

## 배당소득세율, 배당정책, 소유구조와 주식가치평가

유성용\* · 안성렬\*\*

### 요 약

본 연구에서는 배당소득세율의 변화, 대주주지분율 및 기업의 배당정책이 주식수익률에 미치는 영향 및 이들의 상호작용에 대하여 분석하였다.

분석결과, 누적초과수익률을 종속변수로 하는 회귀분석에서 대주주지분율, 대주주지분율과 배당률의 상호작용항, 배당소득세율의 하락과 배당률의 상호작용항 및 배당소득세율의 상승과 대주주지분율과의 상호작용항은 양(+)의 부호를 나타내었다. 또한, 배당소득세율의 상승과 배당률과의 상호작용항 및 배당소득세율의 하락과 대주주지분율의 상호작용항은 음(-)의 부호를 보였다. 한편, 배당소득세율의 상승, 배당률 및 대주주지분율의 상호작용항은 주식수익률과 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타나 배당소득세율이 상승할 때 배당률이 높은 기업에서 대주주 지분율이 주식수익률에 미치는 영향을 강화하는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과로 볼 때, 기업의 배당정책에 따라 개인투자자의 조세부담을 완화할 수 있어 투자가치에 영향을 미칠 수 있는 것으로 나타났다. 따라서 정책입안자의 입장에서 조세의 형평성을 달성하기 위해서는 소득유형에 따른 차별적 과세를 줄이는 것이 필요할 것으로 생각된다.

## 1. 서론

개인투자자에게 부과되는 세금의 영향은 조세 정책적인 측면에서나 주식의 투자가치평가에 있어서 중요한 문제이다. 개인투자자가 주식에 투자하여 얻는 소득은 배당소득과 자본이득으로 구분할 수 있다. 현행 우리나라의 소득세법에서는 배당소득에 대해서 20%를 원천징수하고 있으며, 이중과세를 방지하기 위한 조치로 최저법 인세율에 근거하여 임puted이션(imputation)제도를 운용하고 있다.<sup>1)</sup> 또한, 상장법인의 주식의 양도차익에 대해서는 3% 이상의 지분소유로 인한

경우를 제외하고는 일반투자자에 대해서 자본이득세(capital gain tax)를 부과하지 않고 있다. 따라서 같은 기업에 투자한 경우라도 투자자의 상태(investors' status) 및 기업의 배당정책에 따라 개별투자자의 투자가치평가가 달라질 수 있다.

개인투자자에게 부과되는 세금이 주식가격에 미치는 영향은 실현되는 소득의 유형과 소득의 실현시기 및 투자자의 유형에 따라 결정되므로 그 영향의 정도를 단적으로 말하기가 곤란하다. 즉, 배당소득으로 실현되느냐 아니면 양도소득으로 실현되느냐에 따라 적용되는 세율이 달라지며, 투자자가 대주주인가 일반투자자인가에 따라 양도소득세의 부과여부가 결정된다. 배당소득세가 추가수익률에 미치는 영향에 대해서는 일치된 연구결과를 나타내지 않고 있다. 즉, 배당소득세를 투자자들이 자본화한다는 연구결과

\* 홍익대학교 경영학부 강사

\*\* 홍익대학교 대학원 경영학과 박사과정

1) 2003년도부터 적용되는 법인세율이 1억원 미만의 소득에 대해서는 15%, 1억원 초과분에 대해서는 27%로 변경되었다. 그러나 임puted이션은 16%에 근거하여 적용한다.

가 있는 반면, 배당이 기업가치를 신호하는 체계로서 작용한다는 연구결과도 있다.<sup>2)</sup> 우리나라에서도 미국과는 과세체계가 다른 환경에서 개인투자자들이 배당소득세를 자본화하는가를 연구한 문헌에서 미국과는 상이한 결과를 나타내고 있는데,<sup>3)</sup> 최근 주가수준을 사용한 분석 및 위험 등의 통제가 되지 않은 것에 대한 문제가 제기되고 있다.<sup>4)</sup>

본 연구에서는 주가수익률을 사용하여 우리나라 상장기업을 대상으로 개인투자자에게 부과되는 배당소득세율이 변화할 때, 기업의 배당정책 및 대주주지분율이 주식수익률에 미치는 영향을 분석한다. 본 연구의 구체적인 목적은 다음과 같다. 첫째, 대주주지분율이 주식수익률에 어떠한 영향을 미치는지를 분석한다. 일반투자자의 경우에는 투자수익률을 얻기 위한 목적으로 주식을 소유하고 있는 반면, 대주주는 기업의 경영권통제를 위한 목적으로 소유하고 있는 경우가 많다. 따라서 대주주는 주식을 단기간에 처분할 가능성이 없으므로 소득을 실현하는 방법도 일반투자자와는 다르다.<sup>5)</sup> 둘째, 대주주는 주

