

한국 주식시장에서 고배당주 투자는 유효한가?*

박 진 우**

〈요 약〉

본 논문에서는 최근 우리나라 주식시장에서 큰 관심을 끌고 있는 배당주 투자와 관련하여 시장에 알려진 바대로 과연 고배당 주식투자가 유효한지를 실증분석하고 있다. 이를 위해 2001년부터 2007년까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 금융업을 제외한 12월 결산법인 가운데 매년 9월말 주가 대비 당해 연도 지급한 전년도 배당금으로 계산한 배당수익률이 높은 상위 20개 기업을 표본으로 선정하여 분석하였다. 분석결과, 9월말부터 다음 해 2월말까지 5개월 동안 고배당 주식의 평균 누적초과수익률은 9.64%로 나타나 전반적으로 우리나라 주식시장에서 고배당주 투자가 유효함을 알 수 있었다. 투자시점은 시장의 통념대로 9월 이후로 가능하지만 투자시점이 다소 늦추어져도 고배당주 투자의 유효성이 크게 달라지지 않았다. 하지만 연도별로 나누어 살펴보면 고배당 주식의 투자성과가 큰 차이를 보이고 있고, 시장의 속설처럼 대체로 주식시장이 침체일 때 배당주 투자가 더욱 유효한 것으로 나타나고 있다. 이러한 고배당 주식의 투자성과가 표본의 다른 특성이나 표본 중 일부 종목이 극단적인 수익률에 의해 평균값이 왜곡된 것으로 보이지 않고 있다. 또한 고배당주 투자를 중대형 주식에 한정하더라도 여전히 유효함을 알 수 있었다. 한편, 고배당 주식을 대상으로 배당락 효과를 측정한 결과에서는 전체 표본기간동안 이론 배당락은 평균 6.85%인 반면에 실제 배당락의 평균은 4.32%로서 평균 2.53%의 초과수익률이 발생하고 있어서 고배당주 주식을 배당부일 종가에 매입하여 배당락일 시가에 주식을 매도하는 초단기 배당락 투자가 유효함을 보여주고 있다.

핵심 주제어: 배당수익률, 고배당주, 초과수익률, 배당락
JEL 분류기호: G11, G12, G35

접수일(2011년 7월 31일), 수정일(2012년 4월 16일), 게재확정일(2012년 6월 22일)

* 본 논문은 2010년 정부(교육과학기술부)의 재원으로 한국연구재단의 지원을 받아 연구되었습니다(NRF-2010-327-B00266). 본 논문에 유익한 논평을 해주신 두 분 익명의 논평자에게 감사드립니다.

** 한국의외국어대학교 경영대학 교수(jwp@hufs.ac.kr)

I. 서론

배당투자란 주식 투자에서 시세차익으로 인한 자본이익보다는 기업이 주주에게 분배하는 배당금으로 인한 수익에 중점을 두고 투자하는 것을 말한다. 대다수 선진국에서는 배당을 중요한 투자지표의 하나로 인식하는 투자 문화가 오랜 기간 정착된 것에 반해 우리나라의 경우에는 소유와 경영의 비분리 문제, 기업이 당기에 벌어들인 순이익 중 투자하고 남은 잔여이익을 통해 배당하는 소극적인 배당 행태, 경영자의 주주중시 마인드의 부족 등의 이유로 배당정책은 기업의 경영에 있어서 그다지 중요한 이슈가 되지 못했었다. 또한 국내 주식 시장의 변동성이 큰 이유로 배당보다는 주식을 사고팔아 단기매매 시세차익을 얻는 것에 투자자들의 관심이 더 많았던 것이 사실이다. 하지만 1997년 외환위기를 계기로 외국인 주식소유비율 제한이 철폐된 이후 외국인의 국내 주식 지분이 급증하면서 외국인투자자의 배당에 대한 요구가 늘어나고, 국내에서도 소액주주들의 투명 경영에 대한 적극적인 요구가 증가하면서 주주의 권익과 배당을 중시하는 경영환경이 조성되고 있다.

이를 반영하여 우리나라 주식시장에서도 배당주 투자에 대한 관심이 점차 높아지고 있다. 저금리 기조가 장기간 지속되는 상황에서 기업들이 시가배당을 실시하게 됨에 따라 투자자들도 배당투자를 통한 수익확보의 중요성을 인식하게 되었고, 증권관련 매체에서도 배당정책과 관련된 분석기사가 자주 발표되는 등 전반적으로 배당에 대한 관심이 증대되고 있다. 특히 매년 연말이 다가오면 각종 매체에서 12월 결산법인 중 당해 연도 배당금을 기준으로 배당수익률이 높은 '고배당주' 종목들을 추천하고 있고, 고배당 주식에 집중적으로 투자하는 배당주 펀드도 인기를 끌고 있다. 이처럼 국내 주식시장에서 고배당 주식에 대한 높은 관심에도 불구하고, 경험적으로만 행해지고 있는 고배당 주식에 대한 투자가 실제로 유효한지에 관한 체계적인 실증분석은 이루어지지 못하고 있다.

이에 본 연구에서는 고배당주 투자와 관련하여 다음과 같은 질문에 답할 수 있는 연구를 수행하고자 한다. 1) 과연 시장전문가들의 권고대로 고배당 주식에 투자하여 시장수익률을 초과하는 수익을 올릴 수 있는가? 2) 그리고 초과수익의 크기는 어느 정도인가? 3) 고배당주 투자는 매년 유효한가? 4) 배당주 투자에 있어 적합한

투자 시점은 언제인가? 5) 고배당 주식에 대해 배당락일을 전후한 투자수익이 존재하는가? 6) 국내 주식시장에서 고배당주 투자에서 유의할 점은 무엇인가? 등 고배당주 투자와 관련된 이러한 실무적인 의문에도 불구하고 아직까지 국내에서는 이에 답할 수 있는 체계적인 연구결과가 없는 것이 현실이다.

지금까지 국내에서 배당과 관련된 기존 연구들을 살펴보면, 배당 지급의 공시효과를 사건연구(event study)방법을 통해 살펴 본 연구(남수현, 1991; 김태혁·신용길, 1993; 신민식·송준협, 2007 등), 기업의 배당정책에 미치는 요인에 관한 연구(주상룡, 1990; 양채열, 1997; 설원식·김수정, 2006 등), 배당락일의 주가행태에 관한 연구(김성민 1997; 윤평식·김정국·정기호, 1998; 김성민·김지은, 2004 등)가 주류를 이루고 있다. 한편, 배당수익률과 주가수익률에 관련된 연구들이 해외에서는 활발하게 진행되고 있는 반면에¹⁾, 국내에서는 이와 관련된 연구가 최근에 비로소 시작되고 있다. Park and Kim(2010)은 한국 주식시장을 대상으로 한 연구에서 배당에 대한 세금효과를 조정한 이후에도 배당수익률이 높은 주식으로 구성된 포트폴리오가 위험조정 주가수익률이 높다는 것을 보여주고 있다. 이러한 연구결과는 한국주식시장에서 배당수익률이 높은 주식에 투자하면 초과수익을 올릴 수 있다는 것을 시사하고 있으나, 연구의 초점이 가격결정모형의 틀 안에서 배당수익률이 주가수익률을 결정하는 요인이 될 수 있는가에 맞추어져 있다는 점에서 구체적으로 고배당주 투자의 유효성을 검증하고 있지는 않다.

