

배당소득 증대세제와 기업의 내재자본비용*

김단비** · 윤성수*** · 두서영****

〈요 약〉

본 연구는 「가계소득 증대세제」 중 하나인 배당소득 증대세제가 배당을 늘려 세제혜택 요건을 충족한 기업의 내재자본비용에 영향을 미치는지를 분석하고, 이러한 효과가 기업의 지분구조에 따라 차별적인지를 분석한다. 또한 세제혜택을 적용받고자 배당을 증가시킨 기업이 배당소득 증대세제의 종료 후에도 증가된 배당금을 유지하는지를 분석한다.

유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 12월 결산 비금융업 기업을 대상으로 배당소득 증대세제가 적용된 2015년에서 2017년까지의 기간을 그 전·후 기간과 각각 비교하여 실증분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 배당소득 증대세제 적용기간에 세제혜택을 받은 기업의 내재자본비용이 감소하였다. 이는 세제혜택에 따른 투자자의 세부담 감소 효과가 내재자본비용에 반영된 것으로 보인다. 둘째, 대주주지분율이 높을수록 내재자본비용 감소효과가 완화되는 것으로 나타났다. 이는 대주주의 이익 실현을 위한 배당 증가를 투자자들이 부정적으로 평가하거나, 적용기간 중 세법개정에 따라 대주주에 대한 세제혜택이 감소하여 배당을 증가시킬 유인이 감소하였기 때문인 것으로 보인다.

추가분석에서 배당소득 증대세제의 종료 후 고배당기업의 배당 행태를 살펴본 결과, 배당소득 증대세제의 시행기간 동안 세제혜택을 받은 횟수가 많은 기업일수록 동 제도의 종료 후에도 증가한 배당을 유지하는 것으로 나타났다. 기업의 수익성을 비교해 본 결과, 수익성이 높아 배당을 늘릴 여력이 있는 기업은 세제혜택을 위해 배당을 증가시키고 이후 기간에도 이를 유지한 것으로 나타나 배당소득 증대세제의 도입 취지와 일치하는 반면, 수익성이 낮은 기업의 경우 세제혜택을 위해 배당을 일시적으로 증가시키나 과도한 배당이 오히려 기업의 투자를 감소시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미쳤을 가능성도 있는 것으로 나타났다.

본 연구는 배당소득 증대세제의 적용기간 동안 고배당기업의 내재자본비용을 분석함으로써 배당소득 증대세제의 경제적 효과를 직접적으로 검증하였다. 한시적인 세제혜택도 기업의 내재자본비용에 영향을 미칠 수 있고 그 효과는 기업의 지분구조에 따라 차별적이며, 세제혜택을 위해 증가한 배당이 과세특례제도가 종료된 이후에도 유지되는지 여부가 기업의 수익성에 따라 다르게 나타난

* 이 연구는 고려대학교 경영대학 연구비를 지원받아 수행되었음

** 고려대학교 경영대학 박사과정, dahn@korea.ac.kr, 주저자

*** 고려대학교 경영대학 교수, ssyoon@korea.ac.kr, 공동저자

**** 강남대학교 경제세무학과 조교수, sydoo@kangnam.ac.kr, 교신저자

다는 연구 결과는 정부가 세제혜택을 통해 기업의 배당을 유도하고 자본시장을 활성화하기 위한 정책을 수립하는 데 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

〈주제어〉 배당소득 증대세제, 내재자본비용, 고배당기업, 대주주지분을

I. 서 론

본 연구는 2015년부터 2017년까지 한시적으로 시행된 배당소득 증대세제가 기업의 자본조달 비용에 미친 영향을 분석한다. 구체적으로, 배당소득에 대한 세금혜택이 고배당기업의 자기자본 비용에 미친 영향을 살펴보고, 해당 기업의 지분구조에 따라 그 효과가 차별적인지를 분석한다.

세계 경제의 회복세 둔화와 내수 부진 등으로 장기적인 경기침체가 우려되자 정부는 기업소득과 가계소득 간 선순환을 통해 내수경제를 활성화하고자 2014년 세법개정을 통하여 「가계소득 증대세제」 3대 패키지를 도입하고 3년간 시행하기로 하였다. 가계소득 증대세제 3대 패키지는 임금(근로소득)을 증가시킨 기업에 세액공제를 통해 인센티브를 부여하는 “근로소득 증대세제”, 고배당주식의 배당소득에 대해 주주의 소득세율을 경감하여 인센티브를 부여하는 “배당소득 증대세제”와 기업소득 중 투자, 임금증가, 배당재원으로 이용한 금액이 일정액에 미달하는 경우 법인세를 추가과세하는 “기업소득 환류세제”로 구성된다.¹⁾ 이는 기업이 창출한 소득을 투자, 임금증가, 배당에 활용하도록 유도하고 임금과 배당을 통해 증가한 가계소득이 민간소비의 확대로 이어져 기업의 수익성이 개선되고 투자가 확대되는 선순환 구조를 유도하기 위한 것이다.

이 중 배당소득 증대세제는 고배당 요건을 충족하는 상장기업 개인주주의 배당소득에 대해 소득세 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하고, 금융소득종합과세 대상인 경우에는 25% 세율의 분리과세를 선택할 수 있도록 하여 개인주주의 배당소득에 대한 세부담을 완화하는 것이다. 우리나라의 세법상 배당소득에 대한 세부담은 자본이득에 대한 세부담보다 큰 것이 일반적이다.²⁾ 이러한 세부담 차이에 따라 대주주는 배당보다 자본이득을 선호하는 유인을 가질 수 있다.

1) 각 세제의 공식 명칭은 “근로소득을 증대시킨 기업에 대한 세액공제”(조세특례제한법 제29조의4, 2020년 12월 31일이 속하는 과세연도까지 적용 연장), “고배당기업 주식의 배당소득에 대한 과세특례”(조세특례제한법 제104조의27, 2017.12.19. 삭제), “기업의 미환류소득에 대한 법인세”(법인세법 제56조, 2018.12.24. 삭제)이다. 이하 본 연구에서는 각각 근로소득 증대세제, 배당소득 증대세제, 기업소득 환류세제로 표현한다.

2) 배당소득 증대세제를 포함하기 위한 소득세법 개정(2014.12.23.) 전 소득세법에 따르면 상장기업의 개인주주가 금융소득종합과세 대상이 아닌 경우 배당소득에 대해 14%의 세율로 소득세가 원천징수되며, 금융소득종합과세 대상인 경우 배당소득은 종합소득에 포함되어 누진세율로 과세된다. 상장기업의 개인주주에게 자본이득(주식양도소득)이 발생한 경우 일반적으로 양도소득세가 과세되지 않으나 해당 주주가 소득세법상 대주주의 요건을 충족한다면 20%(1년 미만 보유한 중소기업 외의 법인의 주식은 30%)의

배당소득 증대세제는 배당소득과 자본이득 간 주주의 세부담 차이를 완화하여 기업의 배당 증대를 유도함으로써 가계의 가치분소득을 증가시켜 내수 활성화를 도모할 뿐만 아니라 배당을 선호하는 주주의 자금이 기업에 유입되도록 하여 기업의 자본조달비용이 감소하고 투자여력이 확대되는 것을 기대하였다.³⁾ 본 연구는 정부가 기대한 배당소득 증대세제의 경제적 효과 중 자본시장의 활성화 효과에 초점을 맞추어 고배당 요건을 충족한 기업의 자기자본비용이 감소하였는지를 검증하고자 한다.

세금자본화(tax capitalization)에 관한 선행연구는 주주 단계에서의 세금이 해당 주식의 가격에 반영되는지를 분석하였다. Dhaliwal et al.(2007)은 고용 및 성장을 위한 조세감면법(The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003, JGTRRA03)에 따른 배당소득세율의 인하가 기업의 자기자본비용을 낮추었음을 실증하였으며, 고종권(2009)은 2000년 말의 세제개편에 따른 배당소득 원천징수세율의 인하와 2001년 말의 세제개편에 따른 소득세율의 인하로 자기자본비용이 감소하였음을 실증하여 세금자본화를 지지하였다. 즉, 배당소득에 대한 투자자의 세부담이 완화되어 투자자들이 기업에 요구하는 자본비용이 낮아진 것이다.

정부가 배당소득 증대세제를 도입하면서 기대한 기업의 자본조달비용 감소 효과 역시 이와 동일한 논리이다. 이에 본 연구는 배당소득 증대세제의 경제적 효과를 검증하기 위하여 다음의 두 가지를 분석한다. 첫째, 고배당기업 개인주주의 배당소득세 부담을 줄여주는 배당소득 증대세제는 개인주주의 요구수익률을 낮추어 고배당기업의 자본조달비용이 감소할 것으로 예상된다. 하지만 배당소득 증대세제는 2014년 8월에 세제개편안을 통해 발표할 때부터 3년간 시행하는 것으로 계획된 일시적인 세제혜택이므로 주주의 요구수익률에 반영되지 않을 수 있다(Dhaliwal et al. 2007). 또한, 배당소득 증대세제는 고배당을 촉진하기 위하여 세법상 고배당 요건을 충족하는 상장기업의 주식에만 적용되는데, 고배당기업에 해당하기 위한 요건이 까다롭고, 고배당기업에 해당하는지 여부를 사전에 알 수 없어 세제혜택이 주주의 요구수익률에 반영되지 않을 수 있다. 즉, 정부의 기대와 달리 고배당기업의 자본조달비용이 낮아지지 않을 가능성도 존재한다. 따라서 본 연구에서는 배당소득 증대세제의 적용기간 동안 고배당기업의 자기자본비용에 관한 실증 증거를 제시하고자 한다.

둘째, 배당소득 증대세제가 고배당기업의 자기자본비용에 미치는 영향이 고배당기업의 대주주지분율에 따라 달라지는지를 분석한다. 정부는 기업의 고배당 의사결정을 유도하기 위해서는 주주총회에서 영향력이 큰 대주주에 대해서도 혜택을 부여할 필요가 있다고 판단하여 대주주인 개인주주에 대해서도 배당소득에 대해 25% 분리과세를 선택할 수 있는 혜택을 부여하였다.⁴⁾ 자본이득을 통한 이익 실현이 제한적인 최대주주에 해당하는 개인주주의 경우 배당소득 증대세제

세율로 양도소득세가 과세된다.

3) 2014년 세법개정안 보도자료, 기획재정부, 2014년 8월 6일

4) 2014년 세법개정안 보도자료, 기획재정부, 2014년 8월 6일

에 따른 분리과세 혜택은 낮은 세율로 이익을 실현할 기회가 되므로(한선아·성용운 2016), 이들의 지분율이 높은 고배당기업에서는 주주의 세부담 감소가 내재자본비용의 감소에 미치는 영향이 강화될 수 있다. 하지만 대주주의 이익 실현을 위한 고배당 의사결정이 기업가치 증진을 위한 최적 배당액과 상이하거나 자본시장에서 이러한 의사결정을 일시적일 것으로 평가하는 경우 자기자본비용의 감소 효과가 약화될 수 있다. 또한, 정부는 배당소득 증대세제의 혜택이 고소득층에 쏠리는 문제를 보완하고 과세형평성을 높이기 위하여 2016년부터 금융소득종합과세 대상자에 대한 25% 분리과세를 5% 세액공제(2천만 원 한도)로 전환하였다.⁵⁾ 즉, 배당소득금액이 큰 대주주에 대한 세제혜택이 감소하였는데, 이로 인해 배당소득 증대세제의 자본비용 감소 효과가 약화될 수 있다.

본 연구는 배당소득 증대세제가 적용된 기간인 2015년부터 2017년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 12월 결산 비금융업 기업을 대상으로 실증분석을 하였다. 고배당기업은 조세특례제한법 시행령 제104조의24에 따라 구분하였다.⁶⁾ 표본 중 과세특례가 적용되는 3년 동안 고배당기업 요건을 충족한 기업은 모두 191개 기업-연도이며, 이 중 21개 기업-연도만이 3년 모두 고배당기업 요건을 충족하였고, 87개 기업-연도는 고배당기업 요건을 1회, 83개 기업-연도는 고배당기업 요건을 2회 충족하였다. 투자자의 사전적 기대가 반영된 내재자본비용은 초과이익성장모형을 기초로 한 Easton(2004), Gode and Mohanram(2003)에 따라 추정하였다.

