

현금배당정보와 주식배당정보가 기업가치평가에 미치는 차별적 영향 -배당세 영향을 중심으로-

유성용* · 김동출**

요 약

본 연구는 배당의 형태에 따라 개인투자자들이 배당세를 인식하여 투자가치를 평가하는가를 검증하는 것이 목적이다. 현금배당의 경우에는 기업의 현금유출이 발생하지만 주식배당의 경우에는 기업의 순장부가치에 변동을 초래하지 않는다. 개인투자자들이 배당에 대해 배당세를 인식하고 투자가치를 평가한다면 순장부가치에서 납입 자본과 이익잉여금의 가치를 다르게 인식하게 된다.

검증결과 현금배당의 경우에는 배당세를 인식하여 순장부가치를 평가하지만 주식배당의 경우에는 배당세를 인식하는 뚜렷한 증거를 발견할 수 없었다. 또한 순이익에 대해서는 배당의 형태에 관계없이 배당세를 인식하지 않는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과로 볼 때 공평한 과세를 달성하기 위해서는 배당에 대한 과세뿐만 아니라 자본이득세를 부과함으로써 소득의 형태에 관계없이 동일한 기준으로 과세하는 것이 바람직 할 것으로 보인다.

1. 서론

최근 가치평가적 관점의 회계연구가 부각되면서 기업가치를 회계정보의 직접적인 함수관계로 표현하고 있다. 가치평가적 관점에서는 회계정보를 이용하여 기업의 내재가치를 산출하므로 회계정보가 개인투자자의 투자사결정에 매우 유용한 의미를 줄 수 있다.

대표적인 가치평가적 관점의 기업가치평가모형으로 회계변수평가모형(accounting based valuation model)에 의하면 법인세는 모형에 간접적으로 포함되어 있다. 그러나 개인투자자가 투자가치

를 평가할 때 회계변수모형을 이용하는 경우 배당세의 영향이 고려되어야 한다. 즉 개인투자자가 투자수익을 평가할 때 투자로부터 얻는 수익에 대한 세금을 제외한 순소득으로 투자가치를 평가해야 한다.

개인투자자가 주식투자로부터 얻는 소득은 배당소득과 주식의 취득시점과 처분시점의 가격차이로 인한 자본이득으로 구분할 수 있다. 우리나라에서는 일반투자자들이 거래하는 주식에 대한 자본이득세를 부과하지 않고, 배당에 대해서는 단일세율로 배당소득세를 부과하고 있다. 이러한 차별적인 과세제도도 인하여 개인투자자의 투자가치 평가를 높이기 위해 기업이 적절한 배당정책을 강구할 필요가 있다.

기업이 실시하는 배당은 크게 현금배당과 주

* 중앙대학교 경영학부 강사

** 영동전문대 사무자동화과 조교수

식배당으로 구분할 수 있다. 현금배당과 주식배당이 모두 이익잉여금을 재원으로 한다는 점에서는 동일하나, 현금배당은 기업의 실제적인 현금유출을 발생시키지만 주식배당의 경우에는 현금유출이 발생하지 않는다는 점에서 차이가 있다.

회계변수평가모형에서 현금배당의 경우에는 즉각적인 현금의 유출을 발생시키므로 순장부가치의 감소를 가져오지만, 주식배당의 경우에는 이익잉여금을 자본으로 대체하는 계정의 재분류에 지나지 않으므로 순장부가치의 변동을 초래하지 않는다. 따라서 현금배당과 주식배당은 기업가치평가에서 다른 의미를 지니게 된다.

반면 개인투자자의 입장에서는 현금배당과 마찬가지로 주식배당의 경우에도 배당으로 받은 주식을 자본시장에 즉각 처분하여 현금화할 수 있으므로 수익원이 된다. 또한 주식배당의 경우에도 배당소득세를 납부할 의무가 있다.

본 연구에서는 현금배당과 주식배당이 기업가치평가에서 차별적으로 인식되고 있는가에 초점을 둔다. 특히 개인투자자들이 투자가치를 평가하는 과정에서 배당세의 영향을 고려함에 있어서 현금배당과 주식배당을 다르게 인식하고 있는가를 검증하고자 한다.

이하 본 연구의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 기업가치평가와 배당세의 영향에 대한 선행연구를 검토하고, 제 III장에서는 선행연구를 바탕으로 가설을 설정하고, 설정된 가설을 검증하기 위한 연구모형 및 표본에 대해 기술한다. 제 IV장에서는 본 연구에서 설정한 가설을 검증하는 분석결과를 제시하고 이를 해석한다. 제 V장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 결론을 맺는다.

II. 선행연구

2.1 배당소득세와 자본이득세

배당소득은 법인이나 법인격 없는 사단·재단 기타단체로부터 주주나 출자자들이 투자비용에 따라 분배받는 이익을 말한다. 소득세법에서는 이익처분에 의한 배당 이외에 상법상 배당은 아니지만 경제적으로 이익배당을 받는 것과 같은 결과가 나타나는 의제배당이나 법인세법에 의하여 배당으로 처분된 배당 등도 과세대상으로 하고 있다(이우택 등, 1999).

배당소득이 발생하면 주권상장법인과 협회등록법인의 대주주배당을 제외하고는 분리과세로 20%의 단일세율로 배당소득세를 원천징수 한다.

자본이득은 주식의 구입시점과 처분시점의 가격차이로 인해 발생한다. 주식의 처분시점에서 주식의 가치가 구입시점보다 상승하게 되면 자본이득이 발생한다. 그러나 현행 우리나라 과세체계에서는 주식투자로 인한 자본이득에 대해서는 과세를 하지 않는다. 따라서 개인투자자들은 배당소득보다는 자본이득의 형태로 소득을 실현함으로써 세금부담을 회피할 수 있으므로 투자가치를 증대시킬 수 있다.

