

배당소득 증대세제가 주식 시장에 미치는 영향

유재봉* · 전병욱**

<요 약>

정부는 침체된 국내 경기를 활성화하기 위해 2014년 8월에 가계소득 증대세제 3대 패키지를 한 시적으로 도입하였다. 동 3대 패키지는 근로소득 증대세제, 배당소득 증대세제 및 기업소득 환류세 제로 구성되어 있는데, 이들 중 배당소득 증대세제는 고배당기업에 해당되는 경우 개인주주에게 배당소득의 원천징수세율을 인하하고, 금융소득종합과세 대상자에게는 선택적 분리과세 또는 세액 공제를 허용하는 것을 주된 내용으로 하고 있다.

본 연구는 이러한 배당소득 증대세제의 효과성을 확인하기 위해 적용대상인 고배당기업의 주식에 대한 투자자들의 수요가 유의적으로 증가했는지의 여부를 세법개정안 발표일, 배당금 지급 여부 및 금액이 확정되는 결산확정일 등을 사건일로 하여 개인주주 지분율, 배당금 지급 정도 등 기업별 특성을 기준으로 유형별로 구분하여 주가수익률의 차이를 비교하는 사건 연구의 방법으로 분석하였다. 실증분석 결과, 먼저 배당소득 증대세제가 포함된 2014년 세법개정안 발표일에 배당 기업들은 전체적으로 유의적인 부정적 주가반응이 나타났고, 특히 개인주주 지분율이 높은 기업에서 더욱 강한 부정적 주가반응이 나타났는데, 이는 당시 세법개정안에 포함된 연금소득 과세개선 등으로 인해 배당소득 증대세제의 조세혜택이 다른 금융상품에 비해 상대적으로 작았기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 다음으로 2014년과 2015년 결산확정일의 경우에는 배당금 지급 기업들의 주가가 전체적으로 유의적인 긍정적 반응을 나타냈고, 이러한 긍정적 주가반응이 개인주주 지분율에 의한 기업 구분 및 호의적 또는 부정적 사건의 해당 여부에 따른 구분과는 대체적으로 무관한 것으로 나타났다. 이러한 주가반응의 비유의적 차이는 상장기업의 배당금이 소수의 일부 대주주 등에게 집중됨에 따라 대다수 소액투자자들이 배당소득 증대세제의 개편 내용에 무관심하게 됨에 따라 나타난 결과로 해석할 수 있다.

〈주제어〉 배당소득 증대세제, 고배당기업, 평균비정상수익률, 누적비정상수익률

* 서울시립대학교 세무전문대학원 박사과정, 공인회계사, youjb73@gmail.com, 주저자

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

논문접수일 2017년 7월 19일 1차수정일 2017년 10월 5일 2차수정일 2017년 10월 28일 게재확정일 2017년 11월 2일

I. 서 론

최근 주식시장에서는 “배당투자”가 매우 익숙한 개념으로 통용되고 있는데, 일반 개인 소액투자자들도 배당투자를 빈번하게 이용하는 등 투자의 한 유형으로 자리를 잡고 있다. 예를 들어, 일반 상장기업 주식 외에도 고배당 종목에만 투자하는 주식형 ETF(Exchange Traded Fund : 상장지수펀드)의 인기가 지속되는 것을 보았을 때 주식시장에서의 배당투자 추세는 계속해서 지속될 것으로 예상할 수 있다.¹⁾

이러한 투자패턴은 저금리 기조 지속, 경기 침체에 따른 사업소득 및 근로소득 감소와 더불어 고령화 추세 하의 연금소득 감소 우려 등으로 인하여 나타난 것일 수 있다. 따라서, 만일 기업들이 과거 고성장 시대의 투자 확대 일변도의 경영 정책에서 벗어나 기업 내 유보금에 대하여 적정 수준 이상으로 배당을 확대할 경우에는 배당투자 등과 같은 안정적인 배당수익 목적의 투자 방식 확대에 커다란 기여를 하게 될 것이고, 소득의 선순환 구조를 통해 국내 경제를 활성화시킬 수 있는 하나의 대안이 될 것이다.

이에 정부는 침체된 국내 경기를 활성화하기 위해 2014년 8월에 가계소득 증대세제 3대 패키지를 3년간 한시적으로 도입하였다. 가계소득 증대세제 3대 패키지는 근로소득 증대세제, 배당소득 증대세제 및 기업소득 환류세제로 구성되어 있다. 근로소득 증대세제는 이전 3년 평균보다 더 큰 폭으로 임금을 인상할 경우 10%의 세액공제를 해주는 것이 주된 내용이고, 기업소득 환류세제는 기업이 유보금을 투자, 임금 증가분 또는 배당 재원에 일정 부분 사용하지 않을 경우 추가적으로 과세함으로써 기업이 이익을 적극적으로 사외에 유출하도록 유도하는 것이 주된 내용이다. 배당소득 증대세제는 상장기업의 배당성향과 배당수익률이 각각 고시된 시장평균의 120% 이상이고, 총배당금액 증가율이 10% 이상에 해당되는 것 등과 같이 조세특례제한법(이하 “조특법”) 제104조의27의 요건을 충족하는 경우 개인주주는 배당소득의 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하고, 금융소득종합과세 대상자는 선택적으로 25% 세율의 분리과세를 허용하는(2017년부터는 선택적으로 5%의 세액공제를 허용하는) 조세특례이다. 일반적으로, 배당소득에 대한 세금부담이 낮아지면 주주의 세후 미래 현금흐름을 증가시켜 주가의 상승요인으로 작용할 가능성이 높다고 할 수 있고, 이로 인해서 주가수익률이 증가할 것으로 예상할 수 있다.

따라서, 본 연구는 가계소득 증대세제 3대 패키지 중에서 주식 시장 등을 통해서 직접적으로 효과성을 검증하기가 비교적 용이한 배당소득 증대세제에 대해서 배당금 지급액 및 주주 구분

1) 2016.9.13.자 이코노믹 리뷰 기사(시즌을 초월한 인기...배당주-배당주펀드-고배당ETF) 및 2017.3.6.자 서울경제 기사(글로벌 배당 ETF, 美·유럽이 매력 크다) 등에 의하면 최근의 배당주 투자양상이 연말 주가상승을 기대하거나 배당금을 받기 위한 연말시즌 투자상품만이 아니고 저금리 시대의 안정수익형 투자상품으로 투자자의 인식이 바뀌고 있고, 국내 및 글로벌 고배당 ETF의 투자도 이와 마찬가지로 인기가 있다고 설명하였다.

자료 등을 이용해서 시행 효과를 분석하였다.

한국예탁결제원에 접수된 2015년 12월 결산법인의 고배당기업 명세서에 의하면 배당을 지급한 주권상장법인 973개 중 222개가 고배당기업인 것으로 확인되었다. 시장별로 구분하면 코스피 시장(KOSPI) 상장기업은 106개, 코스닥 시장(KOSDAQ) 상장기업은 111개, 코넥스 시장(KONEX) 상장기업 등 기타법인은 5개이다.

한국예탁결제원의 실질주주²⁾ 배당금 현황자료에 의하면 2015년 12월말 결산법인 중 배당금 지급법인의 총 배당금 지급액은 약 19조4,593억원으로 전년에 비해 약 4조원(26.2%) 증가했고, 주식 시장이 크게 상승하지 않았던 2015년의 횡보 장세를 감안하면 배당금 지급액이 전년 대비 크게 증가한 것으로 볼 수 있다.

총 배당금 증가액 중 고배당기업 해당분이 약 3조3,000억원으로 83%를 차지해서 고배당기업이 2015년의 배당금 증가 추세를 주도한 것을 확인할 수 있다. 구체적으로, 2015년에 고배당기업이 지급한 총 배당금은 전년에 비해 약 84% 증가한 반면 나머지 기업(이하 편의상 “저배당기업”)의 경우에는 약 6%의 증가에 그쳤다. 따라서, 배당소득 증대세제가 기업들의 배당금 지급액의 증가에 큰 영향을 미친 것으로 추정할 수 있다.

그러나, 이와 반대로 배당소득 증대세제를 포함한 가계소득 증대세제 3대 패키지의 실효성이 없다는 비판이³⁾ 지속적으로 제기되었고, 정부는 이러한 비판을 반영해서 해당 세제의 세부적 내용을 개정하였다. 구체적으로, 배당소득 증대세제의 경우 2016년말의 세법 개정을 통해 고소득자에게 조세혜택이 집중되는 것을 방지하기 위해 금융소득 종합과세 대상자에 대해서는 세율 인하 대신 세액공제를 적용하였다.

2) 실질주주란 주식 발행회사의 주주명부에는 기재되어 있지 않지만 주식에 대한 실질적인 소유권이 있는 주주를 말한다. 예탁결제제도에서 실질주주란 예탁자(증권회사 등)를 통하여 한국예탁결제원에 예탁되어 있는 주권의 실제 소유자를 말하며 자본시장법에서는 이를 “예탁주권의 공유자”로 정의하고 있다. 즉, 실질주주는 증권회사 계좌를 통하여 주식을 보유하고 있는 주주로서 주식을 실품으로 보유하고 있는 명부주주와 대비되는 증권예탁 결제제도상의 개념이다. 한국예탁결제원의 자료에 의하면 2015년 12월말 현재 상장기업의 총주식수에서 실질주주 주식수가 차지하는 비율은 약 95%이다(코스닥 상장기업으로 한정할 경우에는 약 98%). 따라서, 실질주주 자료를 이용한 본 연구의 실증분석은 공시된 명부주주의 지분을 자료를 바탕으로 이루어지는 세무회계 분야의 대부분의 실증연구와 분석대상 자료의 정확성 측면에서 차별성이 있다고 할 수 있다.

3) 정부가 기업에 쌓인 돈(사내 유보금)을 가계로 흐르게 한다며 도입한 ‘기업소득 환류세제’ 시행 결과 회사가 주주 배당에 쓴 돈이 근로자 임금증가로 돌아간 몫보다 7배 가량 많았던 것으로 나타났다. ... 이만우 고려대 경영학과 교수는 “처음부터 기업의 사내 유보금 해석을 잘못해서 법인이 이익을 뺏아서 억지로 배당을 하거나 투자를 하게 몰아붙였다. 배당보다는 회사가 성장해서 주가가 올라야 주주가 이익을 보는데 기업의 장기투자 사이클은 전혀 고려하지 않은 것”이라며, “세금 낸 기업은 억울하고, 빠져나간 기업은 돈을 경제에 도움이 안되는 방향으로 썼다. 실패한 정책이므로 당연히 폐지해야 한다고 본다”고 했다(2016.7.28.자 이데일리 기사[세법개정안] 가계소득 늘린다더니 배당만 듬뿍...‘기업소득 환류세’ 뒷북 손질)에서 인용).

이와 같이 배당소득 증대세제의 시행 효과에 대한 상반된 주장이 제기되는 상황에서 본 연구는 구체적인 실증분석을 통해 동(同)세제의 효과성을 확인하였다. 즉, 주요 사건일들의 주식시장 반응을 통해 고배당기업 주식 보유자들의 배당소득 증대세제 정책에 대한 반응을 확인함으로써 시행 효과를 간접적으로 확인한 것이다.

다양한 사건일들 중에서 첫 번째는 배당소득 증대세제가 포함된 세법개정안의 발표일인 2014.8.6.로 과거의 배당실적을 바탕으로 고배당기업으로 구분되어 조세혜택이 예상되는 기업과 나머지 기업을 구분하여 주식시장의 누적비정상수익률을 비교해서 그 시행효과를 분석하였다. 구체적으로, 고배당기업 여부의 구분과 함께 배당소득 증대세제의 조세혜택 대상인 개인 주주의 지분율을 기준으로 가장 높은 4분위 기업과 가장 낮은 1분위 기업의 누적비정상수익률을 비교하는 방식으로 동(同)시행효과를 분석했는데, 이러한 분석방법은 이후의 나머지 사건일들에 대해서도 마찬가지로 적용한다.

두 번째 사건일은 2014년의 배당금 지급액이 결정되는 결산확정일로 역시 과거와 2014년의 배당실적을 바탕으로 한 고배당기업 예상의 구분과 함께 개인 주주의 지분율을 기준으로 분석 대상 기업들을 분류하였다. 단, 결산확정일이 사건일인 경우에는 단순한 고배당기업의 해당 여부 대신 직전 사건일을 기준으로 한 고배당기업의 구분 예상과 해당 사건일을 기준으로 한 고배당기업의 구분 결과에 따른 호의적 사건(고배당기업으로 예상되지 않았던 기업이 실제로는 고배당기업으로 구분되는 경우) 및 부정적 사건(고배당기업으로 예상된 기업이 실제로는 고배당기업으로 구분되지 않는 경우)의 해당 여부에 따른 기업 구분을 적용하였다.

마지막으로 세 번째 사건일은 배당소득 증대세제가 실제로 적용되는 2015년의 결산확정일로 분석대상 기업의 구체적 구분은 두 번째 사건일과 동일하되, 두 번째 사건일의 기업 구분이 동(同)세제 적용 이전의 고배당기업 해당 여부의 예상 결과를 바탕으로 한 것인 반면 세 번째 사건일의 기업 구분은 고배당기업 해당 여부에 대한 실제 시행결과를 바탕으로 한 것인 점에서 차이가 있다.

본 연구의 실증분석을 위해 개별 상장기업의 배당금 지급액 관련 세부 자료와 함께 구분된 주주별 주식수 등과 관련해서 한국예탁결제원의 실질주주 자료를 사용하였다. 또한, 분석대상 표본은 2013년부터 2015년까지 계속해서 배당금을 지급한 상장기업으로 선정하되, 배당금 지급액에 영향을 미칠 수 있는 기업소득 환류세제의 적용대상 기업은 제외해서 결과적으로 573개 기업이 최종 표본으로 선정되었다.