실증분석 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 고배당기업은 내재자본비용과 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 배당소득 증대세제 적용기간 동안 고배당기업의 자기자본비용이 고배당기업이 아닌 기업의 자기자본비용에 비해 낮음을 나타내는 것으로, 주주의 배당소득세 부담 감소가 주주의 요구수익률 감소로 이어졌음을 의미한다. 둘째, 고배당기업과 내재자본비용 간 관계가 대주주지분율에 따라 차별적인지를 분석한 결과, 대주주지분율이 높을수록 고배당기업과 내재자본비용 간 음(-)의 관계가 약화되는 것으로 나타났다. 이는 대주주의 이익 실현을 위한 배당의사결정을 자본시장에서 부정적으로 평가하거나 대주주의 배당소득에 대한 세제혜택이 감소하여 배당소득 증대세제의 자본비용 감소 효과가 줄어든 것으로 해석할 수 있다.

배당소득 증대세제가 한시적인 과세특례임에도 불구하고 고배당기업의 자기자본비용이 감소하였다는 것은 자본시장에서 과세특례기간 중 증가한 배당성향이 유지될 것으로 기대했음을 의미한다. 추가분석에서 고배당기업의 과세특례 적용기간과 그 전·후의 주당 배당금을 분석한 결과 과세특례를 3회 모두 적용받은 기업에서는 과세특례기간과 그 전·후 모두 주당배당금이 증가한 것으로 나타났으며, 이는 증가한 배당이 유지될 것이라는 자본시장의 기대와 일관된다. 하

5) 2016년 세법개정안 보도자료, 기획재정부, 2016년 7월 28일

6) 고배당기업이란 배당성향과 배당수익률이 시장평균의 120% 이상이고 총배당금액 증가율이 10% 이상인 주권상장법인 또는 배당성향과 배당수익률이 시장평균의 50% 이상이고 총배당금액 증가율이 30% 이상인 주권상장법인을 말한다.

지만 과세특례를 1-2회 적용받은 기업의 경우 과세특례기간에는 주당배당금이 크게 증가하였으나 그 이후에는 주당배당금이 감소하였는데, 이는 세제혜택을 위해 기업이 한시적으로 고배당 의사결정을 하였을 가능성을 의미한다.

본 연구는 배당소득 증대세제가 적용된 기간 동안 고배당기업의 내재자본비용을 분석함으로써 배당소득 증대세제의 경제적 효과를 직접적으로 검증하였다는 점에서 선행연구와 차별되는 공헌점이 있다. 배당소득 증대세제에 관한 선행연구는 배당소득 증대세제가 주식수익률에 미치는 영향(홍영도·김갑순 2015; 유재봉·전병욱 2017)과 최대주주의 개인지분율이 고배당 의사결정에 미치는 영향(한선아·성용운 2016)을 분석하였다. 정부가 배당소득 증대세제를 도입하면서 기대한 주된 경제적 효과 중 하나는 기업의 배당 증대를 통해 배당을 선호하는 주주의 자금이 기업에 유입되도록 하여 기업의 자본조달비용을 낮추는 것이었다. 본 연구는 주주의 사전적 요구수익률에 해당하는 내재자본비용을 이용하여 배당소득증대세제의 자본조달비용 감소 효과를 직접적으로 검증하였으며, 실증분석 결과는 정부가 기대한 바와 같이 배당소득 증대세제가 고배당기업의 자본조달비용을 낮추는 데 기여하였음을 시사한다. 또한, 배당소득 증대세제 도입의 예상효과를 분석한 선행연구(홍영도·김갑순 2015; 유재봉·전병욱 2017)를 확장하여 배당소득 증대세제가 적용된 전 기간을 대상으로 그 경제적 효과를 분석하였다. 선행연구는 배당소득 증대세제에 대한 주식시장 투자자들의 상반된 기대를 보고하였는데, 본 연구의 결과는 세제혜택을 위한 기업의 배당의사결정에 대한 투자자들의 평가가 기업의 지분구조에 따라 달라질 수 있음을 시사한다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서 배당소득 증대세제와 선행연구를 검토한 후 이를 기초로 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구모형과 표본의 구성에 관해 기술하고, 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장에서는 연구를 요약하고 시사점을 기술한다.

Ⅱ. 제도적 배경과 선행연구 검토 및 연구가설 설정

1. 제도적 배경 : 배당소득 증대세제

2014년 세법개정을 통해 도입된 가계소득 증대세제 3대 패키지는 기업소득과 가계소득 간 선순환을 통해 내수경제를 활성화하기 위한 것으로, 근로소득 증대세제, 배당소득 증대세제, 기업소득 환류세제로 구성된다. 이 중 배당소득 증대세제는 고배당주식의 배당소득에 대한 주주의 세부담을 줄임으로써 기업의 배당 확대와 주식시장 활성화를 주된 목적으로 한다.⁷⁾ 조세특례제

7) 2014년 세법개정안 보도자료, 기획재정부, 2014년 8월 6일

한법 제104조의27 및 동법 시행령 제104조의24에 규정된 배당소득 증대세제의 주요 내용을 요약하면 <표 1>과 같다.⁸⁾

<표 1> 배당소득 증대세제의 주요 내용

구분	내 용
적용 대상	주권상장법인(투자회사 등 제외) 중 고배당기업의 주식을 보유한 거주자가 해당 고배당기업으로부터 2017년 12월 31일이 속하는 사업연도까지 결산기의 잉여금 처분결의에 따라 지급받는 배당소득 중 금전으로 배분받은 배당소득(법 제104조의27 제1항, 영 제104조의24 제8항)
고배당기업 요건	다음의 어느 하나에 해당하는 주권상장법인(영 제14조의24 제1항 및 제3항) ⁹⁾ ① 배당성향과 배당수익률이 각각 시장평균의 120% 이상이고, 총배당금액 증가율이 10% 이상인 법인 ② 배당성향과 배당수익률이 각각 시장평균의 50% 이상이고, 총배당금액 증가율이 30% 이상인 법인 ③ 신규상장법인 및 직전 3개 사업연도 배당실적이 없는 법인으로서 배당성향과 배당수익률이 각각 시장평균의 130% 이상인 법인
세율	배당소득에 대해 다음의 세율을 적용함(법 제104조의27 제1항 및 제2항) ① 거주자가 금융소득종합과세 대상이 아닌 경우 : 9%의 세율로 원천징수 ② 거주자가 금융소득종합과세 대상인 경우 : 2015 사업연도에 대한 배당 : 종합과세와 25% 분리과세 중 선택 가능 2016~2017 사업연도에 대한 배당 : 종합과세 후 5% 세액공제(2천만 원 한도)

배당소득 증대세제는 주권상장기업의 개인주주에게만 적용된다. 배당소득 증대세제가 시행되기 전인 2014년 말 기준으로 해당 주주의 세부담을 소득유형별로 비교해 보면, 배당소득에 대해서는 소득세가 6~38%의 초과누진세율로 과세되는 반면 양도소득은 원칙적으로 비과세이며, 소득세법 시행령에서 정하는 대주주의 경우 기본적으로 20%의 단일세율로 소득세가 과세된

8) 배당소득 증대세제는 2015년부터 2017년까지 3년간 한시적으로 시행된 것으로, 본 조항은 2017년 12월 19일자로 삭제되었다.

9) 배당성향, 배당수익률 및 총배당금 증가율은 다음과 같이 계산한다(조세특례제한법 시행령 제104조의24 제2항). 단, 신규상장법인 및 직전 3개 사업연도의 배당실적이 없는 법인의 경우 해당 사업연도의 배당성향과 배당수익률을 기준으로 한다(조세특례제한법 시행령 제104조의24 제3항).

—배당성향 : 최근 3개 사업연도 배당금의 합계액을 최근 3개 사업연도 당기순이익의 합계액으로 나눈 값

—배당수익률 : 최근 3개 사업연도 배당수익률(=주당배당금/주가)의 평균

—총배당금증가율 : $\text{Max}\{\text{직전 사업연도 배당금, 직전 3개 사업연도 배당금의 평균}\}$ 대비 당해 사업연도 총배당금의 증가율

다.¹⁰⁾ 즉, 개인주주의 경우 양도소득과 비교하여 배당소득이 세제상 불리하다. 그 결과, 주식 양도를 통한 차익 실현이 제한적인 대주주는 배당보다 사내유보를 선호하며, 배당에 대한 기대가 적어진 개인 소액주주들은 장기투자보다는 시세차익 실현을 위한 단기투자성향을 보이는 것으로 나타났다.¹¹⁾

정부는 배당소득 증대세제를 통해 배당에 대한 세제상 불리함을 완화하여 기업의 배당을 촉진하고 자본시장을 활성화하고자 하였다. 즉, 기업의 배당 증대를 유도함으로써 가계의 가처분소득을 증가시켜 내수 활성화를 도모할 뿐만 아니라 배당을 선호하는 주주의 자금이 기업에 유입되도록 하여 기업의 자본조달비용이 감소하고 투자여력이 확대되는 것을 기대하였다. 이에 본 연구는 정부가 기대한 배당소득 증대세제의 경제적 효과 중 자본시장의 활성화 효과에 초점을 맞추어 고배당 요건을 충족한 기업의 자기자본비용이 감소하였는지를 검증하고자 한다.

2. 선행연구 검토

가. 배당소득세의 자본화에 관한 연구

세금자본화(tax capitalization)란 미래에 부과될 세금의 영향으로 현재 자산의 가격이 낮아지는 현상을 말한다. 즉, 투자자는 자신의 세부담이 높을 경우 기업에 이에 대한 보상을 요구하며, 투자자의 요구수익률이 높아짐에 따라 주가가 하락하는 것이다. 주주가 부담하는 배당소득세가 해당 주식의 가격에 반영되는지를 분석한 다수의 선행연구는 배당소득세의 자본화를 지지하였다.

미국의 세제개편을 이용하여 배당소득세의 자본화를 실증한 연구는 다음과 같다. 먼저 Ayers et al.(2002)과 Dhaliwal et al.(2003)은 개인주주의 배당소득에 대한 최고세율을 31%에서 39.6%로 인상한 Revenue Reconciliation of Act of 1993(RRA93)이 주가에 부정적인 영향을 미쳤음을 실증하였다. Dhaliwal et al.(2003)은 또한 개인주주의 장기자본이득에 대한 최고세율을 인하하여 배당소득의 세금불이익이 상대적으로 증가하게 된 Taxpayer Relief Act of 1997(TRA97) 하에서는 배당수익률이 높은 기업의 주식수익률이 높다는 것을 보였다.

앞의 연구가 주식수익률을 이용한 것과 달리 Dhaliwal et al.(2007)은 내재자본비용(implied cost of capital)을 이용하여 배당소득세의 자본화를 검증하였다. 투자자의 요구수익률을 측정하기 위해서는 사후적 수익률에 해당하는 주식수익률보다는 사전적 측정치인 내재자본비용을 이용하는 것이 더 적절하다(Dhaliwal et al. 2005). 2003년 5월에 의회를 통과한 Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003(JGTRRA03)은 자본이득에 대한 최고세율을 20%에서 15%로, 배당소득에 대한 최고세율을 38.1%에서 15%로 인하하여 기업의 자본조달비용을 낮추고 이를 통해 경제성장과 일자리 창출을 유도하고자 하였다. 세제개편의 기대효과가 달성되었는

10) 소득세법 제55조(세율) 제1항 및 동법 제104조(양도소득세의 세율) 제1항 제11호

11) 2014년 세법개정안 보도자료, 기획재정부, 2014년 8월 6일

지를 직접적으로 검증하기 위하여 JGTRRA03이 내재자본비용에 미친 영향을 분석한 결과, JGTRRA03 이후 기업의 내재자본비용이 감소하였으며 해당기업의 경우 배당수익률이 높을수록 그 효과는 더욱 큰 것으로 나타났다.

