

無償株發行이 株式市場에 미치는 影響에 관한 實證的 研究*

金 喆 教**

〈요 약〉

본 연구에서는 무상주발행, 즉 無償增資, 株式分割, 그리고 株式配當을 실시하는 企業의 特性과 株價反應을 연관지어 株價反應의 이유를 설명하였다. 특히, 이러한 형식적 재무 활동이 왜 기업내용에 관한 정보전달의 역할을 하게 되며, 장기적 기업성과의 변화로 이어지는가, 配當增減에 관한 직접적인 情報에 상관없이 무상주발행 발표시점에서 情報效果를 갖는가, 그리고 情報效果에 差異가 있는가를 살펴보았다.

實證分析 結果는 無償增資 및 株式分割은 기업의 經營成果가 전과 같이 卓越하거나 또는 平均以上을 維持하리라는 信號를 시장에 주는 情報效果를 갖고 있었으며, 株式配當은 現金配當能力이 不足한 企業들이 실시하고 주식배당 후에도 경영성과가 저조했다. 그러나 모든 무상주 발행의 경우 배당증가의 경우가 배당감소의 경우보다 초과수익이 더 많아 情報效果의 差異를 발견하였고, 또한 배당증감에 관한 직접적인 정보에 상관없이 公示時點에서 情報效果를 가지고 있다는 사실도 알 수 있었다.

無償增資가 주식분할보다 특정기간에 더 높은 초과수익을 실현하고 있었으며, 資本剩餘金을 財源으로 한 무상증자는 利益剩餘金을 財源으로 한 경우보다 超過收益이 많았다. 企業特性에 있어서도 자본잉여금을 재원으로 한 경우가 이익잉여금의 경우보다 경영성과가 더 우수했으며 특히, 利益剩餘金의 경우 대부분이 會計年度末에 실시되어 株式配當의 性格이 강하였다.

무상증자의 경우 綜合株價指數收益率을 이용하여 구한 잔차가 業種別指數收益率을 이용하여 구한 잔차보다 크며 통계적으로 유의하였다. 이는 무상증자가 있는 업종의 수익률이 시장평균보다 높다는 것을 말하며, 無償增資를 실시하는 기업들은 평균보다 많은 投資機會를 가지고 보다 우월한 영업성과를 줄 것으로 기대되는 업종에 속하고 있다고 하겠다.

I. 序 論

* 이 논문은 1991년도 교육부지원 한국학술진흥재단의 자유공모과제 학술연구조성비에 의하여 연구되었음.

** 培材大學校 經營學科 助教授

기업에게 새로운 자금의 유입이 없이 이루어지는 주식수의 증가는 우리나라에서는 無償增資, 株式分割, 株式配當 등(이하 無償株發行)의 형태로 계속되고 있다. 그러나 株式分割은 70년대 후반에 상당수 이루어졌을 뿐 최저액면가를 5,000원으로 규정한 상법개정 후에는 전혀 이루어지지 못하고 있으며 근년에 도입된 株式配當制度는 그 이용이 증가추세에 있다(86년에 2개사, 87년에 6개사, 88년에 27개사, 89년에 83개사, 90년에 99개사, 91년에 115개사 등). 한편, 주식수의 감소를 가져오는 株式併합은 상법상 필요에 따라 일괄적으로 이루어진 바 있다¹⁾.

美國에 있어서는 뉴욕증권거래소와 아메리칸 증권거래소 상장기업들의 경우 매년 약 6%가 주식분할을 실시하고 있으며 주식배당은 점차 그 실시사례가 감소하고 있으나 아직 연간 4%내외의 기업이 이를 실시하고 있다(Lakonishok and Lev, 1987).

이러한 無償株發行은 우리나라 증시에서 일반적으로 好材로 받아들여지고 있으며 美國 등에서도 주식분할과 주식배당이 그 실시시기 또는 그 직후의 현금배당 증가 여부와 상관없이 情報效果를 가지고 있다는 연구결과가 제시되고 있다(Grinblatt, Masulis and Titman, 1984). 이러한 무상주발행에 관련된 현상에 대하여는 몇 가지 의문이 제기되어 왔다.

그 하나는 왜 기업들이 그 실질 내용에 아무런 변화를 초래하지 않는 듯이 보이는 이러한 재무적 활동을 계속하고 있는가 하는 것이다. 또 다른 하나는 이론적 측면에서 이러한 형식적 재무활동이 왜 企業內容에 관한 情報傳達의 역할을 하게 되며, 또 실증적 측면에서 이러한 정보는 장기적 기업성과의 변화로 이어지는가 하는 것이다.

이 연구의 주요 목적은 두번째의 의문인 無償株發行의 情報傳達效果에 관한 실증분석에 있다. 첫번째의 의문에 대하여 Lakonishok 등은 주식분할이 주가를 정상 수준으로 환원시키기 위하여 행해지며 주식배당은 현금배당을 실시하기 어려운 기업이 행한다는 결과를 제시하고 있으나, 특히 주식분할이 신호의 목적으로 실시될 수 있다는 가능성도 인정하고 있다.

우리나라의 경우에 無償增資는 자본금을 증가시키기 때문에 기업금융을 위시한 각종 규제에 있어서 유리한 위치를 얻기 위하여 이루어지며, 株式分割은 과거에 주식의 액면가를 통일하려는 목적에서, 株式配當은 자본금증가 목적 및 현금배당 실시가 어려운 경우, 그리고 株式併합은 1984년 개정상법에서 1주당 액면가를 5,000원 이

1) 우리나라 株式併합에 관한 실증분석에서 상법개정에 따라 非自發적으로 실시되긴 하였지만 주식병합실시전후 통계적으로 有意한 負(-)의 平均超過收益率을 나타내고 있다 (김대호, 1990).

상으로 규정하고 있기 때문에 이루어졌다는 추측 등이 있을 뿐이며 아직 본격적인 연구는 이루어진 바 없다. 따라서 이 의문에 대하여는 앞으로 별도의 연구가 행해져야 할 것이다.

우리나라의 株式分割과 無償增資에 관한 기존연구는 株價에의 영향에만 국한되고 있으며, 연구결과로서 발견되는 특정 株價反應現象이 왜 발생하는지에 관한 실증 연구는 아직 미비하다. 또한, 株式配當은 최근에 실시되고 있어 이에 대한 실증분석 조차도 이루어지지 못하고 있다.

따라서 본 연구에서는 무상주발행, 즉 無償增資, 株式分割, 그리고 株式配當을 실시하는 企業의 特性과 株價反應을 연결시킴으로써 株價反應의 이유를 설명하고 기존 理論的 假說들의 實證的 適合性を 檢證하고자 한다.

본 연구에서는 다음 절에서 무상주발행의 정보효과에 관한 기존의 가설들을 검토하고 이들의 검증을 위하여 행할 실증분석방법에 대하여 설명하겠다. 제Ⅲ절에서는 실증분석 내용 및 방법을, 그리고 제Ⅳ절에서는 실증분석결과를 무상증자, 주식배당 및 주식분할 기업의 특성 및 주가반응 순으로 제시하고 이들 결과를 비교·검토한다. 마지막 절에서는 이상의 분석결과를 요약하고 결론을 도출하겠다.

II. 無償株 發行의 情報效果 가능성

우리나라 기업의 無償增資는 資本剩餘金 또는 利益剩餘金의 자본전입이 이루어진다는 점에서 株式分割과는 다른 제도라 할 것이다. 그러나 이러한 제도적 및 회계처리상의 차이가 무상주발행이라는 공통된 성격에 기인하는 정보효과 외에 어떠한 상이한 정보효과를 초래할 것인지에 대하여는 이론적인 설명이 어렵다²⁾.

이와 같은 문제는 美國에서처럼 株式分割과 株式配當의 이론적 구분이 어렵기 때문에 양자의 구분을 株式數의 增加比率에 의존하는 경우에도 존재한다. 따라서 정보효과에 관한 기존가설들은 대체로 주식분할과 주식배당을 구분하지 않고 있으며,

2) 신호가설 외에 주식배당과 주식분할과 관련된 가설로는 유동성가설(Copeland, 1976), 무상관가설(Ohlson과 Penman, 1985; Dravid, 1987), 그리고 행동가설(Foster와 Vickrey, 1978) 등이 있으나 이 연구에서는 이들을 고려하지 않기로 한다.

이 연구에서도 무상증자, 주식배당 및 주식분할을 구분함이 없이 관련가설을 검토해 보겠다.

재무적 의사결정이 기업가치에 관한 정보를 전달한다는 것은 Spence(1973)의 신호모형에 기초한 연구에 의하여 제시되었다. 경영자와 투자자들간의 情報의 非對稱을 가정할 때, 經營者들은 그들에 유리한 情報을 投資者들에게 傳達하기 위하여 무상주를 발행할 것이라는 것이다. 그러나 이러한 신호가 효과적이기 위하여는 虛偽信號에 따르는 損失(비용)이 막대해야 한다. 즉 부실기업이 우수한 기업을 모방하기 위하여 동일한 재무결정을 내리는 것이 불가능할 만큼 커다란 비용이 초래되어야 한다는 것이다. 그러나 無償株發行의 경우에는 신주발행에 따르는 사소한 사무적 비용 이외에 어떠한 큰 外生的 費用이 초래되는 것으로 보이지 않는다.

따라서 그러한 비용이 존재하지 않는다고 가정하면 Spence의 信號假說(signalling hypothesis)에 따라 무상주발행은 주가에 아무런 영향을 미치지 않을 것이다. 주식분할과 주식배당을 연구한 Grinblatt 등은 동시적 또는 다음 분기내의 配當增加가 수반되지 않은 경우에도 公表時點에서 正(+)의 非正常收益을 발견하였으며, 따라서 외생적 비용의 존재를 전제로 한 좁은 의미의 Spence의 신호가설의 적용가능성에 대하여 의문을 표시하였다.

기업성파가 불량한 기업이 무상증자, 주식분할 및 주식배당을 실시하였을 때 부담하는 명확한 외생적 비용이 없다고 할지라도 이러한 재무결정이 정보효과를 가질 가능성은 여전히 존재한다.

그 가능성의 하나는 무상주발행의 발표가 市場參加者들, 특히 재무분석가들의 注意를 喚起시켜 그 기업의 장래 현금흐름에 대한 再評價를 초래할 것이라는 注意喚起假說에서 발견된다. 저평가되고 있는 기업, 즉 우량한 기업은 따라서 이러한 신호를 이용할 것이며 과대평가되고 있는 기업, 즉 기업내용이 현재 알려져 있는 것보다 부실한 기업은 이러한 신호를 이용할 유인을 갖지 못할 것이다. 또한 Atiase(1980)에 의하면 소규모기업에 대한 정보는 일반적으로 시장에 널리 알려져 있지 않으며, 따라서 무상주의 발행공시는 소규모기업의 경우에 더 큰 효과를 가질 것이라고 한다.

만약 기업들이 평소에 기업이미지 또는 企業의 評判(reputation)을 維持함으로써 기업에게 유리한 정보를 전달할 수 있도록 노력하는 것이 사실이라면, 허위신호에는 이러한 평판의 상실이라는 간접적인 비용이 따를 것이다. 그러므로 내용이 좋지 않은 기업이 우량기업을 모방하여 재무결정을 내릴 유인은 작을 것이다.

