

액면분할이 주가 및 거래량에 미치는 영향: M&A 방어수단으로의 가능성*

박 정 식**

장 욱***

.....

액면분할은 1997년 말 허용된 후 최근까지 80여 건 이상의 실적을 기록하였다. 액면분할이 주가와 거래행태에 미치는 영향에 대해서는 전통적으로 정보효과의 관점과 유동성효과의 관점에서 논의되는 것이 주류이다. 그러나 최근 증권시장에서는 M&A 방어수단으로 액면분할이 이용되고 있는 것처럼 여겨진다. 본 논문은 M&A의 방어수단이라는 관점에서 액면분할이 주가 및 거래행태에 미치는 효과를 실증분석하였다. 그 결과 다음과 같은 사실이 발견되었다.

첫째, 전통적인 관점에서 액면분할이 주가, 거래량 및 주가변동성에 미치는 효과를 검증하였다. 액면분할은 주가, 거래량 및 주가변동성에 영향을 준다. 액면분할은 주가에 비정상적인 정(+)의 초과수익을 준다. 이는 선행연구에서 검증한 결과들과 일치한다. 액면분할은 주식회전율의 증가를 가져온다. 또한 액면분할은 주가변동성의 증가를 가져온다.

둘째, 주가수준과 시가총액의 차이가 액면분할의 효과에 차별적인 영향을 준다. 고주가 그룹의 액면분할이 저주가 그룹보다 주가와 회전율에 미치는 효과가 낮다. 시가총액의 경우에도 시가총액이 높은 그룹의 액면분할이 낮은 그룹보다 효과가 낮다. 회전율의 경우에도 동일한 차이를 나타냈다.

셋째, 기업의 재무적인 특성의 차이가 액면분할의 효과에 차별적인 영향을 준다. 부채비율의 차이는 액면분할이 주가에 미치는 영향에 차이를 가져오지는 않지만 회전율의 경우에는 부채비율이 높은 그룹의 회전율 증가가 낮은 그룹보다 크다. ROE의 경우에는 ROE가 낮은 그룹의 액면분할이 주가와 회전율에 미치는 영향이 작았다. PER의 경우에도 PER가 낮은 그룹의 액면분할이 주가와 회전율에 미치는 영향이 작았다. 자본비용의 경우에는 자본비용이 높은 그룹의 액면분할이 주가와 회전율에 미치는 영향이 크다. 영업이익성장률의 경우에는 주가에 미치는 영향은 차이가 없으나 회전율에는 영업이익성장률이 낮은 그룹의 영향이 크다. 위의 결과에서 보면 대체로 부채비율과 자본비용은 높은 그룹의 액면분할의 영향력이 크고 ROE, PER, 그리고 영업이익성장률은 낮은 그룹의 액면분할의 영향력이 크다. 이는 부채비율과 자본비용이 높고 ROE, PER와 성장률이 낮은 기업들이 M&A의 대상이 되는 기업 후보라고 할 때 이런 기업이 액면분할을 실시할 경우 투자자들에 대한 가격정보효과와 유동성제고효과가 더 크다는 것을 알 수

* 본 연구는 서울대학교발전기금의 지원으로 행한 것입니다.

** 서울대학교 경영대학 교수

*** 한국기업평가 연구원

있다.

이상의 결과를 종합해 보면 액면분할은 M&A의 방어수단으로 가치가 있는 것으로 사료된다. M&A 대상 기업은 액면분할을 통해 투자자들에게 이에 관한 정보를 전달하여 매입가격을 높일 수 있다. 또한 액면분할을 통해 주식의 유동성을 높이고 소액투자자들의 거래를 높여서 M&A의 위협을 완화시킬 수 있는 것으로 생각된다.

.....

I. 서 론

액면분할은 주식의 환산 및 거래단위를 세분화하는 것으로 예를 들면 5,000원을 한 주로 환산하던 주식을 500원을 한 주로 환산하는 것으로 변경하는 것이다. 이러한 액면분할은 단지 환산단위를 조정하는 것이기 때문에 증권시장이 효율적이라면 주가에 미치는 영향이 하나도 없다. 그러므로 액면분할이 증권시장에서 영향력을 가지는 정책변수로서 작용한다면 이는 흥미로운 연구주제가 될 것이다. 최근 기업들 사이에서 M&A에 대한 위기감이 증폭되고 있다. 이러한 외부의 위협에 대하여 기업들은 다양한 방어수단을 강구하고 있는데 액면분할(stock split or par split)도 하나의 방법으로 사용되고 있다. M&A의 방어수단으로서 액면분할이 효과가 있다면 증권시장에서 투자자들의 행태를 엿볼 수 있는 좋은 기회가 될 것이다.

액면분할은 다음과 같은 메커니즘으로 M&A의 방어수단으로 작용할 수 있다. M&A 대상 기업은 제1대주주를 제외한 주식의 소유분산이 잘 이루어지지 않은 기업들이 많다. 따라서 공격자가 피합병기업의 주주들 중 소수의 주주의 포섭에 성공하면 M&A에 성공할 가능성이 있다. 그러나 여기에 대하여 제1대주주가 피합병기업의 주식에 대하여 액면분할을 하면 주수는 액면분할비율만큼 증가하고 주가는 반대로 하락하게 된다. 그러면 주식의 유동성이 증가하여 소액투자자들의 매매가 증가하고 전체적으로 주식을 보유한 주주는 증가하게 된다. 주주수가 증가한다는 것은 소유의 분산정도가 개선되었다는 것을 의미하고 이는 M&A의 방어수단으로 작용한다. 이러한 작용은 주가와 거래량의 변화에 나타나는 바 이를 검증하면 그런 사실을 엿볼 수 있을 것이다.

지금까지 액면분할은 신호전달(signalling), 최적거래단위(optimal tick-size), 세금음

션(tax-option), 그리고 거래범위(trading range) 등으로 설명하려는 이론이 있었다. 그러나 이것을 M&A와 연결하여 설명하는 이론은 드물다. 본 연구는 액면분할의 동기를 M&A의 방어수단으로 연결하려는 것으로 재무관리에 새로운 성과가 기대된다.

본 연구는 다음과 같이 구성된다. 2장에서는 액면분할에 관한 선행연구를 고찰한다. 3장에서는 연구내용과 연구방법론을 기술한다. 4장에서는 분석결과를 제시한다. 마지막으로, 5장에서는 결론을 맺는다.

II. 선행연구

액면분할에 대한 연구는 보통 네가지 유형으로 나누어 볼 수 있다. 신호전달, 최적거래단위, 세금옵션, 그리고 거래범위이다.

