

개인주주의 투자이익 관련 세법개정이 주식시장에 미치는 영향

유재봉* · 전병욱**

〈요 약〉

본 연구는 한국예탁결제원의 명의개서 대행 상장기업들의 주주명부 자료를 바탕으로 과거 세법 개정과 관련한 일련의 사건일들의 차별적 주가 반응을 분석하였다.

먼저, 2013년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정에 따라 최초의 세법개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타났고, 이러한 주가반응은 개인 대주주지분을 상위 기업에서 보다 현저하게 나타났는데, 이것은 해당 사건일 이후의 자본화효과를 뒷받침하는 결과이다. 또한, 개인 대주주지분을 하위 기업에서는 세법개정일 이후에도 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타났는데, 이것은 세법 개정에 따른 자본시장의 관심이 상대적으로 작을 것으로 예상되는 이들 기업에서 세법개정안 발표일에 충분히 발생하지 않은 일부 자본화효과가 지연되어 발생한 것으로 해석할 수 있다.

다음으로, 2016년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정에 따라 개인 대주주지분을 하위 기업에서 시행령 개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 확인되었다. 2013년과 다른 이러한 주가반응은 2013년 세법 개정에서는 대주주 범위의 확대와 함께 금융소득종합과세의 강화가 동시에 이루어져서 개인주주의 잠재적 세금부담이 크게 증가한 반면 2016년에는 다른 세법 개정 없이 대주주 범위의 확대만 이루어져서 세금부담 증가의 정도가 상대적으로 낮았기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 이에 반해 개인 대주주지분을 하위 기업에서 시행령 개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 발생한 것은 개인 대주주의 지분을 기준 및 시가총액 기준이 절반 수준으로 대폭 감소해서 세금부담이 증가했을 가능성을 반영하는 것으로 해석할 수 있다.

마지막으로, 2017년의 대주주 범위 확대의 세법 개정은 세법개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적인 주가반응이 개인 대주주지분을 수준과 비교적 무관하게 나타났는데, 이것은 개인 대주주의 시가총액 기준이 충분히 낮아져서 이로 인한 세금부담의 증가가 개인 대주주

* 서울시립대학교 세무학박사, 공인회계사, bongsl004@hanmail.net, 주저자

** 서울시립대학교 세무전문대학원 교수, bwjun@uos.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2021년 11월 20일 1차수정일 2021년 12월 19일 2차수정일 2022년 1월 18일

게재확정일 2022년 2월 8일

지분을 수준과 무관하게 현저하게 발생할 가능성을 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 이와 반대로 시행령 개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 긍정적 주가반응이 나타났고, 이러한 주가 반응은 개인 대주주지분을 상위 기업에서 더욱 현저하게 나타났는데, 이것은 개인 대주주의 시가총액 기준만 감소할 경우에는 연도말 주식 처분 및 연도초 주식 재취득을 통해 기준시점인 연도말의 개인 대주주에 해당하지 않도록 해서 세금부담이 증가하지 않는 조세회피가 가능하다는 인식이 시행령 개정안이 발표된 연도말을 전후해서 자본시장에 확산된 것으로 해석할 수 있다.

〈주제어〉 세법 개정, 주가 반응, 자본화효과, 한국예탁결제원

I. 서 론

개별 상장기업의 개인주주에게 적용되는 소득세의 세금부담이 커지는 경우에는 해당 주식에 대한 수요가 감소해서 주가에 부정적 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 즉, 개인주주의 관련 세금부담은 주식을 보유한 상태에서 지급받는 배당소득에 대한 종합소득세와 주식처분시의 자본이익에 대한 양도소득세로 구분되는데, 배당소득에 대해서는 대부분 14%의 분리과세로 세금 문제가 종결되지만 높은 지분율로 인해 배당수령액이 많아지는 일부 개인주주는 금융소득종합과세의 적용으로 인해 분리과세의 경우에 비해 상당한 세금부담의 증가가 발생할 수 있다. 또한, 상장주식의 양도차익에 대해서는 기본적으로는 비과세이지만 역시 높은 지분율 및 시가총액으로 인해 대주주에 해당하는 경우에는 양도소득세의 세금부담이 발생하게 된다. 따라서, 지분율 및 시가총액의 기준 변경으로 양도소득세의 과세대상인 대주주의 범위가 확대되는 것과 함께 기준금액 인하로 인해 금융소득종합과세가 강화되는 경우에는 개인주주의 세금부담이 증가해서 이러한 세법 개정과 관련한 개별 사건일에 해당 기업의 주가에 부정적 영향을 미치고, 이러한 부정적 영향은 개인주주의 비율이 높을수록 더욱 큰 것으로 예상할 수 있다.

이와 함께 예외적으로 가계소득증대세제 3대 패키지 중의 하나로 2015년-2017년에 한시적으로 실시된 배당소득증대세제에 의하면 충분한 배당금의 지급으로 인해 조세특례제한법(이하 “조특법”)의 “고배당주식”의 요건을 충족하는(편의상 “고배당기업에 해당하는”) 경우에는 개인주주의 배당소득 원천징수세율 인하(14% → 9%) 및 금융소득종합과세 대상자의 선택적인 25%의 분리과세 허용으로¹⁾ 인해 해당 기업의 개인주주에게 상당한 조세혜택이 발생하였다. 따라서, 2015년-2017년에 배당소득증대세제의 적용대상인 고배당기업인 경우에는 이러한 세법 개정과 관련한 개별 사건일에 해당 기업의 주가에 긍정적 영향을 미치고, 이러한 긍정적 영향은 개인주주의 비율이 높을수록 더욱 큰 것으로 예상할 수 있다. 또한, 이상의 논의에서 세법 개정과 관련한 사건일은 최초의 세법개정안 발표일부터 최종적인 시행일까지 일련의 입법과정을 반영해서

1) 2017년에는 선택적 분리과세 허용 대신 5%의 세액공제를 적용하였다.

다양하게 정할 수 있는데, 개별 일자별로 시장에 미치는 영향의 차이에 따라 차별적인 주가 반응이 발생할 것으로 예상할 수 있을 것이다.

이와 같이 다양한 세법 개정과 관련한 개별 사건일에 발생하는 주가 반응은 투자자 및 자본시장과 함께 과세당국의 많은 관심의 대상이지만 분석대상 기업들의 해당 사건일의 대주주지분을 등과 관련해서 주주 구성에 대한 정확한 자료를 수집하기 어려워서 선행연구에서는 엄밀한 분석이 이루어지지 않았다. 본 연구는 비공개자료인 한국예탁결제원의 명의개서 대행 상장기업들의 주주명부 자료를 연구목적으로 수집해서 이러한 자료수집의 제약을 해결함으로써 선행연구의 한계점을 해결하고, 이를 통해 세법 개정과 관련해서 다양한 사건일들에 차별적으로 발생할 수 있는 주가 반응을 종합적으로 확인한 점에서 연구의 공헌점이 있다.

구체적으로, 본 연구에서 수집가능한 명의개서 자료를 통해 확인할 수 있는 주가 반응은 2013년, 2016년 및 2017년의 세법 개정과 관련한 일련의 사건일들인데, 관련 세법개정 중에서 특히 시행령 개정까지 주가에 영향을 미칠 수 있는 양도소득세의 과세대상 대주주 범위 확대를 중심으로 개별 사건일을 구성하였다.

본 연구는 부족한 선행연구를 보충하는 것과 함께 주가에 영향을 미치는 일련의 세법 개정 관련 사건들의 영향에 대한 종합적 분석결과를 통해 자본시장에 대한 이해의 폭을 넓히는데 공헌할 것으로 기대할 수 있다.

II. 제도적 분석 및 연구가설

1. 개인 투자자의 투자이익에 대한 과세방법²⁾

가. 배당소득에 대한 과세방법

소득세법은 자연인의 소득을 종합소득, 퇴직소득 및 양도소득으로 구분해서 과세하고(분류과세), 종합소득은 다시 이자소득, 배당소득, 사업소득, 근로소득, 연금소득 및 기타소득으로 구분하고 있다.

소득세법에서 열거하는 과세대상 배당소득은 가장 대표적인 “내국법인으로부터 받는 이익이나 잉여금의 배당 또는 분배금” 등으로 구성되고, 일부 비과세 배당소득을 제외하면 이들 과세대상 배당소득은 기본적으로는 14%의 세율로 원천징수가 이루어진다. 이러한 원천징수 이후에 배당소득에 대한 최종적 과세방법은 분리과세와 종합과세로 구분된다.

보다 구체적으로, 이자소득과 배당소득으로 구성되는 금융소득에 대한 과세방법에는 금융소

2) 이번 절의 내용은 유재봉과 전병욱(2018)을 재정리하였다.

득의 크기에 관계없이 분리과세와 종합과세가 이루어지는 무조건 분리과세와³⁾ 무조건 종합과세⁴⁾ 있지만, 대부분의 금융소득은 그 합계액이 금융소득 종합과세의 기준금액을 초과할 경우에는 종합과세되는 반면 이하인 경우에는 분리과세되는 조건부 종합과세가 적용된다.

일반적인 배당소득의 경우에도 조건부 종합과세의 대상인데, 여기서 금융소득의 합계액이 동(同)기준금액을 초과할 경우에는 일반적인 14%의 원천징수세율 대신 소득세 기본세율(6%—45%)이 적용되기 때문에 반대의 경우에 비해 종합소득세의 세금부담은 증가하게 된다⁵⁾.

2001년의⁶⁾ 금융소득종합과세 시행 이후 동(同)기준금액은 4,000만원을 유지하다가 2013년 이후에는 2,000만원으로 인하되었는데, 이러한 기준금액 인하는 금융소득의 합계액이 2,000만원을 초과하는 개인 투자자들의 배당소득에 대한 세금부담을 증가시킨 것으로 볼 수 있다.

이와 함께 개인 투자자들의 배당소득에 대한 세금부담에 직접적 영향을 미친 최근의 제도는 2015년부터 2017년까지 한시적으로 시행된 배당소득 증대세제가 있다. 즉, 정부는 고용, 임금 및 가처분소득의 둔화로 인한 가계의 경제적 어려움을 덜어주고 내수진작 등을 통한 경제활성화의 목적으로 2015년에 가계소득 증대세제 3대 패키지를 도입했는데, 이들 중 배당소득 증대세제는 기업의 배당을 확대하여 가계소득과 민간소비를 확대시키고, 이를 통해 기업의 수익성 개선 및 투자 확대로 이어지는 선순환 구조를 유도하기 위한 것이다.

구체적으로, 배당소득 증대세제는 상장기업이 조특법 제104조의27의 요건을 충족하는 고배당 기업에 해당하는 경우에 개인주주의 배당소득⁷⁾ 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하고, 금융소득종합과세 대상자는 선택적으로 25% 세율의 분리과세를 허용하거나(2015년—2016년) 선택적으로 5%의 세액공제를 허용하는(2017년) 조세특례로, 2015년부터 2017년까지 3년간 한시적으로 시행되었다. 여기서 배당소득 증대세제의 적용대상인 고배당기업은 자본시장법에 따른 주권상장법인으로서⁸⁾ 다음의 두 가지 유형별 요건 중 하나를 충족한 기업을 말한다. 첫 번째 유형

3) 2017년 이전에 발행된 장기채권의 이자와 할인액으로서 분리과세를 신청한 이자소득(분리과세의 세율은 30%), 직장공제회의 초과반환금(기본세율), 비실명 이자·배당소득(40%, 금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률 제5조의 규정에 따라 90%의 세율이 적용되는 경우에는 90%), 법원보관금의 이자소득(14%), 1거주자로 보는 법인격 없는 단체가 금융회사 등으로부터 받는 이자·배당소득(14%) 및 조세특례제한법에 따라 분리과세되는 이자·배당소득(5%, 9% 및 14%) 등

4) 원천징수대상이 아닌 국외에서 받은 이자·배당소득, 국내에서 지급되는 이자·배당소득 중 원천징수되지 않은 소득 및 출자공동사업자의 배당소득(원천징수세율은 25%)

5) 물론 14%의 원천징수세율 대신 6%의 기본세율이 적용될 경우에는 문턱효과(threshold effect)로 인해 세금부담이 오히려 작아질 수 있지만, 소득세법은 이러한 결과의 발생을 방지하기 위해 종합과세가 되더라도 최소한 분리과세를 할 경우만큼의 세금부담을 하도록 하는 비교과세제도를 시행하고 있다.