현재의 세율과 주식을 처분했을 때 세율이 동일하고 기업과 개인투자자의 세후 투자이익률이 같다면 기업의 소득을 배당하는 경우와 유보하는 경우의 누적액은 동일하다. 그러나 세율과 세후투자이익률이 동일하지 않거나 일정하지 아니한 경우에는 누적액이 다르게 된다. 즉, 기업이 배당하는 경우가 유리한지 유보하는 경우가 유리한지는 투자자의 현재의 한계세율과 미래의 한계세율의 차이, 투자자의 한계세율과 기업의 한계세율의 차이 및 투자자의 세전투자이익률과

기업의 세전투자이익률의 차이에 의해 결정된다 (이준규와 이은상, 2000 ; Scholes and Wolfson, 1992).

2.2 투자가치평가에서 배당세 및 자본이득세의 영향

개인투자자들의 투자가치 평가과정에서 배당세의 영향을 실증적으로 검토한 연구로 Harris and Kemsley(1999)의 연구와 Collins and Kemsley(2000)의 연구를 들 수 있다. Harris and Kemsley(1999)는 Ohlson(1995)모형에서 법인세는 간접적으로 고려되고 있는 반면, 개인투자자가 투자가치를 평가하는 경우 배당세를 고려하고 있지 않다는 점에 착안하여 개인투자자가 투자가치를 평가할 수 있는 투자가치평가모형을 제시하고, 배당세가 기업가치평가에 영향을 주는가를 실증 분석하였다. 분석결과 개인투자자는 기업의 순장부가치 구성요소인 납입자본과 유보이익에 대해 배당의 원천이 되는 유보이익의 가치를 납입자본에 비해 더 낮게 평가하는 것으로 나타났다. Ohlson의 가정에서와 마찬가지로 이들의 연구결과에서 배당은 유보이익으로부터 지급되므로 개인투자자가 유보이익이 언젠가는 배당으로 유출될 것으로 가정하여, 순장부가치에서 유보이익의 가치는 배당세를 차감하고 그 크기를 인식하는 것으로 나타났다.

Collins and Kemsley(2000)는 Harris and Kemsley의 연구를 확장하여 개인이 주식투자로부터 얻는 소득은 배당뿐만 아니라, 주식의 매입시점과 매도시점의 가격차이로 인한 자본이득도 있기 때문에, 배당세와 자본이득세 모두를 고려하여 투자가치를 평가하는 경우 이들 세금이 개인투자자의 투자가치 평가에 영향을 주는가를 분석하였다. 분석결과 자본이득세나 배당

세는 모두 이익 중 일부를 기업 내에 유보하여 재투자하는 부분의 가치를 감소시키는 것으로 나타났다. 이익 중 일부를 사외로 유출시켜 처분하는 경우에는 배당세로 인하여 처분된 이익의 가치를 감소시키지만, 자본이득세의 영향은 받지 않는 것으로 나타났다. 또한 배당세가 유보이익 전체의 가치를 감소시키는 역할을 하지만 자본이득세는 유보이익에 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 즉, 개인투자자가 투자가치를 평가할 때, 배당세와 자본이득세의 존재로 인해 삼중과세 문제가 나타난다고 보고하고 있다.

개인투자자가 투자가치를 평가하는 과정에서 관심의 초점은 투자자들이 소득 금액을 해당 소득에 대한 세금을 차감하고 인식하는가 하는 것이다. 즉 Harris and Kemsley는 배당세로 인한 이중과세(double taxation)문제를 다루고 있으며, Collins and Kemsley는 배당소득세와 자본이득세를 포함하는 삼중과세(triple taxation)²⁾문제를 다루고 있다.

우리나라에서는 미국과는 다른 과세체제에도 불구하고 개인투자자들이 배당세를 인식하여 유보이익을 납입자본에 비해 가치를 더 낮게 평가하는지를 분석한 연구(유성용, 2001)에서 배당소득과 자본이득의 과세차별화로 인해 우리나라 투자자들은 기업의 이익을 적극적으로 유보하여 그 효과가 주식의 가격에 반영되도록 하는 것이 더 유리하다고 보고하고 있다.

1) 법인의 세전순이익에 대해 법인세를 부과하고, 법인세후 순이익을 투자자들에게 배당으로 지급하는 경우 배당세를 부과하게 된다. 따라서 같은 소득에 대해 두 번의 과세가 이루어진다.

2) 우리나라에서는 주식투자로 인한 자본이득에 대해 자본이득세(capital gain tax)를 부과하지 않고 있기 때문에 삼중과세(triple taxation)로 인한 문제는 나타나지 않을 것이다.

Ⅲ. 연구가설 및 연구모형

3.1 연구가설

회계정보에 기초한 기업가치평가모형에서 법인세는 간접적으로 고려되어 있다. 그러나 개인투자자가 투자가치를 평가하기 위해 기업가치평가모형을 이용하는 경우 투자가치 평가요소로 배당과 자본이득³⁾을 고려하게 된다. 그런데 개인투자자는 배당과 자본이득을 얻을 때, 해당소득에 대한 세금을 납부해야 한다. 따라서 개인투자자가 실제 얻는 수익은 기업이 지불한 배당금이나 자본이득 전부가 아니라, 세후의 소득이 될 것이다. 그러므로 기업가치평가모형을 이용하여 투자가치를 평가하기 위해서는 투자자가 얻는 소득을 평가요소로 하고, 해당소득에 대한 세금의 영향을 고려해야 한다.

개인투자자의 투자가치 평가과정에서 세금의 영향을 고려한 연구로 Harris and Kemsley(1999)와 Collins and Kemsley(2000)의 연구를 들 수 있다. 이 연구들의 분석결과에서 제시하고 있듯이, 개인투자자는 투자가치를 평가하는 과정에서 세금의 영향을 고려하여 투자가치를 평가하고 있는 것을 확인할 수 있다.

우리나라에서는 미국과 달리 주식투자로 인한 자본이득에 대해서는 과세를 하지 않고 있으며, 배당소득에 대한 세금은 단일세율로 부과하고 있다⁴⁾. 또한 우리나라 기업들이 미국과는 달리

액면배당을 하고 있으므로 우리나라의 투자자들이 주식투자로 인한 소득 중에서 배당이 차지하는 비중이 상대적으로 작다. 또한 배당은 현금배당과 주식배당으로 구분할 수 있는데 현금배당의 경우는 즉각적인 현금유출로 기업의 순장부가치를 감소시키지만 주식배당은 이익잉여금을 자본금으로 계정재분류에 지나지 않는다. 따라서 개인투자자들은 현금배당과 주식배당을 동일하게 인식하지 않을 수 있다.

