

세무와회계저널
제8권 제4호 2007년 12월 pp.9~37
한국세무학회

수입배당금익금불산입 규정이 기업의 배당에 미친 영향

성용운* · 이병산**

<요 약>

2000년 말 법인세법의 개정으로 수입배당금익금불산입 규정이 일반법인 주주들에 까지 확대·적용되도록 되었다. 이로써 일반법인 주주들은 과세상의 취급 때문에 주식매매차익보다 수입배당금을 선호할 유인이 생겼다. 다만 이러한 현상은 일반법인 주주들 중 단순투자목적으로 주식을 투자하는 경우에 한정될 것이고 이들의 배당에 대한 선호는 지분율을 통하여 실현될 것이므로, 본 연구는 법 개정 이후 일반법인 소액주주 지분율이 높을수록 액면배당률 또는 배당성향이 높게 나타나는지를 보았다.

분석결과, 예상과 같이 수입배당금익금불산입의 개정으로 일반법인 소액주주들의 지분율이 액면배당률에 유의적으로 양(positive)의 영향을 미치고 있었고 일반법인 대주주 지분율은 유의성이 없었다. 그러나 일반법인 소액주주 지분율이 배당성향에 미치는 영향에는 유의성이 없었다. 이는 우리나라 기업들이 액면배당률을 중심으로 배당정책을 결정하고 액면배당률을 안정적으로 유지하려는 경향 때문인 것으로 판단된다. 한편, 추가적으로 동 규정의 개정으로 일반법인 소액주주들이 배당률 등이 낮은 기업의 주식을 팔고 배당률이 높은 기업들의 주식을 사거나 투자를 증가시켰을 가능성을 확인하기 위하여 배당률이 높은 기업집단과 낮은 기업집단 간에 일반법인 소액주주 지분 증가율의 차이가 있는지를 t-검증을 통하여 살펴보았다. 그러나 유의적 차이를 발견할 수 없었다.

본 연구는 수입배당금익금불산입 규정의 개정을 통해서 일부 주주에 대한 과세방법이 변경됨에 따라 그 영향을 받는 주주들이 지분율을 통하여 기업의 배당정책에 미친 영향을 보고 있다는 점에서 선행연구들과 차별성을 갖는다. 그러나 본 연구는 기업의 배당정책 의사결정과정을 종합적인 시각에서 연구한 것이 아니므로 일반법인 소액주주지분율이 액면배당률에 양의 영향을 미친 것으로 나타난 본 연구결과가 수입배당금익금불산입제도의 변경 때문이 아니라 본 연구에서 고려하지 못한 다른 원인의 영향을 받았을 개연성을 완전히 배제할 수 없다는 한계를 가진다.

<주제어> 수입배당금익금불산입, 액면배당률, 배당성향

* 세무학박사, 공인회계사, 삼경회계법인, sywcpa@nate.com, 011-340-4622, 주저자

** 서울시립대학교 세무대학원 박사과정, san@uos.ac.kr, 016-214-1756, 공동저자

I. 서 론

기업의 배당정책에 대한 의사결정은 이익수준 및 미래 투자계획 등 기업 내부적 요인 뿐 만 아니라 동종업계의 배당관행이나 배당에 대한 주주의 선호도 등 외부적인 요인까지 고려해서 이루어진다. 그런데 2000년 말 법인세법의 수입배당금익금불산입 규정이 개정되면서¹⁾ 기관투자자·지주회사 등 일부 법인투자자에 대하여만 수입배당금의 이중과세조정이 이루어지던 것이 일반법인 주주²⁾들에게 까지 확대·적용되도록 되었다. 이는 기업의 배당정책을 둘러싼 환경적 요인의 변화로, 일반법인 주주들의 배당에 대한 선호도를 증가시켜서 기업의 배당정책에 변화를 초래할 수 있는 상황이라고 보인다.

동 규정의 개정으로 일반법인의 수입배당금 중 일정 부분이 법인세 과세에서 제외되게 되므로 이들이 배당금으로 이익을 실현하면 매매차익을 통해 이익을 실현하는 것보다 세후현금유입이 증가하게 된다. 따라서 동 규정의 개정은 이들에게 배당에 대한 선호도를 증가시켰을 것이다. 그리고 이러한 배당선호의 증가가 기업의 배당정책에 반영되는 것은 지분율의 높낮이를 통해 반영되게 될 것이다. 따라서 결과적으로는 일반법인 지분율이 높은 기업일수록³⁾ 수입배당금익금불산입제도의 시행 이후에 배당금이 증가되는 결과가 초래되었을 것을 예상할 수 있다.

그러나 일반법인 주주들은 주식 보유목적에 따라 단순투자를 목적으로 하는 주주(이하 '일반법인 소액주주'라고 함)와 경영권지배를 목적으로 하는 주주(이하 '일반법인 대주주'라고 함)로 나눌 수 있는데, 수입배당금익금불산입 때문에 기업에 배당증가를 요구할 유인은 일반법인 소액주주에 한정된다고 할 수 있다. 일반법인 대주주들에게는 단기적으로 주식매매를 통한 이익실현과 수입배당금이 이익실현방법으로서 대체적 선택 안이 될 수 없다. 설사 동 규정의 개정으로 배당으로 인한

- 1) 법인세법은 대기업의 경제력 집중과 문어발식 확장을 억제하기 위하여 기관투자자가 상장법인으로부터 받은 배당소득의 90%를 익금불산입하는 것을 제외하고는 법인주주가 얻은 배당소득에 대하여는 이중과세의 조정 없이 모두 법인세를 과세하였다. 그러나 외환위기 하에서 지주회사의 설립이 허용되면서 1999년 12월 28일 법인세법 개정 시 지주회사가 받는 배당소득의 일정비율을 익금불산입하도록 하였고, 2000년 12월 29일 법인세법 개정 시 기업과세제도의 선진화 및 지주회사와 일반법인간의 과세형평을 도모하기 위하여 모든 내국법인이 다른 내국법인으로부터 받은 수입배당금액은 출자 받은 법인이 비상장법인인 경우 출자비율이 100%면 수입배당금액의 100%, 출자비율이 50%(출자 받은 법인이 주권상장법인 또는 협회등록법인의 경우 30%)를 초과하면 수입배당금액의 50%, 출자비율이 그 이하인 경우에는 수입배당금액의 30%를 익금불산입하도록 하였다.
- 2) 본 연구의 '일반법인 주주'는 법인세법상 수입배당금의 이중과세조정과 관련하여 별도의 규정을 두고 있는 기관투자자와 지주회사, 외국인투자자, 정부 및 정부기관을 제외한 기타 내국법인인 주주를 말한다.
- 3) 만일 기업이 배당을 안정적으로 유지한다면, 2000년 말 수입배당금익금불산입제도의 개정으로 고배당기업들에게 있어서 일반법인 지분율이 증가하였을 것도 예상할 수 있다. 이는 최원욱·윤태화·이영한(2005)이 사건연구방식으로 연구를 하였다. 본 연구는 추가분석에서 수입배당금익금불산입제도로 인하여 주주구성에서 과세상의 특성(tax clienteles)이 나타나는지 단변량분석을 실시하고 그 결과를 간략히 제시하였다.

세후현금흐름이 증가된다고 하더라도 경영권을 행사하는 자로서 피투자기업의 투자계획·자금사정 등을 우선 고려하여야 하고 자신이 누릴 수 있는 특권적 소비가 있으므로 일반법인 소액주주와는 다르게 행동하게 될 것⁴⁾이다.

본 연구는 이러한 예상을 확인하기 위하여, 개정법이 시행되는 시점인 2001년을 기준으로 하여 전·후기간이 2년씩 포함되도록⁵⁾ 1998년부터 2001년까지 연구대상기간을 설정하고, 상장법인을 대상으로 일반법인 주주의 지분율(일반법인 소액주주 지분율 및 일반법인 대주주 지분율)이 기업의 배당정책에 미친 영향을 실증했다.

한편 기업의 배당정도를 측정하면서 이를 액면배당률로 측정할 수 있고 배당성향으로도 측정할 수 있다. 외국의 선행연구들은 주로 배당성향을 가지고 측정하지만, 이는 무액면제도를 채택하기 때문인 것으로 보이고 우리나라 기업이 실제 어떤 기준으로 배당정책을 결정하는지는 알 수 없다. 그렇지만 일견 우리나라에서는 일반적으로 액면배당률을 중심으로 하여 결정하는 것처럼 보인다. 그러나 본 연구에서는 이 두 가지 성향이 혼재되어 있다고 가정하고 연구를 진행했다. 따라서 수입배당금의 금불산입제도의 시행으로 기업이 배당정책을 변경한다면 그 결과는 액면배당률(배당금÷자본금) 또는 배당성향(배당금÷당기순이익) 중 하나에서 나타날 것이므로, 본 연구의 종속변수는 액면배당률 및 배당성향 두 가지로 설정했다.

배당에 관한 선행연구들이 주로 배당정책의 변화와 주주들의 과세상의 특성(tax clienteles)과의 관계, 암묵적 조세의 존재여부, 배당소득세의 자본화 여부, 재무구조와 배당성향의 관계 등을 주제로 연구하였다. 그러나 본 연구는 수입배당금의 금불산입제도로 일부 주주에 대한 과세방법이 변경되는 경우 이에 해당되는 주주들이 지분율을 통하여 기업의 배당정책에 미친 영향을 보고 있다는 점에서 차별성을 갖는다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 선행연구들을 간략히 검토하고, 제Ⅲ장에서는 연구 설계를 제시하며, 제Ⅳ장에서는 연구결과를 제시하였다. 그리고 제Ⅴ장에서는 본 연구의 주요 내용을 요약하고 한계점을 제시하였다.

4) Rozeff(1982) 및 Helen Short et al.(2002)는 경영자 지분 또는 내부 지분이 낮으면 대리비용절감을 위하여 배당을 증가시킨다고 보고하고 있다.

5) 수입배당금의 금불산입제도는 2001년 1월 1일부터 시행되었다. 그러나 2000 회계연도에 대한 배당금은 2001년 상반기에 지급되므로 수입배당금의 금불산입 규정을 적용받게 된다. 그리고 수입배당금의 금불산입제도의 시행에 대한 대외적 공개는 2000년 9월경에 이루어졌다. 따라서 기업의 2000년 배당금은 이러한 내용이 반영되어 의사결정이 되었을 것이므로 본 연구에서는 2000년을 수입배당금의 금불산입제도의 적용을 받는 개정 이후 기간으로 분류했다.

II. 선행연구의 검토

배당과 관련된 선행연구는 배당정책의 변화와 주주의 납세특성의 관계 및 암묵적 조세의 존재 여부, 배당소득세의 자본화에 관한 연구 및 재무구조와 배당성향과의 관계를 분석한 연구로 나눌 수 있다.

