

세무와회계저널
제13권 제1호 2012년 3월 pp.159~188
한국세무학회

소액주주의 상장주식 자본이득 과세추진에 대한 자본시장의 반응

이영한* · 이태규**

— <요 약> —

본 연구는 Lang and Shackelford(2000)의 사건연구모형을 준용하여 2006년 1월 정부의 소액주주 상장주식에 대한 자본이득과세의 추진과 철회에 따른 미래 자본이득세의 자본화 효과가 존재하였는지 여부와 한계투자자인 개인투자자가 주가변동과 거래량에 미친 세금고객효과를 검증하였다.

분석결과 상장주식 자본이득과세 추진일인 1월 17일과 18일의 사건일 더미변수와 배당수익률변수의 상호작용변수가 유의적인 음(-)의 값을 나타내었으며, 자본이득과세 철회일인 1월 19일에는 유의하진 않지만 양(+)의 값을 나타내어 자본이득세 부과 가능성으로 인한 자본화 효과를 일부 지지하는 실증결과를 나타내었다. 그러나 세금고객효과에 대한 검증결과는 일관성 있는 유의한 실증결과를 나타내지 아니하였다.

본 연구는 국내의 상장주식 자본이득 과세효과에 대해 사건연구방식의 실증분석을 최초로 시도하였으며 상장주식 자본이득세와 세금고객효과와의 관계를 분석하였다는데 의의가 있으나 자본이득세가 실제 시행된 시점에서 실증분석을 시행한 것이 아니므로 연구결과의 해석에 주의를 요한다. 2006년 1월 17일과 1월 18일의 자본이득세 도입이 추진되었을 때, 주식매수자들이 자본이득세의 과세 가능성에 따른 미래 기대현금흐름의 감소를 예상하였을 따름이며, 실제로 주식보유자들이 자본이득세를 부담한 것은 아니기 때문이다.

〈주제어〉 자본이득세, 자본화효과

* 서울시립대학교 세무학과 부교수, leeyh7@uos.ac.kr, 02-2210-5734, 제1저자

** 한국공인회계사회 책임연구위원, 세무학박사, 공인회계사, hadyjung@naver.com, 010-9934-3749, 교신저자

I. 서 론

Shackelford and Shevlin(2001)에 의하면 미국에서 가장 활발하게 진행되고 있는 세무회계 연구주제 중의 하나는 투자자 단계의 세금인 배당소득세와 자본이득세가 주식가격에 반영되어 한계투자자가 세금을 납부하는 가이며 그동안 배당소득세의 자본화는 여러 관점에서 활발한 연구가 진행되어 왔지만 이에 비하여 자본이득세의 자본화 연구는 상대적으로 적은 편이라고 밝히고 있다. 자본이득세 과세는 배당소득 과세와는 다음과 같은 차이가 존재한다. 우선 기업이 아닌 주주가 과세시점을 결정한다는 것이고, 주주는 매도시기의 조정을 통해 자본이득세 과세를 이연할 수 있다는 점이다. 또한 매년, 매분기마다 정기적으로 지급되는 배당과 달리 자본이득과 손실은 주가가 변동할 때 마다 발생하며, 자본이득세율은 통상 배당소득세율보다 낮다는 점이다.¹⁾

자본이득세 관련 연구 중 균형가격연구(equilibrium pricing studies)의 전제는 폭넓게 지분 분산이 이루어진 기업의 주주들은 투자자단계의 세금을 반영하여 자산의 투자수익을 평가할 것이라는 것이다. 투자자 단계의 세금은 배당소득세와 자본이득세로 구분되는 바, 우리나라의 경우 외국에 비해 배당성향과 배당수익률이 현저하게 낮고²⁾ 투자자들도 배당보다는 자본차익에 많은 수익을 기대하는 현실을 감안한다면 한계투자자가 관심을 갖는 세금은 배당소득세보다는 자본이득세일 가능성이 높을 것이다.

세금이 자본시장 내에서 투자자의 투자의사결정에 어떠한 영향을 미치며, 정부의 새로운 세제의 도입효과가 어떠한 양상으로 나타나는지를 이해하는데 자본이득세의 자본화여부에 대한 연구는 중요하다. 미국에서는 많은 연구들이 자본이득세의 자본화에 대하여 다양한 분석을 시도하였으나 우리나라에서는 거래소 상장기업에 대해 대주주를 제외하고는 자본이득세를 과세하지 않기 때문에 자본이득세의 자본화에 대한 실증연구를 시도하기 어려웠다.

1) 전병목과 이승식(2006)은 자본이득세를 도입한 선진 국가에서는 자본이득에 대해 우대세율을 적용하거나 분리과세방식을 취함으로써 이자·배당소득보다 실효세 부담률을 낮게 유지하는 것이 일반적이라는 조사결과를 보고하고 있다.

예를 들어 미국의 경우 배당소득은 원천징수없이 다른 소득과 합산하여 과세(최고세율 35%)하고 있는데 비하여 1년이상 보유한 장기자본이득은 우대세율(최고세율 28%)을 적용하여 과세되고 있으며, 독일의 경우에는 배당소득은 원천징수(21.1%) 후 종합과세(최고세율 42%)되지만 자본이득은 취득일로부터 1년 이내 처분하고 512유로 이상인 경우에만 과세되고 있다. 또한 일본의 경우에도 배당소득은 원천징수(20%) 후 다른 소득과 종합과세(최고세율 50%)되지만 자본이득은 신고 분리하여 저율로 과세(10%)되고 있다.

2) 이한득(2001)은 1990년대 중반 이후 미국기업의 배당성향이 4.0%대, 일본기업의 배당성향이 3.0%를 보인 반면 국내 제조업체의 배당성향은 10%대로 하락하여 격차가 확대되었으며 국내 상장기업의 연평균 배당수익률도 1.7%에 불과하여 영국의 4.0%, 프랑스의 2.9%, 독일의 2.7%, 미국의 2.4% 등에 비해서는 낮은 수준이라고 보고하고 있다.

2006년 1월 정부는 중장기 세제개편방안의 하나로 소액주주의 자본이득에 대해 과세추진을 검토하고 있다는 발표를 한 바 있다(2006년 1월 17일과 18일). 그러나 정부의 이러한 추진방침은 주식시장에 심각한 부정적인 영향을 끼쳤고 결국 정부는 자본이득세 도입검토를 철회하는 결정을 내렸다(2006년 1월 19일). 이러한 자본이득세 세제개편 관련 뉴스의 공시는 우리나라에서 수행할 수 없었던 자본이득세의 자본화 실증분석을 본격적으로 수행할 수 있는 연구기회를 제공한다.

본 연구에서는 2006년 소액주주의 상장주식 자본이득 과세추진과 관련하여 자본화시점(2006년 1월 17일과 18일)과 자본화 반전시점(2006년 1월 19일)을 사건일로 하여 Lang and Shackelford (2000)가 수행하였던 사건연구방법론을 준용하여 상장주식 자본이득세의 자본화에 대한 실증분석을 시행한다.³⁾

세금이 특정자산의 가격에 미치는 영향을 분석하는 연구의 공통적인 방법론상의 문제점은 세금이외의 여러 요인(위험수준 등)이 연구결과에 미치는 영향을 효과적으로 통제하여야 한다는 것이다. 특정자산에 대한 과세제도가 변경되거나 과세제도 변경 전 후 단기간(short window)에 세금효과 외에는 크게 변화한 것이 없는 환경에서 과세제도의 변경이 자본시장에 미치는 영향을 살펴본다면 이러한 문제를 해결할 수 있을 것이다. 따라서 이러한 방법론은 시계열의 기간이 단기간인 사건연구(event study)의 방법이 적합할 것이다. 이를 통해서 여타 요인이 통제된 환경에서 자본이득세의 자본화 여부에 대한 분석이 가능할 것으로 기대하며, 소액주주에 대한 상장주식 자본이득과세 도입추진이 자본시장에 어떤 영향을 미쳤는지를 분석한다.

물론 Lang and Shackelford(2000)의 연구는 실제로 장기보유주식의 자본이득세율을 28%에서 20%로 인하한 세제개편안에 대한 사건연구였기 때문에 본 연구와는 차이가 있다. 그러나 본질적으로 주식시장에서의 균형가격결정과정에서 자본이득세의 자본화는 투자자가 미래에 부담할 자본이득세 예상치를 반영하는 것이고 국내의 경우 전반적으로 배당소득 보다는 자본이득이 투자자들의 우선적인 투자동기가 된다는 특성이 있으므로 자본이득세의 도입추진이 주식가격에 미치는 효과는 미국의 경우와 유사하게 나타날 수 있다. 따라서 본 연구결과에서 Lang and Shackelford(2000)의 연구와 동일하게 자본이득세의 자본화 효과가 우리나라에서 나타날 지는 실증적 의문사항이라고 할 수 있다.

3) 본 연구에서는 자본이득세 과세추진일과 철회일의 주가반응을 통해 자본이득세 세금 자본화효과를 살펴보고자 하였으나 과세추진일과 철회일의 기간이 매우 짧아, 사건일의 event window가 좁게 형성됨으로 인한 연구결과의 오류가능성이 존재할 수 있다. 주가관련 정보와 주식수익률 변동가능성을 검증하는 여러 사건연구들은 정보의 반영이 다소 늦을 수 있기 때문에 일간 수익률을 대상으로 할 경우 window를 사건일 주변 10일까지 설정하는 경우가 빈번하지만 본 연구에서는 그러한 충분한 window를 설정할 수 없기 때문이다. 따라서 본 연구에서의 정보의 반영지연으로 인한 효과가 결과해석에 영향을 미쳤을 가능성은 배제할 수 없다. 그러나 자본이득세 과세추진 및 철회가 매우 극적인 사건이었고, 여러 언론보도를 통해 잘 알려진, 비교적 정보효과가 큰 사건이었으므로 주가반영도 신속하게 이루어졌을 것이라는 판단하에 본 연구를 수행하였다.

본 연구에서는 소액주주의 상장주식 자본이득과세 추진에 따른 사건일의 주식수익률 변동에 대한 검토와 더불어 세금고객효과(tax clienteles)와 자본이득세의 자본화의 관련성에 대한 분석을 수행한다. 세금고객효과는 납세자간에 존재하는 한계세율의 차이 때문에 특정유형의 납세자들은 특정한 유형의 투자자산을 선호하거나 특정한 조직형태를 이용하여 사업활동을 수행하게 되는 것을 의미한다. 상장주식 자본이득과세의 추진(철회)은 한계투자자인 소액주주가 선호하는 자산의 변화를 가져오게 되며 소액주주지분율이 높은 기업의 경우 상장주식 자본이득과세 사건에 의해 더 큰 추가반응이 나타날 것으로 기대되며, 이러한 효과는 자본이득 비중이 커서 자본이득과세의 영향이 클 것으로 예상되는 저배당 기업의 경우 보다 강하게 나타날 것이다. 이를 위해 본 연구에서는 소액주주지분율이 일별 주식수익률과 유의적인 관계가 존재하는지, 그리고 배당수익률과 소액주주지분율의 상호작용변수는 일별 주식수익률과 어떠한 관련성이 있는지 분석한다.

또한, 자본이득 과세가 발표될 경우 한계투자자인 소액개인주주의 경우 자본이득 비중이 큰 저배당 기업을 매도하는 포트폴리오 조정행태를 보일 것으로 생각되므로, 자본이득 과세발표와 개인주주의 순매수거래량이 배당수익률 수준과 관련이 있는지를 분석한다.