요한 소득실현방법으로 배당을 이용할 것이라는 전제 하에 배당이 주식수익률에 미치는 영향이 대주주지분율이 높은 기업에서 더 높게 나타나는지를 분석한다. 셋째, 배당소득세율변화가 주식수익률에 미치는 영향이 기업의 배당정책에 따라 다르게 나타나는가를 분석한다. 넷째, 배당소득세율의 변화가 주식수익률에 미치는 영향이 대주주지분율에 따라 다르게 나타나는가를 분석하는 것이다. 다섯째, 배당소득세율이 변화할 때, 배당이 주식수익률에 미치는 영향을 대주주지분율이 강화하는 역할을 하는지를 분석한다.

본 연구에서는 주식투자에 대해 미국과는 과세체계가 다른 우리나라에서 투자자들이 배당소득세율의 변화, 기업의 배당정책 및 투자자의 상태에 따라 투자가치를 평가하는 과정이 다른지를 분석하는데 초점을 둔다. 즉, 미국의 투자자들을 대상으로 연구한 Ayers et. al.(2002)의 연구를 확장하여 우리나라의 조세환경에서 적합한 투자자 상태를 나타내는 변수를 도입하고, 우리나라의 상장기업을 대상으로 배당소득세율의 변화 및 기업의 배당정책에 따라 개인투자자들의 반응을 분석한다.

이하 본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 II장에서는 배당소득세율이 기업가치에 미치는 영향을 분석한 선행연구를 검토한다. 제 III장에서는 본 연구에서 검증할 가설을 설정하고, 이를 검증하기 위한 연구모형을 제시한다. 제 IV장에서는 실증분석결과를 제시하고, 이를 해석한다. 마지막으로 제 V장에서는 본 연구의 결과를 요약하고, 시사점 및 한계점에 대해 논의한다.

- 2) 자본시장에 참여하는 투자자들이 배당소득세를 자본화한다고 주장하는 대표적인 연구로는 Miller and Scholes(1978)를 들 수 있으며, 배당이 기업가치를 신호(signalling)하는 체계로서 작용한다고 주장하는 연구로는 Fama and French(1998)를 들 수 있다.
- 3) 유성용(2001)의 연구에서는 미국과는 조세환경이 다른 우리나라 투자자들이 배당소득세를 인식하지 않은 것으로 보고하고 있다. 그러나 유사한 연구방법을 사용한 박광훈(2003)의 연구에서는 우리나라 투자자들이 배당소득세의 영향을 인식하여 투자가치를 평가하는 것으로 보고하고 있다.
- 4) Harris and Kemsley(1999), Collins and Kemsley(2000), 및 유성용(2001)의 연구에서는 배당소득세의 영향을 분석하기 위해 주가수준을 사용하였다. 그러나 주가수준을 사용한 실증분석은 위험 등에 대한 통제가 이루어지지 않아 결과에 의문이 제기된다는 주장이 최근 일고 있다(Ayers et. al. 2002).
- 5) 우리나라에서는 현행 세법상 상장기업의 대주주(3% 이상 소유)에게는 주식의 양도차익에 대해 양도소득세를 부과하고 있다. 그러나 일반투자자에게는 주식의 양도차익에 대해 양도소득세를 부과하지 않는다. 따라서 주식에 투자한 투자자의 소득이 배당과 양도차익으로 실현될 수 있으므로 배당소득에 대해 동일하게 과세할 때, 양도소득세

의 부과부, 배당소득세율의 변화, 기업의 배당정책에 따른 투자자들의 반응이 다를 것으로 예상할 수 있다.