기업의 경영자와 투자자 사이에는 정보비대칭이 존재하며 경영자는 주식분할과 같은 재무적 의사결정을 통해 투자자에게 미래 현금흐름의 개선과 같은 기업에 대한 호의적인 정보를 전달하여 기업가치를 증대시키고자 한다는 것이 신호전달효과의 입장이다. Brennan and Copeland(1988)은 가격이 높은 주식에 비해 가격이 낮은 주식의 거래비용이 낮기 때문에 가격이 높은 주식을 액면분할하여 가격을 낮추면 거래비용이 절감되는 효과가 있다고 주장하였다. Brennan and Hughes(1991)는 가격이 낮은 주식은 가격이 높은 주식에 비해 증권중개인이 매수를 권장하고 증권분석가들도 더 관심을 갖기 때문에 액면분할을 하면 주가에 그 프리미엄이 반영되어 유리하게 작용한다고 설명하고 있다.

Angel(1996)은 기업은 액면분할을 이용하여 거래단위가 최적이 되도록 조정한다고 하였다. 거래단위가 최적으로 조정되면 주식의 유동성이 향상되기 때문에 그만큼 프리미엄이 생긴다고 주장하였다.

Lamoureux and Poon(1987)은 액면분할후의 주가의 변동성이 증가하기 때문에 투자자들은 매수, 매도에 유리한 시기선택기회를 가질 수 있다고 주장하였다.

Baker and Gallagher(1980)은 경영자들이 액면분할을 하는 이유는 최적거래범위 때문이라고 설명하였다. 즉, 액면분할을 통하여 주식의 가격을 적절한 수준으로 조정하면 주식의 유동성이 향상된다는 것이다. 주식의 유동성이 향상되면 그 프리미엄만큼

주가가 상승하기 때문에 액면분할은 주가관리에 긍정적인 영향을 준다고 주장하였다.

III. 연구내용 및 방법론

액면분할이 투자자들에게 정보를 제공하고 유동성을 제고시키는 것은 주가변화와 거래량의 변화에 나타난다. 투자자들에게 정보를 제공하는 효과는 누적주식초과수익률을 통해 검증하고 투자자들의 유동성을 제고하는 효과는 회전율을 통해 검증하도록 한다.

액면분할은 액면분할을 공시한 날과 실제 분할이 이루어진 날이 약 79일 정도 차이가 난다. 따라서 두 날을 분리하여 각각 효과를 살펴보도록 한다. 누적주식초과수익률의 경우에는 액면분할 공시일 전후의 정보효과가 중요하므로 공시일을 기준으로 살펴보도록 한다. 그러나 회전율의 경우에는 액면분할로 인해 주식수가 증가한 날의 회전율 증감이 중요한 기준이기 때문에 분할일을 기준으로 유동성효과를 보도록 한다. 부수적으로 주가변동성은 액면분할로 인해 증가하는 경향이 검증되고 있다. 주가변동성이 증가하는 이유는 액면분할의 결과 주가가 적정 수준으로 조정되어 거래량이 증가한 결과라고 볼 수 있다. 이를 주가변동성으로 효과를 검증한다.

액면분할의 효과는 사건연구(event study) 방법을 통해 사건일 전후의 주가와 거래량의 변화추이를 살펴보는 것이 타당할 것이다. 검증표본(test sample)은 액면분할을 공시하고 실시한 기업집단을 대상으로 한다. 비교표본(matched sample)은 검증표본과 동종업종에 속한 기업들로서 대응되는 비교표본 기업들과 기업규모가 비슷한 기업을 선정하여 대상으로 한다.

기간차이는 주별로 설정한다. 일별 자료는 시장마찰요인의 영향을 고려해야 하기 때문에 이를 완화시켜 주는 주별 자료를 이용한다. 주가, 거래량, 그리고 기업의 재무자료는 와이즈넷(wisenet)에서 무료로 제공하는 자료를 사용하였다.¹⁾ 이 자료는 최근

1) wisenet은 자료를 제공하는 기업의 이름으로 www.wsn.co.kr에서는 주가와 재무자료를 무료로 이용할 수 있다.

까지 자료를 구하기가 쉽고 금융기관 들에서도 많이 사용하는 자료이기 때문에 신뢰성에는 큰 문제가 없을 것이다.

액면분할이 주가, 거래량 및 주가변동성에 미치는 효과를 사건연구를 통해 분석한다. 사건일 전후 -10주부터 +10주까지 변화를 비교표본과 대응표본 사이에 각각 비교한다. 주가에 미치는 영향은 검증표본의 주별 누적주식초과수익률(CAR)의 추이와 비교표본의 그것을 비교하여 분석한다. 거래량에 미치는 영향은 검증표본의 주별 회전율(turnover)의 변화를 비교표본의 그것과 비교하여 분석한다. 회전율은 다음과 같은 식으로 계산한다.

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

주가변동성에 미치는 영향은 검증표본의 주별 변동성을 비교표본의 그것과 비교하여 분석한다. 주별 변동성은 다음과 같은 식으로 계산한다.²⁾

$$\text{변동성} = (\text{수익률})$$

M&A 대상 기업은 아직까지 뚜렷한 분류 기준이 없다. 따라서 기업의 시장요인과 재무적인 요인으로부터 선정한다. M&A 대상기업을 판단하는 시장요인으로는 주가 수준과 시가총액을 사용한다. 또한 재무적인 요인으로는 부채비율, ROE, PER, 자본비용, 그리고 영업이익성장률로 판단한다. 재무적인 요인은 사건일 현재 가장 가까운 결산일의 재무자료를 이용하도록 한다. 이러한 요인들이 M&A에 주는 영향을 통합적으로 설명하는 모형은 존재하지 않기 때문에 이들의 영향을 각각 살펴보도록 한다. 검증자료가 충분하면 이들의 영향을 복수로 통제하여 살펴볼 수 있으나 자료가 충분하지 않기 때문에 개별적인 영향의 차이만을 살펴보도록 한다. 추후 자료가 더 확보되면 이들의 영향을 더욱 자세히 살펴볼 수 있을 것이다.

자본비용 중 자기자본비용은 종합주가지수와 개별주가 사이의 월별 수익률의 공분

2) 주가변동성을 측정하는 방법에는 여러 가지가 있을 수 있다. 본 논문과 같은 방법으로 주가 변동성을 측정한 연구는 Kim and Rhee(1997)에서 선행연구를 찾아볼 수 있다.

산을 60개월 동안 추정하여 계산하였다. 타인자본비용은 직전 결산일의 재무제표 자료에 나타난 지급이자를 부채액으로 나누어 계산한다.³⁾ 이를 시장가치비율로 가중평균하여 가중평균자본비용을 계산한다.