연구결과를 요약하면, 상장주식 자본이득과세 추진일인 1월 18일과 19일에 유의적인 음의 주식수익률을 나타내었으며, 이러한 음의 추가반응은 배당수익률이 작은 경우 보다 강화되는 것을 보여서 자본이득세 과세 가능성으로 인한 자본화 효과가 나타났음을 발견하였다. 그리고 자본이득과세 철회일인 1월 19일에는 과세불확실성의 해소로 인해 배당수익률이 작을수록 주가가격이 더 상승하거나 덜 하락하는 방향으로 변동되었음을 발견하였다.

그러나 소액개인주주 지분비율 및 소액개인주주 지분비율과 배당수익률과의 상호작용변수와 주식수익률의 관계를 분석한 결과 자본화효과에 부합하는 유의한 실증결과를 보이지 않았으며, 개인주주의 순매수거래량과 배당수익률과의 관련성도 역시 일관성 있는 실증결과를 보이지 않아서 세금고객효과를 포착해 내지는 못하였다.

본 연구는 상장주식 자본이득과세제도의 도입과 자본이득세의 자본화를 연결시킨 연구로서 국내에서는 처음 시도되는 것이다. 또한 Lang and Shackelford(2000)의 연구에서도 무배당기업의 개인주주가 한계투자자일 것이라는 언급은 있었지만, 세금고객효과에 대한 실증적 분석은 이루어지지 않았다. 본 연구의 분석은 이러한 점에서 의의가 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성된다. II장에서는 이론적 배경과 관련제도를 검토하고 III장에서는 연구가설을 설정하며, IV장에서는 표본선정과 연구방법을 설계하고 변수들을 정의한다. V장에서는 실증분석 결과를 제시하고 VI장에서는 본 연구의 결론을 요약한다.

II. 이론적 배경 및 관련 제도

1. 관련 선행연구

자본이득세가 주식가격에 미치는 영향에 관한 가설은 자본화가설과 동결효과가설로 나누어진다. 자본화가설은 Collins and Kemsley(2000), Guenther and Willberg(1999), Lang and Shackelford(2000), Ayers et al.(2003)에서 실증한 바와 같이 주식매수자가 미래에 자본이득세를 납부해야 한다면 주식매수시 낮은 가격을 요구할 것이므로 미래의 자본이득세의 기대가치가 감소(증가)될 때는 주식가격이 상승(하락)할 것이라는 주장이다. 이와 달리 동결효과가설은 Feldstein et al.(1980), Landsman and Shackelford(1995), Reese(1998), Poterba and Weisbenner (2001), Klein(2001), Jin(2006) Ellis et al.(2006)에서 실증한 바와 같이 주식매도자가 매도대상주식에 대해 자본이득세를 납부해야 한다면 주식매도시 자본이득세율의 인상분을 주식가격에 반영하여 주식매수자에게 요구할 것이므로 주식가격은 상승할 것이고 자본이득세율이 인하되는 경우에는 매도가격을 낮출 것이므로 주식가격이 하락할 것이라는 주장이다.

한편 국내에서 허성관과 홍순복(1997)은 비상장기업에 대한 주식자본이득과세가 주식거래에 미친 영향을 주식거래량을 통해 분석한 결과 주식자본이득과세는 주식거래량을 감소시키며(정보효과가설), 거래량감소는 일시적이며(동결효과가설) 과세직전에는 세금회피를 위한 주식거래가 많을 것(조세회피가설)이라는 가설이 지지된다는 것을 밝혔다. 또한, 심호석과 홍순복(1997)은 장외시장의 거래량 실적에 관한 기술적 자료를 토대로 주식시장에 자본이득과세를 시행할 경우 과세실시전의 거래형성율과 거래량회전율은 과세 후에 현저하게 감소하는 거래량 동결효과가 발생한다는 것을 확인하였다.

우리나라 연구들의 경우 위와 같이 비상장 주식의 자본이득세를 다룬 연구는 존재하지만, 상장주식에 대해 자본이득세의 자본화 효과를 직접적으로 다룬 연구는 문헌검토 결과 발견할 수 없었다. 본 연구와 직접적으로 관련이 있는 상장주식의 자본이득세의 자본화와 관련된 연구로는 Lang and Shackelford(2000)와 Dai et al.(2006)의 연구가 있다.

Lang and Shackelford(2000)은 자본이득세의 자본화 가설과 동결효과 가설에 대한 분석적 모형을 제시하고 자본이득세율의 인하로 인한 자본화 효과는 유배당주보다 무배당주에서 더 큰 주가상승을 가져올 것이라고 예측하였다. Lang and Shackelford(2000)는 1,975개의 기업을 배당기업(1,247개 기업)과 무배당기업(724개 기업)으로 나누고 장기자본이득세율 인하(28%에서 20%)를 발표한 사건기간(1997년 4월 29일에서 1997년 5월 5일까지)에 자본화 효과가 나타났는지를 검증하였다. 분석 결과 배당더미변수(전기에 배당한 기업은 1, 아니면 0)와 사건기간과의 상호작용변수의 계수값이 유의적인 음수값을 나타내어 무배당기업의 주가상승이 유배당기업보다 유의적으로 크다는 증거를 제시하고 있다.

한편 Dai et al.(2006)는 자본이득세의 인하가 수요를 감소시키는 자본화 효과와 공급을 감소시키는 동결효과를 동시에 고려하는 균형가격접근법을 사용하여 장기자본이득세율 인하가 주식 가격에 미치는 상충적인 효과를 검증하였다. 이를 위해 Dai et al.(2006)는 사건기간을 세율인하의 불확실성이 존재한 자본화 효과 우세기(1997년 4월 30일에서 1997년 5월 6일까지)와 세율인하가 발효된 이후인 동결효과 우세기(1997년 5월 7일에서 1997년 5월 13일까지)로 나누고 1990년 1월 1일부터 1997년 12월 31일 사이에 CRSP 데이터베이스에 포함된 주식에 대하여 종속변수인 주간수익률과 배당더미, 미실현자본이득, 개인지분율, 사건기간 등의 설명변수와 회귀분석을 실시하였다.

분석결과 자본화 우세기에는 자본화 효과로 인해 무배당주일수록 유의적으로 더 높은 주가 상승을 가져온다는 것을 발견하였으나 매도자가 평가차익실현을 유보함으로써 가격이 상승하는 (seller's strike)효과에 대해서는 유의적인 결과를 도출하지 못하였다. 또한 실제 세율인하가 적용되는 동결 효과기간에는 동결효과가 우세하여 평가차익이 크고 개인지분율이 큰 주식일수록 더 큰 주가하락을 가져왔다는 것을 보고하고 있다.

Lang and Shackelford(2000)와 ai et al.(2006)은 실제 미국에서 시행되고 있는 자본이득세율의 인하가 자본시장에 미치는 효과를 살펴본 것이지만 본 연구는 소액주주의 자본이득세 과세제도가 시행되고 있지 않은 상황에서 제도도입이 자본시장에 어떤 영향을 미쳤는지를 검토한 것이다. 따라서 미래의 자본이득세가 매수자 측면의 가격결정에 반영되는 자본화 효과는 제한적으로 살펴볼 수 있지만 실제 자본이득세의 시행이 전제가 되어 매도자에게 일어날 수 있는 동결효과와 검증에는 본질적인 제약이 있다.⁴⁾ 한편 Lang and Shackelford(2000)는 개인투자자가 선호하는 주식에서 자본이득세율의 인하효과가 클 것으로 암시하고 있지만 구체적인 실증이 이루어지지 않았다. 그러나 본 연구에서는 자본이득세의 과세로 인한 직접적인 효과를 받는 소액주주를 명시적으로 고려함으로써 Lang and Shackelford(2000)의 연구결과를 확장하였다.

4) 상장주식 자본차익 과세에 따른 동결효과는 상장주식 보유자들은 새로운 대체투자주식의 미래 기대수익률이 보유주식의 미래기대수익률을 초과할 경우 보유주식을 처분하게 되는데, 부과된 자본이득세가 거래비용으로 작용하여 보유주식의 미래기대수익률에 영향을 미치고, 이로 인하여 대체투자자산의 기대수익률이 세금을 상쇄할 수 있을 만큼 더 높아야 보유주식을 처분하게 되므로, 상장주식 자본차익 과세 이후 처분이 지연되고, 거래량이 축소되는 효과가 나타나는 것을 말한다.(심호석과 홍순복, 1997) 따라서 동결효과가 잘 나타나기 위해서는 상장주식 보유자가 자신의 상장주식에 어느 정도의 자본이득세가 과세되는지가 확정되어야 하고, 이러한 보유상장주식의 미래기대수익률과 대체투자자산의 기대수익률을 비교할 수 있어야 하며, 보유상장주식의 양도차익 실현시점의 조정으로 인한 기대수익률 차이에 대한 정보를 가지고 있어야 한다. 즉, 자본이득세를 감안한 미래기대수익률의 실현시점과 실현시기를 이연할 경우의 경제적 이익 차이에 대한 정보가 있어야 하는 것이다. 이는 자본이득세 과세가 실제로 시행된 경우에 잘 나타나게 된다.

2. 국내 상장주식 자본이득 과세제도

가. 상장주식 자본이득 과세제도의 의의

1998년 이전에는 자본시장을 육성한다는 측면에서 상장주식 등의 자본이득에 대해 비과세하였으나 1998년 12월 28일 법 개정시 소득간 과세형평의 측면에서 대주주의 상장주식 등의 자본이득에 대하여도 과세대상으로 개정하였으며, 1999년 12월 31일 시행령과 2000년 12월 29일 법 개정을 통해 과세되는 주식의 범위를 확대하였다. 그러나 모든 상장주식 등의 자본이득에 대해 과세하는 것은 기업의 다양한 자금조달을 어렵게 하고 투자자의 다양한 자금운용기회를 상실하게 함으로써 증권시장의 육성에 부정적인 결과를 초래하므로 상장주식 등에 대한 자본이득의 과세범위를 변칙적인 증여행위방지 및 음성불소소득의 과세강화 등의 목적에 국한하여 대주주(주주 1인 및 그와 특수관계가 있는 기타 주주 등)가 상장주식 등을 거래하는 경우와 장외에서 상장주식 등을 거래하는 경우에 한하여 자본이득에 대해 양도소득세를 과세하도록 개정하였다.

나. 상장주식 자본이득 과세제도의 내용

소득세법에서 양도소득세의 과세대상이 되는 상장주식(이하 “코스닥 주식” 포함)은 지분율 기준 또는 시가총액 기준 중 어느 하나를 충족하는 대주주가 양도하는 상장주식과 장외거래주식이다⁵⁾. 시가총액 기준에 의한 대주주라 함은 주식 등의 양도일이 속하는 사업연도의 직전사업연도 종료일 현재 주주 1인 및 기타 주주가 소유하고 있는 주식 등의 시가총액이 100억원(단, 코스닥주식 및 프리보드에서 거래되는 벤처기업의 주식 등의 경우에는 50억원) 이상인 경우의 당해 주주 1인 및 기타주주를 말한다(시행령 제157조 제4항 제2호). 여기에서 시가총액이라 함은 상장주식 및 코스닥주식의 경우 주식 등의 양도일이 속하는 사업연도의 직전사업연도 종료일 현재의 최종시세가액을 말하며, 직전사업연도 종료일 현재의 최종시세가액이 없는 경우에는 직전거래일의 최종시세가액에 의해 시가총액을 계산한다. 한편, 상장주식 및 코스닥주식을 제외한 주식 등의 경우에는 시행령 제165조 제4항에서 규정한 바에 따라 산정한 기준시가를 시가총액으로 본다(시행령 제157조 제6항).

