

配當落日의 株價動向에 관한 理論的 一考

A Theoretical Study of the Stock Price Behavior at the Ex-Dividend Dates

韓 慶 洙*
(Han, Kyang Soo)

目 次

- I. 序 論
 - II. 配當落日의 株價變動에 관한 既存研究의 概觀
 - III. 配當落日의 株價變動에 관한 理論的 研究動向
 - IV. 配當落日의 株價變動에 관한 實證的 研究動向
 - V. 結 論
- 參考文獻

I. 序 論

企業의 期間損益으로서의 當期純利益이란 成果源泉은 配當과 內部留保라는 兩大 支流를 形成하게 되는데, 當期純利益에서 配當의 크기를 정하는 問題를 配當政策이라 한다. 配當은 우리나라의 경우 會計年度 종료시점을 基準으로 하기 때문에 配當 支給 基準日의 現在株主는 配當을 支給받을 權利가 있지만 그 以後의 날에 株式을 買入한 株主는 配當을 받지 못하게 된다.¹⁾

配當收取權이 부여된 株式의 價格을 配當附 株價(Cum-Dividend Stock Price)라 하고, 配當支給 基準日 以後에 株式을 買入함으로써 配當을 받을 수 있는 權利가 탈락된 株式의 價格을 配當落 株價²⁾(Ex-Dividend Stock Price)라고 하며, 配當支給基準日 바로 다음날을 配當落日(Ex-Dividend Day)이라고 하는 바, 配當落日에는 株當配當金의 크기에 따라 株價가 下落하게 된다.

理論적으로는 去來費用과 稅金을 고려치 않고, 投資家들이 危險中立의이라는 것을 假定한다면, 配當落日의 株價는 株當配當金만큼 下落하여야만 한다. 그러나 실제적인 配當落日의 株價움직임은 株當配當金과 一致하지 않으며, 많은 경우에 있어서 株價는 株當配當金보다 더 작게 下落되고 있다.³⁾

따라서 財務論에서 配當落日의 株價움직임에 관한 研究의 焦點은 配當落日의 實際 株價가 理論配當落株價⁴⁾와 差異나게 形成되는 原因을 糾明하고자 하는데 있는 것이다.

註 1) 株式會社의 利益配當은 각 營業年度末의 貸借對照表에 생기는 利益만을 配當할 수 있다. 配當 時期인 營業年度末을 決算期라 한다. 英美에서 널리 볼 수 있는 中間配當(interim dividend), 즉 營業年度의 중도에서 狀來年度末에 豫상되는 利益을 配當하거나 또는 任意準備金을 支出하여 配當하는 것은 우리 商法上 인정되지 아니한다(徐燦珏 「商法講義」, 法文社. 1988, p.451참조).

註 2) 配當落日 株價變動을 惹起하는 事件(Events)으로서 現金配當(Cash Dividend) 이외에도 株式配當(Stock Dividend), 株式分割(Stock Splits) 그리고 株式併合(Reverse Splits)이 있으나, 本 研究에서는 가장 一般의인 現金配當으로 對象을 限定하였다.

註 3) 配當落日에 株價가 平均의으로 株配當金보다 더 작게 下落하는 것은 거의 대부분의 配當落日 株價變動에 관한 研究에서 보고되고 있는데, 代表的인 研究를 들면 다음과 같다.

Elton. E. and M. Gtuber. "Marginal Stockholders Tax Rates and The Clientele Effects", Review of Economics and Statistics". 52. 1970. pp.68-74.

Kalay. A. "The Ex-dividend day Behavior of Stock Prices; A Re-examination of the Clientele Effect." J. O. F. 1982. pp.1059-1070

鞠燦杓. "配當落日의 株價變動에 대한 實證的 研究", 「經商論叢」 제13집. 西江大學校 經濟經營問題 研究所. 1987. 3. pp.47-66

註 4) 理論配當落株價는 配當附 株價에서 豫想配當額을 差減한 크기로 計算된다.

配當落日의 市場株價가 理論的 株價와 一致하지 않는데 대한 可能한 說明은 다음과 같이 세가지 主張으로 要約할 수 있다.

첫째, 現實의 資本市場에는 資本所得(Capital Gain)과 配當所得에 대해서 差等稅率이 存在하고 있다. 一般的으로 配當所得에 대한 稅率은 資本所得에 대한 稅率보다 높게 定해져 있다. 따라서 配當所得과 資本所得에 대한 差等稅率의 存在로 인하여 投資家의 配當所得과 資本所得에 대한 評價에 差異가 나타나게 되고, 그로부터 配當落日의 株價形成이 影響을 받게 된다. 이러한 差等的 稅率의 存在로 인하여 配當落日의 株價下落은 株當配當金보다 더 작게 나타날 것으로 豫測할 수 있다.

둘째, 現實的으로 資本市場에서의 株式賣買에는 去來費用이 따른다는 事實이다. 配當所得을 目標로 投資한 投資家의 立場에서 볼 때에 配當落日의 株價變動이 그에게 극단적으로 利益도 損失도 없는 狀態가 되기 위하여서는 配當落日의 株價下落이 株當配當金에서 去來費用만큼을 差減한 크기로 떨어져야 할 것이다. 만일 配當落日의 株價下落이 株當配當金에서 去來費用을 差減한 크기 以上이나 以下로 떨어지게 되면 그에 의해서 投資家は 損失을 입거나 利益을 얻게 되며 資本市場이 均衡狀態에 到達하면은 投資家の 超過利益은 存在하지 않게 되며 그 경우에 있어서 配當落日의 株價下落은 株當配當金에서 去來費用을 差減한 크기 만큼 下落할 것으로 豫測할 수 있을 것이다. 따라서 去來費用이 存在할 경우 配當落日의 株價下落은 株當配當金보다 더 작게 떨어질 것으로 豫測할 수 있다.

셋째, 企業의 成長可能性에 대한 投資家들의 期待가 配當落日의 株價形成에 影響을 미칠 수 있다는 것이다. 配當은 決算期末을 基準으로 해서 이루어 지며 配當落日의 株價는 新會計年度의 첫 去來價格이다. 따라서 配當落日의 株價는 新會計年度에서의 企業의 成長可能性에 대한 投資家들의 期待가 포함될 것으로 豫測할 수 있으며, 配當落日의 株價는 投資家들의 期待에 따라 株當配當金 以上 또는 以下로 下落할 수 있을 것이다.

配當落日의 相對的인 株價下落幅(配當附株價에서 配當落株價로 差減한 後 그 값을 株當配當金으로 나눈 몫)에 관한 可能한 理由를 세가지로 살펴 보았는데 그 중에서 어떠한 主張이 어느 程度 說明力이 있는가 하는 것은 實證的인 檢證을 필요로 하는 主題이다.

一般的으로 財務論에서 資本市場의 均衡價格形成原理를 導出할 때에 前提가 되는

註 5) 실증적인 주제는 차후의 기회를 이용하고자 한다.

것이 資本市場의 完全效率性의 假定인데, 위에서 언급한 諸要因은 資本市場의 效率性을 가로막는 저항요인의 代表的인 것들이다. 따라서 配當落日의 株價變動을 實證的으로 考察하는 것은 資本市場의 效率性 程度를 判斷할 수 있는 附隨的인 效果도 구할 수 있을 것이다.

