 따른 가설의 설정은 제 IV장에 있으며, 제 V장은 실증분석을 위한 표본의 선정 및 주요변수들을 설명하였다. 실증분석결과는 제 VI장에 있으며, 요약 및 시사점은 제 VII장에 있다.

II. 기존 연구

지금까지 배당락일의 주가조정에 관한 연구는 배당소득과 자본이득의 차별적인 세율구조, 거래비용 및 단기거래 가설 등으로 크게 나누어 볼 수 있다. 배당소득과 자본 이득의 차별적인 세율구조가 주가에 영향을 미칠 것이라는 이론에서 Elton과 Gruber(1970)는 배당락일의 주가조정이 주당배당금보다 적게 조정되어진다고 주장하였다(즉, 배당프리미엄이 1보다 작다³⁾). 그러나, Eades, Hess and Kim(1984), Grinblatt, Masulis and Titman(1984), Woolridge(1983)

3) 배당프리미엄 = (배당부종가 - 배당락주가) / 실효배당금.

배당락주가는 배당락일의 시가 또는 종가.

등은 주식배당이나 주식분할과 같은 세금부담이 없는 배당지급에서도 배당락일의 정(+)¹의 초과수익률을 관찰하여 Elton and Gruber(1970)의 실증연구에 의문을 제기하였으며, 시장의 이례적 현상 또는 거래 비용 관점에서 배당락일의 정(+)¹의 초과수익률을 설명하고자 하였다. Kalay(1982)는 한계세율이 낮은 투자자일수록 배당락일을 전후해서 단기 거래를 통한 단기차익을 얻을 수 있는 차익거래 기회가 존재하기 때문에 이들의 단기배당 투자행위가 배당락일의 주가조정²에 영향을 끼친다고 주장하였다. Karpoff와 Walking(1988)은 위의 단기 거래 가설을 검증하기 위해 거래비용에 대한 여러 대응변수를 이용하여 배당락일의 초과수익률과 배당수익률, 거래비용간의 정(+)¹의 상관관계가 있음을 관찰하였으며, 투자자들이 배당부주가로 매입하여 배당락주가로 매도함으로써 단기차익을 얻을 수 있다면 균형하에서 배당락일의 초과수익률을 거래비용과 일치하는 수준까지 조정될 것이라고 주장하였다.

Lasfer(1995)는 영국의 주식시장을 대상으로 세금가설과 일치하게 배당과 자본이득세율의 차이로 인해 배당락일에 배당액보다 주식가격이 적게 떨어진다는 것을 발견하였으며, 세금의 고객효과에 대한 증거는 발견되지 않았다. Kato와 Loewenstein(1995)는 일본의 배당락일 근처의 주가 움직임에 대한 포괄적인 분석을 하였는데 배당락일 근처의 수익은 사업년도 말에 얼마나 배당락일에 근접했는가에 의해 영향을 받는 것으로 나타났다. Frank와 Jagannathan(1997)은 배당이나 자본이득에 세금이 부과되지 않는 홍콩 증권시장의 자료를 사용하여 미국에서와 마찬가지로 배당락일에 평균적으로 주식가격은 배당의 가치보다 적게 떨어짐을 발견하였다.

외국의 경우와 배당락조치가 큰 차이가 있는 우리나라 주식시장을 대상으로 우춘식(1993)은 위의 제시된 배당락일의 주가조정을 설명하는 제 가설, 즉 배당소득과 자본이득의 차별적인 세율구조, 거래비용 및 단기거래 가설 등을 실증분석 하였다. 실증결과 배당소득과 자본이득의 차별적인 세율구조가 배당락주가 조정에 영향을 미친다는 일관된 결과를 찾지 못하였으며, 주당배당금에 대한 사전정보를 소유하고 있는 전문투자자들이 단기거래를 통해 배당락주가 조정에 영향을 끼친다는 증거를 발견할 수 있었으나, 배당락일의 초과수익률이 거래비용과 무관하게 결정되고 있었다. 한편, 우춘식(1993)의 연구에서 배당락일의 주

가조정은 배당부종가 형성 이후부터 배당락시가 형성기간까지는 배당락에 의한 주가조정이 이루어지지 않고 있으며, 배당락시가 형성 이후부터 배당락종가 형성 시점까지의 기간에 배당락에 의한 주가조정이 이루어지고 있는 것으로 나타났다.

김성민(1997)은 1992, 1993, 1994년 3개 회계년도 자료를 이용하여 '거래소 배당락기준가격'과 '당해년도 주총일에서 확정될 금기실효배당금의 예상치에 근거하여 산정한 배당락기준가격'과의 오차에 따른 배당락일의 시장조정수익률을 분석한 결과 가설과는 달리 오차의 부호에 관계없이 배당락일의 시장조정수익률은 일률적으로 양(+) 또는 음(-)으로 나타났다. 한편, 적자전환 기업과 흑자전환 기업은 비전환 기업의 오차에 비해 5~6배 정도 크게 나타나 현행 상법하에서 거래소 배당락주가의 왜곡현상이 이들 기업의 경우 특히 심각하다는 것을 보여 주었다. 다음으로 예상배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도할 때 평균 2~3%의 수익률을 얻을 수 있었으며, 배당락종가로 매도하는 것이 배당락시가로 매도하는 것보다 더 효과적임을 발견하여 단기 차익 거래의 유용성을 파악하였다.

윤평식·김정국·정기호(1998)는 1992년부터 1995년까지 현금배당 1,396건으로 Elton-Gruber(1970)의 배당락일의 주가조정 모형을 검증한 결과 금기 배당금을 이용하여 계산한 평균 주가하락 비율이 이론적인 주가하락 비율보다 훨씬 크게 나타났다. 실증결과 전기배당금과 금기배당금이 일치하는 경우의 주가하락 비율은 이론적인 주가하락 비율과 차이가 없으나, 배당이 증가(감소)하는 경우에는 주가하락 비율이 이론적인 주가하락 비율보다 훨씬 작게(크게) 나타났다. 또한 배당의 증감 여부와 관계없이 전기배당금을 이용하여 계산한 주가하락 비율은 이론적인 주가하락 비율과 차이가 없어 배당락일에 일반 투자자들은 전기배당금과 같은 금액이 금년에도 지급될 것이라고 가정하고 주가조정을 하고 있다고 추론하였다. 또한, 금기배당금에 대한 정보를 소유한 일부 투자자가 배당부종가에 매입하고 배당락종가에 매도하는 차익거래를 이용할 수 있음이 발견되었다.

국내 문헌을 고찰해 볼 때 금기배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가에 매입하여 배당락종가로 매도시 차익거래 기회가 있음을 확인하였는데 본 연구

는 김성민(1997)의 연구를 확장하여 거래소의 현금배당락조치 변경 이전과 1998년 7월 현금배당락조치 변경 이후 배당락일의 주가행태에 미치는 효과를 비교 분석하고자 한다. 구체적으로 두 표본기간에서 금기예상실효배당금과 거래소가 배당락조치를 위해 인위적으로 산정한 배당금과의 차이인 거래소 배당락기준 가격의 오차를 산정하고, 이 오차가 두 표본기간의 배당락일 주가에 실질적으로 반영되는지를 실증검정 하고자 한다. 또한, 현금배당락조치 변경 이전과 이후 단기차익 거래의 유용성을 비교하고, 실제 거래량 데이터를 이용하여 단기차익 거래가 행하여 졌는지를 미시적으로 분석하고자 한다.

Ⅲ. 현금배당락조치 폐지 이전과 폐지 이후 거래소 배당락기준 가격산정, 금기예상실효배당금을 이용한 배당락가격 산정 및 오차의 추정

1. 현금배당락조치 폐지 이전 거래소 배당락기준가격의 산정

현금배당락조치 폐지 이전 거래소 배당락기준가격의 산식은 다음과 같다.

(1) 당해사업년도의 이익배당(주식배당률)을 공시하지 않은 경우

$$\text{배당락기준가격} = \text{배당부종가} - \text{전기배당금액}$$

여기서, 배당부종가는 배당락 전일의 종가를 말하며, 신규상장 종목이 최초로 배당락될 때는 당해 회사의 상장종목 중에서 전일의 거래량이 가장 많은 종목의 종가가 배당부종가가 된다. 한편, 유·무상증자 등으로 신주가 있는 경우 전기배당금 총액을 연말 총 발행주식수가 아니라 신주발행일을 연으로 환산한 평균 발행주식수로 나눈 평균 배당금액을 산출하여 적용하며, 대주주와 소액 주주의 배당률이 다른 차등배당의 경우 전기배당금 총액을 발행주식수로 나눈 평균 배당금액을 산출하여 적용한다. 한편, 배당락기준가격 산정시 호가단위 미만의

절상으로 인하여 기준가격의 상향편의가 존재하게 된다.