배당정책의 변화와 주주 납세특성의 관계를 주주구성 변화를 통하여 분석한 연구로 Dhaliwal et al.(1999)이 있다. 이는 배당정책의 변화가 주주분포 중 배당소득에 대하여 조세혜택을 누리는 주주들의 비중에 어떤 영향을 미쳤는지 살펴본 것으로, 분석결과 5년간 현금배당이 없었다가 현금배당을 실시한 기업들의 경우 배당 시행 후 배당소득에 대한 조세혜택이 있는 기관투자자의 지분율이 유의적으로 증가함을 보고하였다. Seida(2001)는 기업의 배당정책이 바뀔 경우 연간 배당금의 증분으로 측정된 배당성향의 증가가 자본차익을 선호하는 투자자에서 배당소득을 선호하는 투자자로 주주구성을 변경시키는지를 주식거래량의 크기를 통해 파악하고 배당의 증가와 거래량의 증가는 밀접한 상관관계가 있음을 보고하였다. 최원욱·윤태화·이영한(2005)은 우리나라 수입배당금익금불산입 제도 시행과 납세자 특성과의 관계를 분석했다. 이들은 과거 배당수익률이 큰 기업일수록 수입배당금 익금불산입 제도 시행으로 납세자 특성에 따른 주주변경이 크게 나타났을 것으로 예상하고 배당수익률의 크기에 따라 사건일의 거래량이 큰지에 대하여 분석하였으며, 연구결과 배당수익률과 전체 거래량과는 유의적인 정(+)의 관계로 나타났지만 수입배당금익금불산입 제도가 납세자 특성에 따라 직접적 변화를 일으키는지 여부는 파악하지 못하였으며 납세자들의 투자행태에 영향을 미친다는 사실만 검증하였다.

Erickson and Maydew(1998)은 1995년 미국의 수입배당금익금불산입률이 70%에서 50%로 감소된 사건에 주목하여 세제개편(안) 발표일을 사건일로 하여 우선주와 고배당주식의 주가변동을 통해 암묵적 조세의 존재여부를 검증하였다. 분석결과 우선주의 경우 유의적인 음(-)의 방향으로 주가반응을 보여 암묵적 조세가 존재한다는 가설을 지지하는 증거를 찾을 수 있었으나 보통주의 경우 유의적인 주가반응을 발견할 수 없었다고 보고하였다.

한편 배당소득세가 자본화되는지에 대하여는 실증결과가 일관되지 않고 있다. Harris and Kemsley(1999)와 Collins and Kemsley(2000), Harris et al.(2001) 등의 연구자들은 배당소득세의 완전자본화를 주장하였는데, 이 연구들의 공통점은 이익잉여금에 대한 배당소득세가 기업의 주가에 완전하게 반영되므로 배당지급정책이 주가에 영향을 미치지 않는다는 것이다. 그러나 Hanlon et al.(2003), Dhaliwal et al.(2003), Ayers et al.(2002) 등의 연구자들은 기존의 완전자본화 연구에 대한 반론을 제기하고, 재검증결과 완전자본화에 대한 연구의 가정 및 연구모형에 내적 일관성이 없고 누락변수가 존재하므로 완전자본화에 대한 연구에서 주장하는 것과는 달리 배당금지급정책이 기업가치에 영향을 미치고 있음을 주장하고 있다.

재무구조와 배당성향과의 관계에 대한 연구로는 Jensen and Solber et al(1992)과 박순식(1995) 등이 있다. Jensen and Solber et al(1992)은 기업규모와 배당비율이 양(+)의 관계로서 기업규모가 클수록 소

유정영자의 유동성비용이 증가하여 내부지분을 증가로부터 얻을 수 있는 대리비용에 대한 통제효과는 감소하여 경영자는 배당지급을 늘리려는 경향이 있으며, 재무레버리지와 성장기회는 배당비용에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 확인하였다. 또한 내부자의 주식보유비율과 부채비율이 배당비용에 음(-)의 영향을 미치고 있음을 규명하였다. 박순식(1995)은 기업의 재무구조와 배당성향에 관한 의사결정이 어떤 관련이 있는지를 분석하였는데, 연구결과 부채비율과 배당성향은 대체로 음(-)의 관계를 나타내고 배당성향이 높은 기업은 자본조달 의사결정시 타인자본보다는 자기자본으로 자본을 조달하는 경향이 있는 것으로 보고하였다. 또한 유의한 배당성향 결정요인이 존재하지 않는 것으로 나타나 우리나라 기업은 배당성향보다는 같은 업종의 기업들과 비슷한 수준의 배당률을 유지한다고 주장하였다. 강인철과 정종범(2004)은 외환위기 전후 각 5년씩 10년간 217개 상장기업의 자료를 이용하여 배당성향과 배당성향에 영향을 미치는 요인과의 관계를 분석하였다. 분석결과 매출액성장률(-), 기업의 위험도(-), 기업규모(+)와 배당성향과의 관계를 가진다고 보고하였다.

그러나 본 연구는 수입배당금의 금불산입제도의 시행으로 그 영향을 받는 주주들이 지분율을 통하여 배당정책에 영향을 미쳤는가를 본 것으로, Dhaliwal et al.(1999)이나 최원욱·윤태화·이영한(2005)이 배당정책의 변경이나 수입배당금의 금불산입제도의 도입에 따라 주주구성이 변경되는지를 본 것과 다르다.

III. 연구설계

1. 연구가설

본 연구의 주제는 2001년부터 시행되는 수입배당금의 금불산입제도로 과세상의 혜택을 받는 주주들이 자신들의 지분율을 통해서 기업의 배당정책에 영향을 미쳤는지를 보는 것이다.

수입배당금의 금불산입제도의 영향으로 일반법인 주주에게는 수입배당금이 주식매매차익보다 과세상 유리해졌다고 말할 수 있다. 종전에는 일반법인 주주에 대하여 수입배당금에 대한 이중과세의 조정이 없어서 수입배당금과 주식매매차익 간에 과세상의 차이가 없었지만, 수입배당금의 금불산입제도의 적용으로 인하여 수입배당금의 일정률이 과세에서 제외되게 되어 수입배당금으로 이익을 실현하면 주식매매차익보다 세후현금유입이 증가되기 때문이다. 따라서 다른 조건이 일정하다면 수입배당금의 금불산입제도로 일반법인 주주에게는 매매차익보다는 배당금으로 이익을 실현하려는 유인이 발생하게 될 것이고⁶⁾ 따라서 이들은 종전보다 기업에게 배당 증가를 요구하게 될 것이다.

6) 수입배당금은 배당시기가 특정되어 있고 주식매매차익은 항시 실현이 가능하다는 점에서 제도적 차이가 있지만, 배당액 및 배당시기의 차이 등은 연도 중의 주가가격에 합리적으로 반영되어 있다고 할 수 있다. 따라서 본 연구에서는 투자자가 배당금으로 이익을 실현할 것인지 아니면 주식매매차익으로 이익을 실현할 것인지는 상호 대체 안이 될 수 있다고 전제한다.

그러나 일반법인 주주들이라고 하더라도 일반법인 소액주주와 일반법인 대주주는 주식을 보유하는 목적과 처지가 서로 달라서 배당금 증가에 대한 입장이 다를 수 있다. 일반법인 대주주는 소액주주들과 달리 단기적으로 주식매매를 통한 이익의 실현이 불가능하여 주식매각이 수입배당금의 대체적 선택 안이 될 수 없고 설사 수입배당금익금불산입제도의 시행으로 종전보다 배당에 대한 세후현금흐름이 증가한다고 하더라도 경영권을 행사하는 자로서 피투자기업의 투자계획·자금사정 등을 우선 고려하게 될 것이고 이들에게는 자신이 누릴 수 있는 특권적 소비가 존재한다. 따라서 일반법인 대주주에게는 수입배당금익금불산입제도에 따른 배당의 세후현금흐름 증가는 배당금에 대한 유인에 있어서 중요한 것이 아닐 것으로 보여진다.

따라서 단순투자목적인 일반법인 소액주주들이 수입배당금익금불산입제도로 인하여 기업에 배당금의 증가를 요구하게 될 것이고 이는 이들의 지분율을 통해 실현될 것이므로, 결과적으로 일반법인 소액주주 지분율이 높은 기업일수록 액면배당률이나 배당성향이 높아지는 결과로 나타날 것이다.

본 연구는 이러한 예상을 검증하기 위해 다음과 같은 가설을 설정했다.

[가설 1] 수입배당금익금불산입 제도의 도입으로 일반법인 소액주주의 지분율은 기업들의 액면배당률(또는 배당성향)에 양(positive)의 방향으로 영향을 미쳤을 것이다.

[가설 2] 수입배당금익금불산입 제도의 도입에 불구하고 일반법인 대주주의 지분율은 기업들의 액면배당률(또는 배당성향)에 유의적인 영향을 미치지 않았을 것이다.

2. 연구모형

본 연구에서는 앞에서 설명한 가설을 실증하기 위하여 다음과 같은 회귀분석모형을 사용한다.

회귀식 (1)

$$CADIV_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 BIGCOWN_{jt} + \beta_2 BIGCOWN * AFTER_{jt} + \beta_3 SMCOWN_{jt} + \beta_4 SMCOWN * AFTER_{jt} + \beta_5 SIZE_{jt} + \beta_6 DEBT_{jt} + \beta_7 ROI_{jt} + \beta_8 FIX_{jt} + \beta_9 IOWN_{jt} + \beta_{10} FOWN_{jt} + \beta_{11} TRST_{jt} + \beta_{12} GOVB_{jt}$$

회귀식 (2)

$$DIV_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 BIGCOWN_{jt} + \beta_2 BIGCOWN * AFTER_{jt} + \beta_3 SMCOWN_{jt} + \beta_4 SMCOWN * AFTER_{jt} + \beta_5 SIZE_{jt} + \beta_6 DEBT_{jt} + \beta_7 ROI_{jt} + \beta_8 FIX_{jt} + \beta_9 IOWN_{jt} + \beta_{10} FOWN_{jt} + \beta_{11} TRST_{jt} + \beta_{12} GOVB_{jt}$$

여기서,

$$DIV : \text{배당성향}_t = (\text{중간배당액}_t + \text{현금배당액}_t + \text{주식배당액}_t) / \text{당기순이익}_t$$

CADIV : 액면배당률_t = (중간배당액_t + 현금배당액_t + 주식배당액_t) / 자본금_t
 BIGCOWN : 일반법인 대주주 지분율_t
 SMCOWN : 일반법인 소액주주 지분율_t
 AFTER : 수입배당금의 금불산입제도 시행여부 더미변수(이전이면 0, 이후이면 1)
 SIZE : 기업규모변수_t = ln(총자산_{t-1})
 DEBT : 부채비율_t = (총부채_t / 총자산_t)
 ROI : 자기자본이익률_t = 당기순이익_t / 자기자본_t
 FIX : 표준화 유형자산취득액_t = ((유형자산_t + 유형자산감가상각누계액_t) - (유형자산_{t-1} + 유형자산감가상각누계액_{t-1})) / 총자산_t
 IOWN : 기관투자자 지분율_t = (증권_t + 보험_t + 투신_t + 금융_t)
 FOWN : 외국인투자자 지분율_t
 TRST : 표준화 자기주식취득액_t = (자기주식_t - 자기주식_{t-1}) / 총자산_{t-1}
 GOVB : 3년 만기 국공채수익률_t

상기 회귀식(1)은 종속변수를 액면배당률로 한 것이고 회귀식(2)는 배당성향으로 한 것이다.

