

2020.11.

ESG

현안분석

중간배당이 기업가치에 미치는 효과

KCGS
한국기업지배구조원

2020.11.

ESG 현안분석

중간배당이 기업가치에 미치는 효과

안현미 부연구위원 h.m.ahn@cgs.ac.kr

요약

- 본 연구는 중간 또는 분기 배당이 기업가치와 주주의 부에 미치는 영향을 성향점수 매칭과 사건 연구 방식을 통해 살펴봄
- 중간배당 공시가 시작된 2000년부터 2020년 7월 30일까지 상장사 전체를 대상으로 중간 또는 분기 배당지급 기업에 대해 분석한 결과 중간배당은 기업가치나 주주의 부에 유의한 영향을 주지 않는 것을 확인함
- 중간배당이 기업가치에 미치는 영향이 없다면, 중간배당을 지급하는 기업에 대해 주주환원 측면에서 더 높은 평가를 하는 근거가 부족하다는 시사점을 가짐
- 본 연구는 성향점수 매칭과 사건 연구를 통해 간단한 분석을 수행하였으므로, 중간배당을 지급 (initiation)하는 것이나 중간배당을 지급하지 않는 것(omission), 자사주 매입과 같은 배당 방식의 차이가 기업가치에 어떤 효과를 가지는지는 추가적인 연구가 필요함

중간배당이 기업가치에 미치는 효과

안현미 부연구위원 h.m.ahn@cgs.ac.kr

1. 연구 배경 및 목적

□ 중간 또는 분기 배당을 실시하는 기업에 대해서 주주환원 측면에서 긍정적인 평가를 하고 있으나, 기업의 중간 또는 분기 배당 여부가 기업가치에 어떤 영향을 주는지에 대해서는 연구가 부족한 실정임

- 한국기업지배구조원(KCGS) 지배구조 평가모형에서는 중간 또는 분기 배당을 시행하는 기업에 대해서 긍정적인 평가를 하고 있음
 - 주주 권리 보호의 경영과실 배분 측면에서 중간 또는 분기 배당 규정을 정관에 도입하고 배당실적이 있는 기업에 대해서 긍정적인 평가를 하고 있음
- 중간배당(이하 분기 배당을 포함하여 중간배당이라 통칭하겠음)을 지급하는 동기에 관해서는 다음과 같은 설명이 존재함
 - 배당의 신호효과 측면¹⁾에서 중간배당은 직전 결산기 잉여금이 정기배당을 지급하고 남은 금액이 있어야 하고 당해 결산기 이익 발생이 예상되어야 하므로 긍정적인 경영성과 전망을 전제로 이루어짐 (차명진 & 김수성, 2016)²⁾
 - 대리인 이론 혹은 잉여현금흐름 측면에서 기업은 특별 배당 혹은 자사주 매입을 통해 잉여현금을 주주에게 환원하게 되고 이는 기업가치 상승으로 연결됨 (Allen *et al.*, 2000)³⁾
- 하지만 중간배당을 지급하는 기업의 기업가치에 관한 직접적인 연구는 부족한 실정임

1) Pettit, R. R. (1972). Dividend announcements, security performance, and capital market efficiency. *The Journal of Finance*, 27(5), 993-1007.

2) 차명진, & 김수성. (2016). 중간배당이 이익조정에 미치는 영향. *국제회계연구*, 70, 253-283.

3) Allen, F., Bernardo, A. E., & Welch, I. (2000). A theory of dividends based on tax clienteles. *The Journal of Finance*, 55(6), 2499-2536.

- 배당 공시 혹은 중간배당공시의 시장 반응에 관한 연구는 다수 존재하지만, 그 효과에 관한 결과는 혼재되어 있음⁴⁾
- 김성환 박진모 (2009)⁵⁾는 중간배당과 이익 소각 목적의 자사주 매입을 비교하며 중간배당을 지급하는 기업은 최대 주주 혹은 외국인 지분율이 높고 미래 경영성과가 좋은 것을 확인함

□ 본 연구에서는 중간배당을 실시하는 기업을 분석 대상으로 기업가치와 시장의 반응을 살펴봄

- 중간배당을 실시하는 기업과 중간배당을 하지 않는 기업 사이에 기업가치에 차이가 있는지 성향점수매칭(Propensity Score Matching, PSM)방법을 이용하여 분석함
 - 중간배당을 실시하는 기업의 숫자가 전체 배당 기업에 비해 매우 적기 때문에 중간배당 실시 여부를 제외한 나머지 조건이 비슷한 비교 기업을 매칭하여 중간배당 지급이 기업가치에 미치는 영향을 분석함
- 또한, 시장모형과 사건 연구(Event Study)에 근거한 누적 초과 수익률을 통해 중간배당을 지급하는 것이 주주의 부에 미치는 영향을 분석함
 - 중간배당 공시에 대해 시장이 긍정적인 반응을 보인다면 시장 참가자들이 중간배당 기업의 가치가 상승할 것으로 기대한다고 해석할 수 있으며 주주의 부를 증가시키는 것으로 해석할 수 있음