(2) 당해사업년도의 이익배당(주식배당률)을 공시한 경우4)

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

다만, 주식배당 예고율이 전기배당률보다 적을 경우에는 그 부분만큼은 현금 배당으로 간주하여 배당락기준가격을 다음과 같이 산정하고 있다.

$$\text{배당락기준가격} = (\text{배당부종가} - \text{현금배당금액}) / (1 + \text{주식배당예고율})$$

(3) 거래소 배당락기준가격 산식의 일반화

위에서 설명한 거래소 배당락기준가격의 산식을 일반화시키면 아래와 같다.

$$\text{거래소배당락기준가격} = \frac{P_{cum} - \text{액면가} \max [0, (c_0 + s_0) - ds_1]}{1 + ds_1} \quad (1)$$

식 (1)에서 P_{cum} = 배당부종가, c_0 = 전기현금배당률, s_0 = 전기주식배당률, ds_1 = 주식배당예고율이다. 또한, $\max[0, (c_0 + s_0) - ds_1]$ 는 주식배당예고율(ds_1)이 전기배당률($c_0 + s_0$)보다 적을 경우에 그 부분만큼은 금기에 현금배당을 하는 것으로 거래소에서 간주하고 있으며, 이로 인해 배당락기준가격의 왜곡현상이 발생할 가능성이 있다.

2. 현금배당락조치 폐지 이후 거래소 배당락 기준가격의 산정

현금배당락조치 폐지 이후 배당락기준가격의 산정 산식은 거래소업무규정세칙 제7조 제2항 제3호 개정된 <별표 1>에 의하면 다음과 같다.

(1) 당해사업년도의 이익배당(주식배당률)을 공시하지 않은 경우

: 개정 후 삭제되었다.

이 경우 배당락기준가격은 배당부종가와 일치한다.

4) 1990년 3월부터 주식배당에 대한 사전 공시제도 도입·결산마감일 15일 전까지 공시하도록 되어 있음.

(2) 당해사업년도의 이익배당(주식배당률)을 공시한 경우 : 당해사업
 년도의 주식배당을 예고한 경우에 한한다.

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

(3) 거래소 배당락기준가격 산식의 일반화

위에서 설명한 거래소 배당락기준가격의 산식을 일반화시키면 아래와 같다.

$$\text{거래소배당락기준가격} = \frac{P_{cum}}{1 + ds_1} \quad (2)$$

식 (2)에서 P_{cum} 은 배당부종가, ds_1 은 주식배당 예고율이다.

3. 당해연도 주총일에서 확정될 금기실효배당금의 예상치에 근거하여 산정한 배당락가격의 추정

당해연도 주총일에서 확정될 금기실효배당금의 예상치(앞으로 ‘금기예상실효
 배당금’이라 칭함)에 근거하여 산정한 배당락가격은 아래의 산식에 의해 구해
 질 것이다. 금기예상실효배당금은 투자자입장에서 예상세후현금배당과 주식배
 당을 현금으로 환산한 배당금의 합계이다.

(1) 금기예상실효배당금에 근거한 배당락가격의 산정

$$\begin{aligned} \text{배당락가격} &= \text{배당부종가} - \text{금기예상실효배당금} \\ &= P_{cum} - [\text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p) \\ &\quad + ds_1 \frac{P_{cum} - \text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1}] \\ &= \frac{P_{cum} - \text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1} \quad (3) \end{aligned}$$

여기서, T_p 는 한계배당소득세율이며 $E(c_1)$ 은 금기예상현금배당률, 그리고 주
 식배당이론 기초가격은 $\frac{P_{cum} - \text{액면가 } E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1}$ 이다. 식 (3)에서 금기

예상실효배당금 = 액면가 × 예상현금배당률(1 - 배당소득세율) + 주식배당예고율 × 주식배당이론 기초가격.

4. 현금배당락조치 폐지 이전과 폐지 이후 거래소 배당락기준가격과 금기예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락가격과의 차이인 오차의 추정

거래소 배당락기준가격과 금기예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락가격과의 차이를 오차(이하 MISP라 칭함)이라 하면, 이는 현금배당락조치 폐지 이전 자료에 대해선 식 (1)에서 식 (3)을 차감한 값이며, 폐지 이후 자료에 대해선 식 (2)에서 식 (3)을 차감한 값이다. 이는, 전기 현금배당률, c_0 를 폐지 이전엔 기준 값을 적용하고, 폐지 이후엔 영(0)으로 처리함에 따른 차이임을 알 수 있다. 현금 배당락조치 폐지전과 폐지후의 MISP는 각각 식 (4)와 식 (5)와 같다.

$$\begin{aligned}
 MISP &= \frac{P_{cum} - \text{액면가}[(c_0 + s_0) - ds_1]}{1 + ds_1} \\
 &\quad - \frac{P_{cum} - \text{액면가}E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1} \\
 &= \frac{\text{액면가}[E(c_1)(1 - T_p) + ds_1 - (c_0 + s_0)]}{1 + ds_1} \quad (4)
 \end{aligned}$$

$$\begin{aligned}
 MISP &= \frac{P_{cum}}{1 + ds_1} - \frac{P_{cum} - \text{액면가}E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1} \\
 &= \frac{\text{액면가}E(c_1)(1 - T_p)}{1 + ds_1} \quad (5)
 \end{aligned}$$

우리나라의 경우 표본기간인 1997, 1998, 1999 회계년도 동안 주식투자자 자본이득에 대해서는 세금을 부과하지 않았으며, 배당소득에 대해서만 세금을 부과하였는데 대주주들의 배당소득은 종합과세 대상이고 일반 소액 주주들의 배당소득은 분리과세 대상이어서 실제로 소액 주주들의 한계배당소득세율은 소득수준에 관계없이 일정하였다. 본 연구에서는 배당락가격을 산정하기 위해 금기예상실효배당금을 추정하는 과정에서 배당소득세율을 표본기간 동안의 소액 투자

자들의 배당소득세율(주민세포함 1997년 16.5%, 1998~1999년 21.5%)를 일률적으로 적용하였다. 또한, 금기예상현금배당률($E(c_1)$)과 금기주식배당예고율(ds_1)이 각각의 실제치, c_1 , s_1 과 같다고 가정하였다⁵⁾.

본 논문의 연구내용은 상기와 같은 절차를 통해 현금배당락조치 폐지 이전 및 이후의 거래소 배당락기준가격의 오차가 배당락일의 주가행태에 미치는 영향에 어떤 차이가 존재할 것인지를 비교분석 하고자 하며 이를 위한 가설설정은 다음 IV장에 있다.

IV. 가설 설정

1. 거래소 배당락기준가격의 오차가 배당락일의 주식수익률에 미치는 영향 분석

가설 1 : 여타조건이 일정할 때, 거래소 배당락기준가격이 금기예상실효배당금에 근거하여 산정한 배당락가격에 비해 높게(낮게) 결정된다면 배당락일의 주식수익률은 음(양)일 것이다.

가설 1은 현금배당락조치 폐지 이전과 이후 둘 다 검정할 가설인데 특히, 현금배당락조치 폐지 이후인 1998~1999 회계년도에는 현금배당락을 시키지 않음으로 인해 거래소 배당락기준 가격이 항상 과대평가($MISP > 0$) 될 것이며, 시장에서는 이를 하향 조정할 것으로 기대되어 배당락일의 주식수익률은 음(-)일 것이다. 식 (5)에서 현금배당락조치 폐지 이후의 $MISP$ 는 실증검정 할 필요없이 항상 양(+)의 값을 가지는 것을 알 수 있으나 시장에서 배당락일 주가에 이에 대한 조정이 이루어지는지를 분석하고자 가설 1을 설정하였다.

가설 2 : 여타조건이 일정할 때, 거래소 배당락기준가격이 금기예상실효배당금에 근거하여 산정한 배당락가격에 비해 높게(낮게) 결정되면 될수록

5) 미래에 대한 완전예측가정 하에서 금기예상현금배당률($E(c_1)$)은 주주 총회에서 실현될 c_1 과 같다고 가정하였다. 또한, 금기주식배당예고율(ds_1)은 현실적으로 금기주식배당률 s_1 과 괴리가 거의 없다.

배당락일의 주식수익률은 감소(증가)할 것이다.

가설 2를 통해 거래소 배당락기준가격의 오차의 크기와 배당락일의 주식수익률은 음(-)의 관계임을 검정하고자 한다. 즉, 거래소에서 배당락을 당해연도 주총일에서 확정될 금기배당금의 예상치에 비해 너무 과소(과대)하게 책정하면 할수록 배당락일의 주식수익률은 감소(증가)할 것이다.