6) 1996년에 최초로 시행된 후에 1998년부터 2000년까지는 외환위기 극복을 위해 시행이 유보되었다.

7) 현금배당으로 한정하고, 중간배당은 제외한다(조특법시행령 제104조의24 제8항).

8) 투자회사, 선박투자회사, 기업구조조정투자회사, 부동산투자회사, 그 밖에 이와 유사한 대통령령으로 정하는 투자회사로서 수익을 주주 또는 출자자에게 배분하는 것을 목적으로 하는 법인은 제외한다(조특법

은 배당성향과⁹⁾ 배당수익률이¹⁰⁾ 각각 조특법 제104조의24 제7항에 따라 고시된 시장평균 배당성향 및 시장평균 배당수익률의¹¹⁾ 120% 이상이면서 총배당금액 증가율이¹²⁾ 10% 이상인 기업을 말하고, 두 번째 유형은 배당성향과 배당수익률이 각각 동(同)시장평균 배당성향 및 시장평균 배당수익률의 50% 이상이면서 총배당금액 증가율이 30% 이상인 기업을 말한다¹³⁾.

배당소득 증대세제가 적용되면 금융소득종합과세의 대상자가 아닌 개인주주의 세금부담은 35.7% 감소하고¹⁴⁾, 대상자인 개인주주의 세금부담은 최대 19.8%¹⁵⁾(2015년-2016년) 또는 5% 감소해서¹⁶⁾ 개인 투자자의 배당소득에 대한 세금부담을 감소시킨 것으로 볼 수 있다¹⁷⁾.

나. 자본이득에 대한 과세방법

소득세법상 양도소득세의 과세대상에는 토지와 건물, 부동산에 관한 권리, 기타자산 및 일정한 파생 상품과 함께 “주식 또는 출자지분”이 포함되는데, 이러한 과세대상 주식은 주권상장주식 중 대주주 양도분 및 장외양도소득과 함께 비상장주식에¹⁸⁾ 한정된다¹⁹⁾. 여기서 “대주주”는 주주

제104조의27 제1항).

- 9) 배당성향은 최근 3년의 현금배당금 합계액을 해당 기간의 당기순이익 합계액으로 나눈 비율이다.
- 10) 배당수익률은 최근 3년의 배당수익률을 평균해서 계산한다.
- 11) 시장평균 배당성향은 해당 시장에 상장된 전체 기업의 직전 3개 사업연도의 배당금 합계액을 직전 3개 사업연도의 당기순이익 합계액으로 나눈 비율이고, 시장평균 배당수익률은 해당 시장에 상장된 전체 기업의 직전 3개 사업연도의 평균 배당수익률을 다시 단순평균해서 계산한다.
- 12) 총배당금 증가율은 직전 사업연도의 배당금과 직전 3개 사업연도의 평균 배당금 중 큰 금액을 기준으로 계산한다.
- 13) 이상의 요건에서 신규 상장기업 및 직전 3년간 무배당기업은 해당 사업연도의 배당성향과 배당수익률이 동(同)사업연도 시장평균의 130% 이상인 경우 고배당기업에 해당한다.
- 14) $(14\% - 9\%) \div 14\% = 35.7\%$
- 15) 2015년-2016년의 최고세율인 38%의 세율을 배당세액공제와 함께 적용할 경우의 부담세율은 $\{(1 + 11\%) \times 38\% - 11\% = 31.18\%$ 이므로 $(31.18\% - 25\%) \div 31.18\% = 19.8\%$
- 16) 금융소득종합과세의 대상자인 개인주주의 경우에는 배당소득공제를 통한 이중과세 조정으로 인해 배당소득증대세제의 세금부담 감소효과가 제한적이라고 볼 수도 있지만, 배당세액공제의 적용요건(비교산출세액(②) $\geq$ 일반산출세액(①)의 경우에는 적용하지 못함) 및 적용한도(① $>$ ②의 경우에도 이중과세의 조정대상 세액인 귀속법인세는 (① - ②)를 한도로 배당세액공제를 적용함)로 인해 불완전한 이중과세의 조정이 이루어지는 측면을 고려하면 배당소득증대세제를 통한 투자자의 세후수익률 증가 정도는 상당하다고 할 수 있다.
- 17) 배당소득 증대세제를 통해 개인 투자자가 얻는 이러한 절세효과가 고소득계층에 집중된 것으로 보고 배당소득에 대한 “과세정상화”를 위해 정부는 2017년말에 도래한 동(同)세제의 일몰기한을 연장하지 않았다.
- 18) 단, 비상장법인의 소액주주가 K-OTC를 통해 양도하는 중소기업·중견기업 주식 및 소액주주가 장외주식 호가중개시장(Free Board)에서 양도하는 벤처기업 주식은 과세대상에 포함하지 않는다.
- 19) 단, 상법에 따른 주식의 포괄적 교환·이전을 하거나 주식의 포괄적 교환·이전에 대한 주식매수청구

1인 등이 양도일이 속하는 직전 사업연도 종료일 현재 지분비율 기준과 시가총액의 소유액 기준 중 어느 하나에 해당하는 경우에 해당 주주 1인 등을 의미하는데²⁰⁾, 현행 소득세법상 주식발행법인의 종류별로 대주주에 해당하기 위한 지분비율 또는 시가총액 소유액의 요건은 <표 1>과 같다.

<표 1> 현행 소득세법상 주식발행법인별 대주주 요건

구 분	지분비율 요건	주식 시가총액의 소유액 기준
유가증권시장상장법인	1% 이상	10억원 이상
코스닥시장상장법인	2% 이상	10억원 이상
코넥스상장법인	4% 이상	10억원 이상
장외주식 호가중개시장에서 거래되는 벤처기업	4% 이상	40억원 이상
일반법인	4% 이상	10억원 이상

우리나라는 1990년 이전까지는 주식양도차익에 대해 과세하지 않았으나²¹⁾, 1991년부터 과세 형평성 제고를 위해 비상장법인 주식의 양도차익에 대해 과세하기 시작했고, 1999년부터는 상장법인의 대주주가 양도하는 주식의 양도차익을 과세대상에 포함시켰다. 이와 같이 1999년부터 양도차익이 과세대상에 포함된 상장법인 대주주의 범위는 <표 2>와 같이 최근에 그 범위가 점차 확대되었는데, 이와 같은 대주주 범위의 확대는 자본이득에 대한 개인 투자자의 잠재적인 세금부담을 지속적으로 증가시킨 것으로 볼 수 있다.

<표 2> 양도소득세 과세대상 상장법인 대주주의 요건 변화

구 분		-2013.6	2013.7-2016.3	2016.4-2018.3	2018.4-2020.3	2020.4-2022.12
유가증권시장 상장법인	지분율	3%	2%	1%	1%	1%
	시가총액	100억원	50억원	25억원	15억원	10억원
코스닥시장 상장법인	지분율	5%	4%	2%	2%	2%
	시가총액	50억원	40억원	20억원	15억원	10억원
코넥스 상장법인	지분율		4%	4%	4%	4%
	시가총액		10억원	10억원	10억원	10억원

권 행사로 양도하는 주식 등은 과세대상에서 제외한다.

- 20) 대주주 요건의 해당 여부와 관련해서 지분율 기준에서는 기준비율을 과세기간 중 한번이라도 초과할 경우 대주주로 구분하는 반면 시가총액 기준에서는 과세기간말을 기준으로 기준금액을 초과했을 경우 대주주로 구분한다.
- 21) 다만, 주식 양도의 형식에도 불구하고 그 성격은 부동산 양도라고 할 수 있는 부동산과다보유 법인의 대주주 주식 및 특수 업종을 영위하는 부동산과다보유법인의 주식 등의 양도로 인해 발생하는 주식양도차익에 대해서는 1979년부터 과세하였다.

2. 선행연구

본 연구에서 분석하는 개인 투자자의 투자이익에 대한 세법 개정이 주가에 미치는 영향에 대해서는 전술한 바와 같이 이용가능한 자료의 한계로 인해 이를 직접적으로 분석한 국내외 선행연구는 제한적이다. 그러나, 이와 같이 조세제도의 개편에 따른 개인 투자자의 세금부담의 증감이 개별 주식에 대한 수요 및 가격에 영향을 미치는 것이 뒷받침될 경우에는 본 연구에서 확인하려는 주가에 미치는 영향에 대한 간접적 근거가 될 수 있을 것이다. 이와 관련해서 이하에서는 세금과 주가가격의 관계에 대한 조세 자본화효과 가설(tax-capitalization effect hypothesis)을 분석한 선행연구들은 배당소득세와 자본이득세로 구분해서 정리하였다.

가. 배당소득세의 자본화효과 가설

배당소득세의 자본화효과 가설은 주주의 배당소득에 대한 세금부담 수준에 따라 현재가치로 계산한 주식의 기대이익이 결정되고, 이를 바탕으로 주식의 수요가 반영된 주가가 결정된다는 것이다. 따라서, 배당소득세의 강화에는 주가가 하락하는 반면 완화에는 주가가 상승할 것이라고 예상하는데, 배당소득에 대한 과세가 기업가치 또는 주가수익률에 영향을 미치는지의 여부와 관련한 선행연구는 아래와 같다.

Harris and Kemsley(1999)는 배당의 재원인 현재 및 미래의 기대이익잉여금이 배당소득세를 고려해서 평가감되는 것을 통해 배당소득세의 자본화효과를 제시했는데²²⁾, 여기에 대해 Hanlon et al.(2003)은 최고세율이 적용되는 배당소득세만을 고려했기 때문에 Harris and Kemsley(1999)가 사용한 모형에 한계가 있다고 주장하였다. Dhaliwal et al.(2005)은 배당소득세가 주식의 사전적 수익률을 반영하는 내재자본비용에 영향을 미치고, 이러한 영향이 조세혜택을 반영하는 기관투자자 지분율이 증가할수록 감소하는 점을 근거로 주식시장에서의 세금의 자본화효과를 주장하였다.

McKenzie and Thompson(1995)는 1986년의 캐나다 세법 개정에 따른 배당소득세율의 증가가 개별 기업의 주가에 미친 영향을 사건 연구의 방법으로 분석한 결과 비정상수익률이 음(-)의 값을 나타내서 배당소득세율 인상이 주가에 부정적 영향을 미치는 것을 확인하였다.

미국의 사례 연구로 Ayers et al.(2002)은 1993년 미국의 소득세법 개정에 따른 배당소득세율의 증가가 개별 기업의 주가에 미친 영향을 사건 연구의 방법으로 분석한 결과 고배당기업의 누적비정상수익률이 음(-)의 값을 나타냈고, 세율 인상의 영향을 받지 않는 기관투자자의 비중이 높을수록 누적비정상수익률의 하락 수준이 완화되는 것으로 나타내서 배당소득세율이 기업가치에 미치는 영향을 확인하였다.

22) 국내 연구에서도 박광훈(2003)은 자본에서 차지하는 이익잉여금의 비중이 클수록 주가에 부정적 영향을 미치는 것을 확인하였다.