이후의 연구는 배당소득세의 자본화가 횡단면적 차이를 보이는지를 분석하였다. Dai et al.(2013)은 TRA97과 JGTRRA03의 시행에 따른 주주 단계의 세부담 감소로 인해 재무적 제약이 있는 기업의 내재자본비용이 더욱 하락하였음을 보였다. 주주의 요구수익률이 변화하는 정도는 자기자본에 대한 수요와 공급에 달려 있는데, 재무적 제약이 큰 기업의 경우 자기자본에 대한 기업의 수요가 비탄력적이며, 이러한 기업에서는 주주 단계의 세금이 변할 때 주주가 요구하는 세전수익률이 더욱 크게 변화하기 때문이다. Sikes and Verrecchia(2015)는 주식의 유동성에 따라 배당소득세의 자본화가 횡단면적 차이를 보임을 실증하였다. 이들은 주식의 유동성이 낮으면 해당 기업의 주가가 투자자 단계의 세금 변화에 더욱 민감해진다고 주장하였는데, JGTRRA03 이후 주식의 유동성이 낮은 기업에서 내재자본비용이 더욱 하락하였음을 보임으로써 이를 실증하였다.

우리나라의 세제를 대상으로 배당소득세의 자본화를 분석한 연구로는 고종권(2009)이 있다. 고종권(2009)은 2000년 말 세제개편에 따른 배당소득세를 인하와 2001년 말 세제개편에 따른 소득세율과 법인세율의 인하가 자기자본비용에 미치는 영향을 분석하였다. 배당소득세율과 법인세율의 인하는 개인 및 법인투자자 단계에서 부담하는 세금을 감소시켜 기업의 내재자본비용을 낮출 것으로 예상하였는데, 실증분석 결과는 이러한 가설을 지지하였다. 이는 개인소득세와 법인세가 자기자본비용의 감소를 통해 기업가치에 영향을 미친다는 것을 의미한다.

위의 연구를 종합하면, 주주의 배당소득에 대한 세금불이익은 주가에 자본화되며, 배당소득세가 자본화되는 정도는 기업의 자본수요탄력성, 주식유동성 등의 요인에 따라 횡단면적인 차이를 보임을 알 수 있다.

나. 배당소득 증대세제에 관한 연구

배당소득 증대세제의 도입에 대한 주식시장의 반응을 분석한 선행연구는 상반된 결과를 보고하였다. 홍영도·김갑순(2015)은 배당소득 증대세제의 도입 발표일(2014년 8월 6일) 전·후의 누적비정상수익률(cumulative abnormal returns, CAR)과 배당수익률 간 유의한 양(+)의 관계를 제시하였으며, 이는 배당수익률이 높은 주식의 경우 배당소득 증대세제가 주가에 긍정적인 요인으로 작용할 것이라는 투자자들의 기대를 보여준다. 이와 반대로 유재봉·전병욱(2017)은 배당소득 증대세제의 도입 발표일 이후에 배당기업에서는 음(-)의 누적비정상수익률이 나타났으며, 특히 개인주주의 지분율이 높은 기업에서 부정적 주가 반응이 더 강하게 나타났음을 보고하였다.¹²⁾ 한편, 유재봉·전병욱(2017)은 배당소득 증대세제의 적용 첫해인 2015년의 결산확정일 이

12) 배당소득 증대세제의 혜택을 받을 것으로 예상되는 배당기업과 개인주주의 지분율이 높은 배당기업에

후 누적비정상수익률도 분석하였는데, 배당기업 전반적으로 양(+)의 누적비정상수익률이 나타났으나, 개인주주의 지분율 및 배당수준에 대한 예상과 실제의 차이 유형별 주가반응에는 유의한 차이가 없는 것으로 나타났다.

배당소득 증대세제가 기업의 배당의사결정에 미친 영향을 분석한 이상엽·홍우영(2017)은 배당소득 증대세제의 도입이 기업의 현금배당액 및 배당성향에 유의한 양(+)의 영향을 미쳤으나, 경제적 효과는 크지 않다고 하였다. 또한 제도 도입 이후 주요 주주의 지분율은 기업의 현금배당액에 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이와 달리 한선아·성용운(2016)은 최대주주에 해당하는 개인주주의 지분율이 높을수록 세법상 고배당기업의 요건을 충족할 가능성이 높다고 하였다. 즉, 최대주주에 해당하는 개인주주가 자신의 조세혜택을 위해 배당의사결정에 영향을 미친다는 것이다. 특히 소액주주의 지분율 대비 최대주주에 해당하는 개인주주의 지분율과 세법상 고배당기업 간에는 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났는데, 이들은 최대주주에 해당하는 개인주주가 소액주주의 이익은 고려하지 않고 자신의 조세혜택만을 위해 고배당기업 요건을 갖추기 위한 의사결정을 한다고 해석하였다.

배당소득 증대세제가 기업의 소유구조에 미친 영향을 분석한 유재봉·전병욱(2018)은 개인주주의 세부담을 줄인 배당소득 증대세제로 인해 기업의 개인주주 및 지분율이 1% 이상인 개인대주주의 지분율이 높아졌는지를 검증하였다. 실증분석 결과, 배당소득 증대세제의 시행과 개인투자자의 지분율 간에는 유의한 관계가 없는 것으로 나타났는데, 이들은 배당소득 증대세제가 고배당기업에만 제한적으로 조세혜택을 부여하기 때문에 전체 상장기업의 개인투자자 지분율을 증가시키지는 않은 것으로 해석하였다.

종합하면, 배당소득 증대세제에 관한 선행연구는 배당소득 증대세제의 도입에 대한 주식시장의 반응을 분석하거나, 배당소득 증대세제가 기업의 배당의사결정 및 소유구조에 미친 영향을 분석하였다. 본 연구는 배당소득 증대세제가 기업의 자기자본비용에 미친 영향을 분석함으로써 선행연구를 확장한다. 또한 본 연구는 배당소득 증대세제의 시행기간인 2015년부터 2017년까지 자기자본비용의 변화를 분석함으로써 제도의 시행 전 주식시장의 사전적 반응을 분석한 선행연구를 보완하고자 한다.

3. 연구가설 설정

배당소득 증대세제는 고배당 요건을 충족하는 상장기업 개인주주의 배당소득에 대해 소득세 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하고, 해당 주주가 금융소득종합과세 대상인 경우에는 25%

서 오히려 부정적인 주가 반응이 나타난 것에 대해 유재봉·전병욱(2017)은 당시 세법개정안에 포함된 연금소득 과세 개선 등 다른 조세혜택과 비교하여 배당소득 증대세제로 인한 조세혜택이 상대적으로 적기 때문이라고 해석하였다.

세율의 분리과세를 선택(2016 및 2017 사업연도의 배당에 대해서는 종합과세 후 2천만 원 한도로 5% 세액공제)할 수 있도록 함으로써 개인주주의 배당소득에 대한 세부담을 완화하였다. 우리나라 세법에 따르면 배당소득에 대한 세부담은 자본이득에 대한 세부담보다 큰 것이 일반적인데, 배당소득 증대세제는 배당소득과 자본이득 간 주주의 세부담 차이를 완화함으로써 배당을 선호하는 주주의 자금이 기업에 유입되도록 하여 기업의 자본조달비용이 감소하고 투자여력이 확대되는 것을 기대하였다.

본 연구는 기업의 자본조달비용에 초점을 맞추어 배당소득 증대세제의 경제적 효과를 검증한다. 먼저, 고배당기업 개인주주의 세부담을 완화한 배당소득 증대세제가 고배당기업의 자기자본비용에 미친 영향을 분석한다.

세금자본화 이론에 따르면 주주가 부담하는 세금은 기업이 발행한 주식의 가격에 반영된다. 투자자는 자신이 부담하는 세금에 대해 기업에 보상을 요구하며, 그 결과 요구수익률이 상승하여 주가는 하락하게 된다. 즉, 주주 단계에서의 세부담은 기업의 자본조달비용에 영향을 미치게 되는데, 선행연구는 세제개편을 이용한 실증분석 결과 이와 일관된 결과를 제시하였다. Dhaliwal et al.(2007)은 고용 및 성장을 위한 조세감면법(The Jobs and Growth Tax Relief Reconciliation Act of 2003, JGTRRA03)에 따른 배당소득세율의 인하가 기업의 자기자본비용을 낮추었음을 실증하였으며, 고종권(2009)은 2000년 말의 세제개편에 따른 배당소득 원천징수세율의 인하와 2001년 말의 세제개편에 따른 소득세율의 인하로 자기자본비용이 감소하였음을 실증하여 세금자본화를 지지하였다. 고배당기업 개인주주의 배당소득세 부담을 줄여주는 배당소득 증대세제는 세금자본화 이론에 따라 개인주주의 요구수익률을 낮추어 고배당기업의 자기자본비용이 감소할 것으로 예상된다.

하지만 배당소득 증대세제는 2014년 8월에 세제개편안을 통해 발표할 때부터 3년간 시행하는 것으로 계획된 일시적인 세제혜택이므로 주주의 요구수익률에 반영되지 않을 수 있다(Dhaliwal et al. 2007).¹³⁾ 또한, 배당소득 증대세제는 고배당을 촉진하기 위하여 세법상 고배당 요건을 충족하는 상장기업의 주식에만 적용되는데, 고배당기업에 해당하기 위한 요건이 까다롭고, 고배당기업에 해당하는지 여부를 사전에 알 수 없어 세제혜택이 주주의 요구수익률에 반영되지 않을 수 있다. 즉, 고배당기업 주주의 세부담이 완화되었음에도 불구하고 고배당기업의 자기자본비용이 낮아지지 않을 수 있다.

이상의 논의를 종합하면, 배당소득 증대세제에 따른 고배당기업 개인주주의 세부담 완화는

13) Dhaliwal et al.(2007)은 지분소득에 대한 세율을 인하하는 세제개편을 하더라도 기업의 자기자본비용이 낮아지지 않을 수 있다고 하였는데, 그 이유로 1) 주식투자자들이 지분소득에 대한 세금을 완전히 흡수하는 경우(예를 들어, 한계투자자가 면세이거나, 한계투자자가 과세대상이지만 세후금액으로 투자안을 평가하지 않는 경우), 2) 주식투자자들이 세제개편 이전에 세금재정거래를 통해 효율적으로 세금을 줄이고 있는 경우, 3) 일물조항이 있어 주식투자자들이 세율 인하가 일시적이라고 생각하는 경우를 제시하였다.

세금자본화 이론에 따라 해당 고배당기업의 자기자본비용을 낮출 수 있으나 자기자본비용에 반영되지 않을 가능성도 존재한다. 본 연구는 배당소득 증대세제의 세금자본화 효과를 검증하기 위하여 다음과 같이 가설 1을 설정한다.

가설 1 : 배당소득 증대세제 적용기간에 고배당기업의 자기자본비용은 감소한다.

한편, 주주 단계의 세부담이 기업의 자기자본비용에 미치는 영향은 횡단면적 차이를 보일 수 있다. Dai et al.(2013)은 기업의 재무적 제약이 클 때 배당소득세 인하가 자기자본비용을 하락시키는 효과가 더욱 크게 나타났음을 실증하였으며, Sikes and Verrecchia(2015)는 주식의 유동성이 낮으면 투자자 단계의 세금 변화에 자기자본비용이 더욱 민감하게 반응함을 보였다.

본 연구는 배당소득 증대세제가 고배당기업의 자기자본비용에 미친 영향이 해당 기업의 대주주 지분율에 따라 달라지는지를 검증한다. 정부는 기업의 고배당 의사결정을 유도하기 위해서는 주주총회에서 영향력이 큰 대주주에 대해서도 세부담 완화 혜택을 부여할 필요가 있다고 판단하여 대주주인 개인주주에 대해서도 배당소득에 대해 25% 분리과세를 선택(2016 및 2017 사업 연도의 배당에 대해서는 종합과세 후 2천만 원 한도로 5% 세액공제)할 수 있는 혜택을 부여하였다. 최대주주의 경우 경영권을 안정적으로 확보하기 위해서는 일정 수준의 지분율을 보유해야 하므로 자본이득을 통한 투자이익의 실현이 어려우며, 이들이 개인인 경우 한계세율이 높아 금전배당의 실효이익이 낮다(한선아·성용운 2016). 이러한 상황에서 배당소득 증대세제의 시행은 최대주주에 해당하는 개인주주가 낮은 세율로 이익을 실현할 기회가 되므로(한선아·성용운 2016), 이들의 지분율이 높은 고배당기업에서는 주주의 세부담 감소가 자기자본비용을 감소시키는 효과가 강화될 수 있다.

