

## 配當의 情報效果에 관한 實證的 研究

金 東 沃\*

### 目 次

|                |                 |
|----------------|-----------------|
| I. 序 論         | IV. 追加檢證 및 結果分析 |
| II. 配當情報의 傳達過程 | V. 結 論          |
| III. 研究方法      |                 |

### I. 序 論

配當政策이 企業價値에 미치는 영향에 관한 많은 理論的 實證的 研究가 있었음에도 불구하고, 이에 대한 명확한 回答이 제시되지 못한 채 配當에 대한 論爭의 歷史가 이어져왔다. 이러한 論爭의 歷史는 配當에 관련된 研究領域을 확대시켜 왔으며, 그 가운데 하나가 배당의 情報效果에 관한 論議이다.

配當의 情報效果에 관한 연구는 밀러와 모딜리아니(Miller and Modigliani, 1961)가 配當變化가 企業의 市場價値의 變化로 이어지는 현상을 企業의 未來收益力에 대한 配當의 情報內容으로 파악한데서 비롯되어 이에 대한 實證的 研究로 이어졌다. 한편 經營者들은 一般投資者들에게는 알려져 있지 않는 그들만의 內部情報를 市場에 알리기 위한 수단으로 配當을 사용하며, 이때 발생되는 費用에도 불구하고 情報利得(information benefit)이 이를 상쇄시켜 줌으로써 配當을 信號로 사용한다는 配當信號모델의 개발은 配當의 情報效果를 암시한다.

配當이 企業의 未來展望에 관한 情報를 전달하느냐에 관한 實證的 研究는 페티트(Pettit, 1972) 이래 많은 연구가 이루어져 왔다. 그결과 모든 연구가 일치된 결과를 나타내는 것은 아니지만 配當의 變化가 市場價格에 영향을 미친다는 것을 발견함으로써 대체로 配當의 情報效果를 인정하고 있다.

이와같은 배경 아래서 본 研究의 目的은 投資者들이 豫想外 配當變化에 반응하여 未來收益力에 대한 그들의 期待値를 재평가한다는 假定아래, 資本市場與件이 다른 우리나라 資本市場에서의 配當情報效果를 實證的 研究를 통해 규명해 보고자 하는 것이다.

\* 仁濟大學校 經營學科 助教授

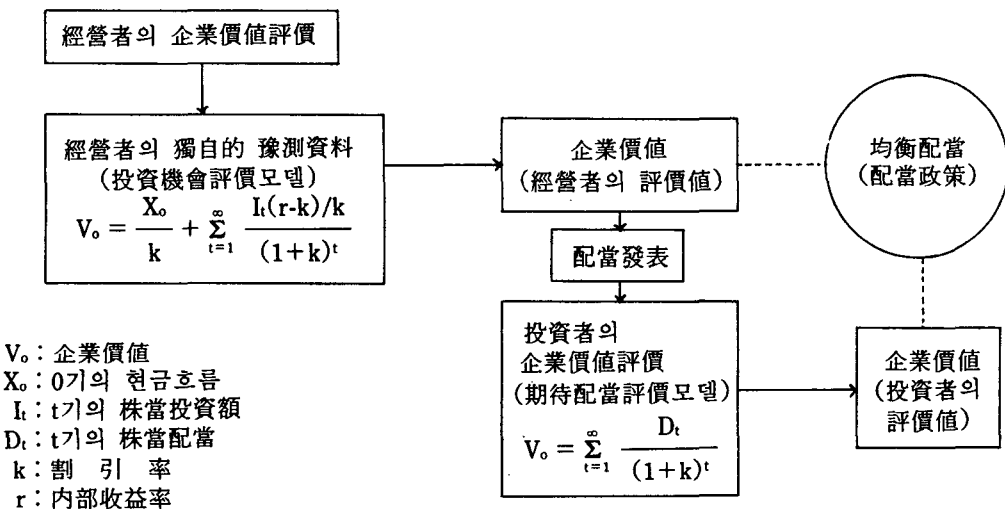
## II. 配當情報の傳達過程

경영자들은 기업의 未來利益을 전망하는데 있어 一般投資者들 보다 더 나은 情報을 지니고 있으므로 그와같은 内部情報을 전하기 위해 配當을 信號手段으로 사용한다고 할 수 있다. 따라서 配當의 情報傳達過程을 살펴봄으로써 配當發表와 市場價値 사이의 관계를 알 수 있다. 配當의 情報傳達過程을 체계화하기 위해서는 몇가지 前提가 필요하다.

첫째, 기업의 目標은 既存株主들의 富의 極大化에 있으며 경영자들은 이를 위해 행동한다. 둘째, 경영자들은 企業價値를 평가하는데 있어 그들이 가지고 있는 獨自的인 豫測資料에 근거한 投資機會 評價모델에 의한다. 셋째, 경영자들은 진실된 情報만을 전달한다. 넷째, 市場은 企業價値를 평가 하는데 있어 期待配當評價 모델을 사용한다. 다섯째, 현금의 流出入은 期末에 인식되며 税金 및 去來費用은 없다. 이와 같은 前提아래 配當情報의 傳達體系는 (圖 2-1) 과 같이 나타내 볼 수 있다.

(圖 2-1)에서 보면 經營者와 一般投資者 사이에는 情報의 不均衡이 존재 하므로 企業價値를 評價하는데 있어 평가모델이 다르다. 경영자들은 그들이 입수하고 있는 독자적인 예측 자료에 의해 투자평가모델을 사용한다. 경영자의 企業價値에 대한 評價値는 배당발표에 의해 情報로서 市場에 전달되며 경영자의 評價値와 일반투자자의 評價値가 일치하는 수준에서 均衡配當을 이룬다고 할 수 있다. 이와같은 配當情報 傳達體系는 일반투자자들이 지니고 있지 않는 企業價値에 관한 情報을 配當이 지니고 있음을 나타낸다. 그리고 配當이 情報를 포함

(圖 2-1) 配當情報 傳達體系



資料: John Anthony Cole, "Theory and Evidence Regarding the Information Content in Dividends" (Ph.D.dissertation, University of Michigan, 1980), P.36.