본 研究는 최근까지의 配當落現象에 관한 문헌적 研究動向을 概觀하고, 다음으로 各 主張들을 理論的으로 詳細히 살펴 본 다음, 實證的 研究內容을 分析 整理하는 方法을 취한다.

II. 配當落日의 株價變動에 관한 既存研究의 概觀

配當落日의 株價下落幅이 株當配當金과 一致하지 않게 나타나는 理由의 糾明을 위해서 주로 美國쪽에서 多様な 實證的 分析이 이루어 지고 있으며, 韓國에서도 本 主題에 관한 여러 갈래에서의 接近시도가 散見되고 있음을 볼 수 있다.

配當落 現象의 理由糾明을 위한 研究는 現在까지 配當과 資本所得에 대한 差等稅率의 存在, 그리고 短期去來者의 裁定利益을 가로막는 去來費用의 存在에서부터 그 原因을 찾으려 하고 있다.

稅金效果에 따르는 本 主題의 영향 요인은 租稅誘因顧客假說로 나타나고 去來費用에 의한 영향요인은 短期去來假說로 나타난다.

配當落日의 株價變動에 관한 最初의 研究는 Campbell & Beranek⁶⁾에 의해서 이루어 졌다.

그들은 1955年 「配當落日의 株價움직임」이란 그들의 論文에서 配當落日의 株價움직임은 投資家의 포트폴리오 意思決定에 影響을 미치게 된다고 主張하고 있다. 또한 配當落日에 株式價格이 株當配當金만큼 下落한다면, 限界水準에 있는 課稅對象投資家(Taxable investor)는 配當落日前에 所有株式을 賣却하고 配當落日 後로 株式의 買入을 지연시킴으로써 超過收益을 達成할 수 있다는 事實을 觀察함으로써 配當落日의 株價形成에 租稅가 影響을 미칠 可能性에 관해 주목하게 되었다.

Cambell & Bernek에 의해 觀察된 現象은 現實의 資本市場에 配當所得과 資本所得에 대해서 差等的 稅率이 存在하기 때문에 나타나는 現象으로 볼 수 있다. 一般的으

註 6) Campbell, J. and W. Beranek. "Stock Price Behavior on Ex-dividend Dates." J. O. F. 10. 1955. pp.425-429

로 資本所得에 대해서 보다 配當所得에 대해서 높은 率로 稅金이 부과 되게 되는데, 이 현상에 의해서 投資家들은 同一한 金額의 配當金보다 資本所得을 더욱 選好하게 될 것이다. 따라서 配當金에 대한 稅金과 投資所得에 대한 稅金이 同一한 率로 부과 되지 않는데도 불구하고 配當落日에 株價下落이 株當配當金과 똑같이 下落한다면 短期去來에 의해 超過收益을 產出하는 投資家가 나타나게 되며 궁극적으로는 그와같은 短期去來者의 裁定去來에 의해 株價는 均衡狀態에 到達하게 되는데 그때의 均衡價格은 株當配當金보다는 더 작게 下落한 크기가 되어야 할 것이다.

즉, Campbell & Beranek의 주장에서는 配當落日의 相對價格下落은 株當配當金에서 限界稅率을 差減한 크기만큼 나타나야 한다는 것을 暗示하고 있다.

Campbell & Beranek의 주장을 이어 받아서 Durand & May⁷⁾는 1960년에 行한 그들의 實證的인 研究에 의해서 配當落日의 株式價格은 支給된 株當配當金보다 平均的으로 더 작게 떨어지고 있다는 事實을 發見하고 있다.

Elton & Gruber⁸⁾는 1970年 그들의 論文에서 配當落日의 平均株價下落으로부터 配當에 대한 限界株主의 稅率을 測定하기 위해서 Campbell & Beranek의 論理를 擴張하고 있다. 그들은, 配當落日의 相對價格下落과 配當落日의 配當所得稅, 그리고 資本所得稅 사이의 關係를 均衡狀態에서 等式의 關係로 導出하여 그 等式으로부터 限界株主의 稅率을 計算해 내고 있다.

그들은 以前의 研究結果와 동일하게 株價는 株當配當보다 더 작게 떨어지며 또한 配當과 관련된 租稅效果(Tax effect)는 보통주의 株價形成에 영향을 미친다고 結論짓고 있다.

Campbell & Bearnek에 의해 提起되어 Elton & Gruber에 의해 理論的으로 整理를 본 것은 結局 租稅誘因配當顧客假說이다. 이 假說에서는 顧客效果에 의해서 高所得 投資家は 低配當收益率의 株式을 選好하고, 低所得 投資家は 高配當收益率을 選好하므로 均衡狀態에서 配當政策의 主要 考慮要因인 限界投資家の 稅率을 配當落日의 相對價格下落의 平均값으로부터 推論할 수 있다는 것이다.

이와같은 傳統的인 見解에 對立되는 論理가 1982年 Kalay에 의해 提起되었다. Kalay⁹⁾는 「配當落日의 株價 움직임 : 顧客效果의 再檢討」란 그의 論文에서 租稅誘

註 7) Durand, D. and A. M. May, "The Ex-dividend Behavior of American Telephone and Telegraph Stocks." J. O. F. 15. 1960. pp.19-31.

註 8) Elton, E. and M. Gruber. "Marginal Stockholders Tax Rates and The Clientele Effects." Review of Economics and Statistics." 52. 1970. pp.68-74.

註 9) Kalay A. "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Pries: A Re-examination of the Clientele Effect." J. O. F. 1982. pp.1059-1070.

因顧客假說에 對立되는 주장을 내세웠다. Kalay에 따르면 Elton & Gruber의 等式關係는 몇가지의 假定下에서 導出되었는데 그 假定의 一部 또는 全部가 成立되지 않을 경우에는 Elton & Gruber의 等式關係는 成立되지 않는다는 것이다.

특히 現實的인 問題로서 去來費用을 考慮할 경우에는, 配當落日의 價格下落幅과 株當配當金과의 差異가 去來費用보다 크거나 적은 때에는 裁定去來者들은 短期去來에 의해서 短期差益을 획득할 수 있게 되기 때문에, 그와같은 短期差益의 機會가 나타날 수 없는 범위내에서 配當落日의 株價 움직임이 이루어지고 있으며 配當落日의 相對株價下落으로부터 限界投資家の 稅率을 推論할 수 없다는 것이다. Kalay의 이와 같은 주장을 短期去來假說(Short-term trading hypothesis)로 부른다.

Miller & Scholes¹⁰⁾도 Kalay를 지지하면서 Elton & Gruber의 分析은 去來員(Members of the exchange)과 租稅免除投資家에 의한 短期去來를 무시하고 있기 때문에 옳지 않다고 批判하고 配當收益率과 配當落日 相對價格下落 사이의 관찰된 關係가 소위 顧客效果에 의해서 보다는 短期去來에 의해서 說明되어 질수 있다는 그들의 實證的 結果를 提示하고 있다.

