

# 주식분할의 효과와 기업특성

— Stock Splits, Stock Prices, and Firm Characteristics —

박 종 원\*

(Park, Jong-Won)

## 목 차

- I. 연구의 배경과 목적
- II. 연구내용과 방법
- III. 주식분할의 정보효과와 유동성효과
- IV. 기업특성과 주식분할의 효과
- V. 연구의 요약과 시사점

## I. 연구의 배경과 목적

주식분할은 주식의 환산 및 거래단위를 세분화하는 것으로 예를 들면 5,000원을 한 주로 환산하던 주식을 500원을 한 주로 환산하는 것으로 변경하는 것이다. 이러한 주식분할은 기업의 실질내용에는 변화가 없고 단지 발행주식수의 변화만 가져오는 것이기 때문에 자본시장이 효율적이라면 주주의 부(주식의 시장가치)에 어떤 영향을 미치지 않아야 한다. 그러나 효율적 시장가설의 함의와는 달리 많은 실증연구 결과들은 주식분할이 주가에 특정한 영향을 미침을 보고하고 있으며, 이러한 영향을 설명하는 이

\* 제주대학교 경영학과 조교수(parkjw@cheju.ac.kr)

론으로 기존연구는 주식분할이 갖는 신호전달(signaling) 효과, 최적거래단위(optimal tick-size), 세금옵션(tax-option), 그리고 거래범위(trading range) 등의 변화를 들고 있다.

주식분할이 신호전달효과를 갖는다는 연구들은(McNicolas and Dravid(1990), Ikenberry, Rankine, and Stice(1996), Brennan and Hughes(1991)) 기업의 경영자와 투자자 사이에는 정보비대칭이 존재하며 경영자는 주식분할을 통해 투자자에게 미래 현금흐름의 개선과 같은 긍정적인 정보를 전달하여 기업가치를 증대시키고자 한다고 주장한다. Brennan and Copeland(1988)은 가격이 높은 주식에 비해 가격이 낮은 주식의 거래비용이 낮기 때문에 가격이 높은 주식을 분할하여 주당 거래가격을 낮추면 거래비용이 절감되는 효과가 있다고 주장한다. Brennan and Hughes(1991)는 가격이 낮은 주식은 가격이 높은 주식에 비해 증권중개인이 매수를 권장하고 증권분석가들도 더 관심을 갖기 때문에 주식분할을 하면 주가에 그 프리미엄이 반영되어 유리하게 작용한다고 설명하고 있다. Baker and Gallagher(1980), Angel(1996) 등은 경영자들이 주식분할을 하는 이유는 최적거래범위 때문이라고 설명하였다. 즉 주식분할을 통하여 주식의 가격을 적절한 수준으로 조정하면 주식의 유동성이 향상된다는 것이다. 주식의 유동성이 향상되면 그 프리미엄만큼 주가가 상승하기 때문에 주식분할은 주가관리에 긍정적인 영향을 준다는 것이다. Lamoureux and Poon(1987)은 주식분할후의 주가의 변동성이 증가하기 때문에 투자자들은 매수, 매도에 유리한 시기선택기회를 가질 수 있음을 보여준다.

본 연구에서는 한국자본시장에서 주식분할이 갖는 효과를 다각적으로 분석해보고 주식분할이 주가에 미치는 영향을 구체적으로 검증하고자 한다. 한국자본시장에서 주식분할은 1997년 말 허용된 후 2000년 2월말 현재 80여건 이상의 실적을 기록하고 있다. 그러나 아직 한국자본시장에서 주식분할이 어떤 영향을 미치는 지에 대해서는 자세한 분석이 이루어지지 못하고 있다. 따라서 한국자본시장에서 주식분할이 주가에 미치는 영향을 분석하고 그 원인을 규명하고자 하는 본 연구는 정책당국 및 기업과 투자자에게 많은 시사점을 줄 수 있을 것이며 한국자본시장에서의 투자자의 행태를 이해하는 데에도 시의적절한 연구성과를 제공해줄 것이라고 생각한다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 연구내용과 연구방법론에 대해 설명한다. 3장에서는 주식분할이 주식수익률과 유동성, 그리고 변동성에 미치는 영향을 분석

함으로써 주식분할의 정보효과와 유동성효과를 검증한다. 4장에서는 기업특성의 차이에 따라 주식분할의 효과가 차별적으로 나타나는지를 분석함으로써 주식분할의 경제적 동기와 시사점을 추가적으로 분석한다. 마지막으로 5장에서는 연구에 대한 요약과 시사점을 제시한다.