한다면 配當發表가 市場에 영향을 미치는 것으로 해석할 수 있다. 그러므로 市場價値와 配當과의 명시적 관계는 配當發表에 반응하는 市場價値를 이해하는 하나의 방법이 될 수 있다.

### III. 研究方法

#### 1. 檢證假說

경영자들이 未來의 企業展望에 대한 그들의 評價를 市場에 전달하는 경제적인 수단으로 配當을 선택하고, 配當決定이 市場參與者에 의해 경영자들의 미래전망에 대한 기대값을 나타내는 信號로 해석된다면, 이 기업의 株式價格은 새로운 情報를 반영하여 조정되어야 한다.

한편 하나의 事件이 未來事象에 대한 기대값에 변화를 가져올 경우 情報가 전달된다고 할 수 있으므로, 配當變化와 관련하여 非正常 超過收益率이 발견될 경우 配當變化가 情報를 포함한다고 해석할 수 있다. 이 경우 豫想外 配當의 增加는 正의 超過收益率을 그리고 豫想外 配當의 減少는 負의 超過收益率을 초래할 것이다. 그러므로 檢證을 위한 歸無假說은 배당발표는 株價에 영향을 미치지 않으므로 배당발표 기간의 平均超過收益率이 0과 같다는 것이다.

#### 2. 檢證모델

配當의 情報效果에 관한 檢證은 事件研究(event study) 방법에 의한다. 事件研究에서는 경제적 사건의 발표에 반응하는 市場價格의 反應時期와 크기를 확인한다. 그러므로 配當發表日에 이어지는 超過收益率을 살펴봄으로써 經濟的 損益을 판단하게 된다.

配當變化에 대한 市場反應을 檢證하기 위한 구체적인 절차는 세가지 단계로 나누어진다. 첫째, 市場이 效率的이라는 假定아래서는 예상된 배당변화는 이미 株價에 반영되었으므로 배당변화에 대한 예상의 부분을 도출한다. 둘째, 配當發表日 주위의 超過收益率을 산출한다. 이 때 超過收益率은 個別證券 收益率과 正常收益率의 차이로 정의된다. 셋째, 平均超過收益率의 統計的 有意性을 살핀다.

##### (1) 豫想外 配當變化

배당발표의 情報內容을 檢證하기 위해서는 豫想外 配當變化에 대한 정확한 확인이 선행되어야 한다. 配當의 情報內容에 관한 그동안의 연구들에서는 주로 배당예측모델로서 린터너 모델(Lintner, 1956), 파마-배비악 모델(Fama and Babiak, 1968), 아로니-스와리 모델(Ahrony-Swary, 1980), 나이브 모델(naive model) 등이 제시된다.

예측모델의 개발과 적용에는 豫測의 正確性과 費用 그리고 適用의 容易性 문제가 제기된다.

1) 런터너, 파마-배비악, 아로니-스와리 모델에서는 이익과 배당에 관한 장기간의 지속적인 자료를 필요로 하는 반면, 나이브 모델에서는 보다 간단하게 자료를 얻을 수 있다. 예측모델의單純性이 반드시豫測의正確性에 대한否定的인要因이 되는 것이 아니라 오히려肯定的인要因이 되고 있음은 많은 연구결과가 보여준다.<sup>2)</sup>

본 연구에서는 最近의 값어치가 예측되는 次期 값에 대한 情報를 창출한다는 假定아래 나이브 모델을 사용하여 豫想外 配當變化를 측정한다.

$$\Delta D = D_t - D_{t-1}$$

$\Delta D$  : 豫想外 配當變化

$D_t$  : t년도의 株當配當

$D_{t-1}$  : t-1년도의 株當配當

나이브 모델의 사용은 쉽고 간단할 뿐만 아니라 경영자들이 기업의 未來展望에 관해 상당한 변화를 예상하지 않는다면 配當支給의 變化를 꺼려한다는 安定配當의 假定에 의해 그 理論的背景을 찾는다.

## (2) 超過收益率

超過收益率(excess return)을 산정하기 위해서는 우선 正常收益率의 評價모델이 필요하다. 正常收益率을 산출하는데 사용되는 기본모델로는 市場危險調整 收益率(market risk adjusted return) 모델, 平均調整 收益率(mean adjusted return) 모델 그리고 市場調整(market adjusted) 收益率 모델이 제시될 수 있다.<sup>3)</sup>

市場危險調整 收益率모델은 證券收益率에 영향을 미치는 유일한 危險은 體系的 危險이라는 前提아래 正常收益率을 市場모델에 의해 산정하는 방법이다. 平均調整收益率 모델은 구체적인 事件의 영향을 받지 않았으리라고 생각되는 事件日 前 일정기간 동안의 平均收益率을 正常收益率로 산정하는 방법이며, 市場調整 收益率 모델은 市場收益率을 正常收益率의 代用值로 사용하는 방법이다. 각 모델에서 超過收益率은 事後的(ex post) 관찰치와 모델에 의한 推定值의 差異로 정의된다.

이 모델들 가운데 오늘날 財務的 研究에 널리 사용되는 방법이 市場危險調整(market risk adjusted) 모델이라고 할 수 있다. 그러나 이 경우에도 危險尺度인 베타( $\beta$ )의 有用성과 正確性에 관한 문제가 제기된다. 資本資產價格決定理論에서는 시장포트폴리오의 변화에 대한 個別證券의 敏感度를 나타내는 베타( $\beta$ )계수를 유일한 危險尺度로 삼고 있으므로 베타는 市場과

1) Steven C. Wheelwright and Spyros Makridakis, *Forecasting Methods for Management*, 4th ed. (New York : John Wiley & Sons, 1985), p.52.