주식투자에 대한 환경이 미국과는 상이함에도 불구하고 우리나라에서도 투자가치를 평가할 때, 배당세효과를 고려하여 평가하는지에 대해 실증적으로 검증해 볼 필요가 있다. 또한 전체 배당에 대해서 뿐만 아니라 현금배당과 주식배당을 분리하여 검토할 필요가 있다. 이를 검증하기 위한 가설은 다음과 같다.

<연구가설 I> 배당세효과로 인해 순장부가치에 대한 배당금의 비율이 클수록 순장부가치가 주가에 미치는 영향은 크다.

<연구가설 II> 배당세효과로 인해 순장부가치에 대한 배당금의 비율이 클수록 순이익이 주가에 미치는 영향은 작다.

<연구가설 III> 현금배당과 주식배당간에 배당세효과는 다르게 나타난다.

선행연구와 달리 배당세만을 고려하는 이유는 우리나라 세제의 특징을 반영하기 위해서이다. 만약 투자자들이 현금배당에 대하여 세후로 배당소득을 인식하는 경우 장부가치에서 현금배당금의 비율이 높을수록 순장부가치의 평가를 높게 할 것이다. 또한 주식배당에 대해서도 세후로 소득을 인식하는 경우에는 순장부가치에서

3) 미국의 경우에는 자본이득에 대하여 과세를 하지만, 우리나라 세법에서는 상장법인 및 협회등록법인 주식에 대해 대주주인 경우를 제외하고는 아직 증권투자로 인한 자본이득에 대해서는 과세를 하지 않고 있다.

4) 자본이득세를 부과하지 않고 배당세만 부과할 경우 투자자들은 배당보다는 채무를 통해 주식시세에 반영되어 자본이득의 형태를 취하는 것이 투자자들에게 유리할 수 있다.

주식배당의 비율이 높을수록 순장부가치의 평가를 높게 할 것이다.

우리나라에서와 같이 자본이득세가 없는 경우 기업에서는 이익을 배당의 형태로 투자자들에게 분배하는 대신 기업내부에 유보하여 재투자함으로써 유보의 영향을 주가에 반영되게 할 수 있다. 이렇게 하면 기업의 배당의사결정에 의해 개인투자자들의 배당소득을 자본이득의 형태로 전환시켜줄 수 있게 된다. 개인투자자들이 투자소득에 대한 세효과를 고려하여 기업가치를 평가하는 경우 유보로 인한 효과가 주가에 그대로 반영된다면, 배당소득보다는 자본이득의 형태가 유리할 수 있다.

따라서 우리나라와 같은 세제구조 하에서 개인투자자가 순수하게 배당세만을 고려하여 투자가치를 평가하는 경우에는 순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율이 높을수록 순장부가치를 높게 평가할 것이고, 배당세와 자본이득 모두를 동시에 고려하는 경우에는 순장부가치에서 배당금의 비율이 높을수록 순장부가치를 낮게 평가하게 될 것이다.

3.2 연구모형

미국에서와는 달리 우리나라 기업에서는 배당을 실시하는 경우 주식에 대한 액면가액에 일정 비율로 배당을 하며, 배당소득세율도 단일세율이 적용되고 있다. 따라서 시가가 액면가액에 비하여 높은 주식에 투자한 개인투자자에게 액면배당은 시가배당에 비하여 중요한 수익원으로 인식되지 않을 가능성이 있다.

미국에서의 연구와 달리 배당방법 및 배당관련 세제에 대한 환경이 다른 우리나라에서도 개인투자자가 투자가치를 평가할 때, 회계정보에 기초한 기업가치평가모형을 사용하는 경우 배당

세효과로 인해 순장부가치를 다르게 인식하고 있는지를 실증적으로 검증해 볼 필요가 있다. 순장부가치가 배당에 따라 다르게 인식되는지를 검증하기 위해 다음과 같은 모형을 사용한다.

$$P_{it} = \gamma_0 + \gamma_1 BV_{it} + \gamma_2 NI_{it} + \delta_{it} \quad \text{-----}(식 3-1)$$

여기에서 P_{it} 는 기업 i 의 t 기말 주가

BV_{it} 는 기업 i 의 t 기말 순장부가치

NI_{it} 는 기업 i 의 t 기 주당순이익

δ_{it} 는 오차항

기본분석모형인 (식 3-1)에서 순장부가치와 순이익은 모두 기업가치를 증가시키는 요인이므로 γ_1 과 γ_2 는 양(+)으로 기대된다. 그러나 개인투자자들이 자본이득세가 부과되지 않는다는 사실을 인식하지 못하여 조세를 회피할 수 있는 방법을 고려하지 않고, 배당세효과만을 인식하여 투자가치를 평가하는 경우 γ_1 은 순장부가치에서 배당금의 비율(DV_{it}/BV_{it})이 높아질수록 증가할 것으로 예상된다. 왜냐하면 개인투자자가 배당세효과를 인식하고 투자가치를 평가하는 경우 순장부가치에서 유보이익이 차지하는 비율이 줄어들게 되어 미래에 배당으로 유출될 때 세금이 부과되는 유보이익이 작기 때문이다.

또한 당기순이익에 대한 회귀계수인 γ_2 는 순장부가치에 대한 배당금의 비율이 증가함에 따라 감소할 것으로 예상된다. 왜냐하면 당기순이익 중에서 배당으로 즉시 처분되는 소득에 대해서는 세후로 소득을 인식하게 되고, 당기순이익 중에서 기업 내에 유보된 이익에 대해서는 배당세를 미래로 이연하는 효과가 있어, 즉시 배당하는 경우보다는 유보되는 이익의 가치가 더 높게 평가될 것이기 때문이다.

이러한 현상이 체계적으로 나타나는지를 분석하기 위해 순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율($DVBV_{it}$)의 크기에 따라 표본을 분할하여 기본분석모형을 적용하여 검증한다.