V. 자료 및 변수

상기 가설을 검증하기 위하여 본 논문의 표본대상으로 현금배당락조치 변경 이전인 1997 회계년도와 변경 이후인 1998~1999 회계년도 자료를 모두 보유한 12월 결산 상장법인의 보통주를 선정할 것이며, 배당락과 동시에 권리락을 병행하여 실시한 기업은 표본에서 제외하였다. 또한, 전체 표본을 다음의 6개 표본그룹(무배당회사를 포함한 전체표본, 무배당사, 유배당사, 유배당사중 현금배당만 실시한 회사, 주식배당만 실시한 회사, 마지막으로, 현금배당과 동시에 주식배당을 실시한 회사)으로 다시 분류하여 좀더 세밀히 관찰할 것이다. 그리고, 각 표본에 대해 각 변수에 해당하는 배당자료와 주가자료를 추출하였다.

1. 변수의 정의

Pcum : 연말폐장일 배당부종가

CashDiv : 당해회계년도 주당현금배당금(금기현금배당금)

StkDivR : 당해회계년도 주식배당률(금기주식배당률)

Pex : 거래소 배당락기준가격

Pbeg : 배당락일(연초 개장일) 시가

Pend : 배당락일(연초 개장일) 종가

B(R) : 배당락일의 주식수익률(시가 이용) = (배당락일시가 - 거래소 배당락 기준 가격) / 거래소 배당락기준가격 = $(P_{beg} - P_{ex}) / P_{ex}$

E(R) : 배당락일의 주식수익률(종가 이용) = (배당락일 종가 - 거래소 배당

- 락기준가격) / 거래소 배당락기준가격 = $(P_{end} - P_{ex}) / P_{ex}$
- MB(R) : 배당락일의 종합주가지수수익률(시가 이용) = (배당락일 시가지수 - 거래소 이론배당락지수) / 거래소 이론배당락지수
- ME(R) : 배당락일의 종합주가지수수익률(종가 이용) = (배당락일 종가지수 - 거래소 이론배당락지수) / 거래소 이론 배당락지수
- AMB(R) : 배당락일의 시장조정초과수익률(시가 이용) = $B(R) - MB(R)$
- AME(R) : 배당락일의 시장조정초과수익률(종가 이용) = $E(R) - ME(R)$
- E(Div) : 금기예상실효배당금(예상세후현금배당과 주식배당을 현금으로 환산한 배당금의 합계)
- Peff : 금기예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락가격 = $P_{cum} - E(Div)$
- MISP : 거래소 배당락기준가격과 금기예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락가격과의 차이 = $P_{ex} - P_{eff}$
- RMISP : 거래소 배당락기준가격대비 mispricing(MISP)의 크기(%) = $MISP / P_{ex}$

2. 주요 변수의 기본통계량

<표 1.1>, <표 1.2>은 각각 배당관련 주요 변수의 평균값을 현금배당락조치 폐지 이전인 1997년과 현금배당락조치 폐지 이후인 1998~1999년 기간으로 나누고, 동시에 6개 표본그룹(무배당 회사를 포함한 전체 표본, 무배당사, 유배당사, 유배당사중 현금배당만 실시한 회사, 주식배당만 실시한 회사, 마지막으로, 현금배당과 동시에 주식배당을 실시한 회사)으로 분류하여 좀 더 세밀히 관찰하였다.

<표 1.1>에서 1997 회계년도 자료를 이용한 주당현금배당금을 보면 현금배당만 실시한 경우에 가장 많은 872원이었으며, 유배당사의 평균 현금배당액은 그 다음으로 770원이었다. 주식배당만 실시한 기업의 주식배당률은 약 3.6%이었으나 비유의적이며, 현금배당과 동시에 주식배당을 실시한 기업의 주당현금배당금은 약 341원이고 추가로 주식배당률이 평균 3.7%이어서 투자자 입장에서 실효배당금은 710원이었다. 전기 1996 회계년도 배당에 근거한 거래소 배당락기준가격의 오차(MISP)는 현금배당의 경우 284원이었다.

<표 1.1> 현금배당락조치 폐지 이전 1997 회계년도의 배당관련 주요변수들의 기본통계량

변 수 (1997년도)	평 균					
	(1) 전체(589건) (무배당사 포함)	(1) - (2) 무배당사 (319건)	(2) = (3) + (4) + (5) 유배당사 (270건)	(3) 현금배당만 실시(220건)	(4) 주식배당만 실시(3건)	(5) 현금과 주식 동시실시 (47건)
P _{cum}	11505	3789	20621	19531	22900 [ⓐ]	25574 ^{**}
CashDiv	352.85	0	769.73	871.85	0	340.85
StkDivR	0.00317	0	0.00691	0	0.035712 [ⓐ]	0.037443
P _{ex}	11225	3720	20092	19087	22400 [ⓐ]	24649 ^{**}
P _{beg}	10282	3178	18676	17502	24033 [ⓐ]	23830 ^{**}
P _{end}	11558	3747	20786	19772	24133 [ⓐ]	25320 ^{**}
B(R)	-0.079567	-0.108857	-0.044962	-0.049836	0.066987 ^{**}	-0.029290
E(R)	0.015167	0.003728 [ⓐ]	0.028681	0.029556	0.076333	0.021547 ^{**}
AMB(R)	-0.094641	-0.123931	-0.060036	-0.064910	0.051913 ^{**}	-0.044364
AME(R)	-0.029946	-0.041385	-0.016432	-0.015557	0.031219	-0.023567
E(Div)	384	0	838	872	357 [ⓐ]	710
P _{eff}	11143.40	3788.84	19832.67	18803.10	22331.47 [ⓐ]	24492.43 ^{**}
MISP	81.92	-68.50	259.63	284.31	68.53	156.29
RMISP(%)	0.26 [ⓐ]	-0.99	1.75	1.95	0.40 ^{**}	0.92

주) 1) **: 5% 유의수준, [ⓐ]: 비유의적, 그 외에는 모두 1%내 유의적임.

- 2) P_{cum} : 배당부증가
 CashDiv : 당회회계년도 주당현금배당금(금기현금배당금)
 StkDivR : 당회회계년도 주식배당률(금기주식배당률)
 P_{ex} : 거래소 배당락기준가격
 P_{beg} : 배당락일 시가
 P_{end} : 배당락일 종가
 B(R) : 배당락일의 주식수익률(시가 대비) = (배당락일 시가 - 거래소 배당락기준가격) / 거래소 배당락기준가격 = (P_{beg} - P_{ex}) / P_{ex}
 E(R) : 배당락일의 주식수익률(종가대비) = (배당락일 종가 - 거래소 배당락기준가격) / 거래소 배당락기준가격 = (P_{end} - P_{ex}) / P_{ex}
 MB(R) : 배당락일의 종합주가지수수익률(시가 사용) = (배당락일 시가지수 - 거래소 이론배당락지수) / 거래소 이론배당락지수
 ME(R) : 배당락일의 종합주가지수수익률(종가사용) = (배당락일 종가지수 - 거래소 이론배당락지수) / 거래소 이론배당락지수
 AMB(R) : 배당락일의 시장조정수익률(시가 이용) = B(R) - MB(R)
 AME(R) : 배당락일의 시장조정수익률(종가 이용) = E(R) - ME(R)
 E(Div) : 예상실효배당금
 P_{eff} : 예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락 기준가격 = P_{cum} - E(Div)
 MISP : 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락기준가격과의 차이 = P_{ex} - P_{eff}
 RMISP : 거래소 배당락기준가격 대비 MISP의 크기(%) = MISP / P_{ex}

〈표 1.2〉 현금배당락조치 폐지 이후 1998~1999 회계년도의 배당관련 주요변수들의 기본 통계량

변 수 (1998~1999년도)	평 균					
	(1) 전체(1067건) (무배당사 포함)	(1) - (2) 무배당사 (526건)	(2) = (3) + (4) + (5) 유배당사 (541건)	(3) 현금배당만 실시(447건)	(4) 주식배당만 실시(9건)	(5) 현금과 주식 동시실시 (85건)
P _{cum}	17994	5813	29836	30489	14889	27986
CashDiv	497.37	0	980.96	1100.52	0	456.08
StkDivR	0.003963	0	0.007816	0	0.02727	0.046858
P _{ex}	17894	5813	29641	30487	14583	26785
P _{beg}	17479	5537	29089	29800	14750	26871
P _{end}	17904	5843	29631	30272	15294	27775
B(R)	-0.029145	-0.035699	-0.022772	-0.025299	0.012678 [ⓐ]	-0.013240 ^{**}
E(R)	0.031225	0.039920	0.022771	0.020746	0.063756 ^{**}	0.029077
AMB(R)	-0.037537	-0.044334	-0.030929	-0.033503	0.0038902 [ⓐ]	-0.021080
AME(R)	-0.012296	-0.004188 [ⓐ]	-0.020178	-0.022318	0.01927 [ⓐ]	-0.013104 ^{**}
E(Div)	632	0	1247	1320	273	968
P _{eff}	17693.69	5813.13	29484.60	30045.44	14559.96	28071.94
MISP	389.44	0.00	768.08	856.15	23.37	383.80
RMISP(%)	3.07	0.0000	6.05	6.66	0.18 ^{**}	3.46

주) 1) **: 5% 유의수준, [ⓐ]: 비유의적, 그 외에는 모두 1%내 유의적임.