본 연구의 실증분석 결과 첫 번째 사건일인 2014년의 세법개정안 발표일에 배당금 지급 기업들은 전체적으로 유의적인 부정적 주가반응이 나타났고, 특히 개인주주 지분율이 높은 기업에서 더욱 강한 부정적 주가반응이 나타났는데, 이것은 당시 세법개정안에 포함된 연금소득 과세개선 등으로 인해 배당소득 증대세제의 조세혜택이 다른 금융상품에 비해 상대적으로 작았기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

두 번째와 세 번째 사건일인 2014년과 2015년의 결산확정일의 경우에는 배당금 지급 기업들의 주가가 전체적으로 유의적인 긍정적 반응을 나타냈고, 이러한 긍정적 주가반응이 개인주주의 지분율에 의한 기업 구분 및 호의적 또는 부정적 사건의 해당 여부에 따른 구분과는 대체적으로 무관한 것으로 나타났다. 또한, 이러한 실증분석 결과가 결산확정일 이전에 개별 기업의 이사회 결의 내용을 바탕으로 한 고배당기업 해당 여부의 예상이 주식시장에 미리 알려져서 이미 주가에 반영되었을 가능성(강형 효율적 시장가설)을 고려해서 배당금 지급 결정 이사회 결의일을 사건일로 해서 추가적 분석을 시행했지만 이 경우에도 기업 구분에 따른 주가반응의 유의적 차이는 확인할 수 없었다. 단, 이러한 주가반응의 비유의적 차이는 상장기업의 배당금이 소수의 일부 대주주 등에게 집중됨에 따라 대다수 소액투자자들이 배당소득 증대세제의 개편 내용에 무관심하게 됨에 따라 나타난 결과로 해석할 가능성은 추정할 수 있다.

본 연구는 이상과 같은 방식으로 현행 배당소득 증대세제의 효과성을 동(同)세제의 구체적 내용에 따른 기업 구분을 바탕으로 한 자본시장의 반응을 통해 확인하고, 이를 통해 장래의 제도 개편에 참고할 수 있는 정책적 시사점을 제공했다는 점에서 공헌점이 있다고 할 수 있다.

본 연구의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 배당소득 증대세제 제도의 분석 및 선행 연구에 대해 기술했고, 제Ⅲ장에서는 연구가설, 연구모형 및 연구표본에 대해 기술했으며, 제Ⅳ장과 제Ⅴ장에서는 실증분석 결과와 강건성 분석 결과를 제시하였다. 제Ⅵ장에서는 연구의 요약과 결론을 제시하였다.

Ⅱ. 제도의 분석 및 선행연구

1. 배당소득 증대세제

정부는 고용, 임금 및 가처분소득의 둔화로 인한 우리 경제의 근간인 가계의 어려움을 덜어주기 위해 2014년 8월에 내수진작 등을 통한 경제활성화의 목적으로 가계소득 증대세제 3대 패키지를 도입하였다. 이러한 3대 패키지 중 배당소득 증대세제는 기업의 배당을 확대하여 가계소득과 민간소비를 확대시키고, 이를 통하여 기업의 수익성 개선 및 투자 확대로 이어지는 선순환 구조를 유도하는데 그 목적이 있다. 특히 기업들이 적정 수준으로 배당을 확대할 경우에는 저금리 기조로 인해 마땅한 투자처를 찾지 못하고 있는 투자자들에게 안정적인 배당수익을 얻을 수 있는 투자 기회를 제공할 수 있다.

배당소득 증대세제는 상장기업이 조특법 제104조의27의 요건을 충족하는 경우 개인주주의 배당소득 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하고, 금융소득종합과세 대상자는 선택적으로 25% 세율의 분리과세를 허용하는(2017년부터는 선택적으로 5%의 세액공제를 허용하는) 조세

특례로, 2015년 과세기간 귀속 결산배당분부터⁴⁾ 적용하고 2017년 귀속 결산배당분까지 3년간 한시적으로 적용된다. 동(同)제도로 인하여 금융소득종합과세 대상이 아닌 개인주주의 경우에는 세금부담이 35.7% 감소하고⁵⁾, 금융소득종합과세 대상자의 경우에는 2016년까지는 세금부담이 최대 19.8% 감소하고⁶⁾ 2017년 이후에는 세금부담이 5% 감소하게 된다.⁷⁾

정부가 배당소득 증대세제를 신설한 주요 이유는 고배당을 유도하기 위한 과세특례를 마련해서 배당을 선호하는 투자자금이 기업에 유입되도록 함으로써 기업의 자본조달비용을 낮춰서 안정적 성장을 지원하기 위한 것이다. 또한, 우리나라의 배당성향을⁸⁾ 국제 수준에 근접시켜 투자자들에게 주식시장의 투자 가치를 높여 줌으로써 주가 상승으로 인한 소득 증대 등을 통해 가계의 소비여력을 더욱 증대시키기 위한 것이다.

배당소득 증대세제의 적용대상인 고배당기업은 자본시장법에 따른 주권상장법인으로서⁹⁾ 다음의 두 가지 유형별 요건 중 하나를 충족한 기업을 말한다.

첫 번째 유형은 배당성향과¹⁰⁾ 배당수익률이¹¹⁾ 각각 조특법 제104조의24 제7항에 따라 고시된 시장평균 배당성향 및 시장평균 배당수익률의¹²⁾ 120% 이상이면서 총배당금액 증가율이¹³⁾

-
- 4) 현금배당으로 한정하고, 중간배당은 제외한다(조특법시행령 제104조의24 제8항).
 - 5) $(14\% - 9\%) \div 14\% = 35.7\%$
 - 6) 38%의 최고세율을 배당세액공제와 함께 적용할 경우의 부담세율은 $\{(1 + 11\%) \times 38\% - 11\% = 31.18\%$ 이므로 $(31.18\% - 25\%) \div 31.18\% = 19.8\%$
 - 7) 금융소득종합과세의 대상자인 개인주주의 경우에는 배당소득공제를 통한 이중과세 조정으로 인해 배당소득증대세제의 세금부담 감소효과가 제한적이라고 볼 수도 있지만, 배당세액공제의 적용요건(비교산출세액(①) $\geq$ 일반산출세액(②)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 세후수익을 증가 정도는 상당하다고 할 수 있다.
 - 8) 2015.6.2.자 연합뉴스 기사(한국기업 배당성향 평균 17%...주요 51개국 중 꼴찌)에 의하면 우리나라 기업들의 배당성향은 평균 16.75%로 집계대상 51개국 가운데 가장 낮았고, 특히 1위인 체코(72.87%)에 비해서는 50% 포인트 이상 낮았는데, 우리나라 기업들의 배당성향이 낮은 것은 성장성 둔화와 불확실성 증가에 따라 배당정책을 보수적으로 잡고 투자자금을 확보하기 위해 유보금 축적을 선호하는 기업이 많기 때문으로 보인다고 하였다.
 - 9) 투자회사, 선박투자회사, 기업구조조정투자회사, 부동산투자회사, 그 밖에 이와 유사한 대통령령으로 정하는 투자회사로서 수익을 주주 또는 출자자에게 배분하는 것을 목적으로 하는 법인은 제외한다(조특법 제104조의27 제1항).
 - 10) 배당성향은 최근 3년의 현금배당금 합계액을 해당 기간의 당기순이익 합계액으로 나눈 비율이다.
 - 11) 배당수익률은 최근 3년의 배당수익률을 평균해서 계산한다.
 - 12) 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.
 - 13) 총배당금 증가율은 직전 사업연도의 배당금과 직전 3개 사업연도의 평균 배당금 중 큰 금액을 기준으로

10% 이상인 기업을 말하고, 두 번째 유형은 배당성향과 배당수익률이 각각 동(同)시장평균 배당성향 및 시장평균 배당수익률의 50% 이상이면서 총배당금액 증가율이 30% 이상인 기업을 말한다.¹⁴⁾

조특법시행령 제104조의24는 개별 시장별로 매년 6월 30일까지 제출된 기업별 사업보고서를 바탕으로 한국거래소가 시장평균 배당성향과 배당수익률을 계산해서 매년 9월 30일까지 홈페이지에 게재하도록 규정했는데, 2015년 이후의 게재내용은 <표 1>과 같다. 이렇게 공시된 시장평균 배당성향과 배당수익률을 참조하여 각 기업들은 당해 기업이 고배당기업에 해당되는지를 판정해서 한국예탁결제원을 통하여 각 증권회사(투자매매업자 또는 투자중개업자)에 통지하고 과세관청에 신고하도록 되어 있다.

<표 1> 배당소득 증대세제 관련 시장평균 지표¹⁵⁾

계재연도 (귀속 사업연도)	코스피		코스닥	
	직전 3년 시장 평균 배당성향	직전 3년 시장 평균 배당수익률	직전 3년 시장 평균 배당성향	직전 3년 시장 평균 배당수익률
2015년(2014년)	24.13%	1.37%	14.05%	0.87%
2016년(2015년)	23.96%	1.26%	14.60%	0.79%

2. 배당금 지급액 현황¹⁶⁾

가. 12월 결산법인 배당금 지급액 내역

12월말 결산법인으로서 2015년 사업연도의 실적에 대한 현금배당을 실시한 상장기업은 <표 2>와 같이 973개로 전년에 비해 29개 증가하였다. 또한, 이들 기업들이 실질주주에게 지급한 배당금 지급액은 19조4,593억원으로 전년에 비해 4조357억원(26.2%) 증가하였다.

시장별로 구분하면 2015년의 실적에 대해 코스피 시장은 496개사가 18조 3,496억원의 배당금을 지급하여 기업수와 배당금 지급액이 전년에 비해 각각 11개사 및 3조8,825억원(26.8%) 증가했고, 코스닥 시장은 477개사가 1조1,097억원의 배당금을 지급하여 기업수와 배당금 지급액이 전년에 비해 각각 18개사 및 1,532억원(16.0%) 증가했다.

로 계산한다.

14) 이상의 요건에서 신규 상장기업 및 직전 3년간 무배당기업은 해당 사업연도의 배당성향과 배당수익률이 동(同)사업연도 시장평균의 130% 이상인 경우 고배당기업에 해당한다.

15) 코넥스 시장의 경우 2016년까지는 코스닥 시장의 시장평균에 포함해서 게재하고 있다.

16) 2016.5.19.자 한국예탁결제원 보도자료('15년 12월 결산, 실질주주 배당금 19조4,593억원(26.2% ↑))를 참고했고, 실질주주에게 지급된 결산배당을 제외한 분기배당 및 중간배당 등은 제외하였다.

배당금 지급액을 연도 말 주가지수와 비교하면 <표 3>과 같이 2015년에 코스피 시장은 연도 말 주가지수와 배당금 지급액이 전년에 비해 각각 2.4% 및 26.8% 증가한 반면 코스닥 시장은 전년에 비해 각각 25.8% 및 16.0% 증가해서 시장별 차이가 있는 것을 확인할 수 있다.

<표 2> 귀속연도별 및 시장별 배당금 지급액

(단위 : 개, 억원, %)

귀속 사업연도	코스피			코스닥			합계		
	회사수	배당금 지급액	비율	회사수	배당금 지급액	비율	회사수	배당금 지급액	비율
2011년	472	103,454	93.6	424	7,031	6.4	896	110,485	100.0
2012년	456	102,208	93.2	427	7,399	6.8	884	109,607	100.0
2013년	466	112,582	93.5	426	7,869	6.5	892	120,451	100.0
2014년	485	144,671	93.8	459	9,565	6.2	944	154,236	100.0
2015년	496	183,496	94.3	477	11,097	5.7	973	194,593	100.0
(전년대비 증감)	11	38,825 (26.8%)		18	1,532 (16.0%)		29	40,357 (26.2%)	

<표 3> 연도 말 주가지수 증가율 대비 배당금 지급액 증가율

(단위 : 억원)

귀속 사업연도	코스피		코스닥	
	연도말 주가지수	배당금 지급액	연도말 주가지수	배당금 지급액
2011년	1,825	103,454	500	7,031
2012년	1,997	102,208	496	7,399
2013년	2,011	112,582	499	7,869
2014년	1,916	144,671	543	9,565
2015년	1,961	183,496	682	11,097
(전년대비 증감)	45(2.4%)	38,825(26.8%)	139(25.8%)	1,532(16.0%)

나. 주주구분별 배당금 지급액

2014년 및 2015년 사업연도의 실적에 대한 주주구분별 배당금 지급액의 구성비율은 <표 4>와 같이 개인 주주, 법인 주주 및 외국인 주주가 각각 평균적으로 19.1%, 42.4% 및 38.6%를 차지해서 대부분의 배당금 지급액이 법인 주주와 외국인 주주에게 귀속되는 것을 확인할 수 있다.

<표 4> 귀속연도별 및 주주구분별 배당금 지급액

주주구분	2014년		2015년	
	배당금 지급액	구성비율	배당금 지급액	구성비율
개인 주주	2조9,300억원	19.0%	3조7,396억원	19.2%
법인 주주	6조4,600억원	41.9%	8조3,277억원	42.8%
외국인 주주	6조 400억원	39.1%	7조3,919억원	38.0%
합계	15조4,300억원	100.0%	19조4,592억원	100.0%

다. 고배당기업에 대한 배당금 지급액¹⁷⁾

2015년 사업연도를 기준으로 고배당기업은 222개로 시장별로 구분하면 코스피 시장, 코스닥 시장 및 코넥스 시장 기업이 각각 106개, 111개 및 5개이다.

2015년 실적에 대한 이들 고배당기업의 배당금 지급액은 <표 5>와 같이 7조3,176억원으로 전년에 비해 3조3,491억원 증가했는데, 이것은 전체 상장기업의 배당금 지급액 증가분(4조357억원)의 82.9%를 차지해서 대부분의 배당금 지급액 증가분이 고배당기업에서 발생한 것을 확인할 수 있다. 또한, 시장별로 구분할 경우에는 코스닥 시장 고배당기업의 배당금 지급액 증가율(114.3%)이 코스피 시장 고배당기업(81.7%)에 비해 상대적으로 높은 것을 확인할 수 있다.

<표 5> 귀속연도별 및 시장별 고배당기업 배당금 지급액

(단위 : 억원, %)

구 분		2014년 ¹⁸⁾	2015년	전년대비 증감
코스피	전체 기업	144,671	183,496	38,825
	고배당기업	36,919	68,657	31,738
	고배당기업 비율	25.5	37.4	81.7
코스닥	전체 기업	9,565	11,097	1,532
	고배당기업	2,766	4,518	1,752
	고배당기업 비율	28.9	40.7	114.3
합계	전체 기업	154,236	194,593	40,357
	고배당기업	39,685	73,176	33,491
	고배당기업 비율	25.7	37.6	82.9

17) 이번 절의 내용은 한국예탁결제원의 고배당기업 명세 및 기업별 실질주주 자료를 바탕으로 한 것이다.

18) 고배당기업에 대한 조세특례는 2015년 사업연도분 배당금 지급액부터 적용되지만, 비교 목적으로 2014년 사업연도 귀속 배당금 지급액도 제시하였다.

2015년 사업연도를 기준으로 고배당기업의 1주당 배당금 지급액의 최대값은 <표 6>과 같이 코스피 시장과 코스닥 시장이 각각 9,750원과 4,000원이고,¹⁹⁾ 1주당 배당금 지급액의 평균은 코스피 시장과 코스닥 시장이 각각 1,152원과 332원이다.

