

세무학회지
제16권 제2호 2015년 4월 pp.231~260
한국세무학회

배당소득증대세제와 기업소득환류세제 도입과 주가수익률

홍영도* · 김갑순**

<요 약>

정부는 2014년 8월 6일에 발표한 2015년 세법개정안에 기업소득이 가계로 원활하게 이전되어 내수와 소비를 진작하고 경기를 활성화시키기 위하여 고배당기업의 배당소득세를 경감시켜주는 배당소득증대세제와 기업소득을 투자, 배당 그리고 임금증대에 사용을 촉진시키는 기업소득환류세제를 도입하였다. 본 연구는 정부가 도입한 배당소득증대세제와 기업소득환류세제에 대하여 각각의 사건 기간에 따라 투자자들이 어떻게 반응을 보였는지를 사건 연구의 형태로 검증하였다.

검증결과 배당소득증대세제와 기업소득환류세제의 도입이라는 사건의 영향으로 전년도인 2013년 기준으로 배당수익률이 높은 기업일수록 누적비정상수익률이 유의하게 높은 것으로 나타났다. 이는 배당수익률이 높을수록 배당소득세가 감소할 가능성이 커지고 이에 따라 배당 후 세후현금흐름이 증가될 것으로 예측되어 투자자 관점에서 기업가치가 상승한 것에 기인한 것으로 보인다. 또한 이러한 결과는 2003년에 미국이 배당소득세를 인정한 경우(Amromin et al., 2008)와 같은 시장의 반응으로서 투자자들의 배당선호현상이 주가에 반영된 것으로 해석된다.

한편 본 연구에서는 2014년 세제개편으로 인한 배당증가예상기업을 과거 2년 동안 배당성향을 늘여온 기업과 2013년 소득기준으로 기업소득환류세제 대상기업으로 구분하여 시장의 반응을 검증하였다. 그 결과 배당성향을 늘여온 기업은 사건기간 동안 누적비정상수익률의 증가가 미미한 반면, 기업소득환류세제 대상기업은 누적비정상수익률이 유의하게 높았다. 이는 기업소득환류세제 대상기업들이 환류세 부담을 피하기 위하여 배당을 늘릴 것으로 시장에서 예상하고 있는 것으로 해석된다.

본 연구의 정책적 시사점은 정부가 내수와 소비를 진작시키려 기업의 배당을 확대하고자 2014년 세제개편에서 도입한 배당소득증대세제와 기업소득환류세제가 국내기업들의 배당성향을 높이는 역할을 할 것이라는 시장의 예상을 확인하였다는 점이다. 이러한 세제의 도입은 세계적으로 배당수준이 낮은 국내기업들의 배당수준을 향상시키는 작용을 할 것으로 본다. 그리고 본 연구의 결과

* 동국대학교 대학원 회계학과 박사과정, 성도회계법인 전무, hongyd@hanmail.net, 주저자
** 동국대학교 경영대학 교수, kks@dongguk.edu, 교신저자

주가에서 나타난 투자자들의 배당확대에 대한 기대감도 기업으로 하여금 배당을 확대하는데 영향을 줄 수 있을 것이다.

본 연구의 공헌점은 세제개편으로 배당의 증가가 예상되는 기업의 주가수익률이 양(+)으로 나타남에 따라 자발적 배당의 증가가 아닌 세법에 의한 배당의 증가인 경우에도 기업가치가 상승할 수 있음을 사전연구방법론을 이용하여 실증하였다는 점이다.

〈주제어〉 배당소득증대세제, 기업소득환류세제, 사전연구, 누적비정상수익률

I. 서 론

정부는 2014년 8월 6일에 발표한 2014년 세법개정안에 경제활성화를 목적으로 한 소위 ‘가계소득증대세제’ 3대 패키지를 도입하여 3년간 시행할 계획을 밝혔다. 가계소득 증대세제 3대 패키지는 ‘근로소득증대세제’, ‘배당소득증대세제’, ‘기업소득환류세제’로 구성된다. 근로소득증대세제는 가계의 가처분소득이 증가할 수 있도록 근로자의 임금을 늘린 기업에 대해 증가분의 10%(대기업 5%)를 세액공제해 주는 제도이다. 근로소득증대세제가 기업 입장에서는 인건비 지출을 증가시킨 인센티브를 부여하는 제도라면, 배당소득증대세제와 기업소득환류세제는 기업 입장에서 배당을 증가시키고, 투자자 입장에서는 배당 목적의 주식투자를 증가시킬 인센티브를 부여하기 위한 제도이다. 그리고 동 법안은 2014년 12월 국회를 통과하였다.

기획재정부는 배당소득증대세제의 도입의 목적은 주주 인센티브를 통한 배당촉진과 주식시장을 활성화하기 위함이라고 하였다.¹⁾ 우리 경제가 과거 고도성장기에는 기업의 사내유보와 투자 확대가 고용 증가와 가계소득·민간소비 확대로 연결되었고 주주는 주식시세차익 실현을 통한 수익 확보가 가능하여 배당에 대해서는 상대적으로 관심이 적었다. 그러나 이제는 배당의 확대가 가계소득·민간소비의 확대로 연결되고²⁾ 이는 기업 수익성 개선·투자확대로 이어지는 구조를 형성해야 하는 시점이라고 설명하였다. 특히 기업들이 적정 수준으로 배당을 확대할 경우 고령화 및 저금리기조로 인해 안정적인 배당수익 목적의 투자자들이 증가할 것으로 예상하였다. 배당소득 증대세제는 고배당주식의 배당소득에 대한 원천징수세율을 현행 14%에서 9%로 인하하고 금융소득 종합과세 대상자에 대해서는 현행의 종합과세방식과 25% 분리과세 중 하나를 선택할 수 있도록 해 개인주주에 대한 세제지원을 확대하는 것을 주요 골자로 한다.

배당소득세율이 낮아지면 주식보유로 인한 미래 배당소득에 부과되는 배당소득세의 하락으

1) 기획재정부 2014년 세법개정안 주요내용 설명자료 참조

2) 기획재정부는 2014년 세법개정안 설명자료에서 우리나라의 배당성향이 다른 나라에 비하여 훨씬 낮은 수준이라고 하였다. 2013년 주요 국가의 배당성향 : 한국(21.1%), 미국(34.6%), 일본(30.1%), 프랑스(55.1%), 독일(43.3%)

로 주주의 세후미래배당현금흐름을 증가시켜 주가의 상승요인으로 작용할 가능성이 높다. 본 연구에서는 배당소득증대세제의 도입이 발표된 시점 즉, 배당세율 경감 조치가 발표된 시기에 배당수익률이 높은 기업일수록 누적비정상수익률이 발생하였는지를 사건연구방법을 이용하여 검증하였다. 연구결과 배당소득증대세제가 발표되는 시점을 전후하여 기업의 배당수익률이 높은 기업일수록 주가의 누적비정상수익률이 높게 발생한 것을 확인하였다. 이러한 결과는 미래세후 배당소득의 증가로 인한 기업가치의 상승이 시장에서 주가상승으로 이어졌을 가능성이 매우 높음을 의미한다.

또한 본 연구에서는 추가적으로 과거 2년 동안 배당성향을 증가시켜온 기업이 배당소득세 감소에 따라 미래에 배당성향을 더 상승시킬 것으로 투자자들이 예상하여 배당소득증대세제의 발표 시점을 전후하여 누적비정상수익률이 발생하였는지를 검증하였다. 검증결과 정부의 세제개편 발표 전일(-1일)부터 후일(+1)까지는 누적비정상수익률이 발생하였으나 그 외의 기간에서는 누적비정상수익률이 발생하지 않았다. 이러한 결과는 투자자들은 배당성향을 이미 확대하고 있는 기업이 배당세율 인하로 인하여 추가로 배당성향을 증가시킬 것이라고는 보지 않고 있다고 해석할 수 있다.

정부가 배당소득증대세제와 함께 가계소득증대를 목적으로 도입한 기업소득환류세제³⁾는 자기자본이 500억 원을 초과하는 기업(중소기업 제외)과 상호출자제한기업집단 소속 기업이 앞으로 발생하는 이익 중 80%를 투자·배당·임금의 증가로 사용하지 않거나 이익의 30%를 배당과 임금으로 사용하지 않으면 차액에 대해 10%의 법인세를 추가로 납부해야 한다.

분석결과 2013년 기준으로 상장기업의 약 27%에 해당하는 기업이 기업소득환류세제 대상기업에 속한다. 이들 기업이 법인세를 추가로 부담하지 않기 위해서는 소득을 투자·임금증가·배당에 활용하여야 한다. 그런데 기업은 세금을 회피하려고 수익성이 없는 사업까지 투자를 확대하는 방안을 선택하지는 않을 것이다. 또한 임금은 하방경직성으로 인하여 미래에 경영부담으로 작용할 가능성이 높기 때문에 임금상승을 쉽게 고려하기는 어려울 것으로 예상된다. 따라서 기업소득환류세제의 신설로 인한 추가적인 세금부담을 회피하기 위한 수단으로서 배당증가를 선택할 가능성이 가장 높다. 그리고 배당의 증가와 주가수익률 사이에 양(+)의 관계가 있음⁴⁾을 볼 때 2014년 세제개편안 발표시점을 전후하여 기업소득환류세제 대상기업에 누적비정상수익률이 발생할 수 있다.

본 연구는 기업소득환류세제의 발표를 전후하여 기업소득환류세제대상기업들의 배당증가에 따른 투자 수요증가로 인해 이들 기업에 누적비정상수익률이 발생하였는지를 검증하였다. 분석결과 세제개편 발표 전일(-1일)부터 후일(+1)을 제외하고 다른 모든 사건기간에서 이들 기업

3) 정부는 기업소득 대비 가계소득비중이 크게 하락하고 있다고 하였다. 부문별 소득비중(% , 가계/기업) : ('98) 73.7/12.8 → ('13) 61.2/25.7

4) 김진우·서진석(2010)

들에게 누적비정상수익률이 발생하였다. 이는 기업의 자발적인 배당증가가 아닌 조세정책에 의해 유도된 배당의 증가도 주가에 긍정적으로 영향을 미치고 있음을 의미하는 결과이다.