IV. 실증분석결과

1. 기초분석

1997년 11월부터 2000년 2월까지 총 127건의 액면분할에 관한 공시가 기록되었다. 이중 88건은 액면분할을 추진하겠다는 공시였고 액면분할을 추진하는 이유로는 모두 유동성 제고를 이유로 들었다. 나머지 39건 중에서 22건은 액면분할을 부인하는 내용이고, 9건은 추후 재공시하거나 추후 재검토하겠다는 내용이었다.

연도별로는 액면분할이 허용된 1997년 하반기부터 약간의 실적이 있으나 주가가 상승하기 시작한 1999년에 액면분할 실적이 집중된 것은 유동성 제고 가설을 지지하는 결과라고 해석할 수 있다.

〈표 1〉 공시내용 분석

공시구분	공시	(%)
부인공시	22	(17.3)
추후재검토	3	(2.4)
추후재공시	6	(4.7)
검토중	8	(6.3)
액면분할(유동성제고)	88	(69.3)
합계	127	(100.0)

3) 베타를 추정하는 방법에는 많은 이견이 존재할 수 있다. 종합주가지수를 단일지수로 사용하는 것은 많은 비판을 받을 수 있다. 그러나 이를 수용하여 베타를 추정하는데는 아직 일반화된 방법론이 존재하지 않고 학계에서도 논란이 있다. 이에 대한 선행연구로는 송영출과 이진근(1997), 남주화와 조장욱(1997), 그리고 김응환, 김명균과 이재경(1998)의 연구를 들 수 있다. 여기에서는 전통적인 추정방법을 사용하기로 한다.

〈표 2〉 연도별/월별 액면분할 실적

연 \ 월	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	합계 (%)
1997											3		3 (3.4)
1998		6	4		2	1	1	1		1		1	17 (19.3)
1999		18	4	1	8	3	5	6	1	1	4	2	53 (60.2)
2000	6	9											15 (17.1)
합계 (%)	6 (6.8)	33 (37.5)	8 (9.1)	1 (1.1)	10 (11.4)	4 (4.6)	6 (6.8)	7 (8.0)	1 (1.1)	2 (2.3)	7 (8.0)	3 (3.4)	88 (100)

〈표 3〉 분할비율에 따른 액면분할실적

분할비율	실적 (%)	설명
1/2	8(9.1)	5,000→2,500
1/5	10(11.4)	5,000→1,000
1/10	69(78.4)	5,000→500
1/50	1(1.1)	5,000→100
합계	88(100.0)	

분할비율은 1 대 10(5,000 → 500)이 압도적인 비율로 많다. 이는 상당히 높은 비율로 액면분할을 실시하는 기업이 많다는 것인데 유동성제고를 지지하는 증거로 볼 수 있다.

2. 액면분할이 주가, 거래량 및 주가변동성에 미치는 효과

다음 표는 액면분할을 공시한 날 전후 ±10주간의 검증표본에 대한 누적초과주식 수익률의 변화를 같은 기간 동안의 비교표본에 대한 변화와 비교한 결과를 나타냈다.

〈표 4〉 액면분할 공시일 전후 누적주식수익률의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-10	3.29	0.48	2.80	
-9	2.23	-1.23	3.46	
-8	4.42	3.97	0.44	
-7	8.96	8.47	0.48	
-6	11.57	8.96	2.60	
-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	**
6	39.85	12.72	27.13	**
7	47.80	13.36	34.45	**
8	49.52	15.26	34.26	**
9	57.73	19.72	38.01	**
10	55.29	25.00	30.29**	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

액면분할은 공시 8주 전부터 주가에 변화를 주고 있다. 액면분할 후 10주간 누적해서 55.29%의 초과수익률을 나타내고 있다. 양정아(1999)에서도 액면분할 전후 정(+)의 누적초과수익률을 보고하고 있다. 공시 전과 후에 초과수익이 발생한 것은 시장의 비효율성을 반영하는 것이라고 볼 수 있다. 비교표본의 누적초과수익률도 상당폭 상승한 것이 이채롭다. 이는 주식시장이 전반적으로 상승한 것과 무관하지 않을 것으로 생각된다.⁴⁾

4) 액면분할을 부인공시한 기업에 대하여 공시일 전후 누적주식수익률의 변화를 보면 액면분할을 부인해도 상당폭으로 주가가 상승한다. 이는 액면분할을 부인해도 시장에서는 이를 신뢰하지 않는 것으로 생각된다.

〈표 5〉 액면분할일 전후 누적주식수익률의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-10	-0.54	1.57	-2.10	
-9	5.29	4.94	0.35	
-8	6.28	6.69	-0.41	
-7	7.59	7.86	-0.27	
-6	9.95	5.67	4.28	
-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	
6	21.07	15.86	5.21	
7	22.43	17.86	4.57	
8	25.39	19.20	6.19	
9	26.59	20.77	5.82	
10	30.47	22.81	7.66	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

액면분할 공시일과 실제 액면분할이 이루어진 날과는 최저 45일부터 최고 182일까지 평균 79일이 차이가 나고 있다. 공시일과 액면분할일이 차이가 크기 때문에 액면분할일 전후의 누적주식수익률 변화를 살펴보았다. 액면분할일 전후에도 지속적인 초과수익률이 발견되었다. 그러나 비교표본과 비교하면 그 차이는 유의적이지 않다. 이는 액면분할의 효과가 정보가 공시된 시점에 이미 반영된 결과로 생각된다.

〈표 6〉은 액면분할을 공시한 날 전후의 검증표본의 회전율의 변화를 비교표본과 비교하였다. 검증표본의 회전율은 액면분할 공시 전부터 상승하여 정보효과를 반영하고 있다. 액면분할 공시 후 액면분할까지 평균 79일이 소요되기 때문에 이 결과에는 액면분할에 따른 주식수량의 증가는 없다. 따라서 순수하게 정보효과에 따른 회전

〈표 6〉 액면분할 공시일 전후 회전율의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-10	2.21	2.56	-0.35	
-9	2.41	2.71	-0.30	
-8	1.59	3.45	-1.86	**
-7	2.09	3.24	-1.15	*
-6	1.97	2.80	-0.83	
-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	
6	1.68	2.30	-0.62	
7	1.79	2.11	-0.32	
8	1.73	2.40	-0.66	**
9	1.60	2.95	-1.35	*
10	2.23	2.80	-0.57	*

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

을 증가라고 생각할 수 있다. 비교표본의 회전율은 공시 전후 비슷한 양상을 보여주고 있다. 검증표본과 비교표본 사이에는 회전율 차이가 체계적으로 유의적이지 않다.