Heath & Jarrow¹¹⁾는 1988년에 發表한 「配當落日 株價 움직임과 裁定機會」란 論文에서 短期去來假說에 對立되며 去來費用에 獨立的인 새로운 主張을 하고 있다. 短期去來架設을 뒷받침하는 論理는 마찰이 없는 經濟에서 配當落 株價 下落이 株當配當과 一致하지 않는다면 裁定利益을 產出하는 短期去來 戰略이 存在한다는 前提에 依存하고 있다. Heath & Jarrow는 이것이 사실일 필요가 없다고 主張한다. 즉 配當落日 株價下落은 어떠한 裁定機會도 存在하지 않는 마찰없는 經濟에서 配當과 다를 수 있다는 것이다. 이 理論을 뒷받침하고 있는 經濟的 論理는 「裁定機會라는 것은 無危險의 條件에서 正(+)의 利益을 產出하는 去來戰略이다」고 하는 것이다. 短期去來者는 그가 株式을 買入해서 配當을 獲得할 것인지 또는 株式을 空賣해서 配當을 포기할 것인지 하는 것을 1의 確率로서 配當落日 前에 알고 있는 條件이 維持되지 않는다면, 繼續的 去來에 의해서 조차도 그러한 地位를 構築할 수 없다는 것을 보여준다. 株價下落이 配當보다 항상 낮거나 항상 높은 것으로 알려 지지 않는 한 配當落直前에 短期去來者는 이것을 확실히 알 수는 없다. 비록 株價下落이 一般的으로 株當配當보다 낮다고 하더라도 가끔 높은 경우도 있는 것이다.

註10) Miller, M. and M. Scholes. "Dividends and Taxes: Empirical evidence." *Journal of Political Economy*. 90. 1982. pp.1118-1141.

註11) Heath, D. C. and R. A. Jarrow. "Ex-dividend Stock Price Behavior and Arbitrage Opportunities" *J. O. B.* Vol. 61. No. 1. 1988. pp.95-108.

未來의 확실한 예측력이 認定되지 않는다면 配當落株價下落이 株當配當과 다르더라도 利用할 수 있는 裁定機會는 없는 것으로 나타난다. 따라서 配當落日의 價格下落은 全的으로 短期去來者의 裁定去來에 의한 것으로 만든 볼 수 없으며, 현실의 환경하에서 價格下落上의 差異는 長期去來者와 短期去來者의 行態, 租稅 그리고 投資家의 危險회피 性向 등 諸要因의 均衡的 考慮를 反映한다고 Heath & Jarrow는 主張하고 있다.

지금까지 配當落日 相對價格 下落이 株當配當金과 一致하지 않는 理由에 관한 諸學者의 論議를 살펴보았다. 그 흐름은 크게 租稅假說에서 그 根據를 찾고자하는 側과 短期去來假說에서 찾고자 하는 側이 있음을 보았다. 前者의 立場에 있는 論者로서는 Elton & Gruber, Elton·Gruber & Rentzler, Green, 등이 있고, 後者의 立場에 있는 論者로서는 Kalay, Miller & Scholes, Lakonishok & Vermaelen 등이 있다. 다소 색다른 흐름으로서는 配當落日 前·後의 去來量 움직임으로부터 配當落 相對價格 下落의 根據를 밝히려고 한 Lakonishok & Vermaelen과 配當落 現象에 대한 諸영향요인의 均衡的 考慮에서 根據를 찾으려고 한 Heath & Jarrow 등을 볼 수 있다.

다음 節에서는 各 主張의 理論的 側面을 詳細히 밝혀 보고자 한다.

II. 配當落日의 株價變動에 관한 理論的 研究動向

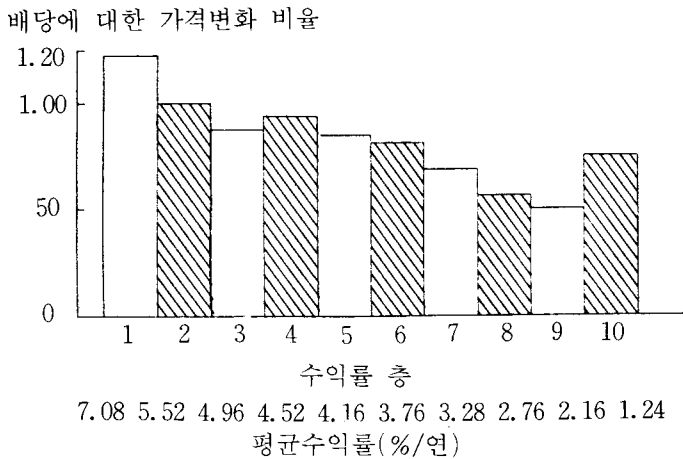
1. 雇傭效果(Clientele Effects)

配當에 대한 雇傭效果란 配當所得稅와 資本所得稅가 그 稅率에 있어 差異가 나기 때문에, 高所得稅層에 있는 投資家は 低配當收益率의 株式을 選好하고 低所得稅層에 있는 投資家は 高配當收益率의 株式을 選好하게 되어, 企業의 特定한 配當政策에 따라 그것을 選好하는 投資家が 그 企業의 株主群을 形成하게 된다는 主張을 일컫는다.

특히 配當에 대한 顧客效果는 配當과 資本所得에 대한 差等的 稅率에 의해 惹起되는 現象이기 때문에 이를 租稅誘因配當顧客效果(Tax-induced dividendclientele effect)라고도 한다. 配當에 대한 顧客效果는 원래 M.M이 配當政策에 대한 企業價値의 無關聯性을 主張하기 위하여 導入한 概念이다. M.M의 主張에 의하면, 企業이 어떠한 水準의 配當政策을 取하더라도 관계없지만 資本市場의 不完全性으로 인하여 서로다른 配當性向을 선호하는 投資層으로 投資家들이 나누어지게 되면 企業은 配當

政策을 쉽게 변경시키지 않게 된다는 것이다. 왜냐하면 새로운 投資家層을 유치하기 위하여 配當政策을 바꾸면 投資家들은 이러한 變動으로 인하여 手數料를 지급하는 손해를 감수하여야 하기 때문이라는 것이다. 따라서 企業은 安定的 配當政策을 維持하게 되고 配當과 資本所得에 대한 差等的 稅率의 存在에도 불구하고 配當政策과 企業價値는 關聯이 없다고 主張한다. 그러나 Elton & Gruber¹²⁾는 顧客效果의 概念을 配當落日의 相對價格 下落의 原因을 配當과 資本所得에 대한 差等的 稅率에서 찾는 데 利用하였다. 高所得層의 投資家는 低配當收益率의 株式을 選好하고, 低所得層의 投資家는 高配當收益率의 株式을 選好할 것이기 때문에, 만일 稅金效果(Tax effect)가 存在한다면 配當落日의 相對價格 下落과 配當收益率 사이에는 正(+)의 相關關係가 存在할 것이다. Elton & Gruber는 實證的 檢證에 의해서 兩者사이의 正(+)의 相關關係가 存在함을 밝히고 있다.

〈圖 2-1〉 配當收益率과 配當落株價



資料. 崔運列. 「投資論」 1987. p.219

앞의 圖(2-1)에서는 配當收益率에 따라 株式을 10개의 등급으로 나누었을 때, 각 등급의 配當落日 相對價格 下落幅을 나타내고 있는데 그 結果는 顧客效果와 一致하는 것으로 나타나 있다.