2. 중간배당 기업 현황

□ 본 연구는 전자 공시 시스템 (DART)에서 중간 및 분기 배당공시자료를 파이썬 크롤링을 통해 수집하였으며, 분석 기간은 배당 공시가 시작된 2000년 7월부터 2020년 7월 30일까지이며 유가증권 및 코스닥 상장사를 분석 대상으로 함

- <그림 1>은 년도 별 중간배당지급기업 현황을 나타내며 2012년 이후 증가하는 추세를 보임

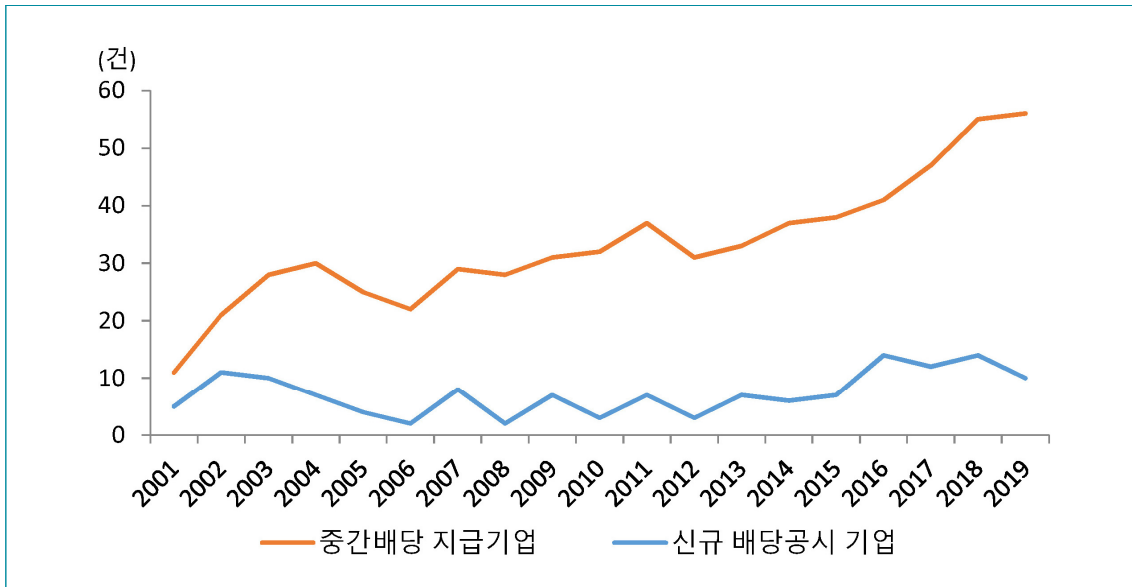
4) 양의 초과 수익률: Aharony, J., & Swary, I. (1980). Quarterly dividend and earning announcements and stockholders' returns: An empirical analysis. *Journal of Finance*, 35, 1- 12.; 임병진, 허지훈. (2018). 현금배당공시에 따른 시장 반응에 대한 실증분석-고배당 선호 관점을 중심으로. *기업경영연구 (구 동림경영연구)*, 79, 27-50.

초과 수익률 없음: Uddin, M. H., & Chowdhury, G. M. (2005). Effect of dividend announcement on shareholders' value: Evidence from Dhaka Stock Exchange. *Journal of business research*, 7(1), 61-72.; Chatterjee, C., & Dutta, P. (2017). Price behaviour around dividend announcements in the Indian equity market in the existence of corporate dividend tax. *Global Business Review*, 18(2), 402-415.; Legenzova, R., Jurakovaite, O., & Galinskaite, A. (2017). Seyedimany, A. (2019). Stock Price Reactions on NASDAQ Stock Exchange for Special Dividend Announcements. *Emerging Science Journal*, 3(6), 382-388.

5) 김성환, & 박진모. (2009). 기업지배구조와 미래 경영성과가 자사주 매입과 중간배당에 미치는 영향에 관한 연구. *회계와 정책연구*, 14(3), 249-274.