국내 연구로 이화진(2004)은 1999년부터 2002년까지 한국증권거래소에 상장된 12월말 결산 기업들을 표본으로 실증분석한 결과 배당소득세가 기업가치에 영향을 미치는 것을 확인하였다. 고종권(2004)도 1989년부터 2001년까지의 주가 자료를 분석한 결과 배당소득세의 불이익이 주가에 반영되는 것을 확인하였다.

고종권(2005)은 배당의 증가로 인한 양(+)의 정보효과는 세금부담으로 인해 감소하는 반면 이러한 부정적 영향은 세율 수준이 낮은 기관투자자의 지분율이 증가함에 따라 감소하는 것으로 나타나서 전통적 견해와 같이 자본화 효과를 통해 배당소득세의 부담이 주가에 반영된다는 점을 확인하였다.

조정원과 정재현(2016)은 금융소득종합과세의 기준금액 인하로 인해 배당률이 높은 기업의 주가반응이 상대적으로 큰 것을 바탕으로 조세의 자본화 효과를 확인하였다.

나. 자본이득세의 자본화효과 가설

배당소득세에 비해 자본이득세의 자본화효과 가설에 대한 연구는 상대적으로 부진한 실정이다. 자본이득세의 경우에는 배당과 다르게 개별 투자자가 처분시점을 결정해서 과세시점의 조정을 통한 조세회피가 가능한 측면에서 일반적인 수요 측면의 조세 자본화효과 가설 외에 공급 측면의 동결효과 가설(lock-in effect hypothesis)도 제기되고 있지만, 이 경우에도 대부분의 선행 연구는 자본화효과 가설에 중점을 두고 이루어지고 있다.

Lang and Shackelford(2000)은 자본이득세의 자본화효과에 대한 분석적 모형을 바탕으로 실증 분석한 결과 장기자본이득세율의 인하(28% → 20%)에 대한 주가상승으로 인한 자본화 효과는 무배당기업의 주식이 유배당기업보다 큰 것을 확인하였다.

Ayers et al.(2003)은 개인주주의 자본이득세와 주식취득 프리미엄 간의 유의적 관계를 확인해서 자본화 효과를 뒷받침하는 결과를 제시하였다.

Ellis et al.(2006)은 기업공개 후 첫 번째 거래일의 주가수익율을 이용해서 자본이득세가 기업 공개시 공모가 저가 평가에 중요한 영향을 미치고, 이를 통해 세금부담이 자산가격의 결정에 영향을 미치는 것을 주장하였다.

Blouin(2009)은 1997년의 자본이득세 인하 시점에서 미국 시장에 교차 상장한 외국법인 주식을 대상으로 자국 시장과 미국 시장의 반응 차이를 실증분석한 결과 재정거래비용이 클수록 자본화 효과가 강하게 나타나는 것을 확인하였다.

이영환과 이태규(2012)는 Lang and Shackelford(2000)의 분석모형을 바탕으로 2006년 1월의 소액주주 상장주식 양도소득세 과세 추진 및 철회에 따른 주가반응을 분석한 결과 추진일에는 유의적인 음(-)의 주가반응이 나타난 반면 철회일에는 비유의적인 양(+)의 주가반응이 나타나서 자본화 효과를 부분적으로 뒷받침하는 결과를 확인하였다²³⁾.

23) 이상의 자본화효과와 관련한 선행연구와 별도로 동결효과와 관련한 대표적 선행연구로 Reese(1998)는

3. 연구가설

제도적 분석에서 확인한 분석대상 기간의 개인 투자자의 투자이익 관련 세법 개정 연혁과 같이 2013년의 금융소득종합과세의 기준금액 인하 및 한시적인 배당소득증대세제의 시행과 별도로 상장기업의 대주주 범위 확대를 통한 과세 강화는 2013년, 2016년 및 2017년 세법개정안에 포함되어 단계적으로 진행되었다. 즉, 이들 세법 개정에서는 주식 양도소득세율의 직접적 인상 대신 비과세되는 주식양도차익의 범위를 단계적으로 축소함으로써 간접적인 세율 인상의 효과가 발생한 것이다.

Dai et al.(2006)은 자본이득세가 주시가격에 미치는 영향과 관련해서 자본화효과 및 동결효과를 동시에 고려하는 균형가격접근법을 사용해서 분석했는데, 구체적인 분석모형은 아래와 같다.

주식 i 의 t 시점의 시장가격, 배당금 지급액 및 투자자의 과세기준액(tax basis)이 각각 P_{it} , D_{it} 및 B_{it} 이고, 자본이득세율 및 배당소득세율을 각각 t_G 및 t_D 라고 한다. 또한, 주식 i 의 t 시점의 매수자의 희망 매수가격 및 매도자의 희망 매도가격(즉, 수요곡선 및 공급곡선)을 각각 P_{it}^D 및 P_{it}^S 라고 한다.

여기서 투자자의 주식 수요는 기대이익에 의해 결정되기 때문에 주식 수요곡선은 식(1)과 같이 기술할 수 있는데, 여기서 r_i 및 $G_{i,t+1}$ 는 각각 기간별 할인율 및 투자자의 기대 자본이득이다.

$$P_{i,t}^D = E_t \left[\frac{P_{i,t+1} + D_{i,t+1}(1 - t_D) - G_{i,t+1}t_G}{1 + r_i} \right] \quad (1)$$

식(1)에서 기대자본이득은 식(2)와 같이 기술할 수 있는데, 여기서 $\alpha_i \in (0, 1]$ 는 매도시의 세금부담을 반영하는 parameter이다.

$$G_{i,t+1} = \alpha_i (P_{i,t+1} - P_{i,t}) \quad (2)$$

주식 공급은 순유보가치와 세금부담에 의해 결정되고, 주주는 이를 고려해서 충분한 보상이 이루어지는 가격을 요구하기 때문에 주식 공급곡선은 식(3)과 같이 기술할 수 있는데, 여기서 ρP_{it} 및 $(P_{it} - B_{it})t_G$ 는 각각 순유보가치 및 자본이득세를 의미한다. 또한, $\rho \in (0, 1)$ 은 균형가격에

미국의 1986년 세법 개정 전에 장기자본이득세율이 단기자본이득세율보다 낮은 상황에서 투자자들이 주가상승 종목의 매도시점을 장기자본이득세율이 적용될 때까지 연기함으로써 적용시점 직후에 거래량이 증가하고 수익률이 하락하는 것을 확인함으로써 동결효과를 뒷받침하는 결과를 제시하였다. Poterba and Weisbenner(2001)는 1963년-1996년의 주식거래 자료를 분석한 결과 과세대상 자본이익을 줄이기 위한 개인투자자들의 연말 손실실현 거래와 연초의 주식수익률 간의 유의적 관련성을 확인하였다. Jin(2006)은 세금민감도가 높은 투자자들이 나머지 투자자들에 비해 자본이득 실현에 더욱 민감하고, 과세대상 자본이득을 줄이기 위한 손실실현 거래가 누적 자본이득이 많은 종목일수록 더욱 유의적으로 발생하는 것을 확인하였다.

서 매수자와 매도자의 세금부담을 반영하는 parameter이다.

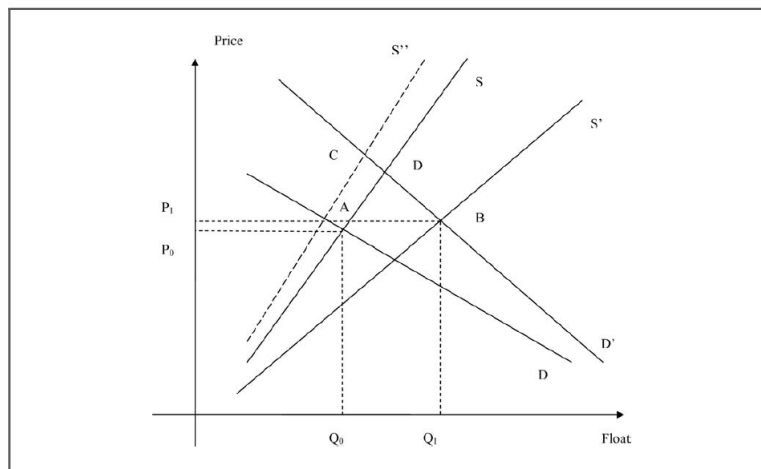
$$P_{i,t}^S = \rho_i P_{i,t} + (P_{i,t} - B_{i,t})t_G \quad (3)$$

식(4)와 같이 균형가격에서²⁴⁾ 주식의 수요와 공급은 일치하고, 매수자의 지불액과 매도자의 수령액은 일치한다.

$$P_{i,t}^D = P_{i,t}^S \quad (4)$$

여기서 시장균형 조건인 식(4)를 이용하면서 식(2)를 식(1)에 대입하면 식(5)와 같이 세금이 존재하는 상황에서 주식의 균형가격을 계산할 수 있고, 식(5)를 정리하면 주식의 균형가격을 다시 식(6)과 같이 기술할 수 있다.

- 24) 아래 그림은 자본이득세의 자본화효과 및 동결효과가 주식의 균형가격과 거래량에 미치는 영향을 분석한 것인데, (P_0, Q_0) 는 자본이득세율이 t_0^C 인 경우의 균형가격 및 균형거래량이고, (P_1, Q_1) 은 자본이득세율이 t_1^C 인 경우의 균형가격 및 균형거래량을 의미한다.



최초의 자본이득세율인 t_0^C 에서 특정 주식의 수요와 공급을 각각 D 와 S 라고 가정하면 이들은 균형가격과 거래량이 (P_0, Q_0) 인 A 에서 교차한다. 여기서 자본이득세율이 t_1^C 로 인하되면 수요곡선은 자본화효과로 인한 수요 증가로 D 에서 D' 로 이동하고, 공급곡선은 동결효과로 인한 공급 증가로 S 에서 S' 로 이동해서 균형가격과 거래량이 (P_1, Q_1) 인 B 에서 새로운 균형이 이루어진다. 여기서 새로운 균형가격이 이전의 균형가격보다 더 높을지 또는 낮을지의 여부는 자본화효과와 동결효과 중 어느 것이 더 우세한지의 여부에 따라 결정되지만, 새로운 균형거래량은 증가하게 된다. 또한, 자본이득세율이 인상되는 경우에는 수요곡선과 공급곡선은 반대로 이동해서 새로운 균형거래량은 감소하고, 새로운 균형가격이 이전의 균형가격보다 더 높을지 또는 낮을지의 여부는 세율 인하와 마찬가지로 자본화효과와 동결효과의 상대적 우세 여부에 의해 결정되는 것이다.

$$P_{i,t} = E_t \left[\frac{P_{i,t+1}(1 - \alpha_i t_G) + D_{i,t+1}(1 - t_D) + (1 + r_i)t_G B_{i,t}}{(1 + r_i)(\rho_i + t_G) - \alpha_i t_G} \right] \quad (5)$$

$$P_{i,t} = E_t \left[\sum_{j=t+1}^{\infty} \left(\frac{1 - \alpha_i t_G}{(1 + r_i)(\rho_i + t_G) - \alpha_i t_G} \right)^{j-1} \frac{D_{i,j}(1 - t_D) + (1 + r_i)t_G B_{i,j-1}}{(1 + r_i)(\rho_i + t_G) - \alpha_i t_G} \right] \quad (6)$$

여기서 배당금인 D_i 가 d_i 의 일정율로 증가하고, 과세기준액이 b_i 의 일정율로 증가한다고 가정하면 주식의 균형가격은 식(7)과 같이 단순화해서 표현할 수 있다.

$$P_{i,t} = \frac{D_{i,t+1}(1 - t_D)}{[(1 + r_i)\rho_i - d_i] + (1 + r_i - \alpha_i + \alpha_i d_i)t_G} + \frac{(1 + r_i)t_G B_{i,t}}{[(1 + r_i)\rho_i - b_i] + (1 + r_i - \alpha_i + \alpha_i b_i)t_G} \quad (7)$$

식(7)의 첫 번째 및 두 번째 항을 각각 X_i 및 Y_i 라고 하고, 이들을 각각 자본이득세율인 t_G 로 미분하면 식(8) 및 식(9)의 결과가 나타난다.

$$\frac{\partial X_i}{\partial t_G} = \frac{(1 + r_i - \alpha_i + \alpha_i d_i)}{[(1 + r_i)\rho_i - d_i] + (1 + r_i - \alpha_i + \alpha_i d_i)t_G]^2} D_{i,t+1}(1 - t_D) \quad (8)$$

$$\frac{\partial Y_i}{\partial t_G} = \frac{(1 + r_i)\rho_i - b_i}{[(1 + r_i)\rho_i - b_i] + (1 + r_i - \alpha_i + \alpha_i b_i)t_G]^2} (1 + r_i)B_{i,t} \quad (9)$$

명확하게 음수인 식(8)은 자본이득세의 자본화효과를 나타내는데, 이것은 다시 배당성장율인 d_i 로 미분해도 음수이기 때문에 자본화효과의 크기는 배당성장률이 증가하고, 배당소득세율이 감소할수록 더 커지는 것을 확인할 수 있다. 또한, 이를 바탕으로 세금 인하시 성장주가 배당주보다 더 크게 가격이 상승할 것으로 예상할 수 있다.