註12) Elton. E. and M. Gruber. op. cit., pp.68-74.

2. 租稅誘因顧客假說(Tax-induced clientele effects)

配當落日의 相對價格 下落의 原因을 配當과 資本所得에 대한 差等的 稅率로부터 찾으려는 시도는 Campbell & Beranek에 의해 提起가 되어 Durand & May를 거쳐 Elton & Gruber에 의해 實證的 模型으로의 定立을 보았다.

租稅誘因顧客假說의 實證的 模型의 導出을 위해서는 다음의 諸假定이 要求된다.¹³⁾

- ① 去來費用은 없다.
- ② t_g (資本所得稅)와 t_d (個人所得稅)는 알려져 있고, $t_g = \min \{t_d/2, 25\%$ 의 관계가 成立한다.
- ③ 短期資本所得에 대한 稅金과 長期資本所得에 대한 稅金은 같다.
- ④ 空賣는 無制限으로 허용된다.
- ⑤ 投資家들은 危險中立的이다.
- ⑥ 모든 投資家は 同一한 稅率의 적용을 받는다($t_g \geq t_d$).

그리고 편의를 위해서 다음의 略字를 導入하자.

P_c = 配當附 株價

P_e = 配當落 株價

P = 株式을 원래 買入한 價格

t_d = 株主들의 個人所得稅率

t_g = 株主들의 資本所得稅率

d = 株當配當金

投資家は 그의 稅後收益을 極大化하는 것을 目標로 하기 때문에 다음의 過程에 의해서 配當落日의 株價움직임과 限界投資家の 稅率사이의 關係를 導出할 수 있다.

投資家が 그의 保有 株式을 配當落日의 前日에 賣却하는 경우 그의 投資收益은 다음과 같이 된다.

$$P_c - t_g(P_c - P)$$

投資家が 그의 保有 株式을 配當日에 賣却을 하게 되면 그의 稅後投資收益은 다음과 같이 된다.

$$P_e - t_d(P_e - P) + (1 - t_d)$$

註13) Kalay. A. op. cit., p.1061.

企業의 配當金 그 自體는 그 企業의 價値가 증가된데서 연유된 것이 아니므로 投資家의 立場에서 볼 때에 株式을 配當落日에 파는 것(또는 사는 것)과 配當落日의 전일에 파는 것(또는 사는 것) 사이의 收益의 差異가 없어야 한다. 따라서 다음의 관계가 成立한다.

$$P_c - tg(P_c - P) = P_e - tg(P_e - P) + d(1 - td) \dots \dots \dots (2-1)$$

위 式(2-1)을 整理하면 다음의 式(2-2)를 얻는다.

$$\frac{P_c - P_e}{d} = \frac{1 - td}{1 - tg} \dots \dots \dots (2-2)$$

한편, 投資家가 株式을 配當附 價格으로 買入한 경우에는 그는 P_c 를 지불하고 $d(1 - td)$ 를 配當收益으로 받게 된다. 投資家가 株式을 配當落 價格으로 買入한 경우에는 그는 P_e 를 지불하고, 또한 資本所得稅 $tg(P_c - P_e)$ 를 지출하게 된다. 앞서서와 같은 理由로 양 경우의 支出金은 一致하여야 한다.

$$-P_c + d(1 - td) = -P_e - tg(P_c - P_e) \dots \dots \dots (2-3)$$

위 (2-3)式을 整理하면 역시(2-2)式이 된다.

(2-2)式은, 裁定去來者들이 同一한 稅率의 적용을 받기 때문에, 均衡을 이루기 위한 必要條件이 된다. 만일 (2-2)式이 成立되지 않는다면 短期去來者는 그들의 買入 또는 賣却 時点を 변경함으로써 裁定利益을 구할 수 있고 結局 이와 같은 短期去來者의 裁定去來는 均衡狀態를 초래하여 멈추어지게 되는데 그때에는 다시 (2-2)式이 成立되게 된다. 이 (2-2)式으로부터 限界投資家의 稅率을 推論할 수 있다. 즉 (2-2)式의 왼쪽항인 $(P_c - P_e)/d$ 의 값으로부터 오른쪽의 td 를 類推할 수 있다는 것이다. tg 는 $td/2$ 와 25% 중에서 낮은 것이라고 假定하여 (韓國의 경우 현재 tg 는 없음) td 를 計算하게 된다. 따라서 租稅誘因顧客假說에서는 配當落日의 相對價格 下落으로부터 限界投資家의 稅率을 推論할 수 있고, 配當落日의 株價形成의 差等的 稅率의 影響을 받는다고 主張하는 것이다.

3. 短期去來假說(short-term trading hypothesis)

短期去來假說은 Kalay가 1982年 配當落日의 相對價格 下落의 原因糾明을 위해서 Elton & Gruber의 租稅誘因顧客假說에 對立하여 내놓은 理論이다.

Kalay¹⁴⁾는 租稅誘因顧客假說에서 導入하고 있는 假定의 전부 또는 一部가 成立되

지 않을 때에서 앞의 (2-2)式은 成立되지 않으며 따라서 $(P_c - P_e)/d$ 로부터 限界投資家の 稅率을 推論할 수 없다고 한다. 특히 첫번째로 去來費用이 存在하지 않음을 假定했는데 現實的으로는 去來費用이 存在함으로 短期差益을 추구하는 裁定去來者들의 去來活動 때문에 (2-2)式은 옳지 않게 된다는 것이다. 가령, 配當落의 幅이 株當配當金보다 去來費用以上으로 크다고 期待될 경우 投資者들은 配當落日의 前日에 配當附 株價로 株式을 空賣하고 配當落日에 똑같은 株式을 配當落 株價로 買入하여 空賣한 株式을 冑음으로써 다음과 같은 短期差益을 얻을 수 있게 된다.

$$(1 - td)(P_c - P_e - d - \alpha \cdot \bar{P}) > 0 \dots\dots\dots (2-4)$$

여기서,

td = 裁定去來者의 限界所得稅率

\bar{P} = $(P_c + P_e)/2$

$\alpha \cdot \bar{P}$ = 總去來費用

반대로, 配當落의 幅과 株當配當金과의 差異가 去來費用보다도 작다고 期待될 경우 投資家들은 配當落日의 前日에 配當附 株價로 株式을 買入하고 配當落日에 똑같은 株式을 配當落 株價로 賣却함으로써 다음과 같은 金額의 短期差益을 얻게 될 것이다.

$$(1 - td)[d - (P_c - P_e) - \alpha \bar{P}] > 0 \dots\dots\dots (2-5)$$

따라서 (2-4)와 (2-5)式과 같은 短期差益이 없어지기 위해서는 (2-4)式과 (2-5)式은 0보다 작거나 같아야만 한다.

$$P_c - P_e - d - \alpha \bar{P} \leq 0 \dots\dots\dots (2-6)$$

$$d - (P_c - P_e) - \alpha \cdot \bar{P} \leq 0 \dots\dots\dots (2-7)$$

(2-6)式과 (2-7)式을 結合하여 (2-8)式을 구한다.

$$|d(P_c - P_e)| \leq W \alpha \cdot \bar{P} \dots\dots\dots (2-8)$$

(2-8)式을 다시 整理하면 (2-9)式을 얻는다.

$$1 - \frac{\alpha \cdot \bar{P}}{d} \leq \frac{P_c - P_e}{d} \leq 1 + \frac{\alpha \cdot \bar{P}}{d} \dots\dots\dots (2-9)$$

註14) Kalay. A., ibid. pp.1059-1070

따라서 (2-9)式은 裁定去來者들의 短期差益을 없앨 수 있는 $(P_c - P_e)/d$ 값의 범위를 나타내 보여 주고 있으며 配當落日의 相對價格 下落은 兩부등호 범위내에서 어떠한 값이든 취할 수 있게 된다. 그러므로(2-9)式으로부터 $(P_c - P_e)/d$ 의 값은 配當收益率에 反比例함을 알 수 있고, 또한 그 값으로부터 限界株主의 稅率도 推論할 수 없음이 明白해진다. 위 (2-9)式에서 만일 去來費用이 없다면, $(P_c - P_e)/d$ 의 값은 1이 된다.