개별투자자가 배당세를 인식하고 기업가치를 평가하는지를 좀 더 자세히 검토하기 위해 기본 분석모형에서 순장부가치의 회귀계수와 순이익의 회귀계수의 크기가 순장부가치에서 현금배당금과 주식배당금이 차지하는 비율에 따른 함수를 가정하면 다음과 같은 연구모형을 설정할 수 있다.

$$P_{it} = \delta_0 + \delta_1 BV_{it} + \delta_2 CDBV_{it} * BV_{it} + \delta_3 NI_{it} + \delta_4 CDBV_{it} * NI_{it} + \eta_{it} \text{-----} \text{(식 3-2)}$$

$$P_{it} = \delta_0 + \delta_1 BV_{it} + \delta_2 SDBV_{it} * BV_{it} + \delta_3 NI_{it} + \delta_4 SDBV_{it} * NI_{it} + \eta_{it} \text{-----} \text{(식 3-3)}$$

여기에서 P_{it} 는 i기업의 t 시점 주가

BV_{it} 는 i기업의 t 시점 순장부가치

$CDBV_{it}$ 는 순장부가치에서 현금배당이 차지하는 비율

$SDBV_{it}$ 는 순장부가치에서 주식배당이 차지하는 비율

NI_{it} 는 i기업의 t 기 당기순이익

η_{it} 는 오차항

개인투자자가 기업가치를 평가할 때, 배당세를 인식하고 평가한다면 앞의 설명에서와 같이 개별투자자들이 납입자본과 유보이익의 가치를 다르게 평가하고, 당기순이익에서 유보되는 부분과 배당으로 유출되는 부분에 대한 가치를 다르게 인식한다. 따라서 분석모형인 (식 3-2) 및 (식 3-3)에서 순장부가치와 순장부가치에서 현금배당 및 주식배당이 차지하는 비율간의 상호

작용항의 회귀계수인 δ_2 는 양(+)일 것이며, 동시에 순장부가치에서 현금배당 및 주식배당이 차지하는 비율과 당기순이익의 상호작용항의 회귀계수로 나타나는 δ_4 는 음(-)이 되어야 할 것이다.

3.3 변수측정

개인투자자가 투자가치를 평가할 때, 배당세가 투자가치평가에 영향을 주는가를 분석하기 위해 다음과 같이 분석에 필요한 변수를 측정하

였다.

① 주식의 시장가치(P_{it})

각 기업에 대한 주식의 시장가치는 회계연도 말 종가를 사용하였다.

② 주당순장부가치

각 기업에 대한 주당순장부가치는 기말의 총

자산에서 총부채를 차감하여 보통주 발행주식수로 나누었다.

$$BV_{it} = \frac{\text{자산총계}_{it} - \text{부채총계}_{it}}{\text{보통주발행주식수}}$$

③ 주당현금배당

각 기업에 대한 주당현금배당은 현금배당을 보통주 발행주식수로 나누어 계산하였다.

$$CD_{it} = \frac{\text{현금배당}_{it}}{\text{보통주발행주식수}}$$

④ 주당주식배당

각 기업에 대한 주당주식배당은 주식금배당을 보통주 발행주식수로 나누어 계산하였다.

$$SD_{it} = \frac{\text{주식배당}_{it}}{\text{보통주발행주식수}}$$

⑤ 주당당기순이익

각 기업에 대한 주당당기순이익은 회계연도말 당기순이익을 보통주발행주식수로 나누어 계산하였다.

$$NI_{it} = \frac{\text{당기순이익}_{it}}{\text{보통주발행주식수}}$$

⑥ 순장부가치에 대한 현금배당의 비율

각 기업에 대한 순장부가치에 대한 현금배당의 비율은 주당현금배당을 주당순장부가치로 나누어 계산하였다.

$$CDBV_{it} = \frac{CD_{it}}{BV_{it}}$$

⑦ 순장부가치에 대한 주식배당의 비율

각 기업에 대한 순장부가치에 대한 주식배당의 비율은 주당주식배당을 주당순장부가치로 나누어 계산하였다.

$$SDBV_{it} = \frac{SD_{it}}{BV_{it}}$$

⑧ 순장부가치에 대한 배당금의 비율

각 기업에 대한 순장부가치에 대한 배당금의 비율은 주당배당금을 주당순장부가치로 나누어 계산하였다.

$$DVBV_{it} = \frac{DV_{it}}{BV_{it}}$$

3.4 표본선정

개인투자자들이 투자가치를 분석할 때, 배당 세효과를 인식하고 기업가치를 평가하는가를 실증적으로 분석하기 위해 1987년부터 2000년 기간동안 한국증권거래소에서 거래된 종목을 대상으로 표본을 수집하였다. 구체적인 표본 선정기준은 다음과 같다.

- ① 1987년부터 2000년 사이에 한국증권거래소에서 거래된 기업
- ② 12월말 결산법인
- ③ 금융업종을 제외한 기업
- ④ 분석기간동안 자본잠식이 없었던 기업
- ⑤ 한국신용평가(주) KIS-FAS 데이터베이스에서 재무제표자료를 추출할 수 있는 기업
- ⑥ 한국상장회사협의회 데이터베이스에서 주가자료를 추출할 수 있는 기업

분석기간을 1987년부터 설정한 이유는 우리나라의 배당세율 변경 영향을 고려하기 위하여 세율변경 연도를 가능한 한 많이 연구기간에 포함시키기 위함이다⁵⁾.

5) 우리나라에서는 상장기업의 배당에 대한 세율을 다음과 같이 변경해 오고 있다. (최광과 현진권, 1997)

① 1991년 이전 : 10%

12월말 결산법인을 분석대상으로 한 이유는 결산시점이 서로 다른 경우 비교상 어려움이 있다. 결산시점이 동일한 기업들만을 대상으로 분석을 수행하면 세율이 변화된 경우 동일한 시점에 변경세율을 적용을 받기 때문에 비교에 편리하다.

금융업종의 경우에는 다른 업종과 재무제표 구성요소가 상이함으로 동일한 기준으로 재무제표의 수치를 해석할 수 없다. 따라서 재무제표의 동질성을 확보하기 위해 금융업종은 분석에서 제외하였다.

자본잠식이 있는 기업들은 기업의 재무상태가 건전하지 못하고, 정상적인 배당등의 활동이 발생하지 않았을 가능성이 높기 때문에 분석에서 제외하는 것이 타당할 것으로 판단하여 제외하였다. 본 연구에서 설정한 표본선정기준을 충족시키는 기업은 4,430개이다.