## II. 선행연구

현재의 세율과 주식을 처분했을 때 세율이 동일하고, 기업과 개인투자자의 세후투자이익률이 같다면, 기업의 소득을 배당하는 경우와 유보하는 경우의 누적액은 동일하다. 그러나 투자시점의 세율과 주식을 처분하는 시점의 세율이 같지 않은 경우 및 기업과 개인투자자의 세후투자이익률이 동일하지 않거나 일정하지 아니한 경우에는 누적액이 다르게 된다. 즉, 기업이 배당하는 경우가 유리한지 유보하는 경우가 유리한지는 투자자의 현재 한계세율과 미래 한계세율의 차이, 투자자의 한계세율과 기업의 한계세율의 차이 및 투자자의 세전투자이익률과 기업의 세전투자이익률의 차이에 의해 결정된다(이준규와 이은상 2000; Scholes and Wolfson 1992). 우리나라에서는 상장기업의 주식에 투자한 투자자들의 배당소득에 대해서는 단일세율로 배당소득세를 원천징수를 하고 있고, 주식의 양도차익으로 인한 소득에 대해서는 대주주인 경우를 제외하고는 양도소득세를 하지 않고 있다.

배당소득세부과에 대해서 두 가지 관점이 있다. 전통적인 관점(traditional view)에서는 배당을 통해 기업 내에 있는 호재(good news)를 주주들에게 전달하는 신호(signalling)하는 체계로 보든지<sup>6)</sup> 혹은 대리인 이론의 관점에서 배당을 통해 기업의 이익을 주주에게 직접 배분함으로써 경영자의 이익사용에 대한 재량권을 줄이는 역할을 하여 대리비용을 감소시키는 역할을 하는 것으로 본다.<sup>7)</sup> 전통적 관점에서는 기업이 배

당을 하면 즉시 과세됨으로 인하여 발생하는 조세벌금(tax penalty)의 영향이 기업가치를 신호하는 영향 또는 대리비용을 줄이는 영향보다는 작다고 본다(Zodrow 1991). 새로운 관점(new view or trapped equity view)에서는 자기자본이 납입자본이든지 또는 유보이익이든지 관계없이 최종적으로 주주에게 배당된다고 가정하면, 배당소득세의 부과로 인해 이익잉여금으로 조달된 자금의 한계투자사결정에 영향을 미치지 않게 되고, 미래 배당에 대한 세금은 해당주식의 가격에 자본화된다고 본다(Zodrow 1991).<sup>8)</sup>

배당소득세를 부과하는 경우 개인투자자가 주식이치평가에 어떻게 반영하는지에 대해서는 현재까지 의견의 일치를 보이지 않고 있는 실증적인 문제이다(Zodrow 1991; Erickson and Maydew 1998 등). 배당세가설(dividend tax hypothesis)에 따르면, 배당락일(ex-dividend day)에 배당소득세로 인해 배당으로 유출하는 금액보다는 주가가 더 많이 하락한다고 한다(Miller and Scholes, 1978).<sup>9)</sup> 그러나 이에 반해 배당은 기업가치를 신호(signalling)하는 수단으로 사용되어 신호로서 역할이 세금비용을 초과한다는 주장도 있다(Fama and French 1998).

Harris and Kemsley(1999)는 Ohlson(1995) 및 Feltham and Ohlson(1995)의 기업가치평가모형을 기초로 배당소득세가 기업가치에 어떠한 영

는 감시비용, 이행비용 및 보고비용 등이 있으며, 대리관계로 인한 문제 등은 Jensen and Meckling(1976)을 참조할 수 있다.

8) King(1977), Auerbach(1979a), Auerbach(1979b) 및 Bradford(1981) 등의 연구에서도 합리적인 투자자는 자기자본이 최종적으로 배당된다고 한다면, 미래 배당소득세는 주가에 반영된다는 것은 보여주고 있다.

9) 배당락일에 배당으로 유출되는 금액보다는 주가가 더 많이 하락하는가를 분석한 연구로 Elton and Gruber(1970), Litzenberger and Ramaswamy(1979), Poterba and Summers(1984), Laster(1995) 등을 들 수 있는데, 이들 연구에서 모두 배당세가설을 지지하는 연구결과를 얻었다. 반면, 배당세가설과 반대되는 결과를 얻은 연구로는 Miller and Scholes(1982) 등을 들 수 있다.

6) 계약이론에서 경제주체가 선택하는 행동 및 경제주체의 특성과 거래 당사자 사이에 누가 주도권을 행사하는냐에 따라 신호모형(signalling model), 역선택모형(adverse selection model), 도덕적 해이모형 또는 대리모형(moral hazard model or agency model)으로 구분할 수 있다.