식(9)의 부호는 주주의 누적된 자본이득의 크기에 따라 달라진다. 즉, 식(10)의 요건을 충족하면 양(+)의 동결효과가 발생하는 것이다.

$$\frac{(1 + r_i)\rho_i}{b_i} > 1 \quad (10)$$

식(10)과 같이 동결효과는 자본화율 및 세후유보가격에는 비례하고, 과세기준액의 증가율과는 반비례하는데, 자본화율이 주식의 평균 평가이익율이기 때문에 좌항은 누적된 자본이익을 의미한다. 여기서 평가이익율이 높고 주주가 과세기준액 증가율에 비해 높은 유보가격을 요구할

경우에는 누적 자본이익은 커서 식(10)의 조건이 충족되고, 양(+)의 동결효과가 발생하게 된다. 그러나, 평가이익율이 낮고 주주가 과세기준액 증가율에 비해 낮은 유보가격을 요구할 경우에는 누적 자본이익이 작거나 자본손실이 발생해서 동결효과가 발생하지 않는 것이다. 결과적으로 주식 자본이득세의 전체 효과는 식(11)과 같이 기술할 수 있다.

$$\frac{\partial P_{i,t}}{\partial t_G} = \frac{\partial X_i}{\partial t_G} + \frac{\partial Y_i}{\partial t_G} \quad (11)$$

대개의 경우에 자본화효과($\frac{\partial X_i}{\partial t_G} < 0$)와 동결효과($\frac{\partial Y_i}{\partial t_G} > 0$)가 반대로 작용하기 때문에 주식 자본이득세의 순효과는 일정하지 않다. 자본화효과가 우세한 경우에는 주식 자본이득세의 순효과는 음(-)이 되는 반면 동결효과가 우세한 경우에는 양(+)이 되는 것이다. 이와 관련해서 Dai et al.(2006)은 세율 변경의 시행일 이후의 기간은 세율 변경의 불확실성이 존재하는 자본화효과와 우세기간이고, 세율 변경 발표일 이후의 기간은 동결효과와 우세기간으로 구분하였다.

따라서, <표 3>으로 정리한 분석대상 기간 동안 대주주 범위의 계속적 확대를 통해 과세를 강화하는 우리나라의 세법 개정 관련 일정에서 세법개정안 발표일부터 시행일까지 상당한 시차가 있기 때문에 Dai et al.(2006)의 분석과 같이 발표일부터 시행일까지의 기간 동안 개별 사건일에 동결효과가 발생하고, 시행일 이후의 기간에 자본화효과가 발생하는지에 대해 세부적 실증분석을 통해 확인할 수 있을 것이다²⁵⁾. 이와 관련해서는 관련 국내 선행연구를 확인할 수 없는데, 다양한 사건일들을 전후한 주가반응을 확인하는 본 연구의 실증분석을 통해 이러한 선행연구의 공백을 보충하는 공헌점이 있는 것이다.

<표 3> 대주주 범위 확대를 통한 과세 강화 관련 세법 개정의 개별 사건일

구 분	2013년 세법개정	2016년 세법개정	2017년 세법개정
세법개정안 발표일	2012. 8. 8.	2015. 8. 6.	2016. 7.28.
세법개정일	2012.12.31.	2015.12. 2.	2016.12. 2.
시행령개정안 발표일	2013. 1.18.	2015.12.24.	2016.12.28.
시행령개정일	2013. 2.12.	2016. 1.26.	2017. 1.31.
시행일	2013. 7. 1.	2016. 4. 1.	2018.4.1. 및 2020.4.1.

25) 금융소득종합과세의 기준금액 인하 및 한시적인 배당소득증대세제의 시행과 관련한 세법 개정은 시행령과는 무관하기 때문에 이와 관련한 개별 사건일이 비교적 단순하고, <표 3>의 사건일들에 포함되기 때문에 별도로 구분해서 제시하지 않았다.

이상의 이론적 분석 및 <표 3>으로 정리한 우리나라의 구체적 세법 개정 일정을 바탕으로 수립한 본 연구의 첫 번째 대립가설은 아래와 같다.

<가설 1> 상장주식 대주주 범위 확대 및 금융소득종합과세 강화에 대해 전기 무배당기업의 보통주는 유배당기업 및 고배당기업의 보통주보다 유의적인 음의 추가반응을 보일 것이다.

Lang and Shackelford(2000)와 Dai et al.(2006)에 의하면 자본이득세율의 변경으로 인한 자본화효과는 유배당주보다 무배당주에서 더 큰데, <가설 1>은 이러한 예상을 확인하기 위한 것이다. 이영한과 이태규(2012)도 2006년 1월에 발생한 우리나라의 소액주주 상장주식에 대한 자본이득세 과세의 추진과 철회에 따른 추가반응을 분석한 결과 자본이득세의 과세 추진일에 자본화효과가 발생하는 것을 제시했는데, 이와 유사하게 본 연구의 분석을 바탕으로 양도소득세 과세대상 확대 및 금융소득종합과세의 기준금액 인하와 관련해서 배당소득보다 자본이득이 더 클 것으로 예상되는 저배당주식(전기 유배당기업과 비교한 전기 무배당기업의 주식 및 전기 고배당기업과 비교한 전기 유배당기업·무배당기업의 주식)이 세법 개정에 대하여 더욱 부정적 추가반응을 나타낼 것으로 예상할 수 있는 것이다²⁶⁾. 추가적으로, 배당 여부 및 지급액 정도에 따라서 더욱 세부적으로 분석하면 부정적 추가반응은 무배당 주식, 유배당 주식 및 고배당 주식의 순으로 클 것으로 예상할 수 있다. 이와 함께 자본화효과에 대한 세법개정안 발표일의 기본적인 추가반응이 기간 경과에 따른 구체적 입법과정에 따라 유지되는지 또는 완화되어서 동결효과로 전환되는지의 여부도 실증분석을 통해 추가적으로 확인할 수 있다.

이상과 별도로 대주주 범위의 확대 및 금융소득종합과세의 기준금액 인하를 통한 과세강화는 개인주주에게 적용되기 때문에 개인 대주주의 지분율이 클수록 관련 세법개정에 대한 추가반응이 더욱 유의적일 것으로 예상할 수 있는데²⁷⁾, 이를 확인하기 위해 수립한 본 연구의 두 번째

26) <가설 1>의 2013년의 금융소득종합과세의 강화(기준금액 인하)와 관련해서는 유배당기업 개인주주의 세금부담 증가 가능성을 고려해서 주식 발행법인이 일반적 예상 및 선행연구(기은선과 황문호(2014) 등)와 같이 배당수준을 낮추는 경우에는 개인주주의 전체 투자소득(배당소득 및 자본이득)에서 차지하는 자본이득의 상대적 비중이 무배당기업에서는 동일한 반면 유배당기업에서는 증가하기 때문에 더욱 강한 부정적 추가반응을 예상할 수 있는 것이다.

27) <가설 2>의 개인 대주주 지분비율의 차이에 따른 차별적 추가반응과 관련해서는 소액주주의 지분비율이 절대적으로 높고 지분비율의 증가에 따라 주주의 수가 급격하게 감소하는 본 연구의 분석대상인 상장기업의 지분비율 분포의 일반적 특징을(박상인 등, 2014) 고려하면 대주주 범위 확대에 따라 추가적으로 대주주에 포함되는 개인주주가 차지하는 지분비율이 세법 개정 전에 개인 대주주 지분비율이 높은 기업(이하 “상위 지분율 기업”)에서 더욱 클 것으로 예상되기 때문에 상위 지분율 기업에서 더욱 강한 부정적 추가반응을 예상할 수 있는 것이다. 즉, <표 2>와 같이 일련의 세법 개정을 통해 새롭게 과세대상에 포함되는 개인 대주주를 기존의 개인 대주주와 구분해서 “신규 개인 대주주”라고 하면 박상인 등(2014)이 제시한 상장기업 지분비율 분포의 일반적 특징을 고려하면 기존 개인 대주주 지분율

대립가설은 아래와 같다.

<가설 2> 상장주식 대주주 범위 확대 및 금융소득종합과세 강화에 대해 개인 대주주지분율이 높은 경우에는 동(同)지분율이 낮은 경우에 비해 보다 유의적인 음의 주가반응을 보일 것이고, 그 정도는 무배당기업의 경우에 더욱 클 것이다.

4. 연구모형

본 연구는 가설검정을 위해 사건 연구(event study)의 방법을 적용해서 주가반응을 분석하였다. 사건 연구에서는 주가반응을 분석하는 기간(window)의 설정이 중요한데, 이 기간이 너무 길면 혼잡효과(confounding effect)가 발생할 수 있고, 반대로 너무 짧으면 사건일 정보가 주가에 미치는 영향을 제대로 포착하지 못할 가능성이 있기 때문이다.

본 연구는 주가반응의 분석기간을 비교적 짧은 기간으로 설정했는데, 이것은 주가에 미치는 현실적 요인들이 매우 많으면서 빈번하게 발생하기 때문에 개인 대주주지분율 범위 확대의 세법 개정과 관련한 일련의 사건들이 주가에 영향을 미치더라도 개별 사건이 주가에 미치는 배타적 영향은 단기간에 그칠 것으로 예상되기 때문이다. 이러한 측면을 고려해서 본 연구의 분석기간은 사건일 및 사건일 이후의 3영업일로 설정하였다.

주가반응의 분석기간을 위와 같이 설정한 후에 누적비정상수익률(CAR, cumulative abnormal return)에 대한 일표본 t검정(one sample t-test)을 적용하였다. 구체적으로, 개별 주식의 초과수익률(abnormal return)은 식(12)와 같이 종합주가지수를 이용한 시장수익률 조정모형(market adjusted return model, 이하 “시장모형”)에 근거하여 계산하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (12)$$

단, AR_{it} : 개별주식 i의 t일의 초과수익률

R_{it} : 개별주식 i의 t일의 수익률

R_{mt} : t일의 종합주가지수 수익률

$\hat{\alpha}_i, \hat{\beta}_i$: 시장모형을 이용하여 도출한 추정회귀계수

식(1)에서 $\hat{\alpha}$ 과 $\hat{\beta}$ 을 추정하기 위하여 개별 사건일의 150일 전부터 1일 전까지를 추정기간(estimation period)으로 설정했고, 식(1)로부터 계산한 개별 주식의 초과수익률에 근거하여 개별

(r_0)에 대한 신규 개인 대주주 지분율(r_1)의 비율($r_1 \div r_0$)은 개별 기업 특성과 무관하게 편차가 크지 않을 것으로 예상할 수 있는데, 이러한 측면을 고려하면 금융소득종합과세의 강화의 결과 부정적 주가반응을 예상할 수 있는 신규 개인 대주주의 지분율($r_1 = \{r_0 \times (r_1 \div r_0)\}$)은 기존 대주주 지분율(r_0)과 대체로 비례적인 관계인 것으로 볼 수 있고, 결과적으로 <가설 2>와 같이 기존 대주주 지분율(r_0)이 높을수록 유의적인 음의 주가반응을 예상할 수 있는 것이다.