여기서 일반법인 지분율은 지주회사·기관투자자·정부기관 등을 제외한 일반내국법인인 주주의 기말 지분율로서, 이는 주식의 보유목적에 따라 일반법인 대주주 지분율(BIGCOWN)과 일반법인 소액주주 지분율(SMCOWN)로 구분되었다. 일반법인 대주주도 수입배당금의 금불산입제도로 배당의 세후현금흐름이 증가하지만 주식보유목적이 경영권지배를 목적으로 하고 있고 내부지분율과 배당 간에는 음의 관계를 가진다고 하는 선행연구도 있어 그 지분율(BIGCOWN) 및 수입배당금의 금불산입제도 이후의 증분적 효과(BIGCOWN × AFTER)가 액면배당률과 배당성향에 유의적인 영향을 미치지 않았을 것이다.

그러나 일반법인 소액주주 지분율(SMCOWN)은 수입배당금의 금불산입제도가 도입된 이후 증가된 배당에 대한 선호도를 자신들의 지분율을 통해서 배당증가요구로 나타냈을 것이므로 수입배당금의 금불산입제도가 도입된 이후 일반법인 소액주주의 지분율이 배당성향에 미친 증분적 효과를 나타내는 변수(SMCOWN × AFTER)의 계수 값 β_4 는 액면배당률과 배당성향에 대하여 유의하게 양의 방향으로 나타날 것이다.

3. 변수의 측정

가. 액면배당률(CADIV)

배당금 총액은 이익잉여금처분계산서상의 중간배당액과 배당금(현금배당+주식배당)을 합한 금액으로 하고, 이를 자본금으로 나누어서 액면배당률을 측정하였다.

7) 주식배당은 배당가능이익의 2분의 1을 초과할 수 없으나(상법 제462조의2 제1항), 다만 상장법인 또는 협회등록법인의 경우에는 배당금 전액을 주식으로 배당할 수 있다(증권거래법 제191조의3 제1항).

$$CADIV = \frac{(\text{중간배당액}_t + \text{현금배당액}_t + \text{주식배당액}_t)}{\text{자본금}_t}$$

나. 배당성향(DIV)

배당금 총액을 당기순이익으로 나누어 측정하였다.

$$\div = \frac{(\text{중간배당액}_t + \text{현금배당액}_t + \text{주식배당액}_t)}{\text{당기순이익}_t}$$

다. 일반법인 주주 지분율 및 세법개정 후 일반법인 주주 지분율

일반법인 주주 지분율은 지주회사·기관투자자·정부기관 등을 제외한 일반내국법인인 주주의 기말 지분율로서, 주식의 보유목적에 따라 일반법인 대주주 지분율(BIGCOWN)과 일반법인 소액주주 지분율(SMCOWN)로 구분되었다. 그리고 수입배당금의금불산입제도에 따른 증분적 영향을 살펴 보기 위하여 해당연도가 개정규정을 적용받는 2000년과 2001년이면 1, 아니면 0으로 하는 더미변수(AFTER)를 사용하였다.

본 연구의 관심은 수입배당금의금불산입제도의 시행으로 일반법인 대주주 및 일반법인 소액주주가 각각 자신들의 지분율을 통하여 배당에 어떠한 영향을 미쳤는가를 보는 것인데, 이를 위해서 각 지분율에 수입배당금의금불산입 제도의 시행여부에 대한 더미변수를 곱한 상호작용변수를 사용하였다. 따라서 본 연구의 관심변수는 일반법인 대주주 지분율의 상호작용변수(BIGCOWN×AFTER)와 일반법인 소액주주 지분율의 상호작용변수(SMCOWN×AFTER)이다.

라. 자기자본이익률(ROI)

자기자본이익률(ROI)은 당기순이익을 자기자본으로 나누어서 측정했다. 이는 기업의 수익률에 따라 액면배당률과 배당성향이 달라질 것이므로 이를 통제하기 위한 것이다. 자기자본이익률이 배당성향에 대하여 미치는 영향에 대하여 예상하면 두 가지 측면이 있다. 첫째, 자기자본이익률이 높다는 의미는 당기순이익의 절대액이 크다는 의미가 될 수 있는데 배당성향을 계산할 때는 당기순이익이 분모가 된다. 따라서 배당금이 고정되거나 고정되는 경향이 있다면 자기자본이익률은 산술적으로 배당성향을 낮추게 된다. 둘째, 기업이 배당성향을 한번 올리면 이를 다시 낮추기가 어렵다는 측면에서 기업들은 배당성향을 일정하게 유지하려는 경향이 있을 수 있다. 만일 기업이 이와 같이 배당성향을 고정시키는 경향이 있다면 자기자본이익률과 배당성향은 무관할 것이다. 따라서 본 연구에서는 자기자본이익률이 배당성향에 미치는 영향에 대하여 어떤 방향을 예측하지 않는다. 그러나 자기자본이익률이 액면배당률에는 양의 방향으로 영향을 미칠 것으로 예상된다.

$$ROI = \frac{\text{당기순이익}_t}{\text{자기자본}_t}$$

마. 유형자산취득액(FIX)

액면배당률과 배당성향에 대한 통제변수로 유형자산취득액(FIX)을 추가하였다.

기업에서 시설투자가 이루어지는 경우 그 시설투자는 상당기간 지속되고 시설투자가 이루어지는 경우 그 시설투자로 인한 본격적인 효과가 나타나기까지는 일정한 시간이 필요하다. 그리고 시설투자가 이루어지면 매출규모가 증가하므로 이에 따른 운영자금의 소요액도 증가한다. 따라서 기업에서 시설투자가 이루어지는 경우 배당금을 지급하기보다는 이익을 내부에 유보시키려는 유인이 발생하게 된다. 따라서 유형자산취득액(FIX)은 액면배당률 및 배당성향에 음(negative)의 영향을 미칠 것으로 예상했다.

그리고 유형자산투자액은 다음과 같이 측정하였다.

$$FIX = \frac{(\text{유형자산}_t + \text{유형자산감가상각비}_t) - (\text{유형자산}_{t-1} + \text{유형자산감가상각비}_{t-1})}{\text{총자산}_t}$$

바. 기관 투자자 지분율(IOWN) 및 외국인투자자 지분율(FOWN)

배당은 투자자의 배당에 대한 선호도 등과 같이 주주 특성에 따라 달리 나타날 수 있으므로 이를 통제하기 위하여 기관투자자 지분율(IOWN)과 외국인투자자 지분율(FOWN)을 통제변수로 사용하였다. 기관투자자 지분율은 증권회사, 금융기관, 투자신탁회사, 보험회사 등이 보유한 주식 지분율을 합하여 구하였다. 이만우·노준화(2006)는 외국인주주 지분율이 높을수록 배당률이 높게 나타났으며, 특히 외국인 지분율이 전년보다 증가할수록 배당도 전년도보다 증가한다고 보고하였다. 따라서 본 연구에서는 기관투자자와 외국인투자자의 지분율은 액면배당률과 배당성향에 대하여 양의 영향을 미칠 것으로 예상했다.

사. 자기주식취득액(TRST)

기업이 주주에게 이익을 배분하는 방법의 전형은 배당금의 지급이지만 기업이 자기주식을 취득해서 유통되는 주식의 수를 감소시킴으로써 1주당 지분가치를 증가시켜서 주주에게 이익을 배분할 수 있다. 물론 자기주식취득을 통하여 주주의 부를 증가시킨다는 것은 향후 경영의 전망이 밝아서 현재의 자기주식취득가액보다 향후 주가가 상승할 것이라는 것이 전제되지만, 현실적으로 주주에게 이익을 환원하는 방법으로 사용될 수 있다.

한편 자기주식취득을 하면 기업의 배당가능이익이 감소되게 된다. 따라서 기업이 자기주식취득을 하면 그 해에는 배당금을 감소시킬 가능성이 있으므로 이를 통제하기 위하여 자기주식취득액(TRST)을 추가했다. 그리고 액면배당률과 배당성향에 음의 영향을 미칠 것으로 예상했다.

자기주식취득액은 다음과 같이 측정했다.

$$TRST = \frac{\text{자기주식}_t - \text{자기주식}_{t-1}}{\text{총자산}_{t-1}}$$

아. 3년 만기 국공채수익률(GOVB)

기업은 배당정책을 결정함에 있어서 명시적이든 묵시적이든 시장의 무위험 이자율⁸⁾의 영향을 받게 될 가능성이 있다. 왜냐하면 주식투자자가 그 주식에 대하여 가지는 기대수익률은 무위험이자율과 위험프리미엄의 합으로 이루어지고 있기 때문이다. 수입배당금익금불산입 제도 시행 전의 3년 만기 국·공채수익률(GOVB)은 1998년에 12.94%이고 1999년에는 7.68%이며, 시행 후인 2000년에는 8.3%, 2001년은 5.68%로서 연구대상기간 중 큰 변동이 있었다.

따라서 본 연구에서는 이자율의 변동이 배당에 미치는 영향을 통제하기 위하여 무위험이자율로써 3년 만기 국·공채의 연평균수익률을 통제변수로 사용했다. 3년 만기 국공채수익률(GOVB)은 액면배당률 및 배당성향에 대하여 양(positive)의 방향으로 영향을 미칠 것으로 예상된다.

자. 부채비율(DEBT) 및 기업규모(SIZE)

Jensen and Solber et al(1992)은 부채비율은 배당성향에 음으로 기업규모(SIZE)는 양의 영향을 미치고 있음을 보여주었고, 박순식(1995)도 부채비율과 배당성향은 대체로 음의 관계가 있음을 보고하였다. 그리고 강인철·정종범(2004)은 기업의 위험도는 음으로, 기업규모는 양의 부호로 배당성향과 관계를 가진다고 보고하였다.

따라서 본 연구에서도 선행연구들에 따라 부채비율(총부채/총자산_t)과 기업규모를 통제하였다. 부채비율은 t기말의 총부채를 t기말의 총자산으로 나누어서 사용하였고⁹⁾, 기업규모는 기초 총자산의 자연로그 값으로 계산하여 사용하였다. 여기서 기업규모는 누락된 변수를 통제하는 역할도 하게 된다.

4. 표본선정

본 연구의 분석대상기간은 세법개정 이전(1998년과 1999년)과 이후(2000년과 2001년)인 1998년부터 2001년까지로서, 다음의 조건을 충족시키는 기업을 표본으로 선정하였다.

- ① 한국증권거래소에 계속 상장되어 있는 기업
- ② 지주회사 및 금융업(은행, 증권, 보험업)이 아닌 기업

8) 연구모형의 자기자본이익률, 부채비율 등의 변수들이 개별기업의 위험프리미엄을 나타낸다. 이러한 점에서 본 연구는 여기서 무위험이자율만을 통제했다. 개별기업의 채권수익률 등은 사용하게 되면 자기자본이익률, 부채비율 등이 개별기업의 채권수익률 내에 포함된 위험프리미엄과 중복하여 통제될 수 있다.