정부의 배당세율 제도변화에 따라 기업가치가 변하는지는 중요한 관심사이다. 미국의 경우도 George W. Bush 행정부가 2003년 고용 및 성장을 위한 조세감면법(The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003)을 도입하여 최고배당소득세율을 38.1%에서 15%로 경감하고 자본이득세율도 20%에서 15%로 낮춤으로써 경제를 활성화시키고 고용을 확대하고자 하였다. Amromin et al.(2008)은 배당소득세의 감면 폭이 큼에 따라 미국시장에 상장된 주식 중 고배당주의 누적비정상수익률이 더 높았음을 보고하였다. 이는 배당소득세율 인하가 고배당기업의 주가에 보다 긍정적으로 작용하고 있음을 시사하는 결과이다.

정부의 이러한 배당활성화를 위한 세제를 신설한 목적은 배당을 선호하는 주주의 자금이 유입되어 기업의 자본조달비용이 감소하면서 투자여력이 확대되어 기업의 안정적 성장을 도모하기 위함이다. 또한 배당성향을 국제수준에 근접시켜 우리 주식시장의 투자매력도를 높임으로써 주가상승으로 인한 자산효과 등을 통해 가계의 소비여력을 증대시키고자 함에 있다. 정부의 이러한 정책목적이 궁극적으로 달성될지에 대하여 아직 판단하기 이르지만 이러한 목적의 달성이 가능하기 위해서는 우선 이들 제도 도입에 대한 시장반응이 긍정적으로 나타나야 하는 것이 선행되어야 할 것이다. 이런 상황에서 본 연구는 2014년 8월 6일 발표된 배당소득증대세제와 기업 소득환류세제 도입에 대한 정부발표시점을 전후하여 시장의 반응을 실증 분석하였다는 점에서 그 의의가 있다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 선행연구를 검토한다. 그리고 제Ⅲ장에서는 가설을 설정하고 구체적인 연구방법에 대해 설명한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 해석하고, 마지막으로 제Ⅴ장에서 결론과 향후 연구 과제를 제시한다.

Ⅱ. 선행연구

1. 배당수준과 기업가치 간의 연구

배당수준과 기업가치 간의 관계에 대한 연구들은 기업의 배당수준의 변화와 미래 이익이나 주식수익률 간의 관계에 배당이 신호효과를 갖고 있는가에 대한 주제의 연구가 주로 이루어져 왔다. Miller and Rock(1985)은 기업과 투자자들 사이에는 정보의 비대칭이 존재하고 기업의 배당의 변화는 기업의 미래성과에 관한 신호를 투자자들에게 전달하기 때문에 배당의 증가 또는 감소는 기업의 미래 주식수익률에 유의한 영향을 미친다는 결과를 제시하였다.

그 이후에 DeAngelo and Skinner(1996) 등은 배당이 유의미한 신호효과를 가지지 못한다는

연구결과를 제시하기도 하였지만, Nissim and Ziv(2001) 등 많은 연구들은 배당수준의 증가는 주식수익률의 상승을, 배당수준의 감소는 주식수익률의 하락을 초래한다는 결과를 제시하였다. 그리고 Jensen(1986)은 주주와 경영자간 계약이 불완전하기 때문에 배당금의 지급은 주주와 경영자간 일치도가 높아 기업의 잉여현금흐름에 대한 대리인비용을 감소시킴에 따라 기업의 자본비용을 감소시킨다고 주장하였다.

Doron and Amir(2001)는 미국기업을 대상으로 1963년부터 1998년까지 배당의 변화와 미래수익률 간의 관계를 분석한 결과 배당의 증가는 배당증가 후 2년 동안 수익률에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 배당의 증가가 기업가치의 증가를 가져 오는 배당신호이론을 지지하는 것으로 해석할 수 있다.

전상경·최설화(2011)은 배당의 변화와 향후 기업이익 간의 관련성을 분석함으로써 배당의 정보효과를 분석하였다. 배당가능이익 대비 배당률(배당금/배당지급가능금액)의 변화를 설명변수로 하고 향후 기업이익의 변화율을 종속변수로 설정하여 배당의 정보효과를 분석하였으나 배당가능이익 대비 배당률과 향후 이익의 변화 간에는 오히려 음(-)의 상관관계로 나타나 한국에서는 배당의 정보효과가 지지되지 않는 것으로 나타났다.

그러나 이장우의 2인(2011)은 배당수준이 높을수록 그리고 배당을 증가시킨 기업일수록 기업가치가 높게 나타났다고 분석하였다. 그들은 또 기업지배구조가 배당정책에 미치는 영향을 검증한 결과 내부자 소유 지분율과 외국인지분율이 높을수록 배당수준이 높고 재벌소속 기업일수록 배당수준이 낮은 것으로 분석하였다.

박광우의 2인(2005)의 연구에서는 지배구조가 건전하고 배당수익률이 높을수록 기업의 가치가 높게 평가된다고 보고하였다.

이한득(2012)은 고배당 기업일수록 재무건전성, 수익성 그리고 성장성이 높은 것으로 분석하였다. 고배당기업은 또한 매출액이나 이익의 변동성이 작으며 외국인 투자자들의 투자비중이 높을 뿐만 아니라 저금리가 계속될수록 주가가 상승한다고 분석하였다.

박시현 외 2인(2013)은 2008년과 2009년에 각각 법인세율 인하 개정안 발표 시 배당기업의 누적비정상수익률이 무배당기업의 그것을 상회하였으며 배당기업 중에서도 배당성향이 높은 고배당기업의 누적비정상수익률이 저배당기업의 그것을 상회하였으며 배당성향과 누적 비정상수익률 간에 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 분석하였다. 이러한 결과는 법인세율 인하로 인한 이익증가가 배당상승으로 기대하는 투자자들의 행태가 반영된 것으로 해석하고 있다.

이상의 배당수준과 기업가치 간의 관계에 관한 선행연구를 요약하면, 배당은 계약의 불완전으로 발생하는 대리인비용을 감소시키고 기업의 미래실적에 대한 신호효과로서 작용하고 있으며 투자자들 입장에서는 미래의 불확실성이 제거되고 현재의 수입을 선호하는 현상 때문에 배당수준이 기업의 가치와 양(+)의 관계를 갖는다고 볼 수 있다.

2. 배당세율변화와 기업 가치에 관한 연구

배당소득세가 부과됨에 따라 주주가 기업의 이익을 배당으로 분배받을 때 배당소득세를 부담하기 때문에 그에 해당하는 주주가치가 감소한다. 미국의 경우 배당소득세율 변화에 따라 주주가치가 변하는지에 대한 여러 연구가 이루어 졌다. 배당소득세 증감에 대한 연구는 배당소득세율이 증가하는 경우와 배당소득세율이 낮아지는 경우로 나누어 볼 수 있다.

미국에서는 1993년 8월 3일 소득세율을 높임으로써 배당소득세율도 상승하게 되었다. Ayers et al.(2002)은 미국의회가 1993년 8월 배당소득세율이 상승시키는 법안(RRA-93)을 통과시킨 후 5일 동안 고배당주식의 누적비정상수익률이 유의하게 하락하였으며 배당소득세인상의 영향을 받지 않는 기관투자자 비중이 높을수록 수익률 하락 수준이 완화되었다. 이 연구는 배당소득세의 변화가 기업의 가치에 영향을 미치고 있음을 보이고 있다.

배당소득세율이 하락하는 사례로는 부시정부가 2003년 소득세를 낮춘 사례가 있다. 미국의회는 2003년 5월 28일 자본비용을 낮추어 일자리 창출과 경제성장을 위해 조세감면법(The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003)을 통과시킴으로써 주식매매에 의한 자본이득에 대한 세율을 20%에서 15%로 인하하고 배당세율을 최고 38.1%에서 15%로 큰 폭으로 인하하였다. Dhaliwal et al.(2007)은 이 감세법안이 통과되기 전 6분기 동안의 자본비용과 통과된 후 6분기 자본비용을 비교한 결과 통과된 후 6분기 동안의 자본비용이 유의하게 낮아 동 법안이 기업의 주가에 영향을 미치고 자본비용을 낮추는 역할을 하였다고 보고 하였다. 또 Auerbach et al.(2006)와 Amronin et al.(2008)은 동 감세법안이 발표되는 시기(2003.5.14.~5.18)에 고배당주식이 저배당주식보다 더 높은 누적비정상수익률을 보임으로써 감세법안으로 인하여 주식포트폴리오가 재편되고 있다고 해석하였다.

고종권(2005)은 배당의 변화시점에 주식의 배당수익률이 동일한 경우 배당소득세 불이익(배당소득세율-자본이득세율)의 크기가 증가할수록 비기대수익률이 음(-)의 값으로 나타나 배당소득세 불이익이 배당의 정보효과를 잠식한다고 하였다. 그는 또 기관투자자의 지분율이 증가할수록 배당소득세 불이익이 세금효과를 통해 주주의 부에 미치는 영향은 감소한다고 보고하였다.

고종권·조문희(2008)은 내재자본비용과 배당수익률의 관계는 배당소득세 불이익이 클수록 양(+)의 관계로 나타났는데 이는 투자자들이 배당소득세 불이익에 해당되는 만큼 자본비용을 더 요구하게 되어 주가를 낮추는 요소로 작용한다고 보았다. 그는 또 내재자본비용과 배당수익률의 관계는 세금불이익이 클수록 증가하지만 세금측면에서 유리한 기관투자자의 지분율이 증가할수록 양(+)의 관계가 감소하는 것으로 나타나 배당소득세에 대한 부담이 덜한 기관투자자 지분율이 높을수록 배당소득세 불이익으로 인한 자본비용의 증가를 완화시킨다고 보고하였다.

박철·박수철(2010)은 2001년 개인투자자들의 배당소득에 대한 원천징수세율이 22%(주민세포함)에서 16.5%로 감소함에 따라 세율이 경감된 개인투자자들이 2000년 배당부일과 배당락일 대비 2001년 배당부일과 배당락일 주식매수량과 매도량으로 주식투자자의 거래 형태를 분석하

였다. 분석결과 세금이 경감된 1천만 원 이상 개인투자자들의 거래는 2001년 배당부일에 전년 대비 매수가 증가하였고 배당락일 매도가 증가하여 전년도보다 배당차익거래⁵⁾가 증가한 것으로 분석하였다. 이러한 고액 개인투자자들의 배당선호거래 형태변화는 배당수익률이 크고, 배당금이 증가하고, 배당금이 많고 배당차익거래가 이익인 주식에서 강하게 나타나 배당소득세에 대한 부담이 적어진 개인투자자들이 적극적으로 배당차익거래에 참여한 것으로 보고 하였다.