기업의 일자별 평균비정상수익률(AAR, average abnormal return) 및 CAR을 식(13) 및 식(14)와 같이 계산하였다.

$$AAR = (\sum_{i=1, \dots, n} AR_{it}) / n \quad (n : \text{사건일 및 유형별 표본의 수}) \quad (13)$$

$$CAR = \sum_{d=0, \dots, t} AAR_d \quad (t=0, 1, 2, 3) \quad (14)^{28)}$$

5. 연구표본

<표 4>의 과정을 통해 선정한 본 연구의 실증분석에 사용하기 위한 표본은 575개 기업인데, 이들 중 코스피 상장법인인 262개이고, 코스닥 상장기업은 313개이다. 또한, 다음 장의 실증분석에서는 이들 표본기업들 중에서 개별 사건일별로 총발행주식수 중 1% 이상을 보유한 개인 대주주들의 지분율을 기준으로 동(同)지분율이 가장 높은 4분위와 가장 낮은 1분위를 구분해서 대주주지분율의 규모에 따른 차별적 주가반응을 확인하였다. 추가적으로, 이들 표본기업들 중에서 한국예탁결제원에 통지한²⁹⁾ 내용을 바탕으로 고배당기업을 구분하였다.

<표 4> 표본 선정 절차

구 분	기업수
한국예탁결제원의 주주명부관리 상장기업	791
(-) 분석대상 기간 동안 계속 상장기업이 아닌 기업 ³⁰⁾	180
(-) 12월말 결산법인이 아닌 기업 ³¹⁾	12
(-) 계산에 필요한 자료 중 결측치가 있는 기업	24
(=) 최종 표본	575

28) 주가반응의 분석에서는 사건일 이후의 분석대상 표본들 간의 비교는 구분된 집단 내에서 주가에 영향을 미칠 수 있는 다른 항목들의 영향이 평균적으로 동일하다고 암묵적으로 가정하는데, 이것은 본 연구에서도 마찬가지이다. 예컨대, 개별 사건일 이후의 주가반응은 본 연구에서 적용한 개인주주 지분율 및 무배당·유배당·고배당기업의 해당 여부 외에 개별 기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 나머지 요인들의 잠재적 영향은 분석대상 표본들 간에 평균적으로 동일하다고 가정하는 것이다.

29) 조특법시행령 제104조의24 제11항은 각 기업들이 고배당기업에 해당되는지를 판정해서 한국예탁결제원을 통해 각 증권회사(투자매매업자 또는 투자중개업자)에 통지하도록 규정하였다.

30) 분석대상 기업의 평균비정상수익률(AAR)과 누적비정상수익률(CAR)을 측정하기 위한 초과수익률(AR)을 계산하기 위해 최초 사건일인 2012.8.8.의 이전 150일부터 최종 사건일 2017.1.31. 이후 4일까지 계속해서 주가 자료가 있는 상장기업만으로 표본을 구성하기 위한 목적이다.

31) 주주명부의 마감일을 전후해서 세법 개정과 관련한 주요 사건들이 발생하는 12월말 결산법인과외의 질적 차이를 반영하기 위한 목적이다.

본 연구의 실증분석을 위한 표본의 기술통계량은 <표 5>와 같다.

먼저 <패널 A> 및 <패널 B>는 각각 2013년 및 2016년의 세법 개정과 관련해서 첫 번째 사건 일인 세법개정안 발표일의 개인 대주주 지분율을 기준으로 구분한 4분위 기업(“상위 기업”) 및 1분위 기업(“하위 기업”)을 다시 전기 무배당 및 유배당 기업으로 표본을 구분하였다. 2017년의 세법 개정과 관련한 <패널 C>에서는 고배당기업의 해당 여부를 확인할 수 있기 때문에 세법개정안 발표일의 상위 및 하위 기업을 다시 전기 무배당, 유배당 및 고배당기업으로 표본을 구분하였다.

연도별로 구분한 <표 5>의 모든 패널에서 상위 기업에서 유배당 및 고배당 기업의 비중이 상대적으로 높게 나타났는데, 이를 통해 개인 대주주 지분율이 높은 기업들이 대체로 더 많은 배당을 지급하는 것으로 볼 수 있다. 이와 함께 세법 개정 관련 사건일들이 포함되는 연속한 2개 연도의 총자산수익률(ROA)은 개별적 기업 구분과 비교적 무관하게 큰 변동이 없는 것으로 나타났다.

<표 5> 표본통계량³²⁾

(패널 A) 2013년 세법 개정 관련						
개인 대주주 지분율 기준	4분위(상위 기업)			1분위(하위 기업)		
전기 배당지급 여부	무배당	유배당		무배당	유배당	
표본수	39	104		68	76	
2012년 ROA	-0.25%	7.53%		-3.11%	5.07%	
2013년 ROA	-2.18%	3.23%		-5.54%	3.70%	
(패널 B) 2016년 세법 개정 관련						
개인 대주주 지분율 기준	4분위(상위 기업)			1분위(하위 기업)		
전기 배당지급 여부	무배당	유배당		무배당	유배당	
표본수	36	107		60	83	
2015년 ROA	-1.31%	3.93%		-8.21%	4.26%	
2016년 ROA	-2.63%	3.61%		-4.80%	4.40%	
(패널 C) 2017년 세법 개정 관련						
개인 대주주 지분율 기준	4분위(상위 기업)			1분위(하위 기업)		
전기 배당지급 여부	무배당	유배당	고배당	무배당	유배당	고배당
표본수	39	77	27	68	60	16
2016년 ROA ³³⁾	-0.35%	3.51%	6.53%	-9.17%	4.44%	3.82%

32) 연도별 세법 개정관련 사건일이 두 개연도에 걸쳐있기 때문에 표본 기술통계량은 세법개정안 발표일인 첫 번째 사건일을 기준으로 작성하였다.

33) 2017년 세법 개정과 관련해서는 제5사건일인 개정세법 시행일이 다른 세법 개정의 경우들과 다르게 다음 연도가 아니라 그 다음 연도 이후에 다시 2개의 날짜(2018.4.1. 및 2020.4.1.)로 구분되고, 주주

III. 실증분석 결과

1. 2013년 세법 개정 관련 개별 사건일의 CAR 분석

<표 6>은 2013년의 세법 개정과 관련한 개별 사건일(이하 편의상 “제1사건일”, ... “제5사건일”)의 CAR(누적비정상수익률)의 t검정 결과를 제시하였다.

<표 6> 2013년 세법 개정 관련 개별 사건일의 CAR

일	전체 기업		개인 대주주지분율 상위(4분위)					개인 대주주지분율 하위(1분위)				
			전기 무배당		전기 유배당		차이	전기 무배당		전기 유배당		차이
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값
ED1	0.064%	0.63	-0.994%	-1.97	-0.112%	-0.79	-2.29	-0.034%	-0.11	0.337%	1.80	-1.03
+1	0.094%	0.63	-1.146%	-1.83	-0.237%	-0.99	-1.67	-0.554%	-0.86	0.881%	2.98	-2.10
+2	-0.049%	-0.28	-0.420%	-0.46	-0.471%	-1.62	0.07	-0.997%	-1.41	1.089%	3.18	-2.74
+3	0.069%	0.34	0.256%	0.24	0.075%	0.21	0.21	-0.967%	-1.20	0.960%	2.50	-2.23
ED2	-0.283%	-0.70	0.143%	0.34	0.064%	0.34	0.20	-3.048%	-0.91	-0.027%	-0.15	-0.95
+1	-0.845%	-1.01	-0.059%	-0.11	0.158%	0.48	-0.35	-8.500%	-1.22	0.397%	1.18	-1.35
+2	-1.137%	-1.33	0.202%	0.31	-0.232%	-0.61	0.59	-9.383%	-1.33	-0.019%	-0.04	-1.40
+3	-1.484%	-1.60	-0.198%	-0.26	-0.394%	-0.87	0.22	-11.93%	-1.56	0.036%	0.07	-1.65
ED3	-0.366%	-0.51	0.065%	0.15	-0.083%	-0.35	0.32	-4.434%	-0.79	0.476%	2.36	-0.87
+1	-0.773%	-0.83	0.747%	0.93	-0.229%	-0.75	1.40	-8.833%	-1.21	0.159%	0.53	-1.24
+2	-0.822%	-0.86	0.689%	0.71	-0.156%	-0.42	0.99	-9.944%	-1.34	0.074%	0.20	-1.35
+3	-0.630%	-0.62	1.365%	1.17	-0.217%	-0.52	1.60	-7.680%	-0.99	-0.963%	-2.06	-0.86
ED4	0.114%	0.43	0.009%	0.02	0.125%	0.54	-0.24	1.637%	0.83	-0.419%	-2.34	1.04
+1	-0.432%	-0.56	0.102%	0.12	-0.030%	-0.11	0.20	-3.889%	-0.65	-0.132%	-0.48	-0.63
+2	-0.569%	-0.65	0.517%	0.55	-0.101%	-0.32	0.80	-6.567%	-0.97	-0.203%	-0.59	-0.94
+3	-0.609%	-0.67	0.413%	0.41	0.045%	0.12	0.42	-7.625%	-1.09	-0.135%	-0.34	-1.07
ED5	-0.120%	-0.31	0.142%	0.36	0.234%	1.00	-0.21	-2.764%	-0.94	-0.187%	-0.71	-0.87
+1	-0.093%	-0.23	1.194%	2.09	0.629%	1.76	0.85	-3.094%	-1.03	0.010%	0.03	-1.03
+2	0.535%	0.54	0.972%	1.45	0.282%	0.67	0.89	3.843%	0.50	-0.655%	-1.57	0.58
+3	0.203%	0.18	0.816%	1.09	0.286%	0.62	0.61	-0.453%	-0.05	0.022%	0.05	-0.05

주 : ED1, ED2, ED3, ED4, ED5는 각각 제1사건일(세법개정안 발표일), 제2사건일(세법개정일), 제3사건일(시행령 개정안 발표일), 제4사건일(시행령 개정일) 및 제5사건일(개정세법 시행일)

주 : t값의 굵은 글씨는 10% 유의수준

구성이 상이한 개별 표본기업의 추가반응을 이들 사건일 중 어떤 날짜를 기준으로 판단할지가 명확하지 않아서 다음 장에서 제5사건일에 대한 분석결과는 제시하지 않았고, 이러한 측면을 반영해서 2016년과 연속한 2017년의 ROA는 비교 목적으로 제시하지 않았다.

먼저, 제1사건일인 세법 개정안 발표일 이후에는 전체 표본기업들의 유의적 주가반응을 확인할 수 없지만 전기 무배당 기업은 상대적인 부정적 주가반응이 나타났다. 제2사건일인 세법 개정일 이후에는 전체 기업과 함께 세부적으로 구분한 대상기업을 분석한 결과도 특정한 유의적 주가반응이 나타나지 않았다.