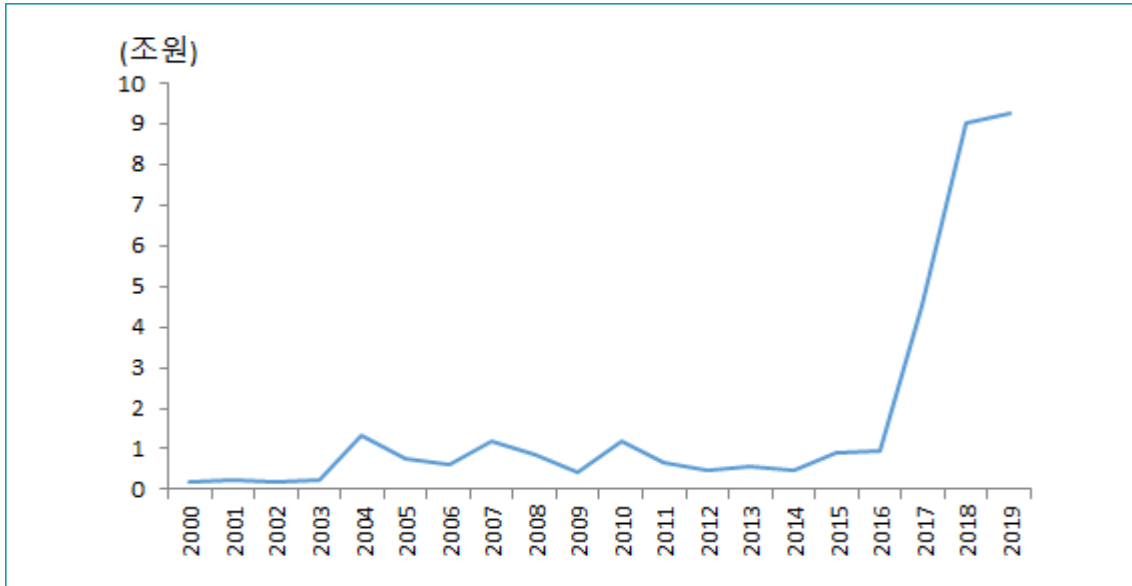
- 중간배당 제도는 1997년 증권거래법(제192조의 3)에 도입되었고 1998년 상법(제462조의 3)에도 포함되어 2000년부터 공시됨
- 중간배당지급기업은 분기 배당 및 중간배당을 합산한 숫자이며 1년에 분기 배당을 여러 차례 지급하는 경우 첫 번째 지급을 기준으로 사건 일을 정리함
- 중간배당을 신규 공시의 경우는 공시가 시작된 2000년을 포함하여 처음으로 배당 공시를 한 기업의 숫자를 나타내며 과거 2년 이상 지급하지 않다가 지급을 다시 시작한 경우도 신규 배당에 상응하는 정보 효과를 가질 것으로 생각되어 신규 공시에 포함함
- 중간배당을 지급하는 기업의 숫자는 2012년 이후 지속적으로 증가하고 있음
- 처음으로 배당을 지급하기 시작한 기업의 숫자는 특별한 추세를 보이지 않았으나 스튜어드십코드의 도입으로 주주환원 요구가 증가한 2016년 이후 2015년 7건에서 2016년 14건으로 한 단계 증가하는 모습을 보임

〈그림 1〉 중간배당 기업 현황



- 〈그림 2〉는 중간배당 지급액을 나타내며 2016년 이후 급격히 증가하고 있음
 - 중간배당 총지급액은 현금지급액이며, 지난 3년 총액을 기준으로 상위 5개 기업이 전체 배당지급액의 89%를 차지하여 일부 기업에 집중되어 있음
 - 특히 배당지급액이 가장 많은 삼성전자의 경우 단독으로도 전체 상장사 배당지급액의 대부분을 차지함(2018년 80%, 2019년 78%)
 - 2017년 이후 배당지급액이 급증하는 것도 삼성전자의 중간배당액이 2016년 1,416억에서 2017년 2조 8,968억으로 20배가량 증가한 것에 기인함

〈그림 2〉 중간배당 지급액



3. 성향점수 매칭(PSM)을 이용한 중간배당의 효과 비교

□ 2장 중간배당 현황에서 살펴본 바와 같이 중간배당을 지급하는 기업의 숫자는 많지 않기 때문에 성향점수 매칭(PSM) 방법을 이용하여 중간배당 지급이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 함