IV. 실증분석결과

4.1 주요 변수의 기술통계와 상관관계분석

〈표 1〉 변수의 기술통계

	평균	최대	최소	표준편차
P_{it}	23,016.38	4,070,000.00	335.00	67,820.12
BV_{it}	25,638.45	1,302,363.90	1,115.87	40,404.54
NI_{it}	1,988.83	447,503.00	-32,413.01	8,832.66
$DVBV_{it}$	0.021	0.160	0.000	0.017
$CDBV_{it}$	0.019	0.160	0.000	0.017
$SDBV_{it}$	0.002	0.090	0.000	0.006

- ② 1991년부터 1995년까지 : 20%
- ③ 1996년부터 1997년까지 : 15%
- ④ 1998년부터 2000년까지 : 20%

본 연구에서는 현금배당과 주식배당에 있어서 개인투자자들이 배당세효과로 인하여 순장부가치와 순이익의 가치평가에 차이가 있는지에 관심을 가진다. 이러한 분석을 위해 사용하는 주요변수의 기술통계는 <표 1>과 같다.

<표 1>에서 볼 수 있는 바와 같이 기업가치를 나타내는 변수인 P_{it} 는 평균이 23,016원으로 나타나고 있으며, 최대와 최소간에 상당한 차이가 있다. 또한 표준편차도 매우 크게 나타나고 있어 본 연구에 사용된 표본 기업의 시장가치 규모는 다양하게 분포하고 있음을 알 수 있다.

장부가치를 나타내는 BV_{it} 변수의 평균은 25,638원으로 나타나고 있어 시장가치규모의 평균보다는 약간 높게 나타나고 있다. 장부가치 변수의 최대와 최소 사이에는 상당한 차이가 나며, 표준편차도 크게 나타나고 있어 시장가치규모와 마찬가지로 표본기업의 규모가 상당히 다양하게 분포하고 있음을 알 수 있다.

표본기업이 한 회계기간동안 얻은 순이익을 나타내는 변수인 NI_{it} 의 평균은 약 1,989원정도로 나타나고 있고, 최대와 최소의 차이도 크게 나타나고 있어 표본기업들의 경영성파가 기업 간에 다양함을 알 수 있다.

순장부가치에 대한 배당의 비율을 나타내는

$DVBV_{it}$ 변수의 평균은 0.021이고, 최대 0.16에서 최소 0으로 나타나 전체적으로 우리나라 기업들

이 많은 배당을 유출하지 않음을 알 수 있으며, 전혀 배당을 실시하지 않는 기업도 있음을 알 수 있다.

순장부가치에 대한 현금배당의 비율은 평균이 0.019로 나타나고 있으며, 순장부가치에 대한 주식배당의 비율은 평균이 0.002로 나타나 우리나라 기업들은 주로 현금배당을 실시하며, 배당금의 금액도 크지 않음을 알 수 있다.

본 연구에서 사용하는 주요 변수간의 피어슨 상관관계 분석결과는 <표 2>에 제시하였다.

순장부가치변수와 당기순이익변수간의 상관관계는 0.422로 나타나고 있어 기업가치는 이익을 창출하여 순장부가치화 함으로써 증가한다는 회계변수평가모형의 가정과 일치하는 결과를 보이고 있다.

순장부가치에서 배당이 차지하는 비율 변수인 $DVBV_{it}$ 변수는 순장부가치변수와 상관계수가 -0.205로 나타나고 있는데, 이는 배당을 많이 유출시키면 순장부가치가 감소하는 자본회계의 특성을 반영하는 것이라고 볼 수 있다.

<표 2> 변수의 상관관계분석

	P_{it}	BV_{it}	NI_{it}	$DVBV_{it}$	$CDBV_{it}$	$SDBV_{it}$
P_{it}	1.000					
BV_{it}	0.400 (0.000)	1.000				
NI_{it}	0.193 (0.000)	0.422 (0.000)	1.000			
$DVBV_{it}$	-0.021 (0.153)	-0.205 (0.000)	-0.018 (0.224)	1.000		
$CDBV_{it}$	-0.015 (0.317)	-0.176 (0.000)	-0.008 (0.581)	0.945 (0.000)	1.000	
$SDBV_{it}$	-0.018 (0.237)	-0.070 (0.000)	-0.029 (0.055)	0.075 (0.000)	-0.254 (0.000)	1.000

주) ()안은 p값임.

<표 2>에서 볼 수 있는 바와 같이 기업가치 변수인 P_{it} 와 장부가치변수인 BV_{it} 변수간에 상관관계는 0.400으로 나타나고 있으며, 1%미만의 유의수준에서 유의적이다. 이 같은 결과로 볼 때 기업가치를 결정하는 주요 요소는 순장부가치를 알 수 있다.

P_{it} 와 당기순이익 변수인 NI_{it} 와의 상관관계는 0.193으로 나타나고 있으며, 1%미만의 유의수준에서 유의적인 것으로 볼 때 기업가치는 순장부가치가 주도적으로 결정하고, 추가적으로 이익 요소에 의해서 결정됨을 확인할 수 있다.

순장부가치에서 현금배당이 차지하는 비율과 순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율간의 상관관계는 0.945를 나타내고 있어 우리나라 기업 대부분은 현금배당에 의존하고 있음을 알 수 있다. 또한 순장부가치에서 현금배당이 차지하는 비율과 순장부가치와는 음(-)의 상관관계를 나타내 현금배당금의 지출이 많으면 순장부가치가 감소함을 알 수 있다.

순장부가치에서 주식배당이 차지하는 비율과 현금배당이 차지하는 비율간에는 음(-)의 상관관계를 보이고 있다. 이러한 이유는 현금배당을

실시할 때에는 기업들이 주식배당을 실시하지 않으며 반대로 현금배당을 실시하지 않을 때 주식배당을 이용하기 때문으로 생각된다.

4.2 배당세효과의 분석결과

개인투자자들이 배당세효과를 인식하여 기업 가치를 평가하는지를 분석하기 위해 표본기업들 순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율의 크기에 따라 5개의 집단을 형성하고 기본분석모형에 의한 회귀분석을 실시하였다. 분석결과는 <표 3>과 같다.