이에 본 연구에서는 고배당 주식투자의 유효성을 살펴보고, 현실적인 배당주 투자전략을 모색해 보고자 한다. 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제2장에서는 고배당주 표본을 선정하는 기준과 그렇게 선정된 표본의 특성을 살펴보고, 고배당주 투자 유효성을 분석하는 방법에 대해 설명한다. 제3장의 실증분석 결과에서는 고배당주의 시장초과수익률을 월별, 연도별, 그리고 전체기간에 대해 살펴보고, 시가총액이 높은 고배당주로 한정하여 동일한 분석을 시도하며, 고배당 주식의 배당락일 수익

1) Brennan(1970)이 자본이득에 비해 높은 세율이 적용되는 배당수익에 대한 보상으로 배당수익률이 높을수록 주가수익률이 높아져야 한다는 주장을 한 이후로 배당수익률과 주가수익률의 관계에 관한 수많은 연구들이 이루어져 왔다. 대표적인 연구로는 Black and Scholes(1974), Litzenberger and Ramaswamy(1979) 등의 오래 전 연구에서부터 비교적 최근에는 Naranjo, Nimalendran, and Ryngaert(1998), Kalay and Michaely(2000) 등의 연구를 들 수 있다.

를 분석하는 순서로 결과를 제시하게 될 것이다. 제4장에서는 연구결과를 정리하고 이러한 결과가 주식시장의 투자자에게 주는 시사점에 대해 설명하게 될 것이다.

II. 표본 및 분석방법

1. 표본 선정

본 논문에서는 한국거래소에 상장된 금융업을 제외한 12월 결산법인을 대상으로 배당주 투자가 주목받기 시작한 2001년부터 2007년까지 7년 동안을 분석기간으로 한다. 실제 시장에서의 고배당 주식에 대한 투자는 증권사나 펀드별로 각각 특화된 방법에 따라 종목 선택이 이루어지고 세밀한 투자전략이 구사되고 있다. 하지만 본 논문에서는 연구결과가 보편타당성을 갖도록 하기 위해 비교적 간단한 기준에 의해 고배당주 종목을 선택하고 단순한 투자전략을 이용하는 것으로 가정하고 연구를 진행하고 있다.

우선 고배당주 종목을 선택하는 시점은 9월말을 기준으로 하고 있다. 이는 우리나라 상장 주식의 80% 이상이 12월말 결산법인이고, 실제 시장에서 배당주 투자에 대한 기대가 결산일이 가까워지면서 시작된다는 점을 감안하여 정한 것이다.²⁾ 이에 따라 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 12월 결산법인 가운데 우선주와 금융업을 제외하고 매년 9월말 주가 대비 당해 연도 지급한 전년도 배당금으로 배당수익률을 계산한 다음,³⁾ 상위 20개 기업을 선정하여 2001년부터 2007년까지 7년 동

2) 실제로 투자자들이 고배당주에 대한 투자를 어느 시점부터 본격적으로 시작하는가를 확인할 수는 없기 때문에 본 연구에서는 7월 말 또는 8월 말 등을 기준으로 분석을 해 본 결과, 8월과 9월에는 뚜렷한 고배당주의 투자 성과가 나타나고 있지 않은 것으로 나타나 고배당주 종목을 선택하는 시점을 9월 말로 하고 10월부터 고배당주의 투자성과를 측정하고 있다.

3) 배당수익률을 계산할 때 다음해 지급되는 당해연도 예상 배당금을 사용하는 것도 고려할 수 있으나, 9월 말 시점에 다음 해 지급될 배당금을 정확하게 예측하는 것이 사실상 어렵고 연간 배당금 규모가 크게 변화하지 않는 점을 감안하여 대부분의 기존 연구에서는 전년도 배당금을 기초로 배당수익률을 계산하고 있다. 다만, 9월 말 시점이라고 하더라도 당해연도에 수익 악화로 전년도에 비해 배당금이 크게 줄어든 것으로 예상되는 기업이 있을 수 있기 때문에 본 논문에서는 사후적으로 전년도에 비해 배당금이 50% 이상 감소했거나 배당금을 전혀 지급하지 못한 종목들은 제외하고 배당수익률 상위 20개 종목을 선정하였다. 이에 해당하는 기업이 매년 3-5 개

안 총 140개 종목을 표본으로 사용하고 있다.⁴⁾

이렇게 선정한 고배당주 표본의 요약통계량을 <표 1>에서 보여주고 있다. 우선 표본 선정의 기준이 되고 있는 배당수익률을 보면, 전체 표본의 평균값이 9.50%로서 표본기간(2001년-2007년)동안 거래소 상장종목의 평균 배당수익률 1.78%보다 월등하게 높은 값을 알 수 있다. 표본의 중간값으로 측정한 배당수익률은 9.63%로서 일부 표본의 극단값에 의해 평균값이 높아진 것으로 보이지는 않는다. 다만 연도별로는 고배당주 표본의 배당수익률 평균이 상당한 차이를 보이고 있다. 2001년부터 2004년까지의 기간에는 표본의 연평균 배당수익률이 11% 이상을 나타내고 있는 반면에 이후 기간에는 5-6% 대에 머물고 있음을 알 수 있다. 이는 배당금액이 주가수준을 따라가지 못하면서 주가수준이 높아지면 배당수익률이 낮아지고 반대로 주가가 낮아지면 배당수익률이 상승하는 일반적인 현상을 반영한 결과로 보인다.⁵⁾

<표 1> 고배당주 표본의 요약통계량

구 분		배당 수익률	주가수준	시가총액 (억원)	배당성향	ROE	부채비율	PER
전체	평균	9.50%	12,202원	5,594	0.52	10.62%	99.5%	6.40
	중간값	9.63%	6,095원	386	0.42	9.06%	85.5%	4.45
2001	평균	12.47%	6,280원	578	0.45	6.33%	109.5%	3.57
	중간값	11.63%	4,520원	366	0.49	5.26%	106.1%	4.38
2002	평균	11.11%	7,829원	1,919	0.43	12.01%	123.9%	4.12
	중간값	9.85%	5,350원	346	0.38	11.26%	122.2%	3.72
2003	평균	12.53%	4,769원	438	0.48	9.88%	126.6%	3.64
	중간값	10.92%	4,250원	184	0.38	10.06%	124.1%	2.83
2004	평균	11.39%	6,584원	399	0.50	12.99%	138.2%	4.57
	중간값	10.42%	4,948원	345	0.34	11.09%	137.5%	2.85

씩 나타나고 있으나, 이들 기업들을 표본에 포함시켜 분석한 경우에는 고배당주 투자의 유효성이 다소 약해지기는 하지만 전반적인 연구결과는 본 논문에서 보고하는 내용과 크게 다르지 않음을 확인할 수 있었다(분석결과는 요청에 의해 제공될 수 있음).

4) 표본에 포함된 종목명은 지면 관계상 생략하고 있으나, 요청에 의해 제공될 수 있다.

5) 2000년도 말 644이던 KOSPI 지수가 2004년도 말에는 896으로 비교적 완만한 상승을 보였으나, 2005년도에 급등하여 1,379가 되고, 2006년도에 다소 주춤하다가 2007년도 말에는 1,897로 상승하였다.