5) 여기에서 지분율 기준에 의한 대주주라 함은 주식 등의 양도일이 속하는 사업연도의 직전사업연도 종료일 현재 주주 또는 출자자 1인 및 그와 국세기본법 시행령 제20조의 규정에 의한 친족 기타 특수 관계에 있는 자가 소유하는 주식 등이 총 발행주식의 3%(단, 코스닥주식 및 프리보드에서 거래되는 벤처기업의 주식 등은 5%, 이하 같음) 이상인 경우의 당해 주주 1인 및 기타 주주를 말한다. 다만, 직전사업연도 종료일 현재에는 3%(코스닥주식 등은 5%)에 미달하였으나, 그 후 주식을 취득함으로써 3%(코스닥주식 등은 5%) 이상을 소유하게 되는 경우에는 그 취득일 이후부터 당해 사업연도 종료일까지의 당해 주주 및 기타 주주는 대주주의 범위에 포함된다(시행령 제157조 제4항 제1호).

3. 자본이득세의 자본화 가설

Lang and Shackelford(2000)은 자본이득세가 주식가격에 영향을 미치는 현상을 분석적 모형을 통해 검증하였다. 본 절에서는 Lang and Shackelford(2000)에서 제시된 자본이득세 자본화 모형을 소개한다.

기업이 즉시 모든 내부창출현금흐름을 주주에게 분배하지 않는다면 이론상으로 주주자본이득세의 가능성은 존재한다. 즉 어떤 기업이 내부창출현금흐름의 일부를 기업 내에 유보하는 경우 자본이득세율의 인하는 주가를 상승시키므로 주가의 상승은 현금보유액과 양(+)의 관계를 갖는다. 달리 말하면 청산 또는 자사주 매입시 투자자에게 세금감소의 혜택은 청산가치의 실현분에 따라 증가 즉 배당수익률에 따라 감소한다. 유통시장(secondary trading)에서는 회사가 청산할 때까지 이연할 수 있는 자본이득세를 조기반영하기 때문에 기업의 가치에 영향을 준다. 따라서 모든 이익은 종국적으로 분배되거나 배당으로 과세되지만(즉 청산분배는 영의 자본이득세를 발생시킨다.) 그 이전이라도 유통시장에서 이익을 실현하는 투자자들은 자본이득세율로 과세되는 것이다.

이러한 관계를 체계적으로 살펴보기 위해 어떤 기업이 매년 F라는 동일한 잉여현금흐름을 가진다고 가정하자. 그렇다면, 그 기업의 가치는 미래 잉여현금흐름 또는 주주배당금(D)의 현재가치로도 표시될 수 있다. 이를 단순화하기 위하여 배당성장률이 γ 이라면 주식가격은 다음과 같이 두 가지 형태로 표시할 수 있다.

$$\sum_{n=1}^{\infty} \frac{F}{(1+r)^n} = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_1(1+\gamma)^{n-1}}{(1+r)^n} \quad (1)$$

t시점의 주식가격(P_t)은 t+1시점의 배당소득세(τ^d)를 차감한 순 예상배당액에 t+1시점의 예상주가(P_{t+1})를 가산하고, t+1시점과 t시점사이의 주가변동분($P_{t+1} - P_t$)에 대한 자본이득세(τ^c_{t+1})를 차감한 금액을 할인한 기대값으로 정의할 수 있다.⁶⁾

$$P_t = E_t \left[\frac{P_{t+1} + D_{t+1}(1 - \tau^d_{t+1}) - (P_{t+1} - P_t)\tau^c_{t+1}}{1+r} \right] \quad (2)$$

6) 식(2)의 모형에서는 투자자들이 1년마다 자본이익을 실현하고 재투자한다는 것을 암묵적으로 가정하는 문제가 있다. 그러나 한국증권업협회(2007)의 조사보고서에 따르면 개인투자자의 50.6%가 한 종목당 평균보유기간이 6개월 내외(그 이하 기간 보유는 49.4%)인 것으로 나타나 대부분의 개인투자자는 1년 이내에 자본이익을 실현한다고 볼 수 있다. 즉, 본 가정이 우리나라 개인투자자의 투자행태와 크게 다르지 않다고 생각된다.

즉 $t+n$ 시점의 주식가격은 모든 기간(n)에 대하여 $t+n+1$ 시점의 주식가격과 함수관계에 있다. 따라서 현재의 주식가격(P_0)은 다음과 같이 표시될 수 있다.

$$P_0 = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_1(1+\gamma)^{n-1}(1-\tau_t^d) \prod_{m=1}^{n-1} (1-\tau_m^c)}{\prod_{m=1}^n (1+r-\tau_m^c)} \quad (3)$$

모든 기간에서 $\tau_t^c = \tau^c$ 이고 $\tau_t^d = \tau^d$ 라고 하면, 상기 식(3)은 다음과 같이 단순화시킬 수 있다.

$$P_0 = \frac{D_1(1-\tau^d)}{r \left[\tau^c + \frac{D_1}{F}(1-\tau^c) \right]} \quad (4)$$

상기 식(4)를 τ^c 로 편미분하면 현재의 주식가격과 자본이득세율 간에는 다음과 같은 관계가 성립한다.

$$\frac{\partial P_0}{\partial \tau^c} = -P_0 \left[\frac{F-D_1}{(F-D_1)\tau^c + D_1} \right] \quad (5)$$

따라서 상기 식(5)에서 잉여현금흐름(F)이 주주배당액(D_1)보다 크다면, 미분계수 값은 음수가 되어 자본이득세율의 감소(증가)는 주식가격을 상승(하락)시키며, 그 상승(하락)정도는 $(F-D_1)$ 의 값이 클수록 즉, 무배당주 또는 저배당주일수록 크게 된다.

III. 가설 설정

정부의 소액주주 상장주식 자본이득 과세검토로 인한 자본이득세 자본화 효과는 추진일(2006년 1월 17일과 1월 18일)과 철회일(2006년 1월 19일)로 나누어 실시한다. 앞서 식(5)에서 나타난 바와 같이 자본화 정도는 추진일과 철회일 간의 차이를 통해 간접적으로 파악이 가능하다. 또한, 배당에 의한 수익보다는 자본이득으로 인한 수익이 더 클 것으로 기대되는 주식에 자본이득세 추진(철회)에 의한 자본화 효과(반전효과)가 더 크게 나타날 것이다.

즉 자본화가설에 따르면 전기에 배당을 하지 않은 무배당 보통주가 전기에 배당을 한 유배당 보통주에 비해 상장주식 자본이득 과세 추진(철회)일에 주가의 변동이 크게 나타날 것이다. 이에 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 1 : 소액주주 상장주식 자본이득과세 추진일(철회일)에 전기 무배당기업의 보통주는 전기 유배당기업의 보통주보다 더 높은 음(양)의 주가반응을 보일 것이다.

개별자산의 조세혜택의 변화는 한계투자자의 선호자산을 변경시키므로, 해당자산의 보유자가 변경되는 현상, 즉 세금고객효과가 발생한다. 최원욱, 윤태화, 이영한(2005)은 수입배당금 익금 불산입을 인상시점의 배당수익률의 크기와 사건일의 거래량간의 유의적인 정의 관계를 발견하여 배당소득과세의 세금고객효과를 분석한 바 있고, Ayers et al.(2002)의 연구에서는 개인납세자가 어떤 주식의 한계투자자가 아닐 가능성의 대응치로서 기관투자자 지분율을 사용한 바 있다.

본 연구에서는 상장주식 자본이득과세 추진일 및 철회일에 나타난 세금고객효과를 검증하기 위해서 한계투자자 지분율과 주가반응의 크기와 한계투자자들의 사건일 거래량의 크기 각각에 대한 분석을 시행한다.

우선, 본 연구에서는 상장주식 자본이득과세 추진일과 철회일의 기업의 주가반응과 배당수익률과의 관계에 소액 개인주주지분율의 크기가 영향을 미치고 있는지를 살펴봄으로써 자본이득과세에 따른 소액주주의 세금고객효과를 분석한다. 자본이득세 과세 추진시점에는 소액주주가 한계투자자인 저배당 기업의 주식가격은 고배당 기업의 주식가격보다 더 하락할 것이고 자본이득세 과세철회 시점에는 반대의 현상이 나타날 것이다.

이는 과세 추진일(철회일)에는 주식의 배당소득을 선호하는 투자자보다 자본이득을 선호하는 투자자가 더 많은 조세상 불이익(혜택)을 받게 되며, 총 주주분포 중에서 자본이득에 민감한 한계투자자들이 많을수록 주식가격의 변동도 클 것이 예상되기 때문이다. 한편 Lang and Shackelford (2000)에서는 무배당 또는 저배당기업의 한계투자자는 자본이득세의 영향을 받는 개인투자자일 것이라고 예측하고 있다. 따라서 자본이득세의 영향이 큰 저배당기업이면서 한계투자자인 소액주주의 지분율이 큰 보통주일수록 더 큰 주가반응을 나타낼 것이다.

두 번째로 본 연구에서는 상장주식 자본이득과세 추진일과 철회일의 개인주주 거래량과 해당주식의 배당수익률과의 관련성을 분석함으로써 자본이득과세에 따른 개인주주의 세금고객효과를 분석한다⁷⁾. 과세 추진시점에는 자본이득세 과세의 한계투자자인 소액개인주주들의 경우 자본차익이 상대적으로 클 것으로 예상되는 저배당기업의 주식을 매도할 것이며, 과세 철회시점에서는 다시 자본차익이 상대적으로 클 것으로 예상되는 저배당기업의 주식을 다시 매입할 것으로 예상된다. 즉, 자본이득세 과세추진 및 철회로 인한 주주비중의 변화를 거래량 변동을 통해 관찰하고자 하는 것이다.

7) 거래량 분석에서 소액개인주주가 아닌 개인주주 거래량을 분석하는 이유는 한국증권선물거래소에서 제공하는 상장기업별, 일별, 투자자별 거래량 데이터의 투자자 구분이 소액개인주주와 대주주를 구분하고 있지 않기 때문이다. 따라서 거래량 분석에서는 한계투자자가 아닌 주주들의 거래행태가 분석결과에 영향을 미칠 수 있어 측정오차가 존재할 것으로 예상된다.

이러한 논의를 바탕으로 본 논문에서는 다음과 같이 가설을 설정한다.

가설 2 : 소액주주 상장주식 자본이득과세 추진일(철회일)에 소액주주지분율이 클수록 더 높은 음(양)의 추가반응을 보일 것이며, 그 정도는 저배당주의 경우에 더 심하다.

가설 3 : 소액주주 상장주식 자본이득과세 추진일(철회일)에 개인주주들의 순매수거래량은 줄어든 것이며(늘어날 것이며), 이는 저배당주의 경우에 더 심하다.

IV. 표본의 선정 및 연구방법론

본 연구는 보통주의 추가수익률과 보통주 발행법인의 소액주주지분율을 분석하였다. 보통주 발행법인의 표본은 2006년 한국증권거래소 상장기업으로서 FnGuide 데이터베이스에 재무, 추가자료가 존재하는 법인을 대상으로 하였다.