9) 부채비율을 계산함에 있어서 분모를 기초총자산으로 하여 본 연구에서 실시한 모든 분석을 실시해보았지만 연구결과와는 동일하였다.

- ③ 결산일 변경이 없고 결산일이 12월 31일인 기업
- ④ 1999년부터 2002년까지 1회 이상 배당을 실시하고, 손익계산서상 당기순이익이 양수인 기업
- ⑤ 한국상장회사협의회 TS-2000에 수록된 기업으로서 실증분석에 필요한 재무자료가 이용 가능한 기업

지주회사는 세법개정 이전부터 수입배당금의 금불산입제도가 시행되어 세법개정의 효과가 미치는 기간이 다르기 때문에 표본선정에서 제외하였다. 그리고 금융관련 산업은 다른 산업에 비해 규제가 심하며 영업환경이 다르고 일반기업과는 재무제표의 구성항목도 다를 뿐 아니라, 동일한 계정과목이라고 하더라도 일반기업과는 다른 의미로 사용되어 이를 일반제조기업과 비교하는 것이 어려워 표본에서 제외하였다. 그리고 12월 결산기업 만으로 표본을 구성한 것은 표본의 동질성을 높이기 위한 것으로 결산일이 다른 경우에는 세법개정의 효과가 미치는 영향이 다를 수 있기 때문이다.

손익계산서의 당기순이익이 양수인 기업만을 대상으로 한 것¹⁰⁾은 당기순이익이 음수인 경우 분모가 음수이므로 배당성향을 계산할 수 없기 때문이다. 그리고 1회라도 배당을 실시한 기업들을 대상으로 한 것은 4년 연속 당기순이익을 시험하고도 한 번도 배당을 하지 않았다면 이는 배당정책에 있어서 극단적인 정책을 가지거나 특별한 사정이 있는 기업¹¹⁾이므로 제외하였다.

그리고 이상치를 제거하는 방법으로 Belsley와 다수(1980)에서 제안하고 있는 스튜던트제외잔차(Rstudent)를 기준으로 하여 절대 값이 2이상인 표본을 제거하고 Cook's D와 DFFITS를 추가로 고려하여 이상치를 제거한 후의 자료를 이용하였다. 이 결과 최종적인 표본 수는 1998년부터 2001년까지 연도별로 각각 135개, 131개, 115개, 135개로 총 516개의 기업 자료가 산출되었다. 이들 표본기업의 추출과정을 요약하면 <표 1>과 같다.

<표 1> 표본기업 선정

표본선정절차	1998년	1999년	2000년	2001년	총계
조건을 만족한 전체표본	141	139	126	145	551
극단치조정 : Rstudent 2.0	(6)	(8)	(11)	(10)	(35)
최종표본	135	131	115	135	516

10) 당기순이익이 음(-)인 경우 회귀식(2)의 종속변수인 배당성향을 계산할 수 없을 뿐만 아니라, 당기순이익이 음(-)인 기업군들과 당기순이익이 양(+)인 기업군들 사이에는 배당에 관하여 큰 차이를 보여 이들을 배당에 관련해서 동일한 성격을 가진 집단으로 보기 어렵다. 즉, 다른 표본선정조건을 만족시키지만 당기순이익이 음(-)이므로 표본에서 제외된 것은 101개 표본인데 이들 중 배당을 실시한 표본은 37개 표본으로 그 비율이 36.63%에 불과하다. 그러나 당기순이익이 양(+)인 <표 1>의 극단치 제거 전 표본 551개 중 배당을 실시한 표본은 534개로서, 그 비율이 96.92%에 달한다.

11) 이러한 예로는 기업개선작업(Work-out) 중인 기업 등이 있다. 이들은 당기순이익이 발생하더라도 기업개선작업(Work-out) 기간 중에는 배당을 하지 않는 경향이 있다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계량 및 주요변수에 대한 추이분석

아래 <표 2>는 표본기업들에 대한 기술통계를 보여주고 있다.

<표 2> 기술통계량

(n=516)

구 분	최소값	최대값	평균	표준편차
DIV	0.0000	4.9325	0.2932	0.3359
CADIV	0.0000	0.4243	0.1165	0.0713
BIGCOWN	0.0000	67.8200	11.5218	14.7240
SMCOWN	0.0100	87.8100	8.1000	8.7070
SIZE	16.8776	24.0152	19.0334	1.2481
FIX	-0.2263	0.6054	0.0437	0.1129
DEBT	0.0782	0.7913	0.4463	0.1407
TRST	-0.1067	0.1134	0.0037	0.0140
ROI	0.0033	0.4295	0.0941	0.0707
IOWN	0.0000	63.7900	7.5129	9.0035
FOWN	0.0000	85.1100	7.9605	13.2614
GOVB	5.6800	12.9400	8.1000	8.7070

주 : 1. 변수설명

DIV : 배당성향

CADIV : 액면배당률

BIGCOWN : 일반법인 대주주 지분율

SMCOWN : 일반법인 소액주주 지분율

SIZE : 기업규모변수

DEBT : 부채비율

ROI : 자기자본이익률

FIX : 표준화 유형자산취득액

IOWN : 기관투자자 지분율

FOWN : 외국인투자자 지분율

TRST : 표준화 자기주식취득액

GOVB : 3년 만기 국공채수익률

상기 기술통계를 보면 표본기업들의 액면배당률(CADIV) 평균은 약 11.65%정도이고 배당성향(DIV)은 약 29.32%이지만, 배당성향의 표준편차가 액면배당률의 표준편차보다 훨씬 큰 것을 알 수 있다. 이는 우리나라 기업들이 배당성향 보다는 액면배당률을 안정적으로 유지하려는 경향을 가지기 때문에 발생한 것이 아닌가 생각된다. 그리고 기관투자자의 평균 지분율(IOWN)이 7.51%로서 외국인투자자의 평균 지분율(FOWN) 7.96%보다 낮아서 국내 증권시장에서 기관투자자가 제대로 기능 하기에 취약한 것으로 보인다.

한편 일반법인 대주주의 평균지분율(BIGCOWN)은 11.52%, 일반법인 소액주주의 평균지분율(SMCOWN)은 8.10%로서, 일반법인 지분율 중 소액주주 지분율이 상당한 비중이다. 따라서 일반법인 소액주주의 지분율이 기업의 배당정책에 영향을 미칠 만한 영향력이 있는 것으로 보인다.

〈표 3〉 주요변수의 연도별 평균

(n=516)

구 분	1998년도 (n=135)	1999년도 (n=131)	2000년도 (n=115)	2001년도 (n=135)
DIV	0.3176	0.2678	0.2879	0.2980
CADIV	0.0920	0.1160	0.1220	0.1368
BIGCOWN	10.5436	11.1585	11.5325	12.8433
SMCOWN	6.8292	7.2822	7.2532	10.8858
ROI	0.0953	0.0965	0.0928	0.0919
IOWN	9.9640	8.5503	6.4614	4.9508
FOWN	8.4724	6.9996	7.0955	9.1179

주 : 1. 변수설명

DIV : 배당성향

CADIV : 액면배당률

BIGCOWN : 일반법인 대주주 지분율

SMCOWN : 일반법인 소액주주 지분율

ROI : 자기자본이익률

IOWN : 기관투자자 지분율

FOWN : 외국인투자자 지분율

상기 <표 3>은 주요변수의 연도별 추이를 보여주고 있다.

이 표의 연도별 추이를 보면 자기자본이익률(ROI)은 1999년을 정점으로 점차 감소되고 있고, 액면배당률(CADIV)은 연구대상기간 중 꾸준히 증가하고 있다. 그러나 배당성향(DIV)은 1999년을 최저점으로 점차 증가하고 있는데 이는 기업들이 1999년부터 자기자본이익률이 조금씩 감소됨에도 불구하고 액면배당률을 증가시켰기 때문에 나타난 현상으로 보인다.

한편 연구대상기간동안 외국인지분율(FOWN)은 1999년부터 조금씩 증가하고 있지만, 기관투자자 지분율(IOWN)은 계속적으로 감소하고 있어서 연구대상기간 동안 국내 증권시장에서 기관투자자의 입지가 더욱 축소되었음을 보여 준다¹²⁾. 그리고 일반법인 대주주지분율(BIGCOWN)은 꾸준히 증가하고 있고, 일반법인 소액주주 지분율(SMCOWN)은 2001년에 종전에 비하여 많이 증가하였다.

한편 본 연구기간 중에는 IMF외환위기 기간이 포함되어 있지만 자기자본이익률 등이 큰 변동이 없는 상기 연도별 추이를 고려하면 그 영향을 별도로 통제할 필요성은 없는 것으로 보인다.

12) 연구대상기간 중 종합주가지수를 보면 1998년 말 562.46, 1999년 말 1028.07, 2000년 말 504.62 및 2001년 말 693.7로 큰 변동이 있었다.

〈표 4〉 개정 전·후기간의 주요변수 평균차이

구 분	세법개정 전(n=290)		세법=개정 후(n=284)		t-검정(t값)
	평균	표준편차	평균	표준편차	
DIV	0.2931	0.2943	0.2933	0.3759	-0.010
CADIV	0.1039	0.0612	0.1300	0.0785	-4.198***
BIGCOWN	10.8464	14.2015	12.2404	15.2560	-1.073
SMCOWN	7.0523	6.6000	9.2148	10.3933	-2.802***
ROI	0.0958	0.0748	0.0923	0.0662	0.566
IOWN	9.2678	9.0944	5.6457	8.5350	4.667***
FOWN	7.7471	12.3897	8.1876	14.1516	-0.375

주 : 1. *** 유의수준 1%

2. 변수설명

DIV : 배당성향

CADIV : 액면배당률

BIGCOWN : 일반법인 대주주 지분율

SMCOWN : 일반법인 소액주주 지분율

ROI : 자기자본이익률

IOWN : 기관투자자 지분율

FOWN : 외국인투자자 지분율

상기 <표 4>는 개정 전·후 기간 간에 주요 변수의 평균차이를 t-검정한 결과이다.

이 표를 보면 수입배당금익금불산입제도의 개정 이후에 액면배당률과 일반법인 소액주주의 지분율이 증가한 것 그리고 기관투자자의 지분율이 감소한 것에서 유의성을 보여주고 있다. 그리고 배당성향에 대한 평균차이에서는 유의적인 결과를 보여주지 못하고 있다.

2. 상관관계분석

변수들 간의 Pearson 상관관계를 보면 아래 <표 5>과 같다. 아래 <표 5>의 좌측 하단은 표본기업들의 전체 연구대상기간에 대한 상관관계를 나타내고, 우측상단은 개정 이후기간(2000년과 2001년)의 변수들 간 상관관계를 보여준다.