- 성향점수 매칭 방법은 Rosenbaum and Rubin (1983)이 고안한 방법으로 logit 분석을 통해 중간배당을 지급하는 기업과 유사한 성향을 지닌 비교 집단을 매칭하여 중간배당 지급의 효과를 살펴볼 수 있음
 - 일반적으로 성향점수를 찾기 위해 중간배당에 영향을 주는 요소들을 설명변수로 이용한 logit 분석을 수행하는데, Adelson et al. (2017)⁶⁾은 변수를 선택하는 과정에서 중간배당 여부뿐만 아니라 결과 변수인 기업가치에 영향을 주는 변수를 선택해야 추정의 편의를 줄일 수 있음을 보임
 - 중간배당을 결정하는 요인에 관한 직접적인 연구는 부족한 상황이며 김성환, 박진모(2009)에서 자사주 매입과 중간배당 결정요인으로 사용된 대주주 지분율(Own), 외국인 지분율(Foreign), 기업 규모(Size), 배당률(Div), 부채비율(Lev), 영업현금흐름(OCF)을 이용함
 - 기업가치에 영향을 주는 변수는 Fama and French (1998)⁷⁾의 기업가치 회귀모형에서 설명변수로 사용된 배당(D), 순이익(NI), 자산(A), 연구개발비(RD), 이자 비용(I)을 이용함

6) Adelson, J. L., McCoach, D. B., Rogers, H. J., Adelson, J. A., & Sauer, T. M. (2017). Developing and applying the propensity score to make causal inferences: variable selection and stratification. *Frontiers in psychology*, 8, 1413.

7) Fama, E. F., & French, K. R. (1998). Taxes, financing decisions, and firm value. *The Journal of Finance*, 53(3), 819-843.

- 중간배당 결정요인과 기업가치에 영향을 미치는 위의 변수를 이용하여 Nearest Neighbor Matching 방식으로 매칭 기업을 선정함

□ 성향점수 매칭 분석 결과를 성향점수 추정을 위한 logit 분석 결과, 전체 기업 및 매칭 기업에 대해 중간배당 여부에 따른 평균값 비교, 중간배당이 기업가치에 미친 영향의 순서로 제시함

- 성향점수를 추정하기 위한 logit 분석 결과를 <표 1>에 제시하였으며 R&D와 이자 비용을 제외한 나머지 변수들은 중간배당에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타남
 - 결산 배당을 지급하는 상장사 전체를 분석 대상으로 하였으며, 이 가운데 중간배당을 지급한 경우는 641건으로 매우 적으며 산업별 기간별 특성을 반영하기 위해 산업 더미와 년도 더미를 포함
 - 종속변수는 중간배당을 지급한 경우 1, 지급하지 않으면 0을 가지는 이항변수
 - 설명변수는 자산으로 나눈 값을 이용하며, Size는 자산을 로그 변환한 값
 - 배당 성향이 높고 규모가 크고 최대 주주나 외국인 지분율이 높은 기업이 중간배당을 많이 하는 것으로 나타남
 - 수익성이 높고 이자 비용이 큰 기업은 중간배당을 할 확률이 낮은 것으로 나타남

<표 1> 성향점수 추정을 위한 logit 분석

종속변수 중간배당 여부	계수	S.E.	p-value
Div	40.012***	2.684	<0.001
NI	-3.793***	1.157	0.001
R&D	1.436	2.633	0.585
Interest	-29.358***	8.621	0.001
Size	0.275***	0.032	<0.001
Lev	-0.178	0.356	0.618
OCF	1.098	0.684	0.109
Own	0.012***	0.003	<0.001
Foreign	0.024***	0.003	<0.001
관측치	16,903		
LR chi 2	1018.91		
Prob > chi 2	<0.001		
Pseudo R2	0.187		

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함.

- <표 2>는 중간배당 지급기업과 중간배당을 지급하지 않는 비교 기업 사이 설명변수들의 평균값을 나타냄
 - 중간배당 지급 여부에 따라 설명변수의 평균값을 비교하되, 전체 분석 대상 기업에 대해

평균을 비교하고(전체 기업), 성향점수 매칭을 통해 선정된 중간배당 지급기업과 성향이 비슷한 기업 641건에 대해 평균을 비교함(매칭 기업)

- 중간배당을 지급하는 기업은 결산 배당 지급기업에 비해 배당 성향(Div), 수익률(NI), 기업 규모(Size), 현금흐름(OCF), 최대 주주(Own) 및 외국인 지분율(Foreign)이 높음
- 특히 자산대비 총 배당지급액으로 정의된 배당 성향(Div)과 외국인 지분율(Foreign)이 크게 차이가 나는 것으로 나타나, 배당을 많이 하는 기업이 추가적인 수단으로 중간배당을 선택하며 외국인 주주의 중간배당 요구가 많은 것을 알 수 있음
- 전체 기업에 대해서는 중간배당 지급에 따라 두 그룹의 평균값이 유의하게 차이를 보였으나 매칭 후 평균값의 차이가 없는 것을 통해 매칭이 잘 이루어졌음을 확인함