이상의 배당세율변화와 기업가치에 관한 선행연구를 요약하면, 배당세율이 변화가 투자자들의 투자선호도에 영향을 미쳐 배당성향이 일정한 경우 배당세 부담이 커지는 경우에는 기업의 가치가 하락하고 배당세 부담이 작아지는 경우에는 기업의 가치가 상승한다고 볼 수 있다.

III. 가설의 설정과 연구방법

1. 배당소득증대세제 및 기업소득환류세제의 내용

가. 배당소득세제

정부는 2014년 세법개정안에서 기업소득의 가계소득으로의 환류를 위해서는 배당을 통해 기업의 이익을 주주와 공유하는 선순환 구조를 형성하는 것이 중요하다고 보고 이를 위해 주주에 대한 인센티브를 통해 기업의 고배당을 유도할 수 있도록 고배당 요건을 충족하는 상장주식을 보유한 주주에 대한 배당소득세를 경감시키는 방안을 마련했다. 구체적으로는 고배당주식의 배당소득에 대한 원천징수세율을 현행 14%에서 9%로 인하하고, 금융소득종합과세 대상자에 대해서는 현행의 종합과세방식과 25% 분리과세 중 하나를 선택할 수 있도록 하여 배당소득증대세제 적용대상 주주의 배당소득세를 크게 낮추었다. 이때 배당소득증대세제 적용대상 주주는 다음의 ① 또는 ②에 해당하는 상장주식을 보유한 주주를 말한다.

- ① 시장평균 배당성향·배당수익률 120% 이상 & 총배당금 증가율 10% 이상 상장주식
 - ② 시장평균 배당성향·배당수익률 50% 이상 & 총배당금 증가율 30% 이상 상장주식
- * 배당성향, 배당수익률, 총배당금 증가율 산정기준
- － 배당성향 : 3개년 현금배당금/3개년 당기순이익
 - － 배당수익률 : 3개년 평균 배당수익률
 - － 총배당금 증가율 : $\text{Max}(\text{직전연도, 직전 3개년 평균배당금})$ 대비 증가율

- 5) 배당락 가격(배당부일 종가－예상 주당 배당금)보다 배당락일 시가 더 높아 배당부일 주식을 매수하여 배당락일 주식을 매도함으로써 차익을 실현

고배당주식으로부터 경감되는 배당소득세는 현행 제도의 금융소득 2천만 원 이하의 분리과세 대상자와 금융소득 2천만 원 종합과세대상자로 구분하여 볼 필요가 있다. 분리과세소득대상자는 원천징수세율이 배당소득의 14%에서 9%로 36% 경감되는 세제혜택을 입는다. 또 금융소득이 2천만 원을 초과하여 종합과세 되는 소득자의 경우 종합과세방식과 25% 분리과세방식을 선택할 수 있는데 금융소득 종합과세 과세대상자들이 고소득자인 점을 고려하면 분리과세 방식을 선택할 가능성이 크다. 예를 들면 종합과세의 경우 최고세율이 31.18%⁶⁾인데 반하여 분리과세를 하면 25%만 납부하면 되기 때문에 20%⁷⁾의 배당소득세 절감효과가 발생한다. 이러한 분리과세 방식은 소액주주뿐만 아니라 개인 대주주에게도 적용되기 때문에 배당수준의 결정권을 가지고 있는 개인 대주주는 고배당 주식 요건을 맞추어 배당소득세를 절감하려 할 것으로 보인다.

나. 기업소득환류세제

기업소득환류세제는 자기자본 500억 원을 초과하는 기업(중소기업 제외)과 상호출자제한 기업집단 소속 기업이 앞으로 발생하는 이익 중 80%를 투자, 임금증가, 배당으로 사용하지 않거나 이익의 30%를 배당과 임금으로 사용하지 않으면 차액이 적은 부분에 대해 10%의 세금을 추가로 납부해야 한다.⁸⁾ 이 제도는 2015년 발생하는 기업소득 분부터 적용되며 3년 간 한시적으로 운용된다. 기업소득환류세제는 기업이 다음의 두 가지 과세방식 중 하나를 선택할 수 있으며 한번 선택한 과세방식은 제도 적용 기한인 2017년 12월 31일까지 다른 과세 방식으로 바꿀 수 없다.

[기업소득환류세제 과세방식]

(A방식) [당기소득×80%-(투자+임금증가+배당액 등)]×10%(세율)

(B방식) [당기소득×30%-(임금증가+배당액 등)]×10%(세율)

본 연구에서 사용하는 표본기업 1,571개 기업을 대상으로 분석한 결과 평균적으로 당기소득에서 임금증가가 차지하는 비중이 11.1%, 투자 비중이 115.5% 그리고 배당지급이 차지하는 비중 17.1%로 이를 합한 비율이 146.7%로 당기소득의 80%가 초과되어 문제가 없어 보이지만 투자 비중이 낮아 동 기준을 맞출 수 없는 기업도 27.5%가 된다.

기업소득환류세제 부담 대상이 되는 기업들은 과세를 피하기 위하여 이익을 투자나 배당 또

6) 배당소득세 최고세율은 38%이나 배당소득에 대해서는 기업이 지급한 법인세와 개인의 소득세에 대한 이중과세를 완화하기 위하여 일부 배당소득을 차감해주는 Gross-up도입으로 인하여 다음과 같이 세율이 조정된다.

종합과세 세부담=(100+11)×38%-11=31.18

7) (31.18%-25%)/31.18%=20%

8) 우리나라에서는 과거('91~'01년)에 적정수준을 초과한 유보소득에 추가과세를 하였으며, 미국의 경우도 일반법인에 대해 배당소득세 회피의도로 과다 유보 시 과다 유보액에 20% 세율로 추가 과세 한다(기획재정부 세제개편 설명자료(8.6) 참조).

는 임금증가에 사용해야 하는데 투자는 세법으로 어느 정도 강제한 다 하더라도 투자수익률이 확보되지 않는 상태에서 늘리기가 쉽지 않을 것이다. 그리고 임금 또한 상승시키면 하방경직성이 있어 앞으로의 경영부담요인으로 작용할 뿐만 아니라 당기소득에서 차지하는 비중도 미미하여 기업소득환류세제 회피수단으로는 적절하지 않을 가능성이 높다. 따라서 기업들은 기업소득환류세를 회피할 목적으로 상대적으로 배당 증가를 선택할 가능성이 크다. 결국 정부의 기업소득환류세제도입은 투자확대나 임금상승을 유도하기 보다는 기업의 배당을 촉진시키는 정책으로 작용할 것으로 예상된다.

2. 가설의 설정

배당소득증대세제는 다음의 두 가지 측면에서 관련 기업의 주가를 상승시킬 것으로 예상된다.

첫째, 배당소득증대세제는 기업의 배당을 촉진시킴으로써 배당의 증대효과로 인하여 기업의 가치가 상승할 수 있다. 배당수준과 기업가치 간의 관계에 대한 선행연구에서는 배당은 계약의 불완전으로 발생하는 대리인비용을 감소시키고 기업의 미래실적에 대한 신호효과로서 작용하고 있으며 투자자들 입장에서는 미래의 불확실성이 제거되고 현재의 수입을 선호하는 현상 때문에 배당수준이 기업의 가치와 양(+)의 관계를 갖는다고 하였다. 배당소득증대세제 방안에 따르면 고배당기업들의 주주가 배당소득세 경감혜택을 더 용이하게 얻을 수 있다.⁹⁾ 그러므로 2013년 말 현재 배당수익률이 높은 기업일수록 앞으로 배당확대가가능성이 높아져 기업가치가 상승할 것으로 예상된다.

둘째, 배당세율의 감소에 따라 주주 귀속 세후 현금흐름의 증가로 인하여 기업가치가 상승할 수 있다. 2015년부터 일정 요건을 갖춘 기업이 배당을 확대하면 개인 대주주와 소액주주 모두 배당소득세가 감소되는 혜택을 갖게 된다. 선행연구(Ayers et al. 2002 ; 고종권 2005)에서는 주주가 기업의 이익을 배당으로 분배 받은 경우 주주는 배당소득세를 부담하기 때문에 배당소득세는 주주가치를 감소시키는 요소로 작용한다. 따라서 배당소득세가 줄어들게 되면 배당으로 인한 주주가치 감소현상이 완화되어 기업가치가 상승할 것이다. 미국의 경우에도 2003년 5월 배당소득세를 인하함에 따라 법안이 의회를 통과되는 시기에 고배당기업의 경우 누적비정상수익률이 발생하였다.

위와 같은 두 가지 이유로 배당소득증대세제의 발표를 전후하여 기업의 배당수익률과 누적비정상수익률 간에는 양(+)의 관계가 있을 것이다.

9) 배당수준이 전체 기업평균의 60% 미만기업은 배당소득세 경감 혜택이 주어지지 않으며, 배당수준이 평균의 60%~120% 사이의 기업은 배당수준을 30% 높여야 하며, 배당수준이 평균의 120%이상 기업의 경우 배당수준을 10%만 높여도 배당소득세 경감 혜택을 받게 된다.

가설1 : 배당소득증대세제 도입 발표일을 전후하여 배당수익률이 높은 주식일수록 누적비정상수익률이 높을 것이다.

시장은 최근에 배당성향을 높여온 기업들이 배당소득증대세제에 호응하여 앞으로도 계속 배당성향을 높일 것으로 기대할 것이다. 투자자들은 배당성향을 상승해 온 기업은 배당성향을 높이려는 의지가 강한 기업이라고 기대할 수 있으며 이런 기업들이 앞으로 배당수준을 높일 경우 배당의 증대효과로 인한 기업가치 상승을 기대할 수 있다. 이장우와 2인(2011)은 배당을 증가시킨 기업일수록 배당의 상승기대감으로 인하여 기업가치가 높게 나타났다고 보고하였으며, 박철·박수철(2010)은 2011년 배당소득에 대한 분리과세율을 22%에서 16.5%로 인하할 때 배당증가기업일수록 개인투자자들의 배당차익거래가 증가하였다고 보고하였다. 이러한 투자자들의 행태로 보아 배당소득증대세제 신설은 배당을 증대시켜온 기업이 미래에도 배당을 확대할 것으로 기대를 하게 되어 배당의 증가로 인한 기업가치의 상승과 배당소득세를 인하로 인한 기업가치 상승이 실현될 가능성이 높다. 따라서 배당성향을 증가시켜 온 기업은 배당소득증대세제 도입 발표를 전후하여 누적비정상수익률을 보일 것이다.