<표 5> 변수들 간의 상관관계 분석결과

	DIV	CADIV	BIGCOWN	SMCOWN	SIZE	DEBT	ROI	FIX	IOWN	FOWN	TRST	GOVB
DIV		-0.104	-0.012	0.050	0.016	0.040	-0.351***	0.024	0.028	-0.096	0.009	-0.014
CADIV	-0.113**		0.012	0.108*	0.292***	-0.358***	0.475***	0.045	0.054	0.552***	0.011	-0.095
BIGCOWN	-0.024	0.039		-0.172***	0.183***	0.047	-0.027	-0.010	-0.074	-0.023	-0.028	-0.043
SMCOWN	0.030	0.073*	-0.138***		0.136**	0.039	-0.059	-0.060	-0.016	-0.023	0.175***	-0.175***
SIZE	-0.061	0.244***	0.161***	0.143***		0.218***	-0.137***	-0.110*	0.367***	0.503***	-0.031	-0.048
DEBT	0.043	-0.361***	-0.005	0.004	0.202***		-0.216***	-0.010	0.008	-0.100	0.013	0.126**
ROI	-0.396***	0.393***	-0.021	-0.056	-0.162***	-0.152***		0.049	-0.011	0.317***	0.081	0.006
FIX	-0.057	-0.019	0.033	-0.031	-0.039	0.032	-0.019		0.103	-0.008	0.069	0.266***
IOWN	-0.069	0.049	-0.088**	-0.016	0.399***	0.087**	0.057	0.085*		0.116*	0.044	0.088
FOWN	-0.122***	0.447***	-0.022	0.009	0.454***	-0.080*	0.267***	0.048	0.159***		-0.056	-0.071
TRST	-0.017	0.033	-0.040	0.152***	-0.070	-0.056	0.058	0.058	-0.018	-0.061		0.158**
GOVB	0.033	-0.225***	-0.051	-0.141***	-0.079*	0.257***	0.013	0.013	0.187***	-0.001	-0.039	

주 : 1. * 유의수준 10%, ** 유의수준 5%, *** 유의수준 1%

2. 변수설명

DIV : 배당성향

CADIV : 액면배당률

BIGCOWN : 일반법인 대주주 지분율

SMCOWN : 일반법인 소액주주 지분율

SIZE : 기업규모변수

DEBT : 부채비율

ROI : 자기자본이익률

FIX : 표준화 유형자산취득액

IOWN : 기관투자자 지분율

FOWN : 외국인투자자 지분율

TRST : 표준화 자기주식취득액

GOVB : 3년 만기 국공채수익률

상기 표의 결과를 살펴보면 다음과 같다.

첫째, 일반법인 대주주의 지분율(BIGCOWN)과 배당성향(DIV) 및 액면배당률(CADIV)의 상관관계, 그리고 일반법인 소액주주의 지분율(SMCOWN)과 배당성향의 상관관계는 전체기간 및 개정 후 기간에서 모두 유의성을 보이지 않는다. 그러나 일반법인 소액주주의 지분율(SMCOWN)과 액면배당률은 전체기간 및 개정 후 기간에서 모두 10% 수준에서 유의한 양의 상관관계를 보이고 있는데, 이는 [가설 2]의 지지가능성 및 [가설 1] 중 일반법인 소액주주 지분율이 액면배당률에 대하여 양의 영향을 미칠 가능성을 시사한다.

둘째, 전체기간과 개정 이후 기간 전부에서 자기자본이익률(ROI)은 액면배당률과 1% 유의수준에서 양의 상관관계를 보여주고, 배당성향(DIV)과는 1% 유의수준에서 음의 상관관계를 보여준다. 이러한 현상은 우리나라 기업들이 자기자본이익률이 높으면 액면배당률을 높이지는 하지만 자기자본이익률이 높은 만큼 배당을 더 하지 않고 있기 때문에 나타난 것으로 보인다.

셋째, 상기 표에서 일관되게 일반법인 소액주주의 지분율과 기관투자자 지분율 및 외국인지분율

(FOWN)은 기업규모(SIZE)와 1% 유의수준에서 양의 상관관계를 보이고 있다. 이는 외국인, 기관투자자들이 시가총액 일정규모 이상으로 기업규모가 큰 기업의 주식에 투자하는 경향 때문인 것으로 보이고, 일반법인 소액주주들도 이들의 투자관행을 따르는 것이 아닌가 생각된다. 다만 일반법인 대주주지분율이 기업규모와 가지는 상관관계는 대규모기업집단 등으로 인한 상호출자관계 때문에 나타난 것이 아닌가 생각된다.

넷째, 상기 표에서 외국인 지분율은 자기자본이익률 및 액면배당률과 1% 유의수준에서 양의 상관관계를 보이고 있다. 그러나 기관투자자 지분율과 일반법인 소액주주 지분율은 그렇지 않다. 이는 외국인투자자들이 수익성을 중요시하고 있음에 반하여 기관투자자와 일반법인 소액주주들의 투자성향은 다른 것으로 보여 진다.

다섯째, 부채비율(DEBT)은 배당성향과 유의적인 관계를 보이고 있지 못하지만, 액면배당률과는 1%수준에서 유의적인 음의 상관관계를 보이고 있다. 부채비율과 기업규모는 유의적인 양의 상관관계를 보이고 있는데 이는 기업규모가 금융권에서 자금을 조달하는데 유리한 입장에 있음을 반영하는 것으로 보인다. 그리고 기업규모와 자기자본이익률이 1% 유의수준에서 음의 상관관계를 보이고 있다.

여섯째, 기업규모와 액면배당률은 1% 유의수준에서 양의 상관관계를 보이지만 배당성향과는 그렇지 않다. 그리고 자기주식취득액(TRST)은 배당성향 및 액면배당률과 유의적인 상관관계를 보여주지 못하고 있다.

3. 회귀분석 결과

가. 액면배당률(CADIV)에 미치는 영향

종속변수를 액면배당률로 설정한 회귀식(1)을 사용하여 분석한 결과는 <표 6>과 같다. 먼저 모형에 대하여 살펴보면 Adj R² 는 0.290~0.515정도이고 F 값의 유의확률은 0.000로서 모형은 적합한 것으로 보이고, 분산확대인자(VIF, variation inflation factor) 값이 최대치가 3.220로서 다중공선성에 큰 문제는 없는 것으로 보인다.

아래 표의 <모형 1>은 회귀식(1)을 사용한 분석이고, <모형 1>에서 일반법인 소액주주 지분율과 일반법인 대주주 지분율이 각각 개정 후 기간에 액면배당률에 미치는 증분적 영향력을 나타내는 변수 SMCOWN×AFTER와 BIGCOWN×AFTER 를 생략한 축소모형과 개정 전·후 기간을 구분하여 개별적으로 분석한 모형 및 개정 전·후 기간을 각 1년씩 포함되도록 99년과 00년에 대하여만 분석한 모형은 참고적으로 함께 제시하였다.

<표 6> 액면배당률에 미친 영향의 분석 결과

$$CADIV_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 BIGCOWN_{jt} + \beta_2 BIGCOWN * AFTER_{jt} + \beta_3 SMCOWN_{jt} + \beta_4 SMCOWN * AFTER_{jt} + \beta_5 SIZE_{jt} + \beta_6 DEBT_{jt} + \beta_7 ROI_{jt} + \beta_8 FIX_{jt} + \beta_9 IOWN_{jt} + \beta_{10} FOWN_{jt} + \beta_{11} TRST_{jt} + \beta_{12} GOVB_{jt}$$

구 분	예측 부호	모형 1	모형1	개정 전·후 기간 구분분석		기간단축분석 99년~00년
			축소모형	개정 전	개정 후	
BIGCOWN	(?)	5.383	-1.966	3.393	-3.515	5.302
BIGCOWN*AFTER	(?)	0.000				7.658
SMCOWN	(+)	0.000	0.000	-0.001	0.001**	-7.528
SMCOWN*AFTER	(+)	0.001**				0.002**
SIZE	(+)	0.016***	0.016***	0.012***	0.019***	0.018***
DEBT	(-)	-0.156***	-0.159***	-0.131***	-0.180***	-0.154***
ROI	(+)	0.344***	0.345***	0.263***	0.436***	0.399***
FIX	(-)	0.023	0.022	0.006	0.073*	0.051*
IOWN	(+)	-0.001	-0.001*	-8.567	-0.001*	0.000
FOWN	(+)	0.001***	0.001***	0.001**	0.001***	0.001**
TRST	(-)	0.067	0.076	0.184	-0.042	0.187
GOVB	(+)	-0.002**	-0.003***	-0.003***	-0.001	-0.022
F값		33.122	39.128	11.821	27.445	15.182
수정 R ²		0.428	0.425	0.290	0.515	0.410
n		516	516	266	250	246

주 : 1. * 유의수준 10%, ** 유의수준 5%, *** 유의수준 1%

2. 변수설명

DIV : 배당성향

CADIV : 액면배당률

BIGCOWN : 일반법인 대주주 지분율

SMCOWN : 일반법인 소액주주 지분율

SIZE : 기업규모변수

DEBT : 부채비율

AFTER : 수입배당금의 금불산입 제도 시행여부 더미변수(이전이면 0, 이후이면 1)

ROI : 자기자본이익률

FIX : 표준화 유형자산취득액

IOWN : 기관투자자 지분율

FOWN : 외국인투자자 지분율

TRST : 표준화 자기주식취득액

GOVB : 3년 만기 국공채수익률

상기 표의 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 기업규모 및 자기자본이익률은 액면배당률에 대하여 일관되게 1% 유의수준에서 양의 방향으로 영향을 미치고 있고, 부채비율은 액면배당률에 대하여 1% 유의수준에서 음의 영향을 미치고 있다. 그리고 외국인 지분율은 액면배당률에 1% 또는 5% 유의수준에서 양의 영향을 미치고 있지만,

기관투자자 지분율은 그렇지 않다.

둘째, 유형자산투자액은 액면배당률에 대하여 개정 후 및 기간단축분석에서 10% 유의수준에서 양의 영향을 미치고 있는데 이는 예상과 다르다. 이는 유형자산 투자가 많은 기업들이 향후 사업 확대로 이어질 것이고 새로운 자금조달의 기회를 위하여 액면배당률을 상대적으로 높이는 것이 아닐까¹³⁾ 생각된다.

셋째, 경영자는 배당을 결정하면서 시장이자율을 고려할 것이므로 3년 만기 국공채 연평균수익률은 액면배당률에 양의 영향을 미칠 것으로 예상하였으나 분석결과는 액면배당률에 대하여 대체적으로 유의적으로 음의 영향을 미치고 있다. 이는 연구대상기간 동안 3년 만기 연평균 국공채수익률이 지속적으로 하락하는 추세였는데 액면배당률은 점차 증가하였기 때문에 나타난 것이다. 이는 경영자들이 배당을 결정하면서 액면기준에 의한 과거의 배당관행을 중시하며 시장이자율은 크게 고려하지 않고 있는 것이 아닌가 생각된다.

한편 관심변수인 일반법인 주주의 지분율이 액면배당률에 미친 영향을 보면 다음과 같다.