또 다른 정보효과의 가능성은 適正株價假說에서 찾을 수 있다. 경영자들이 주가를 통상적인 수준으로 낮추기 위하여 무상주발행을 실시한다면, 기업의 장래에 대하여

종지 않은 정보를 가진 경영자는 주가가 조만간 다시 하락할 것을 알고 있기 때문에 이를 실시하지 않을 것이다. 따라서 기업의 장래에 대하여 좋은 정보를 가진 경영자들만이 그 기업의 주식분할 또는 무상증자를 실시하기 때문에 이러한 결정은 시장에서 호재로 받아들여질 것이다. 이 가설은 주식병합의 연구에서 Woolridge와 Chambers(1983)가 제시한 바 있다.

한편 Grinblatt 등은 株式配當의 경우 새로 교부된 주식의 액면가 총액은 留保利益에서 차감되어 資本金에 더해지는 것에 착안하여 留保利益假說을 제시하였다. 만약 기업이 유보이익과 관련하여 현금배당에 어떤 제한을 받게 되면, 追加發行되는 株式은 기업의 現金配當能力에 制約을 가할 것이다. 장래 이익증가가 예상되는 기업은 그 제약조건의 구속을 받지 않을 것이므로 주식배당은 경영자들이 장래 이익전망을 밝게 평가하고 있을 때 실시하는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 이것은 위의 신호가설의 일종이라고 할 수 있을 것이며, 이 주식배당에 관한 가설은 利益剩餘金을 財源으로 하는 無償增資에도 적용할 수 있을 것이다. 즉 이익잉여금의 일부는 현금배당으로 사용될 수도 있기 때문에 이의 자본전입은 앞으로의 현금배당능력에 대한 경영자들의 자신을 표시한다고 할 수 있다.

III. 實證分析의 內容 및 方法과 資料

1. 實證分析 內容

위에서 설명한 無償株發行의 情報效果 가능성에 따라 이러한 효과가 실제 존재하는지를 검증하고, 무상주발행에 따른 주가변화가 그 企業의 經營成果의 장기적 변화와 어떠한 관계를 갖는지를 실증적으로 검토하는 것이 이 논문의 주된 과제임은 이미 밝힌 바 있다. 해당기업 經營成果의 分析은 Lakonishok와 Lev가 지정한 대로 정보효과 가설에서 상정하는 情報가 實現되는지를 실증분석하는 데 그 목적이 있다. 보다 구체적으로, 본 연구에서 실시할 실증분석은 다음과 같다.

(1) 해당 기업들의 무상주발행 이후의 現金配當 增加와 利益增加 등 企業特性을 業種平均과 比較함으로써 위의 情報效果假說들의 기본가정이 成立하는지를 檢證한다. 즉 이를 통해 무상주발행을 실시하는 기업들이 우량한 기업들인가 또는 정보효과의 존재를 가정할 때 그 정보의 내용이 실현되는가를 파악할 수 있을 것이다.

(2) 사건 公示 및 權利落 전후의 株價反應을 파악할 것이다. 또한 전체 표본을 配當增加 및 減少(무상증자, 주식분할, 주식배당), 會計年度中 실시와 會計年度末 실시(무상증자), 資本剩餘金을 財源으로 한 무상증자와 利益剩餘金을 財源으로 한 무상증자로 구분하여 株價反應의 차이를 檢證할 것이다.

배당증가 또는 감소표본의 분류기준은, 무상주를 발행한 기업의 사건일 후 2년간의 총배당금과 사건일 전 2년간의 총배당금을 사용하여 배당증가율을 계산하고, 같은 방법으로 계산된 당해 업종의 배당증가율과 비교하여 높은 기업을 배당증가 기업으로 하였다³⁾.

표본을 배당증감에 따라 구분하는 것은 적어도 두가지 면에서 의미를 갖는다. 그 하나는 配當増減에 관한 직접적인 情報에 상관없이 무상주발행 발표시점에서 情報效果를 갖는가를 파악하기 위한 것이다.

이러한 측면에서의 실증분석은 주식분할이 배당증감의 정보효과를 제외한다면 그자체의 정보효과는 갖지 못한다는 Fama, Fisher, Jensen과 Roll (1969)의 추정에 반하는 새로운 실증결과를 제시한 Grinblatt 등의 연구를 재검증하는 기회를 제공한다. Grinblatt 등은 주식분할과 주식배당의 공표시에 동분기에 配當増減이 없을 것임을 동시에 발표한 경우에도 통계적으로 유의한 正(+)의 非正常收益이 있음을 밝히고 있다.

우리나라의 경우는 대부분 무상주가 발행된 다음 적어도 수개월 후에 배당이 결정되기 때문에, 이에 관한 정보와 배당에 관한 직접적이고 확실한 정보가 동시에 공표되거나 알려지는 경우는 없다.

따라서 위의 Fama 등의 주장은 우리나라의 자료에는 적용되기 어려울 것이지만 결론의 신뢰성을 제고하기 위하여 배당증감에 따라 표본을 구분하고 결과의 차이 유무를 검토하고자 한다.

배당증감에 따른 구분의 또 다른 이유는 다음과 같다. 配當増減은 일반적으로 營業成果, 즉 이익의 증감을 반영하기 때문에 기업의 營業展望에 따라 무상주 발행의 情報效果에 差異가 있는가를 검증할 수 있을 것이다. 예를 들어 주의환기가설은 무상주발행의 공표가 재무분석가들의 주의를 끌어 기업가치가 재평가되는 계기를 만든다는 것인 바, 市場에 그러한 豫測能力이 있는가 그리고 과연 재평가의 계기가

3) 연도말 실시의 무상증자의 경우는 예를 들어 12월말 결산법인이 1978년 12월을 기준으로 하여 1979년초에 신주를 배정한다면 신주는 1979회계년도부터 배당에 참여하기 때문에 1979년 및 1980년에 대한 배당(1980년초 및 1981년초에 지급)이 사건후 2개년의 배당에 해당한다. 사건전 2개년에 대한 배당은 1977년 및 1978년에 대한 배당이 된다.

이루어지는가의 여부를 사건후에 나타나는 배당증감에 따른 주가반응의 차이유무를 파악함으로써 알 수 있게 될 것이다.

다음으로 무상증자의 표본을 회계년도중 실시한 경우와 회계년도말 실시한 경우로 구분한 것은 무상증자의 70% 정도가 회계년도말에 실시되고 있으며, 이에 따라 발행된 신주는 당해년도의 현금배당에 참여하지 못하는 등의 이유로 會計年度末 실시 無償増資를 株式配當의 한 형태로 볼 수 있을 것이기 때문이다. 만약 이러한 추측이 사실이라면 해당기업의 주가반응은 연도중 실시기업과는 다른 현상을 보이게 될 것이다.

이익잉여금을 이용한 무상증자와 자본잉여금을 이용한 무상증자의 구분은 위에서 지적한 바와 같이 이익잉여금의 경우가 주식배당과 유사한 성격을 가지고 있으므로 유보이익가설을 검증할 수 있게 해주기 때문이다.

(3) 제 假說의 종합적 檢證을 위하여 누적초과수익과 각 假說을 대리하는 변수들간의 회귀분석을 실시한다.

2. 方法 및 資料

殘差分析에서는 시장조정수익률모형과 업종조정수익률모형을 사용할 것이다. Marsh(1979)는 시장조정수익률법을 변형시켜 시장포트폴리오수익률(R_{mt})대신 업종지수수익률(R_{it})을 사용한 모형을 사용하여 영국증권시장의 효율성을 검증하였는데, 이 모형은 산업효과를 잘 포착하는 장점이 있다고 하였다. 특히 우리나라처럼 주가의 움직임이 업종별로 현저한 차이를 보이는 경우가 빈번한 경우에는 바람직한 방법이다. 이들 모형을 식으로 표시하면 다음과 같다⁴⁾

$$\text{市場調整收益率模型: } RM_{jt} = R_{jt} - R_{mt}$$

$$\text{業種調整收益率模型: } RI_{jt} = R_{jt} - R_{it}$$

단, R_{jt} 는 t시점에서의 j주식수익률, R_{mt} 는 t시점에서의 종합주가지수 수익률, R_{it} 는 t시점에서의 업종별주가지수수익률, 그리고 RM_{jt} 또는 RI_{jt} 는 잔차, 즉 초과수익을 나타낸다.

4) 이 모형들은 베타를 1로 가정한 것으로서 우리나라의 경우와 같이 베타값이 불안정할 경우에 타당성이 있으나 이로 인한 bias의 가능성은 배제할 수 없다. 그러나 宋 등(1988)은 시장모형을 이용하여 잔차를 구한 것이나 시장조정수익률 모형을 이용하여 잔차를 구한 것이나 검증결과 유의한 차이가 없음을 보여주고 있다. 또한 시장조정수익률모형의 이용가능성에 대하여는 Brown과 Warner(1980, 1985)가 긍정적인 시뮬레이션 결과를 제시하고 있다.

이 논문에서 사용한 자료는 1975년부터 1989년까지의 15년동안 無償增資, 株式分割 및 株式配當을 실시한 기업을 표본으로 하였으나 여기서 제외된 기업은 다음과 같다.

(1) 금융업 (2) 공시일전 60일 이내 및 권리락일 후 60일 이내에 주요 재무상태변동에 관한 공시 및 실시 사항이 있는 기업 (3) 공시일 전 1년 이내에 상장된 기업 및 공시후 혹은 권리락일 후 1년 이내에 관리종목으로 편입된 종목 (4) 공시일과 권리락일의 효과를 분리하기 위해 공시일 20일 이내에 권리락일이 도래한 경우 등이다.

표본의 수는 동기간 무상증자 총 829건, 주식분할 총 94건, 주식배당 총 118건 중 위와 같은 기준에 의해 제외하고 남은 無償增資 216건, 株式分割 37, 株式配當 44 건이었다. 추가자료와 재무자료는 대신증권 및 한신증권의 데이터베이스를 이용하였다. 통계패키지는 SYSTAT V.3.0을 이용하였다.

IV. 實證分析 結果

1. 無償株 發行企業의 特性

(1) 배당증가율⁵⁾

無償增資를 실시한 기업은 <표 1>에서와 같이 사건일 전 2년의 비교에 있어서 現金配當增加率이 業種平均보다 높다. 또한 사건 전 2년과 사건 후 2년간의 비교에 있어서도 무상증자기업의 배당증가율이 업종평균보다 높다.

즉, 無償增資의 경우 증자 전 2년의 배당증가율이 28%로 업종평균에 비해 10%나 높았으며, 증자 전 2년과 증자 후 2년을 비교하면 49%가 증가하였고 업종평균보다 14%가 높았다. 또한 증자 후 1년의 배당증가율도 31%가 증가하여 업종평균보다 9%가 높았다.

5) 증가율의 평균은 개별증가율이 계산될 수 없거나 (분모가 부의 숫자일때) 무한대로 클 때(분모가 제로일때)는 계산될 수 없으며, 개개 숫자가 너무 크거나 작을 때는 의미를 갖기 어렵다. 따라서 배당증가율과 이익증가율의 계산에서는 분모가 제로 또는 부의 숫자일 때는 100%로 하고 -50%보다 작을 때는 -50%로 조정하는 임의적 조치를 취하였다.