2) *Ibid.*, pp.265~277

3) Stephen J. Brown and Jerold B. Warner, "Using Daily Stock Returns : the Case of Event Studies," *Journal of Financial Economics*, Vol.14, no.1 (March, 1985) pp.6~7.

관련된 미래의 變動性(volatility)에 대한 투자자의 豫測值를 반영하여야 한다. 그러나 현재 보유하고 있는 자료는 過去의 變動性에 관한 자료이기 때문에 현시점에서는 個別證券이 미래시장과 어떻게 관련되며 投資者들이 어떻게 상대적 變動性을 판단할 지 알 수 없다.<sup>4)</sup>

브룸(Blume, 1975)등은 個別證券의 베타는 不安定하므로 歷史的 베타(historical beta)가 未來危險을 나타내는 좋은 측정치가 될 수 없으나, 포트폴리오의 베타는 상대적으로 安定的이기 때문에 歷史的 資料에 의한 포트폴리오의 베타는 미래 포트폴리오의 위험에 대한 豫測值로 사용될 수 있다고 주장한다. 해링튼(Harrington, 1983)은 베타의 개념자체는 論理的이라 할 지라도 베타에측의 精確성은 檢證되는 時機, 포트폴리오의 크기, 그리고 測定期間의 크기에 달려있으므로, 베타측정에 있어 唯一, 最善의 測定方法은 없다고 주장한다. 그리고 구우딩(Gooding, 1978)은 평균적으로 포트폴리오 관리자들의 危險에 대한 개념은 多面的(multidimensional) 概念일 뿐만아니라, 期待收益率의 산출을 위해 베타危險에 企業經營의 特性을 추가하여 사용하므로, 이것은 投資者들이 體系的 危險 뿐만아니라 기업의 經營危險에 대한 보상까지 요구하는 것을 나타낸다고 주장한다.

한편 브라운과 워너(Brown and Warner, 1985)의 實證的 研究에서는 특히 日別收益率 資料를 사용하는 경우 市場危險調整 收益率에 비해 平均調整 收益率과 市場調整 收益率이 超過收益率을 확인하는 보다 나은 방법이 될 수 있음을 보여준다. 랜들만, 존스 그리고 라텐(Rendleman, Jones and Lantane, 1982)은 日別超過收益率을 이용한 事件研究 方法에서는 市場危險調整 收益率 모델에서 보는 바와같은 危險調整은 연구결과에 큰 영향을 미치지 않는다고 주장한다. 그리고 카레이와 뢰웬슈타인(Kalay and Loewenstein, 1985)의 配當發表의 效率性에 관한 연구에 의하면 平均調整 超過收益率, 市場調整 超過收益率 그리고 標準偏差에 의해 표준화한 標準超過收益率의 測定結果가 거의 유사함을 보여준다. 이와같이 超過收益率의 산출에 있어 객관적으로 優越性을 가진 特定 收益率모델의 선택은 어렵다.

본 연구에서는 市場危險調整 收益率모델은 베타의 有用性和 豫測의 正確性에 관한 문제로, 平均調整 收益率모델은 平均收益率 산출을 위한 기간설정이 적절하지 못할 경우 超過收益率의 측정에 큰 誤差가 생길 수 있으므로 관(Kwan, 1981), 울리지(Woolridge, 1982)등이 사용한 市場調整모델에 의해 超過收益率을 산출한다.

$$ER_{it} = R_{it} - R_{mt}$$

$ER_{it}$  : t일의 i증권 超過收益率

$R_{it}$  : t일의 i증권 收益率

---

4) Eugene F. Brigham and Louis C. Gapenski, *Intermediate Financial Management*, 2nd. ed. (Chicago: The Dryden Press), 1987, p.61.

## (3) 平均超過收益率, 累積超過收益率

세번째로 配當發表日 주위의 收益率이 통계적으로 정상적인 收益率과 다른지를 살펴본다. 나이브 모델에 의해 측정된 豫想外 配當變化를 增加와 減少의 경우로 구분하고 배당의 情報 內容과 效率性을 측정하기 위해 市場調整모델에 의해 산정된 個別企業의 超過收益率로 부터 日別平均超過收益率을 얻는다. 平均超過 收益率은 개별증권 超過收益率의 산술평균에 의한 다.

$$ER_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n ER_{it}$$

ER<sub>it</sub> : t일의 i증권 超過收益率  
n : t일의 관찰치 數

ER<sub>t</sub> : t일의 平均超過收益率

그리고 配當發表에 따른 市場反應形態를 보기위해 累積平均 超過收益率을 구한다.

$$CER = \sum_{t=1}^T ER_t$$

CER : 累積平均 超過收益率  
T : 累積日數

그리고 平均超過 收益率에 대한 t-검증을 행한다.

$$t = \frac{ER_t}{s(ER_t) / n}$$

s(ER<sub>t</sub>) : ER<sub>t</sub>의 標準偏差  
n : 관찰치 數

## 3. 標本資料와 檢證結果

## (1) 標本の 選擇

만일 市場이 效率的이라면 證券價格의 變化에 대한 市場調整은 빠른 속도로 이루어 질 것이므로 超過收益率이 몇일 사이에 나타날 것이다. 뿐만아니라 證券價格에 영향을 미치는 다른 요인 이 配當發表와 동시에 變化하지 않는다고 假定한다면 配當發表日의 收益率이 配當變化 效果를 분리시킬 것이다. 그러므로 본 연구에서는 日日資料를 사용함과 동시에 事件日(event day)을 配當案이 확정되는 定期株主總會日로 가정하였다.<sup>5)</sup>

5) 우리나라의 경우 豫想配當率이 證券市場紙의 決算速報欄에 1986년까지 게재되어 왔으므로 豫想 配當率의 게재일자를 배당발표일로 고려해 볼 수 있다. 그러나 이 경우 豫想配當率은 公示規定에 의한 義務公示 事項이 아니며, 株主總會의 의결을 통한 確定配當과도 직접적인 관련이 없으며, 이후 예상 배당율의 게재가 중단된 점을 고려할 때 信賴性에 문제가 있다. 뿐만아니라 동일시점에 豫想配當率이 決算結果와 함께 게재되므로 시장은 決算結果에 민감하게 반응할 것이다. 따라서 豫想配當率이 證券市場紙에 게재되는 일자를 配當發表日로 선택하기 어렵다고 판단된다.