첫째, <모형 1>칸에서 일반법인 소액주주 지분율의 법 개정 이후 증분적 효과(SMCOWN×AFTER)는 액면배당률에 대하여 5% 수준에서 유의적으로 양의 영향을 미치고 있다. 이는 <개정 전·후 기간 구분분석>칸에서 개정 전에는 일반법인 소액주주 지분율(SMCOWN)이 유의성이 없다가 개정 이후에 비로소 양의 방향으로 유의성을 보이는 것과 일치한다. 그리고 연구대상기간을 개정 전·후 각 1년이 포함되도록 해서 분석한 <기간단축분석>칸에서도 같은 결과를 보여주고 있다. 따라서 수입배당금익금불산입제도가 시행된 이후 일반법인 소액주주 지분율이 높은 기업들은 액면배당률(또는 배당성향)을 증가시킬 것이라는 [가설 1] 중 액면배당률을 증가시킬 것이라는 부분은 지지된다.

둘째, <모형 1>에서 일반법인 대주주 지분율(BIGCOWN)의 법 개정 이후 증분적 효과(BIGCOWN×AFTER)는 액면배당률에 대하여 유의적인 영향을 미치지 못하고 있다. 이는 <개정 전·후 기간 구분분석>칸 및 <기간단축분석>칸에서도 같은 결과를 보여주고 있다. 이는 일반법인 대주주는 단순투자목적으로 주식을 보유하는 일반법인 소액주주들과 수입배당금익금불산입제도의 시행에 대하여 다르게 반응한 것으로, 수입배당금 익금불산입제도의 도입에 불구하고 일반법인 대주주의 지분율은 기업들의 액면배당률(배당성향)에 유의적인 영향을 미치지 않을 것이라는 [가설 2] 중 액면배당률과 관련된 부분을 지지한다.

나. 배당성향(DIV)에 미치는 영향

종속변수를 배당성향으로 설정한 회귀식(2)를 사용해서 분석한 결과는 <표 7>과 같다. 먼저 모형에 대하여 살펴보면 F값의 유의확률은 0.000 이고, 분산확대인자에 의한 다중공선성문제는 없다. 다만, Adj R²는 0.096~0.27정도로써 액면배당률을 종속변수로 사용한 회귀식(1)보다 설명력이 현저하게 저하되었음을 알 수 있다.

아래 표의 <모형 A>는 회귀식(2)를 사용한 분석이고, <모형 A>에서 일반법인 소액주주의 지분

13) 이는 배당의 신호가설(signalling hypothesis) 또는 대리인비용(agency cost) 절감이론에 따라 해석할 수 있다.

율과 일반법인 대주주 지분율이 각각 개정 후 기간에 배당성향에 미치는 증분적 영향력을 나타내는 변수 $SMCOWN \times AFTER$ 와 $BIGCOWN \times AFTER$ 를 생략한 축소모형과 개정 전·후 기간을 구분하여 개별적으로 분석한 모형 및 개정 전·후 기간을 각 1년씩 포함되도록 99년과 00년에 대하여만 분석한 모형을 참고적으로 제시하였다.

〈표 7〉 배당성향이 미친 영향 분석결과

$$DIV_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 BIGCOWN_{jt} + \beta_2 BIGCOWN * AFTER_{jt} + \beta_3 SMCOWN_{jt} + \beta_4 SMCOWN * AFTER_{jt} + \beta_5 SIZE_{jt} + \beta_6 DEBT_{jt} + \beta_7 ROI_{jt} + \beta_8 FIX_{jt} + \beta_9 IOWN_{jt} + \beta_{10} FOWN_{jt} + \beta_{11} TRST_{jt} + \beta_{12} GOVB_{jt}$$

구 분	예측 부호	모형A	모형1	개정 전·후 기간 구분분석		기간단축분석
			축소모형	개정 전	개정 후	99년~00년
BIGCOWN	(?)	0.000	0.000	9.437	0.000	-0.001
BIGCOWN*AFTER	(?)	0.001				0.000
SMCOWN	(+)	2.639	0.001	0.001	0.001	0.000
SMCOWN*AFTER	(+)	0.002				0.002
SIZE	(+)	-0.051***	-0.050***	-0.071***	-0.025	-0.029**
DEBT	(-)	0.029	0.022	0.095	-0.051	-0.070
ROI	(+)	-2.128***	-2.127***	-2.082***	-2.209***	-1.713***
FIX	(-)	-0.199	-0.203	-0.302**	0.152	-0.059
IOWN	(+)	0.001	0.001	-0.001	0.002	0.002
FOWN	(+)	0.002*	0.002*	0.002	0.002	0.001
TRST	(-)	0.002	0.031	-1.626	0.778	-0.180
GOVB	(+)	0.008	0.005	0.008	-0.006	-0.003
F값		9.432	11.259	10.989	3.656	7.129
수정 R ²		0.164	0.166	0.274	0.096	0.231
n		516	516	266	250	246

주 : 1. * 유의수준 10%, ** 유의수준 5%, *** 유의수준 1%

2. 변수설명

DIV : 배당성향

CADIV : 액면배당률

BIGCOWN : 일반법인 대주주 지분율

SMCOWN : 일반법인 소액주주 지분율

SIZE : 기업규모변수

DEBT : 부채비율

AFTER : 수입배당금의 금불산입 제도 시행여부 (이전이면 0, 이후이면 1)

ROI : 자기자본이익률

FIX : 표준화 유형자산취득액

IOWN : 기관투자자 지분율

FOWN : 외국인투자자 지분율

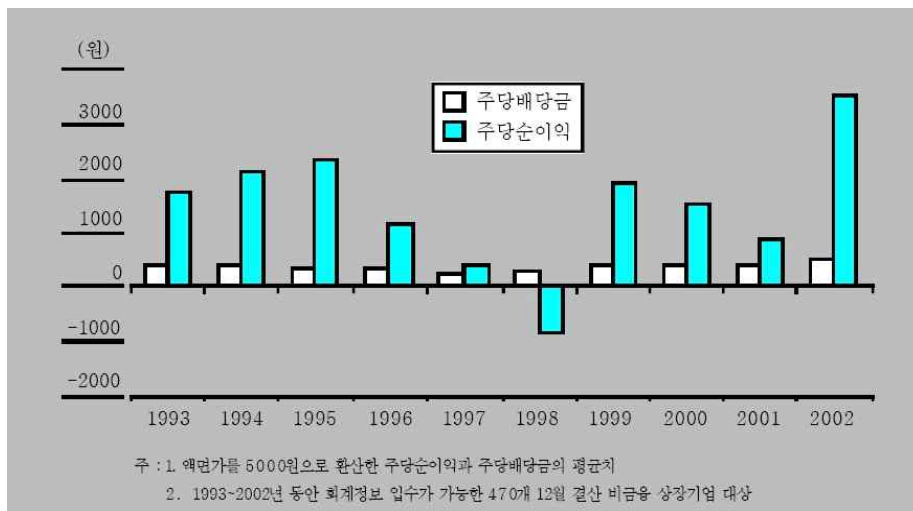
TRST : 표준화 자기주식취득액

GOVB : 3년 만기 국공채수익률

상기 <표 7>의 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 자기자본이익률은 배당성향에 대하여 1% 유의수준에서 일관되게 음의 방향으로 영향을 미치는 것으로 나타나고 있다. 이를 자기자본이익률이 액면배당률에 대하여 유의적으로 양의 영향을 미치고 있던 분석결과와 함께 생각하면, 이는 우리나라기업들이 액면배당률을 기준으로 배당정책을 결정하고 있고 액면배당률을 일정한 범위 내에서 관리하기 때문에 나타난 현상이라고 판단된다. 즉 자기자본이익률이 높다는 것은 배당성향을 계산할 때 분모가 되는 당기순이익의 크기가 크다는 것을 의미하고 배당액이 액면을 기준으로 일정 범위 내에서 움직인다면 자기자본이익률이 높은 기업의 배당성향은 낮은 것으로 나타나게 되므로 자기자본이익률이 배당성향에 대하여 음의 부호가 나타난 것이라는 의미¹⁴⁾이다.

이러한 해석은 다음의 그림에서 기업의 액면배당률이 주당이익의 변동과 별로 관련이 없이 거의 안정적으로 유지되고 있는 것에 비추어도 타당하다.



자료 : LG주간경제 728호, 「우리 기업들 배당 어떻게 하고 있나」, 2003. 5.

둘째, 기업규모는 배당성향에 대하여 대체적으로 음의 영향을 미치고 있다. 이는 강인철·정중범(2004)의 연구에서 기업규모가 배당성향에 대하여 양의 영향을 미친다는 결과와 다르다. 그러나 강인철·정중범(2004)은 기업규모를 자본금의 크기를 가지고 측정하였고 본 연구에서는 총자산가액으로 측정하였기 때문에 다른 결과가 발생한 것으로 보인다. 기업규모에 따라 수익성의 차이가 없고(전술한 상관관계에서는 기업규모와 자기자본이익률은 1% 유의수준에서 음의 상관관계를 보이고

14) 우리나라 기업들이 액면배당률을 기준으로 배당정책을 결정한다면 우리나라에서 기업의 배당과 관련된 연구를 하면서 당기순이익의 크기에 의하여 영향을 받는 배당성향을 사용하는 것은 연구의도와는 다른 결과를 초래할 수 있음을 의미한다.

있다) 기업들이 대체적으로 액면배당률을 일정하게 유지하려고 하면 자본금이 큰 기업들은 이익중 배당으로 유출되는 금액이 크고 따라서 배당성향이 높게 나타날 것이다. 강인철·정종범(2004)의 연구결과는 이러한 원인 때문에 나타난 것이 아닌가 생각된다.

한편 관심변수인 일반법인 주주의 지분율이 액면배당률에 미친 영향을 보면 다음과 같다.

첫째, <모형 A>에서 일반법인 소액주주 지분율의 법 개정 이후의 증분적 효과를 나타내는 $SMCOWN \times AFTER$, <개정 전·후 기간 구분분석>칸에서 일반법인 소액주주 지분율 및 <기간단축 분석>칸에서 $SMCOWN \times AFTER$ 는 모두 유의성이 없다. 따라서 수입배당금의 금불산입제도가 시행된 이후 일반법인 소액주주 지분율이 높은 기업들은 액면배당률(또는 배당성향)을 증가시킬 것이라는 [가설 1] 중 배당성향을 증가시킬 것이라는 부분은 지지되지 않는다.

둘째, <모형 A>에서 일반법인 대주주 지분율의 법 개정 이후의 증분적 효과를 나타내는 $BIGCOWN \times AFTER$ 는 유의성을 갖지 못하고 있으며, <개정 전·후 기간 구분분석>칸 및 <기간단축 분석>칸에서도 같은 결과를 보여주고 있다. 따라서 수입배당금의 금불산입제도의 도입에 불구하고 일반법인 대주주의 지분율은 기업들의 액면배당률(배당성향)에 유의적인 영향을 미치지 않을 것이라는 [가설 2] 중 배당성향과 관련된 부분은 지지된다.

다. 추가분석

상기 분석결과의 신뢰성 제고를 위하여 다음과 같이 추가분석을 실시하였다.