〈표 7〉에서는 실제 액면분할을 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. 액면분할의 대부분이 주식수가 10배로 증가하는 1 대 10 분할임을 감안하면 회전율 증가는 높은 수준임을 알 수 있다. 더욱이 회전율이 증가했다면 이는 큰 거래 증가를 의미하는 것으로 유동성 제고 가설을 지지하는 결과라고 볼 수 있다. 그러나 비교표본과 비교하면 회전율 증가가 두드러지지 않는다. 이는 그 차이가 작은 데도 원인이 있지만

〈표 7〉 액면분할일 전후 회전율의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-10	1.67	2.00	-0.32	
-9	1.70	2.12	-0.42	
-8	2.12	1.94	0.18	
-7	1.22	2.46	-1.24	*
-6	1.64	2.32	-0.67	
-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	-2.07	**
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	
6	2.40	1.58	0.83	
7	2.08	1.82	0.26	
8	3.10	2.00	1.10	
9	3.24	2.57	0.67	
10	4.53	2.85	1.68	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

표본 수가 적은 데도 부분적인 원인을 찾을 수 있다.

〈표 8〉에서는 액면분할에 따른 주가변동성의 변화를 살펴보았다. 액면분할의 결과로 주가변동성이 증가한다는 것은 거래증가를 의미하는 것으로 시장에서 새로운 정보를 소화하는데 시간이 걸린다는 것을 의미한다. 주가변동성의 증가는 거래량 증가와 맥을 같이 하는 것으로 유동성제고가설을 지지하는 증거로 활용할 수 있다. 그러나 본 논문에서는 유동성제고가설은 회전율의 변화만을 통해서 검증하기로 한다.

액면분할 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 특

〈표 8〉 액면분할 공시일 전후 주가변동성의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-10	170.44	153.46	16.97	
-9	117.83	131.76	-13.93	
-8	112.20	307.96	-195.76	*
-7	156.94	327.60	-170.66	*
-6	142.28	173.87	-31.59	
-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	
6	102.64	69.51	33.13	
7	220.07	137.53	82.54	
8	144.50	105.04	39.46	
9	259.88	208.23	51.65	
10	224.44	170.92	53.52	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

이한 변화는 없다. 그러나 검증표본과 비교표본의 차이는 그다지 유의적이지 않다. 공시일 전후 짧은 기간동안 변화는 눈에 띄지만 그 이후 장기적인 변화는 확연히 드러나지 않는다. 이후 일일주가를 이용하여 검증하면 좀 더 자세한 변화를 관찰할 수 있을 것이다.

공시일 이후 9~10주 이후에 변동성이 증가하는 것은 공시일과 분할일 사이의 시간차이 때문에 변동성 증가가 이어지기 때문으로 생각된다. 분할일은 정보효과는 사라지지만 물리적으로 많은 수량의 유동주식증가가 수반되기 때문에 거래량 증가에 따른 변동성 증가가 따르게 된다.

〈표 9〉의 결과를 보면 액면분할일 전후에도 액면분할 공시일 전후와 마찬가지로

〈표 9〉 액면분할일 전후 주가변동성의 변화

주	검증표본	비교표본	차이	유의수준
-10	85.50	205.20	-19.70	
-9	83.90	275.18	-191.28	
-8	161.39	135.85	25.54	
-7	70.48	77.29	-6.82	
-6	62.08	98.60	-36.51	
-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	
6	80.47	90.78	-10.31	
7	61.75	131.83	-70.08	
8	182.21	127.43	54.78	
9	154.44	157.62	-3.18	
10	112.48	126.23	-13.76	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

주가변동성의 증가가 수반된다. 공시 직후 주가변동성의 상승이 두드러 진다. 이 또한 일주일 사이에 변화가 집중되기 때문에 주별 자료로는 변화를 자세히 판단하기 어렵다. 이후 일별 자료를 이용하여 검증하면 보다 자세한 변화를 관찰할 수 있을 것이다.

액면분할일에도 유의적인 변화가 관찰된다는 것은 시장의 후진성을 반영하는 결과이다. 비록 짧은 기간동안 나타났다가 사라지지만 시장의 정보소화가 효율적이지 않다는 것을 반영하는 것이다.

3. 주가수준의 차이에 따른 액면분할의 효과차이

여기에서는 주가수준의 차이가 액면분할에 미치는 영향을 살펴본다. 일반적으로 단순 주가의 수준은 그 기업의 가치를 나타내는 척도로 이용된다. 따라서 이는 M&A의 대상 기업을 판별하는 요인으로 생각할 수 있고 이들의 차이는 액면분할의 효과에도 영향을 미칠 것이다.

액면분할 공시일과 액면분할일의 주가분포는 다음과 같다. 액면분할이 주가가 높은 주식이 적정 주가수준을 확보하기 위해 실시한다는 이론과는 달리 주가수준의 분포는 상당히 다양하게 흩어져 있다. 액면분할 기업들을 주가수준에 따라 4등분하여 4개의 소집단으로 구분하였다. 이 중 제1그룹과 제4그룹을 비교하여 이들의 차이를 효과의 차이로 간주하였다.

〈표 11〉의 결과를 보면 액면분할 공시일 전후 고주가 그룹과 저주가 그룹 사이의 누적초과주식률의 차이는 유의적이지 않다. 여기에는 각 그룹내 표본의 숫자가 20여 개 정도로 적는데 부분적인 원인을 찾을 수 있다. 그러나 각 그룹간의 추세는 일관성을 보이는데 저주가 그룹의 주가상승이 고주가 그룹의 주가상승보다 낮다. 이는 주가를 거래하기 좋은 적정가격으로 만들기 위해 액면분할을 한다는 이론에는 부합되는 결과라고 볼 수 있다. 그러나 이를 지지하기에는 그 차이가 두드러 지지 않는다.

〈표 12〉는 주가 그룹별 액면분할일 전후 회전율의 변화를 누적적으로 나타낸 결과이다. 누적 변화를 사용한 이유는 회전율이 증가하는 양상을 분명히 보여주기 위함이다. 분명하게 저주가 그룹의 회전율 상승이 고주가 그룹에 비하여 두드러지게 나타난다. 이는 유동성제고가 액면분할의 원인이라는 견해와는 상반될 수 있는 결과이다.

〈표 10〉 사건일의 주가수준

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

주) Q1, Q2, Q3는 분포를 4분할한 것의 경계값이다.

〈표 11〉 주가 그룹별 액면분할 공시일 전후 누적초과주식수익률 변화

주	고주가 그룹	저주가 그룹	차이	유의수준
-10	3.09	0.65	2.44	
-9	1.42	-1.02	2.44	
-8	5.63	-3.24	8.87	
-7	12.05	2.59	9.46	
-6	16.45	1.95	14.5	
-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	
+6	44.23	39.14	5.09	
+7	50.80	56.26	-5.46	
+8	51.15	57.71	-6.56	
+9	55.48	74.69	-19.21	
+10	60.10	57.83	2.27	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

4. 시가총액의 차이에 따른 액면분할의 효과차이

여기에서는 시가총액의 차이가 액면분할에 미치는 영향을 살펴본다. 일반적으로 시가총액의 수준은 그 기업의 규모를 나타내는 척도로 이용된다. 규모가 큰 기업은 M&A를 하기 위해서는 많은 비용이 소요된다. 따라서 M&A 대상기업은 기업규모가 크지 않은 것이 보통이다. 이 같은 사실에서 시가총액은 M&A의 대상 기업을 판별하는 요인으로 생각할 수 있고 이들의 차이는 액면분할의 효과에도 영향을 미칠 것이다.