<표 6> 고배당기업의 시장별 2015년 사업연도 귀속 배당금 지급액

구 분	최대값			평균		
	전체	코스피	코스닥	전체	코스피	코스닥
배당금 지급액	1조6,223억원	1조6,223억원	665억원	337억원	647억원	40억원
1주당 지급액	9,750원	9,750원	4,000원	733원	1,152원	332원

3. 선행 연구

배당소득에 대한 과세가 기업가치 또는 주가수익률에 영향을 미치는지의 여부와 관련한 선행 연구는 아래와 같다.

Harris and Kemsley(1999)는 배당의 재원인 현재 및 미래의 기대이익잉여금이 배당소득세를 고려해서 평가감되는 것을 통해 배당소득세의 자본화효과를 제시했는데,²⁰⁾ 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 비정상수익율이 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 누적비정상수익율이 음(-)의 값을 나타냈고, 세율 인상의 영향을 받지 않는 기관투자자의 비중이 높을수록 누적비정상수익율의 하락 수준이 완화되는 것으로 나타내서 배당소득세율이 기업가치에 미치는 영향을 확인하였다.

19) 고배당기업이 아닌 기업 중 1주당 배당금 지급액이 가장 높은 기업은 삼성전자(20,000원), 한국셀렉유(18,000원) 및 롯데제과(11,270원)의 순이다.

20) 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.

홍영도와 김갑순(2015)은 기업소득 환류세제와 배당소득 증대세제의 도입이 주가수익율에 미치는 영향을 사건 연구의 방법으로 분석한 결과 2013년을 기준으로 배당수익율이 높은 기업일 수록 누적비정상수익율이 유의적으로 높게 나타나서 투자자들의 배당 선호 현상이 주가에 반영되는 것을 확인하였다.

이예지(2015)는 기업소득 환류세제 및 배당소득 증대세제가 상장기업의 배당정책에 미친 영향을 실증분석한 결과 2014년 사업연도에 대한 배당성향이 유의적으로 증가하지 않아서 이들 제도들이 배당 의사결정에 영향을 미치지 않았다는 결과를 제시하였다.

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

사건일의 주가반응과 관련해서 정운오와 전병욱(2010)은 세무조사가 주가에 미친 영향을 분석한 결과 세무조사의 착수는 주가에 부정적 영향을 미치는 반면 세무조사의 종결은 주가에 긍정적 영향을 미치는 것을 확인하였다.

본 연구도 이들 선행연구들과 유사하게 배당소득 증대세제의 시행과 관련해서 세법개정안 발표일 및 매 사업연도의 결산확정일을 사건일로 해서 고배당기업과 저배당기업의 주가반응을 비교해서 분석하였다.

단, 선행연구와는 다르게 결산확정일이 사건일인 경우에는 단순한 고배당기업의 해당 여부 대신 직전 사건일을 기준으로 한 고배당기업의 구분 결과에 따른 호의적 사건 및 부정적 사건의 해당 여부에 따른 기업 구분을 적용하였다. 또한, 배당소득 증대세제의 조세혜택이 개인주주에게 귀속되는 점을 고려해서 분석대상 상장기업들의 개인주주 지분율을 기준으로 동(同)지분율이 가장 높은 4분위 해당 기업 및 가장 낮은 1분위 해당 기업을 비교하는 방식으로 주가반응을 분석한 점도 선행연구와의 차이점이라고 할 수 있다.

III. 연구 설계

1. 연구가설

본 연구는 배당소득 증대세제가 주가에 미치는 영향을 확인하기 위해 사건 연구(event study)의 분석방법을 적용해서 개별 사건일(event date) 후의 평균비정상수익률(average abnormal return, 이하 “AAR”) 및 누적비정상수익률(cumulative abnormal return, 이하 “CAR”)의 변화를 관찰하였다.

가. 사건일

사건일은 주식시장에 제공되는 정보가 주가에 미치는 영향을 다양한 시점에서 분석할 수 있도록 하나의 사건일을 정하는 대신 정부 정책의 발표단계, 정책시행 예상단계 및 확정단계에 따라 순차적으로 사건일을 구성해서 주가반응을 각각 확인하였다.

기획재정부는 2014.7.26.의 경제정책방향 발표에서 내수활성화를 위해 기업소득 환류세제, 근로소득 증대세제 및 배당소득 증대세제의 가계소득 증대세제 3대 패키지를 도입한다고 했는데, 구체적인 내용은 2014.8.6.에 발표한 2014년 세법개정안에 포함되었고, 동(同)세법개정안은 2014년 정기국회에서 수정 없이 통과되었다. 따라서, 본 연구에서는 분석대상인 배당소득 증대세제의 구체적인 내용이 세법개정안을 통해 주식시장에 알려진 2014.8.6.을 첫 번째 사건일로 채택하였다.

기업은 각 회계기간이 종료된 후 외부감사를 거친 결산 재무제표를 정기 주주총회에서 최종 확정하게 된다. 물론, 상장기업은 수시공시 등을 통해 배당예상액 등을 공시하는 절차가 있지만 배당소득 증대세제와 관련해서 고배당기업에 해당되는지의 여부는 배당금 지급액과 당기순이익 등이 확정되는 결산확정일에 정확하게 알 수 있게 된다. 이러한 측면을 고려해서 본 연구의 두 번째 사건일과 세 번째 사건일은 각각 2014년 및 2015년 사업연도의 결산확정일로 채택했는데,²¹⁾ 이들 중에서도 특히 배당소득 증대세제의 실제 시행 이후의 주가반응은 세 번째 사건일 이후의 누적비정상수익률 등을 통해 확인할 수 있는 것이다.

21) 한국예탁결제원의 12월 결산 상장법인의 정기 주주총회 현황 분석자료에 의하면 정기 주주총회에 부의되는 의안은 아래와 같이 재무제표 승인 외에 임원 보수한도 승인, 이사 선임, 정관 변경, 감사·감사위원 선임 등과 같이 대부분 정례적 성격인 것을 확인할 수 있다. 따라서, 재무제표 승인 외의 부의안건의 중요성으로 인해 주가에 미치는 추가적 영향은 크지 않을 것으로 예상할 수 있다.

나. 사건일별 표본 구분

(1) 2014년 세법개정안 발표일

세법개정안 발표일의 고배당기업 해당 예상 여부는 2013년 사업연도 이전의 배당실적을 바탕으로 구분하였다. 단, 전술한 고배당기업의 해당 요건 중에서 고시된 시장평균 배당성향 및 시장평균 배당수익률은 적용할 수 없기 때문에 총배당금액 증가율만을 적용해서 이를 구분하였다.

이러한 구분과 함께 표본 기업들 중 개인주주 지분율을 기준으로 가장 높은 4분위와 가장 낮은 1분위 기업을 별도로 구분해서 결과적으로 ① 지분율 상위-고배당 예상 기업 ② 지분율 하위-고배당 예상 기업 ③ 지분율 상위-저배당 예상 기업 및 ④ 지분율 하위-저배당 예상 기업으로 최종적인 분석대상 기업들을 구분하였다.

(2) 2014년 및 2015년 사업연도의 결산확정일

2014년 사업연도의 결산확정일은 배당소득 증대세제가 시행되기 전이기 때문에 2014년 세법개정안 발표일과 같이 이용가능한 자료를 바탕으로 고배당기업 해당 예상 여부를 구분하였다. 단, 2014년 사업연도의 결산확정일의 경우에는 직전 사건일과 같이 단순한 고배당기업 예상 여부가 아니라 직전 사업연도의 기업 구분(고배당기업 또는 저배당기업의 예상에 의한 구분)이 변경되었는지의 여부에 따라 구분하였다. 여기에 다시 개인주주 지분율을 기준으로 가장 높은 4분위와 가장 낮은 1분위 기업을 별도로 구분해서 결과적으로 ① 지분율 상위-고배당 예상 유지 기업 ② 지분율 하위-고배당 예상 유지 기업 ③ 지분율 상위-고배당 예상 변경 기업 ④ 지분율 하위-고배당 예상 변경 기업 ⑤ 지분율 상위-저배당 예상 변경 기업 ⑥ 지분율 하위-저배당 예상 변경 기업 ⑦ 지분율 상위-저배당 예상 유지 기업 및 ⑧ 지분율 하위-저배당 예상 유

<12월 결산 상장법인의 정기주주총회 부의 의안 유형(2012년-2016년)>

(단위 : 개, %)	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년	합계	비율
재무제표 승인	1,682	1,627	1,696	1,751	1,908	8,664	25.5
임원 보수한도 등	1,617	1,601	1,687	1,760	1,916	8,581	25.3
이사 선임	1,341	1,333	1,401	1,422	1,508	7,005	20.7
정관 변경	1,236	947	810	620	799	4,412	13.0
감사·감사위원 선임	744	709	821	623	806	3,703	10.9
주식매수선택권 관련	128	110	125	135	158	656	2.0
임원퇴직금 등	142	95	133	102	134	606	1.8
이사 해임	6	14	11	12	7	50	0.1
자본 감소	7	5	7	8	7	34	0.1
회사 분할·합병 등	4	9	9	2	8	32	0.1
감사·감사위원 해임	6	2	—	—	1	9	0.0
기타	23	34	34	37	33	161	0.5
계	6,936	6,486	6,734	6,472	7,285	33,913	100.0

지 기업으로 최종적인 분석대상 기업들을 구분하였다.

2015년 사업연도의 결산확정일의 경우에도 직전 사건일과 같이 이상의 8가지 유형별로 분석 대상 기업들을 구분하였다. 단, 2015년 사업연도 결산확정일의 경우에는 이전 사건일들과 같이 고배당기업 해당 여부에 대한 예상이 아니라 한국예탁결제원이 접수한 실제 고배당기업의 명단을 바탕으로 이를 구분하였다.

다. 연구가설의 설정

전술한 바와 같이 배당소득 증대세제는 고배당기업 주식의 투자자에 대한 조세혜택의 제공을 통해 기업들에게 고배당을 유도하기 위한 정책이기 때문에 고배당기업에 해당할 경우에는 해당 주식에 대한 수요가 증가해서 주가에 긍정적 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 따라서, 먼저 첫 번째 사건일의 경우에는 세법개정안이 발표된 후 고배당기업에 해당할 것으로 예상되는 기업의 주가수익률이 저배당기업에 해당할 것으로 예상되는 기업보다 높을 것으로 예상할 수 있고, 배당소득 증대세제의 수혜대상이 개인주자인 점을 고려하면 개인주주의 지분율이 높을수록 이러한 주가수익률의 차이가 커질 것으로 예상할 수 있다. 따라서, 본 연구의 첫 번째 가설은 대립가설의 형태로 아래와 같이 설정하였다.

[가설 1] 배당소득 증대세제가 포함된 2014년 세법개정안의 발표일 이후 고배당기업에 해당할 것으로 예상되는 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 누적비정상수익률이 더 높을 것이다.

[가설 1-1] 배당소득 증대세제가 포함된 2014년 세법개정안의 발표일 이후 고배당기업에 해당할 것으로 예상되는 기업과 그렇지 않은 기업 간의 누적비정상수익률의 차이는 개인주주의 지분율이 상대적으로 더 높은 경우에 더 클 것이다.

한편, 직전 사건일인 세법개정안 발표일 및 결산확정일에 고배당기업에 해당하지 않을 것으로 예상되었던 기업이 다음 사건일에도 계속 고배당기업에 해당하지 않을 것으로 예상되거나 확정되는 경우에 비해 다음 사건일에 고배당기업에 해당할 것으로 예상되거나 확정되는 경우에는 주식시장에서 긍정적 신호(good news)로 해석되어서 상대적으로 주가수익률이 높을 것으로 예상할 수 있고, 주가수익률에 미치는 이러한 긍정적 효과는 개인주주의 지분율이 높을수록 더 커질 것으로 예상할 수 있다.

이와 반대로 직전 사건일에 고배당기업에 해당할 것으로 예상되었던 기업이 다음 사건일에도 계속 고배당기업에 해당할 것으로 예상되거나 확정되는 경우에 비해 다음 사건일에 고배당기업에 해당하지 않을 것으로 예상되거나 확정되는 경우에는 주식시장에서 부정적 신호(bad news)로 해석되어서 상대적으로 주가수익률이 낮을 것으로 예상할 수 있고, 주가수익률에 미치는 이러한 부정적 효과는 개인주주의 지분율이 높을수록 더 커질 것으로 예상할 수 있다.

따라서, 본 연구의 두 번째 가설은 대립가설의 형태로 아래와 같이 설정하였다.

[가설 2] 직전 사건일에 고배당기업에 해당하지 않을 것으로 예상되었던 기업이 다음 사건일에 고배당기업에 해당하는 경우에는 다음 사건일에도 계속 고배당기업에 해당하지 않을 경우에 비해 누적비정상수익률이 더 높을 것이다.

[가설 2-1] 직전 사건일에 고배당기업에 해당하지 않을 것으로 예상되었던 기업이 다음 사건일에 고배당기업에 해당하는 경우에 다음 사건일에도 계속 고배당기업에 해당하지 않을 경우와 비교한 누적비정상수익률의 차이는 개인주주의 지분율이 상대적으로 더 높은 경우에 더 클 것이다.

[가설 2-2] 직전 사건일에 고배당기업에 해당할 것으로 예상되었던 기업이 다음 사건일에 고배당기업에 해당하지 않을 경우에는 다음 사건일에도 계속 고배당기업에 해당할 경우에 비해 누적비정상수익률이 더 낮을 것이다.

[가설 2-3] 직전 사건일에 고배당기업에 해당할 것으로 예상되었던 기업이 다음 사건일에 고배당기업에 해당하지 않을 경우에 다음 사건일에도 계속 고배당기업에 해당할 경우와 비교한 누적비정상수익률의 차이는 개인주주의 지분율이 상대적으로 더 높은 경우에 더 클 것이다.

2. 연구 모형

전술한 바와 같이 본 연구는 가설검정을 위해 사건 연구의 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 고배당기업의 예상 또는 확정 사실이 주가에 영향을 미치더라도 해당 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 평균비정상수익률(AAR)과 누적비정상수익률(CAR)에 대해서는 일표본 t검정(one sample t-test)을 적용하였다.