기본자료로서는 業體別 日別收益率, 日別指數收益率, 業體別 株當配當金 그리고 定期株主總會日이 사용되었다. 1983-1987년 까지의 5년간의 업체별 日別收益率과 日別指數 收益率은 韓國信用評價(株)의 株價資料 데이프로 부터 구하였으며, 사업년도 1982-1986년 까지의 업체별 株當 配當金 資料는 株價資料 매뉴얼로 부터 구하였다. 그리고 業體別 定期株主總會 日字는 1983-1987년 사이의 證券市場紙로 부터 발췌하여 收益率資料와 대응시켰다.

標本企業의 선택에 있어서는 1987년 12월말 현재 上場企業 총 389개 기업중 다음의 범위를 만족시키는 기업을 선택하였다.

- 1) 시장 1부에 속하는 企業
- 2) 製造業 분야에 속하는 企業
- 3) 12월말 決算法人으로 1980년 이후 決算日 변경이 없는 企業
- 4) 1980년 以前에 上場된 企業

우리나라 證券去來所 市場은 市場管理의 편의상 上場株式種目을 市場 1部 種目과 2部 種目으로 지정하여 管理하나 전체적으로 보아 1部 種目が 2部 種目보다 건전한 種目이라 할 수 있다. 그리고 우리나라의 경우 기업의 配當政策에 미쳐온 政府次元의 行政指導的 영향을 고려한다면, 配當決定에 대한 경영자의 자율적 意思決定의 幅은 金融機關 등에 비해 製造業에 있어 상대적으로 크다고 볼 수 있으므로 製造業 분야에 속하는 企業만을 대상으로 하였다. 그리고 決算日의 변경에 따른 영향을 배제하고 일관된 資料의 확보를 위하여 1980년 以前에 上場된 法人으로서 12월 決算法人에 한정하였다.

上記 범주를 만족시키는 기업중 株主總會 日字의 확인이 곤란한 경우를 제외하고 최종 100개 기업을 實證分析 대상으로 하였다. 그리고 대상기업의 1983-1987년 까지의 5년간의 業體別 株主總會 日字를 기준으로 주주총회일 전 20일간 그리고 주주총회일 후 10일간 총 31일간의 日別收益率 資料를 분석대상 기간으로 하였다.

총 500회의 배당발표 가운데 配當變化를 나이브 모델을 이용하여 增加와 減少로 구분한 결과 前年度에 비해 配當이 增加한 경우가 202회 配當이 減少한 경우가 167회 配當의 變化가 없는 경우가 131회로 분류되었으나 配當의 변화가 없는 경우는 제외하였다.

## (2) 檢證結果

통계처리과정은 SPSS/PC+ 통계패키지를 사용하였으며 그 결과는 (表3-1),(表3-2)와 (圖3-1),(圖3-2)에 나타난다. (表3-1)과 (圖3-1)은 配當增加發表의 경우를 나타내며 (表3-2)와 (圖3-2)은 配當減少發表의 경우를 나타낸다. (表3-1)에서 배당발표일 주위의 平均超過 收益率을 살펴보면 事件日 -2일에서 시작하여 +4일까지는 계속 증가한다. 그리고 사건일 +2, +3, +4, +5일의 平均超過收益率이 각각 0.4632, 0.5490, 0.5908, 0.4479이며 檢證統計量이 각각 3.81, 3.81, 4.07, 2.94를 나타내므로 1% 有意水準에서 歸無假說이 棄却된다.

이와같이 사건일 -2일부터 平均超過 收益率이 증가하는 가운데 사건일 +2일에서 +5일에

결쳐 有意인 正의 平均超過 收益率이 집중되어 나타나므로 配當의 情報效果와 관련지워 해석하면, 배당증가발표는 非正常 超過收益率을 초래하나 점진적으로 반영된다. 배당발표에 이어 市場이 反應하는 形態를 살피기 위해 累積平均 超過收益率을 살펴본다. (圖3-1)에서 보면 累積平均 超過收益率이 -10일부터 -5일까지 완만하게 움직이며 -4일부터 0일까지는 서서히 增加한 후 +1일 부터 보다 급속히 增加한다. 그리고 다시 완만한 形態로 돌아간다. 이와같은 累積平均 超過收益率의 形態는 市場이 配當發表가 있기 전에 이미 配當變化에 대한 情報를 어느정도 예측하는 것으로 해석해 볼 수 있으며 配當發表日 주위의 지속적 增加는 배당변화에 대한 市場調整에는 시간이 걸리는 것으로 볼 수 있다.

(表3-2)는 配當變化 가운데 配當減少의 경우에 있어서 배당발표일을 포함한 31일간의 市場反應을 나타낸다. 事件日 -6일부터 -3일까지는 負의 平均超過收益率이 나타나고, -2일부터 +3일까지는 正의 超過收益率이 나타난다. 그리고 다시 +4일부터 負의 平均超過 收益率을 보여준다. 이와같이 예상과는 달리 配當減少發表日의 주위에도 正의 平均超過收益率이 나타난다. 특히 配當發表日에는 平均超過收益率이 0.5845, t 통계량이 4.01로서 높은 正의 有意的인 平均超過收益率을 보여준다. 그러므로 配當의 增加는 市場에 正의 影響을 미치며 配當의 減少는 負의 影響을 미친다는 일반적 假定과는 相反된 結果를 보여준다.