1>에서 볼 수 있는 바와 같이 순 장부가치에 대한 회귀계수는 완전히 체계적으로 높아지는 현상을 관찰 할 수 없다. 또한 당기순이익에 대한 회귀계수 역시 체계적으로 낮아지는 현상을 관찰 할 수는 없다. 이러한 결과를 바탕으로 분석결과를 해석하는 것은 상당히 어렵다.

순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율의 크기에 따라 5개의 집단을 형성하고 순장부가치 및 순이익의 회귀계수가 순장부가치에서 현금배당이 차지하는 비율의 함수를 가정하여 현금배당의 배당세 효과를 분석하였다. 이에 대한 분석결과는 <표 4>와 같다.

<표 3> 기본모형분석결과

	절편	BV _{it}	NI _{it}	Adjusted R ²	Average DVVB _{it}	N
GP ₁	-879.583 (-0.174)	0.701 (11.586)***	0.140 (0.524)	0.157	0.0021	886
GP ₂	9,613.802 (9.149)***	0.398 (12.872)***	0.493 (2.777)***	0.268	0.011	886
GP ₃	6,451.633 (6.339)***	0.541 (11.064)***	1.409 (5.587)***	0.336	0.019	886
GP ₄	4,382.345 (4.261)***	0.891 (15.144)***	0.269 (1.504)	0.350	0.028	886
GP ₅	11,442.620 (9.081)***	0.544 (4.930)***	1.110 (3.255)***	0.101	0.047	886
Total	5,887.636 (5.320)***	0.650 (25.514)***	0.229 (1.961)**	0.160	0.021	4,430

주 1) ()안은 t 값임.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만의 유의수준에서 유의적임.

개인투자자들이 배당세를 인식하고 투자가치를 평가한다면 순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율이 높아질수록 순장부가치에 대한 회귀계수는 높아져야 한다. 동시에 당기순이익에 대한 회귀계수는 순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율이 높아질수록 감소해야 한다. 그러나 <표

<표 4> 현금배당의 배당세효과 분석결과

	절편	BV _{it}	BV _{it} *CDBV _{it}	NI _{it}	NI _{it} *CDBV _{it}	Adj R ²	N
GP ₁	-2,554.635 (-0.510)	0.254 (2.544)**	173.920 (4.751)***	0.024 (0.086)	40.276 (0.233)	0.186	886
GP ₂	9,967.224 (9.131)***	0.363 (5.106)***	2.901 (0.449)	1.049 (1.831)*	-55.914 (-1.021)	0.267	886
GP ₃	6,047.665 (5.898)***	0.394 (3.342)***	9.968 (1.616)	4.657 (4.749)***	-191.514 (-3.422)***	0.344	886
GP ₄	4,435.556 (4.318)***	0.567 (3.462)***	12.620 (2.118)**	2.241 (1.775)*	-76.186 (-1.590)	0.351	886
GP ₅	10,974.675 (8.597)***	0.252 (1.280)	8.126 (1.972)**	1.764 (1.826)*	-19.128 (-0.954)	0.105	886
Total	1,090.514 (0.736)	0.612 (22.511)***	15.056 (3.542)***	0.138 (1.120)	7.393 (0.392)	0.165	4,430

주 1) ()안은 t 값임.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만의 유의수준에서 유의적임.

<표 4>에서 볼 수 있는 것처럼 순장부가치변수와 순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율변수의 간의 상호작용항은 집단 2와 3을 제외하고 모두 양(+)으로 유의적인 결과를 나타내고 있다. 또한 전체표본에 대한 분석결과에서도 1% 미만

의 유의수준에서 양(+)으로 유의적임을 나타내고 있다. 이러한 결과로 볼 때 개인투자자들은 투자가치를 평가하는 과정에서 현금배당에 대한 배당세를 고려하여 가치평가를 하는 것으로 보인다.

<표 5> 주식배당의 배당세효과 분석결과

	절편	BV _{it}	BV _{it} *SDBV _{it}	NI _{it}	NI _{it} *SDBV _{it}	Adj R ²	N
GP ₁	-2,380.118 (-0.456)	0.699 (11.561)***	103.855 (0.990)	0.124 (0.465)	528.292 (0.814)	0.157	866
GP ₂	8,740.815 (7.811)***	0.402 (12.925)***	16.042 (1.860)*	0.491 (2.625)***	-28.958 (-0.338)	0.271	866
GP ₃	6,087.376 (5.753)***	0.569 (11.281)***	-7.246 (-0.956)	1.176 (4.296)***	157.905 (2.123)**	0.338	866
GP ₄	4,643.345 (4.469)***	0.894 (15.211)***	-12.537 (-1.937)*	0.234 (1.294)	63.374 (1.251)	0.351	866
GP ₅	11,413.635 (9.047)***	0.543 (4.915)***	-4.128 (-0.510)	1.078 (3.137)***	89.133 (1.362)	0.103	866
Total	5,639.073 (4.873)***	0.651 (25.546)***	-2.497 (-0.177)	0.214 (1.826)*	143.320 (1.210)	0.160	4,330

주 1) ()안은 t 값임.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만의 유의수준에서 유의적임.

순이익변수와 순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율변수의 간의 상호작용항은 집단 3에서만 1% 미만의 유의수준에서 음(-)으로 유의적이다. 이러한 결과를 토대로 순이익의 가치를 평가할 때 배당세가 고려되는지를 명확히 해석하기가 곤란하다.

순장부가치에서 배당금이 차지하는 비율의 크기에 따라 5개의 집단을 형성하고 순장부가치 및 순이익의 회귀계수가 순장부가치에서 주식배당이 차지하는 비율의 함수를 가정하여 주식배당의 배당세 효과를 분석하였다. 이에 대한 분석결과는 <표 5>와 같다.

<표 5>에서 볼 수 있는 바와 같이 주식배당의 경우는 현금배당과는 달리 개인투자자들이 자기자본의 가치를 평가하는 과정에서 배당세를 인식하는지에 대한 명확한 증거를 발견하기 힘들다. 또한 순이익의 가치를 평가하는 과정에서도 배당세를 인식한다는 명확한 증거를 발견하기 힘들다.