가설2 : 배당성향을 증가시켜 온 기업은 배당소득증대세제 도입 발표일을 전후하여 누적비정상수익률을 보일 것이다.

기업소득환류세제가 도입됨에 따라 2013년 기준으로 볼 때 상장기업 중 27.5%에 해당하는 기업이 기업환류(투자, 임금증가, 배당)기준에 미달하게 되어 미달 금액의 10%에 대하여 추가로 세금을 부담하게 된다. 이에 해당되는 기업들은 추가로 부담되는 세금을 피하려 임금을 올리거나 투자 또는 배당을 하여야 하지만 임금을 상승시킬 경우 상승된 임금을 다시 삭감시키기 어려우므로¹⁰⁾ 미래의 경영부담으로 작용한다. 또한 수익성이 없는 사업에 대한 투자를 증가시켜 미래 기업실적을 훼손하려 하지도 않을 것이다. 따라서 기업소득환류세제 대상기업들은 배당수준을 늘려 기업소득환류세제의 적용에 따른 추가 세부담을 회피하고자 할 가능성이 높다. 이러한 이유로 기업소득환류세제 신설 또한 배당소득증대세제와 같이 기업의 배당을 증대시키는 역할을 할 것이며, 많은 투자자들은 기업소득환류세제 대상기업들이 미래에 배당금을 늘릴 것으로 예상할 것이다. 그리고 선행연구(이장우와 2인 2011 ; Doron and Amir 2001 등) 또한 배당금의 수준과 기업가치 간에는 양(+)의 관계가 있음을 밝히고 있다.

배당소득증대세제가 기업의 배당금 확대를 유도하기 위한 인센티브제도라면, 기업소득환류세제는 기업의 배당금 확대를 유도하기 위한 페널티제도라 할 수 있다. 앞의 가설2가 기업의 자발

10) 근로기준법 제94조 제1항에 의하면 취업규칙의 불이익한 변경을 위해서는 근로자의 동의를 요하고 있다. 임금삭감은 근로자 또는 노동조합이 동의를 하여야 하지만 근로자에게 불리해진 사항에 대하여 동의를 얻어 임금수준을 하락시키는 것은 현실적으로 어렵다.

적 배당 확대를 전제한 것이라면 가설3은 세법에 의한 강제적 배당 확대를 전제한 것이라고 할 수 있다. 이러한 세법에 의한 강제적 배당 확대라 할지라도 배당금의 증가는 기업가치의 증가를 가져올 것이다. 그 결과 투자자들이 기업소득환류세제 대상기업들의 배당금 증가를 예상한다면 해당 기업들은 기업소득환류세제의 발표를 전후하여 누적비정상수익률을 보일 것이다.

가설3 : 기업소득환류세 부담이 예상되는 기업들은 기업소득환류세제 도입 발표일을 전후하여 누적비정상수익률을 보일 것이다.

3. 연구모형

가. 사건일 변수

2014년 7월 26일 취임한 최경환 기획재정부장관은 내수활성화를 위한 경제정책방향을 제시하면서 근로소득 증대세제, 배당소득증대세제 그리고 기업소득환류세제 등 이른바 가계소득증대세제 3대 패키지를 도입한다고 발표하였으나 구체적인 기준과 수준은 포함되지 않았다. 정부는 2014년 8월 6일에 구체적인 기준과 내용이 포함된 2014년 세법개정안을 발표하였고 동 법안은 수정 없이 2014년 12월 2일 국회를 통과하였다.

선행연구(정래용 2007 ; 박시연 외 2인)에 의하면 우리나라에서 세법개정안 발표 시 투자자들의 반응은 세법개정안 발표를 전후하여 나타난다고 하였다.¹¹⁾ 본 연구에서는 2014년 세법개정안 발표일(2014. 8. 6)을 사건일로 하여 $[-1, +1]$, $[-3, +3]$, $[-5, +5]$, $[-10, +10]$ 그리고 $[0, 10]$, $[0, 20]$, $[0, 30]$ 구간에서 누적비정상수익률이 발생하였는지를 확인하고자 한다.

나. 종속변수

본 연구에서는 종속변수는 사건기간 동안의 누적비정상수익률(Cumulative Abnormal Return, CAR)을 사용한다. 비정상수익률은 기업의 일별수익률에서 정상수익률을 차감한 수익률이다.

$$\text{비정상수익률(AR)} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i \cdot R_{mt})$$

여기서 α_i 와 β_i 는 Ayers et al.(2002)과 Amronin et al.(2008)과 같이 과거 1년 동안 기업i의 수익률과 시장수익률 간 회귀식으로 추정한다.

11) 1999년 배당소득 원천징수세율 인하(20% → 15%)시(정래용 2007)와 2008년과 2009년 법인세율 인하시(박시연 외 2인 2013)에서도 세법개정안 발표일 $[-5, +5]$ 사건기간에서 배당성향과 누적수익률 간의 양(+)의 상관관계가 나타났다.

다. 연구모형

가설1을 검증하기 위한 회귀모형은 <식 1>과 같다.

$$\begin{aligned} \text{CAR}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{dir}_i + \beta_2 \cdot \Delta \text{qroa}_i + \beta_3 \cdot \text{size}_i + \beta_4 \cdot \text{lev}_i + \beta_5 \cdot \text{mtb}_i \\ & + \beta_6 \cdot \text{산업더미} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad \text{<식 1>}$$

<식 1>에서 CAR은 사건 기간 동안 누적비정상수익률이며 dir은 배당수익률(2013년 배당액/2013년 말 기업가치)이다. 그리고 통제변수로 사용한 Δqroa 은 2014년 2분기 ROA에서 2013년도 2분기 ROA를 차감한 ROA증가분이다. Δqroa 를 통제변수로 사용한 이유는 본 연구에서 분석하고자 하는 사건기간이 2사분기 실적발표기간이어서 누적초과수익률이 실적개선 정도에 따라 영향을 받을 수 있기 때문이다. size는 2013년도 말 총자산을 자연로그한 값으로 규모를 통제하기 위하여 사용하였으며 lev(부채/자본)은 부채비율에 따라 수익률이 영향을 받는 것을 통제하기 위하여 그리고 mtb(시장가치/장부가치)는 성장성을 통제하기 위하여 사용한 통제변수이다.

<식 1>에서 배당수익률(dir)의 회귀계수인 β_1 이 유의한 양(+)의 값이 나오면 이는 투자자들이 해당 사건기간에서 배당소득증대세제 도입에 따라 해당기업의 배당수익률이 더 높을수록 더 큰 누적비정상수익률이 발생하였다는 것으로 가설1을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

그리고 가설2를 검증하기 위하여 다음의 <식 2>의 회귀모형을 사용한다.

$$\begin{aligned} \text{CAR}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{dir}_i + \beta_2 \cdot \text{divin}_i + \beta_3 \cdot \Delta \text{qroa}_i + \beta_4 \cdot \text{size}_i + \beta_5 \cdot \text{lev}_i \\ & + \beta_6 \cdot \text{mtb}_i + \beta_7 \cdot \text{산업더미} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad \text{<식 2>}$$

<식 2>는 <식 1>에 배당증가기업더미(divin)변수를 추가 하였다. 배당증가기업더미(divin)변수는 2011년부터 2013년 사이 배당성향이 증가한 기업이면 1이고 그렇지 않는 기업은 0이다. 만약 배당증가기업더미의 계수 값인 β_2 가 유의한 양(+)의 값이면 배당성향을 증가해 온 기업이 배당세제도입에 따라 배당성향을 더 늘릴 것으로 예상하여 시장에서 배당증가기업의 선호현상이 나타났다는 것을 의미하므로 가설2를 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

마지막으로 가설3을 검증하기 위하여 다음의 <식 3>의 회귀모형을 사용한다.

$$\begin{aligned} \text{CAR}_i = & \alpha + \beta_1 \cdot \text{dir}_i + \beta_2 \cdot \text{budam}_i + \beta_3 \cdot \Delta \text{qroa}_i + \beta_4 \cdot \text{size}_i + \beta_5 \cdot \text{lev}_i \\ & + \beta_6 \cdot \text{mtb}_i + \beta_7 \cdot \text{산업더미} + \varepsilon_i \end{aligned} \quad \text{<식 3>}$$

<식 3>은 <식 1>에 2013년 기준 기업소득환류세 부담기업 더미(budam)변수를 추가 하였다. 2013년을 기준으로 자기자본이 500억 원 이상이면 투자, 임금증가와 배당액의 합계액이 당기소득의 80%에 미달하고(A방식), 임금증가와 배당의 합계액이 당기소득의 30%에 미달한(B방식) 기업을 기업소득환류세 부담기업으로 정의하였다.

(A방식) [당기소득 $\times$ 80%¹²⁾-(투자+임금증가+배당액)]

(B방식) [당기소득 $\times$ 30%¹³⁾-(임금증가+배당액)]

기업소득환류세 부담기업더미(budam)변수는 기업소득환류세 부담기업이면 1이고 그렇지 않은 기업은 0이다. 기업소득환류세 부담기업더미의 계수 값인 β_2 가 유의한 양(+)의 값을 가지면 이는 투자자들이 기업소득환류세 부담기업이 기업소득환류세를 피하기 위하여 배당을 늘릴 것으로 예상하여 투자를 선호함에 따라 해당 사건기간에서 이들 기업의 주가가 상승한 것이라고 볼 수 있다. 따라서 β_2 가 유의한 양(+)의 값이면 가설3을 지지하는 결과로 해석할 수 있다.

4. 표본의 선정

본 연구의 표본은 2011년부터 2014년까지 계속하여 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 다음의 조건을 만족한 기업을 선정하였다.

- (1) 금융업에 속하지 않는 기업
- (2) 12월 결산법인인 기업
- (3) KIS-VALUE로부터 재무자료 및 주가자료 추출이 가능한 기업

2014년 말 현재 금융업에 속하지 않는 1,911개 기업 중 12월 결산법인인 기업은 1,735개 기업이며 그 중 2011년부터 2014년까지 재무자료가 확보가 가능한 기업은 1,693개 기업 그리고 주가관련 자료까지 확보가 가능하여 위 기준에 만족하는 기업 수는 1,571개이다.

IV. 실증분석결과

1. 기술적 분석

<표 1>은 본 연구에서 사용하는 변수의 기술적 통계량을 요약한 것이다. 사건기간 $[-1, +1]$ 의 평균누적비정상수익률은 -0.0026 으로 나타났으며 2013년 평균배당수익률은 0.89% 로 나타났다. 그리고 2013년을 기준으로 볼 때 기업소득환류세 부담기업은 전체기업에서 27.5% 가 해당되었다. 그리고 2011년부터 2013년 사이 전체기업에서 37.1% 의 기업이 배당성향을 증가시켰다.