(圖3-2)의 경우를 살펴보면 累積平均超過 收益率이 -7일부터 -3일까지 減少趨勢를 보 이다가 -2일부터 0일까지는 급격한 增加趨勢를 보인 후 다시 완만한 增加를 거쳐 減少하는 形態를 보여준다. 이와같은 현상은 豫想外 配當減少는 市場에 負의 效果를 미친다는 配當情報假說을 否定하는 結果로 해석될 수 있을 뿐아니라, 다른 한편에서는 配當發表와 동시에 이루어진 다른 經濟的 事件의 影響이 配當減少의 負의 效果를 매몰시킨 結果로 해석될 수 있다. 이와같은 結果는 配當增加의 경우와 相反된 結果를 나타낸다.

지금까지 配當의 情報效果를 配當增加의 경우와 감소의 경우로 나누어 살펴보았다. 그리고 配當增加의 경우는 배당발표의 情報效果가 있는 것으로 일단 해석하였으나, 配當減少의 경우에는 配當감소의 負의 情報效果를 발견하지 못하였다. 이와같은 相反된 結果에 대한 결론을 얻기 위해 追加檢證을 행한다.



(표 3-1)

## 配當增加의 경우

| 사 건 일 | (ER)                | (CER)               | t-통 계 량 |
|-------|---------------------|---------------------|---------|
|       | 일 일 평 균<br>초과수익율(%) | 누 적 평 균<br>초과수익율(%) |         |
| -20   | 0.1681              | 0.1681              | 1.26    |
| -19   | -0.1371             | 0.0310              | -1.07   |
| -18   | 0.2975              | 0.3285              | 2.08**  |
| -17   | 0.2492              | 0.5777              | 1.76    |
| -16   | 0.5599              | 1.1376              | 3.99.   |
| -15   | 0.2740              | 1.4116              | 1.95    |
| -14   | 0.1871              | 1.5987              | 1.29    |
| -13   | 0.3573              | 1.9560              | 2.55**  |
| -12   | 0.2781              | 2.2341              | 1.93    |
| -11   | 0.2891              | 2.5232              | 1.98    |
| -10   | 0.0207              | 2.5439              | 0.14    |
| - 9   | -0.1840             | 2.3599              | -1.37   |
| - 8   | 0.1865              | 2.5464              | 1.39    |
| - 7   | 0.1503              | 2.6967              | 1.18    |
| - 6   | 0.2085              | 2.9052              | 1.64    |
| - 5   | -0.0318             | 2.8734              | -0.26   |
| - 4   | 0.2128              | 3.0862              | 1.73    |
| - 3   | 0.1320              | 3.2182              | 0.96    |
| - 2   | 0.2407              | 3.4589              | 1.77    |
| - 1   | 0.2636              | 3.7225              | 1.86    |
| 0     | 0.2547              | 3.9772              | 1.66    |
| 1     | 0.3317              | 4.3089              | 2.47**  |
| 2     | 0.4632              | 4.7721              | 3.81*   |
| 3     | 0.5490              | 5.3211              | 3.81*   |
| 4     | 0.5908              | 5.9119              | 4.07*   |
| 5     | 0.4479              | 6.3598              | 2.94*   |
| 6     | 0.1176              | 6.4774              | 0.82    |
| 7     | 0.0359              | 6.5133              | 0.23    |
| 8     | -0.0582             | 6.4551              | -0.47   |
| 9     | 0.3404              | 6.7955              | 2.65**  |
| 10    | 0.4295              | 7.2250              | 3.16*   |

\* : 1% 有意水準에서 統計的으로 有意의임을 나타냄.

\*\* : 5% 有意水準에서 統計的으로 有意의임을 나타냄.

(표 3-2)