하지만 대주주의 이익 실현을 위한 고배당 의사결정이 기업가치 증진을 위한 최적 배당액과 상이하거나 자본시장에서 이러한 의사결정을 일시적일 것으로 평가하는 경우 자기자본비용의 감소 효과가 약화될 수 있다. 또한, 정부는 배당소득 증대세제의 혜택이 고소득층에 쏠리는 문제를 보완하고 과세형평성을 높이기 위하여 2016년부터 금융소득종합과세 대상자에 대한 25% 분리과세를 5% 세액공제(2천만 원 한도)로 전환하였다. 즉, 배당소득금액이 큰 대주주에 대한 세제 혜택이 감소하였는데, 이로 인해 배당소득 증대세제의 자본비용 감소 효과가 약화될 수 있다.

종합하면, 고배당기업의 대주주 지분율이 높을수록 배당소득 증대세제로 인한 주주의 세부담 감소 효과가 커지므로 고배당기업의 자기자본비용 감소 효과가 강화될 수 있으나, 반대로 최대주주가 배당소득 증대세제를 기회주의적으로 이용하거나 대주주에게 제공한 세제혜택을 감소시킨 경우에는 오히려 자기자본비용 감소 효과가 약화될 수 있다. 이에 본 연구는 다음과 같은 귀무가설의 형태로 가설 2를 설정한다.

가설 2 : 고배당기업의 최대주주 지분율은 배당소득 증대세제로 인한 고배당기업의 자기자본비용 감소 효과에 유의한 영향을 미치지 않는다.

III. 연구모형 및 표본 구성

1. 주요변수의 측정

가. 고배당기업

배당소득 증대세제에 따라 개인주주가 배당소득에 대한 세제혜택을 받기 위해서는 해당 기업이 법에서 정한 요건을 충족해야 한다. 조세특례제한법 제104조의27과 동법 시행령 제104조의24, 그리고 동법 시행규칙 제47조의2에 따르면 주권상장법인의 배당성향과 배당수익률이 시장평균 배당성향과 시장평균 배당수익률의 120% 이상이고 총배당금 증가율이 10% 이상이거나, 배당성향과 배당수익률이 시장평균 배당성향과 시장평균 배당수익률의 50% 이상이고 총배당금 증가율이 30% 이상일 경우 고배당기업에 해당되며, 동 기업의 개인주주는 배당소득에 대한 과세특례를 적용받을 수 있다.¹⁴⁾ 다만, 신규상장법인이거나 과거 사업연도에 배당실적이 없는 경우에는 해당 기업의 배당성향과 배당수익률이 각각 시장평균의 130% 이상일 경우에 과세특례를 적용받을 수 있다. 배당소득 증대세제가 적용된 기간 동안 시장별로 고시된 시장평균 배당성향과 시장평균 배당수익률은 다음과 같다.¹⁵⁾

〈표 2〉 시장별 시장평균 배당성향과 시장평균 배당수익률

귀속연도	코스피		코스닥		코넥스	
	배당성향	배당수익률	배당성향	배당수익률	배당성향	배당수익률
2015	24.13%	1.37%	14.05%	0.87%	코스닥과 동일	
2016	23.96%	1.26%	14.60%	0.79%		
2017	25.10%	1.29%	14.41%	0.79%	2.55%	0.21%
평균	24.40%	1.31%	14.35%	0.82%	10.40%	0.62%

<표 2>에 따르면 시장평균 배당성향과 배당수익률은 유가증권시장(KOSPI)이 코스닥시장(KOSDAQ)에 비해 높게 나타났다. 배당소득 증대세제 적용기간 동안 평균 배당성향은 유가증권시장 24.40%, 코스닥시장 14.35%로 나타났고, 평균 배당수익률은 유가증권시장 1.31%, 코스

14) 배당금에는 분기 및 중간배당 중 금전으로 배분하는 배당금만이 포함된다. 배당수익률 산정 시 주가는 주주명부폐쇄일 2거래일 이전부터 1개월간 증가를 산술평균하게 되어 있는데, 본 연구는 결산일이 12월 말인 기업을 대상으로 하였으므로 주주명부폐쇄일을 12월 31일로 간주하여 12월 한 달간 증가를 산술평균하였다. 자세한 산출방법은 조세특례제한법 시행령 제104조의24를 참조하기 바란다.

15) 조세특례제한법 시행규칙 제47조의2에 따르면 배당소득 과세특례를 적용하기 위하여 한국거래소가 시장별로 시장평균 배당성향과 시장평균 배당수익률을 계산하여 매년 9월 30일까지 공시해야 한다.

락시장 0.82%로 나타났다. 코넥스시장(KONEX)의 경우 2016년까지는 코스닥시장의 시장평균 배당성향과 배당수익률로 고시되었으나, 2017년에는 별도로 산정하여 고시되었다. 코넥스시장의 2017년 배당성향과 배당수익률은 코스닥시장보다 낮게 나타났다.

나. 내재자본비용

본 연구는 선행연구에서 제시한 세 가지 방법을 이용하여 산출한 내재자본비용과 이들의 평균을 분석에 이용하였다. Ohlson(1995)과 Feltham and Ohlson(1995)은 배당할인모형을 순증관계(clean surplus relation)를 이용하여 변형한 다음, 주식가치를 자본의 장부가액과 잔여이익을 할인한 가치의 합으로 표현하였다. 이러한 가치평가모형을 이용하여 내재자본비용을 추정한 대표적인 연구로는 Easton(2004), Gode and Mohanram(2003), Gebhardt et al.(2001), 그리고 Claus and Thomas(2001) 등이 있다. 본 연구는 이들 중 Easton(2004), Gode and Mohanram(2003)에 따라 내재자본비용을 추정하였다.

Easton(2004)은 다음의 두 가지 모형을 제시하였는데, 두 모형의 차이는 배당예측액의 반영 여부이다. 첫 번째 모형(이하 “PEG 모형”)은 배당을 반영하지 않은 모형으로, 차기 2기 이익예측치에서 차기 1기 이익예측치를 차감한 후 이를 주식가격으로 나눈 값의 제곱근으로 내재자본비용을 산출한다. 이 방법은 주가는 미래이익성장률을 할인한 가액이고 미래이익성장률은 차기 1기와 차기 2기의 이익예측치에 반영되어 있다고 가정한다. PEG 모형은 다음의 식(1)과 같다.

$$r_e = \sqrt{\frac{FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1}}{P_t}} \quad \text{식 (1)}$$

여기서, r_e = t 기의 내재자본비용
 P_t = 이익예측시점의 주가
 $FEPS_{t+1}$ = $t+1$ 기에 대한 재무분석가 이익예측치

Easton(2004)에서 제시한 두 번째 모형(이하 “MPEG 모형”)은 주가와 미래이익성장률에 대한 가정은 PEG 모형과 같으나, 이익성장률 예측치에 배당금 예측치를 반영한다는 점에서 차이가 있다.¹⁶⁾ MPEG 모형은 다음의 식(2)과 같다.

$$r_e = DPS_{t+1} + \sqrt{DPS_{t+1}^2 + 4P_t(FEPS_{t+2} - FEPS_{t+1})} / 2P_t \quad \text{식 (2)}$$

여기서, r_e = t 기의 내재자본비용
 DPS_{t+1} = $t+1$ 기의 주당배당금
 P_t = 이익예측시점의 주가
 $FEPS_{t+1}$ = $t+1$ 기에 대한 재무분석가 이익예측치

16) 배당금 예측치가 0일 경우 MPEG 모형과 PEG 모형의 식은 같다.

Gode and Mohanram(2003)이 제시한 모형(이하 “GM 모형”)은 주가는 이익성장률을 할인한 가액이라는 점에서는 위의 두 모형과 동일하나, 단기성장률에 대한 가정에서 차이가 있다. 구체적으로, 앞의 두 모형은 단기이익성장률이 영구적으로 지속된다고 가정하는 반면, GM 모형은 단기이익성장률이 무위험수익률로 수렴한다고 가정한다. 이 연구에서는 무위험수익률에서 3%를 차감한 이유를 명확하게 제시하지 않았지만, 재무분석가 이익예측치는 실질화폐가치가 아닌 명목화폐가치를 사용하므로 인플레이션만큼을 조정한 것으로 보인다. 무위험수익률에서 3%를 차감한 값이 음(-)의 값일 경우에는 0이 되도록 조정하였다. GM 모형은 다음의 식(3)과 같다.

$$r_e = A + \sqrt{A^2 + \left(\frac{FEPS_{t+1}}{P_t} \right) (g_2 - (r_f - 0.03))} \quad \text{식 (3)}$$

여기서, r_e = t기의 내재자본비용
 $A = \frac{1}{2} \left((r_f - 0.03) + \frac{DPS_{t+1}}{P_t} \right)$
 DPS_{t+1} = t+1기 주당배당금
 P_t = 이익예측시점의 종가
 $FEPS_{t+1}$ = t+1기에 대한 재무분석가 이익예측치
 g_2 = t+1기 이익예측치 대비 t+2기 이익예측치의 성장률

GM 모형을 이용할 경우 단기이익성장률을 차기 1기 이익예측치 대비 차기 2기 이익예측치 증가분의 제공근으로 내재자본비용을 산출하므로, 차기 1기 이익예측치 대비 차기 2기 이익예측치가 감소하는 기업-연도는 분석대상에서 제외되는 한계점이 있다.

2. 연구모형

가설 1과 가설 2를 검증하기 위하여 다음의 식(4)와 같이 연구모형을 설정하였다.

$$\begin{aligned} r_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 DIVYEAR_{i,t} + \delta_2 HDIV_{i,t} + \delta_3 OWNER_{i,t} \\ & + \delta_4 HDIV \times OWNER_{i,t} + \delta_5 Yield_{i,t} + \delta_6 BM_{i,t} + \delta_7 SIZE_{i,t} \\ & + \delta_8 \beta_{MKT} + \delta_9 \beta_{SMB} + \delta_{10} \beta_{HML} + \delta_{11} Yield_{i,t}^2 + \sum IND + \sum YD + \epsilon_{i,t} \end{aligned} \quad \text{식 (4)}$$

여기서, $r_{i,t}$ = 기업 i의 t기 내재자본비용(3가지 추정치와 각 추정치의 평균)
 $DIVYEAR_{i,t}$ = 배당소득 증대세제 적용기간에 해당하면 1, 아니면 0
 $HDIV_{i,t}$ = 배당소득 증대세제 적용기간에 고배당기업에 해당하면 1, 아니면 0
 $OWNER_{i,t}$ = t기말 대주주 지분을
 $Yield_{i,t}$ = t기말 현금배당금을 자본의 시장가치로 나눈 값
 $BM_{i,t}$ = t기말 자본의 장부가치를 시장가치로 나누고, 자연로그한 값
 $SIZE_{i,t}$ = t기말 자본의 시장가치를 자연로그한 값
 $Yield_{i,t}$ = 기초 현금배당금을 기초 자산가치로 나눈 값

$\beta_{MKT}, \beta_{SMB}, \beta_{HML}$ = Fama and French 3요인 모형(1993)의 위험요인
 ΣIND = 산업분류별 더미변수
 ΣYD = 연도별 더미변수

종속변수로는 위에서 제시한 세 가지 내재자본비용과 이들의 평균값을 사용하였다. 당기 재무제표가 차기 3월까지 공시되는 점을 고려하여 재무분석가 이익예측치는 차기 4월 이익예측치의 평균을 사용하고 주가는 4월말 종가를 사용하였다. IFRS 도입 이후 재무분석가 이익예측치는 연결재무제표 기준으로 공시되는 경우가 일반적이므로, 내재자본비용 추정 시 지배주주순이익 예측치를 사용하였다.

본 연구의 관심변수인 배당소득 증대세제 적용기간과 고배당기업은 더미변수로 측정하였다. 배당소득 증대세제 적용기간을 나타내는 DIVYEAR는 2015년부터 2017년까지에 해당하는 기간은 1, 그 외의 기간은 0으로 측정하였으며, 특례기간 중 고배당기업을 나타내는 변수인 HDIV는 배당소득 증대세제의 적용기간 중 고배당기업 요건을 충족한 경우에는 1, 아니면 0으로 측정하였다. 대주주지분율은 기말 현재 기업의 최대주주와 그의 특수관계자 지분의 합이다. 가설 1에서 예측한 바와 같이 배당소득 증대세제 적용기간에 고배당기업에 대하여 배당소득세율 인하에 따른 세금자본화 효과가 나타난다면 적용기간과 적용 전 기간을 비교한 분석과 적용기간과 적용 후 기간을 비교한 분석 각각에서 δ_2 는 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다. 가설 2와 관련하여 대주주지분율이 높을수록 이러한 세금자본화 효과가 강화(완화)된다면 두 분석 모두에서 δ_4 는 유의한 음(양)의 값을 가질 것이다.