그러나 裁定去來者에 있어서 去來費用은 卽할 수 없는 것이다.

要約하면 配當落日의 相對的인 株價下落은 短期去來者의 短期差益을 막을 수 있는 범위내에서 이루어지며, 그것으로부터 限界投資家의 稅率을 推論할 수 없다는 것이다.

4. EPS 成長率 假說

配當落日의 相對的인 株價下落現象을 糾明하고자 할 때, 會計年度가 바뀌는 것에 의해 나타날 수 있는 株價에 대한 影響요인을 고려해 보아야 한다. 우리나라의 경우 上場企業들의 決算月은 2, 3, 4, 6, 8, 9, 10, 11, 12月 등으로 多樣하나 대부분의 企業들이 12月을 決算月로 定하고 있다. 12月 決算法人の 경우에는 最終配當附日에서 配當落日까지 9日의 間격이 있게 되어 配當 이외의 다른 要因이 配當落 株價에 影響을 주게 될 가능성이 있으며, 特히 月歷이 새해로 바뀌는데 따르는 낙관적 情報가 配當落日 株價에 影響을 미칠 可能性이 크게 된다.

一般的으로 新年에 들어서 株價變動이 異例的 變動을 나타내는 현상이 나타나는데 이를 1月 效果(January effect)라고 한다. Rozeff and kinney¹⁵⁾는 1月の 平均投資收益率이 다른 달 보다 높다는 것을 發見하고 이를 市場非效率性的의 證據로 提示한 바 있다. 이 研究에 의하면 1904년부터 1974년까지 株式市場의 1月 平均收益率은 3.48%였다. 그러나 다른 月의 平均收益率은 0.68%에 불과했다.

1月效果는 Brown, Kleidon and Marsh와 Keim¹⁶⁾의 研究에 의해서도 확인되고 있다. Keim은 1月 效果의 대부분이 1月の 開場初 5日間의 去來期間 동안에 나타난다고 밝히고 있다. 1月 效果는 美國의 株式市場에 限定되어 나타나는 것은 아닌 것으로 밝혀지고 있다. Gultekin¹⁷⁾의 研究에 따르면 歐美諸國에서도 共히 1月中에 매우 높은

註15) Rozeff M. S. and W. R. Kinney. "Capital Market Seasonality: The Case of Stock Returns", Journal of Financial Economics(Nov. 1976), 張榮光, 「現代投資論」新英社. 1988. p.501에서 再引用.

註16) 張榮光, 上場書. p.501.

註17) 張榮光, 上場書. p.502에서 再引用.

投資收益率을 나타내고 있음을 볼 수 있다.

1月 效果가 發生하는 原因은 稅金效果, 기관투자가 거래 假說 그리고 情報假說을 들 수 있다. 情報假說에서는 年初에 情報의 不確實性이 높아 株價調整이 일어난다고 主張한다.

配當落日의 株價變動은 特히 12月 決算法人의 경우 이와같은 1月 效果가 영향을 미칠 가능성이 있으며, 投資者들의 企業의 成長可能性에 대한 評價가 그 要因일 수 있을 것이다.

投資家は 아직 確實하지 않은 株當利益을 낙관적인 諸情報에 입각하여 낙관적으로 評價하고 그것이 配當落日의 株價에 영향을 미칠 수 있을 것이다.

IV. 配當落日의 株價變動에 관한 實證的 研究動向

1. 外國의 研究動向

配當落日의 相對價格下落 現象에 대한 說明으로 提示되고 있는 理論이 租稅誘因顧客假說과 短期去來假說이라는 것은 이미 前節에서 論議를 전개시킨 바 있으며, 兩假說에 대한 實證的 檢證이 주로 美國에서 多數 發見되고 있는데 그 現황은 現在까지 어느 假說이 明確히 成立된다는 結果를 提示해 주지 못하는 狀態에서 논전을 벌이고 있는 상황이며 그 과정에서 本 主題를 檢證하기 위한 方法論上의 多岐化가 이루어지고 있다. 配當落 現象에 관한 理論的 檢證의 길을 처음으로 튼 貢獻은 아무래도 Elton & Gruber에게 돌려져야 할 것 같다.

Elton & Gruber(1970)¹⁸⁾는 配當落日의 相對價格 下落 現象으로부터 限界株主의 稅率을 測定하기 위하여 配當落日의 對象價格 下落과 稅率 사이의 關係를 等式關係로 模型化 하였다. 그들은 그 檢證模型을 利用하여 株式이 配當落될 때 平均相對價值 下落을 測定함으로써 顧客效果를 實證하고자 했다.

그들은 1966年 4月 1일부터 1967年 3月 31日 사이의 4,148개의 測定值를 利用하여 配當落日 平均相對價格下落은 77.7%임을 計算하고, 그 때의 限界投資家의 稅率이 36.4%인 것으로 밝히고 있다. 또한 配當落日 相對價格 下落과 配當收益率 사이에 正(+)의 相關關係가 있음을 스페어만 순위 相關關係에 의해 立證하고, 그 結果에

註18) Elton. E and M. Gruber., op. cit. pp.68-74.

의해 M.M의 顧客效果가 옳다고 結論짓고 있다.

Kalay(1982)¹⁹⁾는 Elton & Gruber에 의한 研究結果와 對照的으로 限界稅率은 租稅誘因顧客效果의 必然的 結果는 아니며 株當配當보다 더 적게 下落하는 配當落日株價動向으로 부터 推論될 수 없다고 主張한다. Kalay는 그가 導出한 檢證模型으로부터 最小限度의 去來手數料率을 計算하여 그것과 投資家가 支給하는 實際去來手數料率을 比較하였다. 그 結果 最小限度의 去來手數料率이 全般的으로 實際去來手數料率보다 작은 것을 發見하고, 株價의 配當落日 움직임이 投資家들에게 어떠한 短期의 잠재적 利益도 提供하지 않는다고 結論짓고 있다.

Hess(1982)²⁰⁾는 期待收益率模型을 利用하여 配當에 관한 顧客效果와 情報效果를 檢證하고 있다. 그는 1962年 7月 부터 1979年 12月까지의 標本期間을 대상으로 하여 약 439개의 日別收益率 資料로 兩 效果를 檢證하였다. 그 結果 그의 實證的 證據가 顧客效果를 지지할 수 없게 나타났고 反面에 配當이 株式의 期待收益上의 變化에 대한 代理指標가 된다는 結論을 얻고 있다.