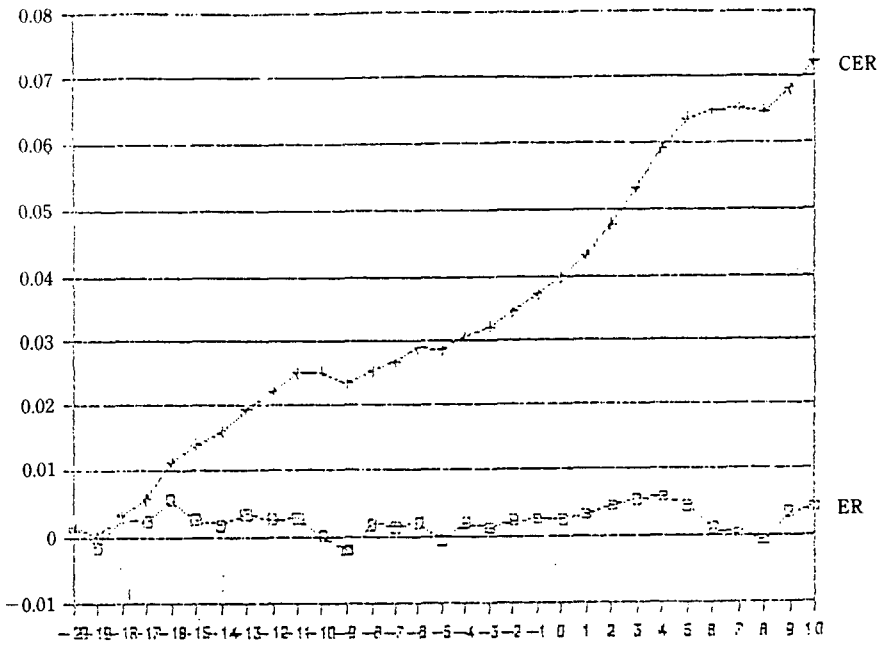
## 配當減少의 경우

| 사 건 일 | (ER)                | (CER)               | t-통 계 량 |
|-------|---------------------|---------------------|---------|
|       | 일 일 평 균<br>초과수익율(%) | 누 적 평 균<br>초과수익율(%) |         |
| -20   | -0.0871             | -0.0871             | -0.57   |
| -19   | -0.2594             | -0.3465             | -1.58   |
| -18   | 0.2085              | -0.1380             | 1.27    |
| -17   | -0.0713             | -0.2093             | -0.48   |
| -16   | 0.1684              | -0.0409             | 1.14    |
| -15   | 0.0300              | -0.0109             | 0.24    |
| -14   | -0.2031             | -0.2140             | -1.60   |
| -13   | -0.0178             | -0.2318             | -0.10   |
| -12   | 0.0954              | -0.1364             | 0.61    |
| -11   | 0.4903              | 0.3539              | 2.59**  |
| -10   | 0.2462              | 0.6001              | 1.60    |
| -9    | 0.0856              | 0.6857              | 0.58    |
| -8    | 0.2461              | 0.9318              | 1.48    |
| -7    | 0.2768              | 1.2086              | 1.69    |
| -6    | -0.2140             | 0.9946              | -1.52   |
| -5    | -0.0858             | 0.9088              | -0.58   |
| -4    | -0.1262             | 0.7826              | -1.17   |
| -3    | -0.1031             | 0.6795              | -0.81   |
| -2    | 0.1144              | 0.7939              | 0.77    |
| -1    | 0.3553              | 1.1492              | 2.22**  |
| 0     | 0.5845              | 1.7337              | 4.01*   |
| 1     | 0.0037              | 1.7374              | 0.03    |
| 2     | 0.0771              | 1.8145              | 0.50    |
| 3     | 0.1178              | 1.9323              | 0.74    |
| 4     | -0.0378             | 1.8950              | -0.26   |
| 5     | -0.0899             | 1.8051              | -0.66   |
| 6     | -0.1142             | 1.6909              | -0.76   |
| 7     | -0.0338             | 1.6571              | -0.21   |
| 8     | -0.0880             | 1.5691              | -0.63   |
| 9     | -0.0663             | 1.5028              | -0.44   |
| 10    | 0.3985              | 1.9013              | 2.52**  |

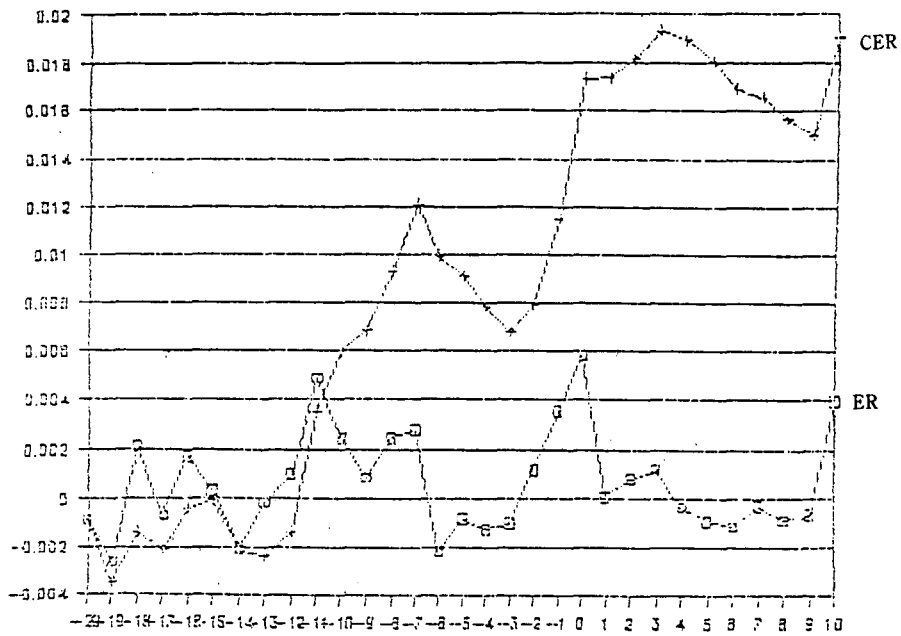
\* : 1% 有意水準에서 統計的으로 有意의 임을 나타냄.

\*\* : 5% 有意水準에서 統計的으로 有意의 임을 나타냄.

(圖 3-1) 配當增加의 경우



(圖 3-2) 配當減少의 경우



#### IV. 追加檢證 및 結果分析

配當의 情報假說 아래서는 豫想外 配當에 기인하는 超過收益率은 豫想外 配當變化의 크기와 직접적인 관련이 있다고 假定할 수 있으므로, 배당발표일 주위에 관찰되는 超過收益率은 配當變化의 函數이다. 즉 다음과 같은 관계가 성립한다.

$$ER = a + b(\Delta D)$$

ER = 超過收益率

$\Delta D$  = 豫想外 配當變化

a = 常數

b = 回歸係數

配當情報假說이 인정되는 경우 配當變化의 係數 b는 正의 有의적인 값을 가져야한다. 따라서 앞서 事件研究에서 配當增加의 경우에 情報效果가 나타난 것으로 해석된 기간(-2-+5)의 超過收益率과 豫想外 配當變化의 크기 간의 관계를 배당증가와 배당감소의 경우로 나누어 상기 回歸모델을 사용하여 나타내면 다음과 같다.

$$\text{配當增加의 경우 : } ER = 2.5685E^{-03} - 3.5604E^{-06}(\Delta D) \quad R^2 = 0.0003$$

$$(5.720) \quad (-0.166) \quad F = 0.0276$$

$$\text{配當減少의 경우 : } ER = 5.3024E^{-04} + 7.9414E^{-06}(\Delta D) \quad R^2 = 0.0027$$

$$(1.507) \quad (0.478) \quad F = 0.2289$$

上記 방정식에서 配當增加의 경우 回歸係數 b의 檢證統計量이 5% 有意水準에서 귀무가설을 채택하므로 回歸係數 b는 통계적으로 의미가 없다. 또 모델의 說明力을 나타내는 決定係數도 0에 가까우며 有意的인 檢證統計量을 나타내지 못한다. 이와같은 결과는 配當減少의 경우에도 마찬가지 이다.