## II. 연구내용과 방법

주식분할이 투자자들에게 기업내용에 관한 정보를 제공하고 유동성을 제고시킨다면 이는 주가변화와 거래량의 변화에 나타날 것이다. 본 연구에서는 주식분할이 주가에 미치는 효과를 사건연구(event study) 방법을 통해 사건일 전후의 주식수익률과 거래량의 변화추이를 분석함으로써 검증한다. 보다 정확한 분석을 위해 검증표본과 비교표본을 구성하여 그 차이를 분석한다. 검증표본(test sample)은 주식분할을 공시하고 실시한 기업집단을 대상으로 하며, 비교표본(matched sample)은 검증표본과 동종업종에 속한 기업들로서 대응되는 검증표본 기업들과 기업규모가 비슷한 기업을 선정하여 구성한다. 주식수익률과 거래량의 계산을 위한 기준기간은 시장마찰요인의 영향을 고려하여 주별 자료를 이용한다.

구체적으로 주식분할이 갖는 정보효과는 주식분할의 공시일과 분할일로 대표되는 사건일 전후 10주의 누적주식수익률의 변화를 통해 검증하고 유동성제고효과는 사건일 전후 10주의 회전율(turnover ratio)의 변화를 통해 검증하도록 한다. 한국자본시장에서 표본기간동안(1997년 11월 ~ 2000년 2월) 이루어진 주식분할은 주식분할을 공시한 날과 실제 분할이 이루어진 날간에 약 79일 정도 차이가 난다. 따라서 두 날을 분리하여 각각 효과를 살펴보도록 한다. 누적주식수익률의 경우에는 주식분할 공시일 전후의 정보효과가 중요하므로 공시일을 기준으로 살펴보도록 한다. 그러나 회전율의 경우에는 주식분할로 인해 주식수가 증가한 날의 거래량의 증감이 중요하므로 분할일을 기준으로 유동성효과를 살펴보도록 한다. 부수적으로 주식분할이 주가변동성에 미치는 효과를 검증한다. 선행연구들은 주식분할로 인해 주가변동성이 증가하는 경향이 있다

고 보고하고 있다(Lamourex and Poon(1987)). 주가변동성이 증가하는 이유는 주식분할의 결과 주가가 적정 수준으로 조정되어 매매참여자의 수가 늘어나고 이에 따라 해당종목에 대한 정보유입량과 유동성이 증가한 결과라고 볼 수 있다. 이를 사건일 전후의 주가변동성의 변화를 분석하여 검증한다. 주가, 거래량, 그리고 기업의 재무자료는 증권거래소와 한국상장사협의회에서 제공하는 자료를 사용한다.

회전율은 다음과 같은 식으로 계산한다.

$$\text{회전율} = \frac{\text{거래량}}{\text{상장주식수}}$$

주가변동성은 다음과 같은 식으로 계산한다.<sup>1)</sup>

$$\text{변동성} = (\text{수익률})^2$$

이후 본 연구에서는 기업특성의 차이에 따라 주식분할이 주가에 미치는 효과가 차이가 있는지를 보기 위해 주가수준, 시가총액, 부채비율, PER 를 주요특성변수로 선정하여 표본기업들을 이들 특성변수의 차이에 따라 구분하고 주식분할의 효과를 검증한다. 특성변수들은 사건일 현재 가장 가까운 결산일의 재무자료를 이용하도록 한다.

### Ⅲ. 주식분할의 정보효과와 유동성제고효과

#### 3.1 기초분석

본 연구의 표본기간은 1997년 11월부터 2000년 2월까지이다. 표본기간동안 총 127건의 주식분할에 관한 공시가 이루어졌다. 이중 88건은 주식분할을 추진하겠다는 공시였고 주식분할을 추진하는 이유로는 모두 유동성 제고를 이유로 들었다. 나머지 39건 중

1) 주가변동을 측정하는 방법에는 여러 가지가 있을 수 있다. 본 논문과 같은 방법으로 주가변동성을 측정한 연구는 Kim and Rhee(1997)에서 찾아볼 수 있다.