구 분		배당 수익률	주가수준	시가총액 (억원)	배당성향	ROE	부채비율	PER
2005	평균	6.63%	15,355원	11,094	0.54	10.45%	75.2%	8.32
	중간값	6.34%	9,100원	415	0.39	8.97%	68.0%	5.36
2006	평균	6.70%	13,507원	3,878	0.60	16.86%	59.4%	9.11
	중간값	6.39%	8,050원	333	0.49	9.05%	41.3%	7.95
2007	평균	5.55%	33,026원	22,347	0.65	11.76%	61.0%	11.75
	중간값	4.33%	14,975원	695	0.48	9.24%	63.2%	10.36

실제로 표본의 평균 주가수준을 보면, 2001-2004년 기간에 비해 2005-2007년 기간 동안 훨씬 높은 값을 보여주고 있다. 다만 2005-2007년 기간에는 주가수준의 평균이 중간값보다 크게 높은 값을 보여주고 있어 일부 고가주가 표본에 포함되고 있음을 알 수 있다. 시가총액으로 살펴보면 2001-2004년 기간에 비해 2005-2007년 기간의 시가총액 평균은 월등하게 큰 값을 나타내고 있으나 상대적으로 중간값의 증가폭은 크지 않음을 알 수 있는데 이는 2005-2007년 기간에 일부 대형주가 고배당주 표본에 포함되고 있음을 반영하고 있다.⁶⁾ 한편, 표본의 배당성향을 살펴보면 평균 52%로서 표본기간(2001년-2007년)동안 거래소 상장종목의 평균 배당성향 22%보다 두 배 이상 높다. 흥미로운 것은 연도별로 표본기업들의 평균 배당성향이 꾸준히 상승하고 있다는 점이다.

다음으로 표본기업들의 ROE(return on equity)와 부채비율을 살펴보면, ROE는 2001년을 제외한 나머지 기간에 평균은 10% 이상, 중간값은 9% 내외를 보이면서 거래소 상장종목의 평균을 능가하고 있고, 부채비율은 전체 표본기간동안 평균 99.5%, 중간값 85.5%를 보이면서 상대적으로 낮은 수준을 나타내고 있다. 이러한 결과는 대체로 수익률이 높고 부채비율이 낮은 안정적 기업들이 고배당주에 속한다는 사실을 보여주고 있다. 한편, 표본기업들의 PER(price earnings ratio)를 살펴보면 2001-2004년 기간과 2005-2007년 기간 사이에 뚜렷한 차이를 보여주고 있다. 즉, 2001-2004년 기간에는 고배당주 표본기업의 평균 PER가 3.57-4.57 수준에 머물

6) 실제로 표본기업을 살펴보면, 2001-2004년 기간에는 대부분이 중소형주로 구성되어 있으나, 2005-2007년 기간에는 SK텔레콤, KT, S-Oil 등의 대형주가 고배당주 표본에 포함되어 있다.

고 있어 같은 기간 거래소 상장종목의 평균 PER가 10-15 사이였던 것에 비하면 PER가 매우 낮은 소위 '저PER주'로 구성되어 있음을 알 수 있다. 반면에 표본기업의 평균 PER가 2005년 8.32, 2006년 9.11, 2007년 11.75로서 같은 해 거래소 상장종목의 평균 PER와 크게 차이가 나지 않고 있다.⁷⁾

2. 분석방법

이렇게 구한 표본기업의 10월부터 다음해 2월까지의 월별수익률에서 시장수익률을 차감한 시장초과수익률을 구하고, 이를 동일가중평균방식에 따라 월별로 평균초과수익률을 측정하며, 이 값을 9월부터 다음해 2월까지 월별로 누적한 초과수익률을 계산하여 투자성과를 평가하고자 한다. 다만, 12월 결산법인의 배당락일이 12월 말임을 고려하여 12월 주가수익률을 계산할 때는 세후배당이 재투자된다는 가정 하에 다음과 같이 이론배당락을 감안하여 수익률을 구한다.⁸⁾

$$\ln \frac{[P_t + D \times (1-T) \times e^{-r \times 0.25}]}{P_{t-1}}$$

여기서, D= 전년도 배당금

T= 배당세율

r= 90일물 CD 금리

2001년부터 2007년까지 매년 이렇게 계산한 고배당 주식의 월별 초과수익률과 누적수익률을 살펴봄으로써 전반적인 고배당주 투자의 유효성을 파악할 수 있고 어느 시점의 배당투자가 가장 유효한지를 분석하게 될 것이다. 또한 연도별로도 배당

7) 이러한 고배당주 표본의 특성으로부터 고배당주의 초과수익률이 2001-2004년 기간에 집중적으로 나타난다면 고배당주 투자성과와 PER 효과를 구분하기 어려워질 것이고, 고배당주의 초과수익률이 2005-2007년 기간에도 나타난다면 저PER주 효과로 보기 어려워질 것이다.

8) 배당세율은 과세대상에 따라 달라지나, 우리나라에서는 일반적인 개인투자자의 경우 고정된 세율에 따라 원천징수되므로 본 논문에서 이 세율을 사용하고 있다. 따라서 배당세율, T는 2001년도에는 21.5%, 2002년도부터 2004년도까지는 16.5%, 그리고 2005년도부터 2007년도에는 15.4%를 사용하고 있다. 한편, 12월말 결산 법인의 경우 대부분 실제 배당금은 다음해 3-4월경에 지급되기 때문에 CD금리를 이용하여 3개월 동안의 이자를 감안한 배당금의 현재가치를 구하여 사용하고 있다.

투자가 모든 해에 유효한지, 아니면 특정 해에만 한정되어 나타나는지, 그렇다면 시장의 속설대로 주식시장이 침체일 때 배당투자가 더욱 유효한지 등을 살펴보게 될 것이다.

한편, 국내외 기존문헌에서 배당락일을 전후하여 차익거래 기회가 있음을 확인하고 있다.⁹⁾ 이에 본 논문에서도 고배당 주식을 대상으로 배당부일 증가에 주식을 매입하여 배당락일 시가에 주식을 매도하는 초단기 배당락 투자의 유효성을 검증하고, 이러한 배당락일 전후의 초단기 수익률이 전반적인 고배당주 투자의 초과수익률에 얼마만큼 기여하는지를 살펴보게 될 것이다. 이에 따라 분석대상인 주식별로 세금을 고려한 이론 배당락과 실제 배당락을 다음과 같이 계산하고 그 차이를 구하여 이것이 초과수익률에서 차지하는 비중을 측정한다.

$$\text{실제 배당락 수익률} = \frac{(\text{배당락일 시가} - \text{배당부일 종가})}{\text{배당부일 종가}}$$

$$\text{이론 배당락 수익률} = \frac{\text{당해 연도 배당금} \times (1 - T)e^{-r \times 0.25}}{\text{배당부일 종가}}$$

III. 실증분석 결과

1. 고배당주 초과수익률

고배당주 표본기업의 월별 수익률에서 시장수익률을 차감한 시장초과수익률을 연도별 및 월별로 평균한 초과수익률과 이를 다시 연도별로 누적한 누적초과수익률이 <표 2>에 나타나 있다.¹⁰⁾ 우선 전체 표본기간에 대한 결과를 살펴보면, 9월말부

9) Elton and Gruber(1970)의 연구를 시작으로 Barclay(1987), Lasfer(1995) 등은 자본이득과 배당의 차별적인 세율을 반영하여 배당락일에 주가조정이 이루어진다고 주장하고 있으나, Kalay(1982), Karpoff and Walking(1988) 등은 미국시장에서 배당락일에 초과수익이 발생하고 있다고 보고하고 있고, Kato and Lowenstein(1995)과 Frank and Jagannathan(1997) 각각 일본시장과 홍콩시장에서도 배당락일에 평균적으로 주가가 배당의 가치보다 적게 떨어짐을 발견하였다. 한편, 국내에서도 김성민(1997), 윤평식·김정국·정기호(1998), 김성민·김지은(2004) 등이 배당락을 전후하여 단기 차익거래가 유효한 것으로 보고하고 있다.