이러한 回歸分析結果는 超過收益率과 豫想外 配當變化 사이에는 아무런 因果關係가 없음을 보여주므로, 앞서 나타난 株主總會日 주위의 超過收益率은 配當變化에 의해서는 說明될 수 없음을 보여준다. 따라서 이와같은 결과는 標本期間 以前에 配當의 情報效果가 나타나므로 株主總會日이 配當發表日이 될 수 없는 경우이거나, 적어도 우리나라 資本市場에서는 배당의 情報效果가 존재하지 않는데 기인하는 것으로 해석해 볼 수 있다.

이상에서 살펴본 實證의 研究結果는 우리나라 資本市場의 特征적 요소에 비추어 볼 때 研究結果에 대한 고무적인 측면을 발견할 수 있다. 우선 配當支給節次에 관한 制度的인 側面을 살펴보면, 配當發表의 情報效果가 대체로 인정되고 있는 美國의 경우에는 첫째, 理事會의 議決에 의하여 株當配當金, 配當基準日 그리고 配當支給日에 관한 配當宣言(dividend declara-

tion)이 이루어진다. 둘째, 宣言된 株主名簿閉鎖 基準日 (holder of record date)에 주주명부 폐쇄가 이루어지고 基準日의 株主名簿가 작성된다. 셋째, 기준일 4일전에 配當落(ex-dividend) 株價가 형성되며 株價의 下落幅은 대체로 선언된 株當配當金 만큼 하락한다. 넷째, 선언된 配當支給日에 배당지급이 이루어지므로 配當支給節次가 끝난다.<sup>6)</sup> 한편 우리나라의 配當支給節次는 첫째, 株主名簿 閉鎖 基準日 2週前에 株主名簿閉鎖 公告가 이루어진다.(商法 제354조) 둘째, 株主權을 확정하기 위하여 每 事業年度 最후일을 株主名簿閉鎖 基準日로 하여 주주명부폐쇄가 이루어지고 株主名簿가 확정된다. 셋째, 每 事業年度의 決算日 2日前에 配當落 株價가 형성된다. 이 때 형성된 配當落 株價는 配當이 확정되지 않은 상태에서 형성되므로 配當落幅은 실제 確定配當金의 크기와는 직접적인 관련이 없다. 넷째, 株主總會에서 配當案이 확정된다. 每 事業年度가 끝난 후 열리는 定期株主總會에서 配當支給에 관한 사항이 議決되며, 배당기준은 監査人의 감사결과 수정된 財務諸表를 기준으로 배당이 이루어진다.(上場法人財務管理規定 제5조) 다섯째, 주주총회에서 확정된 배당지급이 주주총회일로 부터 2개월 이내에 이루어진다.(商法 제464조)

이와같이 現行 法制度 아래서는 配當支給의 결정은 株主總會의 議決事項으로서, 美國의 경우와 같이 理事會의 議決에 의해 配當이 발표되고 발표된 配當이 실현되므로써 投資者들이 미리 配當支給額의 크기와 支給時期를 정확히 판단할 수 있는 與件이 되지 못한다. 특히 分期別 配當이 이루어지는 美國의 경우와 달리 年 1회 配當을 지급하므로 配當豫測에 誤差가 크게 생기며 配當豫測이 합리적으로 株價에 반영되지 못한다고 할 수 있다.

다음으로 우리나라 企業의 配當政策決定과 관련된 特徵을 살펴보면 첫째, 우리나라 企業은 配當決定時 기업의 未來展望을 반영하여 독자적인 配當支給水準을 결정하는 것이 아니라 대체로 他社 특히 同種産業에 속하는 他社의 配當水準과 보조를 맞추려는 傾向이 있다. 기업간의 配當性向이 현격한 차이를 나타내는 데도 불구하고 同一産業內 業體別 配當水準이 거의 類似하게 나타난다.<sup>7)</sup> 둘째, 우리나라 企業은 배당결정시 行政指導에 의한 政策當局의 規制를 받아 왔으므로 경영자의 自律的 意思決定에 의한 配當決定의 범위가 제한되어 왔다. 政策當局의 규제는 個別企業의 財務構造를 건실하게 하려는 産業育成의 次元, 物價安定政策 그리고 金利政策과 밀접한 관련이 있다. 특히 配當率의 騰落이 金利의 變動趨勢와 밀접한 관련을 가지고 움직여 왔다.<sup>8)</sup> 이와같이 우리나라 기업의 配當政策上的 特徵을 고려해 볼 때 配當이 기업의 未來展望에 관한 情報傳達 手段으로 사용되는 경우 그 效率性에 限界가 따른다고 볼 수 있다.

6) J.F.Weston and T.E.Copeland, Managerial Finance, 8th ed. (Chicago : The Dryden Press, 1986), pp.645~646.

7) 참조 : 韓國上場企業總鑑(韓國上場會社協議會, 1987)

8) 資本市場年報(證券監督院, 1982~1987)

## V. 結 論

本論文은 그동안에 이루어진 外國의 研究結果에 비추어 配當의 情報效果를 우리나라 資本市場에서의 實證的 研究를 통하여 규명해 보고자 하였다. 方法論으로서는 配當이 확정되는 定期株主總會日을 配當발표일로 假定하고, 사업년도 1982-1986년 까지의 業體別 配當實績資料와 1983-1987년 까지의 業體別 日別收益率資料 및 日別指數收益率資料를 기초로하여, 市場調整 收益率모델을 사용한 事件研究(event study)방법에 의해 配當의 情報效果를 검증하였다.

檢證結果는 豫想外 配當이 증가한 경우 配當發表日 주위에 正의 超過收益率이 발견되어 이를 配當의 情報效果로 해석할 수 있었으나, 配當減少의 경우에도 配當發表日 주위에 正의 超過收益率이 발견되므로 配當의 減少는 市場에 負의 效果를 가져온다는 配當情報假說을 否定하는 것으로 해석되어 配當增加의 경우와는 相反된 結果를 얻었다.