Lakonishok & Vermaelen(1983)²¹⁾은 캐나다의 토론토(toronto) 株式去來所에 上場된 株式의 配當落日 價格움직임에 대한 稅法改定の 影響을 檢討하였다. 1971년에 캐나다에서 稅法의 改定(tax reform)이 있었다. 1971년에는 20%의 配當稅控除(Tax credit)와 聯邦稅에 대한 28%의 地方稅 控除가 있었다. 資本所得은 非課稅 되었다. 그것이 1972년에는 資本所得의 半額이 課稅되었고, 配當에 대해서는 $(1+0.33) \times 20\%$ 의 稅額控除가 이루어졌고 聯邦稅의 30.5%가 地方稅로 부과되었다. 이 조세 改定에 의해 모든 投資家에 있어 1달러의 資本所得에 대한 1달러의 配當의 價値를 增加시켰다.

따라서 租稅誘因顧客假說은 稅法 改正後 相對價格 變化上의 增加를 期待한다. 이와는 反對로 短期去來假說은 租稅顧客假說에 의해서 期待된 것과 反對 方向으로 配當落日 움직임 상의 變化를 期待한다.

그들의 實證的 結果는 事前의 期待와는 달리 價格이 稅法 改定後에 配當에 대해서 전보다 훨씬 작은 양만큼 下落하기 때문에 配當落日 움직임의 租稅 顧客效果와 一致하지 않는다. 그러나 모든 結果는 短期去來假說의 期待와 一致하는 것으로 나타났다.

註19) Kalay, A. op. cit. pp.1059-1070.

註20) Hess, P., "The Ex-dividend Day Behavior of Stock Returns: Further Evidence on Tax Effects, J. O. F. 37, 1982. pp.445-456.

註21) Lakonishok J. and T. Vermaelen. "Tax Reform and Ex-dividend Day Behavior" J. O. F. Vol. 38. No. 4. 1983. pp.1157-1179.

Elton, Gruber & Rentzler(1984)²²⁾는 租稅 效果보다는 短期去來者의 行動이 配當落日의 株價下落幅을 決定한다는 Kalay의 주장을 비판하면서 Kalay는 去來費用을 推定함에 있어서 下向 偏倚된 推定値를 使用하고 있는 終價의 調整이 원래 Elton & Gruber가 사용했던 것보다 훨씬 劣勢한 方法으로 이루어졌기 때문에 그가 租稅效果와 租稅誘因顧客效果에 一致하는 結果를 繼續 發見하고 있다는 사실은 이들 영향의 절대적임을 강력히 뒷받침하고 있다고 한다.

Booth & Johnston²³⁾은 配當落日 價格比率이 캐나다에서 限界稅率을 測定하기 위해 利用될 수 있는지 여부를 결정하려고 시도하고 있다. 既存의 研究를 擴張하여서 ① 4개의 구분된 조세기간 1970~71, 72~76, 1977 그리고 1978~80年 동안 價格比率을 檢討하고, ② Elton & Gruber의 分析을 최근의 包括的인 캐나다 資料로 擴張하며, ③ 實現된 資本所得과 실현되지 않은 資本所得에 立却한 租稅顧客假說 사이를 區分하고, ④ 機關의 短期去來와 非法人 專門家의 短期去來를 區分하고, ⑤ 配當稅와 캐나다에서 合理性 顧客에 대해 檢證하고 있다. 實證的 結果에 의해 그들은 ① 配當落日 價格比率은 0 또는 1과 크게 차이가 나는데 이것은 市場이 配當所得보다 資本所得을 選好하는 것과 一致하며, ② 專門家에 의한 短期去來假說은 1971年에서 1972年의 稅法 改定주변의 配當落 價格比率의 움직임을 說明하지 못하며, ③ 租稅顧客假說의 실현된 자본소득세 표현을 기각하고, ④ 配當落日 價格比率은 配當 租稅顧客假說을 지지하는 많은 證據를 提供하고 있지 않는데 이것은 配當落日 去來는 富裕하고 專門的인 投資家에 의해 주로 이루어 진다는 主張을 지지할 수 있으며, ⑤ 한나라에 上場된 株式은 美國 投資家에 의해서 價格이 決定되고 TSE에만 上場된 株式은 캐나다 投資家에 의해서 價格이 結定되게 된다고 結論的으로 主張하고 있다.

Eades, Hess & Kim(1984)²⁴⁾은 配當落 現象을 보통주의 課稅對象 現金配當, 優先株에 대한 配當, 普通株에 대한 配當, 普通株의 非課稅對象 現金配當, 그리고 株式配當과 株式分割의 경우로 구분하여, 각 경우에 있어서 配當落日의 價格決定 움직임을 檢證하고 있다. 그들은 期待收益模型을 基本檢證模型으로 使用한 것은 Elton & Gruber와 Kalay가 만들어 낸 配當에 대한 價格變化比率模型이 異分散

註22) Elton, E. M. Gruber, and J. Rentzler. "The Ex-Dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-Examination of the Clientele Effect. A comment." J. O. F. Vol.39. No.2. 1984. pp.551-556.

註23) Booth, L. and D. Johnston. "The Ex-Dividend Day Behavior of Canadian Stock Prices: Tax Changes and Clientele Effects." J. O. F. Vol.39. No.2. 1984. pp.457-476.

註24) Eades, K. P. Hess, and E. Kim. "On Interpreting Security Returns During the Ex-Dividend Period." J. F. E. 13. 1984. pp.3-34.

(Heteroscedasticity) 問題와 同一한 配當落日을 갖는 證券사이에 價格變化의 獨立性이 결여되고 있다고 보았기 때문이다. 標本期間은 1962年 7月부터 1980年 12月까지 이고 그때의 觀察値는 4,471個이었다. 그들의 研究結果에 의하면 ① 普通株에 대한 課稅對象 現金配當은 租稅假說과 一致하는 結果를 나타내고, ② 株式配當과 分割에 대한 配當落日 超過收益은 현격하게 正(+)이며, ③ 優先株는 配當이 資本所得보다 더 낮은 率로 課稅되는 것처럼 價格決定되고, ④ 非課稅對象 現金配當에 대한 超過收益은 현격하게 負(-)의 現象을 나타내고 있다. 따라서 이들 結果는 配當落日의 價格 움직임이 單純한 形態의 租稅假說 또는 租稅誘因顧客假說의 어느 것과는 一致하지 않으며, 配當과 資本所得 사이의 서로 다른 稅率을 配當落日의 平均相對價格下落으로 부터 推論할 수 없다는 것을 提示해 주고, 다만 配當落 收益이 보다 큰 配當落 期間例外(ex-dividend period anomaly) 現象의 一部일 뿐임을 暗示하고 있다. 그들은 配當落 現象에 대한 代替的 說明으로 ① 配當落 日字 上의 오류, ② 曜日效果, ③ 配當公示效果, ④ 非去來效果, ⑤ 正規性假定 등을 고려해 보지만 어떤것 하나도 분명히 說明해 주지 못하고 있다고 結論짓고 있다.