10) 시장수익률은 KOSPI 지수 수익률을 사용하되, 12월 시장수익률은 12월 결산법인의 현금 배당을 고려한 이론

터 다음 해 2월말까지 5개월 동안 고배당 주식의 평균 누적초과수익률은 9.64%로 나타나 우리나라 주식시장에서 고배당주 투자가 유효함을 알 수 있다. 이를 월별 평균 초과수익률로 나누어 보면 10월 1.10%, 11월 1.75%, 12월 3.64%로서 3개월 평균 누적초과수익률이 6.49%에 이르고, 1월에는 평균 초과수익률이 -0.56%로 음(-)의 값을 보이다가 다시 2월에는 3.71%의 높은 초과수익률을 나타내고 있다. 이러한 월별 초과수익률 결과 가운데 12월의 높은 초과수익률은 실제 배당락이 이론 배당락에 못 미치는 배당락 효과가 반영된 결과로 보이고, 2월은 주주총회를 앞두고 배당금이 확정되면서 나타나는 현상으로 생각된다. 다만 1월의 초과수익률이 음(-)의 값을 보이는 것은 미국시장의 경우 배당수익률 효과가 주로 1월에 집중된다고 보고하고 있는 Keim(1985)의 연구결과와 상반되고 있다.

〈표 2〉 고배당주 시장초과수익률

구 분		10월	11월	12월	1월	2월
전체	초과수익률	1.10%	1.75%	3.64%	-0.56%	3.71%
	누적수익률	1.10%	2.85%	6.49%	5.93%	9.64%
2001년	초과수익률	-1.57%	-7.40%	3.62%	1.72%	1.88%
	누적수익률	-1.57%	-8.96%	-5.34%	-3.63%	-1.75%
2002년	초과수익률	4.38%	-2.66%	5.77%	-2.95%	4.34%
	누적수익률	4.38%	1.72%	7.49%	4.55%	8.88%
2003년	초과수익률	-7.01%	4.85%	7.54%	-10.33%	-0.57%
	누적수익률	-7.01%	-2.16%	5.38%	-4.95%	-5.52%
2004년	초과수익률	11.88%	-2.90%	6.76%	12.43%	21.36%
	누적수익률	11.88%	8.98%	15.73%	28.17%	49.52%
2005년	초과수익률	11.39%	4.28%	-4.41%	-10.83%	1.74%
	누적수익률	11.39%	15.67%	11.25%	0.43%	2.16%
2006년	초과수익률	-0.79%	7.81%	3.07%	2.32%	-0.73%
	누적수익률	-0.79%	7.02%	10.09%	12.41%	11.68%
2007년	초과수익률	-12.01%	7.84%	3.33%	5.28%	-2.20%
	누적수익률	-12.01%	-4.17%	-0.85%	4.43%	2.23%

현금배당락 지수를 기초로 계산하였다.

이러한 월별 초과수익률 패턴으로부터 고배당주 투자의 타이밍을 추론할 수 있다. 즉, 12월말 결산법인의 경우 시장에서 통상 언급하는 대로 결산일이 가까워지는 9월말에 고배당주 투자 포트폴리오를 구성하면 10월부터 초과수익률이 나타나고 있다.¹¹⁾ 다만 초과수익률의 크기는 결산일이 있는 12월까지 지속적으로 커지고 있어 배당주 투자시점을 다소 늦추어도 배당주 투자는 여전히 유효함을 알 수 있다.

하지만 전체 결과를 연도별로 나누어 살펴보면 고배당 주식의 투자성고가 큰 차이를 보이고 있다. 7개 연도 결과 가운데 2003년에는 10월부터 다음해 2월까지의 5개월 평균 누적초과수익률이 각각 -5.52%를 나타냄으로써 고배당주 투자성고가 오히려 시장수익률을 훨씬 밑돌고 있는 반면에, 2004년에는 누적초과수익률이 무려 49.52%에 이르고 있다. 그 밖에 다른 해의 평균 누적초과수익률은 2006년 11.68%, 2002년 8.88%, 2007년 2.23%, 2005년 2.16%의 순으로 나타나고 있고, 2001년에는 시장수익률을 약간 밑도는 -1.75%를 보여주고 있다. 따라서 이러한 결과는 고배당주 투자가 매년 유효한 것은 아니고, 또한 유효한 경우라도 투자성고는 해마다 크게 달라질 수 있음을 시사하고 있다.¹²⁾

그렇다면 고배당주 투자성고가 어떤 해에 높게 나타나는지에 대한 연관성을 찾아내는 것이 중요하겠으나, 7개 연도 자료만으로는 의미 있는 결론을 얻는 것이 사실상 불가능하다. 그럼에도 불구하고 우리나라 시장에서 흔히 알려진 바대로 주식시장이 침체일 때 배당주 투자가 더욱 유효하다는 속설을 확인하기 위하여 연도별 시장수익률과 고배당주 투자성고를 비교한 결과는 이러한 속설을 어느 정도 뒷받침하고 있다. 즉, 7개 연도 중 유일하게 연간 수익률이 음(-)이었던 2002년도에 고배당주의 평균 누적초과수익률이 8.88%이고, 연간 주가 상승률이 크지 않았던 2006년에는 고배당주가 11.68%의 높은 누적초과수익률을 보여주고 있다. 반면에 주가가 급등했던 2003년과 2007년에는 고배당주의 평균 누적초과수익률이 각각 -5.52%, 2.23%로 상대적으로 저조한 성과를 나타내고 있다.

11) 본 논문에서는 결과보고를 생략하고 있으나, 고배당주 포트폴리오 구성시점을 조금 당겨서 7월말에 고배당 종목 선정하고 8월부터 초과수익률을 측정할 결과, 8월에는 미미한 초과수익률이 나타나고 9월에는 유의한 양(+)의 초과수익률을 보이고 있으나 그 값의 크기는 1%에 미치지 못하고 있었다.

12) 본 논문에서는 결과 보고를 생략하고 있으나, 상대적으로 고배당주와 무배당주의 투자성과와 비교했을 때는 2005년 한 해를 제외하고는 고배당주가 훨씬 높은 투자성고를 나타내고 있었다.

또한, 앞서 <표 1>에서 언급한 바와 같이 표본기간 중 2001-2004년과 2005-2007년 기간의 고배당주 표본의 특성이 뚜렷하게 다름에도 불구하고 두 기간 사이에 고배당주의 투자성고가 눈에 띄게 다른 패턴을 보여주고 있지는 않다. 즉, 2001-2004년 기간의 고배당 주식은 대부분 저PER의 소형주이나, 이 기간에만 특별히 다른 초과수익률 패턴이 나타나고 있지 않다. 따라서 고배당주의 투자성고가 기업규모 또는 PER 효과에 의한 것은 아님을 알 수 있다.