〈표 2〉 중간배당 지급 vs. 미지급 기업의 기업 특성 평균값

변수명		중간배당 지급	중간배당 미지급	t-value
Div	전체 기업	0.029	0.012	31.15***
	매칭 기업	0.029	0.028	0.75
NI	전체 기업	0.069	0.052	5.69***
	매칭 기업	0.069	0.065	1.21
R&D	전체 기업	0.009	0.009	0.00
	매칭 기업	0.009	0.008	1.74*
Interest	전체 기업	0.006	0.009	-7.01***
	매칭 기업	0.006	0.006	-0.06
Size	전체 기업	20.163	19.414	10.85***
	매칭 기업	20.163	20.133	0.24
Lev	전체 기업	0.381	0.419	-4.53***
	매칭 기업	0.381	0.378	0.36
OCF	전체 기업	0.094	0.065	8.89***
	매칭 기업	0.094	0.091	0.8
Own	전체 기업	46.518	44.172	3.7***
	매칭 기업	46.518	47.539	-1.01
Foreign	전체 기업	20.525	8.823	21.55***
	매칭 기업	20.525	21.027	-0.4

주: 전체 기업은 16,903건, 매칭 기업은 1,282건에 대해 중간배당 지급여부에 따라 하위그룹을 나누고 평균값을 계산함. ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함

- 〈표 3〉은 중간배당 지급이 기업가치에 미치는 영향을 나타내며, 중간배당을 지급하는 기업과 미지급 기업의 기업가치에 차이가 없음을 확인함
 - 공시가 시작된 2000년부터 사업보고서가 존재하는 2019년까지 중간배당 지급 건수는 641건이며 산업과 시기를 포함하여 연간 총 배당 성향, 수익성, 기업 규모, 부채비율, 현금비율, 지분율 등이 비슷한 기업을 641건 비교 그룹으로 선정함
 - 중간배당 지급기업과 지급하지 않은 기업을 비교한 결과 중간배당 지급 여부는 기업가치에 유의한 차이가 없는 것으로 나타남

〈표 3. 중간배당 지급이 기업가치에 미치는 영향〉

변수	중간배당 지급	비교 집단	ATT	S.E.	t-value
TobinQ	1.292	1.361	-0.069	0.060	-1.15

주: ATT(Average Treatment effects on the Treated)= $E[Y(1)|Z=1]-E[Y(0)|Z=1]$

4. 배당 공시에 대한 시장의 반응

□ 중간배당이 주주의 부에 미치는 영향을 공시에 따른 시장의 반응으로 측정하며, 이를 위해 공시일을 기준으로 전후 일정 기간에 대해 시장 대비 초과 수익률(Abnormal Return), 누적 초과 수익률(Cumulative Abnormal Return)을 구함

- 정상 수익률은 개별 기업이 속한 시장 (유가증권시장 혹은 코스닥시장)의 수익률을 이용하여 아래와 같은 시장모형을 사용하여 구함

$$r_{it} = \alpha_{it} + \beta_i R_{mt} + \varepsilon$$

- r_{it} 는 개별 기업 i 의 t 일의 수익률, R_{mt} 는 t 일의 시장수익률을 나타냄
- β_i 는 공시일을 기준으로 과거 5일부터 205일 사이의 200일간 개별 기업과 시장수익률을 회귀 분석하여 추정된 계수이며 이를 이용해 정상 수익률을 구함

$$AR_{it} = r_{it} - E(r_{it})$$

$$CAR_{it} = \sum AR_{it}$$

- 추정된 정상 수익률 대비 실제 수익률의 차이를 초과 수익률로 정의하고, 공시한 날 전후 일정 기간에 대해 초과 수익률을 합산하여 누적 초과 수익률을 구함

□ 배당 공시에 대한 시장의 반응을 중간배당 공시 전체, 배당 유지 공시, 신규 배당 공시로 분류하여 비교한 결과 신규 배당 공시의 경우 배당 유지와 다른 모습을 보였으나. 전반적으로 통계적 유의성이 낮은 것으로 나타남