Lakonishok & Vermaelen(1986)²⁵⁾은 配當落日 주변의 去來量 움직임을 事件研究(Event Study) 法으로 研究하고 있다. 證據資料는 1970년부터 81년까지 2,300개 NYSE와 AMEX 企業의 日別去來量이다. 그들은 現金配當의 경우 去來量이 配當落日 주변에서 현격하게 증가하고 있음을 發見하고 있으며, 그 現象은 高配當株式, 활발하게 去來되는 株式에 있어서 더욱 强하게 나타났고, 중개수수료(brokerage commissions)가 협상 결정되게 된 後에 더욱 强하게 나타나고 있음을 밝히고 있다. 이러한 結果는 短期去來者가 적어도 課稅對象 現金配當의 配當落日 株價움직임에 영향을 미친다는 假說과 一致한다고 結論짓고 있다.

Dravid(1987)²⁶⁾는 株式分割과 株式配當의 配當落日 價格變化에 관해 研究하고 있다. 그는 株式分割後의 株價收益率은 그 前보다 훨씬 더 높으며, 株式配當은 收益變化의 減少와 관련되고, 株式分割과 株式配當은 서로 다른 類型의 事件이다라는 事實을 그의 研究結果로 밝히고 있다.

Barclay(1987)²⁷⁾는 稅前收益率模型을 利用하여 聯邦所得稅 적용前 普通株價의 配

註25) Lakonishok, J. and T. Vermaelen. "Tax-Induced Trading Around Ex-Dividend Days." J. F. E. 16. 1986. pp.287-319.

註26) Dravid, A. "A Note on the Behavior of stock Returns around Ex-Dates of Stock Distributions." J. O. F. vol. XLII. No. 1. 1987. pp.163-169.

註27) Barclay, M. "Dividends, Taxes and Common Stock Prices, The Ex-dividend Day Behavior of Common Stock Prices before the Income Tax." J. F. E. 19. 1987. pp.31-44.

當落日 움직임을 檢討하고 있다. 그의 研究에 의하면 稅前의 投資家는 配當과 資本所得을 完全한 代替物로 評價하며, 配當과 資本所得에 대한 相異한 課稅는 投資家로 하여금 資本利得에 관련하여 配當의 價値를 割引하도록 誘因한다는 假說과 一致한다.

Heath & Jarrow(1988)²⁸⁾는 配當落日 株價움직임과 裁定機會 사이의 關係를 마팅게일 模型을 利用하여 分析하고 있다. 이 研究에서 그들은 未嘗없는 經濟의 繼續的인 去來에서 配當落日株價가 配當과 다르게 下落할 可能性이 있으며 그림에도 불구하고 短期去來者는 裁定利益을 產出할 수 없음을 나타내 보이고 있다.

2. 國內의 研究動向

趙羽濟(1986)²⁹⁾는 1981~1985의 標本期間을 대상으로 하여 配當落日의 株價動向을 分析하고 있다. 標本企業은 689個社이다. 위 標本으로부터 實際配當落 株價와 理論配當落 株價를 구하고 그것으로부터 投資家의 限界稅率을 구하고 있다. 本 研究에 의하면 標本期間中 우리나라 株式投資家의 限界稅率의 平均은 약 40%로 구하고 있다.

張富演(1986)³⁰⁾은 事件研究(Event study)에 의해서 1981년부터 85년 사이의 配當落日 收益率을 測定하여 Eades-Hess-Kim 模型으로 配當落日에 어떠한 조세 프리미엄도 없다는 歸無假說을 檢證하였다. 그 結果는 配當落日의 稅金 프리미엄의 假定을 強하게 지지한다. 普通株式에 대한 無償增資 및 株式分割의 경우에는 配當落日에만 超過收益이 發生하는 것으로 나타났다.

鞠燦杓(1987)³¹⁾은 1979~1984년의 기간중 韓國證券市場에 上場된 株式을 대상으로 하여 配當落日의 株價下落原因을 Elton & Gruber와 Kalay의 檢證模型을 利用하여 分析하고 있다.

標本期間에 있어서 稅金效果의 可能性은 인정되지만 그것과 相關된 租稅誘因顧客假說은 全般的으로 非有意的인 結果가 나타나고 있으며 우리나라의 경우에 일반적인 表現은 어렵지만 短期去來假說에 의해 說明이 될 수 있다고 보고 있다.

註28) Heath and R. A. Jarrow. op. cit. pp.95-108.

註29) 趙羽濟. “配當附落 株式差異에 관한 研究” 高麗大學校 經營大學院 碩士學位論文. 1986. 11.

註30) 張富演. “配當落日에 있어서 稅金效果에 관한 實證的 研究”. 高麗大學校 大學院 碩士學位論文. 1986. 12.

註31) 鞠燦杓. “配當落日의 株價變動에 대한 實證的 研究” 「經商論叢」 제13집. 西江大學校 經濟經營問題研究所. 1987. 3. pp.47-66.

지금까지 配當落日 相對價格 下落에 관한 實證的 研究의 內容을 살펴보았는데, 그 結果를 要約하면 <표 2-1>과 같다.

<표 2-1> 配當落日 株價動向에 관한 文獻的 考察의 要約

1. 外國의 研究

研究者	研究內容	研究方法	研究結果
Elton and Gruger (1970)	株式이 配當落될때 平均株價 下落을 測定하여 그 값을 株當配當金과 比較함으로서 租稅誘因顧客效果를 實證하려고 함.	$\frac{P_c - P_e}{d} = 1$ · Spearman Rank Correlation test.	配當이 增加함에 따라 平均投資家의 限界稅率은 감소하고 있음을 發見하고 이는 M. M의 顧客效果의 假說이 옳음을 나타낸다고 結論지음.
Kalay(1982)	租稅誘因顧客假說에 대립하는 短期去來假說을 實證하려고 함.	· Elton & Gruber(1970)과 동일함.	配當落日 相對價格과 去來手數料率을 구해서 檢證한 바, 限界稅率은 配當落日 株價下落으로부터 推論될 수 없고 오히려 配當落日 價格下落은 短期去來者의 裁定利益을 막는 범위내에서 決定된다는 短期去來假說을 지지한다.
Hess(1982)	配當의 顧客效果와 配當의 情報效果라는 두 개의 主題를 구분해서 配當論爭을 명쾌하게 나타내 보이려고 시도함.	Market Model	研究의 實證的 證據가 雇客效果를 지지할 수 없게 나타남. 또한 配當이 株式의 期待收益上의 變化에 대한 代理指標가 된다는 證據를 發見한다.
Lakonishok and Vermaelen (1983)	토런토 株式去來所에 上場된 株式의 配當落日 價格動向에 대한 케나다 稅法改定의 影響을 檢討	Elton and Gruber(1970)와 같음	“配當落日의 株價變化는 代表投資家에 대한 配當과 資本所得의 差等的 課稅를 反映한다”는 假說을 부정하고, “配當落日 價格움직임은 短期去來活動을 反映한다”는 假說을 지지함.
Elton, Gruber and Rentzler (1984)	Kalay(1982)의 研究를 批判	各 포트폴리오 별로 限界去來費用을 단순比較	Kalay(1982)는 去來費用을 現격히 낮게 測定했고 終價를 저자들이 使用했던 方法보다 劣勢한 方法을 使用함.