7) 주주와 경영자사이의 대리관계로 인한 대리비용의 유형에

향을 미치는지를 이론적으로 고찰하고, 실증적으로 분석하였다. 분석의 초점은 배당소득세가 기대미래이익의 가치뿐만 아니라, 유보이익과 납입자본의 상대적인 가치평가에 어떻게 영향을 미치는지에 두고 이론적인 모형을 도출하였으며, 이를 실증적으로 분석하였다. 이들의 연구결과에 따르면, 개인투자자는 기업의 순장부가치 구성요소인 납입자본과 유보이익에 대해 배당의 원천이 되는 유보이익의 가치를 납입자본에 비해 더 낮게 평가하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 Ohlson(1995)의 가정에서와 마찬가지로 배당은 유보이익으로부터 지급되므로 개인투자자가 유보이익이 언젠가는 배당으로 유출될 것으로 가정하여, 순장부가치 중에서 유보이익의 가치는 배당소득세를 차감하고 인식하는 것으로 해석하였다.<sup>10)</sup> 또한, Collins and Kemsley(2000)는 Harris and Kemsley(1999)의 연구를 확장하여 주식투자로부터 투자자가 얻는 소득을 배당소득과 자본이득으로 구분하고, 배당소득세와 자본이득세가 기업가치에 미치는 영향을 연구하였다. 분석결과 자본이득세나 배당소득세는 모두 이익 중 일부를 기업 내에 유보하여 재투자하는 부분의 가치를 감소시키는 것으로 나타났다. 이익 중 일부를 사외로 유출시켜 처분하는 경우에는 배당소득세로 인하여 처분된 이익의 가치를 감소시키지만, 자본이득세의 영향은 없는 것으로 나타났다. 또한, 배당소득세가 유보이익 전체의 가치를 감소시키는 역할을 하지만 자본이득세는 유보이익에 영향을 주지 않는 것으로 나타났다. 즉, 개인투자자가 투자가치를 평가할 때, 배당소득세와 자본이득세로 인해 삼중과세 문제가 나타난다고 보고하고 있다.

미국과는 조세환경이 다른 우리나라의 기업들

을 대상으로 한 유성용(2001)의 연구에 따르면, 우리나라에서는 미국과는 달리 기업이 유보하는 이익의 가치를 평가할 때, 배당소득세를 인식하지 않는 것으로 나타났으며,<sup>11)</sup> 이러한 차이가 발생하는 원인을 미국과 우리나라의 주식투자소득에 대한 조세환경의 차이로 해석하고 있다. 즉, 미국의 경우 투자자가 얻을 수 있는 소득원인 배당 및 자본이득 모두에 대해 과세를 하지만, 우리나라의 경우에는 배당소득세를 단일세율로 원천징수하고, 일반투자자에 대해서는 주식의 양도차익에 과세를 하지 않는다. 이로 인해 기업의 배당사결정을 통해 이익을 기업 내부에 유보하여 재투자함으로써 그 영향이 주가에 반영되도록 할 수 있고, 이와 같은 소득전환은 투자자에게 조세부담을 제거해 준다. 따라서 우리나라의 투자자들은 즉시 과세를 하는 배당소득보다 과세하지 않는 자본이득 형태의 소득을 더 유리한 것으로 인식하게 된다는 것이다. 이에 반해 박광훈(2003)의 연구에서는 우리나라의 경우에도 Harris and Kemsley(1999)의 연구에서와 같이 개인투자자들이 배당소득세를 인식하는 것으로 보고하고 있다.

Ayers et. al.(2002)은 Collins and Kemsley(2000)와 Harris and Kemsley(1999)의 연구가 주가수준을 사용하여 분석하였으며, 기업의 위험(risk)에 대한 통제가 되지 않아 연구결과를 신뢰할 수 없다고 보고, 사건연구(event study) 방법을 채택하여 예측하지 못한 세율상승으로 인해 배당정책과 기관투자가 지분율이 주가수익

10) 이들의 연구결과는 새로운 관점(new view)의 주장을 지지하는 결과로 해석될 수 있다.

11) 우리나라에서 연구된 문헌들은 주로 법인세율인하에 따라 기업들이 이를 이용하기 위해 이익조정을 하였는가에 초점이 맞추어져 왔다. 대표적인 연구들로 정규연(1993), 이준규 등(1996), 박원선과 최관(1999), 박춘래와 김성민(1995), 신승묘(2002), 고종권(2001) 등을 들 수 있다. 배당소득세율의 변화에 따라 개인투자자의 투자가치에 영향을 미치는가를 연구한 문헌은 찾기 어렵다. 그러나 배당소득세가 투자가치에 영향을 미치는가는 기업가치평가의 근본적인 문제이며, 이중과세문제와도 관련되는 중요한 문제로 생각된다.