- 먼저 시장의 일별 초과 수익률(AR)의 평균값을 공시 전후 10일에 대해 〈표 4〉에 제시함
 - 중간배당공시 전체 678건 가운데 처음으로 중간배당을 공시한 기업은 151건이며 이는 지난 2년간 배당을 공시하지 않다가 배당지급을 공시한 기업을 포함한 수치임
 - 중간배당공시 기업 전체에 대해서는 공시 당일 평균적으로 양(+)의 초과 수익률을 보임
 - 공시 다음 날에는 신규 배당 공시가 통계적으로 유의한 음의 초과 수익률을 보이며 배당 유지 공시에 대한 시장의 반응과 차이를 보임 (0.561%, 5% 수준에서 유의)

- 다만 초과 수익률이 통계적으로 유의하지 않은 경우가 많다는 점에서 배당 공시가 시장에 특별한 정보를 전달하지 못하고 중간배당 공시는 주주의 부를 증가시키지 못하는 것을 확인함

〈표 4〉 배당 공시에 대한 초과 수익률 -10~10일

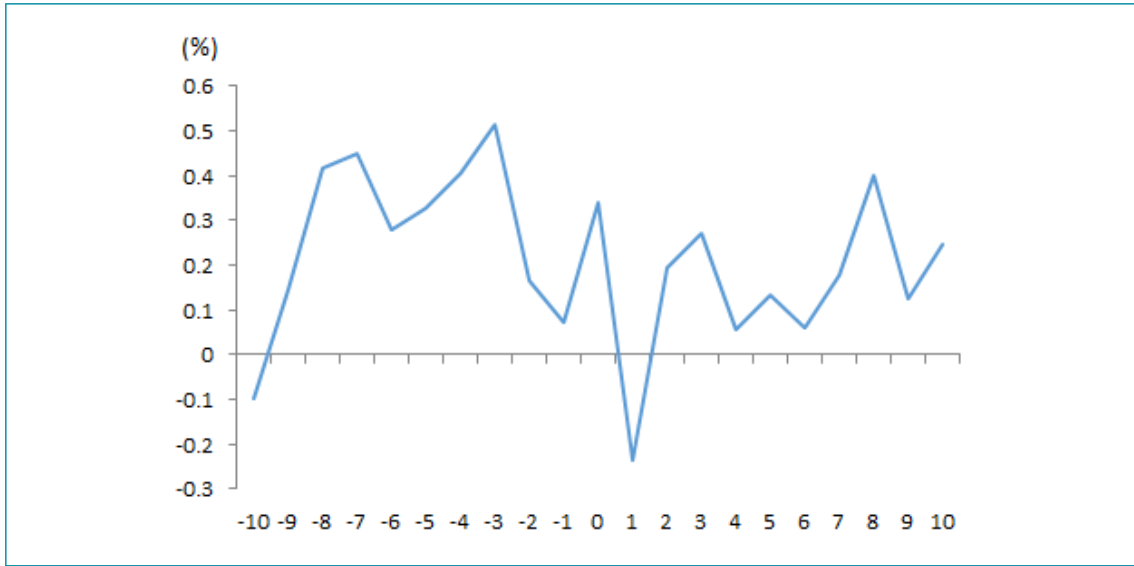
기간	전체 배당 공시 (N=678)		배당 유지 공시 (N=527)		신규 배당 공시 (N=151)		평균 차이	
	평균	t-stat	평균	t-stat	평균	t-stat	평균 차이	t-stat
-10	-0.014	-0.157	0.010	0.093	-0.097	-0.504	0.106	0.489
-9	-0.041	-0.471	-0.122	-1.392	0.242	1.016	-0.364*	-1.756
-8	0.125	1.448	0.083	0.874	0.270	1.355	-0.187	-0.907
-7	-0.136	-1.586	-0.185**	-2.143	0.035	0.146	-0.220	-1.067
-6	-0.214***	-2.789	-0.226***	-2.808	-0.173	-0.862	-0.053	-0.288
-5	-0.026	-0.306	-0.047	-0.501	0.049	0.255	-0.096	-0.471
-4	0.055	0.651	0.049	0.552	0.077	0.346	-0.028	-0.138
-3	0.163*	1.802	0.178*	1.787	0.111	0.526	0.067	0.308
-2	-0.114	-1.300	-0.046	-0.519	-0.349	-1.456	0.303	1.442
-1	-0.047	-0.567	-0.034	-0.389	-0.096	-0.426	0.062	0.310
0	0.191*	1.788	0.168*	1.767	0.270	0.780	-0.102	-0.396
1	-0.140	-1.202	-0.015	-0.125	-0.576*	-1.901	0.561**	2.006
2	0.159*	1.707	0.081	0.787	0.431**	2.011	-0.350	-1.567
3	-0.096	-1.065	-0.145	-1.462	0.076	0.367	-0.221	-1.025
4	-0.044	-0.497	0.005	0.055	-0.216	-1.062	0.221	1.039
5	0.048	0.507	0.040	0.430	0.077	0.277	-0.037	-0.162
6	-0.018	-0.214	-0.003	-0.033	-0.072	-0.311	0.069	0.334
7	0.045	0.407	0.023	0.236	0.118	0.339	-0.095	-0.360
8	0.122	1.306	0.093	0.979	0.222	0.866	-0.129	-0.577
9	-0.181**	-2.176	-0.154*	-1.791	-0.275	-1.235	0.121	0.606
10	-0.004	-0.038	-0.040	-0.455	0.122	0.397	-0.162	-0.697