〈표 12〉 주가 그룹별 액면분할일 전후 누적회전율의 변화

주	고주가 그룹	저주가 그룹	차이	유의수준
-10	0.84	1.47	-0.63	
-9	1.28	5.46	-4.18	**
-8	1.65	9.59	-7.94	**
-7	2.29	11.41	-9.12	**
-6	2.91	12.98	-10.07	**
-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	49.30	-36.97	**
+6	13.32	53.04	-39.72	**
+7	14.21	56.25	-42.04	**
+8	14.86	61.00	-46.14	**
+9	15.86	67.39	-51.53	**
+10	17.02	76.55	-59.53	**

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

액면분할 공시일과 액면분할일의 시가총액 분포는 다음과 같다. 시가총액을 기업의 규모와 연관지어 생각할 때 시가총액의 분포는 상당히 다양하게 흩어져 있다. 액면분할 기업들을 시가총액에 따라 4등분하여 4개의 소집단으로 구분하였다. 이 중 제

〈표 13〉 사건일의 시가총액(억원)

	평균	표준편차	Q1	Q2	Q3
액면분할 공시일	1,433	3,259	449	709	1,115
액면분할일	1,292	1,274	575	948	1,433

주) Q1, Q2, Q3는 분포를 4분할한 것의 경계값이다.

〈표 14〉 시가총액 그룹별 액면분할 공시일 전후 누적초과주식수익률 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	2.01	4.56	-2.55	
-9	0.13	6.99	-6.86	
-8	5.66	7.22	-1.56	
-7	8.36	9.42	-1.06	
-6	9.91	9.55	0.36	
-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	
+6	43.77	42.13	1.64	
+7	48.59	53.37	-4.78	
+8	54.62	52.55	2.07	
+9	61.45	65.26	-3.81	
+10	49.57	71.07	-21.50	**

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

1그룹과 제4그룹을 비교하여 이들의 차이를 효과의 차이로 간주하였다.

시가총액이 큰 그룹의 누적초과주식수익률 증가가 시가총액이 작은 그룹보다 작다. 이는 기업규모가 작은 기업의 액면분할의 정보효과가 더 크다는 것으로 생각할 수 있다. M&A 대상기업이 일반적으로 규모가 작은 기업임을 감안할 때 액면분할은 M&A의 효율적인 방어수단임을 알 수 있다.

시가총액이 큰 그룹의 회전을 증가가 시가총액이 작은 그룹보다 적다. 이는 기업규모가 작은 기업의 액면분할의 유동성제고효과가 더 크다는 것으로 생각할 수 있다. M&A 대상기업이 일반적으로 규모가 작은 기업임을 감안할 때 기업규모가 작은 기업의 액면분할은 투자자들의 유동성을 제고시켜 M&A의 효율적인 방어수단임을 알

〈표 15〉 시가총액 그룹별 액면분할일 전후 누적회전율의 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	1.29	0.85	0.44	
-9	2.32	3.01	-0.69	
-8	3.35	6.51	-3.16	
-7	4.15	7.73	-3.58	
-6	5.33	9.39	-4.06	
-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	
+6	31.72	34.48	-2.76	
+7	33.77	36.49	-2.72	
+8	35.51	39.69	-4.18	
+9	37.42	44.83	-7.41	
+10	39.32	51.39	-12.07	**

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

수 있다.

5. 부채비율의 차이에 따른 액면분할의 효과차이

여기에서부터는 기업의 재무적 변수들의 차이가 액면분할의 효과에 미치는 차별적인 영향을 살펴본다. 부채비율은 기업의 지급능력을 표현하는 척도로 M&A 대상기업은 부채비율이 낮은 기업보다는 높은 기업일 가능성이 높다. 따라서 이는 M&A 대상기업으로서의 특징을 판별하는 중요한 변수가 될 것이다. 액면분할 사건일의 부채비율은 평균 130% 대이다.

〈표 16〉 사건일의 부채비율

	평균	표준편차	Q1	Q2	Q3
액면분할 공시일	134	135	57	100	153
액면분할일	139	148	58	99	161

주) Q1, Q2, Q3는 분포를 4분할한 것의 경계값이다.

〈표 17〉 부채비율 그룹별 액면분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	3.00	3.33	-0.33	
-9	3.13	2.81	0.32	
-8	5.77	7.38	-1.61	
-7	10.72	12.23	-1.51	
-6	12.12	14.44	-2.32	
-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	
+6	47.47	48.04	-0.57	
+7	57.99	47.94	10.05	
+8	58.64	46.38	12.26	
+9	68.12	49.65	18.47	*
+10	59.61	56.48	3.13	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

부채비율이 높은 그룹의 액면분할의 정보효과가 낮은 그룹보다 크다. 그러나 그 차이는 유의적이지 않다. 부채비율이 높은 기업이 M&A의 대상이 될 가능성이 높기 때문에 이러한 기업의 액면분할은 정보효과가 크다.

〈표 18〉 부채비율 그룹별 액면분할일 전후 누적회전율의 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	1.92	0.89	1.03	
-9	5.24	1.45	3.79	
-8	9.54	2.36	7.18	
-7	11.39	3.03	8.36	
-6	13.32	4.38	8.94	
-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	*
+6	55.24	18.09	37.15	*
+7	58.57	19.06	39.51	*
+8	63.96	20.15	43.81	*
+9	70.00	21.30	48.70	*
+10	80.55	22.51	58.04	**

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

부채비율이 높은 그룹의 액면분할이 유동성제고효과가 크다. 이는 효과가 분명한 데 부채비율이 높은 기업의 액면분할은 효과가 크다. 그러나 그 원인은 정확하지 않다.

6. ROE의 차이에 따른 액면분할의 효과차이

ROE는 기업의 수익성을 표현하는 지표로 ROE가 낮은 기업이 M&A의 대상이 될 가능성이 높다. 액면분할 사건일의 평균 ROE는 6% 수준이다.

ROE가 낮은 기업의 액면분할의 정보효과가 ROE가 높은 기업보다 크다. ROE가

〈표 19〉 사건일의 ROE

	평균	표준편차	Q1	Q2	Q3
액면분할 공시일	6.63	24.93	1.13	7.00	17.12
액면분할일	6.26	27.79	1.53	7.77	17.52

주) Q1, Q2, Q3는 분포를 4분할한 것의 경계값이다.