2) P_{cum} : 배당부증가

CashDiv : 당해회계년도 주당현금배당금(금기현금배당금)

StkDivR : 당해회계년도 주식배당률(금기주식배당률)

P_{ex} : 거래소 배당락 기준가격

P_{beg} : 배당락일 시가

P_{end} : 배당락일 종가

B(R) : 배당락일의 주식수익률(시가 대비) = (배당락일 시가 - 거래소 배당락기준가격) / 거래소 배당락기준가격 = (P_{beg} - P_{ex}) / P_{ex}

E(R) : 배당락일의 주식수익률(종가대비) = (배당락일 종가 - 거래소 배당락기준가격) / 거래소 배당락기준가격 = (P_{end} - P_{ex}) / P_{ex}

MB(R) : 배당락일의 종합주가지수수익률(시가 사용) = (배당락일 시가지수 - 거래소 이론 배당락지수) / 거래소 이론배당락지수

ME(R) : 배당락일의 종합주가지수수익률(종가사용) = (배당락일 종가지수 - 거래소 이론 배당락지수) / 거래소 이론 배당락지수

AMB(R) : 배당락일의 시장조정수익률(시가 이용) = B(R) - MB(R)

AME(R) : 배당락일의 시장조정수익률(종가 이용) = E(R) - ME(R)

E(Div) : 예상실효배당금

P_{eff} : 예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락 기준가격 = P_{cum} - E(Div)

MISP : 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락기준가격과의 차이 = P_{ex} - P_{eff}

RMISP : 거래소 배당락기준가격 대비 MISP의 크기(%) = MISP / P_{ex}

한편, 배당락일의 주식수익률로서 $B(R)$, $E(R)$, $AMB(R)$, $AME(R)$ 의 4가지 수익률을 관찰하였다. 이는 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금에 근거하여 산정한 배당락가격과의 괴리 발생시 정보투자자(informed investors)는 그 괴리를 이용한 차익거래 가능성이 존재하고 시장의 효율성 정도에 따라 주가에 반영되는 속도가 달라질 가능성을 고려한 것이다. 즉, 시장이 매우 효율적일 경우에는 그 괴리가 배당락일 始價에 즉각적으로 반영될 것으로 기대하며, 한편 상대적으로 효율성 정도가 미흡할 경우 시간을 두고 배당락일 終價에 반영될 가능성을 고려해 $B(R)$ 과 $E(R)$ 로 각각 나누어 분석한 것이다. 또한, 배당락일의 주식수익률이 시장여건에 따라 달라질 수 있기 때문에 $AMB(R)$ 은 $B(R)$ 에서 배당락일의 시가지수수익률 $MB(R)$ 을 차감한 초과수익률이며, $AME(R)$ 은 $E(R)$ 에서 배당락일의 종가지수수익률 $ME(R)$ 을 차감한 초과수익률이다⁶⁾.

실증분석 결과 배당락일의 주식수익률 $B(R)$, $E(R)$, $AMB(R)$, $AME(R)$ 은 표본그룹에 따라 정도의 차이는 있지만 $AME(R)$ 이 $AMB(R)$ 에 비해 크며, $E(R)$ 이 $B(R)$ 에 비해 더 크고 양(+)⁷⁾의 값을 지닌 반면, $B(R)$, $AMB(R)$, $AME(R)$ 은 음(-)의 값을 보이고 있다⁷⁾. 예를 들어, 현금배당만 실시한 경우 $B(R)$ 은 -5%, $E(R)$ 은 +3%이었고, 시가이용 시장조정초과수익률 $AMB(R)$ 은 -6.5%, 종가이용 시장조정초과수익률 $AME(R)$ 은 -1.6% 이었다. 특이할만한 사항은 1997년 무배당사의 경우 1996년 결산배당금에 근거하여 연초에 배당락을 실시하였는데, $B(R)$ 이 -10.9%로 나타나 시장이 비효율적으로 움직이거나 금기배당에 대한 완전예측의 비현실성을 나타낸다고 할 수 있다. 그러나, 유배당사의 경우 $B(R)$

6) 표본대상이 12월 결산법인이어서 사건일인 배당락일이 모두 연초 개장일로 동일하기 때문에 clustering 문제가 발생하게 된다. 이 경우 초과수익률 계산시 횡단면 상호의존성으로 인하여 매우 주의가 요구되는데 Brown과 Warner(1985)에서 지적하였듯이 clustering 문제가 있을 때 평균조정(mean adjusted)에 의한 초과수익률의 계산은 Type I의 오류가 나올 가능성이 높은 반면, 시장조정(market adjusted) 모형이나 OLS 시장 모형을 이용한 초과수익률은 misspecification 문제가 경미한 것으로 나타났다.

7) 물론 세분된 6개의 표본에 대해 상기 각각의 효과가 배당락일의 주식수익률에 미치는 정도는 상이하다고 볼 수 있으며, 그러한 이유에서 본 연구는 전체 표본만을 대상으로 하지 않고 6개의 표본으로 분리하여 분석한 것이다. 각 표본의 이질성으로 인하여 실증결과에 대해 확실적인 해석을 하는 것은 무리가 따를 가능성이 있다.

이 음(-)의 값을 띤 것은 시장이 어느 정도 효율적으로 움직임을 나타낸다고 할 수 있다.

<표 1.2>는 현금배당락조치 폐지 이후의 기간 동안 주식배당 표본(9건)을 제외하곤 B(R)은 음(-)의 값, E(R)은 양(+)의 값을 보여 거래소 배당락기준가격의 오차(예를 들어, 현금배당만 실시한 회사의 평균 MISP = 856원)가 배당락일 시가에 즉각적으로 반영되어 음(-)의 B(R)값을 나타내고 있는 것처럼 보인다. 눈여겨 볼 사항은 현금배당락조치 폐지 이후 배당락기준가격의 오차가 1997년(현금배당만 실시한 회사의 MISP = 284원)에 비해 심화되었음에도 불구하고 배당락일의 이러한 오차의 조정은 오히려 1997년에 비해 작게 이루어졌음을 알 수 있다. 한편, 무배당사의 경우 현금배당락조치를 실시하지 않음에도 불구하고 B(R)이 -3.57%로 나타났다.

전체적인 B(R)과 E(R)의 값에서 알 수 있듯이 배당락기준가격 산정의 오차로 인한 추가조정이 배당락기준가격 형성 이후부터 배당락시가 형성까지의 기간에 반영되고, 배당락시가 형성 이후부터 배당락종가 형성시점까지의 기간에는 상대적으로 다른 요소들에 의한 조정이 많이 이루어지는 것으로 추론된다⁸⁾.

한편, 기존 연구에 따르면 1월 효과는 선정대상 표본 및 기간에 따라 차이는 있지만 존재하는 것으로 밝혀져 배당락일의 주식수익률 특히, B(R)과 E(R)에 영향을 끼칠 가능성이 있다. <표 2>는 배당락일의 한국종합주가지수(KOSPI) 수익률을 보여 주고 있다. <표 2>에서 표본기간 동안 배당락기준지수 대비 시가 또는 종가지수 이용시 모두 양(+)의 수익률을 나타내고 있으며 종가지수이 용한 수익률이 연도에 따라 1%~4% 포인트 정도 더 높게 나타났다.

따라서, 본 연구는 다음 장의 실증분석시 적절한 주식수익률의 대용변수로서 시장조정초과수익률 AMB(R), AME(R)을 사용함으로써 연초개장일 효과로 인한 배당락일의 주식수익률의 혼재가능성을 어느 정도 줄일 수 있을 것으로 기대된다⁹⁾.