한편, 각 연도의 월별 평균 초과수익률을 살펴보면 기간에 따라 커다란 차이를 나타내고 있다. 예를 들면, 10월의 초과수익률은 2004년과 2005년에 각각 11.88%와 11.39%의 높은 값을 보여주고 있는 반면에 2007년과 2003년은 각각 -12.01%와 -7.01%로서 서로 큰 차이를 나타내고 있다. 그런가 하면 2004년도 고배당주 투자성과 측정에서는 1월과 2월의 초과수익률이 각각 12.43%와 21.36%로 다른 기간에 비해 특히 높은 초과수익률을 보여주면서 5개월 누적초과수익률이 무려 49.52%에 이르는 결과로 나타나고 있다. 이와 같이 지나치게 높거나 낮은 평균 초과수익률은 표본 중 일부 종목이 극단적인 수익률을 보임으로 인해 나타난 결과일 수 있다. 즉, 극단값에 의해 평균값이 왜곡되었을 가능성이 있는 것이다. 이를 확인하기 위해 <표 3>에서는 고배당주 표본의 초과수익률을 평균값으로 구하는 대신에 중간값으로 계산하고 또한 양(+)의 초과수익률을 보이는 표본 수의 비율을 보여주고 있다.

<표 3> 고배당주 초과수익률의 중간값 및 양(+)의 비율

구 분		10월	11월	12월	1월	2월
전체	중간값	0.46%	0.31%	3.71%	-0.86%	1.62%
	양(+)비율	0.53	0.51	0.64	0.47	0.59
2001년	중간값	-1.50%	-7.97%	1.17%	2.53%	1.17%
	양(+)비율	0.45	0.20	0.60	0.55	0.50
2002년	중간값	3.81%	-3.95%	6.92%	-2.39%	5.05%
	양(+)비율	0.70	0.25	0.80	0.40	0.85
2003년	중간값	-9.39%	1.19%	5.58%	-10.78%	0.38%
	양(+)비율	0.30	0.60	0.80	0.05	0.55

구 분		10월	11월	12월	1월	2월
2004년	중간값	5.80%	-2.29%	5.18%	7.49%	21.81%
	양(+)비율	0.90	0.35	0.80	0.90	1.00
2005년	중간값	9.79%	-1.92%	-5.90%	-12.00%	1.64%
	양(+)비율	0.95	0.45	0.25	0.15	0.60
2006년	중간값	-1.82%	7.89%	-0.15%	0.39%	-2.65%
	양(+)비율	0.25	0.90	0.50	0.55	0.30
2007년	중간값	-12.73%	7.17%	4.31%	2.90%	-2.88%
	양(+)비율	0.10	0.80	0.75	0.70	0.30

우선 전체 표본기간에서 월별 초과수익률의 중간값을 보면 <표 2>의 평균값에 비해 대체로 낮은 수준을 나타냄으로써 일부 표본의 높은 초과수익률이 전체적으로 고배당주 초과수익률의 평균을 높였음을 알 수 있다. 특히 2월의 초과 수익률의 중간값은 1.62%로 평균값 3.71%와 큰 차이를 보이고 있다. 한편 양(+)의 초과수익률을 갖는 표본의 비율은 1월이 0.47로 0.5 이하로 나타나고 있고, 나머지 달은 12월 0.64, 2월 0.59, 10월 0.53, 11월 0.51의 순으로 0.5 이상을 나타내고 있다. 이 밖에 <표 2>에서 보여준 각 연도의 월별 평균 초과수익률과 <표 3>의 중간값을 비교해 보아도 일부 커다란 차이를 보이는 경우를 확인할 수 있다. 이러한 결과는 고배당주 안에서도 초과수익률의 편차가 크기 때문에 어떤 종목을 선택하느냐에 따라 고배당주 투자의 유효성이 달라질 수 있음을 보여주고 있다.

2. 대형 고배당주 초과수익률

이상 살펴본 결과는 매년 20개 종목으로 구성된 고배당주 포트폴리오의 투자성과를 보여주고 있다. 하지만 이렇게 선정된 고배당 주식들 중 상당수의 종목들은 시가총액이 낮은 소형주들이다. 소형주는 그 특성상 변동성이 크고 기업 내용에 대한 불확실성이 높기 때문에 고배당 주식이라고 하더라도 투자대상이 되기 쉽지 않을 수 있다. 또한 우리나라 시장에서 배당만을 고려하여 20개 종목에 분산투자한다

는 것은 현실성이 낮아 보인다. 이러한 점을 고려하여 본 논문에서는 매년 9월 말 기준으로 시가총액이 500억 이상인 종목 가운데 배당수익률이 상위 5위 안에 속하는 5개 종목으로 고배당주 포트폴리오를 구성한 경우의 투자성과를 <표 4>에서 보여주고 있다.¹³⁾

<표 4> 시가총액 500억 이상 고배당주 초과수익률

구 분		10월	11월	12월	1월	2월
전체	초과수익률	-0.08%	3.13%	4.51%	-2.56%	5.87%
	누적수익률	-0.08%	3.05%	7.56%	5.00%	10.87%
2001년	초과수익률	-8.22%	-6.14%	7.37%	-2.45%	0.52%
	누적수익률	-8.22%	-14.36%	-6.99%	-9.44%	-8.92%
2002년	초과수익률	-0.20%	-2.20%	8.35%	-3.97%	6.46%
	누적수익률	-0.20%	-2.40%	5.94%	1.97%	8.43%
2003년	초과수익률	-2.31%	22.64%	11.71%	-11.57%	6.28%
	누적수익률	-2.31%	20.33%	32.05%	20.48%	26.76%
2004년	초과수익률	6.31%	-5.55%	5.72%	2.66%	28.19%
	누적수익률	6.31%	0.76%	6.48%	9.14%	37.33%
2005년	초과수익률	15.47%	4.67%	-11.17%	-11.16%	1.38%
	누적수익률	15.47%	20.14%	8.97%	-2.19%	-0.81%
2006년	초과수익률	-0.81%	2.93%	6.59%	-1.63%	-1.48%
	누적수익률	-0.81%	2.12%	8.71%	7.08%	5.60%
2007년	초과수익률	-10.82%	5.57%	3.01%	10.24%	-0.28%
	누적수익률	-10.82%	-5.25%	-2.24%	8.00%	7.71%

먼저 전체 표본기간에 대한 결과를 살펴보면, 9월말부터 다음 해 2월말까지 5개월 동안 시가총액이 500억 이상인 고배당 주식의 평균 누적초과수익률은 10.87%로 앞서 <표 2>에 나타난 일반적인 고배당주 투자성과 9.64%보다 다소 높은 수익률을 보여주고 있다. 따라서 우리나라 주식시장에서는 중대형 주식을 중심으로 한 고배

13) 물론 이 경우에도 앞서 제2장에서 논의한 표본 선정기준들은 그대로 사용되고 있다.