에서 22건은 주식분할을 부인하는 내용이고, 9건은 추후 재공시하거나 추후 재검토하겠다는 내용이었다. 연도별로는 주식분할이 허용된 1997년 하반기부터 기록되기 시작하여 1997년중에 3건, 1998년 중에 17건, 1999년 중에 53건, 2000년 중에 15건이 기록되었다. 88건의 주식분할 공시내용이 모두 유동성제고를 이유로 들고 주가가 상승하기 시작한 1999년 이후에 주식분할이 집중된 것은 기업의 경영자들이 주식분할이 유동성을 제고시킨다고 믿고 있음을 보여주는 것이라고 해석할 수 있다. 한편 분할비율은 1대 2(5,0002,500)가 8건, 1대 5(5,0001,000)가 10건, 1대 10(5,000500)이 69건, 1대 50(5,000100)이 1건으로 1대 10이 압도적인 비율로 많다. 이는 상당히 높은 비율로 주식분할을 실시하는 기업이 많다는 것인데 역시 주식분할의 유동성제고효과를 암시하는 것으로 볼 수 있다.

### 3.2 주식분할이 주가, 거래량 및 주기변동성에 미치는 효과

다음 표는 주식분할을 공시한 날 전후  $\pm 5$ 주간의 검증표본에 대한 누적주식수익률의 변화를 같은 기간 동안의 비교표본의 변화결과와 비교한 것이다. 주식분할 이전에는 두 집단의 누적주식수익률의 차이가 유의적이지 않으나 주식분할 이후 두 집단의 누적주식수익률의 차이는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여준다. 이는 국내시장을 대상으로 한 양정아(1999), 정찬섭(1999) 등의 연구와 일치하는 결과이며 주식분할이 긍정적인 정보효과를 가짐을 보여주는 것이다. 또한 이러한 정보효과가 사건일 이후 약 9주간 지속됨을 보여 주식분할을 통해 발생한 새로운 정보가 사건일 이후 장기간에 걸쳐 시장에 반영됨을 보여준다.<sup>2)</sup> 표본자료들의 경우 주식분할 공시일과 실제 주식분할이 이루어진 날과는 최저 45일부터 최고 182일까지 평균 79일이 차이가 나고 있다. 공시일과 주식분할일이 차이가 크기 때문에 주식분할일 전후의 누적주식수익률 변화를 살펴보았다. [표 1]의 B에 제시된 결과를 보면 주식분할일을 전후한 두 집단간의 누적주식수익률의 차이는 유의적이지 않다. 이는 주식분할의 효과가 정보가 공시일을 전후하여 이미 반영됨을 의미한다.

2) 누적수익률과 회진율의 변화에 대한 분석은 사건일  $\pm 10$ 주의 기간에 대해 분석을 하였으나 논문에는 보고의 편의상 사건일  $\pm 5$ 주의 결과만 나타낸다.

[표 1] 주식분할 공시일과 분할일 전후 누적주식수익률의 변화

## A. 공시일 전후 누적주식수익률의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-5	13.46	8.83	4.63	
-4	15.80	10.02	5.79	
-3	18.44	10.73	7.71	
-2	21.20	10.34	10.85	
-1	22.72	9.02	13.70	
1	26.65	7.87	18.78	**
2	28.56	9.05	19.51	**
3	29.61	9.51	20.09	**
4	33.05	11.41	21.64	**
5	36.76	11.41	25.35	**

## B. 분할일 전후의 누적주식수익률의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-5	13.67	8.81	4.85	
-4	15.82	11.13	4.69	
-3	19.76	13.66	6.10	
-2	22.04	16.06	5.98	
-1	25.27	20.74	4.54	
1	26.58	20.88	5.70	
2	25.91	17.80	8.11	
3	26.83	16.39	10.44	
4	25.91	17.02	8.88	
5	23.48	15.88	7.60	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다

[표 2]는 주식분할을 공시한 날과 분할일 전후의 검증표본의 회전율의 변화를 비교 표본과 비교한 것이다. 검증표본의 회전율은 주식분할 공시 전부터 상승하고 있다. 주식분할 공시 후 주식분할까지 평균 79일 소요되기 때문에 이 결과는 순수하게 정보효과에 따른 회전율 증가라고 생각할 수 있다. 그러나 비교표본의 회전율 역시 공시 전후 비슷한 양상을 보여주고 있으며 검증표본과 비교표본의 차이는 공시일 전에 유의적인 음(-)의 차이가 나고 있으며 공시일 이후에는 차이가 유의적이지 않다.