〈표 1〉 無償增資 企業의 配當增加率 비교

비교기간(사건일기준)	증자기업평균	해당업체평균	차 이	t값 ^{a)}
$(+1, +2)/(-1, -2)^b$				
전체 ^{c)}	1.49	1.35	0.14	2.47
이익잉여금	1.47	1.48	-0.01	-0.15
자본잉여금	1.38	1.32	0.06	1.89
$(+1)/(-1)$				
전체	1.31	1.22	0.09	1.88
이익잉여금	1.29	1.39	-0.10	-1.12
자본잉여금	1.27	1.20	0.07	1.39
$(+2)/(-2)$				
전체	1.97	1.65	0.32	1.54
이익잉여금	1.65	1.46	0.19	1.67
자본잉여금	1.60	1.55	0.05	0.43
$(-1)/(-2)$				
전체	1.28	1.18	0.10	1.89
이익잉여금	1.30	1.20	0.10	1.21
자본잉여금	1.22	1.19	0.03	0.76
$(+2)/(+1)$				
전체	1.14	1.15	-0.01	-0.26
이익잉여금	1.11	1.08	0.03	0.36
자본잉여금	1.14	1.13	0.01	0.12

a) 증자 개별기업과 해당업종의 차이에 대한 paired t-test.

b) (증자후 2년간 配當金 합계)/(증자전 2년간 配當金 합계)

(+1)은 신주교부년도에 대한 배당이고 (-1)은 신주교부 전년도에 대한 배당이며 +2, -2는 유사하게 정의됨.

c) 전체표본에는 이익잉여금과 자본잉여금을 동시에 이용한 기업도 포함되어 있어 이들 합계는 전체표본 보다적음.

株式分割의 경우에도 〈표 2〉에서 보는 바와 같이 통계적 유의성은 낮았으나 분할 전 2년간의 배당증가율이 38%로 업종평균보다 11%가 높았으며 분할 전 2년과 분할 후 2년을 비교하면 배당증가율이 67%로 업종평균에 비해 16%포인트의 초과증가율을

보였다. 그러나 주식분할 후 1년에는 28%가 증가하였으나 업종평균보다는 약간 낮았다.

〈표 2〉 株式分割 企業의 配當增加率 비교

비교기간(사건일기준)	분할기업평균	해당업종평균	차 이	t값
(+1,+2)/(-1,-2)	1.67	1.51	0.16	1.45
(+1)/(-1)	1.28	1.30	-0.02	-0.20
(+2)/(-2)	1.89	1.74	0.15	0.57
(-1)/(-2)	1.38	1.27	0.11	0.63
(+2)/(+1)	1.12	1.14	-0.02	-0.19

이러한 결과는 配當增加率이 높은 기업들이 無償増資를 실시한다는 것과 事件後에도 이러한 配當의 增加가 계속된다는 信號를 준다는 사실을 확인해 주는 결과라 하겠다. 이러한 결론은 株式分割의 경우에는 통계적 유의성이 뒷받침되지 못하여 단언하기 어렵다고 하겠다.

한편 사건 후의 높은 배당증가율은 배당 후 1년에만 발견되며, 배당 후 1년과 2년의 비교에서는 무상증자 및 주식분할기업과 타 기업들간에 차이가 없는 것으로 나타나 결국 무상증자 및 주식분할 전과 직후에 크게 증가된 配當水準이 계속 維持된다는 사실을 말해 주고 있다.

株式配當의 경우 〈표 3〉을 보면 주식배당 전 2년의 주식배당기업의 배당증가율이 5% 감소하였고 업종평균에 비해 33%가 적었으며, 주식배당 전 2년과 후 2년을 비교하면 배당증가율이 4%에 지나지 않았을 뿐만아니라 업종평균에 비해 16%가 적었다. 주식배당 후 1년은 업종평균과 비교하여 큰 차이가 없었으며 주식배당 후 2년에는 1%가 증가하였으나 업종평균보다 8%가 증가한 수준에 그쳤다. 그러나 주식배당후 2년의 주식배당기업과 해당 업종과의 차이에 대한 통계적 유의성은 없었다.

〈표 3〉 株式配當 企業의 配當增加率 비교

비교기간(사건일기준)	배당기업평균	해당업종평균	차 이	t값
(+1,+2)/(-1,-2)	1.04	1.20	-0.16	-2.07
(+1)/(-1)	1.13	1.10	0.03	0.44
(+2)/(-2)	1.04	1.35	-0.31	-2.81
(-1)/(-2)	0.95	1.28	-0.33	-4.32
(+2)/(+1)	1.01	0.93	0.08	1.39

따라서 주식배당의 경우에는 現金配當 능력이 부족한 기업들이 실시한다는 사실을 확인해 주고 있으며, 그럼에도 불구하고 주식배당 후에도 현금배당 수준은 상향 유지되고 있었다.

이상을 종합하면, 무상증자 및 주식분할은 사건 전에 배당이 증가하고, 주식배당의 경우에는 사건 전에 배당이 감소하였으며, 무상증자, 주식분할 및 주식배당 모두 증가된 배당수준이 사건 후에도 유지되고 있다.

따라서 무상주 발행은 향후 현금배당이 증가하거나 적어도 감소하지는 않는다는 정보를 시장에 신호하고 있음을 확인할 수 있었다.

(2) 순이익증가율

純利益增加率에 있어서도 無償增資企業은 現金配當 增加와 類似한 결과를 보인다. <표 4>에서 보면, 사건일 전 2년간의 平均純利益增加率이 50%로 업종평균보다 26%가 더 높았으며 또한 사건 전 2년과 사건 후 2년간의 비교에서도 46%의 증가율을 보이고 업종평균보다도 20%가 많아 배당의 경우보다 그 차가 컸다.

<표 5>에서 株式分割企業의 순이익증가율에 있어서는 사건일 전, 후 모두에 주식분할기업들의 평균순이익증가율이 높았고 또한 해당업종보다 높은 증가율을 보이고 있으나 통계적으로 유의하지 못하였다. 한편 <표 6>에서 보면 株式配當의 경우에는 사건 전, 사건 후 모두 통계적 유의성은 약하였으나 해당업종보다 순이익증가율이 적었다.

(3) 배당 및 순이익 증가율에 따른 무상주발행 기업의 특성

위에서 발견한 바와 같은 無償增資에 관한 유의한 결과는 美國의 株式分割에 관하여 Lakonishok 등이 발견한 企業特性과 극히 類似하다. 즉 무상증자 기업은 사건전에 순이익과 배당의 증가율이 업종평균보다 월등히 높으며 사건 후 1년 간은 이러한 현상이 지속된다. Lakonishok 등이 지적한 것처럼 기업이 어느 기간에 평균보다 좋은 경영성과를 기록한 후에는 그 다음 기간에 평균 또는 그 이하의 경영성과를 기록하는 경향이 있다고 한다면 무상증자 기업의 위와같은 사건 후의 지속적으로 월등한 경영성과는 분명히 예외적인 것이다. 따라서 無償增資라는 재무적 결정은 기업의 經營成果가 전과같이 卓越하거나 또는 平均以上을 維持하리라는 信號를 시장에 주는 情報效果를 갖는다고 할 수 있을 것이다.

위의 분석에서 株式分割의 경우에 無償增資와 類似한 경향은 보이지만 통계적으로

〈표 4〉 無償增資 企業의 純利益增加率 비교

비교기간(사건일기준)	기업평균	업종평균	차 이	t값
(+1,+2)/(-1,-2)				
전체	1.46	1.26	0.20	2.61
이익잉여금	1.13	1.26	-0.13	-1.19
자본잉여금	1.53	1.24	0.29	3.20
(+1)/(-1)				
전체	1.51	1.17	0.34	2.40
이익잉여금	1.02	1.21	-0.18	-1.91
자본잉여금	1.62	1.15	0.47	2.61
(+2)/(-2)				
전체	1.85	1.45	0.40	2.59
이익잉여금	1.20	1.25	-0.05	-0.28
자본잉여금	1.91	1.43	0.48	2.60
(-1)/(-2)				
전체	1.50	1.24	0.26	2.56
이익잉여금	1.27	1.33	-0.06	-0.90
자본잉여금	1.50	1.21	0.29	2.34
(+2)/(+1)				
전체	1.58	1.03	0.55	1.73
이익잉여금	1.02	0.92	0.10	1.01
자본잉여금	1.28	1.05	0.23	1.54

〈표 5〉 株式分割 企業의 純利益增加率 비교

비교기간(사건일기준)	분할기업평균	해당업종평균	차 이	t값
(+1,+2)/(-1,-2)	1.33	1.12	0.21	0.41
(+1)/(-1)	1.35	1.01	0.34	0.70
(+2)/(-2)	1.71	1.31	0.40	0.60
(-1)/(-2)	1.63	1.24	0.39	1.30
(+2)/(+1)	1.01	0.73	0.28	0.94

유의한 결과는 얻지 못한 것은 우리나라 주식분할이 주로 70년대 후반에 액면가를 상법상의 최저한도인 500원으로 통일하려는 움직임속에서 액면가가 1,000원인 소수의

〈표 6〉 株式配當 企業의 純利益增加率 비교

비교기간(사전일기준)	배당기업평균	해당업종평균	차 이	t값
(+1,+2)/(-1,-2)	1.01	1.18	-0.17	-1.61
(+1)/(-1)	0.94	1.13	-0.17	-1.47
(+2)/(-2)	1.08	1.22	-0.14	-1.18
(-1)/(-2)	1.11	1.15	-0.04	-0.35
(+2)/(+1)	0.91	1.36	-0.45	-1.59

기업에 의해서 이루어지는 경향이 있었기 때문일 가능성이 있다. 즉 과거 우리나라의 주식분할은 기업의 자발적인 재무의사결정에 따라 이루어진 측면이 약하기 때문이라는 것이지만 이 문제에 대해서는 추가적인 연구가 필요할 것이다.

株式配當의 경우에는 전체적으로 현금배당과 순이익 증가율 모두에서 該當業種보다 低調한 經營成果를 보이고 있는 것은 현금배당능력이 부족한 기업들이 주식배당을 하고 있다는 사실을 말해 주고 있다. 한편, 순이익증가율은 주식배당 후 감소하고 있으나 현금배당증가율은 증가하는 경향을 보이고 있는데 이는 〈표 7〉에서 Lokonishok 등이 미국의 주식시장에서 발견한 것과 유사한 결과라 하겠다.

(4) 無償增資 財源에 따른 企業特性

無償增資 財源에 따른 기업특성의 차이를 보면 配當增加率에 있어서 자본잉여금의 경우에는 해당업종보다 높은 배당을 실시하였고 이익잉여금을 재원으로 한 경우 통계적 유의성은 없었으나 해당업종보다 저조했다.

純利益增加率에 있어서는 자본잉여금을 재원으로 한 경우 증자 전의 증자기업평균 증가율이 당해 업종평균에 비해 더 컸으며 이러한 현상은 증자 후에도 계속되었다. 그러나 이익잉여금을 재원으로 한 무상증자의 경우에는 증자 직전과 직후의 비교에 있어서 증자기업평균 증가율이 업종증가율보다 낮았으며 증자 후 1년과 2년의 비교에 있어서는 증자기업평균 증가율이 다시 업종증가율을 상회하였다. 즉 利益剩餘金을 이용한 무상증자는 企業利益이 短期的으로는 沈滯되고 있으나 보다 長期的으로는 밝은 전망을 가질 수 있다는 것을 신호하는 것이라는 잠정적인 해석이 가능하다.

이와 같은 이익잉여금 무상증자와 자본잉여금 무상증자의 차이는 〈표 7〉에서 보는

미국에 있어서의 주식배당과 주식분할 간의 차이와 유사하다. 즉, 우리나라의 利益剩餘金을 재원으로 한 무상증자는 美國의 株式配當과 같이 현재의 경영성파가 평균 또는 그 이하인 기업에 의하여 실시된다. 그러나 資本剩餘金 무상증자는 美國의 株式分割과 마찬가지로 경영성파가 평균보다 월등히 좋은 기업들에 의하여 실시되고 있다.