사건일은 소액주주의 상장주식 자본이득 과세추진으로 인한 자본화 시점은 2006년 1월 17일과 18일로 하였고 과세철회로 인한 자본화 반전시점은 2006년 1월 19일로 하였다. 2006년 1월에 진행된 상장주식 자본이득과세에 대한 논의경과는 다음과 같다.⁸⁾

2006년 1월 2일 언론은 중장기적 과제로서 상장주식 자본이득에 대한 과세가능성을 보도하였고⁹⁾ 2006년 1월 16일부터 주식시장에서 상장주식 자본이득과세를 발표할 것이라는 말이 유포되기 시작하였다.¹⁰⁾ 1월 17일 세계실장은 오전 라디오 방송에서 상장주식 자본이득과세를 종합적으로 검토하고 있다는 발표를 하였으며 이날 오후부터 주식시장에서는 노무현 대통령이 18일 신년연설에서 자본이득세 과세추진에 대한 발표를 할 것이라는 소식이 유포되었다.¹¹⁾ 그러나 1

8) 자본이득세 도입에 대한 논의는 2006년 1월 이전에도 존재하였다. 최초로 정부의 소액주주의 상장주식 과세추진에 대해 언론매체가 보도한 것은 2005년 7월 24일 이었다. 이에 따르면 조세개혁에 참여하고 있는 한 관계자는 “개인 주식 자본이득 과세에 대해 조세개혁위원들 간의 찬반이 엇갈리고 있다”며 “중장기 검토 과제로 하는 방안이 유력시 되고 있다”라고 언급했다. 이후 2005년 10월 27일 국회에서 한덕수 부총리는 상장주식 자본이득 과세를 신중하게 검토하겠다는 입장을 밝혔고 2005년 11월 14일 여당인사는 세수부족을 위해 상장주식 자본이득 과세가 필요하다는 의견을 피력했다. 2005년 12월 12일 한덕수 부총리는 모 방송 토론회에서 상장주식 자본이득 과세를 중장기 조세개혁 방안의 일환으로 검토 중에 있다는 발언을 하였다. 따라서 본 연구에서는 2006년 1월 이전의 논의 과정에 대해서도 추가 반응을 검토하였으나, 유의한 결과를 얻지 못하였다.

9) 주식 양도차익에 대한 과세 확대도 중장기 과제로 검토된다. 이와 관련, 재경부는 일부 대주주에게만 부과되는 주식 양도차익에 대한 과세를 확대하는 방안이 타당한지 여부를 중장기 조세개혁 차원에서 검토하고 있다. 현재 주식 양도차익에 대한 과세는 시가총액 100억원 이상 또는 지분율 3% 이상의 주식을 매각한 때만 이뤄진다.(머니투데이, 2006.1.2)

10) 지난 16일부터는 ‘노무현 대통령의 신년 연설에 양극화 해소 차원에서 주식양도 차익과세 방안이 포함될 것’이란 소문이 증시 안팎에 퍼지기 시작했다.(조선일보, 2006.1.18)

11) 대통령의 신년연설을 하루 앞둔 17일 오후 주가가 순식간에 폭락 했다. 주식시장에선 “노무현 대통령

월 18일에 한덕수 부총리는 주식 자본이득 전면 과세를 검토하고 있지 않음을 분명히 했고 재경부는 보도참고자료를 통해 소액주주의 자본이득에 전면적인 과세계획은 없다는 것을 밝혔다.

그러나 상장주식 자본이득 과세도입 여부불확실성은 증권시장의 투자심리를 위축시켜 1월 18일의 주식거래에도 영향을 주었지만 그 날 저녁 대통령의 신년연설에서 주식자본이득과세에 대한 특별한 언급은 없었다. 그 다음날인 1월 19일에 주식시장이 안정기를 거친 후 1월 20일에는 다시 소득세 포괄주의 도입설이 시장에 유포되어 시장에 부정적인 영향을 주었다.¹²⁾ 한편 1월 24일 언론에 따르면 실제로 정부 조세개혁특별위원회가 개인투자자의 상장주식 자본이득에 대한 과세방안을 3가지로 나눠 검토해 온 것을 확인하고 있다.¹³⁾

〈표 1〉 상장주식 자본이득과세에 관한 보도일지 요약

날 짜	내 용	시장에의 영향
2005. 7.24	중장기 과제로 검토하는 방안 유력시(조세개혁참여인사)	부정적
2005.10.27	신중하게 검토(한덕수 부총리)	부정적
2005.11.14	세수부족을 위해 주식자본이득과세가 필요(열린우리당)	부정적
2005.12.12	중장기 조세개혁방안의 일환으로 검토 중(한덕수 부총리)	부정적
2006. 1.16	대통령 발표설 유포시작(조선일보, 1.18)	부정적
2006. 1.17(T1)	주식자본이득과세 종합적 검토(김용민 세제실장) 신년연설에서의 대통령 발표설 확산(문화일보, 1.18)	부정적
2006. 1.18(T2)	투자심리 위축지속(와우TV, 1.18) 주식자본이득 과세설 부인(한덕수 부총리) 주식자본이득 전면과세계획 부인(재경부) 대통령 신년 연설에 동내용 불포함	부정적 + 긍정적
2006. 1.19(T3)	특별한 내용 없음	긍정적
2006. 1.20	소득세 포괄주의 도입설 유포(한국일보, 1.20)	부정적

이 18일 신년연설에서 ‘주식거래로 번 돈에 대해 세금을 내도록 하겠다(주식양도차익 과세)’고 말한 데라’는 ‘루머’가 돌았다. 이같은 루머를 전해들은 청와대는 즉각 “사실무근”이라며 진화에 나섰지만 속수무책이었다. 장 마감 직후 이 루머가 이날 주가 폭락의 주요원인으로 꼽혔다.(문화일보, 2006.1.18)

12) 17, 18일에 이어 20일 또 다시 국내증시가 급락한 데는 ‘루머’의 역할이 적지 않았다. ‘노무현 대통령이 신년연설에서 주식 양도차익 과세 입장을 밝힐 것’이라는 풍문이 지난 17, 18일의 주가 급락을 이끌었다면 이날은 ‘정부가 태스크포스를 구성해 제2의 금융실명제에 버금가는 포괄소득세 제도를 만들고 있다’는 소문이 투자심리를 극도로 위축시켰다.(한국일보, 2006.1.20)

13) 정부 조세개혁특별위원회가 개인투자자의 주식 양도 차익에 대해 과세하는 방안을 3가지로 나눠 검토해 온 것으로 24일 확인됐다. 이는 최근 국회 예결특위에 제출한 ‘성장동력 창출을 위한 재정정책과 조세정책의 방향’ 보고서에서 밝혀졌다. 보고서는 “최근 주식시장의 규모가 급격히 팽창, 유가증권 양도차익에 대한 과세와 증권 거래세의 폐지를 한데 묶어 조세체계를 정상화할 필요가 있다”고 했다. 보고서는 이어 조세개혁특위가 지난해 주식 양도차익을 다른 소득세와 함께 내는 종합과세, 부동산 양도차익처럼 이익 발생 때 신고하는 신고분리과세, 제3의 방식인 원천징수 후 신고분리과세 등 3가지를 논의했다고 밝혔다.(조선일보, 2006.1.24)

따라서 본 연구에서는 자본이득과세의 불확실성이 존재한 2006년 1월 17일과 18일을 자본이득과세 추진일로 하여 미래의 자본이득세가 자본화되었다고 보았고, 동 불확실성이 대부분 해소된 2006년 1월 19일을 자본이득과세 철회일로 하여 자본이득세의 자본화 효과가 반전되었다고 보았다. 한편 1월 20일의 경우 소득세 포괄주의 도입설이라는 새로운 세법관련 변수가 시장에 영향을 주었으므로 본 연구의 대상에서 제외하였다.

본 연구의 표본기업의 재무정보와 주가정보는 FnGuide 데이터베이스에서 수집하였으며, 보통주 발행기업의 2005년 12월 31일 현재 소액주주지분비율은 상장회사협의회 데이터베이스인 TS2000에서 수집하였다.¹⁴⁾

FnGuide 데이터베이스에 재무 및 주가자료가 모두 존재하는 거래소 상장 표본기업은 보통주 표본 657개 기업으로 나타났다.

〈표 2〉 표본기업의 주요 변수의 기술통계량

구 분	평 균	중위수	최소값	최대값	표준편차
주식수익률(1월 19일)	0.000	-0.003	-0.108	0.150	0.032
주식수익률(1월 18일)	-0.033	-0.035	-0.150	0.150	0.034
주식수익률(1월 17일)	-0.016	-0.016	-0.125	0.150	0.034
보통주배당수익률(%)	1.91	1.75	0.00	21.37	1.89
소액개인주주지분율(%)	30.25	28.20	0.00	93.80	18.18

주) 표본수는 657개임. 배당수익률은 시가기준으로 산정된 것임.

〈표 2〉에서는 표본기업의 주요 변수의 기술통계량을 제공하고 있다. 과세추진일인 1월 17일과 1월 18일의 경우 각각 1.6%와 3.3%의 음의 평균주식수익률을 보였다. 반면 상장주식 자본이득세 과세의 불확실성이 해소된 1월 19일에는 평균주식수익률은 0에 가까운 수치를 나타내었다. 이는 자본이득세 과세추진 논의가 전체적으로 시장에 큰 충격을 주는 사건임을 나타내는 결과로 생각된다. 보통주 배당수익률의 경우 평균 2% 수준이며, 최대 21%의 배당수익률을 나타낸 곳도 있었다. 표본기업의 소액개인주주 지분율의 경우 평균 30% 수준이었다.

본 연구에서는 가설 1의 검증을 위해서 다음과 같은 실증분석 회귀모형을 사용한다. 상장주식 자본이득 과세 추진일인 2006년 1월 17일과 18일 양일간에는 자본이득세 과세에 대한 기대가

14) 한계투자자의 세금고객효과를 파악하기 위해서는 사건일 당일의 소액주주지분비율을 파악하는 것이 원칙이다. 그러나 사건일 당일의 표본대상 기업의 주주지분비율 자료를 현실적으로 구할 수 없었기 때문에 직전년도 말의 주주지분비율을 이용하여 분석을 시행하였다. 본 연구의 경우 사건일이 2006년 1월 17일, 18일, 19일이기 때문에 2005년 말에서 그다지 많은 기간이 지나지 않은 시점이다. 따라서 주주지분비율 시점차이가 연구결과에 미치는 영향은 미미할 것으로 생각된다.

시장에 존재하였으므로 개인투자자가 미래에 예상되는 자본이득세를 자본화하였다면 자본이득이 예상되는 저배당보통주는 그렇지 아니한 고배당보통주보다 주식가격은 더 하락하여야 한다. 아울러 자본이득 과세 철회일인 2006년 1월 19일에는 반대로 저배당보통주는 그렇지 아니한 고배당 보통주보다 주식가격은 더 상승하거나 덜 하락하여야 한다. 따라서 과세추진일과 철회일에 배당수익률과 주가변동과의 관련성을 살펴보기 위하여 다음과 같은 회귀식을 설정한다.

$$R_{it} = a + b_1 EVENT_t + b_2 DIVR_i + b_3 EVENT * DIVR_i + b_4 LNSIZE_i + b_5 LEVERAGE_i + b_6 ROA_i + b_7 INDEX_t + e \quad (6)$$

R_{it} : 일별 수익률(1월 17일, 1월 18일, 1월 19일 및 1월 17일 이전 90거래일 각각의 일별 주식수익률)

$EVENT$: 사건일, 과세추진일(1월 17일, 1월 18일) 및 과세철회일(1월 19일)

$DIVR_i$: 직전기말의 배당수익률

$EVENT_i * DIVR_i$: 사건일과 배당수익률의 상호작용변수

$LNSIZE_i$: 직전기말의 자산총액의 로그값

$LEVERAGE_i$: 직전기말의 총부채/총자산

ROA_i : 직전기말의 당기순이익/총자산

$INDEX_t$: 동일가중지수에 의한 시장수익률

식(6)에서 종속변수인 일별 수익률은 사건일 이전 90일~사건일(총 93일)의 일별, 기업별 주식수익률이며 식(6)의 총 표본수는 60,171개의 일별-기업별 표본이다.