구체적으로, 개별 주식의 초과수익률(abnormal return)은 식(1)과 같이 종합주가지수를 이용한 시장수익률 조정모형(market adjusted return model, 이하 “시장모형”)에 근거하여 계산하였다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\hat{\alpha}_i + \hat{\beta}_i R_{mt}) \quad (1)$$

단, AR_{it} : 개별주식 i 의 t 일의 초과수익률
 R_{it} : 개별주식 i 의 t 일의 수익률
 R_{mt} : t 일의 종합주가지수 수익률
 $\hat{\alpha}, \hat{\beta}$: 시장모형을 이용하여 도출한 추정회귀계수

식(1)에서 $\hat{\alpha}$ 과 $\hat{\beta}$ 를 추정하기 위하여 배당관련 사건일(세법개정안 발표일 또는 결산확정일)의 150일 전부터 1일 전까지를 추정기간(estimation period)으로 설정했고, 식(1)로부터 계산한 개별 주식의 초과수익률에 근거하여 개별 기업의 일자별 AAR과 CAR을 식(2) 및 (3)과 같이 계산하였다.

$$AAR = (\sum_{i=1, \dots, n} AR_{it}) / n \quad (n : \text{사건일 및 유형별 표본의 수}) \quad (2)$$

$$CAR = \sum_{d=0, \dots, t} AAR_d \quad (t=0, 1, 2, 3) \quad (3)^{22)}$$

3. 연구 표본

본 연구의 실증분석에 사용하기 위한 표본은 <표 7>과 같이 선정하였다.

<표 7> 표본 선정 절차

구 분	기업수
2013년-2015년 연속 배당금 지급 상장법인 ²³⁾	630
(-) 기업소득 환류세제 적용 법인	51
(-) 계산에 필요한 자료 중 결측치가 있는 법인	6
(=) 최종 표본	573 ²⁴⁾

즉, 최초의 표본은 배당소득 증대세제가 개별 기업의 배당금 지급액에 미치는 영향을 배당금을 지속적으로 지급하는 기업들을 대상으로 확인하기 위해 2013년부터 2015년까지 연속해서 배

22) 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, 후술하는 2014년 세법개정안 발표일 이후의 주가반응은 본 연구에서 적용한 개인주주 지분을 및 고배당기업의 해당 여부 외에 개별 기업의 주가에 영향을 미칠 수 있는 나머지 요인들의 잠재적 영향은 분석대상 표본들 간에 평균적으로 동일하다고 가정하는 것이다.

23) 연도별 배당금 지급 상장법인은 2013년, 2014년 및 2015년에 각각 892개, 944개 및 973개이다.

24) 최종 표본의 시장별 구분은 코스피와 코스닥이 각각 249개 및 324개이다.

당금을 지급한 상장기업으로 선정하였다. 여기에 다시 배당소득 증대세제와 다른 방식으로 개별 기업의 배당금 지급액에 영향을 미칠 수 있는 기업소득 환류세제의 적용대상 기업을 제외하였고, 식(1) 내지 식(3)의 계산에 필요한 자료 중에 결측치가 있는 기업을 추가적으로 제외했는데, 이를 통해 최종적으로 573개 기업이 분석대상 표본으로 선정되었다.

여기서 기업소득 환류세제는 개별 기업의 투자자에게 조세혜택을 제공하는 배당소득 증대세제와 다르게 기업이 투자, 임금 증가 및 배당의 방식으로 환류하지 않은 소득이 있는 경우 미환류과세소득의 10%를 추가적으로 과세하는 제도이다. 따라서, 기업소득 환류세제의 대상 기업들은 거액의 지출이 수반되는 투자나 하방경직성으로 인해 경영상 부담이 되는 임금 증가 대신 배당금 지급을 통해 추가적인 법인세 부담을 경감할 가능성이 크다고 할 수 있다.²⁵⁾ 따라서, 이들 기업들은 2015년 이후에 개인 주주에 대한 배당금 지급액이 증가했더라도 이것이 반드시 배당소득 증대세제의 영향으로 인한 것이라고 판단하기는 어렵기 때문에 보다 엄밀한 분석을 위해 본 연구에서는 기업소득 환류세제의 적용대상인 자기자본이 500억원을 초과하는 중소기업을 제외한 법인 및 상호출자제한기업집단의 소속 기업을 분석대상 표본에서 제외한 것이다.

분석대상 표본에 포함되는 개별 상장기업의 2011년부터 2015년까지의 주주특성 및 배당금 지급액 자료는 한국예탁결제원의 실질주주 관련 자료를 활용하였다.

선정된 최종표본에 대한 표본통계량은 <표 8>에 제시되어 있다. 먼저 (패널 A)에서 첫 번째 사건일인 2014년 세법개정안 발표일에 개인주주 지분율을 기준으로 구분한 4분위와 1분위 그룹에서 고배당기업에 해당할 것으로 예상되는 기업들과 저배당기업에 해당할 것으로 예상되는 기업들을 비교하면 개인주주 지분율이 낮은 1분위 그룹에서 평균 배당금 지급액이 더 높은 것을 확인할 수 있는데, 개인주주 지분율 수준의 차이에 의한 이러한 평균 배당금 지급액의 편차는 두 번째 사건일인 2014년 사업연도 결산확정일과 세 번째 사건일인 2015년 사업연도 결산확정일에도 확인할 수 있다.

또한, 두 번째 사건일과 세 번째 사건일의 경우 직전 사건일에 고배당기업 또는 저배당기업에 해당할 것으로 예상되었던 기업들 중 실제로는 반대로 예상되거나 확정된 유형⑥과 유형⑦ 기업의 수가 상당해서 실제 배당금 지급액에 따른 기업의 구분이 직전 사건일과 달라지는 경우가 많은 것을 확인할 수 있다.

25) 이러한 문제점을 고려해서 정부는 2016년말 세법 개정을 통해 투자, 임금 증가 및 배당에 대한 환류액의 가중치를 종전의 1 : 1 : 1에서 1 : 1.5 : 0.5으로 변경해서 임금 증가에 대한 가중치를 상향조정하는 대신 배당에 대한 가중치를 하향조정하였다.

〈표 8〉 표본통계량

(단위 : 개, 억원)

(패널 A) 2014년 세법개정안 발표일								
개인주주 지분율 기준	4분위(상위 기업)				1분위(하위 기업)			
고배당기업 예상 여부	고배당기업 예상	저배당기업 예상	고배당기업 예상	저배당기업 예상	고배당기업 예상	저배당기업 예상	고배당기업 예상	저배당기업 예상
표본수	42	102	43	100				
2013년 총 배당금	544.7	809.7	2,558.5	6,006.3				
2013년 배당금 평균	12.9	7.9	59.5	60.1				
2013년 배당금 표준편차	8.1	7.4	128.2	102.5				
(패널 B) 2014년 사업연도 결산확정일								
개인주주 지분율 기준	4분위(상위 기업)				1분위(하위 기업)			
유형 구분	고배당 → 고배당 (유형㉠)	고배당 → 저배당 (유형㉡)	저배당 → 고배당 (유형㉢)	저배당 → 저배당 (유형㉣)	유형㉠	유형㉡	유형㉢	유형㉣
표본수	12	27	29	76	25	15	30	73
2014년 총 배당금	220.2	873.3	378.4	489.7	2,590.8	494.1	2,026.4	4,709.9
2014년 배당금 평균	18.3	32.3	13.0	6.4	103.6	32.9	67.5	64.5
2014년 배당금 표준편차	17.6	112.7	147.7	5.0	202.1	26.1	127.0	112.5
(패널 C) 2015년 사업연도 결산확정일								
개인주주 지분율 기준	4분위(상위 기업)				1분위(하위 기업)			
유형 구분	유형㉠	유형㉡	유형㉢	유형㉣	유형㉠	유형㉡	유형㉢	유형㉣
표본수	15	25	18	86	12	39	10	82
2015년 총 배당금	626.1	281.9	955.1	616.4	2,159.2	2,883.8	421.7	4,640.9
2015년 배당금 평균	41.7	11.3	53.1	7.2	179.9	73.9	42.2	56.6
2015년 배당금 표준편차	62.1	10.3	153.2	6.3	390.4	110.8	16.2	99.1

IV. 실증분석 결과

1. 전체 상장기업을 대상으로 한 실증분석

<표 9>와 <표 10>은 각각 배당소득 증대세제가 포함된 2014년의 세법개정안 발표일 이후의 AAR과 CAR의 t검정 결과를 제시하였다.

<표 9> 2014년 세법개정안 발표일(2014.8.6.) 이후의 AAR

일	전체 기업		개인주주 지분율 상위 기업(4분위)				개인주주 지분율 하위 기업(1분위)			
			고배당 예상		저배당 예상		고배당 예상		저배당 예상	
	AAR	t값 ²⁶⁾	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	-0.280%	-2.97	-0.334%	-1.34	-0.460%	-2.02	0.206%	0.73	-0.218%	-1.16
1	-0.269%	-2.84	-0.568%	-1.61	-0.348%	-1.96	-0.198%	-0.54	-0.446%	-2.14
2	-0.595%	-5.02	-0.233%	-0.42	-0.677%	-3.15	-0.276%	-0.94	0.049%	0.28
3	0.171%	1.61	-0.194%	-0.39	-0.004%	-0.01	-0.159%	-0.38	0.157%	0.78

* 굵은 숫자는 10% 유의수준

<표 10> 2014년 세법개정안 발표일(2014.8.6.) 이후의 CAR

일	전체 기업		개인주주 지분율 상위 기업(4분위)						개인주주 지분율 하위 기업(1분위)				
			고배당 예상		저배당 예상		차이		고배당 예상		저배당 예상		차이
	CAR	t값 ²⁷⁾	CAR	t값	CAR	t값	t값 ²⁸⁾		CAR	t값	CAR	t값	t값
0	-0.280%	-2.97	-0.334%	-1.34	-0.460%	-2.02	0.32		0.206%	0.73	-0.218%	-1.16	1.24
1	-0.549%	-4.11	-0.902%	-2.09	-0.808%	-2.80	-0.18		0.009%	0.02	-0.664%	-2.36	1.28
2	-1.144%	-6.40	-1.136%	-1.62	-1.485%	-4.13	0.49		-0.267%	-0.49	-0.615%	-1.85	0.56
3	-0.973%	-4.68	-1.330%	-1.54	-1.489%	-3.35	0.18		-0.427%	-0.62	-0.458%	-1.18	0.04

26) $t(AAR_t) = AAR_t / SE(AAR_t)$. 단, $Var(AAR_t) = \{\sum_{i=1, \dots, m} (AR_{it} - AAR_t)^2 / (n-1)\}$, $SE(AAR_t) = Var(AAR_t)^{0.5} / n^{0.5}$
(AAR의 t값과 이하의 CAR의 t값 및 CAR의 차이의 t값은 MacKinlay(1997) 및 Brown and Warner(1985)을 참고하였다.

27) $t(CAR_t) = CAR_t / SE(CAR_t)$. 단, $Var(CAR_t) = \sum_{d=0, \dots, d} Var(AAR_d)$, $SE(CAR_t) = Var(CAR_t)^{0.5} / n^{0.5}$

28) $t(CAR^{diff}_t) = (CAR^A_t - CAR^B_t) / SE(CAR^A_t - CAR^B_t)$.

단, $S_p^2 = \{(n_1 - 1) \cdot Var(CAR^A_t) + (n_2 - 1) \cdot Var(CAR^B_t)\} / (n_1 + n_2 - 2)$;
 $SE(CAR^A_t - CAR^B_t) = S_p \cdot \{(1/n_1) + (1/n_2)\}^{0.5}$; n_1, n_2 : 각각 구분된 표본의 수.

먼저 첫 번째 사건일인 2014년의 세법개정안 발표일 이후의 주가반응을 살펴보면 전체적으로는 해당 사건일 이후 배당금 지급기업들의 유의적인 부정적 주가반응을 확인할 수 있었다. 또한, 대상 기업을 구분해서 분석하면 개인주주 지분율이 높은 기업(4분위 기업)의 경우에는 고배당기업의 해당 여부에 대한 예상과 관계없이 부정적 주가반응이 나타났고, 개인주주 지분율이 낮은 기업(1분위 기업)의 경우에는 비유의적인 주가반응이 나타났다.

이와 같이 2014년의 세법개정안의 발표일 이후 배당금 지급기업들의 주가가 전체적으로 부정적 반응을 나타낸 것은 당시 세법개정안에 포함된 다른 금융상품에 대한 개정사항으로 인해 배당소득 증대세제의 조세혜택이 상대적으로 다른 금융상품에 비해 작았기 때문인 것으로 해석할 수 있다. 구체적으로, 당시 세법개정안에서는 “연금소득 과세개선”을²⁹⁾ 통해 퇴직연금 납입액의 세액공제 한도를 확대하고, 연금계좌에서 수령하는 단계의 세금부담을 낮추는 등의 조세혜택을 제공하기로 하였다. 따라서, 이로 인해 금융상품 투자자들이 인식하는 주식보유로 인한 배당소득 증대세제의 조세혜택 가능성이 연금상품에 비해 작았기 때문에 배당금 지급 주식에 대한 수요 감소로 이어져서 전체적으로 부정적 주가반응이 나타난 것으로도 해석할 수 있다. 또한, 이러한 결과는 개인주주 지분율이 높은 기업들에서 특히 현저하게 발생한 것으로 해석할 수 있다.

다음으로, <표 11> 및 <표 12>와 같이 두 번째 사건일인 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 AAR과 CAR을 살펴보면 먼저 전체적으로는 해당 사건일 이후 배당금 지급기업들의 유의적인 긍정적 주가반응을 확인할 수 있다.

대상 기업을 구분해서 분석하면 개인주주 지분율이 높은 기업(4분위 기업)의 경우에는 직전 사건일에 고배당기업에 해당할 것으로 예상된 후 해당 사건일에 계속해서 고배당기업에 해당할 것으로 예상된 기업(이하 “유형㉠ 기업”)이 해당 사건일에는 반대로 저배당기업에 해당할 것으로 예상된 기업(이하 “유형㉡ 기업”)에 비해 상대적으로 긍정적 주가반응이 유의적으로 나타난 것을 확인할 수 있다. 이에 반해 개인주주 지분율이 낮은 기업(1분위 기업)의 경우에는 유형㉠ 기업과 유형㉡ 기업 간에 유의적인 주가반응의 차이를 확인할 수 없었다.

이와 같이 4분위 기업의 경우에 유형㉡ 기업(고배당 예상 → 저배당 예상)이 유형㉠ 기업(고배당 예상 → 고배당 예상)에 비해 부정적 주가반응이 나타난 것은 주식시장에서 배당금 지급액의 감소가 부정적 신호(bad news)로 인식되었기 때문이라고 할 수 있다. 그러나, 1분위 기업의 경우에는 유형㉠ 및 유형㉡ 기업 간의 차이에 대한 개인주주들의 관심의 정도가 작은 것으로 볼 수 있기 때문에 이러한 비유의적인 주가반응의 차이를 해석할 수 있는 것이다.