주: ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 통계적으로 유의함

□ 중간배당 공시일 전후 10일간의 누적 초과 수익률을 신규 배당지급 기업에 한정하여 살펴본 결과를 〈그림 3〉에 제시함

- 기존에 중간배당을 지급하던 기업은 배당 공시의 효과가 없을 것으로 생각되어 배당을 신규로 지급하는 기업에 대해 배당 공시일 전후 10일 누적 초과 수익률을 제시함
 - 신규 배당지급기업의 공시에 대해서는 배당 공시일 10일 전부터 누적 초과 수익률이 증가하는 추세를 보이다가 4일 전부터 감소하여 배당 공시 1일 뒤에 음의 수익률을 보이고 상승 추세로 다시 반전됨
 - 다만 누적 초과 수익률의 평균값이 통계적으로 유의하지 않게 나왔으므로 누적 초과 수익률 추세 해석에 주의할 필요가 있음

〈그림 3〉 배당 공시 전후 10일간 누적 초과 수익률



- 중간배당공시 전체와 신규 중간배당 공시에 대한 시장의 누적 초과 수익률(CAR)을 다양한 기간에 대해 〈표 5〉에서 제시함
 - 다양한 기간별 누적 초과 수익률을 살펴본 결과 전체 배당 공시, 배당 유지 공시, 신규 배당 공시 모든 그룹에서 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타남

〈표 5〉 배당 공시에 대한 기간별 누적 초과 수익률

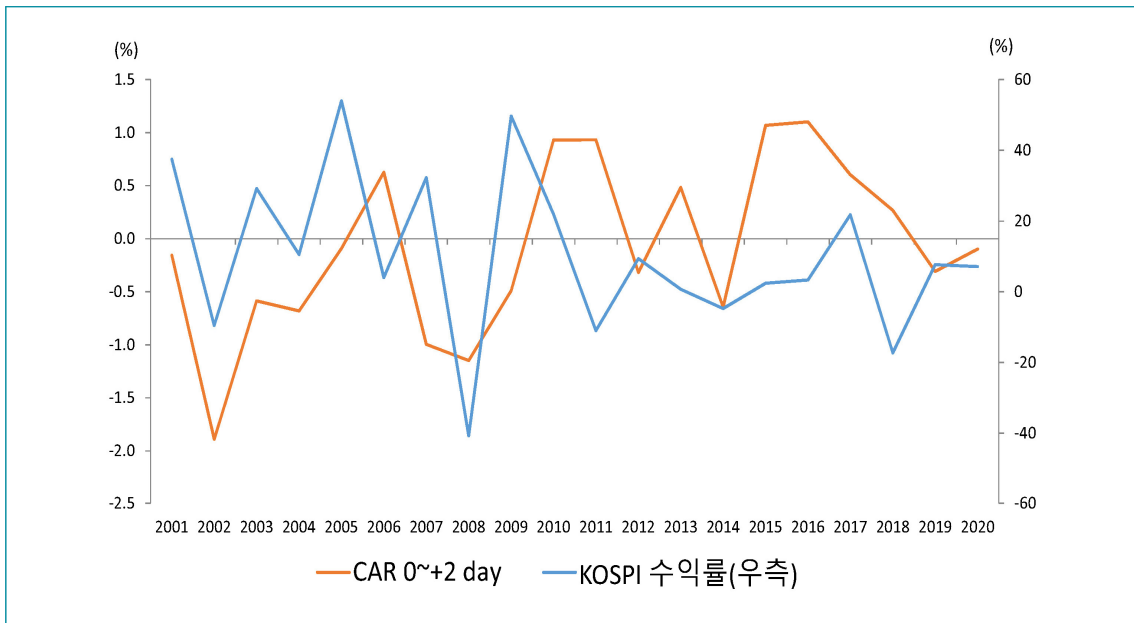
기간(일)	전체 배당 공시 (N=678)		배당 유지 공시 (N=527)		신규 배당 공시 (N=151)		평균 차이	t-stat
	평균	t-stat	평균	t-stat	평균	t-stat		
(-10,+10)	-0.168	-0.416	-0.287	-0.700	0.246	0.221	-0.533	-0.550
(0,+10)	0.034	0.111	0.021	0.070	0.081	0.088	-0.060	-0.080
(-5,+5)	-0.113	-0.361	-0.032	-0.095	-0.396	-0.497	0.364	0.485
(0,+5)	0.023	0.098	0.061	0.256	-0.111	-0.176	0.172	0.308
(-2,+2)	0.053	0.252	0.252	1.144	-0.640	-1.167	0.891*	1.766
(0,+2)	0.003	0.020	0.120	0.667	-0.402	-0.868	0.522	1.252
(-1,+1)	0.030	0.193	0.089	0.576	-0.174	-0.387	0.263	0.701
(0,+1)	0.144	1.075	0.135	1.070	0.174	0.427	-0.040	-0.123