研究者	研究內容	研究方法	研究結果
Kalay (1984)	Elton, Gruber and Rentzler (1984)의 批判에 대한 應答	單純差異分析	EGR의 지적처럼 去來費用이 낮게 算定된 것을 認定하지만 그렇다고 하더라도 長期의 稅率은 配當落日 株價 움직임으로부터 推論될 수 없다.
Booth and Johnston (1984)	캐나다에서 限界投資家の 稅率을 算定할 수 있는지를 알아봄.	Elton and Gruber(1970)와 같음.	資本市場이 配當所得보다 資本所得을 選好하지만, 租稅假說이나 短期去來假說의 明確한 증거를 찾기 어렵다.
Eades, Hess and Kim (1984)	普通株(課稅對象), 優先株, 普通株(非課稅對象 現金配當), 株式配當, 株式分割의 각 場合에서 配當落日 價格움직임 연구	標準화된 收益과 Event Study	<ul style="list-style-type: none"> • 課稅對象 普通株의 配當은 租稅假說과 一致. • 株式配當과 株式分割은 租稅假說과 一致하지 않음. • 優先株의 配當은 租稅假說과 一致하지 않음. • 代替的인 몇개의 說明을 提示하지만 절대적이지 못함.
Lakonishok and Vermaelen (1986)	配當落日 주변의 去來量에 관한 研究	Event Study	現金배당의 場合 配當落日 주변에서 去來量이 現격하게 증가하는 것이 發見된다. 이 증가하는 현상은 高配當收益率 株式, 활발하게 去來되는 株式에서 더욱 強하게 나타나고 있다. 이 結果는 短期去來者가 配當落日 株價움직임에 影響을 미친다는 假說과 一致한다.
David (1987)	株式分割과 株式配當의 配當落日 價格變化에 관한 研究	分散分析	<ul style="list-style-type: none"> • 株式分割後의 株價收益率은 그전보다 훨씬 높다. • 株式配當은 收益變化의 감소와 관련된다. • 株式分割과 株式配當은 서로 다른 類型의 事件이다.
Barclay (1987)	연방소득세 적용전 보통株價의 配當落日 움직임을 檢討	稅前 收益率 模型	<ul style="list-style-type: none"> • 稅前의 投資家は 配當과 資本所得을 완전한 代替物로 評價한다. • 配當과 資本所得에 대한 相異한 課稅는 投資家로 하여금 資本所得에 相關하여 配當의 價値를 畵引하도록 유인한다는 假說과 一致함.

研究者	研究內容	研究方法	研究結果
Heath and Jarrow (1988)	配當落日 株價움직임과 裁定機會 사이의 關係를 研究함.	마팅게일 模型	繼續的인 去來에서 마찰없는 經濟下의 配當落日 株價가 配當과 다르게 下落할 可能性이 있으며 그럼에도 불구하고 短期去來者는 裁定利益을 產出할 수 없음을 나타내 보인다.

2. 內國의 研究

研究者	研究內容	研究方法	研究結果
趙羽濟 (1986)	1981~1985 期間中 韓國 證券去來所에 上場된 株式을 대상으로 하여 配當落日의 株價行態分析	分散分析	Elton & Gruber 模型에 의한 標本 期間의 우리나라에 있어서 限界稅率은 약 40%로 나타남.
張富演 (1986)	우리나라의 資本市場에서 顧客效果의 存在여부를 實證的으로 檢證하려함.	Eades, Hess and kim의 模型	1982. 11~1986. 2의 標本 期間中 普通株式의 경우에는 顧客效果를 지지하는 統計的結果가 나타나고 있으나, 무상증자 및 株式分割의 경우에는 稅金效果로는 完全한 說明이 불가능하다.
鞠燦杓 (1987)	1979~1984 期間中 韓國證券去來所에 上場된 株式을 대상으로 하여 配當落日의 價格下落 原因分析	Elton & Gruber(1970)와 Kalay (1982)의 檢證模型을 利用함.	標本 期間에 있어서 稅金效果의 可能性은 認定되지만 그것과 관련된 租稅誘因顧客效果는 全般的으로 有意한 結果가 나타나지 않고 있으며, 一般的인 表現은 어렵지만 우리나라 경우에 短期去來假說이 說明力이 있다고 보고 있다.

V. 結 論

本 研究의 結果를 整理하면 아래와 같은 結論을 구하게 된다.

첫째, 配當落日 相對價格 下落에 관한 說明으로 租稅假說과 短期去來假說이 提示되어 있는데, 어느 쪽도 절대적인 實證的 證據를 나타내 보이고 있지 못하다.

둘째, Elton & Gruber와 Kalay에 의해 開發된 최초의 基本模型에서 期待收益 生成模型, 마팅게일模型 등과 같은 方法論의 다양화를 이루고 있음을 볼 수 있다.

셋째, 株式配當, 株式分割 등은 現金配當과 같은 模型의 事件으로 獨立的으로 다루어지며 그 實證的 結果도 現金配當과 相異한 것으로 나타났다.

넷째, 조세법의 改定을 전·후로 해서 配當落日의 價格變動이 相異하게 나타나며 그 特性으로부터 租稅誘因顧客假說을 檢證할 수 있었다.

다섯째, 配當落 期間동안 去來量水準은 非正常的으로 增加하는 것으로 밝혀 졌다.

여섯째, 兩國에 上場된 株式의 配當落日 價格形成은 國家假說³²⁾로 說明될 수 있다.

일곱째, 租稅誘因顧客假說과 短期去來假說의 代替的인 說明의 모색 노력이 별 다른 成果가 없음을 알 수 있다.

註32) 한나라에 上場된 株式과 두나라에 上場된 株式은 그 價格形成原理가 다르다는 假說.

參考文獻

- 鞠 燦杓 “配當落日의 株價變動에 관한 實證的研究” [經商論叢] 제13집 西江大學校
經濟·經營問題研究所 1987. 3
- 禹春埴 “現金 配當政策의 情報效果에 관한 實證的 研究” 박사 학위논문, 성균관대학
교 대학원 1989. 9
- 張富演 “배당락일에 있어서 세금효과에 관한 실증적 연구” 석사 학위논문, 고려대학
교 대학원, 1986, 12
- Campbell, J. and W. Beranek “Stock price behavior on ex-dividend dates”
Journal of Finance 10 (1955) PP.425-429
- Dravid, A. R. “A Note on the Behavior of stock Returns and Ex-dates of
Stock Distributions” The Journal of Finance 42(March 1987)
PP.163-168
- Eades, K. M. Hess, P. J., and Kim, E. H. “On Interpreting Security Returns
During the Ex-dividence Periods” Journal of financial Economics
13.(1984), PP, 3-34
- Kalay, A. “The ex-dividend day Behavior of stock prices : A Re-exaniantion
of Clientele Effect”, The Journal of Finance 37, (Sept, 1982) PP,
1059-1069
- Kalay, A. “The ex-dividend day behavior of stock prices : Areexamination of
the clientele effect : Reply” Journal of Finance 39, (1984), PP, 435-
457
- Lakonishok, J., and Vermaelen, T. “Tax-induced Trading around ex-dividend
days”, Journal of Financial Economics 16, (1986) PP, 287-319