29) 세액공제 대상 퇴직연금 납입한도 확대(소득세법 제59조의3), 연금계좌에서 의료 목적이나 부득이한 사유로 수령시 저율 분리과세(소득세법 제14조, 제129조 및 동법시행령 제40조의2, 제42조), 연금계좌에서 연금외 수령시 완납적 분리과세(소득세법 제14조), 다른 공제항목들에 비해 연금보험료공제 및 연금계좌세액공제의 후순위 공제(소득세법 제51조의3 및 제61조), 연금계좌에서 발생하는 기타소득의 과세최저한 적용 제외(소득세법 제84조) 및 원금손실이 발생한 연금계좌에서 인출시 과세방법 명확화(소득세법시행령 제40조의3)

〈표 11〉 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 AAR

일	전체 기업		개인주주 지분율 상위 기업(4분위)							
			고배당 예상 → 고배당 예상 (유형㉠)		고배당 예상 → 저배당 예상 (유형㉡)		저배당 예상 → 고배당 예상 (유형㉢)		저배당 예상 → 저배당 예상 (유형㉣)	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.211%	1.75	1.396%	1.00	-0.063%	-0.18	0.192%	0.47	0.792%	1.71
1	0.517%	4.24	-0.133%	-0.20	0.555%	0.76	0.405%	0.83	0.426%	0.88
2	0.582%	5.50	-0.424%	-0.91	0.238%	0.50	0.893%	1.56	0.362%	1.32
3	0.500%	4.33	0.258%	0.28	0.945%	1.28	1.072%	1.36	0.957%	2.64
일	개인주주 지분율 하위 기업(1분위)									
	유형㉠		유형㉡		유형㉢		유형㉣			
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	1.437%	2.84	1.181%	1.01	-0.469%	-1.06	0.208%	0.72		
1	0.105%	0.20	0.647%	1.68	0.586%	1.12	0.248%	0.90		
2	0.285%	0.95	0.016%	0.02	1.524%	3.45	0.655%	2.15		
3	0.755%	1.76	0.640%	0.54	0.786%	1.98	0.402%	1.55		

〈표 12〉 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 CAR

일	전체 기업		개인주주 지분율 상위 기업(4분위)									
			유형㉠		유형㉡		차이	유형㉢		유형㉣		차이
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값
0	0.211%	1.75	1.396%	1.00	-0.063%	-0.18	1.37	0.192%	0.47	0.792%	1.71	-0.48
1	0.727%	4.25	1.264%	0.82	0.492%	0.61	0.49	0.598%	0.93	1.219%	1.82	-0.34
2	1.310%	6.51	0.839%	0.52	0.730%	0.78	0.06	1.491%	1.74	1.581%	2.19	-0.04
3	1.810%	6.51	1.097%	0.59	1.674%	1.40	-0.27	2.563%	2.20	2.538%	3.14	0.01
일	개인주주 지분율 하위 기업(1분위)											
	유형㉠		유형㉡		차이	유형㉢		유형㉣				차이
	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값
0	1.437%	2.84	1.181%	1.01	0.23	-0.469%	-1.06	0.208%	0.72			-0.85
1	1.542%	2.13	1.829%	1.49	-0.22	0.117%	0.17	0.456%	1.14			-0.29
2	1.827%	2.33	1.845%	1.30	-0.01	1.641%	2.01	1.111%	2.21			0.37
3	2.582%	2.89	2.485%	1.35	0.05	2.427%	2.68	1.513%	2.67			0.57

이에 비해 직전 사건일에 저배당기업에 해당할 것으로 예상된 후 해당 사건일에는 반대로 고배당기업에 해당할 것으로 예상된 기업(이하 “유형㉓ 기업”)과 해당 사건일에 계속해서 저배당기업에 해당할 것으로 예상된 기업(이하 “유형㉔ 기업”) 간에는 개인주주 지분율의 수준과 무관하게 유의적인 주가반응의 차이를 확인할 수 없다. 이러한 결과는 개인주주들이 유형㉔ 및 유형㉓ 기업의 비교와 같이 고배당기업에서 저배당기업으로 변경된 것은 기본적인 배당정책의 변화로 인식한 반면 저배당기업에서 고배당기업으로 변경된 것은 주가에 영향을 미칠 정도의 기본적인 배당정책의 변화가 아니라 일시적 현상으로 인식해서 유형㉓ 및 유형㉔ 기업 간의 질적 차이를 수용하지 않았기 때문인 것으로 해석할 수 있는데, 이러한 해석은 우리나라 기업들의 배당수준이 전반적으로 매우 낮은 수준인 점을 고려하면 일견 타당하다고 할 수 있는 것이다.

다음으로, <표 13> 및 <표 14>와 같이 세 번째 사건일인 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 AAR과 CAR을 살펴보면 먼저 직전 사건일과 같이 전체적으로는 해당 사건일 이후 배당금 지급기업들의 유의적인 긍정적 주가반응이 나타나서 두 번째 사건일과 마찬가지로 배당금 지급 사실 자체가 주식시장에 긍정적 영향을 미치는 신호효과(signalling effect)가 발생한 것으로 해석할 수 있다.

대상 기업을 구분해서 분석할 경우에는 개인주주 지분율의 수준 및 해당 사건일에 직전 사건일의 기업구분 예상(즉, 고배당기업 또는 저배당기업에 해당한다는 예상)이 동일하게 또는 반대 유형으로 확정되는지의 여부의 차이(즉, 유형㉔와 유형㉓ 기업 간의 차이 및 유형㉓와 유형㉔ 기업 간의 차이)에 따른 유의적인 주가반응의 차이를 확인할 수 없었는데, 이러한 결과는 두 번째 사건일의 경우 개인주주 지분율이 높은 기업의 경우 유형㉓에 비해 유형㉔ 기업에서 상대적인 긍정적 주가반응이 유의적으로 나타난 것과는 다르다고 할 수 있다.

특히, 배당소득 증대세제가 최초로 적용되는 2015년 사업연도와 관련해서 사건일인 결산확정일에 기업유형에 따른 유의적인 주가반응의 차이를 확인할 수 없는 것은 일반적인 예상에 부합하지 않는 것으로 볼 수 있는데, 이러한 결과는 본 연구의 사건일인 결산 확정일 이전에 개별 기업의 구체적 배당수준과 이로 인해 고배당기업에 해당하는지의 여부가 주식시장에 미리 알려져서 이미 주가에 반영되었을 가능성(즉, 강형 효율적 시장가설의³⁰⁾ 사례³¹⁾)을 나타내는 것이라는 해석을 뒷받침할 가능성이 있다.

30) Fama의 세 가지 유형의 효율적 시장 가설(efficient market hypothesis, EMH) 중에서 강형 효율적 시장 가설(strong-form EMH)은 주가가 내부 정보를 포함한 모든 정보를 반영하고 있다는 것이다.

31) 정운오와 전병욱(2010)은 비공개 정보인 세무조사의 착수 및 종결 사실이 주가에 미친 영향을 실증분석하였다.

<표 13> 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 AAR

일	전체 기업		개인주주 지분율 상위 기업(4분위)							
			고배당 예상 →고배당 확정 (유형(a))		고배당 예상 →저배당 확정 (유형(b))		저배당 예상 →고배당 확정 (유형(c))		저배당 예상 →저배당 확정 (유형(d))	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.471%	3.39	-0.491%	-1.44	0.686%	2.25	0.415%	0.91	1.271%	2.08
1	0.105%	0.90	0.380%	0.82	-0.546%	-1.99	-1.503%	-2.09	0.991%	2.64
2	0.222%	2.30	0.459%	0.65	0.064%	0.17	1.197%	1.77	-0.073%	-0.30
3	0.331%	3.45	0.026%	0.06	0.368%	0.71	0.169%	0.61	0.111%	0.62
일	개인주주 지분율 하위 기업(1분위)									
	유형(a)		유형(b)		유형(c)		유형(d)			
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.328%	0.51	1.164%	1.42	0.383%	0.45	0.236%	1.40		
1	-0.153%	-0.36	-0.385%	-1.53	-0.424%	-1.68	-0.386%	-2.07		
2	-0.108%	-0.32	0.323%	0.65	0.275%	0.77	0.323%	1.35		
3	-0.218%	-0.37	0.491%	1.05	-0.486%	-1.12	0.104%	0.43		

<표 14> 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 CAR

일	전체 기업		개인주주 지분율 상위 기업(4분위)									
			유형㉠		유형㉡		차이	유형㉢		유형㉣		차이
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값
0	0.471%	3.39	-0.491%	-1.44	0.686%	2.25	-2.48	0.415%	0.91	1.271%	2.08	-0.56
1	0.576%	3.18	-0.111%	-0.19	0.140%	0.34	-0.36	-1.087%	-1.28	2.263%	3.15	-1.79
2	0.797%	3.89	0.348%	0.38	0.204%	0.37	0.14	0.110%	0.10	2.190%	2.89	-1.02
3	1.128%	4.98	0.374%	0.37	0.572%	0.76	-0.16	0.279%	0.25	2.301%	2.95	-0.96
일	개인주주 지분율 하위 기업(1분위)											
	유형㉠		유형㉡		차이	유형㉢		유형㉣		차이		
	CAR	t값	CAR	t값		CAR	t값	CAR	t값			
0	0.328%	0.51	1.164%	1.42	-0.55	0.383%	0.45	0.236%	1.40	0.24		
1	0.175%	0.23	0.780%	0.91	-0.37	-0.041%	-0.05	-0.150%	-0.60	0.14		
2	0.067%	0.08	1.103%	1.11	-0.56	0.235%	0.24	0.173%	0.50	0.06		
3	-0.151%	-0.15	1.594%	1.45	-0.84	-0.252%	-0.24	0.276%	0.66	-0.43		

따라서, 본 연구는 이러한 실증분석 결과의 대체적 해석 가능 여부를 검토하기 위해 두 번째와 세 번째 사건일인 2014년 및 2015년 사업연도의 결산확정일 이전에 거래소 공시규정에³²⁾ 따라 이사회 배당금 지급 결의에 대한 공시일 또는 재무제표 확정을 위한 정기 주주총회 소집 결의에 대한 공시일을 확인한 후에 해당 일자를 기준으로 유의적인 주가반응의 발생 여부를 분석하였다. 분석 결과를 별도의 표로 제시하지는 않았지만 본 연구의 두 번째 및 세 번째 사건일에 비해 최소한 15일 정도 앞서 있는 이들 해당 일자를 기준으로 분석하더라도 개인주 지분율의 수준 및 해당 사건일에 직전 사건일의 기업구분 예상이 동일하게 또는 반대 유형으로 확정되는지의 여부의 차이에 따른 유의적인 주가반응의 차이를 확인할 수는 없었다.

이와 같이 두 번째와 세 번째 사건일에 전체 배당금 지급기업들에 대한 신호효과 외에 기업유형별 차이에 따른 주가반응의 차이를 식별하기 어려운 것은 상장기업의 배당금 지급액이 대주주 등의 일부 투자자에게만 집중되고 있다는 비판적 주장에서 그 원인을 추정할 수도 있을 것이다. 즉, 관련 보도³³⁾ 등에 의하면 본 연구의 분석 대상인 배당소득 증대세제의 조세혜택이 일부 대규모 투자자들에게 거의 대부분 귀속되는 것을 간접적으로 확인할 수 있어서 동(同)조세혜택이 충분하지 않은 대다수의 소규모 개인 투자자는 배당소득 증대세제로 인한 기업의 배당정책 변화에 큰 관심이 없는 것으로 추정할 수 있는데, 이러한 투자자들의 소극적 반응이 비유의적인 주가 반응의 차이를 가져온 것으로 해석할 가능성이 있는 것이다.

2. 구분된 시장을 대상으로 한 실증분석

앞선 절의 <표 9> 내지 <표 14>는 분석대상인 전체 상장기업을 시장별로 구분하지 않고 하나의 집단으로 취급한 후에 개별 사건일의 주가반응을 살펴본 것이다. 그러나, 개별 주식시장의 특성이 주가에 미치는 차별적 영향이 발생할 수 있기 때문에 이하의 <표 15> 내지 <표 20>에서는 <표 9> 내지 <표 14>의 분석을 시장별로 구분했을 때의 분석결과를 제시하였다.³⁴⁾

32) 유가증권시장 공시규정 제7조(주요 경영사항) 제1항 제1호 마목은 분기배당과 중간배당을 포함한 현금·현물배당에 관한 결정이 있을 때 및 분기배당과 중간배당을 위한 주주명부 폐쇄기간을 결정한 때 이를 공시하도록 규정하고 있다.

33) 2017.2.2.자 경향신문 기사(배당금 100억 초과 주식투자, 21억 감세 특혜받았다)에 의하면 2016년에 5,233명이 지급받은 6,948억원의 배당금이 고배당기업의 배당소득에 해당해서 25%의 분리과세가 신청되었는데, 이들 중 다시 배당금 지급액이 100억원을 초과하는 투자자들의 경우에는 분리과세를 통한 조세혜택이 평균 21억원이었다고 한다. 참고로 김종민 국회의원의 분석에 의하면 배당소득 증대세제를 통한 전체 조세혜택은 최소 773억원에서 최대 904억원이라고 한다.

34) 단, <표 15> 이하에서는 지면관계상 개별 시장별로 AAR값이나 CAR값은 제시하지 않고 t값만을 제시하였다.