따라서 配當發表日 주위의 超過收益率이 配當變化의 크기에 기인하는지를 추가로 檢證하기 위해 回歸分析을 실시한 결과, 超過收益率이 配當變化의 크기에 의해 설명될 수 없음을 발견하였다. 이러한 결과들은 적어도 우리나라 資本市場에서는 配當이 企業의 未來價値에

관한 情報를 전달하지 않는다는 結論을 내릴 수 있는 根據를 제시한다. 뿐만아니라 이러한 결과는 우리나라의 配當制度和 配當政策上的 特徵에 기인하는 것으로도 해석해 볼 수 있다.

그러나 이러한 結果를 얻기까지의 과정에서 指摘되어야 할 限界點이 있다. 첫째, 實證分析에 사용된 事件日의 選定에 관한 妥當性의 문제이다. 본 연구에서는 配當이 확정되는 定期株主總會日을 事件日로 가정하였다. 그러나 標本에 속한 企業 가운데는 실제 配當金이 확정 발표되지 않은 상태에서 豫想配當率의 형태로 決算結果와 함께 證券市場紙에 게제되므로 豫想配當率이 市場反應을 일으킬 수 있다. 둘째, 配當發表와 同時에 이루어지는 미래의 經濟的 成果에 대한 또다른 情報의 分離, 統制가 적절히 이루어지지 못하였으므로 株主總會에서 발표되는 未來展望에 대한 여러가지 다른 情報가 市場反應을 불러일으킬 수 있다. 셋째, 配當 豫測에 사용된 配當豫測모델의 豫測力에 대한 檢證과 正常收益率모델에 대한 事前檢證이 이루어지지 못하였다.

## 參 考 文 獻

- 南明洙·禹春植. “配當政策의 信號表示內容에 관한 實證的 檢證.” 「證券學會紙」. 第9輯, 韓國證券學會(1987), pp.257~308
- 南尚九. “配當의 情報效果.” 「經營論叢」. 28. 서울: 高麗大學校 (1985. 3), pp.133~140.
- Aharony, Joseph and Swary, Itzhak. “Quarterly Dividend and Earnings Announcements and Stockholder’s Returns. An Empirical Analysis.” *Journal of Finance*, Vol. 35, No.1 (March 1980), pp.1~12.
- Ball, Ray and Brown, Phillip. “An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers.” *Journal of Accounting Research*, (Autumn 1968), pp.159~178.
- Bar-Yosef, Sasson and Kolodny, Richard. “Dividend Policy and Market Theory.” *Review of Economics and Statistics*, Vol. 57 (May 1976), pp.181~190.
- Blume, Marshall E., “Betas and their Regression Tendencies.” *Journal of Finance*, Vol. 30 (June 1975), pp.785~795.
- Brown, Phillip and Kennelly, John W. “The Informational Content of Quarterly Earnings : An Extension and Some Further Evidence.” *Journal of Business*, Vol. 45 (July 1972), pp. 403~415.
- Brown, Stephen J. and Warner Jerold B. “Using Daily Stock Returns : The Case of Event Studies.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No. 1 (March 1985), pp.3~31.
- Fama, Eugene F. and Blasiak H. “Dividend Policy : An Empirical Analysis.” *Journal of the American Statistical Association*, Vol. 68 (December 1968), pp.1132~1161.
- Gooding, Arthur E. “Perceived Risk and Capital Asset Pricing.” *Journal of Finance*, Vol. 33, No.5 (December 1978), pp.1401~1424.
- \_\_\_\_\_. “Quantification of Investors Perception of Common Stocks : Risk and Return Dimensions.” *Journal of Finance*, Vol. 30, No.5, (December 1975), pp.1301~1316.
- Kalay, Aver. “Signaling, Information Content, and the Reluctance to cut Dividends.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 15, No.4 (March 1980), pp.855~869.
- \_\_\_\_\_ and Loewenstein Uri. “Predictable Events and Excess Returns : The Case of Dividend Announcements.” *Journal of Financial Economics*, Vol. 14, No.3 (September 1985), pp.423~449.
- Ofer, Aharon R. and Siegel, Daniel R. “Corporate Financial Policy, Information, and Market Expectations : An Empirical Investigation of Dividends,” *Journal of Finance*, Vol. 42, No.4 (September 1987), pp.889~911.

- Patell, James M. "Corporate Forecasts of Earnings per Share and Stock Price Behavior : Empirical Tests." *Journal of Accounting Research*, Vol.14 (Autumn 1976), pp.246~276.
- Pettit, R. Richardson. "Dividend Announcements, Security Performance, and Capital Market Efficiency." *Journal of Finance*, Vol. 27, No.5 (December 1972), pp.993~1007.
- \_\_\_\_\_. "The Impact of Dividend and Earnings Announcements : A Reconciliation" *Journal of Business*, Vol. 49, No.1 (January 1976), pp.86~96.
- Rendleman, Richard J. Jr., Jones, Charles P. and Latane. "Empirical Anomalies Based on Unexpected Earnings and the Importance of Risk Adjustments." *Journal of Financial Economics*, Vol. 10, (1982), pp.269~287.
- Ross, Stephen A. "The Determination of Financial Structure : The Incentive-Signalling Approach." *Bell Journal of Economics*, Vol. No.1, (Spring 1977), pp.23~40.
- Shefrin, Hersh M. and Statman Meir. "Explaining Investor Preference for Cash Dividends." *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, No.2 (June 1984), pp.253~282.
- Watts, Ross. "The Information Content of dividends." *Journal of Business*, Vol. 46, No.2 (April 1973), pp.191~211.
- \_\_\_\_\_. "Comments on 'On the Informational Content of Dividends'." *Journal of Business*, Vol. 49, No.1 (January 1976a), pp.81~85.
- \_\_\_\_\_. "Comments on 'The Impact of Dividend and Earnings Announcements : A Reconciliation'." *Journal of Business*, Vol.49, No.1 (January 1976b), pp.97~106.
- Woolridge, J. Randall. "The Information Content of Dividend Changes." *Journal of Financial Research*, Vol.5, No.3 (Fall 1982), pp.237~247.