[표 2]의 B에 실제 주식분할을 하여 주식수가 증가한 날 전후의 회전율 변화를 측정하였다. 분할당일에는 거래가 정지되기 때문에 -1의 회전율이 영(0)이다. 분할 전 10주간 평균 회전율은 1.63%이고 분할 후 10주간 평균 회전율은 2.85%이다. 주식분할 대부분이 주식수가 10배로 증가하는 1 대 10 분할임을 감안하면 회전율 증가는 매우 높은 수준임을 알 수 있다. 더욱이 회전율이 증가했다면 이는 큰 폭의 거래 증가를 의미하는 것으로 유동성 제고 가설을 지지하는 결과라고 볼 수 있다. 그러나 비교표본과 비교하면 검증표본이 비교표본보다 분할일 이후의 회전율이 보다 큰 값을 갖지만 유의적인 양(+)의 차이는 나타나지 않는다. 이는 그 차이가 작은 데도 원인이 있지만 표본수가 적은 데도 부분적인 원인을 찾을 수 있을 것이다.

[표 2] 주식분할 공시일과 분할일 전후 회전율의 변화

A. 공시일 전후의 회전율의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-5	1.60	2.97	-1.38	**
-4	1.57	2.84	-1.27	*
-3	1.70	2.31	-0.60	*
-2	1.83	2.40	-0.57	
-1	2.56	2.73	-0.18	
1	2.15	2.28	-0.13	
2	2.12	2.07	0.05	
3	1.80	2.26	-0.46	
4	1.74	2.68	-0.95	
5	1.85	2.89	-1.04	

## B. 분할일 전후의 회전율의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-5	1.61	1.69	-0.08	
-4	1.74	2.41	-0.67	
-3	1.55	2.75	-1.19	
-2	2.31	2.77	-0.46	
-1	0.00	2.20	-2.20	
1	3.15	2.62	0.53	*
2	3.21	2.40	0.81	
3	3.62	2.56	1.07	
4	3.78	1.61	2.17	
5	3.85	1.82	2.03	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

[표 3]에서는 주식분할에 따른 주가변동성의 변화를 살펴보았다. 주식분할의 결과로 주가변동성이 증가한다는 것은 주식분할이 시장에 새로운 정보를 제공함을 의미하는 간접적인 증거가 될 수 있다. 또한 주식분할에 따른 일시적인 유동성증가가 변동성의 증가를 가져올 수도 있다. 이는 유동성제고가설을 지지하는 간접증거로 해석될 수도 있다.

주식분할 공시일 4주 전부터 검증표본의 주가변동성이 큰 폭으로 증가한다. 그리고 공시 후 2주가 지나면 주가변동성은 감소하여 보통 수준으로 떨어지게 된다. 그러나 이후 장기적으로는 주가변동성은 커지는 양상을 보인다. 비교표본의 변동성은 특이한 변화는 없다. 그러나 검증표본과 비교표본의 차이는 유의적이지 않다. 공시일 전후 짧은 기간동안 변화는 눈에 띄지만 그 이후 장기적인 변화는 확연히 드러나지 않는다. 분할일은 정보효과는 사라지지만 물리적으로 많은 수량의 유동주식증가가 수반되기 때문에 거래량 증가에 따른 변동성 증가가 따르게 된다. [표 3]의 B의 결과를 보면 주식분할일 전후에도 주식분할 공시일 전후와 마찬가지로 주가변동성의 증가가 수반된다. 사건 직후 주가변동성의 상승이 두드러진다. 이 또한 일주일 사이에 변화가 집중되어 주

식분할이 일시적인 정보효과와 유동성증가효과를 수반함을 나타내는 앞서의 분석결과와 일관성을 갖는 것이다.

[표 3] 주식분할 공시일과 분할일 전후 주가변동성의 변화

A. 공시일 전후의 주가변동성 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-5	114.94	164.10	-49.16	
-4	76.87	125.38	-48.50	
-3	114.21	97.53	16.68	
-2	213.75	90.85	122.90	
-1	159.75	174.95	-15.20	
1	263.70	153.34	110.36	
2	97.04	93.79	3.25	
3	97.81	110.02	-12.21	
4	87.66	129.68	-42.02	
5	106.66	119.91	-13.24	

B. 분할일 전후의 주가변동성 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-5	89.25	49.60	39.65	
-4	169.18	139.20	29.98	
-3	154.00	159.76	-5.76	
-2	129.27	96.20	33.08	
-1	135.29	177.24	-41.95	
1	624.05	133.88	490.16	**
2	211.81	108.09	103.72	
3	141.80	205.66	-63.86	
4	104.06	236.57	-132.51	
5	86.22	135.12	-48.89	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

## IV. 기업특성과 주식분할의 효과

### 4.1 주가수준의 차이와 주식분할의 효과

다음에서는 기업특성의 차이에 따라 주식분할의 효과에 차이가 나는지를 분석한다. 먼저 주가수준의 차이에 따라 주식분할의 효과가 차이가 나는지를 살펴본다. 현실적으로 주가의 수준은 매매에 제약이 될 수도 있다. 각 거래소마다 최소거래단위를 정하고 있으므로 주가수준이 높은 종목의 경우 소액투자자의 참여가 제약되기 때문이다. 따라서 주식분할을 통하여 주가수준을 낮추는 것은 투자자의 참여를 그만큼 확대시키는 것이므로 주가수준이 낮은 기업에 비해 주가수준이 높은 기업이 주식분할을 할 유인이 강할 것이며 주식분할의 효과는 주가수준이 높을수록 클 것이라고 생각할 수 있다.