첫째, <표 6>에서 수입배당금의 금불산입제도의 개정으로 일반법인 소액주주 지분율이 높은 기업들이 액면배당률을 증가시켰다는 결과를 보고했다. 그러나 <표 3>과 <표 4>를 보면 분석대상기간 중 액면배당률과 일반법인 소액주주 지분율이 대체적으로 증가하고 있고, <표 6>의 일반법인 소액주주 지분율의 계수 값이 0.001로 작은 값을 가지고 있다. 이는 <표 6>의 분석결과가 세법개정의 영향이 아니라 액면배당률과 일반법인 소액주주 지분율이 같은 방향으로 함께 증가하고 있는 등 다른 원인에 의해 나타난 결과일 가능성을 의심하게 한다.

이에 대해 본 연구는 다음과 같은 추가분석을 실시하였다¹⁵⁾. 먼저 분석기간을 1997년부터 2002년까지로 넓혀서 회귀식(1)의 분석을 전체 기간에 대해 실시하였고(아래 표의 97_02 칸 참조), 분석대상기간을 1997년부터 2000년, 1999년부터 2002년으로 구분한 후 각각 1999년과 2001년에 세법개정이 이루어진 것으로 가정하고 회귀식(1)의 분석을 실시하였고(각각 아래 표의 97_98_99, 00 및 99_00_01, 02 칸 참조), 1997년도와 1998년도, 1998년도와 1999년도, 2000년과 2001년, 2001년과 2002

15) 분석기간을 1997년부터 2002년까지로 넓히고 전술한 표본선정기준에 따라 추가분석대상이 된 표본은 다음과 같다.

표본선정절차	1997년	1998년	1999년	2000년	2001년	2002년	총계
조건을 만족한 전체표본	100	141	139	126	145	205	856
극단치조정 : Rstudent 2.0	(2)	(8)	(11)	(15)	(21)	(23)	(80)
최종표본	98	133	128	111	124	182	776

년을 각각 세법개정 전·후 기간으로 가정하고 회귀식(1)의 분석을 실시하였다(각각 아래 표의 97_98, 98_99, 00_01, 01_02 칸 참조).

만일 <표 6>의 결과가 세법개정의 영향이 아니라 분석대상기간 중 액면배당률과 일반법인 소액주주 지분율이 대체적으로 증가하고 있는 경향 때문에 나타난 것이라면 이러한 방식의 분석에서도 일반법인 소액주주지분율의 개정 이후 증분효과가 액면배당률에 유의적으로 양의 영향을 미치는 것으로 나타나게 될 것이다. 그 결과를 제시하면 아래 <표 8>과 같다.

<표 8> 액면배당률에 미친 영향의 추가 분석결과

$$CADIV_{jt} = \alpha_0 + \beta_1 BIGCOWN_{jt} + \beta_2 BIGCOWN * AFTER_{jt} + \beta_3 SMCOWN_{jt} + \beta_4 SMCOWN * AFTER_{jt} + \beta_5 SIZE_{jt} + \beta_6 DEBT_{jt} + \beta_7 ROI_{jt} + \beta_8 FIX_{jt} + \beta_9 IOWN_{jt} + \beta_{10} FOWN_{jt} + \beta_{11} TRST_{jt} + \beta_{12} GOVB_{jt}$$

구 분	예측 부호	97~02	97,98_99,00	99,00_01,02	97_98	98_99	00_01	01_02
BIGCOWN	(?)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
BIGCOWN*AFTER	(?)	0.000	3.295	0.000	0.000	-4.260	-9.683	8.030
SMCOWN	(+)	0.000	3.584	-0.001	0.002*	-0.001	-0.001	9.961
SMCOWN*AFTER	(+)	0.000	-0.001	0.000	-0.002*	0.000	0.001	-0.001**
표본크기		776	470	545	231	261	235	306

* 유의수준 10%, ** 유의수준 5%, *** 유의수준 1%

주1) 변수에 대한 설명은 <표 6> 참조

주2) SIZE, DEBT, ROI, FIX, IOWN, FOWN, TRST, GOVB 에 대한 분석결과는 기재를 생략함.

상기 <표 8>은 모든 칸에서 관심변수인 SMCOWN*AFTER가 액면배당률에 유의적으로 양의 영향을 미치는 결과를 보여주지 않고 있다¹⁶⁾¹⁷⁾. 그리고 <표 3>과 <표 4>에서 분석대상기간 중 액면배당률과 일반법인 대주주 지분율도 지속적으로 증가하고 있음에도 불구하고 BIGCOWN*AFTER가 본 분석 및 추가분석에서 액면배당률에 유의적으로 양의 영향을 미치는 결과를 보여주지 않고 있다. 따라서 본 연구의 결과가 분석대상기간 중에 일반법인 소액주주 지분율과 액면배당률이 함께 증가하고 있는 것 때문에 나타난 현상이라고는 할 수 없다.

16) 추가로 본 연구의 기본분석 표본들을 가지고 1998년도와 1999년도, 그리고 2000년과 2001년을 각각 세법개정 전·후 기간으로 가정하고 회귀식(1)의 분석을 실시하였지만, 여기서도 일반법인 소액주주 지분율의 개정 이후 증분효과가 액면배당률에 유의적인 양의 영향을 미치는 결과는 보이지 않았다.

17) '97~02' 칸은 2000년을 세법개정시기로 본 것임에도 불구하고 <표 6>과 다르게 유의적 결과를 나타내고 있지 못하다. 이는 일반적으로 특정사건에 대한 영향을 분석하면서 분석대상기간이 늘리는 경우 다른 요인들이 개입할 여지가 증가해서 연구결과에서 그 특정사건의 영향이 뚜렷하게 나타나지 않게 되는데 그러한 원인 때문이 아닌가 생각된다.

둘째, 회귀식(2)의 종속변수인 배당성향(배당금/당기순이익)을 '배당금/이익잉여금'으로 대체하고 배당성향을 계산할 수 없어서 제외되었던 당기순이익이 음(-)인 기업들을 표본에 추가하여¹⁸⁾ <표 7>과 같은 방식으로 추가분석을 실시하였다. 분석결과 모형의 Adj R²는 -0.003~0.029로서 설명력이 없었고, 법 개정 이후 일반법인 소액주주 지분율의 증분효과를 나타내는 변수는 <표 7>과 동일하게 유의성이 없었다.

라. 수입배당금의 금불산입제도가 주주구성에 미친 영향

수입배당금의 금불산입제도의 도입으로 일반법인 소액주주들이 지분율을 통해서 액면배당률에 양의 영향을 미치고 있음을 보았다.

한편 수입배당금의 금불산입제도 때문에 일반법인 소액주주들이 배당이 적은 기업의 주식을 팔고 배당이 많은 기업들의 주식을 사거나 배당이 많은 주식에 투자를 증가시킬 수도 있다. 본 연구는 이러한 가능성을 확인하기 위하여 간략하게 t-검증을 실시했다.

이 분석을 위해서 먼저 표본기업 중 연구대상기간동안 연속적으로 표본으로 존재하는 기업들로 새로 표본을 구성했는데, 99개 기업으로 총 표본은 396개가 되었다. 그리고 새로 구성된 표본기업들을 수입배당금의 금불산입제도가 도입되기 이전인 1998년과 1999년의 액면배당률 또는 배당성향의 평균에 따라 각각 3분위수로 집단을 구분하고 중간집단을 제외한 최상위집단과 최하위집단 사이에¹⁹⁾ 수입배당금의 금불산입제도 도입 이후 일반법인 소액주주의 지분율(SMCOWN)이 증가되는 비율에 유의적 차이가 있는지를 검토하였다. 이때 지분율의 증감을 계산의 기준은 1999년 말의 지분율로 하였다.

분석결과를 아래 <표 9>과 같다.

<표 9>의 분석결과를 보면 <패널 A>와 <패널 B>에서 액면배당률을 기준으로 집단을 구분한 것에서 유의적인 평균차이를 발견할 수 없다. 그리고 <패널 B>의 배당성향을 기준으로 집단을 구분한 것에서 세 가지 경우 전부 최하위집단이 상위집단보다 증가율이 높았다.

결과적으로 단순투자자인 일반법인 소액주주들이 수입배당금의 금불산입제도가 도입됨으로써 배당금에 대한 세후 수익률이 증가하게 되자 배당률 등이 낮은 기업의 주식을 팔고 배당률이 높은 기업들의 주식을 사거나 배당률이 높은 주식에 투자를 증가시키는 현상은 확인할 수 없었다. 이는 수입배당금의 금불산입제도로 인해 증가되는 세후수익률의 크기가 투자자들이 배당률 등이 낮은 기업의 주식을 팔고 배당률이 높은 기업들의 주식을 사거나 배당률이 높은 주식에 투자를 증가시키는 등 투자자의 사결정의 변화를 초래하기에는 지나치게 작기 때문이 아닌가²⁰⁾ 생각된다. 따라서 본

18) <표 7>의 표본 수는 516개였으나, 당기순이익이 음인 기업들을 추가해서 분석한 표본은 600개였다.

19) 일반법인 소액주주들이 수입배당금의 금불산입제도가 도입됨으로써 액면배당률 또는 배당성향 등이 낮은 기업의 주식을 팔고 높은 기업들의 주식을 사거나 투자를 증가시켰다면, 회색집단이라고 할 수 있는 중간집단을 제외하고 최상위 집단과 최하위 집단을 비교하는 것이 지분율 변화를 보게 될 가능성이 클 것이다.

연구에서 일반법인 소액주주 지분율이 액면배당률에 유의적으로 양의 영향을 미친 결과도 수입배당금익금불산입제도의 시행을 대외적으로 발표한 시점 이전에 이미 주식을 보유하고 있는 일반법인 소액주주들이 지분율을 통해서 배당의 증가를 요구한 결과로서 나타난 것일 가능성이 높다고 생각된다.

〈표 9〉 배당성향 또는 액면배당률에 따른 일반법인 소액주주의 지분증감을 차이

[패널 A] 액면배당률에 따른 3분위 집단구분			
구 분	최상위집단(n=33)	최하위집단(n=33)	평균차이 (유의확률)
$\frac{00\text{지분율} - 99\text{지분율}}{99\text{지분율}}$	22.783	0.235	22.548 (0.309)
$\frac{01\text{지분율} - 99\text{지분율}}{99\text{지분율}}$	17.581	20.033	-2.452 (0.915)
$\frac{00\text{ 및 }01\text{ 평균지분율} - 99\text{지분율}}{99\text{지분율}}$	20.182	10.134	10.047 (0.615)
[패널 B] 배당성향에 따른 3분위 집단구분			
구 분	최상위집단(n=33)	최하위집단(n=33)	평균차이 (유의확률)
$\frac{00\text{지분율} - 99\text{지분율}}{99\text{지분율}}$	-0.155	22.334	-22.489 (0.310)
$\frac{01\text{지분율} - 99\text{지분율}}{99\text{지분율}}$	0.757	16.768	-16.011 (0.236)
$\frac{00\text{ 및 }01\text{ 평균지분율} - 99\text{지분율}}{99\text{지분율}}$	0.301	19.551	-19.250 (0.279)

- 20) 당시 법인세율이 30.8%(주민세포함)이고 소액주주의 지분율이 30%를 초과하지 않을 것이므로 수입배당금익금불산입율을 30%라고 하면, 수입배당금익금불산입제도에 따른 세후 배당수익률(배당금/주가)의 증가는 다음과 같다.