이상을 요약하면 無償增資 특히 資本剩餘金을 財源으로 한 경우와 우리나라의 株式分割, 그리고 美國의 株式分割은 優良企業이 실시하고 그 이후에도 경영성파가 양호하며, <표 1>과 <표 4>에 나타난 利益剩餘金을 財源으로 한 無償增資와 <표 3>과 <표 6>에 나타난 우리나라의 株式配當, 그리고 <표 7>의 美國의 株式配當의 경우 企業成果가 좋지 않은 기업이 실시하고 그 이후에는 개선되지 않고 있다는 사실을 확인할 수 있다.

<표 7> 미국의 株式分割과 株式配當에 있어서 순이익 및 현금배당증가율(%)

공시월기준 개월수	주식분할		주식배당	
	이익증가율	배당증가율	이익증가율	배당증가율
-24, -12	8.82	2.50	0.70	-3.13
-12, 0	12.40	3.45	2.05	-1.02
0, 12	3.03	9.09	-0.78	4.12
12, 24	0.65	2.97	0.11	0.34

주) Lakonishok and Lev(1987), pp.921-4, Tables II & III.

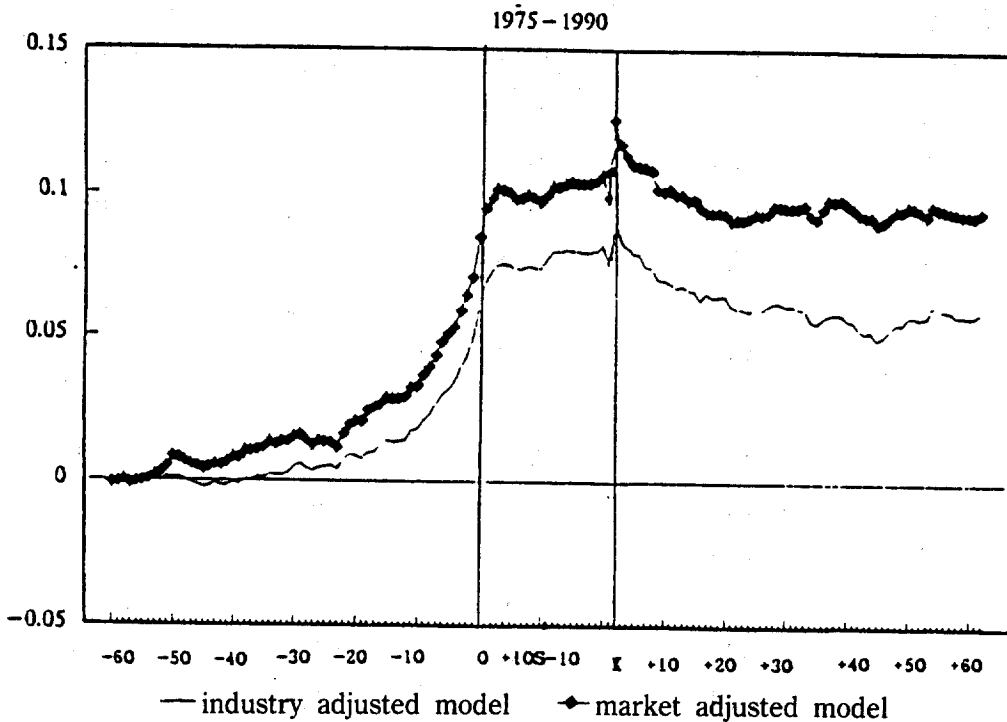
원래의 논문에서는 표본기업과 비교기업의 이익 및 배당증가율 평균만이 표시되어 있으나 여기서는 우리나라의 경우와 비교하기 위하여 표본기업 평균과 비교기업 평균의 차이를 나타낸 것임.

2. 無償株 發行에 대한 株價反應

(1) 無償增資 全體標本의 주가반응

無償增資 전체 표본의 경우 [그림 1]과 같이 累積平均殘差가 公示日 前 10일부터 급상승하기 시작하여 公示後 4일까지 상승을 지속한다. 公示 前 10일간의 株價上昇은 <표 8>에 나타난 바와 같이 公示 前 60일부터 50일간의 상승보다 급격하기 때문에 事件情報의 事前漏出 때문이라고 판단된다. 또한 公示後 수일간의 株價上昇은 우리나라 증권시장에서 호재가 발표되면 수일간 株價가 상승하는 경향이 있기 때문에

[그림 1] 無償增資 企業의 累積平均殘差



주) 0는 公示日, K는 權利落日, S는 公示後 11일부터 權利落日전 11일 이전의 기간으로 이는 각 企業마다 다르기 때문에 편의상 1일로 취급하였으며, 그 값은 해당 기간동안의 평균잔차를 누적한 것이다.

발생하는 현상인가 또는 株價變動幅의 制限이 있는 우리나라의 제도 때문에 발생한 결과인가에 관해서는 추가적인 조사가 필요하다.

이처럼 公示收益率이 높은 것은 앞에서 기업특성에서 발견한 사실과 연관시켜 볼 때 시장참가자들이 경영성과가 우수한 기업들이 무상증자를 실시하고 또한 사건후에도 탁월한 경영성과가 지속된다는 신호로 인식한 결과라 하겠다.

또한 權利落日 당일에는 상당히 큰 正의 超過收益이 발생하여 美國의 株式分割 및 株式配當의 경우와 동일한 결과를 보였다⁶⁾. 그리고 [그림 1]과 <표 1>에서 보면

6) Foster와 Vickrey(1978)는 주식배당을 실시한 기업의 權利落日에 초과수익을 발견하지 못하였으나, Grinblatt 등은 주식분할과 주식배당 모두의 權利落日에 초과수익을 발견하였으며 특히 주식배당의 경우에 더 큰 초과수익을 얻었다. Lamoureux와 Poon(1987)도 주식분할의 경우에 權利落日에 초과수익을 발견하였다.

〈표 8〉 權利落日 전후의 日別株價 변동

權利落日 =0	미 국 ^{a)}		한 국 ^{b)}	
	株式配當	株式分轄	無償増資	株式分轄
-10	-0.02	-0.03	0.30	0.23
-9	0.03	-0.11	-0.02	-0.44
-8	0.19	0.03	0.13	-0.23
-7	0.37	-0.08	0.06	0.47
-6	0.12	-0.09	-0.06	-0.26
-5	0.26	-0.10	-0.01	-0.28
-4	0.38	-0.02	0.02	0.01
-3	0.13	-0.01	0.13	0.10
-2	0.12	0.03	0.18	0.13
-1	1.05	0.09	-0.80	0.10
0	1.10	0.69	2.67	1.27
+1	0.14	0.52	-0.84	0.59
+2	-0.04	0.38	-0.38	-0.16
+3	-0.05	0.20	-0.31	-0.73
+4	-0.23	0.12	-0.07	-0.69
+5	-0.21	-0.04	-0.03	-0.43
+6	-0.02	0.03	-0.12	-0.79
+7	0.28	0.21	-0.64	0.34
+8	0.05	0.06	-0.08	0.22
+9	-0.18	-0.04	0.09	0.61
+10	-0.08	0.14	-0.20	0.01

a) 평균 일별 주가 수익률. Grinblatt et al(1984), 482-483, Tables 6b & 6c.

b) 시장조정모형을 사용한 평균잔차(%)

전반적으로 綜合株價指數收益率을 이용하여 구한 잔차가 業種別指數收益率을 이용하여 구한 잔차보다 크며, 그 차이는 통계적으로 유의하다. 이는 무상증자가 있는 업종의 수익률이 시장평균보다 높다는 것을 의미한다. 이재웅(1987, p60)의 有償増資에 관한 연구에서도 같은 현상이 나타나고 있으며, 이를 投資機會假說로 설명하고 있다. 즉 有償増資(또는 無償増資)를 실시하는 기업들은 평균보다 많은 投資機會를 가지고 보다 우월한 영업성과를 줄 것으로 기대되는 업종에 속하고 있다는 것이다.

그러나 누적잔차의 질적인 행태는 시장조정모형과 업종조정모형에 있어서 유사하기 때문에 아래의 모든 주가반응분석결과는 시장조정모형에서 얻은 잔차를 이용하여 검토하기로 한다.

〈표 9〉 無償増資의 市場 및 業種調整收益率 모형을
이용한 누적 평균잔차의 차이검증

기 간	ARI ^{a)}	ARM ^{b)}	차 이	t값 ^{c)}
-6, +6	0.047	0.056	-0.009	-1.83
-10, -2	0.026	0.031	-0.005	-2.45
-1, +1	0.025	0.031	-0.006	-1.22
+1, +10	0.013	0.014	-0.001	-0.12
K-1,K+1	0.002	0.011	-0.009	-0.92
K-6,K+6	-0.006	0.003	-0.009	-1.06
-10,K+3	0.061	0.078	-0.017	-1.80

a) ARI : 업종조정수익률모형을 이용한 평균잔차.

b) ARM : 시장조정수익률모형을 이용한 평균잔차.

c) 해당 기업평균수익률과 업종지수수익률차이에 대한 paired t-test의 t값

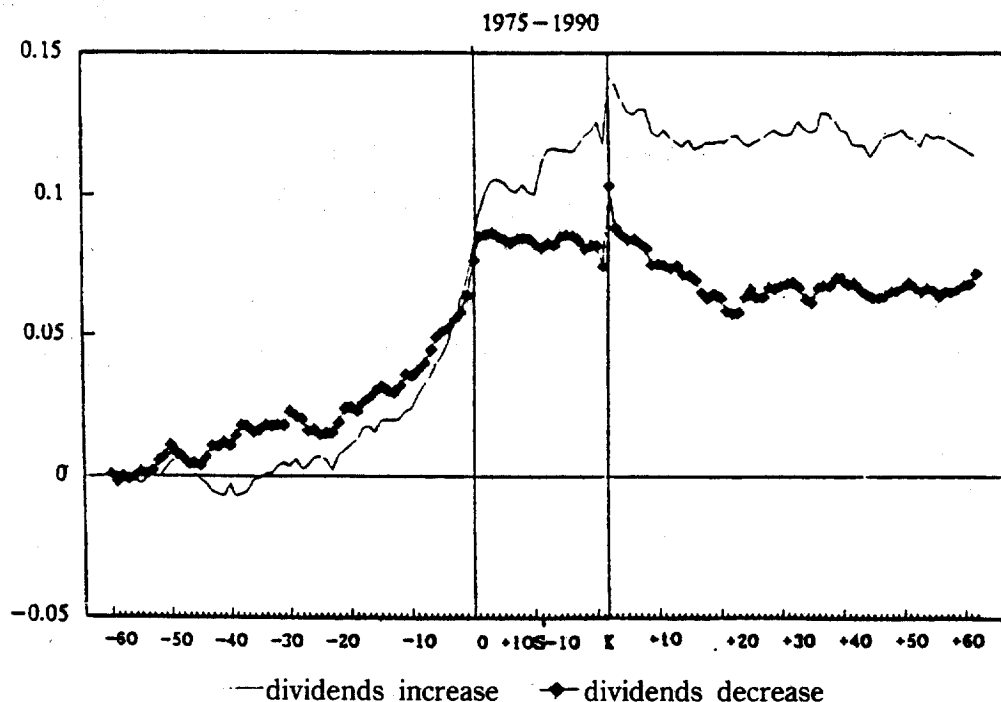
(2) 無償増資 企業의 配當増減과 株價反應

配當増減에 따른 累積平均殘差는 [그림 2]에서 볼 수 있는 바와 같이 FFJR(1977)와 유사한 결과를 보였다. 즉, 配當増加의 경우 公示日 후 권리락 전일까지 株價는 상승을 지속하며 權利落日에 크게 상승한 후 10일간 하락하다가 그후 계속 동일한 수준에 머물러 있다. 配當減少의 경우에는 公示日 후 權利落 전까지 株價가 하락하며 權利落日에 크게 상승한 다음 20일간 배당 増加의 경우보다 큰 하락을 보이다가 그 이후에는 동일 수준에 머물러 있다. 이는 無償増資가 市場에서 미래의 現金配當에 대한 정보를 信號해 주는 것으로 받아들여진다는 사실을 나타내는 결과라 할 수 있을 것이다.