이러한 분석결과는 개인투자자들이 순장부가치의 가치를 평가할 때 현금배당의 경우에는 기업의 현금유출에 대해 배당세를 차감하고 가치를 평가하지만 주식배당의 경우에는 실질적인 현금유출을 동반하지 않으므로 배당세를 인식하지 않는 것으로 보인다. 또한 순이익에 대해서는 현금배당과 주식배당 모두에 있어서 배당세를 인식하지 않는 것으로 보인다.

4.3 세율에 따른 배당세효과 분석

분석결과를 더 견고히 하기 위해 표본기업에 대해 동일 세율이 적용된 기간으로 분할하여 분석을 실시하였다. 적용세율에 대한 현금배당의 세효과를 분석한 결과는 <표 6>과 같다.

<표 6>에서 볼 수 있듯이 배당세율이 10%

(87년에서 90년 기간)로 낮게 적용된 기간에 대한 분석결과에서는 순장부가치에서 현금배당금의 비율이 높을수록 순이익의 가치를 높게 평가하는 것으로 나타나 배당을 선호했던 것으로 보인다. 또한 91년에서 95년의 분석결과에서는 순장부가치에서 현금배당이 차지하는 비율과 순장부가치와의 상호작용항은 순장부가치에서 현금배당금의 비율이 높을수록 순이익의 가치를 높게 평가하는 것으로 나타나 배당을 선호했던 것으로 보이며, 순장부가치와 순장부가치에서 현금배당이 차지하는 비율의 상호작용항이 음(-)으로 유의적인 것으로 나타나 배당을 하지 않고 배당가능한 유보된 이익의 가치도 높게 평가하는 것으로 나타났다.

96년 이후의 분석결과에서는 순장부가치와 순장부가치에서 현금배당금이 차지하는 비율간의 상호작용항이 양(+)으로 유의적인 것으로 나타나 개인투자자들이 배당세를 인식하여 자기자본의 가치를 평가하고 있음을 알 수 있다.

순장부가치에서 주식배당금이 차지하는 비율에 따른 순장부가치와 순이익이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 결과에서는 현금배당과는 달리 개인투자자들이 뚜렷이 배당세를 인식한다는 증거를 발견할 수가 없다. 이 같은 결과는 현금배당과 주식배당의 재원은 모두 이익잉여금으로 동일하나 현금배당은 기업에서 현금유출이 발생하지만 주식배당은 실제적인 현금유출을 동반하지 않아 순장부가치가 변동하지 않기 때문으로 보인다.

본 연구에서 분석한 결과로 볼 때 개인투자자들은 현금배당의 경우에는 즉각적인 현금유출에 대한 배당세를 인식하여 자기자본의 가치를 평가하지만 주식배당의 경우에는 실제적인 현금유출이 발생하지 않고 자본금 계정의 재분류로 효과만 있어 배당세와는 관계없이 자기자본의 가

치를 인식하는 것으로 나타났다.

는 직접적으로 투자가치에 영향을 준다. 즉, 개

〈표 6〉 현금배당의 세율에 따른 배당세효과

	절편	BV _{it}	BV _{it} *CDBV _{it}	NI _{it}	NI _{it} *CDBV _{it}	Adj R ²	N
87-90	14,358.580 (26.662)***	0.342 (11.819)***	-1.554 (-1.047)	-0.710 (-5.597)***	60.159 (7.593)***	0.354	894
91-95	5,275.559 (7.867)***	0.900 (42.237)***	-6.175 (-2.923)***	-0.675 (-4.110)***	94.738 (6.514)***	0.725	1,411
96-97	3,256.704 (2.630)***	0.581 (18.313)***	8.825 (2.046)**	1.881 (6.095)***	14.889 (0.568)	0.497	926
98-20	-8,669.248 (-1.894)*	0.590 (9.420)***	24.986 (2.020)**	0.191 (0.794)	-6.000 (-0.132)	0.123	1,199

주 1) ()안은 t 값임.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만의 유의수준에서 유의적임.

〈표 7〉 주식배당의 세율에 따른 배당세효과

	절편	BV _{it}	BV _{it} *SDBV _{it}	NI _{it}	NI _{it} *SDBV _{it}	Adj R ²	N
87-90	16,895.130 (40.979)***	0.241 (9.353)***	7.100 (1.761)*	0.097 (1.047)	-2.086 (-0.065)	0.281	894
91-95	5,907.876 (10.954)***	0.853 (45.642)***	-10.516 (-1.914)*	-0.004 (-0.036)	222.381 (4.379)***	0.720	1,411
96-97	5,404.956 (5.081)***	0.588 (20.465)***	16.108 (1.435)	2.441 (8.607)***	-117.928 (-1.047)	0.491	926
98-20	-2,415.690 (-0.610)	0.651 (11.445)***	-9.982 (-0.172)	0.224 (0.958)	233.173 (0.525)	0.117	1,199

주 1) ()안은 t 값임.

2) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 미만의 유의수준에서 유의적임.

V. 요약 및 결론

기업가치평가모형으로 회계변수평가모형에서 법인세는 모형에 간접적으로 포함되어 있는 반면 배당세가 기업가치평가에 미치는 영향은 고려되어 있지 않다. 개인투자자가 회계변수평가모형을 이용하여 투자가치를 평가할 때 배당세

인 투자자가 투자수익을 평가할 때 투자로부터 얻는 수익에 대한 세금을 제외한 순소득으로 투자가치를 평가하게 된다.

본 연구에서는 개인투자자가 투자가치를 평가할 때 배당세의 영향을 고려하는가에 관심을 가진다. 현금배당과 주식배당은 재원은 같으나 그 효과가 서로 다르다. 현금배당의 경우에는 기업의 즉각적인 현금유출을 발생시켜 순장부가치의

감소를 초래하지만 주식배당의 경우에는 이익잉여금을 자본금으로 재분류하는 것에 지나지 않아 기업의 순장부가치에 영향을 주지 않는다. 따라서 배당의 형태에 따라 개인투자자들은 그 가치를 다르게 인식할 수 있다. 본 연구에서는 현금배당과 주식배당의 기업가치에의 차별적 반영이 있는지를 분석하였다.