다음으로, 제3사건일, 제4사건일 및 제5사건일인 시행령 개정안 발표일, 시행령 개정일 및 개정세법 시행일 이후에도 전체 기업과 함께 세부적으로 구분한 대상기업을 분석한 결과도 특정한 유의적 주가반응이 나타나지 않았다.

보다 구체적으로, 2013년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정에 따라 제1사건일(세법 개정안 발표일) 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타났고(ED1+0 및 ED1+1에서 각각 $t = -2.29$ 및 $t = -1.67$), 이러한 주가반응은 개인 대주주지분을 상위 기업에서 보다 현저하게 나타났는데, 이것은 동(同)사건일에 근접한 기간에서 <가설 1>을 기각하는 결과이다. 그러나, 다른 사건일들 이후에는 전체적으로 전기 무배당기업과 유배당기업 간의 유의적인 주가반응의 차이가 확인되지 않았는데, 이것은 <가설 1>을 기각하지 않는 결과이다. 또한, 개인 대주주지분을 하위 기업에서는 제2사건일(세법개정일) 이후에도 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타났는데(ED2+1, ED2+2 및 ED2+3에서 각각 $t = -1.35$, $t = -1.40$ 및 $t = -1.65$), 이것은 동(同)사건일 이후의 기간에서 <가설 1>을 기각하는 결과이다.

2. 2016년 세법 개정 관련 개별 사건일의 CAR 분석

<표 7>은 2016년의 세법 개정과 관련한 개별 사건일의 CAR(누적비정상수익률)의 t검정 결과를 제시하였다. 먼저, 제1사건일인 세법 개정안 발표일 이후에는 전체 기업과 함께 세부적으로 구분한 대상기업을 분석한 결과도 특정한 유의적 주가반응이 나타나지 않았다. 제2사건일인 세법 개정일 이후에는 전체 표본기업들의 유의적 주가반응을 확인할 수 없지만 개인 대주주지분을 하위 기업에서 부분적으로 유의적인 부정적 주가반응이 나타났다.

다음으로, 제3사건일인 시행령 개정안 발표일 이후에는 전체 표본기업들의 유의적 주가반응을 확인할 수 없지만 개인 대주주지분이 하위인 전기 무배당기업에서 부정적 주가반응이 나타났다. 제4사건일인 시행령 개정일 이후에는 전체 기업과 함께 세부적으로 구분한 대상기업을 분석한 결과도 특정한 유의적 주가반응이 나타나지 않았다.

추가적으로, 전기 고배당기업에 대한 추가적 분석이 가능해진 제5사건일인 개정세법 시행일(2016.4.1.) 이후에는³⁴⁾ 전체 표본기업들의 유의적 주가반응을 확인할 수 없지만 개인 대주주지분이 상위인 전기 고배당기업에서 긍정적 주가반응이 나타났고, 동(同)지분이 하위인 전기 무배당기업에서 부정적 주가반응이 나타났다.

34) 2015년의 결산확정일부터는 개별 상장기업이 고배당 기업에 해당하는지의 여부를 확인할 수 있는데, DART(dart.fss.or.kr)의 공시자료에 의하면 표본기업들의 2015년 회계연도의 결산확정일(주주총회 결의일)은 2016.3.4.부터 2016.3.30.까지이다.

〈표 7〉 2016년 세법 개정 관련 개별 사건일의 CAR

(패널 A) 제1사건일부터 제4사건일까지의 CAR												
일	전체 기업		개인 대주주지분율 상위(4분위)					개인 대주주지분율 하위(1분위)				
			전기 무배당		전기 유배당		차이	전기 무배당		전기 유배당		차이
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값
ED1	0.068%	0.51	0.092%	0.24	0.133%	0.37	0.34	0.249%	0.58	0.407%	1.28	1.25
+1	0.047%	0.24	0.126%	0.16	0.582%	1.36	0.82	0.262%	0.34	0.754%	1.64	0.58
+2	0.186%	0.75	0.094%	0.11	0.211%	0.41	0.30	0.330%	0.38	0.846%	1.56	0.53
+3	0.047%	0.16	0.187%	0.19	0.327%	0.55	0.44	0.214%	0.22	0.281%	0.43	0.43
ED2	0.027%	0.19	0.801%	1.60	0.084%	0.24	1.07	0.130%	0.25	0.397%	2.07	0.54
+1	0.001%	0.01	0.677%	0.99	0.120%	0.30	0.69	0.913%	1.39	0.458%	1.63	0.70
+2	0.020%	0.09	1.281%	1.36	0.000%	0.00	1.35	1.058%	1.37	0.787%	2.42	0.36
+3	0.041%	0.16	2.454%	2.32	0.253%	0.43	1.87	1.334%	1.32	1.352%	3.60	0.02
ED3	0.092%	0.68	0.208%	0.37	0.093%	0.45	0.24	0.809%	1.92	0.066%	0.30	1.67
+1	0.126%	0.70	0.159%	0.23	0.371%	1.24	0.82	1.723%	2.93	0.114%	0.39	2.66
+2	0.118%	0.51	0.049%	0.06	0.198%	0.51	0.30	0.736%	0.90	0.828%	2.02	0.11
+3	0.164%	0.64	0.236%	0.24	0.211%	0.49	0.03	0.707%	0.78	0.926%	2.03	0.23
ED4	0.010%	0.08	0.269%	0.52	0.233%	1.15	1.09	0.340%	0.69	0.266%	0.88	1.08
+1	0.107%	0.64	0.103%	0.13	0.160%	0.63	0.09	0.328%	0.58	0.708%	1.62	1.46
+2	0.083%	0.41	1.239%	1.02	0.509%	1.56	0.81	0.199%	0.31	0.822%	1.61	1.27
+3	0.298%	1.24	2.457%	1.69	0.618%	1.60	1.73	0.264%	0.35	0.754%	1.29	1.07
(패널 B) 제5사건일까지의 CAR												
일	전체 기업		개인 대주주지분율 상위(4분위) · 하위(1분위) ³⁵⁾									
			무배당(①)		유배당(②)		고배당(③)		차이 t값			
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	①－②	②－③	①－③	
ED5	0.199%	1.55	0.709%	1.52	0.829%	1.54	0.680%	2.21	0.15	0.16	0.05	
+1	0.162%	0.84	0.076%	0.11	1.333%	1.71	1.168%	2.36	1.05	0.12	1.20	
+2	0.345%	1.54	0.597%	0.64	1.541%	1.83	1.875%	2.53	0.70	0.22	1.00	
+3	0.214%	0.88	0.338%	0.34	1.350%	1.53	2.120%	2.54	0.71	0.49	1.29	
ED5			0.482%	1.43	0.069%	0.25	0.639%	1.10	1.24	0.92	1.50	
+1			1.155%	2.36	0.092%	0.21	0.494%	0.65	1.59	0.62	1.54	
+2			0.814%	1.41	0.029%	0.06	0.281%	0.33	1.01	0.29	0.87	
+3			1.117%	1.71	0.218%	0.35	0.034%	0.03	1.46	0.19	0.75	

주 : ED1, ED2, ED3, ED4, ED5는 각각 제1사건일(세법개정안 발표일), 제2사건일(세법개정일), 제3사건일(시행령 개정안 발표일), 제4사건일(시행령 개정일) 및 제5사건일(개정세법 시행일)

주 : t값의 굵은 글씨는 10% 유의수준

35) 개인 대주주 지분율 상위 기업(4분위) 및 하위 기업(1분위)를 표의 윗 부분과 아래 부분에 각각 기재한 것이다(<표 8>에서도 마찬가지이다.).

보다 구체적으로, 2016년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정에 따라 개인 대주주지분을 상위 기업에서는 전체적으로 유의적인 주가반응의 차이가 나타나지 않아서 <가설 2>를 기각하지 않은 반면 개인 대주주지분을 하위 기업에서는 제3사건일(시행령 개정안 발표일) 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타나서(ED3+0 및 ED3+1에서 각각 $t = -1.67$ 및 -2.66) 동(同)사건일에 근접한 기간에서 <가설 2>를 기각하는 것으로 확인되었다.

3. 2017년 세법 개정 관련 개별 사건일의 CAR 분석

<표 8>은 2017년의 세법 개정과 관련한 개별 사건일의 CAR(누적비정상수익률)의 t검정 결과를 제시하였다. 단, 2017년 세법 개정과 관련해서는 전술한 바와 같이 제5사건일인 개정세법 시행일이 다른 세법 개정의 경우들과 다르게 2개의 날짜로 구분되고³⁶⁾, 주주 구성이 상이한 개별 표본기업의 주가반응을 이들 사건일 중 어떤 날짜를 기준으로 판단할지가 명확하지 않아서 제5사건일에 대한 분석결과는 제시하지 않았다.

먼저, 제1사건일인 세법 개정안 발표일 이후에는 전체 표본기업에서 유의적인 부정적 주가반응을 나타냈고, 세부적으로 구분한 대상기업 중에서는 전기 무배당기업에서 부정적 주가반응이 나타났다. 제2사건일인 세법 개정일 이후에는 전체 기업과 함께 세부적으로 구분한 대상기업들을 분석한 결과도 특정한 유의적 주가반응이 나타나지 않았다.

다음으로, 제3사건일인 시행령 개정안 발표일 이후에는 전체 표본기업들의 유의적 주가반응을 확인할 수 없지만 개인 대주주지분율이 상위인 전기 무배당기업에서 긍정적 주가반응이 나타났다. 제4사건일인 시행령 개정일 이후에는 전체 표본기업들의 유의적 주가반응을 확인할 수 없지만 동(同)지분율과 무관하게 전기 무배당기업에서 긍정적 주가반응이 나타났다.

보다 구체적으로, 2017년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정은 제1사건일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적인 주가반응이 개인 대주주지분율 수준과 비교적 무관하게 나타나서(개인 대주주지분율 상위기업에서는 ED1+1, ED1+2 및 ED1+3에 각각 $t = -1.95$, $t = -2.69$ 및 $t = -2.18$ 이고, 하위기업에서는 ED1+1, ED1+2 및 ED1+3에 각각 $t = -1.61$, $t = -2.24$ 및 $t = -1.73$) <가설 3>을 기각하는 것으로 나타났다. 그러나, 제3사건일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 긍정적 주가반응이 나타나서(ED3+0, ED3+1, ED3+2 및 ED3+3에 각각 $t = 1.43$, $t = 2.55$, $t = 3.74$ 및 $t = 4.69$) <가설 3>을 기각하지 않는 것으로 확인되었다.

36) 시가총액의 기준금액이 인하된 개별 사건일은 각각 2018.4.1. 및 2020.4.1.이다.