표본기업들의 주식분할 공시일과 분할일의 주가분포는 다음의 [표 4]와 같다. 표본기업들의 주가수준은 시장의 평균주가수준보다 높지만 주식분할이 주가가 높은 기업이 적정 주가수준을 확보하기 위해 실시한다는 가설과는 달리 주가수준의 분포는 상당히 다양하게 흩어져 있다. 주식분할 기업들을 주가수준에 따라 4등분하여 4개의 소집단으로 구분하였다. 다음에서는 이 중 제1그룹과 제4그룹을 비교하여 이들의 차이를 효과의 차이로 간주하여 주식분할의 효과를 검증한다.

[표 4] 표본기업들의 사건일의 주가수준

	평균	표준편차	Q1	Q2	Q3
주식분할 공시일	43,157	26,004	27,300	34,500	54,300
주식분할일	55,319	39,650	30,000	48,000	62,500

주) Q1, Q2, Q3는 분포를 4분할한 경우의 경계값이다.

[표 5]에 주식분할 공시일 전후의 고주가그룹과 저주가그룹의 누적주식수익률의 변화를 나타내었다. [표 5]의 결과를 보면 주식분할 공시일 전후 고주가 그룹과 저주가

그룹 사이의 누적주식주식률의 차이는 유의적이지 않다. 여기에는 각 그룹내 표본의 숫자가 20여개 정도로 적은데서 부분적인 원인을 찾을 수 있다. 그러나, 각 그룹간의 추세는 일관성을 보이는데 고주가 그룹의 주가상승이 저주가 그룹의 주가상승보다 높다. 이는 주가를 거래하기 좋은 적정가격으로 만들기 위해 주식분할을 한다는 가설에는 부합되는 결과라고 볼 수 있다. 그러나 그 차이가 유의적이지는 않다.

[표 5] 주가 그룹별 주식분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	고주가 그룹	저주가 그룹	차이	유의수준
-5	21.27	-1.21	22.48	
-4	22.02	4.42	17.6	
-3	26.51	4.08	22.43	
-2	29.58	6.84	22.74	
-1	30.86	7.80	23.06	
+1	35.50	12.20	23.3	
+2	39.64	13.28	26.36	
+3	41.14	17.54	23.6	
+4	42.52	21.53	20.99	
+5	46.22	27.60	18.62	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

[표 6]은 주가 그룹별 주식분할일 전후 회전율의 변화를 누적적으로 나타낸 결과이다. 누적 변화를 사용한 이유는 회전율이 증가하는 양상을 분명히 보여주기 위함이다. 저주가 그룹의 회전율 상승이 고주가 그룹에 비하여 두드러지게 나타난다. 이는 유동성제고가 주식분할의 동기라는 견해와는 상반되는 결과이다.

[표 6] 주가 그룹별 주식분할일 전후 누적회전율의 변화

주	고주가 그룹	저주가 그룹	차이	유의수준
-5	3.83	14.98	-11.15	**
-4	4.58	17.92	-13.34	**
-3	5.40	19.64	-14.24	**
-2	6.17	23.57	-17.40	**
-1	6.17	23.93	-17.76	**
+1	7.89	28.56	-20.67	**
+2	9.35	32.86	-23.51	**
+3	10.31	36.95	-26.64	**
+4	11.42	44.10	-32.68	**
+5	12.33	49.3	-36.97	**

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

## 4.2 시가총액의 차이와 주식분할의 효과

다음에서는 시가총액의 차이가 주식분할에 미치는 영향을 살펴본다. 일반적으로 시가총액의 수준은 그 기업의 규모를 나타내는 척도로 이용된다. 규모가 큰 기업은 주식분할에 소요되는 비용이 규모가 작은 기업에 비해 보다 크다. 따라서 규모가 큰 기업보다 규모가 작은 기업이 주식분할을 할 유인을 강하게 가질 수 있다. 또 주식분할이 적대적 M&A를 방어하는 수단으로 활용되는 경우 규모가 큰 기업은 M&A를 하기 위해서는 많은 비용이 소요된다. 따라서 M&A 대상기업은 기업규모가 크지 않은 것이 보통이므로 규모가 작은 기업이 주식분할을 할 유인을 가질 것이다.