주: *는 10% 이하 수준에서 통계적으로 유의함

- 중간배당 공시에 대한 시장 반응이 시장의 상황에 따라 달라지는지 살펴보기 위해 누적 초과 수익률에 대한 연도 별 추이를 추가로 제시함
 - 주식시장이 호황일 때의 중간배당은 양의 누적 초과 수익률을 나타내는 반면 주식시장이 불황일 때는 음의 누적 초과 수익률을 나타냄 (〈그림 4〉 참조)

- Khanal and Mishra (2017)⁸⁾은 미국 주식시장을 대상으로 경기침체 시기에는 주식배당공시로 인한 누적 초과 수익률이 감소함을 보이며 이유에 관해서는 추가적인 연구가 필요하다고 설명함
- 주식시장이 호황일 때 중간배당 지급이 시장에 더 긍정적으로 받아들여지는 현상은 투자자 입장에서 중간배당을 통한 재투자 기회가 많기 때문으로 해석할 수 있겠으나 향후 추가적인 분석이 필요함

〈그림 4〉 년도 별 누적 초과 수익률과 코스피 수익률



5. 결론 및 시사점

- 중간배당이 기업가치와 주주의 부에 미치는 영향을 성향점수 매칭과 사건 연구 방식을 통해 살펴본 결과 중간배당은 기업가치와 주주의 부에 영향을 미치지 않는 것으로 나타남
 - 중간배당이 공시되기 시작한 2000년부터 2020년 7월 30일까지 전체 상장사를 대상으로 성향점수 매칭을 통해 중간배당 공시가 기업가치에 미치는 영향에 대해 분석한 결과 중간배당은 기업가치에 유의한 영향을 주지 않는 것을 확인함
 - 또한, 사건 연구 방식을 통해 중간배당 공시가 주주의 부에 미치는 영향을 살펴본 결과 역시 시장은 중간배당 공시에 유의하게 반응하지 않는 것을 확인함
- 중간배당은 배당을 주는 주기와 방법의 차이이기 때문에 배당 방식의 변화는 결산 배당과

8) Khanal, A. R., & Mishra, A. K. (2017). Stock price reactions to stock dividend announcements: A case from a sluggish economic period. *The North American journal of economics and finance*, 42, 338-345.

는 달리 추가로 기업가치나 주주의 부에 영향을 주지 않는 것을 확인함

- 중간배당이 기업가치에 미치는 영향이 없다면, 중간배당을 지급하는 기업에 대해 주주환원 측면에서 더 높은 평가를 하는 근거가 부족하다는 시사점을 가짐
- 본 연구는 전체 배당기업에 비해 매우 작은 중간배당에 대해 성향점수 매칭과 사건 연구를 통해 간단한 분석을 수행하였으므로, 중간배당을 지급(initiation)하는 것이나 중간배당을 지급하지 않는 것(omission), 자사주 매입과 같은 다른 방식의 주주환원이 기업가치에 어떤 효과를 가지는지는 추가적인 연구가 필요함

ESG **현안분석**

중간배당이 기업가치에 미치는 효과

발행일	2020. 10. 28.
발행인	신진영
발행처	한국기업지배구조원
주소	서울시 영등포구 여의나루로 76 한국거래소 신관 9층
전화	(02) 3775-3339
홈페이지	www.cgs.or.kr
인쇄처	경성문화사 (02) 766-2999



서울시 영등포구 여의나루로 76(여의도동 33) 신관 9층 (07329)
TEL. 02-3775-3339 FAX. 3775-2630 www.cgs.or.kr