선행연구에서 내재자본비용에 영향을 미치는 것으로 알려진 변수들을 통제하기 위하여 배당수익률(Yield), 자본의 장부가치-시장가치 비율(BM), 기업규모(SIZE)를 모형에 포함하였다(Dhaliwal et al. 2005 ; 고종권 2009). 배당은 정보효과, 대리인비용 및 세금효과를 반영하고 이와 관련된 실증결과는 혼재되어 나타나므로 본 연구에서는 Yield의 방향을 예상하지 않았다.¹⁷⁾ 또한 선행연구에서 배당수익률과 내재자본비용과의 관계가 비선형일 가능성을 제시하였으므로 배당수익률의 제곱항을 통제변수로 포함하였다(Dhaliwal et al. 2005). 자본의 장부가치-시장가

17) 배당의 정보효과는 정보비대칭 상황에서 배당을 많이 지급할수록 미래의 수익성과 성장성이 좋을 것이라는 정보를 제공하여 기업가치에 긍정적인 효과를 미친다는 이론인데, 실증결과는 혼재되어 나타난다(Miller and Rock 1985 ; 고윤성과 박선영 2014). 선행연구는 배당이 대리인비용에 미치는 영향으로 다음의 두 가지를 제시하였다. 먼저, 기업이 배당을 많이 지급할수록 내부유보자금이 감소하여 자본시장에서 신규자본을 조달해야 할 가능성이 커지며, 이 경우 외부자본 조달자에 의한 모니터링이 증가하게 되어 대리인 비용이 감소할 수 있다(Easterbrook 1984). 또한, 내부유보자금이 줄어든 경우 경영자가 과잉투자를 할 가능성이 줄어들어 대리인비용이 감소할 수 있다(Jensen 1986 ; 고윤성과 박선영 2014). 세금효과는 자본이득과 배당소득에 대한 세부담이 다를 때 투자자들이 세율이 높은 소득에 대한 세금을 요구수익률에 전가시킨다는 것인데, 우리나라의 경우 대주주를 제외하고는 배당소득에 대해서만 세금을 부과하므로 배당소득이 증가할수록 요구수익률이 증가할 가능성이 있다(Dhaliwal et al. 2005 ; 고종권 2009).

치 비율(BM)이 높을수록 수익성 및 성장성이 낮을 가능성을 의미하므로 내재자본비용은 증가할 것으로 예상하였다(강승구 외 2017). 기업규모(SIZE)가 클수록 공개된 정보가 많아 정보비대칭이 낮고 파산위험이 적은 것으로 알려져 있으므로 내재자본비용과는 음(-)의 방향을 예상하였다(Gode and Mohanram 2003 ; 강승구 외 2017).

또한, Fama and French(1996)가 제시한 위험 3요인에 대한 각각의 계수값(β_{MKT} , β_{SMB} , β_{HML})을 통제변수로 포함하였다. 이들은 해당기업 수익률에 대하여 각각 시장수익률의 계수값, 기업규모가 작은 포트폴리오와 기업규모가 큰 포트폴리오 간 주식수익률 차이에 대한 계수값, 자본의 장부가치-시장가치가 높은 포트폴리오와 이 값이 낮은 포트폴리오 간 주식수익률 차이에 대한 계수값을 의미한다. 선행연구에 따라 이들 값은 내재자본비용과 양(+)의 관계를 가질 것으로 예상하였다.

Yield, BM과 SIZE는 기말 시점에 측정하였고, BM과 SIZE는 이상치의 효과를 제거하기 위하여 자연로그값을 사용하였다. Fama and French 3요인의 포트폴리오는 전기말 시점의 값을 이용하여 구분하고, 과거 3년(36개월) 월별수익률 자료를 이용하여 이 계수값을 추정하였다.¹⁸⁾ 산업 및 연도 효과를 통제하기 위하여 산업별 더미변수와 연도별 더미변수를 포함하였다.

3. 표본의 선정

본 연구는 2012년부터 2018년까지 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업 중 다음의 요건을 만족하는 기업을 대상으로 한다.

- (1) 결산월이 12월인 기업
- (2) 비금융업을 영위하는 기업
- (3) 자본잠식이 아닌 기업
- (4) 분석에 필요한 재무정보를 입수할 수 있는 기업
- (5) 재무분석가의 이익예측치 및 주가자료를 입수할 수 있는 기업

본 연구의 관심대상인 배당소득 증대세제의 적용기간이 2015년에서 2017년까지 3년이므로 적용기간과 그 이전 기간을 비교하기 위해 2012년에서 2014년까지의 3년의 기간을, 적용기간과 그 이후 기간을 비교하기 위해 재무정보 입수가 가능한 2018년을 분석기간에 포함하였다. 서로 다른 시점이 내재자본비용에 미치는 효과를 통제하기 위하여 결산월이 12월인 기업으로 한정하였고, 금융업에 속한 기업은 일반 제조업과 재무정보 특성이 다르게 나타나므로 금융업에 속한 기업들은 제외하였다. 자본잠식과 같은 재무제약이 있는 기업은 분석결과에 편의를 초래할 수 있으므로 이들을 분석대상에서 제외하였다. 분석에 필요한 재무정보와 주가 자료 및 이익예측치

18) 월별수익률 자료가 10개를 초과하는 기업에 대하여만 이 값을 산출하였다.

는 FnGuide에서 수집하였으며, 대주주지분을 자료는 TS2000에서 수집하였다.

이상치(outlier)가 분석결과에 미치는 효과를 통제하고자 종속변수인 내재자본비용 추정치가 0.5를 넘거나 0 이하인 경우는 분석대상에서 제외하였고(truncation), 모든 연속변수의 극단치를 연도별 상·하위 1% 값으로 조정하였다(winsorization). 위의 요건을 만족하는 최종 분석대상은 2,158 기업-연도이며, 이 중 고배당기업 요건을 충족하는 표본 수는 191 기업-연도이다. 표본의 연도별 분포는 <표 3>과 같으며, 2012년의 표본 수가 다른 연도와 비교하여 작게 나타나기는 하지만 연도 간 구성비율의 차이는 크지 않아 보인다.

<표 3> 연도별 분포¹⁹⁾

연도	표본 수	비율
2012	219	10.1%
2013	290	13.4%
2014	307	14.2%
2015	332	15.4%
2016	321	14.9%
2017	351	16.3%
2018	338	15.7%
합계	2,158	100.0%

IV. 실증분석 결과

1. 고배당기업 현황

조세특례제한법상 고배당기업의 요건을 충족하는 기업은 <표 4>와 같다. [패널 A]는 연도별 고배당기업의 분포를 나타내는데, 총 191개 기업-연도가 고배당기업 요건을 충족하는 것으로 나타났으며, 연도별 고배당기업 수는 각각 64개, 62개, 65개이다. 배당소득 증대세제가 적용된 3년 동안 고배당기업 요건을 충족한 횟수를 살펴본 결과, 87개 기업-연도가 고배당기업 요건을 1회, 83개 기업-연도가 고배당기업 요건을 2회 충족하였으며, 21개 기업-연도는 고배당기업 요건을 3회 모두 충족하였다.²⁰⁾

19) 세 가지 내재자본비용의 평균(AVG)을 산출할 수 있는 표본을 기준으로 한 분포이다.

20) 고배당기업 요건을 3번 충족하는 기업들의 연도별 분포가 균등하지 않은 이유는 지배주주순이익 예측

[패널 B]는 고배당기업 요건별 해당 기업의 분포를 나타낸다. 191개 기업-연도 중 51개 기업-연도가 요건 1을 충족하고, 129개 기업-연도가 요건 2를 충족하며, 11개 기업-연도가 요건 3을 충족하여 고배당기업에 해당한 것으로 나타났다.

〈표 4〉 고배당기업의 분포

[패널 A] 연도별 고배당기업의 분포								
	HDIV				NON-HDIV			합계
	nHDIV=1	nHDIV=2	nHDIV=3	소계	DIV	NON-DIV	소계	
2015	32	23	9	64	187	81	268	332
2016	24	34	4	62	182	77	259	321
2017	31	26	8	65	198	88	286	351
계	87	83	21	191	567	246	813	1004

[패널 B] 요건별 고배당기업의 분포				
	HDIV			
	R1	R2	R3	계
2015	17	46	1	64
2016	18	40	4	62
2017	16	43	6	65
계	51	129	11	191

주) 변수의 정의 : **HDIV**=고배당기업 요건을 충족한 기업 ; **nHDIV**=배당소득 증대세제 적용기간 중 고배당기업 요건을 충족한 횟수 ; **NON-HDIV**=고배당기업 요건을 충족하지 못한 기업 ; **DIV**=고배당기업 요건을 충족하지 않은 기업 중 배당을 지급한 기업 ; **NON-DIV**=고배당기업 요건을 충족하지 않은 기업 중 배당을 지급하지 않은 기업 ; **R1**=3년평균 배당성향 및 배당수익률이 각각 시장평균의 120% 이상이고 당해연도 배당금증가율이 10% 이상인 기업 ; **R2**=3년평균 배당성향 및 배당수익률이 각각 시장평균의 50% 이상이고 당해연도 배당금증가율이 30% 이상인 기업 ; **R3**=신규상장법인 및 과거배당 실적이 없는 기업으로서 당해연도 배당성향 및 배당수익률이 각각 시장평균의 130% 이상인 기업.

치가 없거나, 차기1기 지배주주순이익 예측치가 차기2기 지배순이익 예측치보다 높거나 같기 때문이다. 앞에서 언급한대로 본 연구에서 사용한 모형들은 차기2기 예측치가 차기1기 예측치보다 높을때에만 내재자본비용을 산출할 수 있다. 11개 기업이 고배당기업 요건을 3번 충족하고 분석대상에 한 번이라도 포함되나, 이들 중 3개 기업만이 분석대상에 3번, 4개 기업은 2번, 나머지 4개 기업은 1번 포함된다. 포함되지 않은 이유 중 8개는 지배순이익 예측치가 없기 때문이고, 나머지 2개는 차기2기 이익예측치가 차기1기 이익예측치보다 작기 때문이다.

2. 기술통계량 및 상관관계 분석

실증분석에 사용한 주요 변수의 기술통계량은 <표 5>와 같다. 내재자본비용은 PEG, MPEG 및 GM모형을 이용하여 측정하였는데, 모형별 내재자본비용의 평균값은 각각 0.132, 0.138 및 0.143이며, 세 모형에 따른 추정치의 평균인 AVG의 평균값은 0.138이다. Yield의 평균값은 0.011로 표본기업은 평균적으로 주가의 1.1%를 배당금으로 지급하는 것으로 나타났다. SIZE의 평균값은 27.287로 이는 기말 시가총액의 평균값은 약 2조 2570억 원임을 나타낸다. 비교적 규모가 큰 기업들로 표본이 구성되었는데, 이는 재무분석가 예측치가 있는 경우에만 표본에 포함될 수 있기 때문인 것으로 보인다. BM의 평균값은 -0.451이고 표준편차는 0.708로 나타났는데, 이는 표본기업에 포함된 기업은 평균적으로 자본의 시장가치가 장부가치보다 높게 나타나나 기업 간 상당히 큰 차이가 있음을 보여준다. 더미변수인 DIVYEAR와 HDIV는 평균값이 각각 0.465와 0.089인데, 이는 배당소득 증대세제의 적용기간 중 관측치와 동 기간 중 고배당기업에 해당하는 관측치가 각각 표본의 46.5%와 8.9%를 차지하는 것을 의미한다.