당주 투자가 더욱 유효함을 알 수 있다. 이를 다시 월별 평균 초과수익률로 나누어 보면 10월 -0.08%, 11월 3.13%, 12월 4.51%로서 3개월 평균 누적초과수익률이 7.56%가 되어 시가총액 500억 이상이란 기준을 정하지 않은 경우의 6.49%보다 높은 수익률을 나타내고 있다. 하지만 1월에는 평균 초과수익률이 -2.56%로 크게 낮아지고 2월에는 5.87%로 크게 높아지면서 <표 2>에 나타난 일반적인 고배당주의 평균 초과수익률과 비교했을 때 부호는 같지만 변동폭이 훨씬 커지고 있다. 따라서 중대형 주식에 한정하여 고배당주 투자를 하더라도 투자시점은 10월경 시작하여 배당락 직후인 12월말에 끝내거나 아니면 배당금이 확정되는 2월말까지 투자하는 것이 배당주 투자의 유효성을 높일 수 있을 것으로 보인다.

하지만 전체 결과를 연도별로 나누어 살펴보면 역시 중대형 고배당 주식의 투자 성과도 큰 차이를 보이고 있다. 7개 연도 결과 가운데 2001년과 2005년은 10월부터 다음해 2월까지의 5개월 평균 누적초과수익률이 각각 -8.92%와 -0.81%로 음(-)의 수익률을 보여주고 있고 반면에, 2003년과 2004년에는 누적초과수익률이 각각 26.76%와 37.33%에 이르고 있다. 그 밖에 다른 해의 평균 누적초과수익률은 2002년 8.43%, 2007년 7.71%, 2006년 5.60%의 순이다. 따라서 중대형 주식에 한정하여 고배당주 투자를 하더라도 여전히 투자성과가 연도별로 커다란 차이를 보여주고 있음을 알 수 있다.

한편, 이러한 연도별 투자성과를 시가총액 500억 이상이란 기준을 정하지 않은 경우와 비교해 보면 대체로 비슷한 패턴을 보이고 있지만 누적초과수익률의 크기는 서로 많이 다른 편이다. 예를 들면, 2003년에는 고배당주 투자를 시가총액 500억 이상으로 한정된 경우의 누적초과수익률이 26.76%였으나, 그렇지 않은 경우의 누적초과수익률은 -5.52%로 커다란 차이를 보이고 있고, 2002년과 2005년을 제외한 나머지 해에서도 두 경우의 5개월 평균 누적초과수익률이 5% 이상 차이가 나고 있다. 이러한 결과는 고배당주 내에서도 어느 해에 어떤 종목을 선택하느냐에 따라 투자성과가 크게 달라질 수 있음을 암시하고 있다.

3. 고배당주의 배당락일 초과수익률

지금까지는 월별로 고배당주의 초과수익률을 구하고 이것의 5개월 누적초과수익률을 계산하여 고배당주의 투자성과를 측정하였다. 월별 평균 초과수익률 가운데는 12월말 결산 법인의 배당락일이 포함된 12월이 대부분 높은 수익률을 보여주고 있다. 본 논문에서는 앞서 언급한 바와 같이 12월 주가수익률을 계산할 때 세후배당이 재투자된다는 가정 하에 이론배당락을 감안하여 수익률을 구하였다. 그러나 고배당주의 실제 배당락이 이론배당락에 못 미친다면 배당락 효과로 인해 12월에 초과수익률이 발생할 가능성이 있다.

앞서 언급한 바와 같이 많은 기존연구들이 배당락일 전후에 단기 차익거래가 유효하다고 보고하고 있다. 이에 본 논문에서는 고배당 주식을 대상으로 배당부일 종가에 주식을 매입하여 배당락일 시가에 주식을 매도하는 초단기 배당락 투자의 유효성을 검증하고, 이러한 배당락일 전후의 수익률이 전반적인 고배당주 투자의 초과수익률에 얼마만큼 기여하는지를 살펴보고 있다. 즉, 표본에 포함된 고배당 주식별로 세금을 고려한 이론 배당락을 계산하고 여기에서 실제 배당락을 차감하여 초과수익률을 측정한 다음 각각의 값의 평균 및 중간값을 구한 결과가 <표 5>에 나타나 있다.¹⁴⁾

<표 5> 고배당주 배당락일 초과수익률

구 분		이론배당락	실제배당락	초과수익률	양(+)의 비율
전체	평균	6.85%	4.32%	2.53%	0.76
	중간값	6.32%	3.74%	2.40%	
2001	평균	7.11%	5.45%	1.66%	0.63
	중간값	6.94%	4.35%	2.40%	
2002	평균	8.18%	6.68%	1.50%	0.65
	중간값	7.64%	6.10%	1.15%	
2003	평균	8.54%	5.42%	3.11%	0.71
	중간값	8.26%	3.94%	3.48%	

14) 본 논문에서는 제2장에서 언급한 바와 같이 이론 배당락을 계산할 때 분리과세 원칙에 따라 고정세율이 적용되는 개인투자자를 기준으로 배당금에 대한 세금을 고려한 세후 배당금으로 이론 배당락을 구했기 때문에 자본이득과 배당수익간의 차별적 과세로 인한 배당락 효과가 이미 반영되어 있다.

구 분		이론배당락	실제배당락	초과수익률	양(+)의 비율
2004	평균	9.43%	3.79%	5.64%	1.00
	중간값	8.16%	4.10%	3.86%	
2005	평균	4.49%	2.25%	2.24%	0.90
	중간값	4.54%	1.79%	3.19%	
2006	평균	5.35%	4.04%	1.31%	0.62
	중간값	4.64%	3.90%	0.76%	
2007	평균	4.79%	2.56%	2.23%	0.83
	중간값	3.86%	2.25%	2.09%	

먼저 전체 표본기간에 대한 결과를 살펴보면, 이론 배당락은 평균 6.85%인 반면에 실제 배당락의 평균은 4.32%로서 평균 2.53%의 초과수익률이 발생하고 있음을 알 수 있다. 즉, 고배당 주식을 대상으로 배당부일 종가에 주식을 매입하여 배당락일 시가에 주식을 매도하는 초단기 투자를 할 경우 거래비용은 무시하고 평균 2.53%의 초과수익이 발생하고 있어 고배당주 배당락 투자가 유효함을 보여주고 있다. 이러한 배당락일 초과수익률이 일부 주식에 한정된 결과일 가능성을 확인하기 위해 전체 표본을 대상으로 초과수익률의 중간값을 구해 보니 6.32%로 평균값과 크게 차이가 없고 초과수익률이 양(+)의 값을 보인 표본의 비율도 0.76으로 나타나 고배당주 표본의 76%에서 배당락일 초과수익이 발생함을 알 수 있다.

이러한 결과를 연도별로 살펴보면 표본기간인 2001년부터 2007년까지 매년 예외 없이 초과수익이 발생하고 있다. 다만 연도별로 초과수익률의 크기에 다소 차이가 있어 2004년에는 평균 초과수익률이 5.64%에 이르고 중간값이 3.86%이며 20개 고배당주 표본 모두가 초과수익이 발생하고 있으나, 가장 낮은 초과수익률을 보인 2006년의 경우는 평균과 중간값이 각각 1.31%, 1.07%이고 양(+)의 초과수익률을 보인 표본의 비율이 0.62로 나타나고 있다. 따라서 고배당 주식을 대상으로 하는 초단기 배당락 투자는 연도별 편차는 있으나 매년 유효하다는 것을 알 수 있다.