〈표 20〉 ROE 그룹별 액면분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	5.26	1.84	3.42	
-9	3.74	3.91	-0.17	
-8	6.67	6.31	0.36	
-7	9.86	12.11	-2.25	
-6	9.14	14.00	-4.86	
-5	9.20	17.75	-8.55	
-4	9.71	24.30	-14.59	
-3	10.77	26.79	-16.02	
-2	16.25	34.10	-17.85	
-1	16.73	36.69	-19.96	
+1	20.37	40.27	-19.90	
+2	21.33	39.36	-18.03	
+3	22.53	39.06	-16.53	
+4	25.73	45.83	-20.10	
+5	30.02	49.31	-19.29	
+6	32.35	54.52	-22.17	
+7	35.49	64.50	-29.01	
+8	36.94	68.86	-31.92	
+9	44.20	79.11	-34.91	
+10	50.93	74.72	-23.79	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

낮다는 것은 이익이 적게 나는 기업을 의미하고 이러한 기업의 액면분할 정보효과가 상대적으로 크다는 것은 투자자들이 이를 진지하게 받아들인다는 것으로 볼 수 있다. 이는 M&A 대상기업의 액면분할이 투자자들에게 주는 정보효과가 크다는 것을 의미

〈표 21〉 ROE 그룹별 액면분할일 전후 누적회전율의 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	0.46	2.35	-1.89	**
-9	1.02	5.22	-4.20	**
-8	1.54	9.84	-8.30	**
-7	1.88	12.24	-10.36	**
-6	2.48	14.58	-12.10	**
-5	2.96	16.97	-14.01	**
-4	3.61	20.01	-16.40	**
-3	4.25	22.32	-18.07	**
-2	5.64	26.34	-20.70	**
-1	5.64	26.57	-20.93	**
+1	7.19	31.51	-24.32	**
+2	8.75	35.15	-26.40	**
+3	10.10	38.96	-28.86	**
+4	11.07	45.33	-34.26	**
+5	12.76	50.19	-37.43	**
+6	12.31	53.97	-41.66	**
+7	13.52	57.14	-43.62	**
+8	15.47	61.65	-46.18	**
+9	17.21	67.33	-50.12	**
+10	19.11	74.59	-55.48	**

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

한다.

ROE가 낮은 기업의 액면분할이 높은 기업보다 유동성제고효과가 크다. 여기에서도 앞의 부채비율과 마찬가지로 정보효과보다 유동성제고효과의 크기가 크다고 볼 수 있다.

7. PER의 차이에 따른 액면분할의 효과차이

PER는 기업의 내재가치를 표현하는 변수로서 PER가 낮은 기업이 일반적으로 주당이익이 크기 때문에 M&A의 대상이 될 가능성이 높다. 액면분할 사건일 평균 PER

〈표 22〉 사건일의 PER

	평균	표준편차	Q1	Q2	Q3
액면분할 공시일	17.50	33.34	3.44	10.91	23.08
액면분할일	15.29	31.90	3.70	9.92	22.64

주) Q1, Q2, Q3는 분포를 4분할한 것의 경계값이다.

〈표 23〉 PER 그룹별 액면분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	2.09	2.13	-0.04	
-9	2.98	3.07	-0.09	
-8	6.21	5.75	0.46	
-7	11.71	8.96	2.75	
-6	14.64	9.66	4.98	
-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	
+6	34.06	45.97	-11.91	
+7	44.70	50.32	-5.62	
+8	39.86	58.28	-18.42	*
+9	44.88	64.09	-19.21	*
+10	46.86	59.92	-13.06	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

는 15~17 정도이다.

PER가 낮은 기업의 액면분할이 정보효과가 더 크다. 그러나 그 차이는 그다지 유의적이지 않다.

〈표 24〉 PER 그룹별 액면분할일 전후 회전율의 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	0.80	2.21	-1.41	
-9	2.57	4.03	-1.46	
-8	4.09	7.88	-3.79	
-7	5.20	9.66	-4.46	
-6	7.09	11.28	-4.19	
-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	*
+6	26.90	44.40	-17.50	*
+7	28.55	47.11	-18.56	*
+8	30.00	52.17	-22.17	*
+9	32.05	57.62	-25.57	*
+10	31.99	65.29	-33.30	**

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

PER가 낮은 기업의 액면분할이 유동성제고효과가 더 크다. 그리고 그 강도는 정보효과보다 크다.

8. 자본비용의 차이에 따른 액면분할의 효과차이

자본비용은 기업의 효율성을 표현하는 척도로 자본비용이 높은 기업이 M&A 대상 기업이 될 가능성이 높다. 비효율적인 기업이 M&A의 대상이 될 것이다. 액면분할 사건일의 평균 자본비용은 14% 정도이다.

자본비용이 높은 기업의 액면분할의 정보효과가 더 크다. M&A 대상기업의 정보효

〈표 25〉 사건일의 자본비용

	평균	표준편차	Q1	Q2	Q3
액면분할 공시일	14.33	3.95	12.21	13.79	15.48
액면분할일	14.38	4.41	12.21	13.93	15.67

주) Q1, Q2, Q3는 분포를 4분할한 것의 경계값이다.

〈표 26〉 자본비용 그룹별 액면분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	2.64	2.74	-0.10	
-9	-0.89	2.93	-3.82	
-8	4.40	4.40	0.00	
-7	11.34	6.35	4.99	
-6	12.68	6.21	6.47	
-5	16.60	9.52	7.08	
-4	16.29	14.87	1.42	
-3	21.57	14.62	6.95	
-2	26.72	14.58	12.14	*
-1	24.35	20.05	4.30	
+1	24.38	22.69	1.69	
+2	25.59	23.30	2.29	
+3	26.38	23.06	3.32	
+4	27.31	26.74	0.57	
+5	34.27	29.97	4.30	
+6	36.88	31.95	4.93	
+7	40.28	38.30	1.98	
+8	41.80	38.91	2.89	
+9	52.04	47.69	4.35	
+10	60.64	35.44	25.20	**

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

과가 더 크다는 것으로 해석할 수 있다.

자본비용이 높은 기업의 액면분할이 유동성제고효과가 더 크다. 그리고 효과의 크기도 정보효과보다 크다.