<표 15> 2014년 세법개정안 발표일(2014.8.6.) 이후의 개별 시장별 AAR의 t값 비교

일	코스피 시장					코스닥 시장				
	전체	개인지분율 상위		개인지분율 하위		전체	개인지분율 상위		개인지분율 하위	
		고배당	저배당	고배당	저배당		고배당	저배당	고배당	저배당
0	-1.04	1.40	-0.85	0.52	-1.76	-2.04	-2.00	-2.08	0.64	-0.05
1	-2.88	0.21	-1.77	-0.48	-3.00	-1.78	-1.97	-1.10	-0.25	-0.23
2	-1.04	0.82	-2.69	-0.24	0.14	-1.97	-0.70	-2.17	-1.13	0.26
3	-1.79	-0.73	-1.28	-2.72	0.47	1.25	-0.13	0.98	1.18	0.62

<표 16> 2014년 세법개정안 발표일(2014.8.6.) 이후의 개별 시장별 CAR의 t값 비교

일	코스피 시장							코스닥 시장						
	전체	개인지분율 상위			개인지분율 하위			전체	개인지분율 상위			개인지분율 하위		
		고배당	저배당	차이	고배당	저배당	차이		고배당	저배당	차이	고배당	저배당	차이
0	-1.04	1.40	-0.85	0.95	0.52	-1.76	1.37	-2.04	-2.00	-2.08	-0.43	0.64	-0.05	0.33
1	-2.72	0.79	-1.67	1.40	-0.01	-3.42	1.59	-2.69	-2.78	-2.27	-1.37	0.06	-0.21	0.16
2	-2.86	1.13	-2.66	2.23	-0.13	-2.68	1.16	-3.31	-2.20	-3.14	-0.81	-0.65	-0.06	-0.43
3	-3.38	0.49	-2.92	1.91	-1.25	-2.04	-0.22	-1.94	-1.86	-1.96	-1.00	0.41	0.27	0.19

먼저 <표 15> 및 <표 16>과 같이 첫 번째 사건일인 2014년의 세법개정안 발표일 이후의 전체적인 주가반응을 살펴보면 전체 상장기업에서 발생한 유의적인 부정적 주가반응이 코스피 시장과 코스닥 시장에서 모두 나타나는 것으로 확인되었다. 또한, 개인주주 지분율에 따른 기업 구분에서는 전체 상장기업에서 발생한 개인주주 지분율 상위 기업의 부정적 주가반응이 두 시장에서 유사하게 나타났지만 코스닥 시장에서 보다 현저하게 나타났고, 개인주주 지분율 하위 기업의 비유의적 주가반응도 역시 유사한 결과를 나타냈다. 이러한 결과는 2014년 세법개정안 발표일에 대한 앞선 절의 주된 분석결과에 시장별 구분에 따른 특성이 다소 영향을 미칠 수 있지만, 이로 인한 차이가 충분하지는 않은 것을 나타낸다고 할 수 있다.

다음으로, <표 17> 및 <표 18>과 같이 두 번째 사건일인 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 전체적인 주가반응을 살펴보면 전체 상장기업에서 발생한 유의적인 긍정적 주가반응이 코스피 시장과 코스닥 시장에서 모두 나타나는 것으로 확인되었다. 또한, 개인주주 지분율에 따른 기업 구분에서는 전체 상장기업에서 발생한 개인주주 지분율 상위 기업 중 유형⑥ 기업 대비 유형① 기업의 상대적인 긍정적 주가반응이 두 시장에서 모두 나타났지만 코스피 시장에서 보다 현저하게 나타났고, 개인주주 지분율 하위 기업 중 유형③ 및 유형④ 기업 간의 비유의적 주가반응의 차이도 역시 유사한 결과를 나타냈다. 이상의 결과는 2014년 사업연도 결산확정일에 대한 앞

선 절의 주된 분석결과에 시장별 구분에 따른 특성이 다소 영향을 미칠 수 있지만, 이로 인한 차이가 충분하지는 않은 것을 나타낸다고 할 수 있다.

〈표 17〉 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 개별 시장별 AAR의 t값 비교

일	코스피 시장								
	전체	개인지분율 상위				개인지분율 하위			
		유형(a)	유형(b)	유형(c)	유형(d)	유형(a)	유형(b)	유형(c)	유형(d)
0	2.73	0.57	2.40	1.07	1.57	2.64	0.80	-1.17	1.42
1	1.66	1.00	-0.83	0.07	0.54	-0.10	1.42	1.35	1.38
2	3.70	0.61	0.43	1.17	1.35	1.47	0.10	2.90	1.93
3	3.28	-0.57	0.85	1.67	2.58	1.57	0.83	1.04	1.04

일	코스닥 시장								
	전체	개인지분율 상위				개인지분율 하위			
		유형(a)	유형(b)	유형(c)	유형(d)	유형(a)	유형(b)	유형(c)	유형(d)
0	1.07	0.90	-0.95	-0.16	1.07	1.11	0.58	0.00	-0.47
1	1.15	-1.11	1.19	0.89	0.69	0.66	0.83	-0.49	-0.74
2	1.52	-2.72	0.30	1.12	0.54	-0.49	-0.12	1.82	0.94
3	2.63	0.46	0.94	0.48	1.89	0.75	-0.49	2.32	1.16

〈표 18〉 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 개별 시장별 CAR의 t값 비교

일	코스피 시장												
	전체	개인지분율 상위						개인지분율 하위					
		유형(a)	유형(b)	차이	유형(c)	유형(d)	차이	유형(a)	유형(b)	차이	유형(c)	유형(d)	차이
0	2.73	0.57	2.40	-0.73	1.07	1.57	-0.12	2.64	0.80	0.06	-1.17	1.42	-1.06
1	3.05	1.15	0.04	0.83	0.78	1.32	-0.22	1.68	1.20	-0.45	0.31	1.97	-0.36
2	4.51	1.28	0.32	0.71	1.35	1.77	-0.10	2.10	1.09	-0.21	1.66	2.74	0.11
3	5.55	0.95	0.88	-0.17	2.14	2.36	0.32	2.60	1.37	-0.46	1.95	2.92	0.22

일	코스닥 시장												
	전체	개인지분율 상위						개인지분율 하위					
		유형(a)	유형(b)	차이	유형(c)	유형(d)	차이	유형(a)	유형(b)	차이	유형(c)	유형(d)	차이
0	1.07	0.90	-0.95	1.55	-0.16	1.07	-0.45	1.11	0.58	0.16	0.00	-0.47	0.24
1	1.56	0.49	0.65	0.20	0.60	1.26	-0.24	1.28	0.81	0.20	-0.31	-0.79	0.24
2	2.08	0.04	0.72	-0.32	1.20	1.37	0.06	0.98	0.64	0.10	1.17	-0.13	0.67
3	3.15	0.27	1.08	-0.27	1.24	2.15	-0.14	1.21	0.25	0.52	2.04	0.48	0.82

<표 19> 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 개별 시장별 AAR의 t값 비교

일	코스피 시장								
	전체	개인지분율 상위				개인지분율 하위			
		유형(a)	유형(b)	유형(c)	유형(d)	유형(a)	유형(b)	유형(c)	유형(d)
0	2.13	-1.91	2.35	1.74	0.41	0.19	1.78	-0.68	0.84
1	-1.14	0.73	-0.86	-1.52	1.13	-3.32	-1.92	-0.81	-1.79
2	2.37	1.24	-0.39	1.44	-0.17	5.97	0.87	0.72	1.58
3	1.50	-0.17	0.07	-2.15	0.90	-4.70	1.90	0.00	0.65

일	코스닥 시장								
	전체	개인지분율 상위				개인지분율 하위			
		유형(a)	유형(b)	유형(c)	유형(d)	유형(a)	유형(b)	유형(c)	유형(d)
0	2.54	-0.61	1.68	-0.15	2.05	0.46	0.78	0.65	1.15
1	0.68	0.54	-1.76	-1.74	2.38	0.38	-0.20	-1.69	-1.09
2	-0.02	-0.41	0.45	1.04	-0.25	-3.28	-0.29	0.26	0.42
3	0.27	0.08	0.73	2.02	0.19	0.73	-2.25	-1.37	0.01

<표 20> 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 개별 시장별 CAR의 t값 비교

일	코스피 시장												
	전체	개인지분율 상위						개인지분율 하위					
		유형㉠	유형㉢	차이	유형㉡	유형㉣	차이	유형㉠	유형㉢	차이	유형㉡	유형㉣	차이
0	2.13	-1.91	2.35	-3.00	1.74	0.41	0.78	0.19	1.78	-0.49	-0.68	0.84	-0.56
1	0.47	-0.62	0.27	-0.63	0.47	1.21	-0.41	-0.78	0.57	-0.74	-1.03	-0.76	-0.19
2	1.94	0.82	-0.11	0.79	1.48	1.02	0.31	0.56	1.03	-0.12	-0.15	0.42	-0.19
3	2.43	0.80	-0.05	0.68	1.10	1.28	0.00	-1.16	1.96	-1.16	-0.14	0.70	-0.26

일	코스닥 시장												
	전체	개인지분율 상위						개인지분율 하위					
		유형㉠	유형㉢	차이	유형㉡	유형㉣	차이	유형㉠	유형㉢	차이	유형㉡	유형㉣	차이
0	2.54	-0.61	1.68	-1.49	-0.15	2.05	-0.83	0.46	0.78	-0.56	0.65	1.15	0.94
1	2.54	0.10	0.24	-0.05	-1.62	2.93	-2.01	0.59	0.71	-0.44	0.33	-0.04	0.55
2	2.36	-0.19	0.47	-0.43	-1.10	2.70	-1.63	-0.16	0.61	-0.57	0.35	0.28	0.43
3	2.32	-0.11	0.85	-0.60	-0.58	2.68	-1.31	0.28	0.24	-0.10	-0.19	0.23	-0.33

다음으로, <표 19> 및 <표 20>과 같이 세 번째 사건일인 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 전체적인 주가반응을 살펴보면 전체 상장기업에서 발생한 유의적인 긍정적 주가반응이 코스피 시장과 코스닥 시장에서 모두 나타나는 것으로 확인되었다. 또한, 개인주주 지분율의 수준 및 해당 사건일에 직전 사건일의 기업구분 예상과 동일하게 또는 반대로 확정되었는지의 여부의 차이와 무관한 비유의적인 주가반응의 차이도 역시 유사한 결과를 나타냈다. 이상의 결과도 앞선 분석결과와 마찬가지로 2015년 사업연도 결산확정일에 대한 앞선 질의 주된 분석결과에 시장별 구분에 따른 특성이 다소 영향을 미칠 수 있지만, 이로 인한 차이가 충분하지는 않은 것을 나타낸다고 할 수 있다.

V. 강건성 분석 결과

이번 장에서는 앞선 장에서 분석한 실증분석 결과의 강건성을 확인하기 위해 다양한 추가분석의 결과를 보고하고 해석하기로 한다.

1. 결산확정일 대신 배당기준일을 사건일로 했을 경우의 주가반응 분석

<표 11> 내지 <표 14>는 고배당기업 여부가 정확하게 결정되는 결산확정일을 기준으로 차별적 주가반응이 발생했는지의 여부를 분석한 것이지만, 결산확정일에 앞서 배당에 대한 권한이 확정되면서 대개의 경우 사업연도도 종료되어서 고배당기업의 해당 여부에 대한 대략적인 추정 가능성이 배당기준일에 주가에 미치는 영향이 발생할 가능성도 보충적으로 고려할 수 있을 것이다. 따라서, 이하의 <표 21> 내지 <표 24>에서는 배당기준일을 기준으로 <표 11> 내지 <표 14>의 분석을 시행했을 때의 분석결과를 제시하였다.

<표 21> 2014년 사업연도 배당기준일 이후의 AAR

일	전체기업		개인주주 지분율 4분위 기업							
			고배당예상 →고배당예상 (유형㉠)		고배당예상 →저배당예상 (유형㉡)		저배당예상 →고배당예상 (유형㉢)		저배당예상 →저배당예상 (유형㉣)	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.624%	5.34	0.166%	0.35	0.509%	1.69	0.867%	2.66	0.781%	2.72
1	-0.630%	-4.16	-0.692%	-1.39	-0.626%	-1.49	0.539%	0.89	-0.223%	-0.72
2	0.196%	1.47	1.540%	2.58	0.176%	0.47	-0.345%	-1.11	0.442%	1.37
3	0.370%	2.51	0.695%	1.09	0.419%	0.75	0.177%	0.59	0.682%	2.03

<표 21> 2014년 사업연도 배당기준일 이후의 AAR (계속)

일	개인주주 지분율 1분위 기업							
	유형①		유형②		유형③		유형④	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.293%	0.76	0.289%	0.56	0.586%	1.82	0.681%	3.29
1	-0.399%	-1.19	-0.081%	-0.13	-0.688%	-1.70	-1.679%	-5.71
2	-0.030%	-0.07	0.620%	1.38	0.181%	0.50	-0.061%	-0.25
3	0.626%	1.28	-0.099%	-0.15	0.301%	0.73	0.086%	0.32

먼저, <표 21> 및 <표 22>와 같이 2014년 사업연도의 배당기준일 이후의 전체적인 주가반응을 살펴보면 결산확정일을 사건일로 할 경우에 발생한 유의적인 긍정적 주가반응을 유사하게 확인할 수 있다.

단, 대상기업을 구분해서 분석하면 결산확정일을 사건일로 할 경우에 발생한 개인주주 지분을 상위 기업 중 유형① 기업과 유형② 간의 유의적인 주가반응의 차이는 확인되지 않았는데, 이러한 결과의 차이는 2014년 사업연도의 경영실적 및 배당금 지급규모 등과 관련해서 결산확정일에 이용가능한 구체적 정보가 아직 명확하지 않기 때문에 이러한 주가 정보의 부족한 구체성이 영향을 미친 것으로 추정할 수 있을 것이다.

<표 22> 2014년 사업연도 배당기준일 이후의 CAR

일	전체기업		개인주주 지분율 4분위 기업									
			유형①		유형②		차이	유형③		유형④		차이
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값
0	0.624%	5.34	0.166%	0.35	0.509%	1.69	-0.62	0.867%	2.66	0.781%	2.72	0.11
1	-0.006%	-0.03	-0.526%	-0.76	-0.117%	-0.23	-0.45	1.406%	2.05	0.558%	1.32	0.66
2	0.190%	0.82	1.014%	1.11	0.059%	0.09	0.84	1.061%	1.41	1.000%	1.88	0.04
3	0.560%	2.03	1.708%	1.53	0.478%	0.56	0.83	1.238%	1.53	1.682%	2.67	-0.25

일	개인주주 지분율 1분위 기업									
	유형①		유형②		차이	유형③		유형④		차이
	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값
0	0.293%	0.76	0.289%	0.56	0.01	0.586%	1.82	0.681%	3.29	-0.16
1	-0.106%	-0.21	0.208%	0.26	-0.35	-0.102%	-0.20	-0.998%	-2.77	0.94
2	-0.135%	-0.20	0.828%	0.90	-0.85	0.079%	0.13	-1.059%	-2.43	0.98
3	0.491%	0.59	0.729%	0.64	-0.17	0.380%	0.51	-0.974%	-1.90	0.98

다음으로, <표 23> 및 <표 24>와 같이 2015년 사업연도의 배당기준일 이후의 전체적인 주가 반응을 살펴보면 결산확정일을 사건일로 할 경우와는 다르게 유의적인 긍정적 주가반응을 확인할 수는 없다.