식(6)에서 관심변수는 전기에 배당하였는지 여부를 나타내는 $EVENT * DIVR$ 이다. 동 변수는 상장주식 자본이득과세 추진일인 1월 17일과 18일에는 자본이득세의 자본화로 인해 저배당 보통주는 고배당 보통주보다 더 큰 주가하락을 보일 것이고 철회일인 1월 19일에 자본이득세 자본화 반전효과로 인해 반대의 효과가 나타나 저배당 보통주는 고배당 보통주보다 더 큰 주가상승 또는 더 적은 주가하락을 보일 것이다. 따라서 상기 회귀모형에서는 $EVENT$ 가 과세추진일인 1월 17일과 1월 18일을 나타내는 경우에는 배당여부더미변수 계수 b_3 이 유의한 수준에서 양(+)의 값 그리고 $EVENT$ 가 과세철회일인 1월 19일을 나타내는 경우에는 배당여부더미변수 계수 b_3 이 유의한 수준에서 음(-)의 값이 나올 경우 가설1에서 설정한 자본화가설이 지지되는 것이다.

아울러 Lang and Shackelford(2000), Ayers et al.(2002)의 선행연구에 따라 추가적으로 사용되는데 통제변수로 기업규모, 부채비율, 총자본이익률을 설정하였다. 여기에서 기업규모는 단순한 규모차이로 인해 소규모 무배당기업의 주식가격이 대규모 유배당기업보다 더 크게 되지 않도록 하기 위함이며, 부채비율 및 총자본이익률은 각각 자본구조와 수익성에 따라 기업 간에 차이가 발생하는 것을 통제하기 위하여 포함시켰다.

가설 2의 검증을 위해서는 직전기말 소액개인주주 지분율에 따라 무배당주와 유배당주가 어떻게 반응하는 지를 분석한다. Erickson and Maydew(1998)는 고배당주의 한계투자자는 법인주주라고 추정하고 있으며 Ayers et al.(2002)는 개인투자자가 한계투자자가 될 가능성을 나타내는

지표로서 개인투자자의 지분율을 사용하고 있다. 더불어 Dai et al.(2006)은 자본이득과세에 민감한(tax sensitive investors)로서 개인투자자 지분율을 사용하고 있다.

2006년 1월 17일과 18일에 걸쳐 상장주식 자본이득과세와 관련된 사안은 현행 소득세법에서 자본이득세의 비과세 혜택을 받고 있는 소액개인주주에 국한된 문제이다. 따라서 이러한 자본이득세제 관련 불확실성은 세법상 자본이득이 과세대상이 되고 있는 법인투자자나 소액개인주주가 아닌 투자자에게는 해당되지 않는다 할 것이다. 따라서 본 논문에서도 직전연도말 소액개인주주 지분율 변수를 한계투자자가 개인투자자일 가능성을 나타내는 대용치로서 사용한다.

$$ABRTN_i = \alpha + \beta_1 DIVR_i + \beta_2 MOWNER_{i-1} + \beta_3 MOWNER_i \times DIVR_i + \beta_4 LNSIZE_i + \beta_5 LEVERAGE_i + \beta_6 ROA_i + \epsilon \quad (7)$$

$ABRTN$: 사건일 당일의 비정상수익률(과세추진일인 2006년 1월 17일, 1월 18일과 과세철회일인 1월 19일 각각의 비정상수익률, 시장조정모형에 의해 추정됨)¹⁵⁾

$MOWNER_{it-1}$: 직전기의 소액개인주주 지분율

$DIVR_{it-1}$: 직전기의 배당수익률

$MOWNER \times DIVR$: 소액개인주주 지분율과 배당수익률과의 상호작용 변수

$LNSIZE$: 직전기말 자산총액의 자연로그

$LEVERAGE$: 직전기말 총자산대비 부채비율

ROA : 직전기말 총자산이익률

식(7)에서 관심변수는 소액개인주주지분율 변수($MOWNER$)의 계수 β_2 와 상장주식 자본이득과세 추진일과 철회일의 배당수익률변수($DIVR$)와 소액주주지분율변수($MOWNER$)간의 상호작용변수($DIVR \times MOWNER$)의 계수 β_3 이다. 상장주식 자본이득과세 추진일인 1월 17일과 18일에 자본이득세 과세의 불확실성은 세금고객효과를 유발할 것이고 이러한 효과에 보다 민감한 소액주주의 지분분포비율이 높은 주식일수록 더 큰 주가하락을 보일 것이고 철회일인 1월 19일에는 자본이득세의 불확실성 해소로 인해 반대의 효과가 나타나 더 큰 주가상승 또는 더 적은 주가하락을 보일 것이다. 또한 이러한 소액개인주주지분비율과 주식수익률과의 관계는 배당수익률이 작을수록 강화될 것이다.

따라서 상기 회귀모형에서 과세 추진일(1월 17일과 18일)에 관심변수인 β_2 가 유의한 수준에서 음(-)의 값 그리고 철회일(1월 19일)에 유의한 수준에서 양(+)의 값이 나타나며 배당수익률 변수와 소액개인주주지분율과의 상호작용변수의 계수 β_3 가 유의한 반대부호를 나타낼 경우 가

15) 식(6)과 달리 식(7)에서 사건일 당일의 비정상수익률을 종속변수로 사용한 이유는 세금고객효과를 검증하기 위해 자본이득세의 한계투자자 여부를 대표하는 소액개인주주 지분율과 배당수익률과 주식의 가격변동과의 연관성을 직접 살펴보기 위한 것이다. 물론 위(6)의 모형을 통해 검증도 가능하겠지만 이 경우 소액개인주주지분율, 배당수익률, 사건일 터미변수 3개가 겹쳐있는 상호작용변수를 검증하여야 하므로 결과해석의 어려움이 존재할 수 있다.

설2가 지지되는 실증결과라고 할 수 있다.

가설3의 검증을 위해서 한국증권선물거래소에서 상장기업 각각의 사건일 및 사건일 이전 30 일간의 투자자유형별 거래량 데이터를 입수하였다.¹⁶⁾ 이때, 해당 자료의 투자자유형 구분기준은 증권회사, 선물업자, 보험회사, 투자신탁, 은행, 종합금융 및 상호저축은행, 기금 및 공제회, 기타 법인, 개인, 외국인으로 구분되어 있다. 본 연구의 분석대상인 상장주식 자본이득세 과세의 한계 투자자는 소액개인투자자이나, 해당 자료에서는 소액개인투자자가 별도로 구분되어 있지는 않다. 따라서 측정오차 발생가능성에도 불구하고, 개인투자자의 일별 매수, 매도 거래량을 이용하여 분석을 시행한다.

우선, 과세추진일과 철회일 각각의 개인투자자의 일별 비정상 순매수 거래량을 산출한다. 이때 비정상 순매수 거래량은 다음과 같이 산출된다.

$$\text{비정상 순매수 거래량} = (\text{사건일의 순매수거래량} / \text{총 발행주식수}) \\ - 30 \text{ 거래일간의 평균 총 발행주식수 대비 순매수 거래량}$$

즉, 사건일 이전 30 거래일간의 총 발행주식수 대비 순매수 거래량 평균을 정상 순매수 거래량으로 보고, 사건일의 총발행주식수 대비 순매수거래량과의 차이를 구함으로써 비정상 순매수 거래량을 산정한다.

그리고 표본기업을 배당수익률의 크기별로 상, 중, 하의 세 개의 집단으로 구분하여 각 집단별 비정상 순매수 거래량의 평균과 중위수를 분석한다. 만일 세금고객효과가 나타난다면 과세추진일인 1월 17일과 1월 18일에는 배당수익률이 작은 집단(하)의 경우 자본이득세 과세부담이 클 것이므로 개인투자자의 순매수량은 작게 나타나야 하고, 배당수익률이 큰 집단(상)의 경우 그 반대로 나타나야 할 것으로 예상되고, 과세 철회일인 1월 19일에는 그 반대의 양상이 나타날 것으로 예상된다.

V. 실증분석결과

1. 분석대상 표본의 주요 기술통계량

본 연구의 분석모형은 자본이득세 과세계획 추진일 및 과세계획 철회일의 주가반응이 기업의 배당수준에 따라 영향을 받는지를 분석함으로써, 자본이득세의 자본화가설에 대하여 검증을 수행하는 것이다. 따라서 분석대상 표본을 배당수준에 따라 유배당주와 무배당주로 구분하고, 유

16) 한국증권선물거래소에서는 상장주식의 일별, 투자자 유형별 매도, 매수 거래량 데이터를 판매하고 있다.

배당주와 무배당주의 주요 재무변수 및 소액주주지분율에 대한 기술통계량을 <표 3>에 제시한다.

<표 3> 유배당주와 무배당주의 주요 독립변수의 기술통계량

설 명 변 수	차이비교	평 균	표준편차	1사분위수	중위수	3사분위수
배당수익률(%)						
전체표본		1.882	1.733	0.000	1.750	2.960
무배당주		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
유배당주		2.644	1.483	1.600	2.450	3.430
소액주주비율(%)						
전체표본		30.3	18.2	16.3	28.3	40.1
무배당주	ND > YD	41.4	21.4	26.0	39.8	53.7
유배당주		25.7	14.4	14.5	23.8	35.1
로그자산						
전체표본		19.5	1.6	18.4	19.2	20.4
무배당주	ND < YD	18.8	1.5	17.7	18.5	19.5
유배당주		19.8	1.5	18.6	19.4	20.6
총자본이익율(%)						
전체표본		0.020	0.207	0.011	0.040	0.069
무배당주	ND < YD	-0.066	0.366	-0.082	0.003	0.038
유배당주		0.054	0.044	0.025	0.050	0.079
부채비율(%)						
전체표본		0.468	0.214	0.309	0.466	0.616
무배당주	ND > YD	0.554	0.227	0.389	0.561	0.719
유배당주		0.433	0.198	0.282	0.431	0.567

주1) 배당수익률 : 전기 주당 배당지급액/주식종가

소액주주비율 : 개인소액주주지분율

로그자산 : 총자산의 자연로그값

총자본이익률 : 당기순이익/총자산

부채비율 : 부채/총자산

ND=무배당, YD=유배당

상기 <표 3>의 기술통계량 분석에 따르면 개인소액주주비율은 무배당보통주 발행기업이 유배당 보통주 발행기업보다 크다. 이것은 무배당 보통주일수록 세금에 민감한 한계투자자가 개인소액주주일 가능성이 높다는 것을 시사하고 있으며, 아울러 무배당기업일수록 규모가 적고 수익성은 낮지만 더 많은 부채를 사용하고 있다는 것을 보여주고 있다.

이러한 무배당기업의 특성은 무배당주식이 현재 양호한 순익을 창출하는 기업이라기 보다는 향후 성장성이 기대되거나 주가의 변동성이 커서, 자본차익을 실현할 가능성이 높은 기업이라는 사실을 시사하는 결과로 보인다. 그리고 무배당기업의 개인소액주주지분율이 유배당기업의 그것에 비해 크다는 사실은 우리나라 개인소액주주들이 배당수익보다는 자본차익의 실현을 선호한다는 것을 나타낸다.

2. 실증분석결과

가. 과세 추진일과 철회일의 주가반응 단일변량 분석

상장주식 자본이득과세 추진일인 2006년 1월 17일 및 18일과 자본이득과세 철회일인 1월 19일의 종속변수인 보통주 발행기업의 주식수익률의 분석결과는 <표 4>에 제시하였다.