〈표 27〉 자본비용 그룹별 액면분할일 전후 회전율의 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	0.90	1.17	-0.27	
-9	2.09	2.75	-0.66	
-8	3.85	3.85	0.00	
-7	5.22	4.65	0.57	
-6	6.59	6.23	0.36	
-5	8.22	7.64	0.58	
-4	10.39	9.01	1.38	
-3	11.96	10.18	1.78	
-2	15.50	11.45	4.05	
-1	15.60	11.49	4.11	
+1	21.26	13.46	7.80	
+2	26.82	14.98	11.84	
+3	32.22	16.88	15.34	
+4	36.96	18.25	18.71	*
+5	43.42	19.78	23.64	*
+6	47.34	20.32	27.02	*
+7	50.36	21.32	29.04	*
+8	52.51	23.00	29.51	*
+9	55.67	24.06	31.61	*
+10	58.22	25.67	32.55	*

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

9. 영업이익성장률의 차이에 따른 액면분할의 효과차이

성장률은 기업의 잠재력을 표현하는 척도로 성장률이 낮은 기업이 M&A 대상이 될 가능성이 높다. 성장이 낮은 기업은 잠재력이 낮은 기업으로 M&A의 대상이 될 가능성이 높다.

성장률이 액면분할에 미치는 정보효과의 차이는 미약하다. 그 이유에 대해서는 추가적인 분석이 필요하다.

성장률이 낮은 기업의 유동성제고효과가 더 크다. 이는 앞서 설명한 논리와 맥을

〈표 28〉 사건일의 영업이익성장률

	평균	표준편차	Q1	Q2	Q3
액면분할 공시일	11.40	155.32	-62.43	4.04	67.87
액면분할일	13.97	152.01	-65.90	0.33	71.64

주) Q1, Q2, Q3는 분포를 4분할한 것의 경계값이다.

〈표 29〉 영업이익성장률 그룹별 액면분할 공시일 전후 누적주식수익률 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	2.71	-1.45	4.16	
-9	0.13	0.09	0.04	
-8	4.25	4.78	-0.53	
-7	9.99	10.72	-0.73	
-6	11.54	13.07	-1.53	
-5	13.68	17.48	-3.80	
-4	16.74	21.46	-4.72	
-3	17.48	25.23	-7.75	
-2	19.91	30.10	-10.19	
-1	21.83	34.28	-12.45	
+1	22.89	39.54	-16.65	
+2	23.05	39.47	-16.42	
+3	25.17	41.83	-16.66	
+4	28.13	46.85	-18.72	
+5	36.82	48.45	-11.63	
+6	39.74	50.08	-10.34	
+7	42.34	56.48	-14.14	
+8	44.27	60.08	-15.81	
+9	57.84	66.95	-9.11	
+10	63.76	62.79	0.97	

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

같이 한다. 그러나 전반적으로 성장률이 미치는 영향은 미약한 것으로 생각된다.

〈표 30〉 영업이익성장률 그룹별 액면분할일 전후 회전율의 변화

주	HIGH 그룹	LOW 그룹	차이	유의수준
-10	0.90	1.93	-1.03	
-9	1.71	3.13	-1.42	
-8	3.19	4.99	-1.80	
-7	3.86	6.50	-2.64	
-6	4.89	7.99	-3.10	
-5	6.01	9.87	-3.86	
-4	7.17	11.65	-4.48	
-3	8.66	13.23	-4.57	
-2	10.64	16.35	-5.71	
-1	10.74	16.39	-5.65	
+1	14.49	19.58	-5.09	
+2	17.18	21.51	-4.33	
+3	19.89	24.01	-4.12	
+4	21.49	27.07	-5.58	
+5	24.24	31.01	-6.77	*
+6	25.43	33.75	-8.32	*
+7	26.76	35.87	-9.11	*
+8	28.39	38.47	-10.08	*
+9	30.42	40.74	-10.32	*
+10	30.53	43.00	-12.47	*

주) 유의수준은 Wilcoxon의 signed-rank test의 결과를 나타냄.

*는 5%의 유의수준을 나타내고 **는 1%의 유의수준을 나타낸다.

V. 결 론

액면분할은 기업들이 재무적인 목표를 달성하기 위해 활발히 사용하는 수단이 되었다. 액면분할은 1997년 말 허용된 후 80여건 이상의 실적을 기록하였다. 그러나 아직 이에 대한 자세한 분석이 이루어지지 못하고 있다. 본 논문은 M&A의 방어수단의 관점에서 액면분할이 주가 및 거래량에 미치는 효과를 실증분석하였다. 그 결과 다음과 같은 사실이 발견되었다.

첫째, 액면분할은 주가, 거래량 및 주가변동성에 영향을 준다. 액면분할은 주가에

비정상적인 정(+)의 초과수익을 준다. 이는 선행연구에서 검증한 결과들과 일치한다. 액면분할은 주식회전율의 증가를 가져온다. 또한 액면분할은 주가변동성의 증가를 가져온다.

둘째, 주가수준과 시가총액의 차이가 액면분할의 효과에 차별적인 영향을 준다. 고주가 그룹의 액면분할이 저주가 그룹보다 주가와 회전율에 미치는 효과가 낮다. 시가총액의 경우에도 시가총액이 높은 그룹의 액면분할이 낮은 그룹보다 효과가 낮다. 회전율의 경우에도 동일한 차이를 나타냈다.

셋째, 기업의 재무적인 특성의 차이가 액면분할의 효과에 차별적인 영향을 준다. 부채비율의 차이는 액면분할이 주가에 미치는 영향에 차이를 가져오지는 않지만 회전율의 경우에는 부채비율이 높은 그룹의 회전율 증가가 낮은 그룹보다 크다. ROE의 경우에는 ROE가 낮은 그룹의 액면분할이 주가와 회전율에 미치는 영향이 작았다. PER의 경우에도 PER가 낮은 그룹의 액면분할이 주가와 회전율에 미치는 영향이 작았다. 자본비용의 경우에는 자본비용이 높은 그룹의 액면분할이 주가와 회전율에 미치는 영향이 크다. 영업이익성장률의 경우에는 주가에 미치는 영향은 차이가 없으나 회전율에는 영업이익성장률이 낮은 그룹의 영향이 크다. 위의 결과에서 보면 대체로 부채비율과 자본비용은 높은 그룹의 액면분할의 영향력이 크고 ROE, PER, 그리고 영업이익성장률은 낮은 그룹의 액면분할의 영향력이 크다. 이는 부채비율과 자본비용이 높고 ROE, PER와 성장률이 낮은 기업들이 M&A의 대상이 되는 기업 후보라고 할 때 이런 기업이 액면분할을 실시할 경우 투자자들에 대한 가격정보효과와 유동성제고효과가 더 크다는 것을 알 수 있다.

본 논문은 액면분할을 M&A의 관점에서 접근한 관점이 특징적이며 방법론의 한계에도 불구하고 M&A의 대상여부는 액면분할 의사결정에 영향을 주는 것으로 사료된다. 이는 액면분할이 주요한 기업의 정책수단이며 생각보다 다양한 정책적 효과를 거둘 수 있는 가능성이 있음을 암시한다.