配當増減은 일반적으로 영업성과를 반영하기 때문에 기업의 영업전망에 따라 無償増資의 情報效果에 차이가 있는가를 검증한 결과, 배당증가의 경우가 배당감소의 경우보다 초과수익이 더 많아 정보효과에 差異가 있음을 알 수 있었다.

그러나 배당증감에 관한 직접적인 정보에 상관없이 무상증자는 공시시점에서 정보효과를 갖고 있다. 즉, 配當減少標本의 경우에 까지도 公示收益率이 正을 나타내고

[그림 2] 無償增資 企業의 配當增減에 따른 累積平均殘差 !



있기 때문에 配當情報 外의 情報效果도 발견되고 있다.

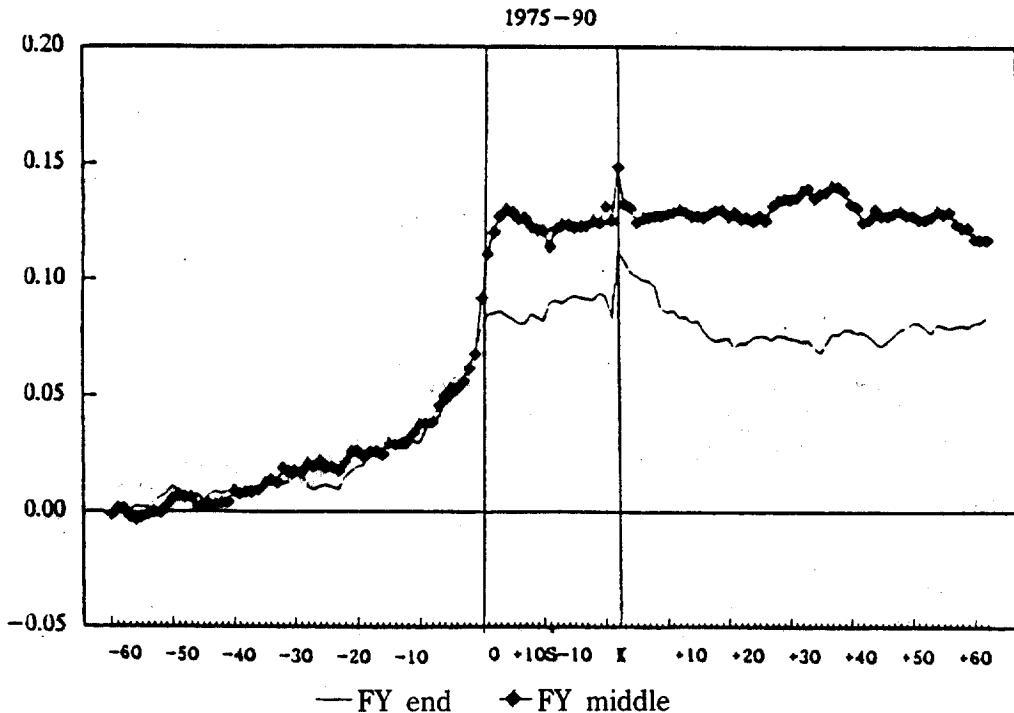
(3) 無償增資 時期에 따른 株價反應

無償增資의 70%가 會計年度末에 실시되고 있는 현상에 비추어 특별한 이유가 개재되어 있을 가능성이 있다고 판단되어 無償增資를 實施한 時期에 따라 표본을 나눠 누적평균잔차의 움직임을 살펴 본 결과 [그림 3]과 같이 會計年度 中에 실시한 표본이 會計年度 末에 실시한 표본보다 높은 超過收益을 나타내고 있으며 이는 통계적으로도 유의하다.

이는 會計年度末에 無償增資를 실시할 경우 신규로 교부하는 주권에 대해 1년 후까지 현금배당을 하지 않기 때문에 투자자들은 회계년도 중간에 실시하는 경우를 配當收入 측면에서 더 높이 평가하고 있기 때문일 가능성은 있으나 기타의 이론적 설명이 아직 존재하지 않는다.

(4) 無償增資 財源別 株價反應

[그림 3] 增資時期에 따른 累積平均殘差

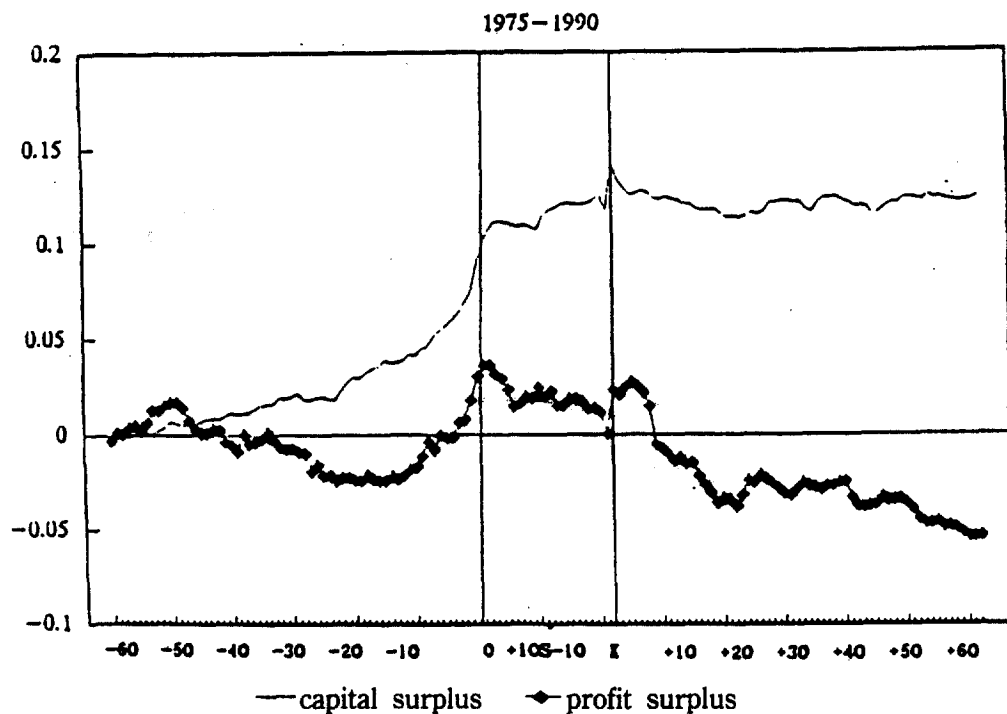


[그림 4]에서 재원별 누적평균잔차의 움직임을 살펴 보면 資本剩餘金을 財源으로 한 無償增資의 경우 公示 後에도 작은 正의 초과수익이 발생하며 權利落 後에도 하락치 않는다. 그러나 利益剩餘金의 경우 公示日前 10일경부터 權利落日 後 10일경까지만 작은 正의 누적잔차를 보일 뿐 그밖에는 負의 누적잔차를 나타내고 있다. 또한 <표 10>에서 보면 公示期間收益率(공시 전 6일부터 공시 후 6일까지)이 資本剩餘金을 재원으로 한 무상증자가 利益剩餘金의 경우보다 통계적으로 有意한 正(+)의 超過收益率을 나타내고 있다.

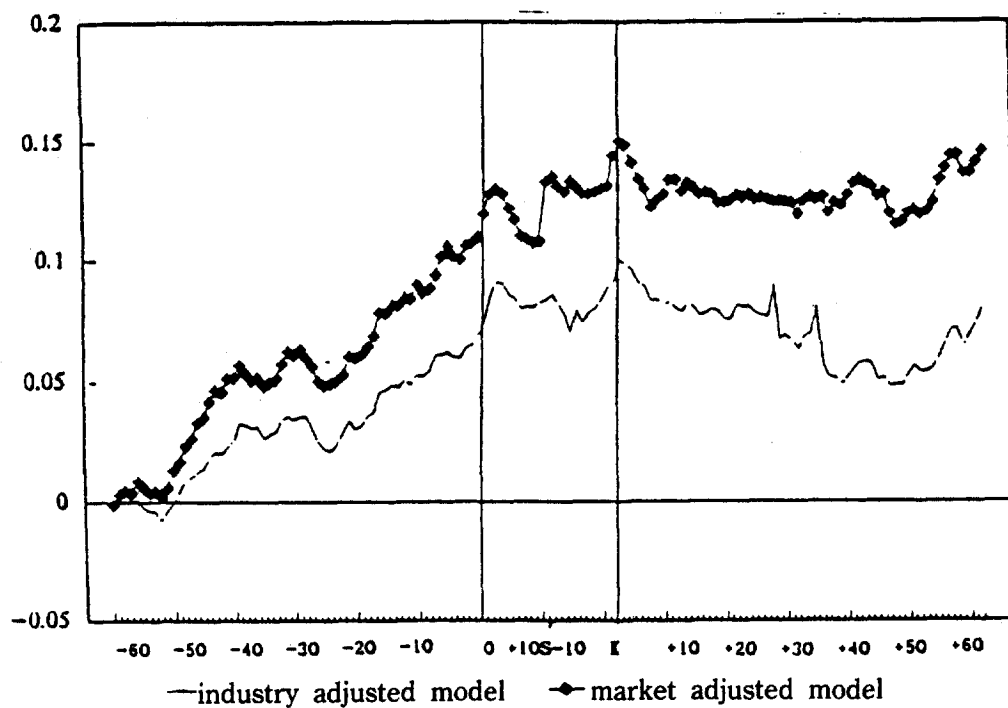
이처럼 시장참가자들이 자본잉여금을 재원으로 한 무상증자를 이익잉여금을 재원으로 할 때보다 더 좋은 정보로 받아들이는 이유는 利益剩餘金을 財源으로 한 경우는 약 83%가 會計年度末에 실시되고 있어 대부분 회계년도 말에 경영성과상의 제약으로 현금배당을 만족스럽게 하지 못하는 기업이 現金配當 대신 실시하고 있기 때문일 가능성이 크다. 이 해석은 위의 <표 1>과 <표 4>에서 제시한 경영성과 자료에서 얻은 결과와 합치되는 것이다.

이상의 결과를 Grinblatt 등과 Lakonishok 등이 제시한 美國의 연구결과와 비교하면 앞의 기업특성 (즉 경영성과)의 비교에서 얻은 것과 극히 유사한 결론을 얻게 된다.

[그림 4] 無償增資 財源別 累積平均殘差



[그림 5] 株式分割 全體標本の 累積平均殘差



즉 우리나라의 資本剩餘金 무상증자기업과 美國의 株式分割企業은 공시일을 훨씬 앞선 기간에 株價의 上昇을 경험하고 권리락 이후에도 주가의 장기적 하락을 보이지 않는다. 그러나 우리나라의 利益剩餘金 無償增資企業과 美國의 株式配當企業은 사건공시 전의 기간에는 주가상승을 경험하지 못하며 공시에 임박해서야 주가의 상승을 기록한다. 또한 이들 기업은 권리락 후의 기간에 주가의 하락을 보이고 있다.