8) 배당락일의 추가조정은 거래소 배당락기준가격 산정의 오차로 인한 조정과 여러 효과(예를 들어, 배당소득세, 거래비용, 배당 및 회계이익에 대한 정보효과 등)가 혼재(confounding)되어 나타날 가능성을 배제할 수 없을 것이다. 본 연구는 전자에 의한 조정만을 고려하고 있으며, 다음으로 어떤 요소가 얼마만큼 빨리 주가에 반영될 것인가에 대한 문제는 본 연구범위를 벗어나 있다고 사료된다.

〈표 2〉 배당락일의 KOSPI 수익률

날 짜	(1) 배당 부지수 (종합주 가지수)	(2) 이론 배당락 지수	(3) 연초개장 일시 가지수	(4) 연초 개장일 증가 지수	(5) = ((3) - (2)) / (2) KOSPI 수익률 (시가이용) MB(R)	(6) = ((4) - (2)) / (2) KOSPI 수익률 (증가이용) ME(R)	(7) = ((3) - (1)) / (1) 배당부지수대 비수익률 (시가이용)	(8) = ((4) - (1)) / (1) 배당부지수 대비수익률 (증가이용)
1997. 01. 03	651.22	641.89	647.67	653.79	0.90%	1.85%	-0.55%	0.39%
1998. 01. 03	376.31	368.85	374.41	385.49	1.51%	4.51%	-0.50%	2.44%
1999. 01. 04	562.46	558.41	565.1	587.57	1.20%	5.22%	0.47%	4.46%
2000. 01. 04	1028.07	1023.42	1028.33	1059.04	0.48%	3.48%	0.03%	3.01%

VI. 실증분석 결과

1. 현금배당락조치의 폐지 이전 및 폐지 이후의 거래소 배당락기준가격과 금기예상실효 배당금에 근거하여 산정한 배당락 가격과의 오차(MISP)에 따른 배당락일의 시장조정초과수익률 분석

우선, IV장에서 설정한 가설 1을 검증하기 위해 <표 3.1>, <표 3.2>를 이용하여 분석하였다. <표 3.1>, <표 3.2>는 표본대상 각각의 경우에 대해 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락가격과의 상대적 차이 즉, MISP 값의 부호에 따라 세 개의 그룹으로 나누어 배당락일의 시장조정초과수익률 AMB(R), AME(R)의 평균 및 중앙값의 부호 및 유의수준을 조사하였다.

<표 3.1>에서 현금배당락조치의 폐지 이전인 1997년 현금배당사의 경우 MISPD = 1(MISP > 0인 그룹)인 표본수는 169건으로 MISPD = 0(MISP < 0)인 표본수 51건을 훨씬 능가하고 있다. <표 3.1>에서 1997년의 배당락일의 시장조정초과수익률로서 시가 및 증가를 이용하여 산출한 AMB(R) 및 AME(R)의 평균

9) 본 연구에서 사용한 한국종합주가지수와 같은 시장가치가중지수 이외에 동일가중지수를 이용하여 시장조정초과수익률을 구하는 것도 하나의 방안일 수 있다.

〈표 3.1〉 현금배당락조치 폐지 이전 1997 회계년도의 거래소 배당락기준가격과 예상실
효배당금을 이용하여 산정한 배당락가격과의 오차의 부호에 따른 그룹간 배
당락일의 시장조정초과수익률의 평균 및 중앙값 비교

	MISPD	건 수	배당락일의 시장조정초과수익률의 평균과 중앙값			
			AMB(R)		AME(R)	
			평 균	중 앙 값	평 균	중 앙 값
(1) 무배당사 포함 (589건)	0	134	-0.0609	-0.0646	-0.0241	0.009445
	1	213	-0.0572	-0.0578	-0.0174	0.003906
	2	242	-0.1463	-0.0700	-0.0442	-0.0449
	F값 (P값)	X값 (P값)	10.315 (0.000)	0.002 (0.967)	13.023 (0.000)	5.910 (0.015)
(2) 무배당사 (319건)	0	76	-0.0532	-0.0696	-0.0314	0.001888
	1	1	-0.0927	-	-0.1227	-
	2	242	-0.1463	-0.0700	-0.0442	-0.0449
	F값 (P값)	X값 (P값)	3.204 (0.042)	0.000 (1.000)	2.254 (0.107)	11.321 (0.001)
(3) 유배당사 (270건)	0	58	-0.0710	-0.0627	-0.0146	0.01570
	1	212	-0.0570	-0.0572	-0.0169	0.005218
	2	0	-	-	-	-
	F값 (P값)	X값 (P값)	0.373 (0.542)	0.015 (0.903)	0.083 (0.774)	0.000 (1.000)
(4) 현금배당만 실시 (220건)	0	51	-0.0692	-0.0401	-0.0138	0.01466
	1	169	-0.0636	-0.0543	-0.0161	0.006692
	2	0	-	-	-	-
	F값 (P값)	X값 (P값)	0.043 (0.835)	0.018 (0.893)	0.071 (0.790)	0.000 (1.000)
(5) 주식배당만 실시 (3건)	0	0	-	-	-	-
	1	3	0.05191	0.05979	0.03122	0.02975
	2	0	-	-	-	-
	F값 (P값)	X값 (P값)	-	0.333 (0.564)	-	0.333 (0.564)
(6) 현금배당과 주식배당 동시실시 (47건)	0	7	-0.0840	-0.0928	-0.0206	0.01729
	1	40	-0.0374	-0.0743	-0.0241	-0.0173
	2	0	-	-	-	-
	F값 (P값)	X값 (P값)	3.858 (0.056)	0.021 (0.884)	0.022 (0.882)	0.021 (0.884)

주) 1) * : 1%내 유의수준, ** : 5%내 유의수준.

2) AMB(R) : 배당락일의 시장조정수익률(시가 이용) = B(R) - MB(R)

AME(R) : 배당락일의 시장조정수익률(종가 이용) = E(R) - ME(R)

MISPD = 1 : MISPD > 0인 경우

MISPD = 0 : MISPD < 0인 경우

MISPD = 2 : MISPD = 0인 경우

MISP : 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락기준
가격과의 차이 = $P_{ex} - P_{eff}$

값의 부호를 살펴보면 MISPD = 1의 그룹의 경우 음(-)으로 나타나 가설 1과 일관되었다. 또한 AMB(R)이 AME(R)보다 음(-)의 값이 크게 나타난 것은 MISPD = 1인 그룹의 경우 거래소 배당락기준가격의 오차에 의한 추가조정인 배당락일 증가보다는 시가에 반영됨을 나타내 가설 1과 일치된 결과라고 주장할 수 있겠지만, MISPD = 0 또는 MISPD = 2(MISP = 0인 그룹)의 경우도 여전히 음(-)으로 나타나 가설 1과 상반된 결과를 얻었다.

그러나, <표 3.2>에서 현금배당락조치 폐지 이후인 1998~1999년에는 예상대로 유배당사의 경우 거래소 배당락기준가격이 항상 과대평가 되므로 오직 MISPD = 1(MISP > 0인 그룹)만 존재하고, AMB(R) 및 AME(R)은 음(-)의 값을 가져 가설 1과 일관된 결과를 얻었다. 그러나, 무배당사의 경우에는 거래소

<표 3.2> 현금배당락조치 폐지 이후 1998~1999 회계연도의 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락기준가격과의 오차의 부호에 따른 그룹간 배당락일의 시장조정초과수익률의 평균 및 중앙값 비교

1998~1999회계연도	MISPD	건 수	배당락일의 시장조정초과수익률의 평균과 중앙값			
			AMB(R)		AME(R)	
			평균	중앙값	평균	중앙값
(1) 무배당사 포함(1067건)	0	0	-	-	-	-
	1	541	-0.0309	-0.0119	-0.0202	-0.0321
	2	526	-0.0443	-0.0113	-0.00419	-0.0123
	F값 (P값)	X값 (P값)	1.191 (0.304)	4.994 (0.025)	7.249 (0.001)	0.001 (0.976)
(2) 무배당사(526건)	2	526	-0.0443*	-0.0113	-0.00419	-0.0123
(3) 유배당사(541건)	1	541	-0.0309*	-0.0119	-0.0202*	-0.0321
(4) 현금배당만 실시(447건)	1	447	-0.0335*	-0.0124	-0.0223*	-0.0340
(5) 주식배당만 실시 (9건)	1	9	0.003890	0.005564	0.01928	0.02237
(6) 현금배당, 주식배당 동시 실시(85건)	1	85	-0.0211*	-0.00468	-0.0131**	-0.0267

주) 1) * : 1%내 유의수준, ** : 5%내 유의수준.