세전 배당수익률(가정)	3%	4%	5%	6%	7%	8%
개정 전 세후 배당수익률	2.0760%	2.7680%	3.4600%	4.1520%	4.8440%	5.5360%
개정 후 세후 배당수익률	2.3532%	3.1376%	3.9220%	4.7064%	5.4908%	6.2752%
차이 (개정 후-개정 전)	0.2772%	0.3696%	0.4620%	0.5544%	0.6468%	0.7392%

현실적으로 시장에서 세전 배당수익률이 8%를 초과하기 어려운 점을 고려하여 이러한 배당수익률 범위 내에서 수입배당금익금불산입제도의 시행으로 인해 증가될 세후 배당수익률을 보면 0.7392%미만이다. 이는 증권거래세 및 매매수수료 등 투자자의사결정의 변동을 위한 거래비용을 고려할 때 투자자들이 수입배당금익금불산입 때문에 투자자의사결정의 변화시키지는 않았을 것이라는 점을 추측하게 한다.

V. 결 론

기업의 배당정책에 대한 의사결정은 이익수준 등 기업의 내부적 요인 뿐 만 아니라 배당에 대한 주주의 선호도 등과 같은 기업 외적인 요인까지 고려해서 이루어진다. 그런데 2000년 말 법인세법의 수입배당금익금불산입 규정이 개정되면서 종전에 기관투자자·지주회사 등에 대하여만 적용되던 것이 일반법인 주주까지 보유지분율에 따라 차등해서 적용되도록 확대되었다. 이로써 일반법인 주주에게는 주식매매차익보다 수입배당금이 과세상 유리해졌다. 따라서 일반법인 주주에게는 주식매매차익보다 배당금으로 이익을 실현하려는 유인이 강해졌을 것이다. 그러나 일반법인 주주 중 경영권지배목적으로 주식을 소유하는 경우에는 경영권을 행사하는 자로서 피투자기업의 자금사정 등을 우선 고려하게 되고 자신이 누리는 특권적 소비가 있을 수 있으므로 수입배당금익금불산입제도의 개정으로 인한 혜택이 크게 중요하지 않을 것이다. 따라서 단순투자목적으로 주식을 보유하는 일반법인이 수입배당금익금불산입제도에 변화를 보일 것이므로 이들이 법 개정에 따라 배당금 증가를 요구할 것이고 이는 이들의 지분율을 통하여 실현될 것이므로 개정 이후 일반법인 소액주주 지분율이 높은 기업일수록 액면배당률 또는 배당성향이 높게 나타날 것으로 예상했다.

이러한 예상을 확인하기 위하여 1998년부터 2001년까지 기간을 연구대상기간으로 해서 주식보유 목적에 따라 일반법인 주주를 구분하고 구분된 일반법인 주주 지분율이 배당에 어떤 영향을 미쳤는지를 보았다. 본 연구의 결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 수입배당금익금불산입제도의 도입으로 일반법인 소액주주들의 지분율이 액면배당률에 유의적으로 양의 영향을 미치고 있었다. 그러나 일반법인 소액주주 지분율은 배당성향에 대하여는 유의적인 영향을 미치지 못했다. 이와 같이 배당성향에 대하여 유의성이 없는 것은 우리나라 기업들이 액면배당률을 중심으로 배당정책을 결정하고 액면배당률을 안정적으로 유지하려는 경향 때문인 것으로 판단된다.

둘째, 수입배당금익금불산입제도의 도입으로 배당에 대한 세후현금흐름이 증가함에도 불구하고 일반법인 대주주 지분율은 액면배당률 및 배당성향에 영향을 미치지 않고 있었다. 이는 경영권을 행사하는 자로서 피투자기업의 투자계획·자금사정 등을 우선 고려하게 될 것이고 자신이 누릴 수 있는 특권적 소비가 있으므로 일반법인 소액주주와는 다르게 행동하였기 때문으로 보인다.

셋째, 수입배당금익금불산입제도가 도입됨으로써 일반법인 소액주주들이 배당률 등이 낮은 기업의 주식을 팔고 배당률이 높은 기업들의 주식을 사거나 투자를 증가시켰을 가능성을 t -검증을 통하여 살펴보았으나 유의적 차이를 발견하지 못했다. 이는 수입배당금익금불산입제도로 인해 증가되는 세후수익률의 크기가 투자자들이 배당률 등이 낮은 기업의 주식을 팔고 배당률이 높은 기업들의 주식을 사거나 배당률이 높은 주식에의 투자를 증가시키는 등 투자자의사결정의 변화를 초래하기에는 너무 작기 때문인 것으로 생각된다.

넷째, 연구과정에서 우리나라 기업들이 배당정책을 결정함에 있어서 배당성향보다는 액면배당률을 중시하고 이를 중심으로 의사결정을 하고 있음을 간접적으로 확인했다.

한편 배당에 관한 선행연구들이 주로 배당정책의 변화와 주주들의 과세상의 특성과의 관계, 암묵적 조세의 존재여부, 배당소득세의 자본화 여부, 재무구조와 배당성향의 관계 등을 주제로 연구하였다. 그리고 수입배당금의 불산입제도의 도입과 관련하여 최원욱·윤희화·이영한(2005)이 수입배당금의 불산입 제도 시행과 납세자 과세특성과의 관계를 거래량을 중심으로 사건연구를 했다. 이에 대하여 본 연구는 수입배당금의 불산입제도 등 일부 주주에 대한 과세방법이 변경되는 경우 이에 해당되는 주주들이 지분율을 통하여 기업의 배당정책에 영향을 미칠 수 있음을 보려고 시도하고 있다는 점에서 차별성이 있다.

그러나 본 연구는 기업의 배당정책 의사결정과정을 종합적인 시각에서 연구한 것이 아니라 세법 변경으로 일부 주주에 대한 배당과세방법이 달라진 것이 기업의 배당정책에 미친 영향을 본 것이라는 점에서 한계를 갖고 있어서, 본 연구에서 일반법인 소액주주지분율이 액면배당률에 양의 영향을 미치고 있는 것으로 나타난 결과가 수입배당금의 불산입제도의 변경 때문이 아니라 본 연구에서 고려하지 못한 다른 원인의 영향을 받았을 개연성을 완전히 배제할 수 없다. 이에 대하여는 기업의 배당정책 의사결정과정에 대한 보다 종합적인 시각을 가지고 연구하여야 할 필요성이 있다고 생각되며 이는 본 연구의 한계 및 추후 연구과제로 둔다.

참고문헌

- 강인철 · 정종범. 2004. “외환위기 전 · 후 배당성향의 결정요인에 관한 연구”. 산업경제연구 제17권 제2호 : 525-542
- 박순식. 1995. “기업의 재무구조와 배당성향의 동시결정에 관한 연구”. 대구효성가톨릭대학교 사회과학연구소 : 79-94
- 이만우 · 노준화. 2006. “외국인 투자자가 기업에 미친 영향”. -배당, 투자, 기부금 및 자기주식취득을 중심으로-. 세무와회계저널 제7권 제1호 : 7-25
- 주상용. 1993. “내부자 소유구조가 배당정책에 미치는 영향에 관한 실증적 고찰”. - 배당성향과 배당조정계수속도를 중심으로 -. 한국재무관리학회, 재무관리연구 제10권 제1호 : 125-140
- 최원옥 · 윤태화 · 이영한. 2005. “수입배당금의 금불산입 제도 시행에 따른 암묵적 조세와 납세자 속성에 대한 연구”. 회계학연구 제30권 제3호 : 147-172
- 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 : 933-947.
- Belsley, D. A., E. Kuh and R. E. Welsch. 1980. Regression diagnostics : Identifying influential data and sources of collinearity. New York, John Wiley & Sons.
- Collins, J. and D. Kemsley. 2000. Capital Gains and Dividend Taxes in Firm Valuation : Evidence of Triple Taxation. The Accounting Review 75 : 405-427
- Dhaliwal, D., M. Erickson, and R. Trezevant. 1999. A Test of the Theory of Tax Clientele for Dividend Policies. National Tax Journal 52 : 179-194
- Dhaliwal, D., M. Erickson, M. Frank, M. Banyi. 2003. Are Shareholder Dividend Taxes on Corporate Retained Earnings Impounded in Equity Prices? : Additional Evidence and Analysis. Journal of Accounting and Economics 35 : 179-200.
- Erickson, M. and E. Maydew. 1998. Implicit Taxes in High Dividend Yields Stocks. The Accounting Review 73 : 435-458
- Hanlon, M., J. Myers, and T. Shevlin. 2003. Dividend Taxes and Firm Valuation : A Reexamination. Journal of Accounting and Economics 35 : 119-153.
- Helen S., H. Zhang and K. Keasey. 2002. The Link between Dividend Policy and Institutional Ownership, Journal of Corporate Finance : 105-122
- Harris, T., and D. Kemsley. 1999. Dividend Taxation in Firm Valuation : New Evidence. Journal of Accounting Research 37 : 275-291
- Harris, T., T. Hubbard and D. Kemsley. 2001. The Share Effect of Dividend Taxes and Tax Imputation Credits. Journal of Public Economics 79 : 569-596
- Jensen, G.R., D.P. Solberg, and T.S. Zorn, 1992. Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt, and Dividend Policies, JFQA June : 247-263

- Seida, A. J. 2001. Evidence of Tax Clienteles—Related Trading Following Dividend Increases. *Journal of the American Taxation Association* 21 : 1—21
- Rozeff M. S. 1982. Growth, Beta and Agency Cost as Determinants of Dividend Payout Ratios. *Journal of Finance Research*. Fall : 249—259

The Effect of Introduction of Dividends-Received Deduction on Dividend Policy

Yong-Woon, Sung* · Byung-San, Lee**

— <Abstract> —

The introduction of dividends-received deduction at 2000 was expected to cause the increase of after-tax dividends income for corporation investors and make more dividends by the corporate with high ratio of corporation minority-shareholders. This paper examines that the ratio of corporation minority-shareholders would effect on dividends because of the introduction of dividends-received deduction.

The results showed that the ratio of corporation minority-shareholders makes positive effect on denomination dividends rate, not pay-out ratio, and that the ratio of corporation heavy-shareholders didn't effect on denomination dividends rate and pay-out ratio.

The reason that the ratio of corporation minority-shareholders didn't effect on pay-out ratio is due to the tendency of dividend management policy based-on denomination dividends rate in Korea, and the result that the ratio of corporation heavy-shareholders didn't effect on dividends is due to the special status of heavy-shareholders.

Through this study, it was not possible to find out that the corporation minority-shareholders change investment decision-making because of the introduction of dividends-received deduction, and this result is due to minor economic effects of dividends-received deduction, considering transaction costs induced by investment decision-making change.

<Key words> dividends-received deduction, denomination dividend rate, pay-out ratio

* Ph.D. of Science in Taxation, CPA. Sam-kyeong Accounting Corp.

** Ph.D. Student, The Graduate School of Science in Taxation, University of Seoul.