즉, 企業特性과 殘差分析 모두에서 우리나라 利益剩餘金을 재원으로 한 무상증자의 경우 美國의 株式配當과, 資本剩餘金을 재원으로 한 무상증자의 경우 美國의 株式分割과 유사한 성격을 가지고 있다고 하겠다.

〈표 10〉 無償增資 財源間 차이檢證

	(자본)ARM	(이익)ARM	차이	t값
-6, +6	0.059	0.023	0.036	1.85
-10, -2	0.026	0.026	-0.000	-0.00
-1, +1	0.034	0.028	0.006	0.51
+1, +10	0.017	-0.006	0.023	1.26
K-1,K+1	0.008	0.010	-0.002	-0.15
K-6,K+6	0.006	-0.004	0.010	0.58
-10,K+3	0.083	0.046	0.037	1.15

(5) 株式分割과 株價反應

무상증자와는 달리 資本轉入이 없는 株式分割의 경우는 모두 회계년도 중간에 실시되고 있다. 따라서 표본의 분류는 配當增減에 의해서만 이루어졌다. 또한 무상증자의 권리락에 해당하는 일자를 신규상장일로 보았으며, 신규상장일 1일전 (K-1일)은 거래정지 전 구주권이 마지막 거래된 날을 의미한다. 초과수익률 계산을 위한 신규상장일의 시장수익률 또는 업종수익률은 신규상장일과 최종거래일의 지수를 비교함으로써 산정되었다.

누적초과수익률에 관한 결과는, 전체표본에 있어서는 [그림 7]에서 보는 바와 같이 無償增資나 株式分割의 경우 형태가 유사하나, [그림 7]과 같이 주식분할 기업중 配當減少企業들의 누적잔차가 신규상장일을 제외하고는 계속 減少하는 추세가 나타나고, 신규상장후 10일까지는 負의 누적잔차를 보여 公示前 기간의 正의 超過收益을 완전히 相殺시키고 있다. 따라서 무상증자보다 주식분할의 경우 배당정보 외의 정보효과는 적다고 할 수 있다.

(6) 無償增資와 株式分割의 주가반응 비교

無償增資와 株式分割은 [그림 6]에서 보는 바와 같이 누적초과수익의 움직임이 유사하다. 즉, 두 경우 모두에 있어서 公示日까지는 累積平均殘差가 急上昇한다. 公示 후 권리락 전일까지는 약간 상승세를 유지하다가 권리락일에 큰폭으로 상승 후 권리락일 후 약 20일까지 하락한다. 그러나 그후에는 특별한 추세가 없이 등락을 거듭한다.

또한 [그림 2]와 [그림 7]에서 보면 無償增資와 株式分割 모두 配當增加의 경우에는 公示日 이후에도 上昇勢를 보이고 配當減少의 경우에는 급격히 減少하고 있다.

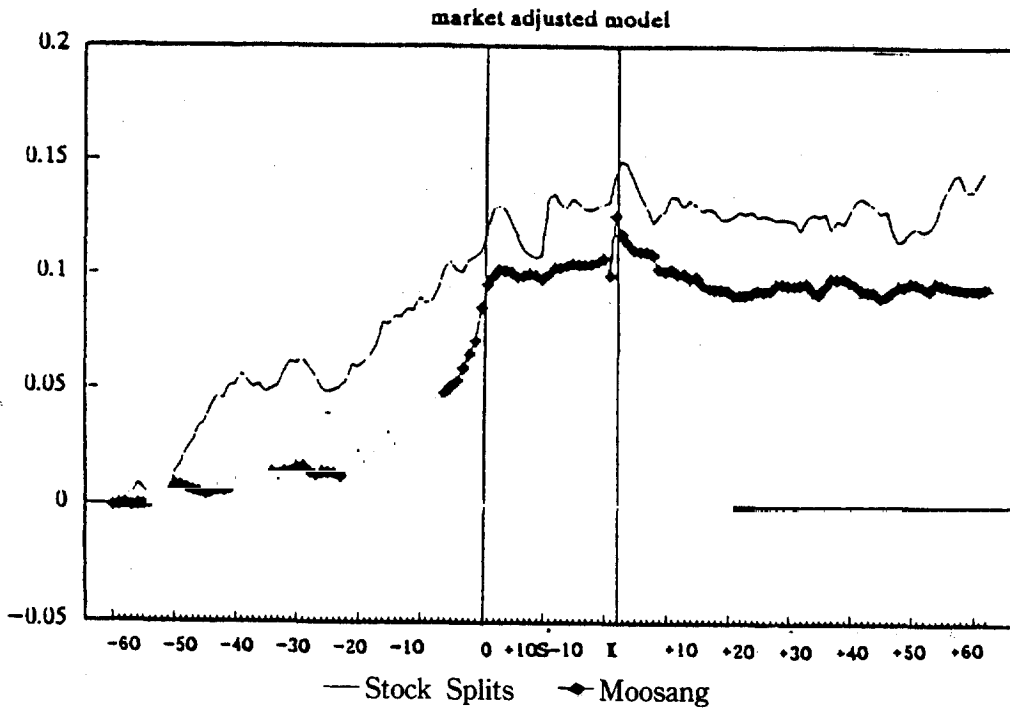
한편 미국에서의 주식분할은 資本轉入이 없으나 주식배당은 자본전입이 이루어져야한다. 따라서 우리나라의 株式分割은 美國의 株式分割과 유사하고 우리나라의 無償增資는 美國의 株式配當과 유사하다. Grinblatt 등은 株式分割과 株式配當의 公示期間收益率을 비교하여 분석한 결과, 그 차이가 전체 표본에서 1.9%, 순수 표본에서 2.6%이나 株式配當의 경우가 커서 留保利益假說이 成立한다고 하였다.

<표 11>에서 보면 우리나라의 경우 역시 公示前, 후 6일간의 기간에 미국의 주식배당과 성격이 유사한 무상증자의 경우가 주식분할의 公示기간평균초과수익율보다 크며 公示일 이후에는 통계적으로 유의성이 없다. 따라서 우리나라의 경우에도 公示期間收益率의 경우 Grinblatt 등의 결과와 마찬가지로 留保利益假說이 成立하는 것으로 볼 수 있다. 그러나 우리나라의 주식배당과 주식분할과의 비교에서는 통계상 유의성이 결여되긴 했지만 오히려 주식분할의 경우가 초과수익이 컸다. 따라서 이 경우에는 유보이익가설이 성립한다고 할 수 없다.

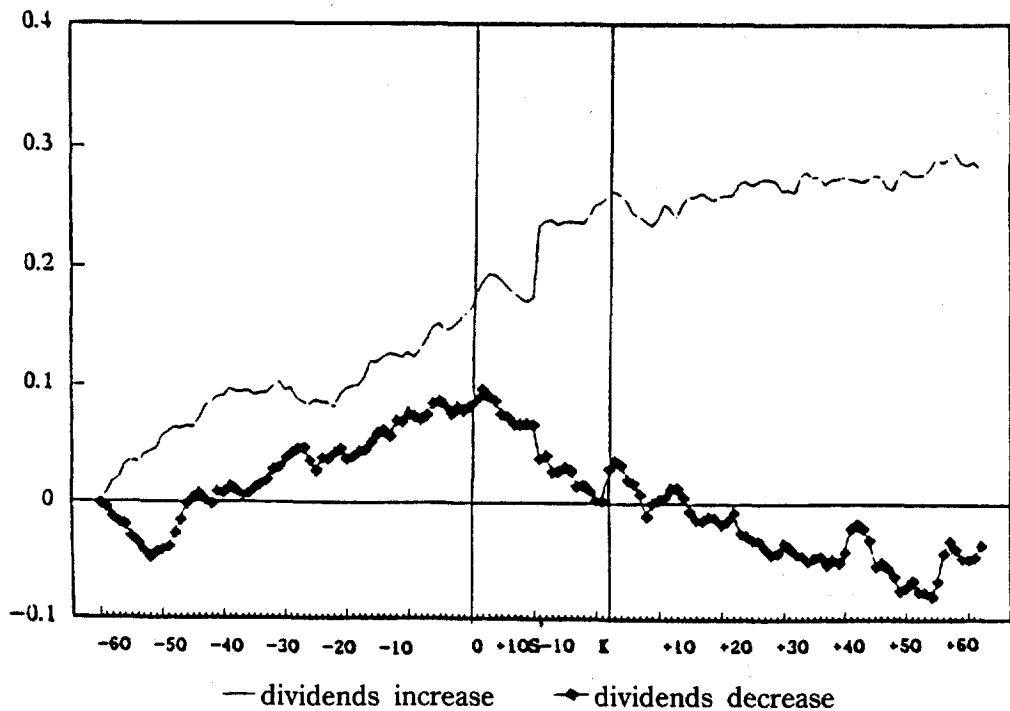
〈표 11〉 無償增資와 株式分割 差異檢證

	(무상)ARM	(분할)ARM	차 이	t값
-6, +6	0.055	0.023	0.032	1.84
-10, -2	0.032	0.022	0.010	0.65
-1, +1	0.031	0.013	0.018	1.13
+1, +10	0.012	-0.002	0.014	1.32
K-1, K+1	0.011	0.020	-0.009	-0.33
K-6, K+6	0.003	-0.011	0.014	0.55
-10, K+3	0.078	0.057	0.021	0.51

[그림 6] 無償增資와 株式分割의 累積平均殘差



[그림 7] 株式分割 企業의 配當增減에 따른 累積平均殘差



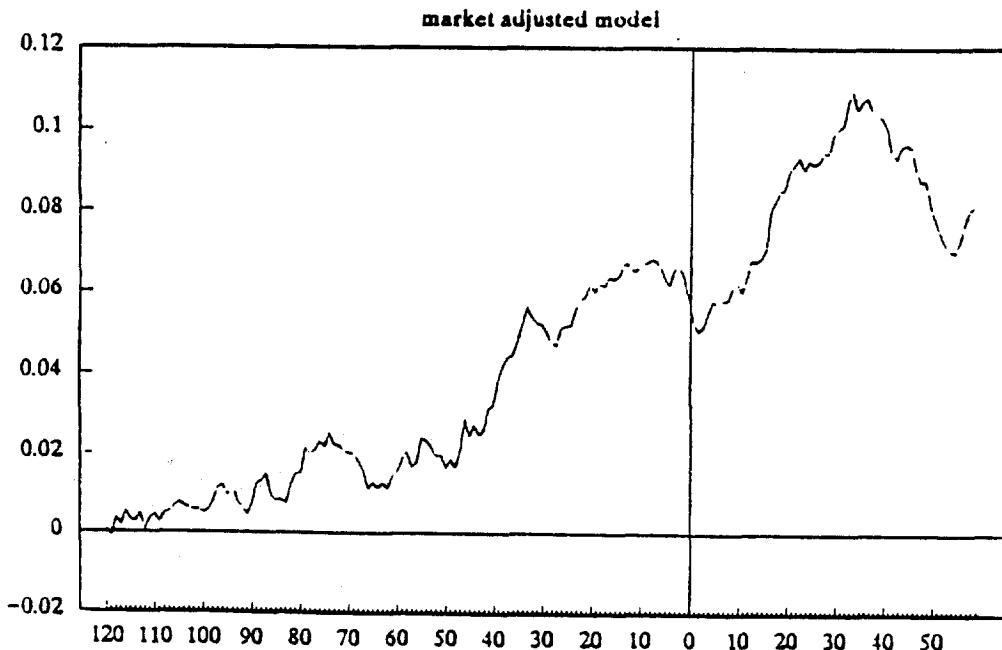
(7) 株式配當의 株價反應

앞의 企業特性에서 살펴 본 바와 같이 주식배당을 실시한 기업은 現金配當能力이 不足하였으며 經營實績도 주식배당 前이나 後가 모두 순이익 및 배당증가율이 低調하였다. 그러나 殘差分析에서는 [그림 8]의 전체표본과 [그림 9]의 배당증가에 따른 표본 모두에서 초과수익이 발생하고 있으며 配當增加의 경우가 配當減少의 경우보다 더 超過收益率이 높았다.