유배당 표본기업의 일별 주식수익률 평균은 자본이득세 과세 추진일인 2006년 1월 17일과 1월 18일에 각각 -1.581% 와 -3.046% 로서 음의 값을 나타내었다. 중위수의 경우도 평균과 크게 다르지 않다. 자본이득세 과세 철회일인 1월 19일에는 평균 -0.281% 로 역시 소폭이지만 주가가 하락하였다.

반면, 무배당 표본의 경우 일별 주식수익률 평균은 자본이득세 과세 추진일인 1월 17일과 1월 18일에 각각 -1.791% 와 -3.872% 로 유배당 표본의 그것에 비해 주가수익률의 하락폭이 더 크며 자본이득세 과세 철회일인 1월 19일에는 평균 0.803% 로서 양의 주식수익률이 나타나, 주가가 반전되는 양상을 보였음을 알 수 있다.

한편 비정상수익률의 분석결과 가치가중지수 모형에 의한 비정상수익률 평균은 유배당 표본의 경우 과세 추진일인 1월 17일과 1월 18일에 각각 0.684% , -0.407% 로 나타났으며, 무배당 표본의 경우 1월 17일과 1월 18일에 각각 0.475% , -1.233% 로 나타나서, 유배당 및 무배당 표본 모두 1월 18일에 음의 비정상수익률 평균을 보였다. 이는 1월 17일부터 유포된 자본이득세 도입 소식이 1월 18일에 본격적으로 시장에 영향을 주었음을 나타내는 결과로 보인다. 과세계획 철회일인 1월 19일의 경우 유배당 표본과 무배당 표본의 비정상수익률은 각각 -0.852% 와 0.231% 로 다르게 나타난다. 즉, 무배당 표본의 경우에만 자본이득세 과세철회효과가 자본이득세 자본화 가설과 부합하는 방향으로 나타나는 것으로 해석된다. 또한 동일가중지수 모형에 의한 비정상수익률 평균도 가치가중지수 모형에 의한 결과와 크게 다르지 않게 나타났다.

〈표 4〉 자본이득과세 추진일과 철회일의 유·무배당 표본의 보통주수익률 기술통계량

구 분	변 수	평 균	중위수	최소값	최대값	표준편차
유배당 (N=467)	R(119)	-0.281%	-0.351%	-9.756%	12.900%	2.645%
	R(118)	-3.046%	-3.364%	-14.959%	11.717%	3.094%
	R(117)	-1.581%	-1.566%	-12.411%	14.958%	3.175%
	MAR(119)	-0.852%	-0.922%	-10.327%	12.329%	2.645%
	MAR(118)	-0.407%	-0.725%	-12.320%	14.356%	3.094%
	MAR(117)	0.684%	0.699%	-10.145%	17.223%	3.175%
	EAR(119)	-0.285%	-0.355%	-9.760%	12.896%	2.645%
	EAR(118)	-0.033%	-0.351%	-11.946%	14.730%	3.094%
	EAR(117)	-0.165%	-0.150%	-10.994%	16.374%	3.175%
무배당 (N=190)	R(119)	0.803%	0.000%	-10.769%	15.000%	4.248%
	R(118)	-3.872%	-4.092%	-14.881%	14.955%	3.995%
	R(117)	-1.791%	-2.081%	-12.500%	14.983%	3.837%
	MAR(119)	0.231%	-0.571%	-11.341%	14.429%	4.248%
	MAR(118)	-1.233%	-1.453%	-12.242%	17.594%	3.995%
	MAR(117)	0.475%	0.185%	-10.235%	17.249%	3.837%
	EAR(119)	0.799%	-0.004%	-10.773%	14.996%	4.248%
	EAR(118)	-0.859%	-1.079%	-11.868%	17.968%	3.995%
	EAR(117)	-0.374%	-0.664%	-11.084%	16.400%	3.837%

주1) R = 수정 주가로 산출한 일별수익률

MAR = 일별수익률에서 거래소상장기업 가치가증지수수익률을 차감한 시장조정모형 비정상수익률

EAR = 일별수익률에서 거래소상장기업 동일가증지수수익률을 차감한 시장조정모형 비정상수익률

요컨대 유배당 표본의 경우는 과세 추진계획 유포시점에는 주가가 하락되어 자본이득세의 도입이 주가에 반영되는 현상을 보였지만, 과세 추진계획 철회시점에서 주가의 반전이 뚜렷하게 나타나지는 않은 반면, 무배당 표본의 경우 이러한 자본이득세 도입 및 철회의 주가반응이 보다 크게 나타남을 알 수 있었다.

유배당 표본과 무배당 표본의 사건일의 비정상수익률의 평균이 유의한 차이를 보이는지를 검증하기 위해 비정상 수익률의 집단간 t 검정을 시행하였으며, 그 결과는 <표 5>와 같다.

〈표 5〉 유배당 표본과 무배당 표본의 자본이득세 과세 추진일과 과세 철회일의 비정상수익률의 평균의 집단간 t 검정 결과

	평균차	평균차 표준오차	t	p
MAR(117)	-0.002	0.003	-0.667	0.506
MAR(118)	-0.008	0.003	-2.555	0.011
MAR(119)	0.011	0.003	3.268	0.001

주1) MAR = 일별수익률에서 상장기업 가치가중지수수익률을 차감한 시장조정모형 비정상수익률¹⁷⁾

주2) 평균차 = 무배당 표본 비정상수익률 - 유배당 표본 비정상수익률

분석결과 1월 17일의 경우 유배당 표본이나 무배당 표본이 유의한 평균 수익률의 차이를 보이지 않았으나 1월 18일에는 무배당 표본의 평균 수익률이 유배당 표본의 그것에 비해 유의하게 작게 나타났음을 알 수 있다. 그리고 자본이득세 과세계획 철회일인 1월 19일에는 무배당표본의 평균 수익률이 유배당 표본의 그것에 비해 유의하게 크게 나타났다. 즉, 단변량 분석결과에는 유배당 표본과 무배당 표본의 자본이득세 과세추진일 및 과세철회일의 주가반응의 차이는 통계적으로 유의한 것으로 나타나서 가설 1을 지지하는 것으로 나타났다.

나. 과세 추진일과 철회일의 주가반응에 대한 다변량 분석결과

본 연구의 가설을 검증하기 위한 식(6)과 (7)의 변수들의 상관관계를 분석한 결과를 <표 6>에 보인다.

〈표 6〉 주요 변수들의 상관관계 분석결과

구 분		<i>DIVR</i>	<i>MOWNER</i>	<i>LNSIZE</i>	<i>ROA</i>	<i>LEVERAGE</i>
<i>DIVR</i>	상관계수		-0.273	0.166	0.388	-0.209
	p값	1.000	0.000	0.000	0.000	0.000
<i>MOWNER</i>	상관계수	-0.254		-0.393	-0.305	0.117
	p값	0.000	1.000	0.000	0.000	0.003
<i>LNASSET</i>	상관계수	0.091	-0.366		0.171	0.216
	p값	0.019	0.000	1.000	0.000	0.000
<i>ROA</i>	상관계수	0.181	-0.221	0.204		-0.322
	p값	0.000	0.000	0.000	1.000	0.000
<i>LEVERAGE</i>	상관계수	-0.188	0.111	0.247	-0.191	
	p값	0.000	0.004	0.000	0.000	1.000

17) 동일가중지수 조정 비정상수익률의 경우도 가치가중지수 수익률과 같은 결과가 나타나므로 <표 5>에서 보고하지 않았다.

주1) 표 오른쪽, 하반부는 피어슨 상관계수, 표 왼쪽 상반부는 스피어만 상관계수임.

주2) 변수설명

DIVR : 배당수익률

MOWNER : 소액개인주주 지분율

LNSIZE : 직전기말 자산총액의 자연로그

ROA : 직전기말 총자산이익률

LEVERAGE : 직전기말 총자산대비 부채비율

연구모형의 독립변수 간 상관관계를 분석한 결과 *DIVR*변수와는 *MOWNER*와 *LEV*변수가 음의 상관계수를, *LNSIZE*변수와 *ROA*변수가 양의 상관계수를 보인다. 이는 앞서 기술통계량 분석에서도 나타난 바와 같이 소액개인주주들이 배당소득 보다는 자본차익을 기대하는 투자를 주로 시행함을 보이는 결과로 해석된다. 그리고 규모가 작고, 부채비율이 크고, 순이익 실적이 양호하지 않은 기업들이 배당을 하고 있지 않음을 보여서, 주로 저배당주는 실적이 좋은 가치주이기보다는 앞으로 자본차익을 기대할 수 있는 성장주라는 사실을 나타낸다.

가설 1을 검증하기 위해, 상장주식 자본이득과세 추진일인 2006년 1월 17일 및 18일과 자본이득과세 철회일인 1월 19일의 비정상 수익률과 직전기말 배당여부와와의 관련성을 분석한 식(6)의 분석결과는 <표 7>과 같다.

<표 7> 상장주식 자본이득과세 추진일과 철회일의 배당여부에 따른 주가반응

$$R_{it} = a + b_1 EVENT_t + b_2 DIVR_i + b_3 EVENT_{it} * DIVR_{it} + b_4 LNSIZE_i + b_5 LEVERAGE_i + b_6 ROA_i + b_7 INDEX_t + e$$

구 분	EVENT = 과세추진일			EVENT = 과세철회일		
	회귀계수	t값	p값	회귀계수	t값	p값
절편	0.645	3.732	0.000	0.668	3.869	0.000
DIVR	-0.043	-5.618	-0.000	-0.039	-5.158	0.000
EVENT	0.498	3.549	0.000	0.097	0.517	0.605
DIVR*EVENT	0.145	2.910	0.004	-0.051	-0.725	-0.468
LNSIZE	-0.034	-3.626	0.000	-0.034	-3.624	0.000
ROA	0.208	2.971	0.003	0.208	2.970	0.003
LEVERAGE	0.194	2.764	0.006	0.194	2.763	0.006
INDEX	1.084	65.974	0.000	1.034	68.807	0.000
수정R ²	0.075			0.074		
F값	694.56			684.67		
표본수	60,171			60,171		

주1) 표본은 과세추진일, 과세철회일 및 과세추진일 이전 90일간 거래일별, 기업별 수익률을 대상으로 한 것임.

주2) 변수설명

R_{it} : 일별수익률(1월 17일, 1월 18일, 1월 19일 및 1월 17일 이전 90거래일 각각의 일별 주식수익률)

$EVENT$: 사건일, 과세추진일(1월 17일, 1월 18일) 및 과세철회일(1월 19일)

$DIVR_i$: 직전기말시점의 배당수익률

$EVENT_{it} * DIVR_i$: 사건일과 배당수익률의 상호작용변수

$LNSIZE_i$: 자산총액의 로그값

$LEVERAGE_i$: 총부채/총자산

ROA_i : 당기순이익/총자산

$INDEX_t$: 동일가중지수에 의한 시장수익률

분석결과 $EVENT * DIVR$ 의 회귀계수가 과세추진일인 1월 17일, 1월 18일을 $EVENT$ 로 본 경우 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 나타내지만, 과세 철회일인 1월 19일을 $EVENT$ 로 본 경우에는 유의하지 않은 음(-)의 값을 나타내고 있다.¹⁸⁾

즉, 과세추진일의 경우 자본화효과가 유의하게 나타나서 자본이득세 과세에 대한 시장반응이 관찰되었으며, 과세철회일의 경우 방향성은 일치하나 통계적으로 유의한 수준의 반등효과를 보이지는 않아서 상장주식 자본이득세 과세철회에 대한 포트폴리오 재조정은 적시에 강하게 나타나지 않았음을 보이고 있다.¹⁹⁾ 이러한 결과는 가설 1에서 설정한 바와 같이 자본이득세 과세가 예상되는 경우 배당수익률이 낮은 주식일수록 주가가 더 하락하고, 과세의 불확실성이 해소되는 경우 배당수익률이 낮은 주식일수록 주가가 더 상승하거나 덜 하락한다는 자본화 가설을 일부 지지하는 결과로 해석된다.