〈표 8〉 2017년 세법 개정 관련 개별 사건일의 CAR

일	전체 기업		개인 대주주지분율 상위(4분위) · 하위(1분위)								
			무배당(①)		유배당(②)		고배당(③)		차이 t값		
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	①-②	②-③	①-③
ED1	-0.275%	-3.07	-0.668%	-2.48	0.203%	0.88	-0.734%	-1.78	-2.31	2.04	0.14
+1	-0.435%	-3.25	-1.200%	-3.06	-0.137%	-0.41	-0.799%	-1.46	-1.95	1.02	-0.61
+2	-0.306%	-1.78	-1.697%	-3.11	0.221%	0.52	-0.533%	-0.81	-2.69	0.92	-1.36
+3	-0.385%	-1.89	-1.512%	-2.29	0.306%	0.62	-0.217%	-0.29	-2.18	0.56	-1.29
ED1			-0.290%	-1.22	-0.110%	-0.42	-0.892%	-3.13	-0.51	1.49	1.18
+1			-1.019%	-2.66	-0.201%	-0.63	-0.520%	-0.91	-1.61	0.46	-0.60
+2			-1.510%	-2.73	0.090%	0.21	-0.290%	-0.38	-2.24	0.41	-1.01
+3			-1.837%	-2.67	-0.329%	-0.66	-1.386%	-1.53	-1.73	0.98	-0.30
ED2	-0.103%	-1.06	0.141%	0.36	0.151%	0.74	-0.295%	-0.90	-0.02	1.12	0.80
+1	-0.099%	-0.61	1.116%	1.17	0.361%	0.85	-0.011%	-0.02	0.84	0.49	0.94
+2	-0.235%	-1.24	0.791%	0.77	-0.162%	-0.34	0.047%	0.08	0.96	-0.24	0.56
+3	-0.056%	-0.25	0.857%	0.70	-0.096%	-0.18	0.191%	0.29	0.82	-0.28	0.42
ED2			0.357%	1.05	-0.336%	-2.18	-0.310%	-0.88	1.78	-0.07	0.92
+1			-0.874%	-1.81	-0.429%	-1.35	-0.680%	-1.32	-0.75	0.37	-0.19
+2			-0.882%	-1.29	-0.363%	-0.99	-0.335%	-0.49	-0.64	-0.03	-0.38
+3			-0.188%	-0.22	0.214%	0.50	-0.780%	-0.92	-0.40	1.07	0.32
ED3	-0.127%	-1.13	0.433%	1.35	-0.093%	-0.45	-1.032%	-2.37	1.43	2.17	2.77
+1	-0.145%	-1.04	0.850%	2.05	-0.349%	-1.34	-1.040%	-2.13	2.55	1.31	2.94
+2	-0.046%	-0.24	1.608%	2.70	-0.772%	-2.29	-1.768%	-3.20	3.74	1.51	3.96
+3	-0.085%	-0.40	2.206%	3.28	-1.241%	-3.13	-2.115%	-3.52	4.69	1.15	4.55
ED3			0.021%	0.04	-0.355%	-1.31	-1.362%	-1.74	0.59	1.53	1.15
+1			-0.134%	-0.22	-0.331%	-1.06	-2.065%	-2.48	0.28	2.35	1.46
+2			0.883%	0.98	-1.066%	-2.80	-2.124%	-2.37	1.91	1.22	1.58
+3			1.422%	1.51	-0.665%	-1.39	-2.560%	-2.70	1.90	1.81	1.99
ED4	0.191%	1.54	0.291%	0.58	0.195%	0.94	-0.060%	-0.14	0.21	0.59	0.50
+1	0.272%	1.72	1.348%	1.92	-0.098%	-0.37	0.281%	0.44	2.33	-0.64	1.07
+2	0.435%	1.83	1.479%	1.78	-0.151%	-0.35	1.225%	1.61	1.92	-1.59	0.22
+3	0.572%	2.00	2.090%	1.95	0.173%	0.33	0.880%	1.08	1.81	-0.70	0.84
ED4			0.904%	1.44	0.080%	0.23	-0.566%	-1.83	1.09	0.93	1.12
+1			1.037%	1.36	0.017%	0.04	-0.620%	-1.18	1.12	0.76	1.03
+2			1.314%	1.30	0.002%	0.00	-0.336%	-0.45	1.03	0.25	0.77
+3			1.749%	1.51	-0.317%	-0.36	0.675%	0.77	1.37	-0.57	0.44

주 : ED1, ED2, ED3, ED4, ED5는 각각 제1사건일(세법개정안 발표일), 제2사건일(세법개정일), 제3사건일(시행령 개정안 발표일), 제4사건일(시행령 개정일) 및 제5사건일(개정세법 시행일)

주 : t값의 굵은 글씨는 10% 유의수준

4. 실증분석 결과의 정리 및 해석

각각의 세법 개정과 관련한 이상의 분석결과를 개별 사건일별로 개인 대주주 지분율에 따라 전기 배당 여부에 따른 CAR(누적비정상수익률)의 차이의 t값으로³⁷⁾ 정리하면 <표 9>와 같은데, 이에 대한 구체적 해석은 아래와 같다.

가. 2013년 세법 개정 관련

2013년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정³⁸⁾에 따라 제1사건일(세법개정안 발표일) 이후 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타났고, 이러한 주가반응은 개인 대주주 지분율 상위 기업에서 보다 현저하게 나타났는데, 이것은 제1사건일의 자본화효과를 뒷받침하는 결과이다. 그러나, 다른 사건일들 이후에는 전체적으로 전기 무배당기업과 유배당기업 간의 유의적인 주가반응의 차이가 확인되지 않았는데, 이것은 제1사건일 이후의 자본화효과의 희석화를 나타내는 결과이다.

또한, 개인 대주주지분율 하위 기업에서는 제2사건일(세법개정일) 이후에도 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타났는데, 이것은 대주주 범위 확대의 세법 개정³⁹⁾에 따른 자본시장의 관심이 상대적으로 작을 것으로 예상되는 개인 대주주지분율 하위 기업에서 제1사건일에 충분히 발생하지 않은 일부 자본화효과가 제2사건일 이후에 발생한 것으로 해석할 수 있다.

나. 2016년 세법 개정 관련

2016년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정⁴⁰⁾에 따라 개인 대주주지분율 상위 기업에서는 전체적으로 유의적인 주가반응의 차이가 나타나지 않은 반면 개인 대주주지분율 하위 기업에서는 제3사건일(시행령 개정안 발표일) 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 확인되었다. 2013년의 세법 개정과 다른 이러한 주가반응은 2013년 세법 개정에서는 대주주 범위 확대와 함께 금융소득종합과세의 강화가 동시에 이루어져서 개인주주의 잠재적 세금부담이 크게 증가한 반면 2016년 세법 개정에서는 다른 세법 개정 없이 대주주 범위의 확대만 이루어져서 세금부담 증가의 정도가 상대적으로 낮았기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 즉, 개인주주의 세금부담을 증가시킬 수 있는 다른 세법 개정 없이 대주주 범위의 확대만 이루어질 경우에 충분한 자본화효과가 발생하지 않는 것으로 해석할 수 있다.

이에 반해 개인 대주주지분율 하위 기업에서 제3사건일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 발생한 것은 세법개정안의 발표 내용이 시행령 개정안에 다시 포함된 것과 함께 양도소득세의 과세대상인 개인 대주주의 지분율 기준(KOSPI는 2% → 1%, KOSDAQ은 4% → 2%) 및 시가총액 기준(KOSPI는 50억원 → 25억원, KOSDAQ은 40억원 → 20억원)이 절

37) 즉, <표 7> 및 <표 8>에서는 ①-②에 대한 CAR의 차이의 t값이다.

반 수준으로 대폭 감소해서 양도소득세의 세금부담이 증가했을 가능성을 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 2013년의 대주주 범위 확대 세법 개정에서도 이런 측면을 고려할 수 있지만 당시에는 개인 대주주의 지분을 기준(KOSPI는 3% → 2%, KOSDAQ은 5% → 4%) 및 시가총액 기준(KOSPI는 100억원 → 50억원, KOSDAQ은 50억원 → 40억원)의 감소 정도가 상대적으로 작았고, 8년만의 대주주 범위 확대의 세법 개정으로 인해 자본시장에 미치는 상당한 충격(shock)이 제1사건일 이후에 자본시장에 충분히 반영된 것으로 해석할 수 있다.

다. 2017년 세법 개정 관련

2017년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정은 제1사건일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적인 주가반응이 개인 대주주지분을 수준과 비교적 무관하게 나타났다. 제1사건일 이후의 이러한 상대적인 부정적 주가반응은 개인 대주주의 시가총액 기준(KOSPI는 25억원 → 15억원, KOSDAQ은 20억원 → 15억원)이 충분히 낮아져서 이로 인한 세금부담의 증가가 개인 대주주지분을 수준과 무관하게 현저하게 발생할 가능성을 반영하는 것으로 해석할 수 있다.

이와 반대로 제3사건일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 긍정적 주가반응이 나타났고, 이러한 주가 반응은 개인 대주주지분을 상위 기업에서 더욱 현저하게 나타났는데, 이와 같이 제1사건일 이후의 자본화효과와 반대로 제3사건일 이후의 동결효과가 발생한 것은 2016.12.28.자 시행령 개정안에 다시 포함된 세법개정안의 내용과 같이 개인 대주주의 시가총액 기준만 감소할 경우에는 연도말 주식 처분 및 연도초 주식 채취득을 통해 기준시점인 연도말의 개인 대주주에 해당하지 않도록 해서 세금부담이 증가하지 않는 조세회피가 가능한데, 이러한 인식이 시행령 개정안이 발표된 연도말의 제3사건일(2016.12.28.)을 전후해서 자본시장에 확산된³⁸⁾ 것으로 해석할 수 있다.

추가적으로, 전기 고배당기업의 주가반응이 무배당기업 및 유배당 기업과 비교적 무관하게 나타난 것은 배당소득증대세제의 대상인 고배당기업의 지배주주 등의 경우에는 주식보유의 동기가 자본이득에 비해 지배권 행사일 가능성이 큰데, 이로 인해 고배당기업의 주가반응이 다른 기업들에 비해 질적인 차이가 나타났을 가능성이 있는 것으로 해석할 수 있다.

38) 2017.8.29.자 한겨레 기사(코스닥 ‘큰손’ 왜 연말에 주식 팔까)는 “해마다 연말이면 어김없이 코스닥 시장에서 개인 투자자의 주식매도 물량이 쏟아진다. 코스피 시장이나 기관·외국인들에게서는 이런 현상이 일어나지 않는다. 왜 그럴까? 상장주식 양도소득에 대한 과세요건이 2013년 이후 단계적으로 강화되면서 개인 큰손들 사이에 과세기준일인 연말 전에 주식을 팔아 양도세를 회피하는 유형의 매매가 이뤄지고 있는 것으로 증권사들은 추정한다.”라고 보도하였다.

〈표 9〉 실증분석 결과의 정리

세법개정 구분	일	개인 대주주지분율 상위(4분위)					개인 대주주지분율 하위(1분위)				
		ED1	ED2	ED3	ED4	ED5	ED1	ED2	ED3	ED4	ED5
2013년 세법개정	0	2.29	0.20	0.35	0.24	0.21	1.03	0.95	0.87	1.04	0.87
	1	1.67	0.35	0.75	0.20	0.85	2.10	1.35	1.24	0.63	1.03
	2	0.07	0.59	0.42	0.80	0.89	2.74	1.40	1.35	0.94	0.58
	3	0.21	0.22	0.52	0.42	0.61	2.23	1.65	0.86	1.07	0.05
2016년 세법개정	0	0.34	1.07	0.24	1.09	0.15	1.25	0.54	1.67	1.08	1.24
	1	0.82	0.69	0.82	0.09	1.05	0.58	0.70	2.66	1.46	1.59
	2	0.30	1.35	0.30	0.81	0.70	0.53	0.36	0.11	1.27	1.01
	3	0.44	1.87	0.03	1.73	0.71	0.43	0.02	0.23	1.07	1.46
2017년 세법개정	0	2.31	0.02	1.43	0.21	NA	0.51	1.78	0.59	1.09	NA
	1	1.95	0.84	2.55	2.33		1.61	0.75	0.28	1.12	
	2	2.69	0.96	3.74	1.92		2.24	0.64	1.91	1.03	
	3	2.18	0.82	4.69	1.81		1.73	0.40	1.90	1.37	

주 : ED1, ED2, ED3, ED4, ED5는 각각 제1사건일(세법개정안 발표일), 제2사건일(세법개정일), 제3사건일(시행령 개정안 발표일), 제4사건일(시행령 개정일) 및 제5사건일(개정세법 시행일)

주 : 개별 t값은 전기 유배당기업의 주가와 비교한 무배당기업의 상대적 주가반응에 대한 것임(즉, (+)는 상대적인 긍정적 주가반응이고, (-)는 상대적인 부정적 주가반응을 의미함).