본 연구의 주식배당 표본의 경우 <표 12>와 <표 13>에 나타난 것과 같이 실질적으로 주식배당을 받을 수 있는 권리가 소멸된 약 2개월 후에 공표(주총결의일)되기 때문에 (현재의 주식배당 사전공시제도는 1990년부터 적용되어 본 연구기간에는 해당이 없음) 무상증자나 주식분할의 경우처럼 공표시점에는 주식을 매입해도 주식배당의 혜택이 없다.

따라서 주식배당을 공표하면 주식배당으로 인한 배당수익을 등 실질적인 이득은 없으나 경영자들이 비록 현재는 경영성치가 좋지 않지만 향후 좋아지리라는 신호를 하는 것으로 투자자들은 받아들여 株價에 대한 再評價가 일어나 超過收益이 발생하고 있는 것으로 보여진다.

[그림 8] 株式配當 全體標本の 累積平均殘差



한편, 주식배당을 포함한 配當收益率이 주식배당기업의 경우 5.89%로 해당 업종 평균 1.94%보다 월등히 높았는데 일반적으로 한번 주식배당을 실시한 기업은 다음에도 주식배당을 실시하는 경향이 있을 것으로 투자자들이 예상하여 주식배당 공표가 당해년도에는 실질적인 혜택이 없음에도 주가가 상승한 것으로 보이나 事前公示制度가 도입된 이후의 주식배당과 함께 이에 대한 추가적인 연구가 필요하다.

〈표 12〉 無償増資株式配當 차이 檢證

	(무상)ARM	(주배)ARM	차 이	t값
-6, +6	0.055	-0.012	0.067	2.11
-10, -2	0.032	0.001	0.031	2.43
-1, +1	0.031	-0.014	0.045	1.34
+1, +10	0.012	0.004	0.008	0.44
+30, +10	0.037	0.010	0.027	2.19

〈표 13〉 株式分割/株式配當 차이 檢證

	(분할)ARM	(주배)ARM	차 이	t값
-6, +6	0.023	-0.012	0.035	1.21
-10, -2	0.022	0.001	0.021	1.24
-1, +1	0.013	-0.014	0.027	1.25
+1, +10	-0.002	0.004	0.006	-0.21
-30, +10	0.037	0.010	0.027	0.76

(8) 株價反應(殘差分析) 結果의 요약

無償株發行은 우리나라 증시에서 일반적으로 好材로 받아들여지고 있으며 美國 등에서도 株式分割과 株式配當이 그 실시시기 또는 그 직후의 現金配當 증가 여부와 상관없이 情報效果를 가지고 있다는 연구결과가 제시되고 있다(Grinblatt, Masulis and Titman, 1984).

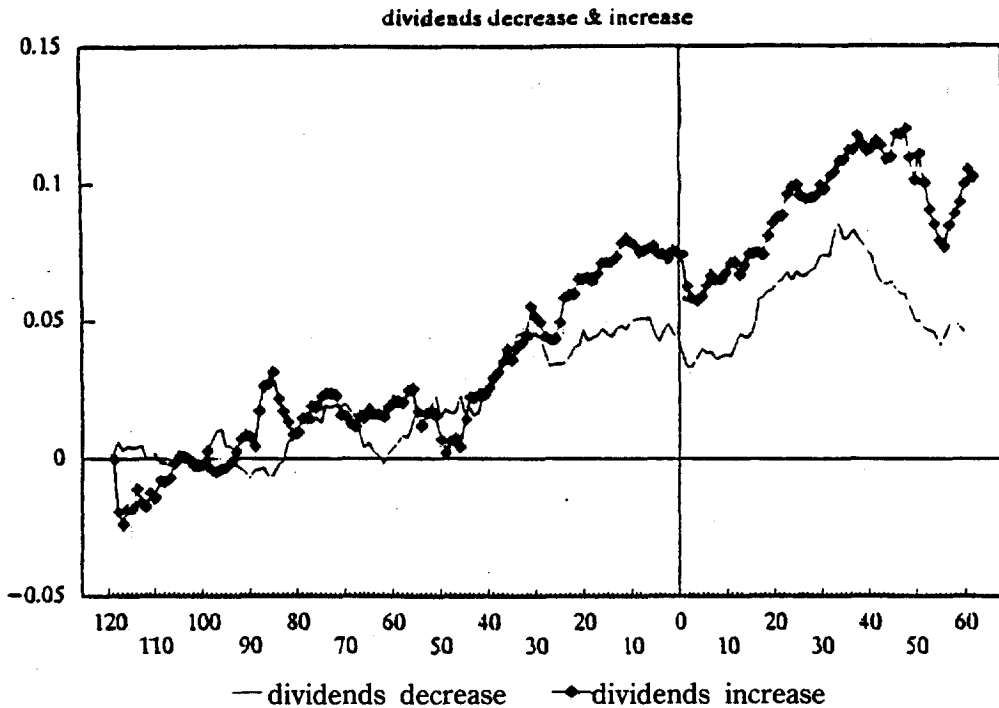
우리나라의 경우에도 [그림 2], [그림 6], [그림 9]와 같이 현금배당 증가 여부와 상관없이 무상주 발행이 모두 情報效果를 가지고 있음이 발견되었다. 그러나 배당증가 표본이 배당감소표본보다 공시기간초과수익율이 높아서 배당증가에 관한 정보도 시장에 신호하고 있음을 알 수 있다.

한편, Grinblatt 등과 마찬가지로 우리나라의 경우에도 주식배당, 주식분할, 무상증자 모두에서 配當増減 여부와 관계없이 公示時點에서 正의 非正常收益이 발견되어 Spe-

nce의 信號假說은 적용하기 어렵다. 이는 무상주발행의 경우에는 신주발행에 따르는 비용이 사소하기 때문에 Spence에 따르면 무상주발행은 주가에 아무런 영향을 미치지 않아야 함에도 불구하고 초과수익이 존재하기 때문이다.

이처럼 現金配當 增加與否와 無關하게 公示收益率이 正(+)을 보이고 있는 것은 우리나라의 무상주발행의 발표가 시장참가자들의 注意를 喚起시켜 그 기업의 장래

[그림 9] 株式配當 企業의 配當增減에 따른 累積平均殘差



회귀분석 결과에서 무상증자의 경우 증자비율이 클수록 무상증자는 好材로 받아들여지고 있음을 알 수 있다. 또한 無償增資에 따른 초과수익은 전후 純利益增加率 또는 配當增加率에 의해 크게 영향을 받는다는 것을 재확인할 수 있으며 이는 信號假說이 성립함을 의미한다.

한편 配當增加의 경우 外에도 會計年度中에 실시하는 경우 그리고 資本剩餘金을 財源으로 했을 때에는 株價에 더 큰 正의 효과를 미치고 있는 것으로 나타나 앞의 결과가 재확인되나 資本轉入額(증자총액)은 통계적 유의성이 없어 留保利益假說이 성립한다고 하기는 어렵고, 증자 전 總資產의 경우 負(-)의 방향으로 움직이고 있어 注意喚起假說의 成立可能性도 배제할 수 없다. 이 가설이 성립할 경우 企業規模가 작을수록 시장이 증자를 좋은 뉴스로 받아들이는 것으로 해석할 수 있다.

현금흐름에 대한 再評價를 초래할 것이라는 注意喚起假說로 설명할 수 있으며, 또한 기업이 留保利益과 관련하여 현금배당에 어떤 제한을 받게 되면 추가 발행되는 주식은 企業의 現金配當能力에 制約을 가할 것이기 때문에 경영자들이 장래 이익전망을 밝게 평가하고 있을 때 무상주를 발행하는 것으로 투자자들이 예측하여 주가가 상승한다고 할 수 있다.

3. 橫斷面 回歸分析 結果

앞에서 언급한 사실들을 종합적으로 檢定하기 위하여 무상증자와 주식배당에 대한 횡단면 회귀분석을 실시한 결과는 <표 14>, <표 15>, <표 16>과 같다. 無償增資의 從屬變數는 공시일 전 -6일부터 공시일 후 +6일까지와 공시일 전 -10일부터 권

<표 14> 無償增資 회귀분석결과

독립변수	종속변수	公示日 전 -10일부터 權利落후 +10일까지 CARM			
상수		-0.030 (-0.76)	-0.034 (-0.88)	-0.014 (-0.42)	-0.014 (-0.43)
자본잉여금=1		0.058 (1.63)	0.064 (1.83)		
회계년도중간=1				0.049 (1.85)	0.048 (1.83)
증자액		-0.000 (-1.06)			-0.000 (-0.67)
증자비율		0.184 (2.15)	0.157 (1.93)		
증자전 총자산			-0.000 (-0.65)	-0.000 (-0.74)	
증자전후 배당증가율 차이(기업-업종)		0.061 (1.95)	0.059 (1.89)		
증자전후 순이익 증가율				0.052 (2.15)	0.053 (2.20)
Adjusted R ²		0.064	0.059	0.045	0.044
F-Ratio		3.233	3.039	3.063	3.027

리락일 후 +10일간의 累積平均殘差이며 株式配當의 경우 공시일 전 -6일부터 공시일 후 +6일까지, 공시일 전 -30일부터 공시일 후 +10일까지의 누적 평균잔차이다. 獨立變數들은 다음과 같다.

무상증자 實施時期(회계년도중간=1, 회계년도말=0)

무상증자 財源(資本剩餘金=1, 利益剩餘金=0)

무상증자 및 주식배당 總額

무상증자 및 주식배당 比率

무상증자 및 주식배당 前 總資產.

증자 및 배당전후 企業配當增加率과 증자전후 業種配當增加率의 差

증자 및 배당전후 純利益增加率

〈표 15〉 無償增資 회귀분석결과

독립변수	종속변수 公示日전 -6일부터 +6일까지 CARM			
상수	-0.020 (-1.20)	0.041 (2.39)	-0.018 (-1.07)	0.039 (2.13)
자본잉여금=1		0.005 (0.26)		-0.000 (-0.02)
회계년도중간=1	0.011 (0.90)			0.026 (1.98)
증자액			-0.000 (-1.66)	-0.000 (-0.42)
증자비율	0.151 (3.82)		0.188 (4.58)	
증자전 총자산		-0.000 (-0.32)	-0.000 (-1.00)	
증자전후배당증가율 차이(기업-업종)		0.018 (1.12)		0.018 (1.160)
증자전후순이익증률	0.020 (1.94)		0.020 (1.86)	
Adjusted R ²	0.136	0.000	0.143	0.010
F-Ratio	7.874	0.487	6.446	1.333

그러나 株式配當의 경우 配當率 외에는 통계적 유의성이 없어서, 배당율의 크기가 클수록 好材로 받아들여지고 있으며 다른 변수들이 유의한 영향을 미친다는 사실은 확인할 수 없었다.