2) AMB(R) : 배당락일의 시장조정수익률(시가 이용) = B(R) - MB(R)

AME(R) : 배당락일의 시장조정수익률(증가 이용) = E(R) - ME(R)

MISPD = 1 : MISP > 0인 경우

MISPD = 0 : MISP < 0인 경우

MISPD = 2 : MISP = 0인 경우

MISP : 거래소 배당락기준가격과 예상실효배당금을 이용하여 산정한 배당락기준가격과의 차이 = $P_{ex} - P_{eff}$

배당락기준가격의 오차가 없음(MISPD = 2)에도 불구하고 시장에서는 여전히 주가를 하향조정함으로써 배당락일의 시장조정초과수익률은 음(-)의 값을 나타내 배당락일에 주가조정이 제대로 이루어진다고 말할 수 없다.

2. 단기차익 거래의 유용성 검증

<표 4.1>, <표 4.2>는 금기예상실효배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락시가 또는 배당락종가로 매도시의 단기차익(= 자본이득 + 세후배당수익)에 대한 분석결과를 나타내고 있다.

<표 4.1>에서 1997년 현금배당락조치 폐지 이전에 금기예상실효배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락시가로 매도시의 수익율은 현금배당만 실시한 경우(220건) R(RETBEG)은 -2.9%의 손실이 발생하고, 주식배당사의 경우(3건) 5.7%, 무배당사의 경우(319건) -12%이었다. 그리고 예상실효배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도시의 수익율인 R(RETEND)는 현금배당만 실시한 경우 4.7%의 차익을 얻을 수 있었으며, 주식배당사의 경우 6.5%, 전체 유배당사의 경우 4.4%를 나타내어 단기차익 거래가 발생할 가능성이 있음을 보여주고 있다.

<표 4.2>에서 1998~1999년 현금배당락조치 폐지 이후에 예상실효배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락시가로 매도시의 수익율은 현금배당만 실시한 경우(447건) R(RETBEG)은 4.35%, 주식배당사의 경우(9건) 0.78%, 무배당사의 경우(526건) -3.57%이었다. 그리고 예상실효배당금에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도시의 수익율인 R(RETEND)는 현금배당만 실시한 경우 8.95%의 차익을 얻을 수 있었으며, 주식배당사의 경우 5.76%, 전체 유배당사의 경우 8.43%를 나타내어 현금배당락조치 폐지 이전인 1997년에 비해 단기차익의 크기가 증가하였다. 연말과 연초 단지 두 거래일의 보유기간 동안 발생한 이러한 큰 차익거래 가능성은 거래비용을 보수적으로 감안하더라도 적지 않다¹⁰⁾.

10) 일반거래시 매수시 위탁수수료 0.5%, 매도시 위탁수수료 0.5%, 증권거래세 0.15%, 농특세 0.15% 전체 합계 1.3%이다. 유의할 점은 배당락일 주변 기간 동안 매수(매도)포지션을 취하는 것은 위험을 수반하고 있다. 따라서, 배당락일의 주가하락과 주당배당금의 괴리를 차익을 제공할 수 있으나, 무위험차익 거래기회는 아니다.

〈표 4.1〉 현금배당락조치 폐지 이전인 1997년도의 배당부종가로 구입하여 배당락시가 또는 배당락종가로 매도시의 단기차익 분석 결과

변 수 (1997년도)	평 균					
	(1) 무배당사 포함(589건)	(2) 무배당사 (319건)	(3) = (4) + (5) + (6) 유배당사 (270건)	(4) 현금배당만 실시(220건)	(5) 주식배당만 실시(3건)	(6) 현금과 주식 동시실시 (47건)
RETBEQ	-901.53*	-611.19*	-1244.56*	-1300.99**	1431.00	-1151.21
R(RETBEQ)	-0.0774*	-0.1203*	-0.0268*	-0.0294**	0.05681**	-0.0198
RETEND	374.28*	-41.41**	865.41*	968.92*	1531.00	338.40
R(RETEND)	0.01579*	-0.00834**	0.04431*	0.04743*	0.06558*	0.02831*

주) 1) * : 1% 유의수준임 , ** : 5% 유의수준임.

2) R(RETBEQ) : 배당부종가로 구입하여 배당락시가로 매도시의 단기차익(원) = $(P_{beg} - P_{cum}) + E(Div)$

R(RETBEQ) : 배당부종가로 구입하여 배당락시가로 매도시의 단기차익(수익률) = $RETBEQ / P_{cum}$

RETEND : 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도시의 단기차익(원) = $(P_{end} - P_{cum}) + E(Div)$

R(RETEND) : 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도시의 단기차익(수익률) = $RETEND / P_{cum}$

P_{beg} : 배당락일 시가 P_{end} : 배당락일 증가

P_{cum} : 배당부종가 E(Div) : 예상실효배당금

〈표 4.2〉 현금배당락조치 폐지 이후인 1998~1999년도의 배당부종가로 구입하여 배당락시가 또는 배당락종가로 매도시의 단기차익 분석 결과

변 수 (1998~ 1999년도)	평 균					
	(1) 무배당사 포함 (1067건)	(2) 무배당사 (526건)	(3) = (4) + (5) + (6) 유배당사 (541건)	(4) 현금배당만 실시 (447건)	(5) 주식배당만 실시 (9건)	(6) 현금과 주식 동시실시 (85건)
RETBEQ	-21.58	-276.22*	225.99	340.40	73.78	-359.53
R(RETBEQ)	0.002226	-0.0357*	0.03910*	0.04354*	0.007849	0.01904
RETEND	403.64	29.62	767.30	812.80	618.22	543.76
R(RETEND)	0.06244*	0.03992*	0.08433*	0.08953*	0.05761**	0.05978*

주) 1) * : 1% 유의수준임 , ** : 5% 유의수준임.

2) R(RETBEQ) : 배당부종가로 구입하여 배당락시가로 매도시의 단기차익(원) = $(P_{beg} - P_{cum}) + E(Div)$

R(RETBEQ) : 배당부종가로 구입하여 배당락시가로 매도시의 단기차익(수익률) = $RETBEQ / P_{cum}$

RETEND : 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도시의 단기차익(원) = $(P_{end} - P_{cum}) + E(Div)$

R(RETEND) : 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도시의 단기차익(수익률) = $RETEND / P_{cum}$

P_{beg} : 배당락일 시가 P_{end} : 배당락일 증가

P_{cum} : 배당부종가 E(Div) : 예상실효배당금

상기의 결과를 통해 현금배당락조치 폐지 이전이나 폐지 이후 김성민(1997)과 일관되게 단기차익 거래의 유용성은 표본그룹에 관계없이 금기예상실효배당금, E(Div)에 대한 정보소유자가 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도하는 것이 배당락시가로 매도하는 것보다 더 효과적임을 알 수 있으며, 현금배당락조치 폐지 이전인 1997년에 비해 현금배당락조치 폐지 이후인 1998~1999년의 차익거래를 통한 수익률이 더 제고되었음을 직접적으로 파악할 수 있다.

3. 배당락일 주변의 초과거래량 분석

다음으로 배당락일 주변에 위에서 분석한 단기차익을 목적으로 한 거래가 실제 발생하였는지 간접적으로 분석하기 위해 현금배당만 실시한 기업들을 대상으로 배당락일 주변의 초과거래량을 살펴보았다.

<표 5.1>의 거래량의 추정기간으로서 배당락일 이전 -25일부터 -6일까지 20일간의 거래시간당 평균거래량을 구하였으며, 사건기간은 배당락일 -5일부터 +4일까지 10일 동안 설정하였다. <표 5.2>에 보고된 초과거래량은 다음 식 (6)에 의해서 산정하였다¹¹⁾.

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

$$AV_t = \frac{\sum AV_{it}}{n} \quad (6)$$

- AV_{it} : 개별기업 i의 t시점에서의 초과거래량 = (사건기간의 시간당 거래량 / 추정기간의 시간당 거래량) - 1
 AV_t : t 시점에서의 초과거래량 횡단면 평균
 n : 표본기업의 수

11) 추정기간의 거래시간은 다음과 같이 계산하였다. 자세한 사항은 <표 8.1> 참조.