주식분할 기업들을 시가총액에 따라 4등분하여 4개의 소집단으로 구분하였다. 이 중 제1그룹과 제4그룹을 비교하여 이들의 차이를 효과의 차이로 간주하고 그 결과를 다음의 [표 7]에 나타내었다. 시가총액이 큰 그룹의 누적초과주식수익률 증가가 시가총액

이 작은 그룹보다 적다. 이는 기업규모가 작은 기업의 주식분할의 정보효과가 더 크다는 것으로 생각할 수 있다. 또한 M&A 대상기업이 일반적으로 규모가 작은 기업임을 감안할 때 주식분할은 M&A의 효율적인 방어수단이 될 수 있음을 시사한다.

[표 7] 시가총액 그룹별 주식분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	Low 그룹	High 그룹	차이	유의수준
-5	16.04	8.68	7.36	
-4	20.80	11.77	9.03	
-3	22.75	9.85	12.90	
-2	30.36	12.66	17.70	*
-1	33.63	15.99	17.64	*
+1	38.20	23.01	15.19	
+2	36.24	22.99	13.25	
+3	35.98	25.40	10.58	
+4	40.17	30.65	9.52	
+5	45.04	35.31	9.73	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

[표 8]에 시가총액그룹별 회전율의 변화를 나타내었다. 시가총액이 큰 그룹의 회전율 증가가 시가총액이 작은 그룹보다 적다. 이는 기업규모가 작은 기업의 주식분할의 유동성제고효과가 더 크다는 것으로 생각할 수 있다. 또한 M&A 대상기업이 일반적으로 규모가 작은 기업임을 감안할 때 기업규모가 작은 기업의 주식분할은 투자자들의 유동성을 제고시켜 M&A의 효율적인 방어수단이 될 수 있음을 알 수 있다.

[표 8] 시가총액 그룹별 주식분할일 전후 누적회전율의 변화

주	High 그룹	Low 그룹	차이	유의수준
-5	7.07	10.82	-3.75	
-4	8.21	12.26	-4.05	
-3	9.75	14.27	-4.52	
-2	11.23	17.37	-6.14	*
-1	11.23	17.73	-6.50	*
+1	14.56	20.35	-5.79	
+2	18.50	23.08	-4.58	
+3	22.24	25.82	-3.58	
+4	25.47	30.02	-4.55	
+5	29.44	32.83	-3.39	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

### 4.3 부채비율의 차이와 주식분할의 효과

다음에서는 기업의 부채비율의 차이가 주식분할의 효과에 미치는 차별적인 영향을 살펴본다. 부채비율은 기업의 지급능력을 표현하는 척도로 M&A 대상기업은 부채비율이 낮은 기업보다는 높은 기업일 가능성이 높다. 따라서 주식분할이 적대적 M&A를 방어하는 수단으로 사용이 되는 경우 부채비율이 높은 기업이 낮은 기업에 비해 주식분할을 할 유인을 강하게 가질 것이며 그 효과가 클 것이라고 생각할 수 있다.

표본기업들의 사건일의 부채비율의 크기에 따라 4그룹으로 분류한 후 부채비율이 가장 높은 그룹과 가장 낮은 그룹의 효과차이를 [표 9]에 나타내었다. [표 9]의 결과를 보면 부채비율이 높은 그룹에 비해 낮은 그룹의 누적주식수익률의 크기가 더 커 가설과는 다른 결과를 보여주나 그 차이는 유의적이지 않다.

[표 9] 부채비율 그룹별 주식분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	High 그룹	Low 그룹	차이	유의수준
-5	14.23	19.12	-4.89	
-4	18.99	20.56	-1.57	
-3	20.68	22.82	-2.14	
-2	18.94	28.76	-9.82	
-1	25.32	33.12	-7.80	
+1	30.30	37.55	-7.25	
+2	31.99	38.81	-6.82	
+3	34.17	37.69	-3.52	
+4	39.47	41.28	-1.81	
+5	45.03	48.67	-3.64	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

[표 10]에 부채비율 그룹별 회전율의 변화를 나타내었다. 부채비율이 높은 그룹의 주식분할이 유동성제고효과가 크다. 이는 부채비율이 높을수록 주식분할을 통해 적대적 M&A를 방하는데 효과적일수 있음을 나타낸다.