주 : t값의 굵은 글씨는 10% 유의수준

IV. 결 론

개인 투자자의 투자이익에 대한 일련의 세법 개정 절차와 관련해서 개별 사건일에 발생하는 주가 반응은 투자자 및 자본시장과 함께 과세당국의 많은 관심의 대상이지만 분석대상 기업들의 해당 사건일의 대주주지분율 등과 관련해서 주주 구성에 대한 정확한 자료를 수집하기 어려워서 선행연구에서는 엄밀한 분석이 이루어지지 않았다. 본 연구는 한국예탁결제원의 명의개서대행 상장기업들의 주주명부 자료를 바탕으로 이들 사건일들에 차별적으로 발생하는 주가 반응을 종합적으로 확인하였다. 구체적으로, 본 연구에서 확인한 주가 반응은 2013년, 2016년 및 2017년의 세법 개정과 관련한 일련의 사건일들인데, 관련 세법 개정 중에서 특히 시행령 개정까지 주가에 영향을 미칠 수 있는 양도소득세의 과세대상 대주주 범위 확대를 중심으로 개별 사건일을 구성했고, 이와 함께 분석대상 기간 동안의 금융소득종합과세의 기준금액 인하 및 한시적

인 배당소득증대세제가 미치는 영향도 해당 사건일에 반영하였다.

본 연구는 사건 연구의 방법을 적용해서 주가반응을 분석했고, 누적비정상수익률(CAR)에 대한 일표본 t검정을 적용했는데, 이를 통한 본 연구의 실증분석 결과 먼저, 2013년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정에 따라 최초의 세법개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타났고, 이러한 주가반응은 개인 대주주지분을 상위 기업에서 보다 현저하게 나타났는데, 이것은 해당 사건일 이후의 자본화효과를 뒷받침하는 결과이다. 그러나, 다른 사건일들 이후에는 전체적으로 전기 무배당기업과 유배당기업 간의 유의적인 주가반응의 차이가 확인되지 않았는데, 이것은 세법개정안 발표일 이후의 자본화효과의 희석화를 나타내는 결과이다. 또한, 개인 대주주지분을 하위 기업에서는 다음 사건일인 세법개정일 이후에도 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 나타났는데, 이것은 대주주 범위 확대의 세법 개정에 따른 자본시장의 관심이 상대적으로 작을 것으로 예상되는 개인 대주주지분을 하위 기업에서 세법개정안 발표일에 충분히 발생하지 않은 일부 자본화효과가 세법개정일 이후에 발생한 것으로 해석할 수 있다.

다음으로, 2016년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정에 따라 개인 대주주지분을 상위 기업에서는 전체적으로 유의적인 주가반응의 차이가 나타나지 않은 반면 개인 대주주지분을 하위 기업에서는 시행령 개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 확인되었다. 2013년의 세법 개정과 다른 이러한 주가반응은 2013년 세법 개정에서는 대주주 범위 확대와 함께 금융소득종합과세의 강화가 동시에 이루어져서 개인주주의 잠재적 세금부담이 크게 증가한 반면 2016년 세법 개정에서는 다른 세법 개정 없이 대주주 범위의 확대만 이루어져서 세금부담 증가의 정도가 상대적으로 낮았기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 즉, 개인주주의 세금부담을 증가시킬 수 있는 다른 세법 개정 없이 대주주 범위의 확대만 이루어질 경우에 충분한 자본화효과가 발생하지 않는 것으로 해석할 수 있다. 이에 반해 개인 대주주지분을 하위 기업에서 시행령 개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적 주가반응이 발생한 것은 세법개정안의 발표 내용이 시행령 개정안에 다시 포함된 것과 함께 양도소득세의 과세대상인 개인 대주주의 지분을 기준 및 시가총액 기준이 절반 수준으로 대폭 감소해서 양도소득세의 세금부담이 증가했을 가능성을 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 2013년의 대주주 범위 확대 세법 개정에서도 이런 측면을 고려할 수 있지만 당시에는 개인 대주주의 지분을 기준 및 시가총액 기준의 감소 정도가 상대적으로 작았고, 8년만의 대주주 범위 확대의 세법 개정으로 인해 자본시장에 미치는 상당한 충격이 세법개정안 발표일 이후에 자본시장에 충분히 반영된 것으로 해석할 수 있다.

마지막으로, 2017년의 상장법인 대주주 범위 확대의 세법 개정은 세법개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 부정적인 주가반응이 개인 대주주지분을 수준과 비교적 무관하게 나타났는데, 이것은 개인 대주주의 시가총액 기준이 충분히 낮아져서 이로 인한 세금부담의 증

가가 개인 대주주지분을 수준과 무관하게 현저하게 발생할 가능성을 반영하는 것으로 해석할 수 있다. 이와 반대로 시행령 개정안 발표일 이후에 전기 무배당기업의 상대적인 긍정적 주가 반응이 나타났고, 이러한 주가 반응은 개인 대주주지분을 상위 기업에서 더욱 현저하게 나타났는데, 이와 같이 세법개정안 발표일 이후의 자본화효과와 반대로 시행령 개정안 발표일 이후의 동결효과가 발생한 것은 2016.12.28.자 시행령 개정안에 다시 포함된 세법개정안의 내용과 같이 개인 대주주의 시가총액 기준만 감소할 경우에는 연도말 주식 처분 및 연도초 주식 채취득을 통해 기준시점인 연도말의 개인 대주주에 해당하지 않도록 해서 세금부담이 증가하지 않는 조 사회피가 가능한데, 이러한 인식이 시행령 개정안이 발표된 연도말을 전후해서 자본시장에 확산된 것으로 해석할 수 있다. 추가적으로, 전기 고배당기업의 주가반응이 무배당기업 및 유배당기업과 비교적 무관하게 나타난 것은 배당소득증대세제의 대상인 고배당기업의 지배주주 등의 경우에는 주식보유의 동기가 자본이득에 비해 지배권 행사일 가능성이 큰데, 이로 인해 고배당기업의 주가반응이 다른 기업들에 비해 질적인 차이가 나타났을 가능성이 있는 것으로 해석할 수 있다.

참고문헌

- 고종권. 2004. 배당소득세와 기관지분율이 주식수익률에 미치는 영향. 회계학연구 29(4) : 248-273.
- 고종권. 2005. 배당의 변화, 배당소득세와 주식수익률의 관계. 회계학연구 30(1) : 189-216.
- 기은선 · 황문호. 2014. 금융소득 종합과세 기준금액 인하가 기업의 배당정책에 미치는 영향. 세무학연구 31(3) : 213-242.
- 박광훈. 2003. 배당세와 기업가치. 회계학연구 28(1) : 33-47.
- 박상인 · 백복현 · 복홍석. 2014. 한국 자본주의 특성 연구. 시장과 정부 연구센터.
- 유재봉 · 전병욱. 2018. 개인투자자의 투자이익 관련 세법개정이 소유구조에 미친 영향의 분석. 회계 · 세무와 감사 연구 60(4) : 281-312.
- 이영한 · 이태규. 2012. 소액주주의 상장주식 자본이득 과세추진에 대한 자본시장의 반응. 세무와 회계저널 13(1) : 159-188.
- 이화진. 2004. 주주지분의 가치평가와 배당소득세효과 : 배당정책과 조세특성의 영향. 회계와 감사연구 40 : 181-213.
- 조정원 · 정재현. 2016. 배당소득세 변화가 주식시장 반응에 미치는 영향. 조세연구 16 : 7-36.
- Ayers, B., C.B. Cloyd & J.R. Robinson. 2002. The effect of shareholder-level dividend taxes on stock price : Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993. *Accounting Review*, 77(4) : 933-947.
- Ayers, B., C. Lefanowicz & J. Robinson. 2003. Shareholder taxes in acquisition premiums : The effect of capital gains taxation. *Journal of Finance*, 58 : 2783-2801.
- Blouin, J. 2009. Discussion of dividend tax clienteles : Evidence from tax law changes. *Journal of the American Taxation Association*, 31 : 23-28.
- Dai, Z., E. Maydew, D.A. Shackelford & H.H. Zhang. 2006. Capital gains taxes and asset prices : Capitalization or lock-In. NBER Working Paper 12342.
- Dhaliwal, D., L. Krull, O.Z. Li & W. Moser. 2005. Dividend taxes and implied cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 43 : 675-708.
- Ellis, K., O. Li & J. Robinson. 2006. Capital gains taxes and IPO underpricing. Working Paper. University of Notre Dame and University of Texas at Austin.
- Harris, T.S. & D.A. Kemsley. 1999. Dividend taxation in firm valuation : New evidence. *Journal of Accounting Research*, 37 : 275-292.
- Jin, L. 2006. Capital gains tax overhang and price pressure. *Journal of Finance*, 61 : 1399-1430.
- Lang, M. & D. Shackelford. 2000. Capitalization of capital gains taxes : Evidence from stock price reactions to the 1997 Rate Reductions. *Journal of Public Economics*, 76 : 69-85.

- McKenzie K.J. & A.J. Thomson. 1995. Dividend taxation and equity value : The Canadian Tax Changes of 1986. *Canadian Journal of Economics*, 28(2) : 463–472.
- Poterba, J. & S. Weisbenner. 2001. Capital gains tax rules, tax-loss trading, and turn-of-the-year returns. *Journal of Finance*, 56 : 353–368.
- Reese, W. 1998. Capital gains taxation and stock market activity : Evidence from IPOs. *Journal of Finance*, 53 : 1799–1820.

Effects of Tax Law Revisions Related to Individual Shareholders' Investment Profit on Stock Market

Jai Bong You* · Byung Wook Jun**

〈Abstract〉

Although the effect of tax laws revision related to individual investors' after-tax investment profit on stock reaction is a matter of interest to investors, capital market participants and the taxing authority, it has been hardly investigated enough due to the restriction of data access. Based on collected shareholder stake data of listed companies that appointed the Korea Securities Depository (KSD) as a stock transfer agency, this study analyzed the feature of stock reaction on various event dates related to processes of relevant tax laws revision, which gradually expanded the scope of individual shareholders who bear capital gain tax burdens, around 2013, 2016 and 2017.

The results of this study shows that, first, in the tax laws revision process around 2013, substantial tax capitalization effect was found after the date of issuance of tax laws revision plan, especially in the companies whose ratio of major individual shareholders is relatively high ("higher individual-shareholders companies", hereafter). Furthermore, significant tax capitalization effect was also found after the date of confirmation of tax laws in the companies whose ratio of major individual shareholders is relatively low ("lower individual-shareholders companies", hereafter), which implies that the tax capitalization effect could not take place fully to the companies of little interest in capital market, and thus occurrence of original effect could be delayed by the next event date.

Next, in the tax laws revision process around 2016, substantial tax capitalization effect was found after the date of issuance of revenue rulings revision plan in the lower individual-shareholders companies, which is not consistent to the results of previous tax laws revision, and the effect was much higher in the companies which do not pay dividends ("no-dividend companies", hereafter). Those results imply that increased tax burden from both strengthening comprehensive taxation of financial incomes and expanding the scope of major shareholders could enhance the tax capitalization effect additionally to relevant companies.

* Ph.D in Taxation, University of Seoul, Certified Public Accountant, bong1004@hanmail.net, First Author

** Professor, Graduate School of Science in Taxation, University of Seoul, bwjun@uos.ac.kr, Corresponding Author

Finally, in the tax laws revision process around 2017, substantial tax capitalization effect was found after the date of issuance of tax laws revision plan in the no-dividend companies. Furthermore, the lock-in effect was found after the date of issuance of revenue rulings revision plan in those companies, which implies that tax evasion through temporarily lowering the market value around year-end is prevalent among capital market participants.

〈Key words〉 Tax laws revision, Stock reaction, Tax capitalization effect, Korea Securities Depository