<표 5> 기술통계량

Variable	MEAN	MEDIAN	Std.Dev.	p5	p25	p75	p95
PEG	0.132	0.122	0.057	0.062	0.093	0.161	0.245
MPEG	0.138	0.127	0.057	0.067	0.098	0.167	0.249
GM	0.143	0.132	0.056	0.074	0.103	0.173	0.253
AVG	0.138	0.127	0.056	0.068	0.098	0.167	0.249
OWNER	0.401	0.388	0.151	0.168	0.290	0.511	0.661
Yield	0.011	0.009	0.011	0.000	0.002	0.017	0.033
BM	-0.451	-0.409	0.708	-1.728	-0.897	0.054	0.642
SIZE	27.287	27.103	1.457	25.193	26.193	28.235	30.058
BETA	0.899	0.880	0.701	-0.212	0.448	1.329	2.096
BSMB	-0.040	-0.072	0.900	-1.486	-0.603	0.486	1.525
BHML	-0.137	-0.093	0.856	-1.568	-0.646	0.411	1.221
Yield ²	0.025	0.008	0.043	0.000	0.000	0.028	0.112
DIVYEAR	0.465	0.000	0.499	0.000	0.000	1.000	1.000
HDIV	0.089	0.000	0.284	0.000	0.000	0.000	1.000

주) 변수의 정의 : **PEG**=식(1)을 이용하여 추정한 내재자본비용 ; **MPEG**=식(2)를 이용하여 추정한 내재자본비용 ; **GM**=식(3)을 이용하여 추정한 내재자본비용 ; **AVG**=PEG와 MPEG 및 GM을 평균한 값 ; **OWNER**=기말시점 대주주 지분율 ; **Yield**=기말시점 현금배당금을 자본의 시장가치로 나눈 값 ; **BM**=기말시점 자본의 장부가치를 시장가치로 나누고, 자연로그한 값 ; **SIZE**=기말시점 자본의 시장가치를

자연로그한 값 ; β_{MKT} , β_{SMB} , β_{HML} =Fama and French 3요인 모형(1993)의 위험요인 ; $Yield^2$ =배당수익률을 제공한 값(기술통계량에서는 100을 곱해서 나타냄) ; $DIVYEAR$ =배당소득 증대세제 적용기간이면 1, 아니면 0 ; $HDIV$ =배당소득 증대세제 적용기간 중 고배당기업에 해당하면 1, 아니면 0.

<표 6>은 주요 변수 간 상관관계를 나타내는 표이다. 내재자본비용(PEG, MPEG, GM, AVG) 간 상관관계는 높게 나타났다. 특히 영구성장률에 대하여 MPEG는 다른 가정을 함에도 불구하고 다른 내재자본비용 측정치와의 상관관계가 가장 높게 나타났는데, 이러한 결과는 국내연구 중 내재자본비용을 사용한 고종권(2009)과 강승구 외(2017)에서도 유사하게 나타났다. 가설 1과 관련하여 관심변수인 $DIVYEAR$ 와 $HDIV$ 는 내재자본비용과 유의한 음(-)의 관련성을 보여 배당소득 증대세제 적용기간이거나, 고배당기업 요건을 충족한 경우 내재자본비용이 감소하는 것으로 나타났다. 가설 2와 관련해서는 $OWNER$ 와 내재자본비용 사이에는 유의한 음(-)의 관련성이 나타났으나, $OWNER$ 와 $HDIV$ 간 관계는 유의하지 않았다. $OWNER$ 와 $Yield$ 사이에는 유의한 양(+)의 관계가 나타났는데, 이는 대주주지분율이 높을수록 배당수익률이 높다는 것을 의미한다. $SIZE$ 는 내재자본비용과 유의한 음(-)의 관련성이, BM 및 Fama-French 위험 3요소는 내재자본비용과 유의한 양(+)의 관련성을 보였는데, 이는 앞에서 예상한 방향과 대체적으로 일관된 결과이다.

〈표 6〉 Pearson 상관관계

Variable	PEG	MPEG	GM	AVG	OWNER	Yield	BM	SIZE	BETA	BSMB	BHML	Yield ²	DIVYEAR
MPEG	0.9949 (0.000)												
GM	0.9826 (0.000)	0.9906 (0.000)											
AVG	0.9961 (0.000)	0.9988 (0.000)	0.9944 (0.000)										
OWNER	-0.1177 (0.000)	-0.1089 (0.000)	-0.1025 (0.000)	-0.1100 (0.000)									
Yield	-0.1249 (0.000)	-0.0293 (0.174)	0.006 (0.779)	-0.05 (0.020)	0.1000 (0.000)								
BM	0.2201 (0.000)	0.2465 (0.000)	0.2706 (0.000)	0.2464 (0.000)	0.1264 (0.000)	0.2891 (0.000)							
SIZE	-0.2666 (0.000)	-0.2537 (0.000)	-0.2595 (0.000)	-0.2606 (0.000)	-0.0383 (0.075)	0.0855 (0.000)	-0.1029 (0.000)						
BETA	0.1765 (0.000)	0.1715 (0.000)	0.1727 (0.000)	0.1741 (0.000)	-0.0504 (0.019)	-0.0742 (0.001)	0.0849 (0.000)	0.0149 (0.490)					
BSMB	0.1838 (0.000)	0.183 (0.000)	0.1856 (0.000)	0.1847 (0.000)	-0.0823 (0.000)	-0.0164 (0.447)	0.0951 (0.000)	-0.1791 (0.000)	-0.0282 (0.191)				
BHML	0.1428 (0.000)	0.152 (0.000)	0.1595 (0.000)	0.1518 (0.000)	0.0037 (0.864)	0.0983 (0.000)	0.2493 (0.000)	-0.1127 (0.000)	0.181 (0.000)	0.2779 (0.000)			
Yield ²	-0.0815 (0.000)	0.0092 (0.670)	0.0353 (0.101)	-0.0128 (0.552)	0.0814 (0.000)	0.9222 (0.000)	0.248 (0.000)	0.0683 (0.002)	-0.0573 (0.008)	0.016 (0.458)	0.0879 (0.000)		
DIVYEAR	-0.1192 (0.000)	-0.1171 (0.000)	-0.1084 (0.000)	-0.1155 (0.000)	0.025 (0.246)	-0.0121 (0.574)	-0.0598 (0.005)	0.0057 (0.791)	-0.0849 (0.000)	-0.0151 (0.483)	-0.0572 (0.008)	-0.0093 (0.667)	
HDIV	-0.0815 (0.000)	-0.0595 (0.006)	-0.0496 (0.021)	-0.0639 (0.003)	0.0287 (0.183)	0.2177 (0.000)	-0.0702 (0.001)	-0.0305 (0.156)	-0.0427 (0.048)	-0.0182 (0.397)	0.0187 (0.385)	0.1566 (0.000)	0.3341 (0.000)

주1) 괄호안의 숫자는 p값을 의미함

주2) 변수의 정의는 <표 5> 참조

3. 고배당기업과 내재자본비용

본 절에서는 배당소득 증대세제가 고배당기업의 내재자본비용에 어떤 영향을 미쳤으며, 그 효과가 고배당기업의 대주주지분율에 따라 차별적인지를 분석하였다. 실증분석을 위해 배당소득 증대세제 적용기간과 그 전·후 기간을 각각 비교하였으며, 분석 결과는 <표 7>과 같다.²¹⁾

먼저 <표 7>의 [패널 A]는 배당소득 증대세제 적용기간과 그 이전 기간을 비교한 결과를 나타낸다. 분석 결과를 살펴보면, 내재자본비용의 추정방법과 무관하게 배당소득 증대세제 적용기간은 내재자본비용과 1% 수준에서 유의한 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타났다(AVG 기준으로 계수값 = -0.018, t값 = -4.49). 이는 투자자들이 배당소득 증대세제가 시행된 기간에 배당소득에 대한 세제혜택을 받을 것으로 기대하여 줄어든 세부담을 요구수익률에 반영하였을 가능성을 나타낸다. 또한, 가설 1과 관련하여 적용기간 중 고배당기업 요건을 충족하여 실제로 세제혜택을 받은 기업과 내재자본비용 간 유의한 음(-)의 관련성이 나타났는데, 이는 세금자본화 이론과 일치하는 결과이다. 즉, 고배당기업의 투자자들이 배당소득 증대세제에 따른 세부담 감소를 내재자본비용에 추가로 반영한 것을 의미한다(AVG 기준으로 계수값 = -0.022, t값 = -2.03).

가설 2와 관련해서는 대주주지분율이 증가할수록 배당소득 증대세제에 따른 내재자본비용 감소 효과가 약화되는 것으로 나타났다. 구체적으로, 종속변수인 내재자본비용의 측정방법과 무관하게 HDIV*OWNER는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 계수값을 가지는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 자본시장의 투자자들이 배당소득증대세제 적용기간 중 대주주의 이익 실현을 위한 고배당 의사결정에 대해 기업가치 증진을 위한 최적 배당액과 상이하다고 평가하거나 일시적일 것으로 평가하였을 가능성을 의미한다. 또는 2016년부터 배당소득 고소득자에 대한 세제혜택이 줄어들어 대주주 입장에서는 배당소득에 대한 절세효과가 감소하였기 때문일 가능성도 있다.

통제변수는 앞에서 예상한 방향과 대체로 일관된다. Yield가 높을수록 내재자본비용은 낮게 나타났는데, 이는 배당의 세금효과보다는 정보효과 및 대리인비용 감소 효과가 더 크기 때문인 것으로 보인다. BM이 클수록 내재자본비용은 유의하게 증가하고, SIZE가 증가할수록 내재자본비용은 유의하게 감소하였으며, Fama-French 3요인은 유의한 양(+)의 값을 가지거나 유의하지 않게 나타났다.

21) 내생성을 통제하기 위하여 회귀모형에 기업고정효과(firm-fixed effect)를 포함하여 분석한 결과, 유의도는 낮아지나 <표 7>의 회귀분석 결과와 같은 방향으로 나타났다.

〈표 7〉 배당소득 증대세제 적용기간과 그 전·후 기간의 고배당기업 내재자본비용의 비교

$$r_{i,t} = \delta_0 + \delta_1 DIVYEAR_{i,t} + \delta_2 HDIV_{i,t} + \delta_3 OWNER_{i,t} + \delta_4 HDIV \times OWNER_{i,t} \\ + \delta_5 Yield_{i,t} + \delta_6 BM_{i,t} + \delta_7 SIZE_{i,t} + \delta_8 \beta_{MKT} + \delta_9 \beta_{SMB} + \delta_{10} \beta_{HML} \\ + \delta_{11} Yield_{i,t}^2 + \sum IND + \sum YD + \epsilon_{i,t}$$

[패널 A] 배당소득 증대세제 적용기간과 적용 전 기간의 비교

Variables	Implied Cost of Equity Capital			
	PEG	MPEG	GM	AVG
intercept	0.400*** (13.18)	0.392*** (12.87)	0.404*** (13.43)	0.394*** (13.06)
DIVYEAR	-0.024*** (-5.45)	-0.022*** (-5.64)	-0.022*** (-5.18)	-0.018*** (-4.49)
HDIV	-0.023** (-2.09)	-0.023** (-2.04)	-0.023** (-2.07)	-0.022** (-2.03)
OWNER	-0.039*** (-4.45)	-0.038*** (-4.29)	-0.038*** (-4.38)	-0.038*** (-4.31)
HDIV*OWNER	0.057** (2.32)	0.056** (2.26)	0.054** (2.22)	0.055** (2.26)
Yield	-1.352*** (-4.43)	-0.835*** (-2.73)	-0.520* (-1.74)	-0.878*** (-2.87)
BM	0.015*** (7.33)	0.015*** (6.91)	0.015*** (7.29)	0.015*** (7.11)
SIZE	-0.009*** (-9.96)	-0.009*** (-9.78)	-0.009*** (-10.13)	-0.009*** (-9.89)
BETA	0.01*** (5.91)	0.011*** (6.01)	0.011*** (6.08)	0.01*** (5.87)
BSMB	0.005*** (3.77)	0.005*** (3.63)	0.005*** (3.71)	0.005*** (3.59)
BHML	-0.001 (-0.75)	-0.001 (-0.92)	-0.001 (-0.78)	-0.001 (-0.89)
Yield ²	15.593** (2.03)	15.274** (2.02)	10.703 (1.44)	13.678* (1.79)
# of obs.	1,837	1,822	1,847	1,820
Adj. R-sq.	0.314	0.294	0.304	0.300
F-value	13.38	12.16	12.84	12.48

〈표 7〉 배당소득 증대세제 적용기간과 그 전·후 기간의 고배당기업 내재자본비용의 비교 (계속)