상장주식 자본이득과세 추진일인 2006년 1월 17일 및 18일과 자본이득과세 철회일인 1월 19일 보통주 발행기업의 개인주주의 세금고객효과를 대용하는 소액주주지분율과 보통주 발행기업의 주식수익률의 분석결과는 <표 8>에 제시하였다.

18) 과세추진일 전일인 1월 16일에도 $DIVR$ 과 $EVENT$ (1월 16일 더미변수)와의 상호작용변수가 유의한 양의 값을 갖는지 분석한 결과 음의 값을 보였다. 즉, 자본이득세 과세로 인한 자본화효과는 1월 17일부터 본격적으로 나타난 것으로 보인다.

19) 상관관계 분석에서 독립변수 간 상관계수가 높게 나타난 변수가 있어, 분산팽창지수(Variance Inflation Factor)를 검토한 결과 2를 넘는 변수가 없는 것으로 나타나 다중공선성 문제는 심각하지 않은 것으로 나타났다.

〈표 8〉 상장주식 자본이득과세 추진일과 철회일의 소액개인주주비율과 배당수익률이
보통주의 주가반응에 미치는 영향

$$ABRTN_i = \alpha + \beta_1 DIVR_i + \beta_2 MOWNER_i + \beta_3 MOWNER \times DIVR_i + \beta_4 LNSIZE_i \\ + \beta_5 LEVERAGE_i + \beta_6 ROA_i + \epsilon$$

변 수	EAR(117)			EAR(118)			EAR(119)		
	계수	t값	p값	계수	t값	p값	계수	t값	p값
상수항	0.1106	5.9079	0.0000	-0.0099	-0.5263	0.5989	-0.0069	-0.3785	0.7052
DIVR	0.0024	1.6283	0.1039	0.0010	0.6582	0.5106	0.0012	0.8005	0.4237
MOWER	-0.0001	-1.3955	0.1633	-0.0004	-3.7961	0.0002	0.0001	0.6055	0.5450
MOWNER ×DIVR	-0.0000	-1.0574	0.2907	-0.0000	-1.0020	0.3167	-0.0001	-1.3537	0.1763
LNSIZE	-0.0051	-5.5226	0.0000	0.0011	1.1290	0.2593	0.0000	0.0089	0.9929
ROA	-0.0084	-1.2726	0.2036	-0.0053	-0.7933	0.4279	-0.0179	-2.7642	0.0059
LEVERAGE	-0.0044	-0.6691	0.5037	-0.0113	-1.7124	0.0873	0.0018	0.2750	0.7834
수정R ²	0.0606			0.0270			0.0114		
F	7.6077			5.5910			2.2610		

주1) 표본수는 657개임.

주2) 변수설명

ABRTN : 사건일 당일의 비정상수익률(과세추진일인 2006년 1월 17일, 1월 18일과 과세철회일인 1월 19일 각각의 비정상수익률, 동일가중지수 조정모형에 의해 추정됨)

MOWNER : 소액개인주주 지분율

DIVR : 배당수익률

MOWNER × *DIVR* : 소액개인주주 지분율과 배당수익률과의 상호작용 변수

LNSIZE : 직전기말 자산총액의 자연로그

LEVERAGE : 직전기말 총자산대비 부채비율

ROA : 직전기말 총자산이익률

가설 2를 검증하기 위해 <표 8>에서는 보통주 발행기업의 한계투자자가 개인주주일 가능성을 나타내는 직전기말 소액개인주주지분율과 배당수익률이 과세추진일과 철회일의 보통주 주식 수익률에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 배당수익률과 소액개인주주 지분율, 그리고 배당수익률과 소액개인주주지분율의 상호작용변수를 독립변수로 하고, 종속변수를 사건일의 보통주 비정상수익률로 하는 회귀분석을 시행하였다.

분석결과 <표 8>의 소액개인주주지분율의 회귀계수의 t검정은 양측검정에 의한 경우 1월 18일만 기대방향과 일치하는 유의한 결과를 보이고 있다. 그러나 가설의 방향이 음의 방향으로 지정되어 있는 경우 단측검정으로 가설을 검정할 수 있다. 단측검정으로는 1월 17일의 경우도

10% 수준에서 유의한 음의 방향을 나타내고 있다. 즉, 소액개인주주지분을 변수의 경우 단측검정에 의한 경우 과세추진일의 경우에는 가설과 부합하는 유의한 결과를 보여준다. 그러나 배당수익률 크기를 감안한 상호작용효과의 경우에는 여전히 유의하지 않은 결과를 보인다.

그러나 과세철회일의 경우 소액개인주주지분비율의 회귀계수는 양의 값을 나타내긴 하였지만 단측검정의 경우에도 유의한 양의 값을 보이지 않았다. 또한 배당수익률과 소액개인주주지분비율의 상호작용변수는 과세추진일, 과세철회일 모두 유의한 값을 나타내지 않았으며 부호도 가설방향에 부합하여 일관성있게 나타나고 있지 않다. 따라서, 전체적으로 <표 8>의 분석결과는 가설 2를 지지하는 일관성있는 실증적인 증거를 제시하지 못하고 있다.

세금고객효과를 매수 및 매도거래량 측면에서 분석해보기 위해 표본기업을 배당수익률에 따라 저배당집단, 중배당집단, 고배당집단으로 구분하고, 각각의 개인주주들의 비정상 순매수거래량의 집단별 평균과 중위수를 분석한 결과는 <표 9>와 같다.

<표 9> 상장주식 자본이득과세 추진일과 철회일의 배당수익률 크기별 개인주주들의 비정상 순매수거래량

구 분	비정상 순매수거래량	과세추진일		과세철회일
		1월 17일	1월 18일	1월 19일
저배당집단 (n=212) [배당수익률(0%~0.7%)]	평균	0.006	0.047	0.024
	중위수	0.001	0.008	0.000
중배당집단 (n=218) [배당수익률(0.7%~2.6%)]	평균	-0.014	-0.014	0.035
	중위수	-0.001	-0.014	0.001
고배당집단 (n=218) [배당수익률(2.6%~21.37%)]	평균	-0.001	0.004	0.016
	중위수	0.001	-0.001	0.000

주1) 비정상 순매수 거래량=(사건일의 순매수거래량/총 발행주식수)

-30 거래일간의 평균 총 발행주식수 대비 순매수 거래량

상장주식 자본이득세 과세추진은 동 과세제도 변경의 한계투자자인 소액개인주주 입장에서 자본이득 비중이 클 것으로 예상되는 주식을 보유함으로써 인한 조세비용 부담이 늘어나는 것을 나타내는 정보이다. 따라서 과세추진뉴스를 접한 소액개인주주들은 보유주식 포트폴리오를 조정할 것으로 예상된다. 즉, 소액개인주주들은 보유함으로써 얻을 수 있는 경제적 효익이 배당수익보다는 자본차익 비중이 더 클 것으로 예상되는 저배당주식을 매각하고, 고배당 주식을 매입할 것이다.

또한, 과세철회일의 경우 반대로 자본이득 비중이 클 것으로 예상되는 주식보유에 따른 조세비용 부담이 없어졌기 때문에 소액개인주주들은 자본차익 비중이 클 것으로 예상되는 저배당 주식을 매입하고 고배당주식을 매각할 것이다.

그러나 <표 9>의 분석결과는 과세추진일과 과세철회일 모두 개인주주들의 매수, 매도 거래량이 예측방향과 일치하게 나타나지 않았다. 예상대로라면 과세추진일인 1월 17일과 1월 18일에는 개인주주들의 비정상순매수거래량이 배당이 작은 집단일수록 작게 나타나야 할 것이다. 그러나 분석결과 중배당 집단(배당수익률 0.7%~2.6%)에서는 음의 비정상순매수거래량을 보였으나 고배당 집단과 저배당 집단에서는 오히려 양의 비정상순매수거래량을 보여서 상장주식 자본이득 과세추진에 따른 세금고객효과가 나타나지 않았다.

과세철회일의 경우에도 배당수익률 크기와 개인주주들의 비정상순매수거래량은 일관성있는 관련성을 보이고 있지 않다. 중배당집단의 비정상순매수거래량이 가장 크게 나타나고, 저배당 및 고배당집단의 경우 상대적으로 비정상순매수거래량이 작게 나타난다.

결과적으로 <표 8>과 <표 9>의 분석결과는 본 연구의 세금고객효과 관련 가설인 가설2와 가설3을 지지하는 실증분석결과를 보여주고 있지 못하다. 이는 다음과 같은 이유에서 나타나는 현상이라고 생각된다.

첫째, <표 8>과 <표 9>의 분석에서 사용된 한계투자자 대응변수의 측정오차 문제이다. <표 8>에서는 소액개인주주 지분비율을, <표 9>에서는 개인주주 거래량을 한계투자자 대응변수로 보았다. 개인주주들의 경우 각각의 한계세율이 모두 다르고 특히 대주주이며 동시에 개인주주인 경우는 이미 상장주식 자본차익의 과세가 이루어지고 있기 때문에 한계투자자가 될 수 없다. 즉, 세금고객효과의 정확한 관찰을 위해서는 관련 세금효과 변동에 대한 한계투자자를 명확히 측정하는 것이 필요하지만 본 연구에서는 주식시장 관련 데이터의 한계로 말미암아 한계투자자를 정확히 구분하지 못한 한계가 있다.

둘째, 개인투자자들의 경우 기관투자자나 법인 투자자와 비교할 때 정보파악 및 분석능력의 한계로 말미암아 세금효과에 대한 정확한 예측을 통한 정교한 반응(sophisticate response)을 보여주지 못하였을 가능성이 있다. 실제로 1월 17일과 1월 18일의 전체적인 주가는 큰 하락세를 보였으며, 가설1에서 검증한 바와 같이 배당수익률이 낮은 기업, 즉 기대 자본차익의 비중이 큰 기업일수록 주가하락폭이 컸으나 <표 9>에서 보는 바와 같이 개인주주들의 매수·매도패턴은 일관성이 없었다.²⁰⁾ 이는 기관투자자나 법인투자자가 개인투자자에 비해 자본차익의 크기에 따른 세금효과를 보다 정확히 분석하고 이에 대한 반응을 하였다는 의미로 해석될 수 있다.

20) 거래량을 통한 세금고객효과 분석방법은 최원욱외 2인(2006)에서도 시행된 바 있으나, 그들의 연구에서도 세금고객효과는 명확하게 나타나지 않았다. 그들은 수입배당금 익금불산입 제도시행에 따른 세금고객효과를 일반법인주주의 매수거래량을 통해 분석하였으나 유의한 결과를 얻지 못하였다. 수입배당금 익금불산입 제도 시행으로 인해 배당수익률이 높은 기업의 일반법인 주주들의 세후배당소득이 늘어나게 되었다는 정보는 일반법인 주주들에게 1차적인 호재임에는 틀림없지만 일반법인 주주들의 매수를 기대하는 기타의 주주들에게도 호재라고 볼 수 있다. 따라서 그들은 수입배당금 익금불산입 제도 시행으로 인해 일반법인 주주들의 매수를 기대하며 기타의 주주들이 배당수익률이 높은 주식을 매수하였으며 이로 인해 전반적인 거래량과 주식수익률 상승이 이루어졌을 것으로 해석하였다.