1997 회계년도 : (16일×5.5시간) + (4일×3.5시간) = 102시간

1998 회계년도 : (18일×5.5시간) + (2일×3.5시간) = 106시간

1999 회계년도 : 20일×5.5시간 = 110시간

V_{it} : 개별기업 i의 t시점에서의 거래량
 T_{it} : 개별기업 i의 t시점에서의 거래시간
 $\sum_{t=-25}^{-6} V_{it}$: -25일부터 -6일까지의 거래량 총합
 $\sum_{t=-25}^{-6} T_{it}$: -25일부터 -6일까지의 거래시간 총합

<표 5.1> 배당락일(t=0) 주변의 초과거래량 분석을 위한 추정기간 및 사건기간 설정

	t	1997 회계년도	1998 회계년도	1999 회계년도
추 정 기 간	-25	1997. 11. 27	1998. 11. 25	1999. 11. 24
	-24	1997. 11. 28	1998. 11. 26	1999. 11. 25
	-23	1997. 11. 29*	1998. 11. 27	1999. 11. 26
	-22	1997. 12. 01	1998. 11. 28*	1999. 11. 29
	-21	1997. 12. 02	1998. 11. 30	1999. 11. 30
	-20	1997. 12. 03	1998. 12. 01	1999. 12. 01
	-19	1997. 12. 04	1998. 12. 02	1999. 12. 02
	-18	1997. 12. 05	1998. 12. 03	1999. 12. 03
	-17	1997. 12. 06*	1998. 12. 04	1999. 12. 06
	-16	1997. 12. 08	1998. 12. 05*	1999. 12. 07
	-15	1997. 12. 09	1998. 12. 07	1999. 12. 08
	-14	1997. 12. 10	1998. 12. 08	1999. 12. 09
	-13	1997. 12. 11	1998. 12. 09	1999. 12. 10
	-12	1997. 12. 12	1998. 12. 10	1999. 12. 13
	-11	1997. 12. 13*	1998. 12. 11	1999. 12. 14
	-10	1997. 12. 15	1998. 12. 14	1999. 12. 15
	-9	1997. 12. 16	1998. 12. 15	1999. 12. 16
	-8	1997. 12. 17	1998. 12. 16	1999. 12. 17
	-7	1997. 12. 19	1998. 12. 17	1999. 12. 20
	-6	1997. 12. 20*	1998. 12. 18	1999. 12. 21

	t	1997 회계년도	1998 회계년도	1999 회계년도
사 건 기 간	-5	1997. 12. 22	1998. 12. 21	1999. 12. 22
	-4	1997. 12. 23	1998. 12. 22	1999. 12. 23
	-3	1997. 12. 24	1998. 12. 23	1999. 12. 24
	-2	1997. 12. 26	1998. 12. 24	1999. 12. 27
	-1	1997. 12. 27*	1998. 12. 28	1999. 12. 28
	0	1998. 01. 03**	1999. 01. 04**	2000. 01. 04**
	1	1998. 01. 05	1999. 01. 05	2000. 01. 05
	2	1998. 01. 06	1999. 01. 06	2000. 01. 06
	3	1998. 01. 07	1999. 01. 07	2000. 01. 07
	4	1998. 01. 08	1999. 01. 08	2000. 01. 10

※ 표에서 “*” 부분은 토요일장으로써 거래시간이 3.5시간(장외시간포함)이며, “**” 부분은 연초 개장일으로써 3.5시간(장외시간포함). 1998년 12월까지 토요일장이 열림.

<표 5.1>은 배당락일(t=0) 주변의 초과거래량 분석을 위한 추정기간 및 사건기간에 대한 설정을 나타내고 있다. “*” 부분은 토요일장으로써 거래시간이 3.5시간(장외시간 포함)이며, “**” 부분은 연초 개장일으로써 3.5시간(장외시간 포함)의 거래시간임을 나타낸다. 토요일장은 1998년 12월까지 열렸다.

<표 5.2>에서 보듯이 1997 회계년도 표본업체를 대상으로 1998년 연초 배당락일 주변의 거래량이 배당락일(t=0)만 제외하고 대부분 유의적인 양(+)의 초

과거래량이 발생하였다. 1998 회계년도 표본업체를 대상으로 1999년 연초 배당락일 주변의 거래량은 배당락일 전일(t-1)부터 양(+)의 초과거래량이 발생하여 배당락일 주변의 단기차익을 노린 거래가 활발히 이루어졌다고 추정할 수 있다. 그러나, 1999 회계년도 표본업체를 대상으로 2000년 연초 배당락일 주변의 거래량은 대부분 유의적인 음(-)의 초과거래량이 발생하여 단기차익을 위한 차익 거래가 실질적으로 이루어 졌는지 대한 결론은 유보적이다.

〈표 5.2〉 배당락일(t = 0) 주변의 초과거래량 분석 결과

〈1997년도 표본업체 자료〉

현금배당만 실시(215개업체(220개 업체중 missing value 축출 후 215개))

t	AV	t 값	CAV	t 값
-5	0.0357	0.5712	0.0357	0.5712
-4	-0.354*	-3.838	-0.319*	-2.824
-3	0.0429	0.6448	-0.276*	-1.956
-2	0.2032*	2.1873	-0.073	-0.473
-1	0.5538*	4.7991	0.4811*	2.245
0	-0.215*	-3.418	0.2661	1.0943
1	0.7953	1.0093	1.0614	1.2960
2	0.0699	1.0479	1.1312	1.3665
3	0.2468*	3.5240	1.3780	1.6323
4	0.3474*	4.2617	1.7254*	2.0289

〈1998년도 표본업체 자료〉

현금배당만 실시(212개업체)

t	AV	t 값	CAV	t 값
-5	0.2239	0.9033	0.2239	0.9033
-4	0.0157	0.0892	0.2396	0.7421
-3	0.1055	0.4835	0.3451	0.8368
-2	-0.027	-0.279	0.3180	0.7403
-1	0.1996*	2.030	0.5176	1.1032
0	0.1227*	1.9286	0.6402	1.3167
1	0.2211*	3.2839	0.8613**	1.6923
2	0.8727*	8.0233	1.7340*	3.0891
3	0.7567*	9.2574	2.4907*	4.2893
4	0.2264*	3.3173	2.7171*	4.5709

〈1999년도 표본업체 자료〉

현금배당만 실시(235개 업체)

t	AV	t 값	CAV	t 값
-5	0.0244	0.1818	0.0244	0.1818
-4	-0.114*	-3.192	-0.089	-0.632
-3	-0.105	-1.382	-0.194	-1.132
-2	-0.196*	-4.059	-0.390*	-2.140
-1	0.3636	0.8321	-0.027	-0.054
0	-0.066	-1.326	-0.092	-0.181
1	-0.199*	-2.776	-0.291	-0.558
2	-0.287*	-4.092	-0.577	-1.070
3	-0.277*	-4.592	-0.854	-1.553
4	-0.257*	-4.506	-1.111**	-1.981

주) *: 1% 유의수준, **: 5% 유의수준

4. 중간배당락일의 주가행태에 관한 실증 분석

(1) 중간배당제도

중간배당제는 결산기의 중도에 배당을 하는 행위, 또는 그 배당을 말한다. 이 제도는 미국과 영국 등지에서 실시되고 있는데 우리나라에선 1998년말 개정된 상법에서 처음 명시했다. 상법에선 중간배당을 영업년도 중 1회만 할 수 있게 규정하고 있다. 정관에 정한 날이 중간배당 기준일이 되며 배당금 지급시기는 이사회가 정하도록 돼있다. 반드시 현금으로만 배당해야 한다. 직전결산기에 관련된 정기총회에서 이익잉여금을 처분하고 남은 잔액으로 중간배당을 할 수 있다. 우리나라는 분기 실적을 기준으로 중간배당을 실시하는 미국과 달리 직전 결산기의 미처분이익을 재원으로 하고 있어 아직은 활성화가 안되고 있지만 점진적으로 증가하고 있다.

상장사들이 중간배당제 도입을 꺼리는 가장 큰 이유는 사업년도 중에 중간배당을 실시했다가 결산기때 손실이 나면 배상 책임을 져야 하기 때문이다. 상법 제462조의 3 제4항에는 결산기 때 손실이 났을 경우 중간배당을 했다면 이사회가 회사에 연대하여 차액을 배상토록 되어있다. 현재, 중간배당금에 대해서는 주주총회가 아닌 이사회 결의로 확정될 수 있는데 문제는 이사회결의시점이다.

<표 6.1>에서 보듯이 이사회결의시점은 배당락일 이후 1~2달 후에 발생함으로써 반기실적마감 이후이다. 즉, 결산배당락일의 경우처럼 여전히 중간배당락일에 배당금이 확정되지 않은 상태에서 배당락이 실시되며, 현금배당금의 경우 결산배당락에서와 같이 배당락을 시키지 않는다.

(2) 표본추출 및 자료의 출처

연구표본을 선정하기 위해 증권거래소가 운영하고 있는 공시시스템을 참고로 하여 2000년도의 중간배당 공시사항에 대해서 조사하였다. 공시자료를 확인한 결과 2000년 12월 현재 공시된 자료는 7개 업체로 선정되었다. 주가수익률 자료는 대우증권의 증권시황 자료를 바탕으로 주가자료를 추출, 종합주가지수자료도 대우증권의 증권시황 자료를 통해서 얻었다.