[패널 B] 배당소득 증대세제 적용기간과 적용 후 기간의 비교

Variables	Implied Cost of Equity Capital			
	PEG	MPEG	GM	AVG
intercept	0.407*** (11.36)	0.408*** (11.39)	0.420*** (12.00)	0.411*** (11.61)
DIVYEAR	-0.003 (-1.02)	-0.002 (-0.70)	-0.002 (-0.72)	-0.002 (-0.70)
HDIV	-0.022* (-1.90)	-0.021* (-1.85)	-0.022** (-1.97)	-0.021* (-1.84)
OWNER	-0.042*** (-3.93)	-0.038*** (-3.56)	-0.043*** (-4.19)	-0.039*** (-3.71)
HDIV*OWNER	0.05* (1.96)	0.045* (1.79)	0.049* (1.96)	0.046* (1.83)
Yield	-1.912*** (-5.27)	-1.2*** (-3.33)	-1.042*** (-2.97)	-1.287*** (-3.58)
BM	0.012*** (4.90)	0.01*** (4.13)	0.012*** (5.07)	0.01*** (4.31)
SIZE	-0.009*** (-8.46)	-0.01*** (-8.62)	-0.009*** (-8.88)	-0.009*** (-8.70)
BETA	0.005** (2.52)	0.005* (2.51)	0.006*** (2.90)	0.005** (2.37)
BSMB	0.004** (2.17)	0.003** (2.02)	0.003* (1.94)	0.003* (1.91)
BHML	0.000 (0.15)	0.000 (0.10)	0.000 (0.26)	0.000 (0.17)
Yield ²	31.896*** (3.67)	27.523*** (3.24)	25.177*** (3.03)	27.193*** (3.17)
# of obs.	1355	1344	1364	1342
Adj. R-sq.	0.278	0.26	0.285	0.268
F-value	9.14	8.35	9.49	8.69

주1) 변수의 정의는 <표 5> 참조

주2) *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄(양측검증)

[패널 B]는 배당소득 증대세제 적용기간과 그 이후 기간을 비교한 결과이다. 분석결과, 배당소득 증대세제 적용기간과 적용 이후기간 고배당기업이 아닌 기업의 내재자본비용은 유의한 차이가 나타나지 않았으나, 고배당기업 요건을 충족한 기업의 경우 배당소득 증대세제 적용기간에 내재자본비용이 감소하는 것으로 나타났다.²²⁾ 이는 배당소득 증대세제가 폐지되어 투자자의 배당소득에 대한 세부담이 증가하였고, 이를 투자자들이 내재자본비용에 반영하였을 가능성을 의미한다. 앞의 결과와 동일하게 대주주지분율이 높을수록 이러한 효과가 약화되는 것으로 나타났다(AVG를 기준으로 계수값=0.046, t 값=1.83). 통제변수는 선행연구 및 [패널 A]의 결과와 일관되게 나타났다.

위 결과를 종합하면, 투자자들이 배당소득 증대세제의 적용으로 배당소득에 대한 세부담이 감소할 것으로 기대하여 이를 내재자본비용에 반영하고, 실제로 고배당기업 요건을 충족한 경우에 이러한 효과가 더 크게 나타났다. 고배당기업의 내재자본비용 감소 효과는 대주주지분율이 높을수록 약화되었는데, 자본시장에서는 대주주의 이익 실현을 위한 고배당 의사결정을 부정적으로 평가하거나 일시적인 것으로 평가하기 때문인 것으로 보인다. 또한 2016년 이후 배당소득 고소득자에 대한 세제혜택이 줄어들어 대주주지분율이 높을수록 주주의 세부담 감소효과가 줄어든 것도 이러한 결과의 원인으로 보인다.

4. 추가분석

본 절에서는 고배당기업의 유형에 따라 배당소득증대세제가 내재자본비용에 미치는 영향이 달라지는지를 분석하였다. 또한, 배당소득 증대세제가 종료된 후 기업의 배당행태가 어떻게 달라졌는지를 분석하였다.

가. 고배당기업 유형별 내재자본비용의 변화

배당소득 증대세제에 따라 고배당기업으로 세제혜택을 받기 위해서는 조세특례제한법에서 제시한 세 가지 요건 중 하나를 충족해야 하는데, 이들 요건은 앞서 <표 1>에서 제시하였다. 고배당기업 요건 1은 과거 배당성형과 배당수익률이 시장평균의 일정비율을 상회하는 경우 해당 기업은 당해연도 총배당금액을 크게 늘리지 않아도 세제혜택을 받을 수 있음을 나타낸다. 한편,

22) [패널 B]는 데이터 수집의 제약으로 배당소득 증대세제 적용 이후 기간을 1년만 포함하였다. 배당소득 증대세제가 일몰조항이었고, 내재자본비용이 기업의 사전적인 요구수익률인 것을 고려한다면 배당소득 증대세제 조항이 폐지된 2017년 말이나, 2017년의 고배당기업 여부를 확인할 수 있는 2018년 4월 중에 내재자본비용이 조정되었을 가능성이 높다. 적용 이후 기간의 내재자본비용은 2019년 4월을 기준으로 측정되었으므로 이러한 효과가 나타나지 않았을 가능성이 있다. 그러나 내재자본비용에 미치는 다른 이벤트가 없다면 2018년에 조정된 값은 2019년에도 유지가 되어야 하고, 이러한 경우 유의한 차이가 나타나야 한다. 본 연구에서는 2019년에 내재자본비용에 영향을 줄 수 있는 이벤트 효과는 고려하지 않았다.

과거에 배당실적이 없거나 시장평균 배당성향 및 배당수익률의 일정비율 이하로 배당을 지급한 경우 당해연도에 배당을 크게 증가시켜야 세제혜택을 받을 수 있고, 이는 고배당기업 요건 2와 3에 해당한다. 세금자본화 효과는 요건 2와 요건 3의 조건을 충족한 고배당기업에서 더욱 크게 나타날 것으로 예상된다.

배당소득 증대세제가 내재자본비용에 미치는 영향이 고배당기업의 유형별로 달라지는지를 분석한 결과는 <표 8>과 같다. 회귀분석을 위해 고배당기업을 유형별로 세분화하여 식(4)에 포함하였다.

<표 8> 고배당기업 유형별 내재자본비용의 변화

$$\begin{aligned}
 r_{i,t} = & \delta_0 + \delta_1 DIVYEAR_{i,t} + \delta_2 HDIVR1_{i,t} + \delta_3 HDIVR2_{i,t} + \delta_4 HDIVR3_{i,t} + \delta_5 OWNER_{i,t} \\
 & + \delta_6 HDIVR1 \times OWNER_{i,t} + \delta_7 HDIVR2 \times OWNER_{i,t} + \delta_8 HDIVR3 \times OWNER_{i,t} \\
 & + \delta_9 Yield_{i,t} + \delta_{10} BM_{i,t} + \delta_{11} SIZE_{i,t} + \delta_{12} \beta_{MKT} + \delta_{13} \beta_{SMB} + \delta_{14} \beta_{HML} + \delta_{15} Yield_{i,t}^2 \\
 & + \sum IND + \sum YD + \epsilon_{i,t}
 \end{aligned}$$

Variables	Implied Cost of Equity Capital			
	PEG	MPEG	GM	AVG
intercept	0.402*** (13.22)	0.394*** (12.92)	0.404*** (13.45)	0.396*** (13.10)
DIVYEAR	-0.023*** (-5.37)	-0.022*** (-5.64)	-0.022*** (-5.16)	-0.020*** (-4.42)
HDIV_R1	0.005 (0.26)	0.005 (0.25)	0.008 (0.37)	0.007 (0.32)
HDIV_R2	-0.027** (-2.09)	-0.026** (-2.01)	-0.028** (-2.20)	-0.026** (-2.05)
HDIV_R3	-0.121** (-2.56)	-0.123*** (-2.60)	-0.108** (-2.32)	-0.121*** (-2.59)
OWNER	-0.039*** (-4.49)	-0.038*** (-4.34)	-0.039*** (-4.42)	-0.038*** (-4.36)
HDIV_R1*OWNER	-0.009 (-0.19)	-0.006 (-0.12)	-0.011 (-0.23)	-0.01 (-0.22)
HDIV_R2*OWNER	0.069** (2.37)	0.066** (2.25)	0.067** (2.33)	0.067** (2.32)
HDIV_R3*OWNER	0.248** (2.37)	0.251** (2.39)	0.221** (2.13)	0.247** (2.38)
Yield	-1.349*** (-4.42)	-0.829*** (-2.71)	-0.515* (-1.72)	-0.872*** (-2.85)

〈표 8〉 고배당기업 유형별 내재자본비용에 미치는 영향 (계속)

Variables	Implied Cost of Equity Capital			
	PEG	MPEG	GM	AVG
BM	0.015*** (7.23)	0.015*** (6.81)	0.015*** (7.19)	0.015*** (7.00)
SIZE	-0.009*** (-10.02)	-0.009*** (-9.84)	-0.009*** (-10.17)	-0.01*** (-9.95)
BETA	0.01*** (5.98)	0.011*** (6.08)	0.011*** (6.14)	0.01*** (5.93)
BSMB	0.005*** (3.69)	0.005*** (3.54)	0.005*** (3.63)	0.01*** (3.51)
BHML	-0.001 (-0.68)	-0.001 (-0.86)	-0.001 (-0.72)	-0.001 (-0.82)
Yield2	15.979** (2.08)	15.53** (2.04)	10.894 (1.46)	13.98* (1.82)
# of obs.	1837	1822	1847	1820
Adj. R-sq.	0.315	0.295	0.304	0.301
F-value	12.75	11.6	12.22	11.9

주1) 변수의 정의는 <표 4>와 <표 5> 참조

주2) *, **, ***는 각각 유의수준 10%, 5%, 1%에서 유의함을 나타냄(양측검증)

회귀분석 결과, 요건 1을 충족하는 고배당기업(HDIV_R1)의 계수값은 유의하지 않았으나, 요건 2(HDIV_R2)와 요건 3(HDIV_R3)을 충족하는 고배당기업의 경우 종속변수의 측정방법과 무관하게 모두 유의한 음(-)의 계수값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 배당금의 증가가 클수록 세금자본화 효과가 크게 나타나는 것을 의미한다. 한편, 요건 2와 요건 3을 충족하는 고배당기업의 대주주지분율이 높을수록 이러한 효과가 약화되는 것으로 나타났는데, 이는 대주주지분율이 높을수록 배당소득 증대세제의 세금자본화 효과가 감소한다는 주분석의 결과와 일관된다.

나. 배당소득 증대세제 적용기간과 적용 전·후 기간의 배당지표 비교

추가분석으로 배당소득 증대세제 적용기간 중 고배당기업 요건을 충족한 기업의 배당행태가 동 제도가 종료된 이후에 어떻게 달라졌는지를 비교하였다. 분석을 위해 해당 기업이 고배당기업 요건을 충족한 연도의 배당지표는 과세특례 적용기간에, 과세특례 적용기간 전·후 1년 동안의 배당지표는 각각 이전 기간과 이후 기간에 포함하였다.²³⁾

23) 예를 들어, 2016년에 고배당기업 요건을 한 번 충족시킨 기업의 경우 2016년 배당지표를 HDIV=1의 과세특례 적용기간에, 2015년 배당지표를 이전기간에, 2017년 배당지표를 이후기간에 포함하였고,

〈표 9〉 배당소득 증대세제 적용을 중심으로 배당지표의 기간 간 비교

	nHDIV=1	nHDIV=2	nHDIV=3	전체
△DPS				
이전기간	117.724	43.371	48.569	90.987
과세특례 적용기간	581.470	471.252	83.739	478.850
이후기간	-90.331	-13.249	62.143	-56.650
△DPS %				
이전기간	0.119	0.000	0.529	0.110
과세특례 적용기간	0.793	0.460	0.420	0.589
이후기간	-0.022	-0.004	0.146	-0.005
DIVNI				
이전기간	0.250	0.322	0.295	0.275
과세특례 적용기간	0.327	0.398	0.249	0.349
이후기간	0.404	0.779	0.275	0.511
Yield				
이전기간	0.011	0.014	0.015	0.012
과세특례 적용기간	0.018	0.021	0.016	0.019
이후기간	0.020	0.021	0.020	0.021
ROA				
이전기간	0.066	0.073	0.077	0.069
과세특례 적용기간	0.084	0.105	0.136	0.099
이후기간	0.063	0.107	0.168	0.084

주) 변수의 정의 : **nHDIV**=배당소득 증대세제 적용기간 중 고배당기업 요건을 충족한 횟수 ; **△DPS**=주당 배당금 변동액(당기배당금/기말주식수-전기배당금/전기말조정주식수)²⁴⁾ ; **△DPS%**=주당배당금 변동액을 전기말 주당배당금으로 나눈 값 ; **DIVNI**=당기배당금을 당기순이익으로 나눈 값 ; **Yield**=당기배당금을 기말시점 보통주 시장가치로 나눈 값 ; **ROA**=당기순이익을 기초자산가액으로 나눈 값

주당배당금 변동액(△DPS)과 주당배당금 변동률(△DPS%)을 살펴보면 과세특례 적용기간 이전에는 주당배당금이 소폭 상승하였다가 특례 적용기간에는 대폭 상승하였고, 과세특례 적용 이

2015년과 2017년에 고배당기업 요건을 두 번 충족시킨 기업의 경우 2015년과 2017년 배당지표를 HDIV=2의 과세특례적용기간에, 2014년 배당지표를 이전기간에, 2018년 배당지표를 이후기간에 포함하였다.