〈표 16〉 株式配當 회귀분석결과

독립변수	종속변수		公示日 전	
			-6일부터	+6일까지
			-30일부터	+10일까지
상수		-0.049 (-2.62)	-0.029 (-1.58)	0.013 (0.27)
배당액			0.000 (0.22)	-0.000 (-0.70)
배당률		0.503 (1.95)	0.523 (2.16)	0.568 (0.85)
배당전총자산		0.000 (1.14)	-0.000 (0.00)	
증자전후 배당증가율 차이(기업-업종)		-0.013 (-1.05)	0.000 (0.00)	
증자전후 순이익 증가율			-0.017 (-1.85)	-0.037 (-1.56)
Adjusted R ²		0.067	0.067	0.000
F-Ratio		2.046	2.653	1.223

V. 要約 및 結論

우리나라의 株式分割과 無償增資에 관한 기존 연구는 株價에의 영향에만 국한되어 왔으며 株式配當은 최근에 실시되고 있어 이에 대한 실증분석조차도 이루어지지 못하고 있다. 따라서 본 연구에서는 무상주발행, 즉 無償增資, 株式分割, 그리고 株式配當을 실시하는 企業의 特性과 株價反應을 연관지어 株價反應의 이유를 설명하고자 하였다.

이러한 무상주발행은 우리나라 증시에서 일반적으로 호재로 받아들여지고 있으며

미국 등에서도 주식분할과 주식배당이 현금배당증감과 무관하게 정보효과를 가지고 있다는 연구결과가 제시되고 있다. 본 연구의 초점은 이러한 형식적 재무활동이 왜 기업내용에 관한 정보전달의 역할을 하게 되며, 장기적 기업성과의 변화로 이어지는가 하는 것이다.

특히, 해당 기업들의 무상주발행 이후의 現金配當增加와 純利益增加 등 企業特性을 業種平均과 比較함으로써 위의 情報效果假說들의 기본가정이 成立하는가, 즉 무상주발행을 실시하는 기업들이 우량한 기업들인가 또는 정보효과 존재를 가정할 때 그 정보의 내용이 실현되는가를 파악하였다.

또한 公示 및 權利落 전후의 株價反應(무상증자, 주식분할)을 살펴 보고, 配當增減(무상증자, 주식분할, 주식배당), 會計年度中 實施와 會計年度末 實施(무상증자), 財源別(무상증자)로 株價反應의 차이를 檢定하였다.

표본을 배당증감에 따라 구분한 것은 配當增減에 관한 직접적인 情報에 상관없이 무상주발행 발표시점에서 情報效果를 갖는가, 配當增減(營業展望)에 따라 무상주발행의 情報效果에 差異가 있는가를 살펴보기 위함이었다. 실시시기에 따른 구분은 연도말 무상증자를 주식배당의 한 형태로 볼 수 있기 때문에 연도 중 실시기업과는 차이가 있을 것으로 보여 이를 검정하기 위함이었다. 한편 재원에 따른 분류는 이익잉여금의 경우가 주식배당과 유사한 성격을 가지고 있으므로 유보이익가설을 검정할 수 있게 해주기 때문이다.

實證分析 結果를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 無償株發行 企業의 特性에 있어서 무상증자 및 주식분할 기업은 사건 전에 배당과 순이익이 증가하고 사건 후 1년간은 이러한 현상이 지속된다. 따라서 無償增資 및 株式分割은 미국의 주식분할과 같이 기업의 經營成果가 전과 같이 卓越하거나 또는 平均以上을 維持하리라는 信號를 시장에 주는 情報效果를 갖고 있다. 한편, 株式配當은 현금배당과 순이익 증가율 모두에서 사건 전후에 該當業種보다 低調한 經營成果를 보이고 있는 것은 現金配當能力이 不足한 企業들이 주식배당을 하고 있다는 사실을 말해 주고 있다.

둘째, 配當增減은 일반적으로 영업성과를 반영하기 때문에 기업의 영업전망에 따라 情報效果에 차이가 있는 가를 검증한 결과, 모든 무상주 발행의 경우 배당증가의 경우가 배당감소의 경우보다 초과수익이 더 많아 정보효과에 差異가 있음을 알 수 있었다.

그러나 배당증감에 관한 직접적인 정보에 상관없이 무상주발행 공시시점에서 정보효과를 갖고 있다. 즉, 모든 무상주 발행의 配當減少標本의 경우에까지도 公示收

益率이 正을 나타내고 있었다.

이처럼 현금배당 증가여부와 무관하게 公示收益率이 正(+)을 보이고 있는 것은 우리나라의 무상주발행의 발표가 市場參加者들의 注意를 喚起시켜 그 기업의 장래 현금흐름에 대한 再評價를 초래할 것이라는 주의환기가설로 설명할 수 있으며, 또한 기업이 留保利益과 관련하여 현금배당에 어떤 제한을 받게 되면 추가 발행되는 주식은 기업의 현금배당능력에 제약을 가할 것이기 때문에 경영자들이 장래 이익전망을 밝게 평가하고 있을 때 실시하는 것으로 투자자들이 예측하여 주가가 상승한다고 할 수 있다.

그러나 이러한 豫測은 무상증자와 주식분할의 경우 실현되나 주식배당의 경우에는 주식배당 후에도 경영성과가 저조한 것으로 나타나 투자자들의 예측대로 실현되지 않고 있다.

세째, 無償增資와 株式分割을 비교해 본 결과 무상증자가 특정기간에 더 높은 초과수익을 내고 있는 것으로 보이며, 따라서 留保利益假說이 성립한다고 할 수 있을 것이나 초과수익의 누적 기간에 따라 차이가 있기 때문에 이를 단정하기는 어려울 듯하다.

네째, 資本剩餘金을 財源으로 한 무상증자는 利益剩餘金을 財源으로 한 경우보다 超過收益이 많으며 통계적으로도 유의하다. 企業特性에 있어서도 자본잉여금을 재원으로 한 경우가 경영성과가 더 우수했으며 특히, 利益剩餘金을 財源으로 한 경우 대부분이 會計年度末에 실시되어 株式配當의 性格이 강하여 현금배당 능력이 부족한 기업들이 선호하고 있는 것으로 보인다.

다섯째, 무상증자와 주식분할에 있어서 權利落 당일에는 權利落 전후에 비해 상당히 큰 正의 초과수익이 발생하여 미국의 경우와 동일한 결과를 보였다.

여섯째, 무상증자의 경우 綜合株價指數收益率을 이용하여 구한 잔차가 業種別指數收益率을 이용하여 구한 잔차보다 크며 그 차이는 통계적으로 유의하다. 이는 무상증자가 있는 업종의 수익률이 시장평균보다 높다는 것을 말하며 無償增資를 실시하는 기업들은 평균보다 많은 投資機會를 가지고 보다 우월한 영업성과를 줄 것으로 기대되는 업종에 속하고 있다고 하겠다(투자기회가설).

일곱째, 回歸分析 結果에서 무상증자 및 주식배당의 경우 증자(배당)比率이 클수록 好材로 받아들여지고 있음을 알 수 있다. 또한 無償增資에 따른 超過收益은 전후 純利益增加率 또는 配當增加率에 의해 크게 影響을 받는다는 것을 재확인할 수 있으며 이는 信號假說이 成立함을 의미한다.

한편 무상증자 및 주식배당의 資本轉入額은 통계적 유의성이 없어 留保利益假說이

성립한다고 하기는 어렵고, 總資產의 경우 통계적 유의성은 의문시되지만 負(-)의 방향으로 움직이고 있어 注意喚起假說의 成立可能性도 배제할 수 없다. 이 가설이 성립할 경우 企業規模가 작을수록 시장이 증자를 좋은 뉴스로 받아들이는 것으로 해석할 수 있다.

본 연구의 한계 및 추가 연구과제는 다음과 같다.

첫째, 본 연구에서 분석한 株式配當의 경우 標本期間이 주로 증권시장이 活況일 때의 기간에 해당하여 하향국면일 경우에는 또 다른 결과가 얻어질 수 있을 것이다. 또한 주식배당에 대한 事前公示制 實施 以前의 표본들이기 때문에 공시시점에 주식을 살 경우에는 당해 회계년도의 주식배당은 받을 수 없었다. 따라서 향후 標本期間을 擴大하여 종합적인 분석이 뒤따라야 할 것이다.

둘째, 公示 後 수일간 累積超過收益이 발생하였는 바, 이는 시장의 非效率性으로 인한 것인지 아니면 上下限價 制限幅으로 인한 것인지 추가 연구가 필요하다.

세째, 資本金 增加는 債券發行 限度의 增加 등의 效果를 갖는데 이러한 제도적 또는 금융관행적 측면의 연구가 요망된다.

참 고 문 헌

- 金大豪, “株式併合이 株價 및 去來量에 미친 影響의 實證分析,” 證券學會誌, 1990, 1-40.
- 金喆教, 無償增資와 株式分割에서의 企業特性과 株價反應, 博士學位論文, 中央大學校 大學院, 1988.
- 宋梓, 鄭鐘岩, 朱仁基, 金俊碩, “株式分割의 經營情報性에 관한 연구,” 産業과 經營, 延世大學校 産業經營研究所, 1988.5, 3-81.
- 李在雄, 韓國株式市場에서 有償增資가 株價에 미치는 影響의 實證分析, 博士學位論文, 中央大學校 大學院, 1987.
- Atiase, R., “Predisclosure, Information Asymmetries, Firm Capitalization, Financial Reports, and Security Price Behavior,” Doctoral Dissertation, University of California, Berkeley, CA., 1980.
- Brown, S. J. and J. B. Warner, “Measuring Security Price Performance,” *Journal of Financial Economics* 8 (1980), 205-258.
- Brown, S. J. and J. B. Warner, “Using Daily Stock Returns,” *Journal of Financial Economics* 14 (1985), 3-31.
- Copeland, T. E., “Liquidity Changes Following Stock Splits,” *Journal of Finance* (March 1979), 115-141.
- Dravid, A. R., “A Note on the Behavior of Stock Returns around Ex-Dates of Stock Distributions,” *Journal of Finance* (March 1987), 163-168.
- Fama, E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, and R. Roll, “The Adjustment of Stock Prices to New Information,” *International Economic Review* (February 1969), 1-21.
- Foster, T. W. and D. Vickrey, “The Information Content of Stock Dividend Announcement,” *The Accounting Review* (April 1978), 360-370.
- Grinblatt, M. S., R. W. Masulis, and S. Titman, “The Valuation Effects of Stock Splits and Stock Dividends,” *Journal of Financial Economics* 13 (1984), 461-490.
- Lakonishok, J. and B. Lev, “Stock Splits and Stock Dividends : Why, Who, and When,” *Journal of Finance* (September 1987), 913-932.
- Lamoureux, C. G. and P. Poon, “The Market reaction to Stock Splits,” *Journal of Finance* (December 1987), 913-932.
- Marsh, P., “Equity Rights Issues and Efficiency of the UK Stock Market,” *Journal*

of Finance (September 1979), 839-862.

Ohlson, J. A. and S. H. Penman, "Volatility Increases Subsequent to Stock Splits : An Empirical Aberration," *Journal of Financial Economics* 14 (1985), 251-266.

Spense, M., "Job Market Signaling," *Quarterly Journal of Economics* (August 1973), 354-374.

Woolridge, J. R. and D. R. Chambers, "Reverse Splits and Shareholder Wealth," *Financial Management* (Autumn 1983), 5-15.