VI. 결 론

우리나라에서 소액주주의 상장주식 자본이득과세 도입문제는 찬반론자간에 첨예하게 대립되어 왔다. 찬성론자는 소득이 있는 곳에 과세한다는 조세의 공정성과 세원확대의 차원에서 주장하고 있고 반대론자들은 우리나라 자본시장의 낙후성으로 인해 자본이득세의 도입은 주식수익률의 하락을 가져오고 개인주주의 시장이탈을 가져올 것이라고 주장하고 있다.

투자자 단계의 세금이 주식가치와 관련성이 있는지에 대한 논의는 오랫동안 많은 연구들을 통해 진행되어 왔다. 최근 여러 연구에서 자본이득세를 비롯한 투자자 단계의 세금이 주식가치를 결정하는 중요한 요인이라는 실증결과가 제시되고 있다. 즉 주식가격은 투자자에 귀속되는 세후 수익률, 자본이득 및 배당소득에 대한 과세처리변경 그리고 납세자 속성에 따라 달라질 수 있다는 것이다.

이와 같이 자본이득세 도입 또는 변경은 투자자 행태의 변경을 가져와 주식가치에 영향을 주고 이는 결국 기업의 자본조달에도 영향을 준다. 따라서 2006년 1월에 발생한 소액주주 자본이득세 도입추진이 자본시장에 어떠한 영향을 주었는지 살펴보는 것은 기존 자본이득세 관련 연구 성과를 확장시키는 것 뿐 만 아니라 세제당국의 향후 조세정책추진에도 중요한 시사점을 제공한다.

본 연구는 2006년 1월 정부의 소액주주 상장주식에 대한 자본이득과세의 추진과 철회에 따른 미래 자본이득세의 자본화 효과가 존재하였는지 여부와 한계투자자인 소액개인투자자가 주가변동에 어떤 영향을 미쳤는지를 검증하였다. 본 연구의 연구방법론은 Lang and Shackelford(2000)의 사건연구모형을 준용하여 이루어졌으며, 추가적으로 소액개인주주지분비율과 사건일의 주식수익률과의 관계, 사건일의 개인주주 비정상 순매수거래량과 배당수익률과의 관계 분석을 통해 세금고객효과가 나타났는지를 분석하였다.

분석결과 상장주식 자본이득과세 추진일인 1월 17일과 18일에는 주식수익률이 하락하였으며, 배당수익률이 낮을수록 주식의 하락폭이 유의하게 크게 나타남을 발견하였다. 또한, 자본이득세 과세 철회일인 1월 19일에는 과세불확실성의 해소로 인해 주식수익률이 상승하였으며 배당수익률이 낮은 주식의 상승폭이 더 크게 나타남을 발견하였으나 통계적으로 유의한 수준은 아니었다.

Lang and Shackelford(2000)등 선행연구들은 자본이득세의 변경시 한계투자자는 그 효과를 받는 개인투자자일 것이라고 예측하였으나 명시적으로 이를 검증하지는 못하였다. 따라서 본 연구에서는 한계투자자로 예상되는 소액개인주주 지분율과 주식수익률과의 관련성, 그리고 개인주주들의 비정상순매수거래량을 분석함으로써 세금고객효과를 분석하고자 하였다.

소액개인주주지분율과 주식수익률과의 관련성을 분석한 결과 과세추진일에는 소액개인주주 지분율과 주식수익률과의 유의한 음의 관련성을 관찰할 수 있었으나, 과세철회일의 경우 유의하

지 않았고, 배당수익률과 소액개인주주지분율과의 상호작용효과는 유의하지 않게 나타났다. 그리고 개인주주들의 비정상순매수거래량과 배당수익률은 연관성이 없는 것으로 나타나서 전체적으로 세금고객효과에 대한 일관성있는 실증적 증거는 포착되지 않았다.

2006년 1월 17일부터 1월 19일까지의 자본이득세 과세 도입 및 철회 논의가 주시가격에 미치는 영향을 분석한 결과 Lang and Shackelford(1998)에서 제시된 두 가지 가설, 즉 자본화 가설과 동결효과 가설 중 자본화 가설이 지지되는 것으로 나타났다. 즉, 자본이득세의 도입은 미래 현금흐름에서 자본이득세가 유출될 것이 감안되어 주시가격의 하락을 가져온다는 것이다.

그러나 본 연구는 자본이득세가 시행된 시점에서 실증분석을 시행한 것이 아니며, 따라서 연구결과의 해석에 주의를 요한다. 2006년 1월 17일과 1월 18일의 자본이득세 과세도입논의가 발표되었을 때, 주식매수자들이 자본이득세의 과세 가능성으로 인하여 주식보유로 인한 미래 기대 현금흐름의 감소를 예상하였을 따름이며, 실제로 주식보유자들이 자본이득세를 부담한 것은 아니기 때문이다. 동결효과 가설이 주장하는 대로 우리나라 주식시장에 자본이득세가 실제 도입되는 시점에서는 자본이득세가 주식 매도가격에 반영되어 주시가격이 상승할 가능성도 배제할 수 없다.

본 연구의 특징은 다음과 같다. 첫째, 국내의 상장주식 자본이득 과세효과에 대해 사건연구방식의 실증분석을 최초로 시도하였다. 문헌검토 결과 본 연구 이외에 국내 거래소 상장주식 자본이득 과세제도로 인한 자본이득세의 자본화 효과를 실증 분석한 연구는 찾을 수 없었다.

둘째, 본 연구는 상장주식 자본이득세와 세금고객효과와의 관계를 분석하였다. 상장주식 자본이득에 대한 과세추진으로 인해 세금이 늘어날 수 있는 한계투자자와 그렇지 않은 비한계투자자가 구별되며 본 연구의 사건일은 이러한 자본이득세의 자본화 효과와 세금고객효과와의 관련성을 검증할 수 있는 적절한 연구환경을 제공하였다. 그러나 자료의 한계와 변수의 측정오차의 문제점, 그리고 개인주주들과 비개인주주들의 세금효과 분석능력의 차이 등으로 말미암아 세금고객효과를 포착해낼 수는 없었다.

본 연구의 추가적 확장분야로는 자본이득세 과세가 주시가격에 반영되는 정도에 대한 계량적 추계, 법인세 이중과세 문제를 해결하기 위한 여러 가지 조세규정의 검토추진이 자본시장에서의 주식 가치에 어떠한 영향을 미쳤는지를 검토하는 것 등을 생각할 수 있다.

참고문헌

- 심호석 · 홍순복. 1997. “자본시장의 자본이득과세에 관한 실증적 연구”, 세무학연구 10호 : 71 - 96.
- 이한득. 2001. “배당정책이 중요하다”, LG주간경제 606호 : 9 - 13, LG경제연구원
- 전병목 · 이승식. 2006. 주요국의 금융소득과세제도, 세법연구 06 - 07, 한국조세연구원
- 최원옥 · 윤태화 · 이영한. 2005. “수입배당금 익금불산입 제도 시행에 따른 암묵적 조세와 납세자 속성에 대한 연구”. 회계학연구 3호 제30권
- 허성관 · 홍순복. 1997. “주식양도차익 과세가 주식매매에 미치는 영향”, 세무학연구 9호 : 39 - 66.
- 황규영 · 서정우. 2004. “주주단계의 세금이 주가가치평가에 미치는 영향”, 회계학연구 29권 1호 : 57 - 87.
- Ayers, B., C. Cloyd and J. Robinson. 2002. The Effect of Shareholder - Level Dividend Taxes on Stock Prices : Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993. *The Accounting Review* 77(October) : 933 - 947
- Ayers, B., Lefanowicz C., Robinson, J., 2003, Shareholder taxes in acquisition premiums : The effect of capital gains taxation, *Journal of Finance* 58 : 2785 - 2803.
- Collins, J., Kemsley, D. 2000. Capital gains and dividend capitalization in firm valuation : evidence of triple taxation. *The Accounting Review* 75 : 405 - 427.
- Dai, Z., E. Maydew., D. Shackelford. and H. Zhang. 2006. Capital Gains Taxes and Asset Prices : Capitalization or Lock - in?. Working paper, University of Texas at Dallas, TX.
- Ellis, K., O. Li, and J. Robinson, 2006, Capital gains taxes and IPO under - pricing, working paper, University of California, Davis, University of Notre Dame, and University of Texas at Austin.
- Erickson, M., Maydew, E. 1998. Implicit taxes in high dividend yield stocks. *The Accounting Review* 73(4) : 435 - 458.
- Feldstein, M., J. Slemrod, and S. Yitzhaki, 1980, The effects of taxation on the selling of corporate stock and the realization of capital gains, *Quarterly Journal of Economics* 94 : 777 - 791.
- Guenther, D., and M. Willenborg, 1999, Capital gains tax rates and the cost of capital for small business : Evidence from the IPO market, *Journal of Financial Economics* 53 : 385 - 408.
- Harris, T., D. Kemsley. 1999. Dividend taxation in firm valuation : new evidence. *Journal of Accounting Research* 37(2) : 275 - 291.
- Jin, L., 2006, Capital gain tax overhang and price pressure, *Journal of Finance* 61, 1399 - 1431.
- Landsman, W., and D. Shackelford, 1995, The lock - in effect of capital gains taxes : Evidence from the RJR Nabisco leverage buyout, *National Tax Journal* 48 : 245 - 259
- Lang, M., and D. A. Shackelford. 2000. Capitalization of capital gains taxes : Evidence from stock price reactions to the 1997 rate reduction. *Journal of Public Economics* 76 (April) : 69 - 85.
- Klein, P., 2001, The capital gain lock - in effect and long horizon return reversal, *Journal of*

Financial Economics 59 : 33 – 62.

Poterba, J., and S. Weisbenner, 2001, Capital gains tax rules, tax – loss trading, and turn – of – the – year returns, *Journal of Finance* 56 : 353 – 368.

Shackelford, D., and T. Shevlin. 2001. Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 (September) : 321 – 387.

White, H., 1980. A Heteroscedasticity – Consistent Covariance Matrix Estimator and a Direct Test for Heteroscedasticity, *Econometrica* : 817 – 838

Capital Market Reaction to Anticipated Minority Shareholder's Capital Gains Taxation

Lee Young-han* · Lee Tae-kyu**

— <Abstract> —

We analyze tax capitalization effect on policy announcement and withdrawal of listed companies' capital gain taxation for minority shareholder. Additionally we test tax clientele effect of stock price and trading volume by individual investor as marginal investor.

According to our results, the stock price response in capital gain taxation announcement day (Jan. 17/18, 2006) shows negative sign and the interaction variables' coefficient between event day dummy variable and dividend yield variable in our test model shows negative sign. But the stock price response in capital gain taxation withdrawal day (Jan. 19, 2006) was not significant and positive sign. It is partially supportive evidence for tax capitalization effect in capital gain taxation for minority shareholder. But the output for tax clientele effect was not significant and inconsistent.

This study implements the first empirical test for listed companies' capital gain taxation by event study methodology in Korean capital market. But this result must be interpreted carefully because we couldn't do empirical study when actual capital gain taxation is implemented. Because when the announcement happened, the stock purchaser just expect the decrease of future after tax cash flow in the stock by the possibility of capital gain taxation. They actually were not burdened with the capital gain tax.

<Key words> Capital gain tax, Tax capitalization effect

* Associate Professor, Department of Science in Taxation. University of Seoul, leeyh7@uos.ac.kr, 2210-5734, First Author

** Senior Researcher, The Korean Institute of Certified Public Accountant, hadyjung@naver.com, 010-9934-3749, Corresponding Author