본 논문의 한계는 다음과 같은 것들을 지적할 수 있다.

첫째, 검증 대상 기업이 127건이나 자료의 특성으로 인해 88건의 기업만이 조건을 충족하여 액면분할 검증기업으로 선정되었다. 이는 집단내 특성을 비교하는 본 연구의 조건을 충족시키기에는 자료의 수가 부족하였다. 추후 좀 더 많은 자료를 확보하여 연구를 하여야 할 것이다.

둘째, 정교한 비교표본을 설정하지 않아 집단차이의 유의성이 떨어진다. 좀 더 정교한 비교표본을 선정하기 위해서는 업종과 기업규모 이외의 다른 변수들을 추가하여 표본을 선정하여야 할 것이다.

셋째, M&A 대상기업의 선정에 정교한 방법론을 사용하지 못하고 경험적이고 자의적인 방법으로 선정하였다. 이는 M&A의 실체를 왜곡할 수 있는 바 추후 더 정교한 방법론을 사용하여 M&A의 실체에 대한 정의를 내려야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 김병기 (1997). 무상증자의 실시동기와 증자비율 및 시점에 관한 연구. *증권학회지*, 20, 35-70.
- 김응환, 김명균, 이재경 (1998). 상장기업 EVA 분석. *조사자료98-01*, 증권거래소.
- 남주화, 조장옥 (1997). 한국상장기업의 자본비용 추정. *재무관리연구*, 14(3).
- 송영출, 이진근 (1997). 자기자본비용의 추정에 관한 연구. *재무관리연구*, 14(3).
- 송자, 정종암, 주인기, 김준석(1988). 주식분할의 경영정보성에 관한 연구. *산업과 경영*, 25(1), 3-80.
- 양정아 (1999). 주식액면분할제도 도입에 따른 주가반응 및 유동성 변화에 관한 연구. 서울대학교 대학원 석사학위논문.
- 임용기, 남명수 (1993). 무상증자 실시기업의 재무적 특성과 투자자인식에 관한 연구. *재무연구*, 6, 77-107.
- 이상도 (1989). 주식분할 및 주식합병에 관한 고찰. 동국대학교 경영대학원 석사학위논문.
- 정찬섭 (1999). 한국 상장기업의 주식분할 동기에 관한 연구. 연세대학교 대학원 석사학위논문.
- Angel, J.J. (1996). Tick size, share prices, and stock splits. *Journal of Finance*.
- Asquith, P., Healy, P. and Palepu, K. (1989). Earnings and stock splits. *Accounting Review*, 64, 387-403.
- Kent, B.H. and Gallagher, P.L. (1980). Management's view of stock splits. *Financial*

- Management*, 9, 73-77.
- Brennan, M.J. and Hughes, P.J. (1991). Stock prices and the supply of information. *Journal of Finance*, 46, 1665-1691.
- Brennan, M.J. and Copeland, T.E. (1988). Stock splits, stock prices, and transactions costs. *Journal of Financial Economics*, 22, 83-101.
- Copeland, T.E. (1979). Liquidity changes following stock splits. *Journal of Finance*, 34, 115-141.
- Grinblatt, M.S., Masulis, R.W. and Titman, S. (1984). The valuation effects of stock splits and stock dividends. *Journal of Financial Economics*, 13, 461-490.
- Ikenberry, D.L., Rankine, G. and Stice, E.K. (1996). What do stock splits really signal?. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31, 357-375.
- Kim, K.A., and Rhee, S.G. (1997). Price Limit Performance: Evidence from the Tokyo Stock Exchange. *Journal of Finance*, 52, 885-901.
- Kryzanowski, and Zhang (1996). Trading Patterns of Small and Large Traders around Stock Split Ex-dates. *Journal of Financial Research*, 16(1), 75-90.
- Lakonishok, J. and Lev, B. (1987). Stock splits and stock dividends: Why, who, and when. *Journal of Finance*, 42, 913-932.
- Lamoureux, C.G. and Poon, P. (1987). The market reaction to stock splits. *Journal of Finance*, 42, 1347-1370.
- McNichols, M. and Dravid, A. (1990). Stock dividends, stock splits, and signaling. *Journal of Finance*, 45, 857-879.
- Muscarella, C., and Vetsuypens, M. (1996). Stock Splits: Signalling or Liquidity? The case of ADR solo-split. *Journal of Financial Economics*, 42, 3-26.
- Ohlson, J.A. and Penman, S.H. (1985). Volatility increases subsequent to stock splits: An empirical aberration. *Journal of Financial Economics*, 14, 251-266.

The Effects of Stock Splits on Stock Prices and Trading Patterns: a Possibility of Defense Tool for M&A Threat

Jeongsik Park*

Uk Chang**

ABSTRACT

Stock splits have been reported over 80 cases since they were allowed at the end of 1997. Traditionally, there are two main perspectives over the stock split impacts on stock prices and trading patterns; the one is the price information effect and the other is the liquidity effect. But, stock splits seem to be used as a defense tool for M&A threat nowadays. We investigated the effects of stock splits on the stock prices and trading patterns in terms of a defense tool for M&A threat, and found the following results.

First, from the traditional perspective, we investigated the effects of stock splits on stock prices, volumes, and volatility. Stock splits induce positive abnormal returns consistent with previous studies. Stock splits increase turnover and volatility.

Second, the differences of price level and market capitalization bring about different impacts on stock splits. The splits of high-priced firms affect less on the stock prices and turnover compared to the splits of low-priced firms. The splits of high market capitalization firms affect less than those of low market capitalization firms. The results are same with turnover.

*Professor of Finance, Seoul National University

**R&D team manager, KMCC

Third, the differences of financial characteristics of the firms bring about different impacts on stock splits. The differences of debt ratio do not influence the stock prices after the stock splits however, when it comes to the turnover stock splits of the firms of high debt ratio affect more on turnover. The stock splits of the firms of low ROE, low PER affect more on stock prices and turnover. The stock splits of the firms of high cost of capital affect more on stock prices and turnover. The differences of growth rate of operating income do not seem to affect the effects of stock splits on stock prices, but the stock splits of the firms of low growth rate of operating income affect more on turnover. Considering that the firms of high debt ratio, high cost of capital, low ROE, low PER, and low growth rate of operating income are more likely to be the targets of M&A, their stock splits enables the investors to more information and liquidity.

As a result, stock splits seem to be useful as a defense tool for M&A threat. M&A target firms can provide information to investors through stock splits and make the prices higher. They provide liquidity, increase the trades of small investors and alleviate the threats of M&A.

Keywords: stock splits, M&A, information, liquidity