<표 6.1> 중간배당 결의 기업 공시 현황

업 체	공 시 일	보통주 배당금	우선주 배당금	배당기준일	이사회결의
(주)금강고려화학	2000. 08. 16	750	0	2000. 07. 31	2000. 08. 16
S-Oil(주)	2000. 08. 07	500	500	2000. 06. 30	2000. 08. 07
삼성SDI(주)	2000. 08. 02	500	500	2000. 06. 30	2000. 08. 02
한국셀석유(주)	2000. 07. 27	450	0	2000. 06. 30	2000. 07. 26
삼성전자(주)	2000. 07. 21	500	500	2000. 06. 30	2000. 07. 21
포항종합제철(주)	2000. 07. 21	500	0	2000. 06. 30	2000. 07. 21
(주)신홍	2000. 07. 18	75	0	2000. 06. 30	2000. 07. 18

(3) 중간배당락일의 주가행태 분석

<표 6.2>에서 보듯이 1999년부터 2000년까지 실제 중간배당을 실시한 업체는 9개 업체로써, 9개 업체들의 중간배당락일 시가와 종가를 통해 중간배당금이 배당락주가에 반영되었는지를 분석하고자 한다. <표 6.2>에서 중간배당에 대한 시장조정수익률에 대해서도 종가와 시가를 구분할 경우 뚜렷이 드러나는 특징이 없으며 가설과 일관되지 않았다. 중간배당의 경우 현금배당락을 시키지 않으므로 배당락일의 주가수익률은 여타 조건이 일정할 때 부(-)의 수익률을 얻어야 하는데 부호가 일정치 않았다. 다만, 한국셀석유와 S-Oil(주)만 양(+)의

배당락일 수익률과 단기차익수익률을 보여 주고 있다. 또한, 배당부종가로 구입하여 배당락시가 또는 배당락종가로 매도시의 단기차익에 대한 수익률 부분에 대해서도 일관성이 보이지 않았다. 향후 중간배당실시 기업의 표본수의 증가에 따라 유효한 분석이 이루어질 것으로 기대한다.

〈표 6.2〉 중간배당락일의 주가행태 및 단기차익수익률

	보통주 배당금	배당락 시가	배당락 종가	배당 기준일	배당부 종가	B(R)	E(R)	AMB (R)	AME (R)	R (RETBEG)	R (RETEND)
삼성전자	500	127000	127000	1999. 06. 30	131000	-0.030	-0.031	-0.036	-0.053	-0.026	-0.027
한국셀석유	450	46900	45500	1999. 06. 30	43000	0.067	0.058	0.061	0.035	0.101	0.069
(주)금강고려화학	750	42100	41500	2000. 07. 31	41800	0.007	-0.007	-0.028	-0.038	0.025	0.011
S-Oil(주)	500	27000	26800	2000. 06. 30	26700	0.011	0.004	0.024	0.007	0.030	0.022
삼성SDI	500	53000	53500	2000. 06. 30	54400	-0.026	-0.017	-0.013	-0.014	-0.017	-0.007
한국셀석유	450	23000	23900	2000. 06. 30	20700	0.111	0.155	0.124	0.158	0.133	0.176
삼성전자	500	372000	369000	2000. 06. 30	376000	-0.011	-0.018	0.003	0.012	-0.009	-0.017
포항종합제철	500	95500	94600	2000. 06. 30	96700	-0.012	-0.022	0.001	-0.019	-0.007	-0.017
신 흥	75	3395	3200	2000. 06. 30	3565	-0.048	-0.102	-0.035	-0.099	-0.027	-0.081
평 균						0.008	0.002	0.011	-0.001	0.0023	0.014

주) 1999년 6월 배당락(1999. 06. 30) 시가 지수 : 888.22
 1999년 6월 배당락 종가 지수 : 903.05
 1999년 6월 배당부(1999. 06. 28) 종가 지수 : 883.00 MB(R) = 0.005912, ME(R) = 0.022707
 2000년 6월 배당락(2000. 06. 30) 시가 지수 : 810.44
 2000년 6월 배당락 종가 지수 : 818.73
 2000년 7월 배당락(2000. 07. 31) 시가 지수 : 730.76
 2000년 7월 배당락 종가 지수 : 727.68
 2000년 6월 배당부(2000. 06. 28) 종가 지수 : 821.22 MB(R) = -0.01313, ME(R) = -0.00303
 2000년 7월 배당락(2000. 07. 29) 종가 지수 : 705.97 MB(R) = 0.035115, ME(R) = 0.030752
 R(RETBEG) : 배당부종가로 구입하여 배당락시가로 매도시의 단기차익수익률 = $[(P_{beg} - P_{cum}) + E(Div)] / P_{cum}$
 R(RETEND) : 배당부종가로 구입하여 배당락종가로 매도시의 단기차익수익률 = $[(P_{end} - P_{cum}) + E(Div)] / P_{cum}$

VII. 요약 및 한계점

본 연구는 한국증권거래소의 현금배당락조치 폐지 이전과 1998년 7월 현금 배당락조치 폐지 이후의 표본을 이용하여 인위적인 거래소의 배당락조치의 변

경이 배당락일의 주가행태에 미치는 효과를 분석하였다.

실증분석 결과 현금배당락조치 폐지 이후 거래소 배당락기준가격의 오차는 더욱 확대된 것으로 나타났다. 두 기간 모두 배당락일의 주가가 금기예상실효배당금과 배당락조치를 위해 거래소가 인위적으로 산정한 배당금과의 차이인 거래소 배당락기준가격의 오차를 반영할 수 없었다. 또한, 김성민(1997)과 일관되게 단기차익 거래의 유용성은 표본그룹에 관계없이 금기예상실효배당금에 대한 정보소유자가 연말 폐장일에 배당부종가로 구입하여 배당락일인 연초 개장일에 배당락종가로 매도하는 것이 배당락시가로 매도하는 것보다 더 효과적임을 알 수 있었다. 한편, 이러한 차익거래를 통한 보유기간 세후수익률은 현금배당락조치 폐지 이전인 1997년(4.7%)에 비해 현금배당락조치 폐지 이후 현금배당락을 시키지 않은 1998~1999년(8.9%) 기간에 더 증가하였다. 단기차익을 위한 차익거래가 실질적으로 이루어 졌는지 연초 배당락일 주변의 초과거래량을 분석한 결과 1997~1998 회계년도의 배당락일에는 유의적인 양(+)의 초과거래량이 발생하였지만 1999 회계년도의 배당락일에는 유의적인 음(-)의 초과거래량이 발생하여 이에 대한 결론을 내릴 수 없었다. 추가적으로 중간배당락일의 주가행태를 분석한 결과 중간배당은 현금배당락을 시키지 않으므로 배당락일의 주가 수익률은 여타 조건이 일정할 때 부(-)의 수익률을 얻어야 하는데 부호가 일정치 않았다.

배당락일의 주가조정은 거래소 배당락기준가격 산정의 오차로 인한 조정과 배당소득세, 거래비용, 배당 및 회계이익에 대한 정보효과 등 여러 효과가 혼재되어 나타날 가능성을 배제할 수 없을 것이다. 본 연구는 전자에 의한 조정만을 고려하고 있으며, 다음으로 어떤 요소가 얼마만큼 빨리 주가에 반영될 것인가에 대한 문제는 본 연구범위를 벗어나 있다고 사료된다. 또한, 본 연구는 금기예상현금배당에 대한 완전예측을 가정함으로써 배당락일의 주가하락과 주주총회에서 실현될 주당배당금의 괴리는 차익을 제공할 수 있으나 무위험 차익거래 기회가 아님을 밝혀 둔다.

참 고 문 헌

- 김성민, “우리나라 주식시장의 배당락일의 주가행태와 배당락제도의 개선방안에 관한 연구”, 서울대 증권금융연구소 워크샵 발표논문, 2001. 3.
- 김성민, “배당락일의 주가행태에 관한 효율성 검증”, 재무연구, 제14호, 1997, 145-170.
- 우춘식, “배당락일의 주가조정행위에 관한 실증적 연구”, 증권학회지, 제15집, 1993, 215-241.
- 원정연·김성민, “기업의 배당정책에 관한 경영자 인식에 관한 연구”, 증권금융연구, 제5권, 1999, 131-158.
- 윤평식·김정국·정기호, “배당락일의 주가조정에 관한 연구”, 증권학회지, 제22집, 1998, 115-143.
- 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.
- Kato, K. and U. Lowenstein, “The Ex-Dividend-Day Behavior of Stock Prices : The Case of Japan,” *Review of Financial Studies*, (Fall 1995), 817-847.
- 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.
- Michael, 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, pp.247-255.