12) 법인세법은 $60\sim 80\%$ 로 규정하였으나 법인세법시행령에서 80% 로 정하였다.

13) 법인세법은 $20\sim 40\%$ 로 규정하였으나 법인세법시행령에서 30% 로 정하였다.

〈표 1〉 표본의 기술적 통계량

변수	표본수	평균값	표준편차	최솟값	1사분위	중앙값	3사분위	최대값
carl	1,571	-0.0026	0.0461	-0.1359	-0.0284	-0.0049	0.0177	0.1658
dir	1,571	0.0089	0.0134	0.0000	0.0000	0.0027	0.0141	0.2105
budam	1,571	0.2750	0.4466	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
dipind	1,571	0.3711	0.4833	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000	1.0000
△qroa	1,571	-0.0023	0.0308	-0.1294	-0.0108	-0.0008	0.0081	0.1303
size	1,571	25.8858	1.3933	23.4294	24.9470	25.6072	26.5691	30.6319
lev	1,571	1.1008	1.6475	0.0097	0.3107	0.6818	1.2767	13.0881
mtb	1,571	1.4078	1.2135	0.2035	0.6618	1.0623	1.6810	7.7347

carl : 사건일(2014년 세계개편 발표일)의 -1일부터 +1일까지 3일 동안 누적비정상수익률

dir : 2013년 배당수익률 (배당금액/시가총액)

budam : 2013년을 기준으로 기업환류세가 추가 과세되는 기업이면 1, 그렇지 아니면 0인 더미변수

dipin : 2011년부터 2013년 사이 배당성향(배당금액/당기순이익)을 증가시킨 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

△qroa : (2014년 2사분기 ROA-2013년 2사분기 ROA)

size : 2013년 말 총자산을 자연로그한 값

lev : 2013년 말 (총부채/자본)

mtb : 2013말 (시가총액/자본)

<표 2>는 본 연구에서 사용되는 변수들 간의 상관관계를 나타내고 있다.

〈표 2〉 각 변수들 간의 상관관계

	carl	dir	budam	dipin	△qroa	size	lev
dir	0.1774*** (0.0000)	1.0000					
budam	0.0625** (0.0133)	0.1102*** (0.0000)	1.0000				
dipin	0.1508*** (0.0000)	0.4909*** (0.0000)	0.1112*** (0.0000)	1.0000			
△qroa	0.0812*** (0.0013)	0.0065 (0.7976)	-0.0650*** (0.0099)	-0.0057 (0.8219)	1.0000		
size	0.0204 (0.4200)	0.0849*** (0.0008)	0.0179 (0.4787)	0.2601*** (0.0000)	0.0149 (0.5547)	1.0000	
lev	-0.0419* (0.0970)	-0.1660*** (0.0000)	-0.1849*** (0.0000)	-0.2027*** (0.0000)	0.0701*** (0.0055)	0.1485*** (0.0000)	1.0000
mtb	-0.0608** (0.0159)	-0.1870*** (0.0000)	-0.1072 (0.3747)	-0.0224*** (0.0000)	-0.0119 (0.6383)	-0.1043*** (0.0000)	0.1524*** (0.0000)

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의, ()는 유의확률

car1 : 사건일(2014년 세제개편 발표일)의 -1일부터 +1일까지 3일 동안 누적비정상수익률

dir : 2013년 배당수익률 (배당금액/시가총액)

budam : 2013년을 기준으로 기업소득환류세가 추가 과세되는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

dipin : 2011년부터 2013년 사이 배당성장(배당금액/당기순이익)을 증가시킨 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

△qroa : (2014년 2사분기 ROA - 2013년 2사분기 ROA)

size : 2013년 말 총자산을 자연로그한 값

lev : 2013년 말 (총부채/자본)

mtb : 2013년 말 (시가총액/자본)

사건기간 [-1, +1]의 누적비정상수익률(car1)과 2013년도 배당수익률(dir) 간에는 양(+)의 관계를 나타내고 있으며 2013년 기준으로 기업소득환류세 대상기업 더미변수(budam)와도 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 또 기업소득환류세 대상기업(budam)과 배당수익률(dir), 배당성장증가기업(dipin)은 양(+)의 유의한 상관관계가 있고, 부채비율(lev)과는 음(-)의 관계를 갖는다. 그리고 통제변수로 사용한 2013년 2분기 대비 2014년 2분기 ROA 증가와도 양(+)의 관계를 나타내고 있다.

2. 단변량 분석

회귀분석에서 분석하고자 하는 변수의 특성에 따라 각 사건기간에서 누적비정상수익률의 차이가 있었는지를 분석하고자 한다. 먼저 무배당기업과 배당기업 간의 누적비정상수익률의 차이를 검증하였다.

<표 3>에서와 같이 무배당기업은 분석하고자 하는 모든 사건기간에서 음(-)의 누적비정상수익률을 보이고 있는 반면, 배당기업은 양(+)의 수익률을 보이고 있어 무배당기업보다 배당기업이 유의하게 더 높은 누적비정상수익률을 나타내고 있다. 이는 본 연구에서 분석하고자 하는 각 사건기간에서 배당수익률이 높을수록 누적비정상수익률이 증가할 가능성이 있음을 암시한다.

〈표 3〉 2013년 무배당기업과 배당기업 간의 누적비정상수익률(CAR) 차이

구간별	무배당기업		배당기업		차이	t값
	표본수	비정상수익률	표본수	비정상수익률		
car1	757	-0.0106	814	0.0048	-0.0156***	-6.78
car2	757	-0.0143	814	0.0102	-0.0246***	-5.53
car3	757	-0.0227	814	0.0103	-0.0331***	-5.43
car4	757	-0.0205	814	0.0065	-0.0271**	-3.14
car5	757	-0.0232	814	0.0150	-0.0383***	-5.51
car6	757	-0.0388	814	0.0041	-0.0430***	-3.40
car7	757	-0.0305	814	0.0142	-0.0448*	-2.47

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의

car1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 : 사건일(2014년 세법개정안 발표일)의 0시점으로 측정한 [-1, +1], [-3, +3], [-5, +5], [-10, +10], [0, +10], [0, +20], [0, +30] 기간의 누적비정상수익률

<표 4>는 2011년부터 2013년까지 2년 동안 배당성향을 증가시키지 않은 기업과 증가시킨 기업 간 사건기간별 누적비정상수익률 차이를 비교한 결과이다. 비교결과 배당성향을 증가시키지 않은 기업은 전 구간에서 음(-)의 수익률을 보인 반면, 배당성향을 증가시킨 기업은 양(+)의 수익률을 보이고 있으며 배당성향을 증가시킨 기업의 수익률이 그렇지 않은 기업에 비하여 유의하게 높음을 확인할 수 있다.

〈표 4〉 2011년~2013년 배당성향이 증가하지 않은 기업과 증가한 기업 간 누적비정상수익률 차이

구간별	배당성향이 미증가기업		배당성향증가기업		차이	t값
	표본수	비정상수익률	표본수	비정상수익률		
car1	988	-0.0079	583	0.0064	-0.0144***	-6.04
car2	988	-0.0100	583	0.0127	-0.0228***	-4.93
car3	988	-0.0159	583	0.0119	-0.0278***	-4.40
car4	988	-0.0150	583	0.0078	-0.0229*	-2.56
car5	988	-0.0158	583	0.0176	-0.0335***	-4.64
car6	988	-0.0286	583	0.0037	-0.0324*	-2.48
car7	988	-0.0241	583	0.0210	-0.0452*	-2.41

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의

car1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 : 사건일(2014년 세법개정안 발표일)의 0시점으로 측정한 [-1, +1], [-3, +3], [-5, +5], [-10, +10], [0, +10], [0, +20], [0, +30] 기간의 누적비정상수익률

<표 5>에서는 2013년 기업의 소득, 임금상승, 투자, 배당자료에 기초하여 산정한 기업소득환류세를 부담하지 않은 기업과 부담하는 기업 간 사건기간별 누적비정상수익률 차이를 비교하였다. 비교결과 기업소득환류세를 부담하지 않은 기업은 모든 구간에서 음(-)의 수익률을 보이고 있는 반면, 기업소득환류세를 부담하는 기업은 양(+)의 수익률을 보이고 있다. 특히 세계개편의 발표가 있는 후 10일 이후부터 차이의 폭이 커지고 있음을 볼 때 투자자들이 시간을 두고 환류세 부담기업이 미래에 배당을 늘릴 것이라는 예측이 확산된 것으로 보인다.

<표 5> 2013년 기준 기업소득환류세 비부담기업과 부담기업 간의 누적비정상수익률(CAR) 차이

구간별	기업소득환류세 비부담기업		기업소득환류세 부담기업		차이	t값
	표본수	비정상수익률	표본수	비정상수익률		
car1	1,139	-0.0043	432	0.0020	-0.00645*	-2.48
car2	1,139	-0.0053	432	0.0083	-0.0137**	-2.72
car3	1,139	-0.0126	432	0.0131	-0.0258***	-3.76
car4	1,139	-0.0150	432	0.0160	-0.0311**	-3.22
car5	1,139	-0.0128	432	0.0215	-0.0344***	-4.40
car6	1,139	-0.0401	432	0.0454	-0.0856***	-6.10
car7	1,139	-0.0266	432	0.0435	-0.0702***	-3.46

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의

car1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 : 사건일(2014년 세법개정안 발표일)의 0시점으로 측정한 [-1, +1], [-3, +3], [-5, +5], [-10, +10], [0, +10], [0, +20], [0, +30] 기간의 누적비정상수익률

3. 회귀분석

가. 누적비정상수익률과 배당수익률 간의 관계

<표 6>은 배당소득증대세제 발표를 전후하여 배당수익률이 높은 주식일수록 누적비정상수익률이 높을 것이라는 가설1을 검증하기 위하여 배당소득증대세제 도입 발표일 기준 [-1, +1], [-3, +3], [-5, +5], [-10, +10] 사건기간 동안 각각의 누적비정상수익률과 2013년 배당수익률 간의 관계를 회귀분석 하였다. 분석결과 배당수익률의 회귀계수인 β_1 이 각각의 기간에서 1.257, 0.847, 1.257, 0.964로 유의한 양(+)의 값으로 나타나 각각의 기간에서 누적비정상수익률과 배당수익률 간에 양(+)의 관계가 있음을 확인하였다. 통제변수들 중에는 2013년 2분기 대비 2014년도 2분기 ROA증가분 변수가 누적비정상수익률과 양(+)의 관계를 보임으로써 2014년도 2분기 기업실적의 발표가 수익률에 반영된 것으로 해석된다.