[표 10] 부채비율 그룹별 주식분할일 전후 누적회전율의 변화

주	High 그룹	Low 그룹	차이	유의수준
-5	16.22	5.46	10.76	
-4	18.79	6.71	12.08	
-3	20.84	7.90	12.94	
-2	23.48	8.92	14.56	
-1	23.82	8.96	14.86	
+1	27.49	11.20	16.29	*
+2	32.54	12.87	19.67	*
+3	38.23	14.82	23.41	*
+4	45.57	16.04	29.53	*
+5	51.51	17.08	34.43	*

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

#### 4.4 PER의 차이와 주식분할의 효과

다음에서는 PER의 차이가 주식분할의 효과에 어떤 영향을 미치는지를 분석한다. PER는 기업의 내재가치를 표현하는 변수로서 PER가 낮은 기업이 일반적으로 주당이익이 크기 때문에 M&A의 대상이 될 가능성이 높다. 표본기업들의 주식분할 사건일의 평균 PER는 15-17 정도이다. 표본기업들을 PER의 크기에 따라 4그룹으로 분류하여 가장 높은 그룹과 가장 낮은 그룹의 누적주식수익률의 변화를 [표 11]에 나타내었다. [표 11]의 결과는 PER가 낮은 기업의 주식분할이 정보효과가 더 큼을 보여주나 그 차이는 그다지 유의적이지 않다.

[표 11] PER 그룹별 주식분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	High 그룹	Low 그룹	차이	유의수준
-5	13.80	15.41	-1.61	
-4	15.12	20.34	-5.22	
-3	18.66	21.51	-2.85	
-2	15.69	29.09	-13.40	
-1	17.42	31.63	-14.21	
+1	22.45	37.12	-14.67	
+2	23.79	35.80	-12.01	
+3	25.30	35.60	-10.30	
+4	27.01	40.92	-13.91	
+5	33.05	43.26	-10.21	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

[표 12]에 PER 그룹별 회전율의 변화를 나타내었다. PER가 낮은 기업의 주식분할이 유동성제고효과가 더 크다. 그리고 그 강도는 정보효과보다 크다.

[표 12] PER 그룹별 주식분할일 전후 회전율의 변화

주	High 그룹	Low 그룹	차이	유의수준
-5	8.56	13.44	-4.88	
-4	10.40	15.57	-5.17	
-3	11.67	17.53	-5.86	
-2	13.22	20.95	-7.73	
-1	13.36	21.18	-7.82	
+1	16.24	24.63	-8.39	
+2	18.35	27.67	-9.32	
+3	20.59	31.00	-10.41	*
+4	23.14	35.98	-12.84	*
+5	25.11	40.46	-15.35	*

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄

\*는 5%의 유의수준을 나타내고 \*\*는 1%의 유의수준을 나타낸다.

## V. 연구의 요약과 시사점

주식분할은 기업들이 재무적인 목표를 달성하기 위해 활발히 사용하는 주요한 정책 수단 중의 하나이다. 한국자본시장에서 주식분할은 1997년 말 허용된 후 2000년 2월말 현재 80여건 이상의 실적을 기록하였다. 그러나 주식분할이 한국자본시장에서 어떤 효과를 가져오는지에 대해서는 아직 자세한 분석이 이루어지지 못하고 있다.

본 논문은 기존의 외국시장을 대상으로 한 선행연구에서 보인 주식분할의 정보효과와 유동성제고효과가 한국자본시장에서도 나타나는지 그리고 더 나아가 기업특성에 따라 주식분할의 효과가 차별적인지를 검증하였다. 본 논문의 주요결과는 다음과 같다.

첫째, 주식분할은 시장에 양(+)의 정보효과를 가져오며 주식의 유동성을 제고시키는

역할을 한다. 주식분할을 한 기업의 주식은 사건일 이후 비정상적인 양(+)의 초과수익률을 보인다. 이는 선행연구에서 검증한 결과들과 일치한다. 또한 주식분할은 거래량의 증가를 가져오며 변동성의 증가를 가져온다.

둘째, 주가수준과 시가총액의 차이와 같은 시장요인들은 주식분할의 효과에 차별적인 영향을 준다. 고주가 그룹의 주식분할이 저주가 그룹에 비해 시가총액이 작은 그룹이 큰 그룹에 비해 주가에 미치는 영향이 보다 강하다. 그러나 주가수준의 차이에 따른 분류의 경우 회전율에 미치는 영향은 반대의 현상이 나타남을 보여준다.