그렇다면 12월말 결산법인의 배당락일이 포함된 12월 추가수익률에는 배당락일 초과수익률이 상당부분을 차지하고 있을 것이다. 앞서 <표 2>에서 전체기간 동안 고배당 주식의 12월 평균 초과수익률은 3.64%로서 같은 기간 배당락일 초과수익률

이 평균 2.53%인 것을 감안하면, 12월말이 결산법인인 고배당 주식의 12월 초과수익률은 상당부분이 배당락일 초과수익률에 의해 발생하고 있음을 알 수 있다.

IV. 결론

본 논문에서는 최근 우리나라 주식시장에서 큰 관심을 끌고 있는 배당주 투자와 관련하여 시장에 알려진 바대로 과연 고배당 주식에 투자하여 시장수익률을 초과하는 수익을 올릴 수 있는지? 그렇다면 초과수익의 크기는 어느 정도인지? 그리고 고배당주 투자는 매년 유효하고, 적합한 투자 시점은 언제인지? 그 밖에 고배당 주식에 대해 초단기 배당락 투자는 가능한지? 등의 주식시장 참가자들이 갖고 있는 일반적인 의문에 대해 실증분석을 통해 답하고 있다. 이를 위해 2001년부터 2007년까지 한국거래소의 유가증권시장에 상장된 금융업을 제외한 12월 결산법인 가운데 매년 9월말 주가 대비 당해 연도 지급한 전년도 배당금으로 계산한 배당수익률이 높은 상위 20개 기업을 표본으로 선정하여 분석하였다. 분석결과는 다음과 같이 정리된다.

첫째, 전체 표본기간에 대한 결과는 9월말부터 다음 해 2월말까지 5개월 동안 고배당 주식의 평균 누적초과수익률은 9.64%로 나타나 전반적으로 우리나라 주식시장에서 고배당주 투자가 유효함을 알 수 있었다. 월별 평균 초과수익률은 10월 1.10%, 11월 1.75%, 12월 3.64%로서 3개월 평균 누적초과수익률이 6.49%에 이르고, 1월에는 평균 초과수익률이 -0.56%로 음(-)의 값을 보이다가 다시 2월에는 3.71%의 높은 초과수익률을 나타내고 있었다. 따라서 12월말 결산법인에 대한 고배당주 투자는 시장의 통념대로 9월 이후로 가능하지만, 초과수익률의 크기는 결산일이 있는 12월까지 지속적으로 커지고 있어 배당주 투자시점을 다소 늦추어도 배당주 투자는 여전히 유효함을 알 수 있다.

둘째, 전체 결과를 연도별로 나누어 살펴보면 고배당 주식의 투자성고가 큰 차이를 보이고 있다. 7개 연도 결과 가운데 2003년과 2001년은 고배당주 투자성고가 시

장수익률을 밑돌았고, 나머지 고배당주 투자가 유효했던 해에도 5개월 누적초과수익률이 최저 2.16%부터 최고 49.52%까지 커다란 편차를 보이고 있었다. 따라서 고배당주 투자가 매년 유효한 것은 아니고, 또한 유효한 경우라도 투자성과는 크게 달라질 수 있음을 시사하고 있다. 한편 7개 연도 자료만으로 의미 있는 결론을 얻기 어렵지만, 시장에서 흔히 알려진 바대로 주식시장이 침체일 때 배당주 투자가 더욱 유효하다는 속설은 연도별 시장수익률과 고배당주 투자성과를 비교한 결과에서 어느 정도 뒷받침되고 있었다.

셋째, 고배당주 투자의 유효성이 일부 주식에 한정되었을 가능성을 확인하기 위해 월별 초과수익률의 중간값을 구해 보니 대체로 평균값에 비해 낮은 수준을 나타냄으로써 일부 종목의 높은 초과수익률이 전체적으로 고배당주 초과수익률의 평균을 높였음을 알 수 있다. 하지만 1월을 제외하면 초과수익률의 값이 양(+)인 표본의 수가 51%에서 64%까지로서 대체로 고배당주 투자의 유효성을 부인할 수는 없고, 다만 이러한 결과는 고배당주 안에서도 초과수익률의 편차가 크기 때문에 종목에 따라 고배당주 투자의 유효성이 달라질 수 있음을 시사하고 있다.

넷째, 좀 더 현실적으로 고배당주 투자성과를 평가하기 위하여 시가총액 500억 이상인 종목가운데 배당수익률 상위 5위 안에 속하는 종목으로 고배당주 포트폴리오를 구성한 경우의 투자성과를 측정한 결과에서도 고배당주 투자를 중대형 주식에 한정하더라도 여전히 유효함을 알 수 있었다. 하지만 전체 결과를 연도별로 나누어 살펴보면 역시 중대형 고배당 주식의 투자성과도 큰 차이를 보이고 있었고, 이러한 연도별 투자성과를 시가총액 500억 이상이란 기준을 정하지 않은 경우와 비교해 보면 대체로 비슷한 패턴을 보이고 있지만 누적초과수익률의 크기는 서로 많이 다른 편이어서 고배당주 내에서도 어느 해에 어떤 종목을 선택하느냐에 따라 투자성과가 크게 달라질 수 있음을 암시하고 있다.

다섯째, 고배당 주식을 대상으로 배당락 효과를 측정한 결과에서는 전체 표본기간동안 이론 배당락은 평균 6.85%인 반면에 실제 배당락의 평균은 4.32%로서 평균 2.53%의 초과수익률이 발생하고 있었다. 따라서 고배당 주식을 대상으로 배당부일 증가에 주식을 매입하여 배당락일 시가에 주식을 매도하는 초단기 투자를 할 경우 거래비용은 무시하고 평균 2.53%의 초과수익이 발생하여 고배당주 배당락 투자가

유효함을 보여주고 있다. 한편, 배당락일 초과수익률의 중간값을 구해 보니 2.40%로 평균값과 크게 차이가 없고 초과수익률이 양(+)의 값을 보인 표본의 비율도 0.76으로 나타나 이러한 결과가 일부 주식에 한정되었을 가능성은 없는 것으로 확인되었다. 또한 연도별로 초과수익률의 크기에는 다소 차이가 있지만 표본기간인 2001년부터 2007년까지 매년 예외 없이 평균적으로 양(+)의 초과수익이 발생하고 있었다.

이러한 분석결과를 종합해 볼 때, 시장의 예상대로 우리나라 주식시장에서 고배당주 투자는 유효하나, 매년 일관성 있는 투자성가를 보여주고 있지는 못하고 선택 종목에 따라서도 차이가 있음을 알 수 있다. 배당주 투자시점은 9월 이후로 유효하지만, 초과수익률의 크기는 결산일이 있는 12월까지 지속적으로 커지고 있어 배당주 투자시점을 다소 늦추어도 배당주 투자는 여전히 유효함을 알 수 있다. 특히 고배당 주식을 배당락일 직전에 매입하여 직후에 매도하는 초단기 배당락 투자성과도 유효한 결과를 보여 주고 있다.