<표 6>의 회귀분석 결과에 따르면 누적비정상수익률과 배당수익률 간 양(+)의 관계를 보임으로써 배당소득증대세제의 발표를 전후하여 투자자들이 세후 배당현금흐름의 증가를 예상하여 배당주에 대한 선호현상이 있었음을 확인할 수 있다. 이는 배당소득증대세제 발표를 전후하여 배당수익률이 높은 주식일 수록 누적비정상수익률이 높을 것이라는 가설1을 지지하는 결과로 볼 수 있다.

<표 6> 누적비정상수익률과 배당수익률 간의 회귀분석

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 \cdot dir_i + \beta_2 \cdot \Delta qroa_i + \beta_3 \cdot size_i + \beta_4 \cdot lev_i + \beta_5 \cdot mtb_i + \beta_6 \cdot \text{산업더미} + \varepsilon_i$$

<식 1>

	car1	car2	car3	car4
dir	0.557*** (6.149)	0.847*** (4.952)	1.257*** (5.331)	0.964*** (2.861)
△qroa	0.114*** (3.066)	0.238*** (3.383)	0.475*** (4.907)	0.633*** (4.574)
size	-0.001 (-0.655)	-0.001 (-0.746)	0.002 (0.882)	0.010** (2.509)
lev	-0.001 (-0.793)	0.001 (0.438)	-0.002 (-0.972)	-0.006** (-2.032)
mtb	-0.001 (-0.793)	0.001 (0.387)	0.005* (1.860)	0.006 (1.494)
절편	0.071** (2.159)	0.144** (2.320)	0.070 (0.825)	-0.039 (-0.319)
표본수	1,571	1,571	1,571	1,571
수정 R-sq	0.079	0.117	0.105	0.078
F값	3.183***	4.343***	3.977***	3.143***

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의

car1, 2, 3, 4 : 사건일(2014년 세법개정안 발표일)의 0시점으로 측정한 [-1, +1], [-3, +3], [-5, +5], [-10, +10] 기간의 누적비정상수익률

dir : 2013년 배당수익률 (배당금액/시가총액)

△qroa : (2014년 2사분기 ROA - 2013년 2사분기 ROA)

size : 2013년 말 총자산을 자연로그한 값

lev : 2013년 말 (총부채/자본)

mtb : 2013년 말 (시가총액/자본)

나. 누적비정상수익률과 배당성향증가기업 간의 관계

<표 7>은 배당성향을 증가시켜 온 기업은 배당소득증대세제의 도입 발표를 전후하여 누적비정상수익률을 보일 것이라는 가설2를 검증하기 위하여 각각의 사건기간별로 <식 2>의 회귀식을 적용한 결과이다. <표 7>에서는 <식 1>에 배당증가기업더미변수(divin)를 추가하였음에도 불구하고 <표 6>에서와 같이 모든 기간에서 누적비정상수익률과 배당수익률(dir) 간에 유의한 양(+)의 관계가 나타났다. 그러나 누적비정상수익률과 배당성향증가기업과의 관계를 나타내는 β_2 는 $[-1, +1]$ 기간에서는 유의한 양(+)의 값이었지만 그 외의 사건기간에서는 β_2 의 값이 양(+)의 값이긴 하지만 유의하지는 않은 것으로 나타났다. 이는 제2절의 단변량 분석과는 다른 결과인데 그 이유는 누적비정상수익률(car)과 배당성향증가기업(divin)과의 관계를 분석함에 있어 배당수익률(dir)과 다른 변수들로 통제를 하였기 때문인 것으로 생각된다.

<표 7> 누적비정상수익률과 배당성향증가기업 간의 회귀식

$$\text{CAR}_i = \alpha + \beta_1 \cdot \text{dir}_i + \beta_2 \cdot \text{divin}_i + \beta_3 \cdot \Delta \text{qroa}_i + \beta_4 \cdot \text{size}_i + \beta_5 \cdot \text{lev}_i + \beta_6 \cdot \text{mtb}_i + \beta_7 \cdot \text{산업더미} + \varepsilon_i \quad \text{<식 2>}$$

	car1	car2	car3	car4
dir	0.421*** (4.146)	0.717*** (3.729)	1.168*** (4.401)	0.916** (2.416)
dipin	0.008*** (2.910)	0.008 (1.474)	0.005 (0.735)	0.003 (0.277)
Δqroa	0.114*** (3.069)	0.238*** (3.382)	0.475*** (4.905)	0.633*** (4.572)
size	-0.001 (-1.308)	-0.002 (-1.065)	0.002 (0.690)	0.009** (2.377)
lev	-0.000 (-0.038)	0.001 (0.662)	-0.002 (-0.846)	-0.006** (-1.964)
mtb	-0.001 (-0.866)	0.001 (0.351)	0.005* (1.841)	0.006 (1.486)
절편	0.086*** (2.606)	0.159** (2.529)	0.081 (0.933)	-0.033 (-0.270)
표본수	1,571	1,571	1,571	1,571
수정 R-sq	0.084	0.117	0.105	0.077
F값	3.283***	4.312***	3.922***	3.093***

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의

carl, 2, 3, 4 : 사건일(2014년 세법개정안 발표일)의 0시점으로 측정한 $[-1, +1]$, $[-3, +3]$, $[-5, +5]$, $[-10, +10]$ 기간의 누적비정상수익률
 dir : 2013년 배당수익률 (배당금액/시가총액)
 dipin : 2011년부터 2013년 사이 배당성향(배당금액/당기순이익)을 증가시킨 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
 $\Delta qroa$: (2014년 2사분기 ROA - 2013년 2사분기 ROA)
 size : 2013년 말 총자산을 자연로그한 값
 lev : 2013년 말 (총부채/자본)
 mtb : 2013년 말 (시가총액/자본)

이러한 회귀분석 결과로 볼 때 투자자들이 배당소득증대세제 도입 발표를 전후하여 짧은 기간에는 호의적 반응을 보였으나, 일정 기간이 지난 후에는 배당소득증대세제 도입으로 인하여 과거에 배당성향을 증가한 기업들이 세제개편으로 인하여 다른 기업들보다 더 배당을 증가시킬 것이라는 투자자들의 기대가 약화되었다고 볼 수 있다. 즉 투자자들은 과거 2년 동안 배당성향을 증가해 온 기업이 세제개편이 주주의 세후현금흐름에 유리하다고 해서 앞으로 다른 기업들보다 더 배당을 늘릴 것으로 예상하지는 않는다고 해석된다. 이러한 결과로 비추어 볼 때, 배당성향을 증가시켜 온 기업은 배당소득증대세제의 도입 발표를 전후하여 누적비정상수익률을 보일 것이라는 가설2는 사건일(event day) 전후 짧은 기간 $[-1, +1]$ 에서는 성립하지만 그 외의 기간에서는 성립하지 않는 것으로 해석된다.

다. 누적비정상수익률과 기업소득환류세 부담 예상기업 간의 관계

<표 8>은 기업소득환류세 부담이 예상되는 기업들은 기업소득환류세제 도입 발표를 전후하여 누적비정상수익률을 보일 것이라는 가설 3을 검증하기 위하여 여러 사건기간별로 <식 3>의 회귀식을 적용한 결과이다. <식 3>은 2013년의 소득과 투자, 임금상승 그리고 배당 등으로 사용한 금액을 기준으로 선정한 2013년에 기업소득환류세제를 적용한다고 가정할 때의 기업소득환류세 부담기업이면 1, 아니면 0인 더미(budam)를 설명변수로 적용한 회귀식이다. <표 8>을 보면 배당수익률(dir)과 전년 2분기 대비 ROA의 상승($\Delta qroa$) 그리고 기타 통제변수로 통제를 한 후에 기업소득환류세 부담기업 더미(budam)의 계수인 β_2 가 $[-1, +1]$ 기간을 제외하고 다른 모든 사건기간에서 유의한 양(+)의 관계를 보이고 있다.¹⁴⁾ 또한 사건기간이 상대적으로 길수록 회귀계수 값이 증가한 모습을 보이고 있으며, 세법개정안 발표 이후 사건기간 $[0, +10]$, $[0, +20]$, $[0, 30]$

14) 기업환류세제 부담기업더미 대신 2013년 기준 기업환류세 부담세액의 크기라는 연속형 변수를 도입하여 분석한 결과에서도 $[-5, +5]$, $[-10, +10]$ 구간에서 비정상수익률과 유의한 양(+)의 관계를 확인하였다.

의 분석에서도 유의한 양(+)의 값을 보이고 있다. 이는 투자자들이 기업소득환류세제 신설 발표 시점에는 대상기업들이 앞으로 배당을 증대할 것이라고 예상하지는 않았지만 시간이 지남에 따라 동 기업들이 배당을 증가할 것이란 확신을 갖게 되어 투자 선호도가 증가함에 따라 누적비정상수익률이 기업소득환류세제 비적용 가능 기업들에 비하여 증가한 것으로 해석할 수 있다. 따라서 기업소득환류세제 적용 가능 기업들은 기업소득환류세제 도입 발표를 전후하여 누적비정상수익률을 보일 것이라는 가설3은 성립하는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 8〉 누적비정상수익률과 기업소득환류세 부담 예상기업 간의 회귀식

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 \cdot dir_i + \beta_2 \cdot budam_i + \beta_3 \cdot \Delta qroa_i + \beta_4 \cdot size_i + \beta_5 \cdot lev_i + \beta_6 \cdot mtb_i + \beta_7 \cdot \text{산업더미} + \varepsilon_i \quad <\text{식 3}>$$

	car1	car2	car3	car4
dir	0.543*** (5.970)	0.816*** (4.753)	1.194*** (5.053)	0.892*** (2.641)
budam	0.004 (1.629)	0.010* (1.919)	0.019*** (2.806)	0.022** (2.236)
△qroa	0.117*** (3.144)	0.244*** (3.477)	0.489*** (5.052)	0.648*** (4.686)
size	-0.001 (-0.703)	-0.002 (-0.802)	0.002 (0.802)	0.009** (2.446)
lev	-0.000 (-0.187)	0.001 (0.784)	-0.001 (-0.442)	-0.005 (-1.589)
mtb	-0.001 (-0.843)	0.001 (0.329)	0.005* (1.779)	0.006 (1.427)
절편	0.071** (2.164)	0.144** (2.327)	0.071 (0.834)	-0.038 (-0.315)
표본수	1,571	1,571	1,571	1,571
수정 R-sq	0.080	0.118	0.109	0.080
F값	3.178***	4.340***	4.057***	3.181***