이러한 분석결과의 차이는 2015년은 실제로 배당소득증대세제와 관련한 구체적인 세금부담의 경감이 발생하는 최초의 사업연도이기 때문에 결산확정일에 최종적으로 확인할 수 있는 고배당기업의 해당 여부와 관련한 보다 정확한 주가정보가 형성되기 전에는 주식시장 참가자들이 신중하게 투자의사결정을 했기 때문인 것으로 해석할 수 있을 것이다.

<표 23> 2015년 사업연도 배당기준일 이후의 AAR

일	전체기업		개인주주 지분율 4분위 기업							
			고배당예상 →고배당예상 (유형a)		고배당예상 →저배당예상 (유형b)		저배당예상 →고배당예상 (유형c)		저배당예상 →저배당예상 (유형d)	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.120%	0.74	1.230%	2.61	-0.130%	-0.41	0.777%	1.95	0.515%	1.49
1	0.088%	0.50	-1.399%	-2.72	0.363%	0.82	0.905%	1.17	-0.032%	-0.09
2	0.591%	3.55	-0.370%	-0.52	0.522%	1.38	0.196%	0.33	0.923%	2.15
3	-1.412%	-8.86	-2.270%	-2.76	-1.144%	-1.73	-1.023%	-1.88	-0.977%	-2.84
일	개인주주 지분율 1분위 기업									
	유형a		유형b		유형c		유형d			
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값		
0	-0.903%	-1.44	-0.260%	-0.89	-0.804%	-2.31	-0.123%	-0.34		
1	-0.795%	-0.95	0.900%	2.10	0.190%	0.15	-0.048%	-0.17		
2	0.811%	1.20	0.546%	1.54	0.421%	0.53	0.535%	2.55		
3	-1.790%	-2.18	-1.504%	-5.48	-2.172%	-4.66	-1.686%	-6.42		

<표 24> 2015년 사업연도 배당기준일 이후의 CAR

일	전체기업		개인주주 지분율 4분위 기업									
			유형a		유형b		차이 t값	유형c		유형d		차이 t값
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값		CAR	t값	CAR	t값	
0	0.120%	0.74	1.230%	2.61	-0.130%	-0.41	2.48	0.777%	1.95	0.515%	1.49	0.29
1	0.207%	0.87	-0.169%	-0.24	0.233%	0.43	-0.45	1.682%	1.93	0.483%	0.96	0.85
2	0.798%	2.75	-0.539%	-0.54	0.755%	1.14	-1.12	1.878%	1.77	1.406%	2.13	0.26
3	-0.614%	-1.86	-2.809%	-2.18	-0.390%	-0.42	-1.54	0.854%	0.72	0.429%	0.58	0.21

<표 24> 2015년 사업연도 배당기준일 이후의 CAR (계속)

일	개인주주 지분율 1분위 기업									
	유형(a)		유형(b)		차이 t값	유형(c)		유형(d)		차이 t값
	CAR	t값	CAR	t값		CAR	t값	CAR	t값	
0	-0.903%	-1.44	-0.260%	-0.89	-1.02	-0.804%	-2.31	-0.123%	-0.34	-0.70
1	-1.697%	-1.63	0.639%	1.23	-2.13	-0.615%	-0.46	-0.171%	-0.37	-0.32
2	-0.887%	-0.71	1.185%	1.89	-1.56	-0.193%	-0.12	0.363%	0.72	-0.36
3	-2.677%	-1.80	-0.319%	-0.46	-1.59	-2.365%	-1.46	-1.323%	-2.32	-0.61

2. 개인주주 지분율 상위 및 하위 기업의 범위를 대체적으로 규정할 경우의 주가반응 분석

<표 9> 내지 <표 14>에서는 4분위 및 1분위 기업을 개인주주 지분율 상위 및 하위기업으로 구분해서 분석한 것이다. 그러나, 이러한 기업범위의 규정에서는 개인주주 지분율에 따른 기업 특성의 차이는 보다 명확하게 구분되는 반면 전체 표본기업의 절반이 분석대상에 포함되지 못하는 정보의 손실이 발생하게 된다. 따라서, 이번 절에서는 이러한 측면을 고려해서 중위수를 기준으로 전체 기업을 개인주주 지분율 상위 및 하위기업으로 대체적으로 규정할 경우의 주가반응의 차이를 살펴보고자 한다. 즉, 이하의 <표 25> 내지 <표 30>에서는 <표 9> 내지 <표 14>의 분석을 개인주주 지분율 상위 및 하위 기업의 범위를 대체적으로 규정했을 때의 분석결과를 제시하였다.

먼저, <표 25> 및 <표 26>과 같이 첫 번째 사건일인 2014년의 세법개정안 발표일 이후의 전체적인 주가반응을 살펴보면 개인주주 지분율 상위 기업과 하위 기업을 대체적으로 구분할 경우에도 원래의 기업구분에서 발생한 유의적인 부정적 주가반응을 확인할 수 있다. 단, 개인주주 지분율에 따른 기업 구분에서는 원래의 기업구분에서 확인된 개인주주 지분율 상위 기업의 부정적 주가반응이 상대적으로 약화되었는데, 이러한 결과는 개인주주 지분율에 따른 집단간의 차이가 감소한 희석화 현상이 영향을 미쳤을 것으로 추정할 수 있을 것이다.

〈표 25〉 2014년 세법개정안 발표일(2014.8.6.) 이후의 AAR(대체적 기업 구분)

일	전체기업		개인주주 지분율 상위 기업				개인주주 지분율 하위 기업			
			고배당기업(예상)		저배당기업(예상)		고배당기업(예상)		저배당기업(예상)	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	-0.280%	-2.97	-0.137%	-0.56	-0.383%	-2.38	-0.101%	-0.32	-0.310%	-2.22
1	-0.269%	-2.84	-0.159%	-0.49	-0.337%	-2.55	-0.213%	-0.74	-0.269%	-1.80
2	-0.595%	-5.02	-0.920%	-2.73	-0.671%	-4.57	-0.328%	-1.14	-0.492%	-2.07
3	0.171%	1.61	0.272%	0.84	0.144%	0.80	0.023%	0.09	0.214%	1.29

〈표 26〉 2014년 세법개정안 발표일(2014.8.6.) 이후의 CAR(대체적 기업 구분)

일	전체기업		개인주주 지분율 상위 기업						개인주주 지분율 하위 기업					
			고배당예상		저배당예상		차이	고배당예상		저배당예상		차이		
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값		CAR	t값	CAR	t값			
0	-0.280%	-2.97	-0.137%	-0.56	-0.383%	-2.38	0.83	-0.101%	-0.32	-0.310%	-2.22	0.70		
1	-0.549%	-4.11	-0.296%	-0.73	-0.719%	-3.45	1.02	-0.314%	-0.74	-0.578%	-2.83	0.63		
2	-1.144%	-6.40	-1.217%	-2.30	-1.390%	-5.46	0.33	-0.643%	-1.25	-1.070%	-3.41	0.72		
3	-0.973%	-4.68	-0.945%	-1.52	-1.246%	-3.99	0.48	-0.620%	-1.08	-0.856%	-2.41	0.35		

다음으로, <표 27> 및 <표 28>과 같이 두 번째 사건일인 2014년 사업연도의 결산확정일 이후의 전체적인 주가반응을 살펴보면 개인주주 지분율 상위 기업과 하위 기업을 대체적으로 구분할 경우에도 원래의 기업구분에서 발생한 유의적인 긍정적 주가반응을 확인할 수 있다. 단, 대체적 기업 구분에서는 당초의 기업 구분에서 확인된 개인주주 지분율 상위 기업 중 유형⑥ 기업 대비 유형④ 기업의 상대적인 긍정적 주가반응이 발생하지 않은 반면 개인주주 지분율 하위 기업 중 유형③ 및 유형④ 기업 간의 비유의적 주가반응은 유사하게 발생했는데, 여기서 전자의 결과 차이는 역시 집단간 차이의 감소로 인한 희석화 현상이 영향을 미친 것으로 추정할 수 있을 것이다.

<표 27> 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 AAR(대체적 기업 구분)

일	전체기업		개인주주 지분율 상위 기업							
			고배당예상 →고배당예상 (유형㉠)		고배당예상 →저배당예상 (유형㉡)		저배당예상 →고배당예상 (유형㉢)		저배당예상 →저배당예상 (유형㉣)	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.211%	1.75	0.688%	1.09	0.170%	0.54	-0.171%	-0.53	0.509%	1.68
1	0.517%	4.24	0.059%	0.13	0.468%	1.17	0.647%	2.18	0.462%	1.45
2	0.582%	5.50	-0.251%	-0.79	0.309%	1.10	1.425%	3.13	0.291%	1.41
3	0.500%	4.33	0.000%	0.00	0.347%	0.85	0.862%	1.97	0.641%	2.76
일	개인주주 지분율 하위 기업									
	유형㉠		유형㉡		유형㉢		유형㉣		유형㉤	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.638%	1.75	0.365%	0.60	-0.306%	-0.99	0.047%	0.25		
1	0.424%	1.13	0.848%	1.60	0.852%	2.48	0.427%	2.28		
2	0.701%	2.28	0.281%	0.83	1.304%	4.69	0.528%	2.30		
3	0.477%	1.32	0.226%	0.36	0.689%	2.02	0.369%	1.91		

<표 28> 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 CAR(대체적 기업 구분)

일	전체기업		개인주주 지분율 상위 기업									
			유형㉠		유형㉡		차이	유형㉢		유형㉣		차이
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값
0	0.211%	1.75	0.688%	1.09	0.170%	0.54	0.82	-0.171%	-0.53	0.509%	1.68	-0.95
1	0.727%	4.25	0.747%	0.95	0.638%	1.25	0.12	0.477%	1.09	0.971%	2.20	-0.48
2	1.310%	6.51	0.496%	0.59	0.947%	1.63	-0.45	1.902%	3.02	1.263%	2.60	0.53
3	1.810%	6.51	0.496%	0.53	1.294%	1.82	-0.68	2.764%	3.60	1.903%	3.53	0.62
일	개인주주 지분율 하위 기업											
	유형㉠		유형㉡		차이	유형㉢		유형㉣		차이		
	CAR	t값	CAR	t값	t값	CAR	t값	CAR	t값	t값		
0	0.638%	1.75	0.365%	0.60	0.40	-0.306%	-0.99	0.047%	0.25	-0.65		
1	1.062%	2.03	1.213%	1.50	-0.16	0.546%	1.18	0.473%	1.78	0.09		
2	1.763%	2.90	1.493%	1.71	0.26	1.850%	3.43	1.001%	2.85	0.88		
3	2.240%	3.17	1.719%	1.60	0.42	2.539%	3.98	1.370%	3.42	1.04		

다음으로, <표 29> 및 <표 30>과 같이 세 번째 사건일인 2015년 사업연도의 결산확정일 이후의 전체적인 주가반응을 살펴보면 개인주주 지분율 상위 기업과 하위 기업을 대체적으로 구분할 경우에도 원래의 기업 구분에서 발생한 유의적인 긍정적 주가반응을 확인할 수 있다. 또한, 대체적 기업 구분에서도 당초의 기업 구분과 마찬가지로 개인주주 지분율의 수준 및 해당 사건일에 직전 사건일의 고배당기업 여부 예상과 동일하게 또는 반대로 확정되었는지와 무관하게 유의적인 주가반응의 차이가 발생하지 않은 것을 확인할 수 있다.

<표 29> 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 AAR(대체적 기업 구분)

일	전체기업		개인주주 지분율 상위 기업							
			고배당예상 →고배당확정 (유형①)		고배당예상 →저배당확정 (유형②)		저배당예상 →고배당확정 (유형③)		저배당예상 →저배당확정 (유형④)	
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값
0	0.471%	3.39	0.375%	0.82	0.875%	1.55	0.429%	1.35	0.633%	1.75
1	0.105%	0.90	-0.134%	-0.37	0.063%	0.19	-0.293%	-0.70	0.612%	2.51
2	0.222%	2.30	0.559%	1.25	0.171%	0.61	0.764%	2.14	-0.064%	-0.35
3	0.331%	3.45	0.077%	0.29	0.045%	0.17	0.571%	1.25	0.203%	1.12
일	개인주주 지분율 하위 기업									
	유형①		유형②		유형③		유형④			
	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값	AAR	t값		
0	-0.011%	-0.03	0.643%	1.43	0.370%	0.75	0.229%		1.72	
1	0.197%	0.31	-0.257%	-1.21	0.039%	0.17	-0.064%		-0.26	
2	0.254%	0.54	-0.001%	0.00	0.766%	1.24	0.325%		1.98	
3	0.537%	1.56	0.572%	1.86	0.645%	1.54	0.334%		1.86	

<표 30> 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 CAR(대체적 기업 구분)

일	전체기업		개인주주 지분율 상위 기업									
			유형①		유형②		차이 t값	유형③		유형④		차이 t값
	CAR	t값	CAR	t값	CAR	t값		CAR	t값	CAR	t값	
0	0.471%	3.39	0.375%	0.82	0.875%	1.55	-0.55	0.429%	1.35	0.633%	1.75	-0.23
1	0.576%	3.18	0.241%	0.42	0.937%	1.42	-0.64	0.136%	0.26	1.245%	2.85	-0.95
2	0.797%	3.89	0.800%	1.09	1.108%	1.55	-0.25	0.901%	1.42	1.181%	2.50	-0.21
3	1.128%	4.98	0.877%	1.12	1.153%	1.51	-0.21	1.472%	1.88	1.384%	2.74	0.06

〈표 30〉 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 CAR(대체적 기업 구분) (계속)

일	개인주주 지분율 하위 기업									
	유형㉑		유형㉒		차이 t값	유형㉓		유형㉔		차이 t값
	CAR	t값	CAR	t값		CAR	t값	CAR	t값	
0	-0.011%	-0.03	0.643%	1.43	-0.94	0.370%	0.75	0.229%	1.72	0.35
1	0.187%	0.26	0.386%	0.78	-0.23	0.409%	0.75	0.166%	0.59	0.37
2	0.441%	0.52	0.385%	0.67	0.05	1.176%	1.42	0.491%	1.52	0.83
3	0.978%	1.07	0.957%	1.47	0.02	1.821%	1.97	0.826%	2.23	1.06

3. 사건일별 거래량 분석

본 연구는 배당소득증대세제에 따른 세금부담의 변동이 주요 사건일에 개인주주의 주식 수요에 영향을 미쳐서 주가에 유의적 영향을 미치는지의 여부를 분석했기 때문에 거래량은 별도로 고려하지 않았다. 그러나, 사건일에 급격한 거래량의 변동이 발생하는 경우에는 주가 변동 외에 배당소득증대세제에 대한 개인주주의 추가적 대응이 있는 것으로 해석할 수 있을 것이다. 이번 절에서는 이러한 측면을 고려해서 개별 사건일 이후에 추정기간의 평균적 거래량과 비교한 비정상적인 거래량의 증감이 있었는지의 여부를 살펴보도록 한다. 구체적으로, 이하의 <표 31> 내지 <표 33>에서는 개별 기업의 추정기간(150일 전-1일 전)의 평균 거래량을 기준으로 개별 기업의 일자별 거래량 비율을 계산한 후에 개별 집단 구분에 포함되는 기업들의 동(同)비율의 평균을 계산해서 기재한 것이다. 예컨대, <표 31> 내지 <표 33>에 기재된 각각의 비율은 개별 기업의 사건일 150일 전부터 1일 전까지의 거래량(100%)을 기준으로 일자별로 거래량의 상대적 비율을 백분율로 계산한 후에 동일한 집단에 포함된 기업들의 해당 비율들의 평균을 계산한 것이다.