24) 기말주식수는 기말 현재 유통보통주식수에서 자기주식을 차감한 값으로 하되, 전기말주식수는 당기중 주식분할 및 병합, 무상감자 및 증자 등 주식 수의 변동을 조정한 전기말조정주식수를 사용하였다.

후에는 감소하였다. 이는 해당 기업이 주주의 세제혜택을 위해 이 기간에 배당금을 늘렸지만, 배당 증가가 유지되지 않는다는 것을 의미한다. 과세특례 적용 후 배당의 감소 효과는 세제혜택 적용을 받은 횟수가 적은 기업들에서 두드러지게 나타났다. 세제혜택을 세 번 모두 적용받은 기업의 경우 과세특례 적용기간보다 배당금 증가폭은 감소하지만 배당금은 여전히 증가하는 것으로 나타났다. 배당성향과 배당수익률은 과세특례 이후기간에 전반적으로 증가하는 것으로 나타나 주당배당금과 다른 양상을 보였다.

배당지표 간 다른 변화 양상을 분석하기 위해 과세특례 적용기간과 그 전·후 기간의 자산수익률(ROA)을 살펴보았다. 과세특례를 한 번 적용받은 기업의 경우 전반적으로 ROA가 낮았고 이후 기간에 ROA가 감소한 반면, 과세특례를 두 번 또는 세 번 받은 기업은 이후 기간에 ROA가 상승하였다. 이들 지표를 종합해 보면, 수익성이 높아 배당을 늘릴 충분한 여력이 있는 기업은 과세특례 적용기간에 배당을 증가시켜 세제혜택을 받았고 이를 이후 기간에도 유지함으로써 배당소득 증대세제의 도입취지를 달성하였을 가능성이 있으나, 수익성이 낮은 기업은 세제혜택을 위해 일시적으로 배당을 증가시켰고, 오히려 이러한 과도한 배당이 기업의 투자여력을 감소시켜 기업가치에 부정적인 영향을 미쳤을 가능성도 있다.

V. 결 론

본 연구는 배당소득 증대세제가 기업의 자본조달비용에 미치는 효과를 분석하였다. 구체적으로, 배당소득에 대한 주주의 세부담을 줄이는 세제혜택이 고배당기업의 자기자본비용에 미친 영향을 검증하고, 해당 기업의 대주주지분율에 따라 그 영향이 차별적으로 나타나는지를 검증하였다. 실증분석을 위한 종속변수로는 Easton(2004)과 Gode and Mohanram(2003)이 제안한 PEG 모형, MPEG 모형 및 GM 모형에 따라 산출한 내재자본비용과 이들의 평균값을 사용하였다. 고배당기업은 조세특례제한법 제104조의27과 동법 시행령 제104조의24, 그리고 동법 시행규칙 제47조의2에서 제시한 요건을 충족한 기업으로 측정하였다.

배당소득 증대세제 적용기간인 2015년에서 2017년까지를 대상연도로, 적용 이전 기간인 2012년에서 2014년까지와 적용 이후 기간인 2018년을 각각 비교연도로 하여 실증분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 배당소득 증대세제 적용기간에 고배당기업의 내재자본비용이 감소하였다. 이는 투자자들이 배당소득 증대세제에 따라 줄어든 세금효과를 내재자본비용에 반영한 것으로 보인다. 둘째, 대주주지분율이 높을수록 배당소득 증대세제에 따른 내재자본비용 감소효과가 약화되는 것으로 나타났다. 이는 자본시장에서는 배당소득 증대세제 적용기간 중 대주주의 이익 실현을 위한 고배당 의사결정을 부정적으로 평가하거나 일시적인 것으로 평가하기 때문인 것으로 보인다. 또한 2016년부터 배당소득 고소득자에 대한 세제혜택이 감소하여 투자자들이 요구수익

률을 하향조정하는 정도가 감소하였을 가능성도 있다.

추가분석에서 배당소득 증대세제 적용기간과 전·후 기간을 대상으로 고배당기업의 배당행태를 살펴본 결과, 과세특례를 적용받을 수 있는 기간에는 주당배당금이 증가하였다가 이후 기간에는 감소하는 것으로 나타났으나 배당성향은 과세특례 적용 이후 기간에 오히려 증가하는 것으로 나타났다. 이는 세제혜택 적용을 받은 횟수가 적은 기업들에서 두드러지게 나타났는데, 이 기업들의 과세특례 적용기간과 전·후 기간의 자산수익률을 비교해 본 결과 수익성이 낮은 기업은 세제혜택을 받기 위해서 일시적으로 배당을 증가시켰으나 수익성이 높은 기업은 과세특례 적용기간에 세제혜택을 받고자 배당을 늘리고 이후 기간에도 증가한 배당을 유지하는 것으로 나타났다.

본 연구는 한시적인 과세특례에 해당하는 배당소득 증대세제가 내재자본비용에 미치는 영향을 분석하기 위해 동 제도의 적용기간과 전·후 기간을 각각 비교하였다. 본 연구의 주요 결과는 배당소득 증대세제가 고배당기업의 자본조달비용을 낮추었음을 의미하는데 이는 제도 도입 당시 기대한 경제적 효과와 일관된 결과이다. 다만, 배당소득 증대세제 적용 이후 기간의 주당배당금 및 수익성을 살펴본 결과, 기업이 세제혜택을 위해 일시적으로 고배당 의사결정을 하였으나 이후 기간에는 기업의 수익성에 따라 증가한 배당금의 지속 여부가 다르게 나타나는 것을 보여 과세특례의 취지가 달성되었는지에 대한 제한적인 결과를 제시하였다. 본 연구의 결과는 정부가 세제혜택을 통해 기업의 배당을 유도하고 자본시장을 활성화하기 위한 정책을 수립하는데 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

참고문헌

- 강승구 · 김진수 · 고종권. 2017. “조세회피와 세무위험이 내재자본비용에 미치는 영향”. 회계저널 제26권 제5호 : 311-346.
- 고윤성 · 박선영. 2014. “자발적 저배당 및 배당생략 기업의 특성 및 성과”. 회계학연구 제39권 제5호 : 1-40.
- 고종권. 2009. “배당세율과 법인세율의 인하가 기업의 내재자본비용에 미치는 영향”. 세무학연구 제26권 제3호 : 9-44.
- 유재봉 · 전병욱. 2017. “배당소득 증대세제가 주식 시장에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제18권 제6호 : 177-216.
- _____. 2018. “개인주주의 투자이익 관련 세법개정이 소유구조에 미친 영향의 분석”. 회계 · 세무와 감사 연구 제60권 제4호 : 281-312.
- 이상엽 · 홍우형. 2017. “배당소득 증대세제 도입효과 분석 및 정책적 시사점”, 한국조세재정연구원.
- 한선아 · 성용운. 2016. “최대주주 개인지분율이 고배당기업 주식의 배당소득에 대한 과세특례 활용에 미친 영향”. 세무학연구 제33권 제4호 : 191-223.
- 홍영도 · 김갑순. 2015. “배당소득 증대세제와 기업소득환류세제 도입과 추가수익률”. 세무와 회계저널 제16권 제2호 : 231-260.
- Ayers, B. C., C. B. Cloyd, and J. R. Robinson. 2002. The Effect of Shareholder-Level Dividend Taxes on Stock Prices : Evidence from the Revenue Reconciliation Act of 1993. *The Accounting Review* 77 (4) : 933-947.
- Claus, J., and Thomas, J. 2001. Equity premia as low as three percent? Evidence from analysts' earnings forecasts for domestic and international stock markets. *The Journal of Finance* 56 (5) : 1629-1666.
- Dai, Z., D. A. Shackelford, H. H. Zhang, and C. Chen. 2013. Does Financial Constraint Affect the Relation between Shareholder Taxes and the Cost of Equity Capital? *The Accounting Review* 88 (5) : 1603-1627.
- Dhaliwal, D., O. Z. Li, and R. Trezevant. 2003. Is a dividend tax penalty incorporated into the return on a firm's common stock? *Journal of Accounting and Economics* 35 (2) : 155-178.
- Dhaliwal, D., L. Krull, O. Z. Li, and W. Moser. 2005. Dividend taxes and implied cost of equity capital. *Journal of Accounting Research*, 43 (5) : 675-708.
- _____, _____, and O. Z. Li. 2007. Did the 2003 Tax Act reduce the cost of equity capital? *Journal of Accounting and Economics* 43 (1) : 121-150.
- Easton, P. D. 2004. PE ratios, PEG ratios, and estimating the implied expected rate of return

- on equity capital. *The Accounting Review* 79 (1) : 73–95
- Easterbrook, F. H. 1984. Two agency–cost explanations of dividends. *The American Economic Review* 74 (4) : 650–659.
- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson. 1995. Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research* 11 (2) : 689–731.
- Gebhardt, W. R., C. M. Lee, and B. Swaminathan. 2001. Toward an implied cost of capital. *Journal of Accounting Research* 39 (1) : 135–176.
- Gode, D., and Mohanram, P. (2003). Inferring the cost of capital using the Ohlson–Juettner model. *Review of Accounting Studies* 8 (4) : 399–431.
- Miller, M. H., and K. Rock. 1985. Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance* 40 (4) : 1031–1051.
- Ohlson, J. A. 1995. Earnings, book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research* 11 (2) : 661–687.
- Sikes, S. A., and R. E. Verrecchia. 2015. Dividend tax capitalization and liquidity. *Review of Accounting Studies* 20 (4) : 1334–1372.

Dividend Income Tax Incentives and the Cost of Equity Capital

Dahn-Bee Kim* · Sung-Soo Yoon** · Seoyoung Doo***

〈Abstract〉

This study investigates whether dividend income tax incentives affect the implied cost of equity capital of high-dividend companies and whether these effects depend on the ownership structure of the companies. We also analyze whether companies that increased dividends for tax benefits maintain high dividends without these tax benefits.

For empirical tests, we use ex ante measures of the cost of equity capital as a dependent variable and identify high-dividend companies following tax law. Our main results are as follows. First, the cost of equity capital of high-dividend firms decreases during the period of tax incentives. This indicates that investors lower the required rate of returns by reflecting the reduced tax burdens, which supports the dividend tax capitalization hypothesis. Second, the higher the ownership of the largest shareholders, the less the effect of the dividend tax capitalization. This result suggests that high dividend decisions for the tax benefits of the largest shareholders are negatively evaluated in the capital market or that the dividend tax capitalization is mitigated because the tax benefits of the largest shareholders are reduced due to the 2016 revision of tax law.

We also find that companies with high profitability can afford to increase their dividends for tax benefits and maintain increased dividends, which is consistent with the purpose of the tax incentives. In the case of low-profitability companies, dividends are temporarily increased in order to receive tax benefits, and there is a possibility that these excessive dividends lower the capacity to invest.

This study suggests that the temporary tax benefits affect the cost of equity capital of high-dividend companies, and that this effect depends on the ownership structure and profitability of the companies. These results imply that the policy makers need to closely consider the ownership structure and profitability of companies when they intend to encourage firms to increase dividends through tax benefits.

〈Key words〉 dividend income tax incentives, implied cost of equity capital, high dividend firm, ownership of the largest shareholder

* Doctoral student, Korea University Business School, dahnb@korea.ac.kr, First Author

** Professor, Korea University Business School, ssyoon@korea.ac.kr, Co-author

*** Assistant Professor, Department of Economics and Tax Administration, Kangnam University, sydoo@kangnam.ac.kr, Corresponding Author