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의

car1, 2, 3, 4 : 사건일(2014년 세법개정안 발표일)의 0시점으로 측정한 [-1, +1], [-3, +3], [-5, +5], [-10, +10] 기간의 누적비정상수익률

dir : 2013년 배당수익률 (배당금액/시가총액)

budam : 2013년을 기준으로 기업소득환류세가 추가 과세되는 기업이면 1, 그렇지 아니면 0인 더미변수

dipin : 2011년부터 2013년 사이 배당성장(배당금액/당기순이익)을 증가시킨 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수

Δq_{roa}	: (2014년 2사분기 ROA - 2013년 2사분기 ROA)
size	: 2013년 말 총자산을 자연로그한 값
lev	: 2013년 말 (총부채/자본)
mtb	: 2013년 말 (시가총액/자본)

라. 비정상수익률과 배당수익률, 배당성향증가기업 및 기업소득환류세 부담 예상기업 간의 관계

가설 1, 2, 3을 검증함에 있어서 변수의 생략으로 인한 회귀분석 결과의 왜곡 가능성을 확인하기 위하여 배당수익률(dir), 배당성향증가기업더미(dipin) 및 기업소득환류세 부담예상기업더미(budam)를 독립변수로 하고 누적비정상수익률(car)을 종속변수로 하는 회귀분석을 추가적으로 실시하였다. <표 9>의 패널1에 정리한 바와 같이 앞에서 가설들을 검증한 결과와 같이 누적비정상수익률(car)과의 관계에 있어서는 배당수익률(dir)은 모든 사건기간에서 유의한 양(+)의 관계를 갖고 있으며 배당성향증가기업(dipin)은 $[-1, +1]$ 구간을 제외하고는 모든 구간에서 유의하지 않았다. 그리고 기업소득환류세 부담 예상기업(budam)은 $[-1, +1]$ 구간을 제외하고는 모든 구간에서 유의한 양(+)의 관계로 나타났다.

이는 앞에서 가설 1, 2, 3을 검증한 결과와 일치한다. 또한 <표 9>의 패널2는 세법개정안 발표일 이후 장기간(long window)의 누적비정상수익률(car)과 각 변수들 간의 관계를 회귀분석한 결과이다. 이 결과도 앞에서의 가설검증결과와 매우 일관되게 나타났다.

<표 9>의 패널1과 패널2에 의하면 기업소득환류세부담예상기업(budam)은 분석기간이 길어짐에 따라 회귀계수인 β_3 가 증가함에 따라 누적비정상수익률이 높아지는 반면 배당성향증가기업(dipin)은 세법개정안 발표일 이후 시간이 지날수록 유의성이 떨어져 대조를 이룬다. 이러한 차이점은 다음과 같은 점을 시사하고 있다.

첫째, 시장은 세법개정으로 기업이 자발적으로 배당을 늘릴 것으로 예상하기 보다는 세법의 강제에 의해서 배당을 늘릴 것으로 예상하고 있다. 즉 시장은 과거에 배당을 늘려 왔다고 해서 세법개정이 이들 기업이 배당을 더 확대하는 계기가 될 것으로 보지는 않는 것 같다. 하지만, 기업소득환류세 대상기업은 추가로 부담해야 할 법인세를 피하기 위하여 배당을 확대할 것이라고 예상하고 있음을 추정할 수 있다.

둘째, 세법개정안 발표로 인하여 누적비정상수익률에 미치는 영향을 분석함에 있어서 단기간(세법개정안 발표일 전후 3일간)동안 사건기간을 분석한 결과와 사건기간을 확대하여 분석한 결과가 다르다는 것이다. 단기간의 분석에서는 과거에 배당성향을 증가해온 기업을 선호하여 이들 기업의 수익률이 증가하였으나 사건기간을 확대함에 따라 이들 기업의 수익률은 유의하게 증가하지 않은 반면, 기업소득환류세 대상기업은 단기간보다는 시간이 지날수록 수익률이 유의하게 증가하였다. 이는 어느 정도 시간이 지나서야 시장이 개정된 세법에 따라 어떤 기업들이 배당을 확대할 것인지를 파악하였음을 시사한다.

패널3에서는 기획재정부 장관이 배당관련 세제를 처음 언급한 후¹⁵⁾ 첫 영업일인 2014. 7. 28을 전후하여 비정상수익률과 배당수익률 및 환류세제부담기업 간 회귀분석을 하였으나 발표일 이후 10일간의 비정상수익률인 car13과 배당수익률 간¹⁶⁾ 이외에는 유의한 결과를 발견하지 못하였다. 이는 재경부에서 공식 발표가 있기 전까지는 재계의 반발이 있어 시장에서 시행에 회의적이었기 때문인 것으로 보인다. 그리고 세법개정안이 국회에서 통과한 2014. 12. 2을 전후하여 별도로 분석하였으나 각 변수 간 유의한 결과를 확인하지 못했다. 이는 시장이 정부안대로 국회에서 통과할 것이라고 예상한 것에¹⁷⁾ 기인된 것으로 해석된다.

〈표 9〉 비정상수익률과 배당수익률, 배당성향증가기업 및 환류세제부담예상기업 간 회귀분석

$$CAR_i = \alpha + \beta_1 \cdot dir_i + \beta_2 \cdot divin_i + \beta_3 \cdot budam_i + \beta_4 \cdot \Delta qroa_i + \beta_5 \cdot size_i + \beta_6 \cdot lev_i + \beta_7 \cdot mtb_i + \beta_8 \cdot \text{산업더미} + \varepsilon_i \quad <\text{식 4}>$$

패널1 : 세법개정안 발표일 전후를 사건기간으로 한 분석				
	car1	car2	car3	car4
dir	0.410*** (4.023)	0.691*** (3.584)	1.114*** (4.195)	0.854** (2.249)
dipin	0.008*** (2.873)	0.008 (1.430)	0.005 (0.669)	0.002 (0.224)
budam	0.004 (1.563)	0.009* (1.885)	0.019*** (2.789)	0.022** (2.229)
△qroa	0.117*** (3.144)	0.244*** (3.474)	0.489*** (5.049)	0.648*** (4.684)
size	-0.001 (-1.344)	-0.002 (-1.109)	0.002 (0.627)	0.009** (2.329)
lev	0.000 (0.241)	0.002 (0.987)	-0.001 (-0.338)	-0.005 (-1.538)
mtb	-0.001 (-0.866)	0.001 (0.351)	0.005* (1.841)	0.006 (1.486)
절편	0.086*** (2.605)	0.158** (2.528)	0.080 (0.931)	-0.034 (-0.274)
표본수	1,571	1,571	1,571	1,571
수정 R-sq	0.085	0.119	0.109	0.080
F값	3.283***	4.312***	3.922***	3.093***

15) 2014.7.26 최경환 경제부총리 겸 기재부 장관, 전국경제인연합회 포럼에 참석 “소액주주에 대해 배당소득 분리과세세율을 낮춰주고 대주주에도 선택적 분리과세할 수 있도록 할 것”이라고 처음으로 언급하였다.

16) 이 구간에서 10%수준으로 유의하게 나타난 것은 기획재정부의 공식발표와 겹치기 때문인 것으로 보인다.

17) 박시현 외 2인(2013)은 2008년과 2009년에 각각 법인세율 인하 개정안 발표 시 배당기업이 누적수익률이 높게 나타난 분석에서도 개정안이 국회를 통과한 시점이 아닌 기재부의 세법개정안 발표시점에 유의한 관계를 보고하였다.

〈표 9〉 비정상수익률과 배당수익률, 배당성향증가기업 및 환류세제부담예상기업 간 회귀분석 (계속)

패널2 : 세법개정안발표일 이후를 사건기간으로 한 분석

	car5	car6	car7
dir	1.098*** (3.563)	1.841*** (3.324)	2.267*** (2.845)
dipin	0.008 (0.918)	-0.007 (-0.440)	0.006 (0.263)
budam	0.026*** (3.290)	0.072*** (5.022)	0.052** (2.486)
△qroa	0.473*** (4.208)	0.894*** (4.426)	1.136*** (3.910)
size	0.001 (0.462)	-0.006 (-0.958)	-0.019** (-2.271)
lev	-0.003 (-1.326)	-0.007 (-1.597)	-0.002 (-0.387)
mtb	0.007** (2.273)	0.020*** (3.517)	0.020** (2.521)
절편	0.080 (0.796)	0.286 (1.587)	0.696*** (2.688)
표본수	1,571	1,571	1,571
수정 R-sq	0.079	0.087	0.081
F값	3.098***	3.323***	3.174***

패널3 : 기획재정부장관이 배당관련세법을 처음 언급한 시점을 사건기간으로 한 분석

	car11	car12	car13
dir_13	-0.130 (-1.204)	0.132 (0.921)	0.452* (1.853)
budam	-0.002 (-0.586)	-0.006 (-1.321)	0.003 (0.457)
qroa_in	0.015 (0.357)	0.123** (2.181)	0.385*** (3.995)
size	0.008*** (6.283)	0.007*** (4.538)	0.004 (1.618)
lev	-0.002** (-2.156)	-0.003** (-2.358)	-0.002 (-0.864)
mtb	-0.000 (-0.058)	0.000 (0.076)	0.003 (0.966)
절편	-0.177*** (-4.724)	-0.146*** (-2.941)	0.007 (0.084)
표본수	1571	1571	1571
수정 R-sq	0.117	0.076	0.076
F값	4.312***	3.064***	3.038***

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의

car1, 2, 3, 4, 5, 6, 7 : 사건일(2014년 세법개정안 발표일)의 0시점으로 측정한 $[-1, +1]$, $[-3, +3]$, $[-5, +5]$, $[-10, +10]$, $[0, +10]$, $[0, +20]$, $[0, +30]$ 기간의 누적비정상수익률
 car11, 12, 13 : 사건일(기획재정부장관 배당관련 세제 언급시점 '14.7.26(토) 이후 첫 영업일)의 0 시점으로 측정한 $[-1, +1]$, $[0, +5]$, $[0, +10]$ 기간의 누적비정상수익률
 dir : 2013년 배당수익률 (배당금액/시가총액)
 budam : 2013년을 기준으로 기업소득환류세가 추가 과세되는 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
 dipin : 2011년부터 2013년 사이 배당성향(배당금액/당기순이익)을 증가시킨 기업이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수
 △qroa : (2014년 2사분기 ROA - 2013년 2사분기 ROA)
 size : 2013년 말 총자산을 자연로그한 값
 lev : 2013년 말 (총부채/자본)
 mtb : 2013말 (시가총액/자본)