이러한 분석결과와 한계점으로는 우선 표본기간이 2001년부터 2007년까지 7년에 한정되고 있음을 들 수 있다. 이처럼 표본기간이 짧은 것은 우리나라 주식시장에서 배당에 대해 관심을 갖기 시작하고 실제 기업들이 본격적으로 배당을 지급한 시점이 1997년 외환위기를 계기로 외국인 주식소유비중 제한이 철폐되고 실제 외국인의 국내 주식 지분이 급증한 이후이기 때문이다. 따라서 앞으로 좀 더 시간이 흐르고 분석기간이 길어지면 배당주 투자의 유효성에 대한 보다 심도 있는 분석이 이루어질 수 있을 것이다. 특히, 고배당주 투자의 초과수익이 경기순환 및 PER, PBR 등의 다른 요인에 의해 발생할 가능성을 고려하는 연구가 향후 이루어져야 할 것이다. 또 다른 한계점으로는 실제 시장에서의 고배당 주식에 대한 투자는 증권사나 펀드 별로 각각 특화된 방법에 따라 종목 선택이 이루어지고 세밀한 투자전략이 구사되고 있는 반면에, 본 논문에서는 연구결과가 보편타당성을 갖기 위하여 비교적 간단한 기준에 의해 20개 고배당주 종목을 선택하고 단순한 투자전략을 이용하고 있는 점을 들 수 있다. 따라서 본 연구의 결과가 현실성이 적다는 비판을 받을 수 있으나, 반대로 이처럼 간단한 기준에 의해 고배당주 종목을 선택하고 매입 후 보유라는 단순한 투자전략을 이용하더라도 유효한 투자성가를 보이고 있다는 점에서

고배당주 투자의 유효성을 더욱 강하게 입증하고 있다고 볼 수 있다. 그 밖에 거래 비용을 감안한 투자성과를 보여주지 못한 점을 한계로 들 수도 있으나, 현실적으로 투자 주체별로 거래비용이 다르기 때문에 이를 반영하는데 어려움이 있음을 감안해야 할 것이다. 다만 우리나라 주식시장에서 거래비용이 가장 높은 개인투자자라고 하더라도 매입 및 매도 거래비용의 합이 1.5% 내외인 점을 고려하면, 본 연구에서 나타난 고배당주의 평균 누적초과수익률이나 배당락일의 평균 초과수익률이 거래비용을 월등히 초과한다는 점에서 고배당주 투자의 유효성은 통계적으로 뿐 아니라 경제적으로도 유의성을 갖는다고 할 수 있다.

〈참고문헌〉

- 김성민, “현금 배당락 조치 폐지 이후 배당낙일의 주가행태,” 『재무관리논총』 제9권 제1호, 2003, pp. 189-219.
- 김성민 · 김지은, “현금배당 사전공시기업의 정보효과 및 배당낙일의 주식수익률,” 『재무관리연구』 21권 제1호, 2004, pp. 1-32.
- 김태혁 · 신용길, “주식배당의 공시효과와 정보전달효과에 관한 연구,” 『증권학회지』 제15집, 1993, pp. 79-110.
- 남수현, “배당의 신호전달효과에 관한 실증연구,” 『재무관리연구』 제8권 제1호, 1991, pp. 43-67.
- 설원식 · 김수정, “외국인 투자자가 기업의 배당에 미치는 영향,” 『증권학회지』 제35집 제1호, 2006, pp. 1-40.
- 신민식 · 송준협, “기업의 배당개시결정에 관한 실증적 연구,” 『재무관리연구』 제24권 제4호, 2007, pp. 135-161.
- 양채열, “경영자지분과 배당정책,” 『재무연구』 제14호, 1997, pp. 125-144.
- 윤평식 · 김정국 · 정기호, “배당락일의 주가조정에 관한 연구,” 『증권학회지』 제22집, 1998, pp. 111-137.
- 주상룡, “내부자 소유구조가 배당정책에 미치는 영향에 관한 실증적 고찰,” 『재무연구』 제3권, 1990, pp. 101-120.
- Barclay, M., “Dividends, Taxes, and Common Stock Prices: The Ex-dividend Day Behavior of Common Stock Prices Before the Income Tax,” *Journal of Financial Economics* Vol. 19, 1987, pp. 31-44.
- Brennan, M., “Tax, Market Valuation and Corporate Financial Policy,” *National Tax Journal* Vol. 23, 1970, pp. 417-427.
- Black, F. and M. Scholes, “The Effects of Dividend-yield and Dividend Policy on Common Stock Prices and Returns,” *Journal of Financial Economics* Vol. 1, 1974, pp. 1-22.
- Elton, E. and M. Gruber, “Marginal Stockholder Tax Rates and the Clientele Effect,” *Review of Economics and Statistics* Vol. 52, 1970, pp. 68-74.

- Frank, M. and R. Jagannathan, "Why Do Stock Prices Drop By Less Than Value of the Dividend? Evidence From a Country Without Taxes," *Federal Reserve Bank of Minneapolis Staff Report*, 1997.
- Kalay, A., "The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: A Re-examination of the Clientele Effect," *Journal of Finance* Vol. 37, 1982, pp. 1059-1070.
- Kalay, A. and R. Michaely, "Dividends and Taxes: A Re-examination," *Financial Management* Vol. 29, 2000, pp. 55-75.
- Karpoff, J. and R. Walking, "Short-term Trading Around Ex-dividend Days: Additional Evidence," *Journal of Financial Economics* Vol. 21, 1988, pp. 291-298.
- Kato, K. and U. Lowenstein, "The Ex-dividend Day Behavior of Stock Prices: The Case of Japan," *Review of Financial Studies* Vol. 8, 1995, pp. 817-847.
- Keim, D., "Dividend Yields and Stock Returns: Implication of Abnormal January Returns," *Journal of Financial Economics* Vol. 14, 1985, pp. 472-489.
- Lasfer, A., "Ex-day Behavior: Tax or Short-term Trading Effects," *Journal of Finance* Vol. 40, 1985, pp. 875-897.
- Litzenberger, R. and K. Ramaswamy, "The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence," *Journal of Financial Economics* Vol. 7, 1979, pp. 163-196.
- Naranjo, A., M. Nimalendran, and M. Ryngaert, "Stock Returns, Dividend Yields, and Taxes," *Journal of Finance* Vol. 53, 1998, pp. 2029-2057.
- Park, J. and M. Kim, "Dividend Yields and Stock Returns: Evidence From the Korean Stock Market," *Asia-Pacific Journal of Financial Studies* Vol. 39, 2010, pp. 736-751.

Effectiveness of Investing in High-yield Stocks in the Korean Market

Jin-Woo Park

〈Abstract〉

Using the stocks listed on the Korea Exchange(KRX) for the period from 2001 to 2007, this paper examines whether investing in high-yield stocks is effective in the Korean market. Based on the dividend yield that is estimated as ratio of the previous year's dividend to the stock price at the end of September, each year top 20 high-yield stocks are selected for the sample. The empirical result exhibits that the cumulative average abnormal return during five months from the end of September to the end of February is 9.64%, indicating that investing in high-yield stocks is effective in the Korean market. However, the result is somewhat different every year, showing that the high-yield effect tends to manifest during a downturn in the stock market. In addition, the average results are not distorted by outlier, and the high-yield effect persists after excluding small-firm samples. In the investigation of the ex-day abnormal returns that are computed by the difference between the theoretical price drop and actual price changes around the ex-dividend day, the average excess return amounts to 2.53% for the sample of high-yield stocks, indicating that the ex-dividend trading strategy is effective at least for the high-yield stocks in the Korean stock market.

Key Words: Dividend Yield, High-yield Stocks, Abnormal Return, Ex-dividend
JEL Classifications: G11, G12, G35