셋째, 부채비율과 PER 수준 등 기업의 재무특성의 차이에 따라 주식분할의 효과는 차별적이다. 부채비율의 차이는 주식분할이 주가에 미치는 영향에 유의적인 차이를 가져오지는 않지만 회전율의 경우에는 부채비율이 높은 그룹의 회전율 증가가 낮은 그룹보다 크다. PER의 경우에도 PER가 낮은 그룹의 주식분할이 주가와 회전율에 미치는 영향이 크다. 이는 부채비율이 높고 PER가 낮은 기업들이 M&A의 대상이 되는 기업 후보라고 할 때 이런 기업이 주식분할을 실시할 경우 투자자들에 대한 가격정보효과와 유동성제고효과가 더 크다는 것을 시사하는 것이다.

본 논문은 단순한 방법론을 사용한 기초적인 분석에 국한했다는 방법론의 한계에도 불구하고 한국자본시장에서 주식분할이 주요한 기업의 정책수단이며 다양한 정책적 효과를 거둘 수 있는 가능성이 있음을 시사하고 있다. 한국자본시장에서도 외국의 자본시장에서 보인 것과 유사한 주식분할의 정보효과와 유동성제고효과가 나타나며, 특히 지난 외환위기 이후 급성장하고 있는 한국의 M&A 시장에서 주식분할이 효과적인 방어수단으로 작용할 수 있음을 암시하고 있다. 향후 좀 더 충분한 자료를 확보하여 보다 구체적인 분석을 수행하고, 본 논문에서 암시적으로 보인 적대적 M&A에 대한 방어수단으로서의 주식분할의 역할에 대해 보다 다각적이고 심도있는 연구를 수행할 경우 보다 의미있는 연구결과가 제시될 것으로 생각한다.

## 참 고 문 헌

- 양정아, 1999, "주식주식분할제도 도입에 따른 주가반응 및 유동성 변화에 관한 연구", 서울대학교 대학원 석사학위논문.
- 임웅기, 남명수, 1993, "무상증자 실시기업의 재무적 특성과 투자자인식에 관한 연구", 재무연구 제6호, pp. 77-107.
- 정찬섭, 1999, "한국 상장기업의 주식분할 동기에 관한 연구", 연세대학교 대학원 석사학위논문.
- Angel, James J., 1996, "Tick size, share prices, and stock splits", *Journal of Finance*.
- Asquith, Paul, Paul Healy and Krishna Palepu, 1989, "Earnings and stock splits", *Accounting Review*, 64, pp. 387-403.
- Baker, H. Kent and Patricia L. Gallagher, 1980, "Management's view of stock splits", *Financial Management*, 9, pp. 73-77.
- Brennan, Michael J. and Patricia J. Hughes, 1991, "Stock prices and the supply of information", *Journal of Finance*, 46, pp. 1665-1691.
- Brennan, Michael J. and Thomas E. Copeland, 1988, "Stock splits, stock prices, and transactions costs", *Journal of Financial Economics*, 22, pp. 83-101.
- Copeland, Thomas E., 1979, "Liquidity changes following stock splits", *Journal of Finance*, 34, pp. 115-141.
- Grinblatt, Mark S., Ronald W. Masulis and Sheridan Titman, 1984, "The valuation effects of stock splits and stock dividends", *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 461-490.

- Ikenberry, David L., Graeme Rankine and Earl K. Stice, 1996, "What do stock splits really signal?", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 31, pp. 357-375.
- Kim, K.A., and S.G. Rhee, 1997, "Price Limit Performance: Evidence from the Tokyo Stock Exchange", *Journal of Finance* 52, pp. 885-901.
- Kryzanowski, and Zhang, 1996, "Trading Patterns of Small and Large Traders around Stock Split Ex-dates", *Journal of Financial Research*, Vol. 16, No. 1, pp75-90.
- Lakonishok, Joseph and Baruch Lev, 1987, "Stock splits and stock dividends: Why, who, and when", *Journal of Finance*, 42, pp. 913-932.
- Lamoureux, Christopher G. and Percy Poon, 1987, "The market reaction to stock splits", *Journal of Finance*, 42, pp. 1347-1370.
- McNichols, Maureen and Ajay Dravid, 1990, "Stock dividends, stock splits, and signaling", *Journal of Finance*, 45, pp. 857-879.
- Muscarella, C., and M. Vetsuypens, 1996, "Stock Splits: Signalling or Liquidity? The case of ADR solo-split", *Journal of Financial Economics*, 42, pp. 3-26.