〈표 10〉 무배당기업을 제외한 비정상수익률과 배당수익률 및 환류세제부담예상기업 간 회귀분석

	car1	car3	car5	car6
dir_13	0.285*** (2.731)	0.913*** (3.354)	0.968*** (3.190)	1.993*** (3.852)
budam	-0.003 (-0.646)	0.022 (1.536)	0.016 (0.997)	0.063** (2.341)
qroa_in	0.162** (2.217)	0.641*** (3.349)	0.630*** (2.954)	1.296*** (3.561)
size	-0.004*** (-2.872)	-0.001 (-0.395)	-0.006 (-1.525)	-0.012* (-1.875)
lev	-0.003 (-1.059)	-0.009 (-1.299)	-0.003 (-0.457)	-0.004 (-0.286)
mtb	-0.002 (-1.163)	0.006 (1.471)	0.014*** (3.374)	0.030*** (4.139)
절편	0.210*** (4.878)	0.248** (2.205)	0.396*** (3.157)	0.623*** (2.912)
표본수	814.000	814.000	814.000	814.000
수정 R-sq	0.114	0.131	0.132	0.152
F값	2.894***	3.227***	3.250***	3.656***

주) * : 10% 수준에서 통계적으로 유의, ** : 5% 수준에서 통계적으로 유의, *** : 1% 수준에서 통계적으로 유의

car1, 3, 5, 6 : 사건일(2014년 세법개정안 발표일)의 0시점으로 측정한 $[-1, +1]$, $[-5, +5]$, $[0, +10]$, $[0, +20]$ 기간의 누적비정상수익률

<표 10>에서는 표본기업의 48.2%를 무배당 기업이 차지함으로써 배당수익률의 변수를 절단(truncated)하는 효과를 제거하기 위해 무배당기업을 제외하고 비정상수익률과 배당수익률 간의 관계를 분석하였다. 분석 결과 <표 9>에서와 유사하게 비정상수익률과 배당수익률 간의 유의한 양(+)의 관계를 확인하였다.

V. 결 론

본 연구에서는 2014년 8월 6일에 발표된 세법개정안 중 배당소득증대세제와 기업소득환류세제의 도입이 기업의 주가수익률에 어떤 영향을 미쳤는지에 대하여 사건연구 방법을 이용하여 실증분석을 하였다.

분석결과, 투자자들은 전년도(2013년)기준으로 배당수익률이 높을수록 누적비정상수익률이 유의하게 높았다. 이는 배당수익률이 높을수록 배당소득세가 감소할 가능성이 커지고 이에 따라 배당 후 세후현금흐름이 증가될 것으로 예측되어 기업가치가 상승한 것으로 보인다. 이 결과는 2003년 미국이 배당소득세를 인하한 경우(Amromin, 2008)와 같은 시장의 반응으로서 투자자들의 배당선호현상이 주가에 반영되고 있음을 의미하는 것으로 해석된다.

또한 본 연구는 2014년 세제개편으로 인한 배당증가예상기업을 과거 2년 동안 배당성향을 늘려온 기업과 2013년 소득기준으로 기업소득환류세 적용 대상 기업으로 구분하여 시장의 반응을 검증하였다. 그 결과 배당성향을 늘려온 기업은 누적비정상수익률의 증가가 미미한 반면 기업소득환류세 적용 대상기업은 누적비정상수익률이 유의하게 높았다. 이는 투자자들이 기업소득환류세 적용 예상 기업들이 기업소득환류세를 피하기 위하여 배당을 늘릴 것으로 예상하고 있음을 나타내고 있다. 그리고 기업소득환류세 적용대상기업의 누적비정상수익률이 유의하게 높음에 따라 기업의 자발적 배당의 증가가 아닌 세법에 의한 강제적인 배당의 증가인 경우에도 기업가치가 상승할 수 있음을 확인하였다.

본 연구의 실증결과의 정책적 시사점은 첫째, 투자자들이 정부의 세법 개정을 통한 배당소득증대정책에 따라 기업이 배당을 확대할 것으로 예상하고 있으며 둘째, 투자자들은 정부의 기업소득환류세제 도입으로 기업소득환류세 10%를 추가로 부담할 가능성이 높은 기업들이 추가적인 세금부담을 회피하기 위하여 배당을 확대할 것이라는 기대하고 있다는 것이다. 이는 정부가 내수와 소비를 진작시키려 기업의 배당을 확대하고자 2014년 세제개편이 국내기업들의 배당성향을 높이는 역할을 할 것이라는 시장의 기대를 시사하고 있다. 이러한 세제의 도입은 세계적으로 배당수준이 낮은 국내기업들의 배당수준을 향상시키는 작용을 할 것으로 본다. 그리고 투자자들의 배당확대에 대한 기대감도 기업으로 하여금 배당을 확대하는데 영향을 줄 수 있을 것이다.

본 연구는 아직 배당소득증대세제와 기업소득환류세제가 시행되기 전 특정 사건일의 주가반응을 통해 정보효과를 분석한 사건연구이다. 앞으로 2015년 이후 관련 세제가 시행된 이후 기업이 실제로 배당을 확대 하였는지 그리고 그로 인해 기업가치에 어떠한 변동이 생겼는지에 대한 후속연구가 이어질 것을 기대한다.

참고문헌

- 고종권. 2005. “배당의 변화, 배당소득세와 주식수익율의 관계”. 회계학연구 제30권 제1호 : 189-126.
- 고종권 · 조문희. 2008. “배당소득세불이익과 기관지분율이 내재자본비용에 미치는 영향”. 세무와회계저널. 제9권 제4호 : 141-170.
- 기은선 · 황문호. 2014. “금융소득 종합과세 기준금액 인하가 기업의 배당정책에 미치는 영향”. 세무학연구 제31권 3호 : 213-242 .
- 김광윤. 2001. “배당금의 회계와 세무에 대한 재검토”. 세무학연구 제18권 제2호 : 135-166
- 박시현 · 최문섭 · 최정화. 2013. “법인세율 인하에 따른 배당기업의 주주가치 상승효과 분석”. 세무학연구 제30권 제1호 : 163-195.
- 박 철 · 박수철. 2010. “배당소득세율 변화 전 · 후 배당락일 주변 개인투자자 거래형태 비교 분석”. 한국증권학회지 제19권 제4호 : 491-515.
- 송은주 · 마정화. 2012. “해외자회사 배당에 대한 국외소득면제방식 도입방안”. 세무와회계저널. 제13권 제4호 : 87-124.
- 이만우. 2013. “국제회계기준 도입이 기업회계와 세무회계의 차이 조정 및 관련성에 대한 실증 연구에 미치는 영향”. 세무와 회계저널. 제14권 제3호 : 253-277.
- 이장우 · 지성권 · 김용상. 2011. “지배구조 고려 하의 배당정책이 기업가치에 미치는 영향에 관한 연구”. 금융공학연구 제10권 제3호 : 137-167.
- 이한득. 2012. “국내기업 배당지급 여력 낮다”. LGERI 리포트 1195 : 2-17.
- 전상경 · 최설화. 2011. “배당변화와 미래 수익성 예측”. 금융공학연구. 제10권 제1호 : 1-32.
- 정원섭 · 최문수 · 김병옥. 2011. “코스닥기업의 외국인투자자와 배당에 대한 연구”. 세무와회계저널 제12권 제3호 : 345-374.
- Amromin, G., P. Harrison and S. Sharpe. 2008. How Did the 2003 dividend Tax Cut Affect Stock Price? *Financial Management* 37(4) : 625-646.
- Auerbach, A. J. and K.A. Hassett. 2006. Dividend Taxes and Firm Valuation : new Evidence. *American Economic Review* 96 : 119-123.
- Ayers, B. C., C. B. Cloyd, and J. R. Robinson. 2002. The Effect of Shareholder-level Dividend Taxes on Stock Price : Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993. *The Accounting Review* 77(4) : 933-947.
- Doron, N. and Z. Amir. 2001. Dividend Changes and Future Profitability. *Journal of Finance* 6 : 2111-2133.
- DeAngelo, H., L. DeAngelo, and D. J. Skinner. 1996. Reversal of Fortune Dividend Signaling and The Disappearance of Sustained Earnings Growth. *Journal of Financial Economics* 40(3) : 341-371.

- Jensen, M. 1986. Agency costs of free cash flows, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review* 76 : 323–329.
- Miller, M., and K. Rock. 1985. Dividend Policy Under Asymmetric Information. *Journal of Finance* 40(4) : 1031–1051.
- Nissim, D., A. Ziv. 2001. Dividend Changes and Future Profitability, *Journal of Finance* 56(6) : 2111–2133.

How Did Dividend Boosting Tax Policy Affect Stock Price?

Youngdo Hong* · Kapsoon Kim**

—〈Abstract〉—

In August 2014, Korean government announced the tax policy to cut dividend income tax for high dividend firms and to impose additional tax against the firms failing to meet the guideline of wage increase, investment and dividend based on firms' earning. We tested the market's reaction over the new dividend encouraging policy in the event period.

First, we found the relation between the firms' cumulative abnormal returns(CAR) and dividend yields is significantly positive, which means the market expects that the shareholders of high dividend firms will get more after-tax dividend cash flow.

Second, we could not find the significant relationship between the CAR and the firms which had increased dividend propensity in last two years, which means the investors do not expect the dividend propensity increasing firms will not be influenced by new tax policy.

Third, we found that the significant relations between the CAR and the firms which could be imposed additional tax by new tax policy, which means the market expects these firms will increase dividend to avoid the additional tax.

It's first time to study how the 2014 new tax policy affect stock prices and the study shows that investors expect the new dividend boosting policy will work after the implementation of the policy.

〈Key words〉 Dividend Tax Cut, Dividend Yield, Dividend Propensity, CAR

* Under Ph D of Business Administration, Dongguk University, hongyd@hanmail.net, First Author

** Professor, Dongguk University, Department of Accounting, kks@dongguk.edu, Corresponding Author