분석결과는 다음과 같다. 첫째, 순장부가치에서 현금배당이 차지하는 비율의 크기가 클수록 순장부가치가 주가에 미치는 영향이 큰 것으로 나타나 개인투자자들이 배당세를 인식하고 투자가치를 평가하는 것으로 나타났다. 둘째, 순장부가치에서 주식배당이 차지하는 비율의 크기가 클수록 순장부가치가 주가에 미치는 영향에는 차이가 없는 것으로 나타나 주식배당의 경우에는 개인투자자들이 배당세를 인식하여 투자가치를 평가하지 않는 것으로 나타났다. 셋째, 장부가치에서 현금배당이 차지하는 비율의 크기가 클수록 순이익이 주가에 미치는 영향에는 차이가 없는 것으로 나타났다. 넷째, 장부가치에서 주식배당이 차지하는 비율의 크기가 클수록 순이익이 주가에 미치는 영향에는 차이가 없는 것으로 나타났다.

이 같은 분석결과로 볼 때 개인투자자들은 현금배당을 즉각적인 현금유출로 인해 배당세를 차감하고 그 가치를 인식하는 것으로 보이며, 주식배당의 경우에는 기업의 현금유출이 발생하지 않으므로 배당세의 영향을 인식하지 않는 것으로 보인다. 주식배당의 경우 배당세를 인식하지 않는 것은 이익잉여금을 자본금으로 전환함으로써 개인투자자에게는 배당소득을 자본이득으로 변환함으로써 투자자가 납부해야 하는 세금을 면제해주는 효과가 있기 때문으로 보인다.

본 연구에서는 기업가치평가에서 배당세의 영향을 검토하였다. 본 연구의 결과에 의하면 과

세공평을 달성하기 위해서는 배당세와 자본이득세 모두를 부과함으로써 조세를 소득간의 균등한 고세정책을 취하는 것이 바람직 할 것으로 보인다.

본 연구의 이러한 시사점에도 불구하고 다음과 같은 한계점이 있다. 본 연구에서는 구체적으로 배당을 자본이득으로 전환함으로써 회피되는 조세의 크기에 대한 분석은 수행하지 않았다. 향후 이러한 조세회피 규모에 대한 분석을 수행함으로써 바람직한 조세정책에 대한 시사점을 얻을 수 있을 것이다.

참고문헌

1. 국내문헌

- 강효석·이원흠·조장연(2001), 『기업가치평가론』, 제 3판, 홍문사.
- 김권중(1999), “기업공개시 공모가격 결정과 회계변수평가모형,” 『회계학연구』 제24권 2호, pp.51-85.
- 유성용(2001), 기업가치와 성장특성 및 배당세효과, 홍익대학교 박사학위논문.
- 이우택·이철재·함영복(1999), 『조세법과 세무회계』, 조세통람사.
- 이준규·이은상(2000), 『기업의 조세전략』, 조세통람사.
- 최광·현진권(1997), 『한국조세정책 50년』, 한국조세연구원.

2. 외국문헌

- Beaver, W. H.(1999), “Comments on An ‘Empirical Assessment of the Residual Income Valuation Model’,” *Journal of*

- Accounting and Economics, Vol.26*, pp. 35-42.
- Bernard, V. L.(1995), "The Feltham-Ohlson Framework : Implications for Empiricists," *Contemporary Accounting Research, Vol.11*, pp.733-747.
- Burgstahler, D. C., and I. D. Dichev(1997), "Earnings, Adaptation, and Equity Value," *The Accounting Review, Vol. 72*, pp.187-215.
- Collins, D. W., E. L. Maydew, and I. S. Weiss (1997), "Changes in the Value-Relevance of Earnings and Book Value over the Past Forty Years," *Journal of Accounting and Economics, Vol.24*, pp.39-67.
- Collins, J. H., and D. Kemsley(2000), "Capital Gains and Dividend Taxes in Firm Valuation : Evidence of Triple Taxation," *The Accounting Review, Vol.75*, pp. 405-427.
- Dechow, P. M., A. Hutton, and R. Sloan(1999), "An Empirical Analysis of the Residual Income Valuation Model," *Journal of Accounting and Economics, Vol.26*, pp. 1-34.
- Feltham, G. A., and J. A. Ohlson(1995), "Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities," *Contemporary Accounting Research, Vol.11*, pp.689-731.
- Frankel, R., and C. M. C. Lee(1998), "Accounting Valuation, Market Expectation, and Cross-Sectional Stock Returns," *Journal of Accounting and Economics, Vol.25*, pp.283-319.
- Harris, T. S., and D. Kemsley(1999), "Dividend Taxation in Firm Valuation : New Evidence," *Journal of Accounting Research, Vol.37*, pp.733-747.
- Lundholm, R. J.(1995), "A Tutorial on the Ohlson and Feltham/Ohlson Models : Answers to Some Frequently Asked Questions," *Contemporary Accounting Research, Vol.11*, pp.749-761.
- Ohlson, J. A.(1995), "Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research, Vol.11*, pp.661-687.
- Penman, S. H.(1998), "Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research, Vol.15*, pp.291-324.
- Penman, S. H., and T. Sougiannis(1998), "A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation," *Contemporary Accounting Research, Vol.15*, pp.343-383.
- Scholes, M. S., and M. A. Wolfson(1992), *Taxes and Business Strategy*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

The Differential Effects of Cash Dividend and Stock Dividends on the Firm Valuation

Sung-Yong, Ryu* · Dong-Chool, Kim**

Abstract

The purpose of this study is to examine the differential influences of cash dividends and stock dividends on the firm valuation. Cash dividends are firm's cash outflows but stock dividends are not. If individual investors recognize that dividend revenues are taxed, they will value paid-in capital and retained earnings differently.

The results from testing the hypotheses indicate that individual investors value cash dividends after dividend taxes but do not value stock dividends after dividend taxes. This suggests that non-taxing of capital gains provides tax shelters to individual investors and investors prefer retained earnings to be converted as paid-in capital rather than to be paid as cash dividends.

* Instructor of Hong-Ik University.

** Assistant Professor of Yeong-Dong junior College.