〈표 31〉 2014년 세법개정안 발표일(2014.8.6.) 이후의 주식거래량 변동

일	전체 기업	개인지분율 상위 기업(4분위)		개인지분율 하위 기업(1분위)	
		고배당 예상	저배당 예상	고배당 예상	저배당 예상
0	100.1%	81.9%	79.4%	129.0%	116.6%
1	90.7%	76.9%	80.2%	106.4%	100.4%
2	106.1%	109.7%	80.8%	81.2%	141.1%
3	99.3%	83.1%	69.8%	89.6%	140.2%

〈표 32〉 2014년 사업연도 결산확정일 이후의 주식거래량 변동

일	전체 기업	개인지분율 상위 기업(4분위)				개인지분율 하위 기업(1분위)			
		유형㉠	유형㉡	유형㉢	유형㉣	유형㉠	유형㉡	유형㉢	유형㉣
0	202.4%	173.8%	148.3%	145.4%	330.7%	181.6%	200.1%	133.9%	152.0%
1	162.9%	139.0%	165.5%	152.7%	212.9%	166.2%	197.1%	130.1%	123.2%
2	170.0%	176.8%	169.7%	253.8%	197.0%	120.2%	136.1%	122.0%	151.2%
3	155.3%	149.0%	173.5%	171.6%	190.7%	114.5%	137.4%	114.5%	140.8%

〈표 33〉 2015년 사업연도 결산확정일 이후의 주식거래량 변동

일	전체 기업	개인지분율 상위 기업(4분위)				개인지분율 하위 기업(1분위)			
		유형㉠	유형㉡	유형㉢	유형㉣	유형㉠	유형㉡	유형㉢	유형㉣
0	161.0%	187.6%	269.2%	89.0%	212.1%	95.0%	153.8%	135.8%	100.9%
1	252.2%	141.8%	300.8%	52.4%	501.2%	89.2%	160.7%	101.8%	124.6%
2	176.5%	116.0%	199.9%	137.1%	247.1%	77.8%	172.4%	123.8%	137.5%
3	115.9%	115.2%	127.5%	61.2%	123.5%	71.0%	169.5%	76.3%	102.4%

<표 31> 내지 <표 33>과 같이 개별 사건일을 전후한 유의적인 주가변동과는 별개로 거래량의 측면에서는 추정기간 동안의 평균적 수준을 크게 벗어나는 현상을 확인할 수는 없기 때문에 사건일 이후의 분석기간 동안에 주가 변동 외에 배당소득증대세제에 대한 개인주주의 추가적 대응은 없었던 것으로 추정할 수 있을 것이다.

VI. 결 론

정부는 침체된 국내 경기를 활성화하기 위해 2014년 8월에 가계소득 증대세제 3대 패키지를 3년간 한시적으로 도입하였다. 가계소득 증대세제 3대 패키지는 근로소득 증대세제, 배당소득 증대세제 및 기업소득 환류세제로 구성되어 있는데, 이들 중 배당소득 증대세제는 고배당기업의 개인주주에게 배당소득의 원천징수세율을 인하하고, 금융소득종합과세 대상자에게는 선택적 분리과세 또는 세액공제를 허용하는 것을 주된 내용으로 하고 있다.

본 연구는 이러한 배당소득 증대세제의 효과성을 확인하기 위해 배당소득 증대세제의 적용대상인 고배당기업의 주식에 대한 투자자들의 수요가 유의적으로 증가했는지의 여부를 사건 연구의 방법으로 분석하였다.

구체적으로, 먼저 첫 번째 사건일인 배당소득 증대세제가 포함된 2014년의 세법개정안 발표 일에는 과거의 배당실적을 바탕으로 고배당기업으로 구분되어 조세혜택이 예상되는 기업의 구분과 함께 개인 주주의 지분율을 기준으로 분석대상 기업들을 분류한 후에 주식시장의 누적비정상수익률을 비교해서 그 시행효과를 분석하였다. 두 번째와 세 번째 사건일인 2014년 및 2015년 사업연도분 결산확정일에도 과거의 배당실적을 바탕으로 한 고배당기업 예상의 구분과 함께 개인 주주의 지분율을 기준으로 분석대상 기업들을 분류했는데, 여기에서는 단순한 고배당기업의 해당 여부 대신 직전 사건일을 기준으로 한 고배당기업의 구분 예상과 해당 사건일을 기준으로 한 고배당기업의 구분 결과에 따른 호의적 사건(고배당기업으로 예상되지 않았던 기업이 실제로는 고배당기업으로 구분되는 경우) 및 부정적 사건(고배당기업으로 예상된 기업이 실제로는 고배당기업으로 구분되지 않는 경우)의 해당 여부에 따른 기업 구분을 적용하였다.

연구 표본은 최초의 표본으로 배당소득 증대세제가 개별 기업의 배당금 지급액에 미치는 영향을 지속적으로 배당금을 지급하는 기업들을 대상으로 확인하기 위해 2013년부터 2015년까지 연속해서 배당금을 지급한 상장기업으로 선정 한 후에 여기에 다시 배당소득 증대세제와 다른 방식으로 개별 기업의 배당금 지급액에 영향을 미칠 수 있는 기업소득 환류세제의 적용대상 기업과 구체적 계산에 필요한 자료 중에 결측치가 있는 기업을 추가적으로 제외해서 최종적으로 573개 기업을 분석대상 표본으로 선정하였다. 또한, 분석대상 표본에 포함되는 개별 상장기업의 주주특성 및 배당금 지급액 자료는 한국예탁결제원의 실질주주 관련 자료를 활용하였다.

본 연구의 실증분석 결과 첫 번째 사건일인 2014년의 세법개정안 발표일에 배당금 지급 기업들은 전체적으로 유의적인 부정적 추가반응이 나타났고, 특히 개인주주 지분율이 높은 기업에서 더욱 강한 부정적 추가반응이 나타났는데, 이것은 당시 세법개정안에 포함된 연금소득 과세개선 등으로 인해 배당소득 증대세제의 조세혜택이 다른 금융상품에 비해 상대적으로 작았기 때문인 것으로 해석할 수 있다.

두 번째와 세 번째 사건일인 2014년과 2015년의 결산확정일의 경우에는 배당금 지급 기업들의 주가가 전체적으로 유의적인 긍정적 반응을 나타냈고, 이러한 긍정적 추가반응이 개인주주의 지분율에 의한 기업 구분 및 호의적 또는 부정적 사건의 해당 여부에 따른 구분과는 대체적으로 무관한 것으로 나타났다. 또한, 이러한 실증분석 결과가 결산확정일 이전에 개별 기업의 이사회 결의 내용을 바탕으로 한 고배당기업 해당 여부의 예상이 주식시장에 미리 알려져서 이미 주가에 반영되었을 가능성(강형 효율적 시장가설)을 고려해서 배당금 지급 결정 이사회 결의일을 사건일로 해서 추가적 분석을 시행했지만 이 경우에도 기업 구분에 따른 추가반응의 유의적 차이는 확인할 수 없었다. 단, 이러한 추가반응의 비유의적 차이는 상장기업의 배당금이 소수의 일부 대주주 등에게 집중됨에 따라 대다수 소액투자자들이 배당소득 증대세제의 개편 내용에 무관심하게 됨에 따라 나타난 결과로 해석할 가능성은 추정할 수 있다.

전체 상장기업을 대상으로 한 이상의 실증분석 결과를 시장별로 구분하면 첫 번째 사건일에

발생한 유의적인 부정적 주가반응과 두 번째 및 세 번째 사건일에 발생한 유의적인 긍정적 주가반응이 코스피 시장과 코스닥 시장에서 모두 나타나는 것으로 확인되었다. 단, 개인주주 지분율에 따른 세부적인 기업 구분에서는 시장별 차이가 다소 나타나서 개별 사건일의 전체 시장을 대상으로 한 주가반응에 시장별 구분에 따른 특성이 다소 영향을 미칠 수 있지만, 이로 인한 차이가 충분하지는 않은 것을 확인할 수 있다.

본 연구는 이상과 같은 방식으로 현행 배당소득 증대세제의 효과성을 동(同)세제의 구체적 내용에 따른 기업 구분을 바탕으로 한 자본시장의 반응을 통해 확인하고, 이를 통해 장래의 제도 개편에 참고할 수 있는 정책적 시사점을 제공했다는 점에서 공헌점이 있다고 할 수 있다. 특히, 조세특례의 신설 및 개편에서는 이를 통해 경제적 효과성과 조세부담의 공정성 측면의 효과를 충분히 분석해야 하지만 사후적 검증을 통해 이러한 기대효과가 충분히 발생하지 않는 경우에는 해당 조세특례를 폐지할 것인지 또는 보완해서 시행할 것인지에 대한 지속적 검토가 필요한데, 본 연구의 분석은 2017년말에 일몰기한이 도래하는 배당소득 증대세제의 장래의 제도 운영과 관련한 다양한 비판적 논의의 가능성을 제시한 측면에서 실무적 의의가 있다고 할 수 있을 것이다.

참고문헌

- 고종권. 2004. “배당소득세와 기관지분율이 주식수익률에 미치는 영향”, 회계학연구 제29권 제4호 : 249-276.
- 고종권. 2005. “배당의 변화, 배당소득세와 주식수익률의 관계”, 회계학연구 제30권 제1호 : 189-216.
- 박광훈. 2003. “배당세와 기업가치”, 회계학연구 제28권 제1호 : 33-47.
- 이예지. 2015. “기업소득 환류세제 및 배당소득 증대세제가 상장기업의 배당정책에 미치는 영향”, 2015년 한국세무학회 추계학술발표대회 발표논문집 : 101-133.
- 이화진. 2004. “주주지분의 가치평가와 배당소득세 효과 : 배당정책과 조세특성의 영향”, 회계·세무와감사연구 제40호 : 181-213.
- 정운오·전병욱. 2010. “세무조사와 주가반응”, 세무학연구 제27권 제3호 : 179-203.
- 조정원·정재현. 2016. “배당소득세 변화가 주식시장 반응에 미치는 영향”, 조세연구 제16권 제4집 : 7-36.
- 한선아·성용운. 2016. 최대주주 개인지분율이 고배당기업 주식의 배당소득에 대한 과세특례 활용에 미친 영향, 세무학연구 제33권 제4호 : 191-223.
- 홍영도·김갑순. 2015. “배당소득증대세제와 기업소득환류세제 도입과 주가수익률”, 세무와회계저널 제16권 제2호 : 231-260.
- 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. *Accounting Review* 77(4) : 933-947.
- Black, F. and M. Scholes. 1974. The effect of dividend yield and dividend policy on common stock prices and returns. *Journal of Financial Economics* 1 : 1-22.
- Brown, S., and J. Warner. 1985. Using daily stock returns : The case of event studies. *Journal of Financial Economics* 14(1) : 3-31.
- Dhaliwal, D., L. Krull, O.Z. Li. and W. Moser. 2005. Dividend taxes and implied cost of equity capital. *Journal of Accounting Research* 43 : 675-708.
- Hanlon, M., J. Myers, and T. Shevlin. 2003. Dividend taxes and firm valuation : A reexamination. *Journal of Accounting and Economics* 35 : 119-153.
- Harris, T. and D. Kemsley. 1999. Dividend Taxation in Firm Valuation : New Evidence. *Journal of Accounting Research(Autumn)* : 275-291.
- MacKinlay, C. 1997. Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature* 35(1) : 13-39.
- McKenzie K. J. and A. J. Thomson. 1995, Dividend taxation and equity value : The Canadian tax changes of 1986. *Canadian Journal of Economics* 28(2) : 463-472.

Effects of Taxation Package to Boost Dividend Income on Stock Market

Jai Bong You* · Byung Wook Jun**

— <Abstract> —

In August 2014, the South Korean government temporarily introduced ‘the three taxation packages to boost household income’ in order to revitalize a sluggish domestic economy. The three taxation packages consisted of a package to boost labor income, a package to boost dividend income, and a package to strengthen the link between corporate earnings and household income. Among these three, the package to boost dividend income lowered the individual shareholder’s withholding tax rate on dividend income, given that the income was being paid from a high-dividend corporation. Furthermore, it allowed a shareholder who was subject to comprehensive taxation on financial income to choose a separate form of taxation or tax credit.

This study examines the taxation package to boost dividend income’s effectiveness at increasing investors’ demands for stocks of high dividend corporations. Results were obtained through an event study analysis, comparing the difference in stock price return on the announcement date of the package to boost dividend income plan and the dates of the 2014–2015 fiscal year’s settlement. This was done after classifying stock price response by company type, the percentage of individual shareholder’s shareholdings, and dividend payment.

The results of empirical analysis showed that stock price responses on the taxation package to boost dividend income’s announcement date were significantly negative. In particular, corporations with a high-ratio of individual’s shareholdings tended to show stronger negative stock price responses. This conclusion was drawn from the fact that the tax benefits of the taxation package to boost dividend income were relatively small when compared to other taxation package changes, such as the improvement of taxation on pension income.

In the cases of the 2014 and 2015 fiscal year’s settlement date, the overall stock price response of corporations that pay dividends, which were generally independent of the corporation classifications by individual shareholder’s stakeholdings and whether they were favorable or negative cases, was significantly positive. From this result, it can be interpreted that most small investors are indifferent to such tax revision plans, including the taxation package to boost dividend income, as the dividends of listed companies are mostly concentrated on a small number of large shareholders.

<Key words> Taxation package to boost dividend income, Corporation paying high dividend, AAR, CAR

* Ph.D. Student, Graduate School of Science in Taxation, University of Seoul, CPA, youjb73@gmail.com, First Author

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