들에 어떠한 영향을 미치는지를 검증하였다. 검증결과 배당률이 높을수록 배당소득세율상승이 기업가치에 미치는 영향이 낮아지는 것으로 나타났다으며, 이러한 관계는 투자자의 상태를 나타내는 기관투자자 지분율에 따라 완화되는 것으로 나타났다.

배당이 주가수익률에 미치는 영향이 커질 것이다. 이를 검증하기 위한 가설은 다음과 같다.

**연구가설 2:** 대주주지분율이 높은 기업에서 배당률이 주가수익률에 미치는 영향이 커진다.

### III. 가설 및 연구모형

#### 3.1. 연구가설

신호가설에 따라 배당이 기업가치를 신호하는 역할을 하거나 대리인이론의 관점에서 배당이 경영자의 이익처분에 대한 재량권을 줄이는 역할을 한다면, 배당률이 높은 기업의 주가수익률이 배당을 하지 않거나 배당률이 낮은 기업의 주가수익률보다는 높아야 한다(Fama and French, 1998). 즉, 배당률과 주가수익률 사이에는 양(+)의 상관관계를 가져야 한다. 또한, 대리인이론의 관점에서 기업의 소유권이 분산된 기업보다는 소수 대주주에 의해 지배권이 집중된 기업에서 대리비용이 낮을 수 있다(Jensen and Meckling 1976). 본 연구에서는 대주주의 지분율에 따라 대리비용이 감소하는지를 검증하기 위해 다음과 같은 연구가설을 설정하였다.

**연구가설 1:** 대주주지분율과 주가수익률 사이에는 양(+)의 상관관계에 있다.

대주주지분율이 높은 기업에서 대리비용이 감소하고, 배당이 기업가치를 신호하는 체계로서 작용한다면<sup>12)</sup>, 대주주지분율이 높은 기업에서

배당은 기업의 실질적인 현금유출이며, 개인 투자자의 입장에서는 소득의 실현이다. 투자자에게 배당이 지급되는 시점에서 배당소득세를 원천징수하므로 투자자의 실질적인 소득은 세후 금액이다. 그러나 기업이 배당 가능한 자원을 배당하지 않고, 기업 내에 유보하는 경우에는 주가가 상승하므로 배당소득을 자본이득의 형태로 전환할 수 있게 된다(유성용 2001). 우리나라에서는 상장기업의 주식소유에 대해 3%이상의 대주주 지분인 경우를 제외하고는 주식의 양도로 인한 소득에 대해 과세하지 않는다는 점을 감안하면, 가능한 범위에서 배당보다는 기업 내에 유보하는 정책이 개인투자자에게 유리할 수 있다. 특히, 대주주의 경우 경영권의 확보차원에서 주식을 소유하기 때문에 일반투자자와는 달리 단기간 내에 주식을 처분할 가능성이 없다. 따라서 대주주가 소득을 실현하는 수단은 주식의 양도차익보다는 배당이 될 것이다. 배당소득세율이 상승하는 경우에는 투자자의 세후 순소득실현액이 감소하게 되고, 자본이득의 형태를 취할 수 없는 대주주가 일반투자자에 비해 이러한 영향을 많이 받게 된다. 반대로 배당소득세율이 하락하는 경우에는 투자자의 세후 순배당소득실현액이 증가하게 되고, 일반투자자는 주식양도차익으로 인한 자본이득에 대한 매력 감소하게 될 것이다. 그러나 일반투자자의 경우

은 기업가치를 신호하는 역할과는 다르지만, 실증분석에서 이를 구분하는 것은 어렵다. 따라서 본 연구에서 이를 통합하여 분석하며, 이하 별도의 설명을 하지 않는다.

12) 배당이 경영자의 이익처분에 대한 재량권을 줄이는 역할

에는 전혀 과세되지 않는 주식의 양도차익으로 인한 소득기회가 있으므로 배당소득세율의 하락으로 인한 영향은 대주주가 더 클 것이다. 따라서 다음과 같은 가설을 설정하여 검증할 수 있다.

**연구가설 3:** 대주주지분율이 따라 배당소득세율의 변화가 주가수익률에 미치는 영향이 달라진다.

**연구가설 3-1:** 대주주지분율이 높은 기업에서 배당소득세율의 상승이 주가수익률에 미치는 영향이 감소한다.

**연구가설 3-2:** 대주주지분율이 높은 기업에서 배당소득세율의 하락이 주가수익률에 미치는 영향이 증가한다.

투자자들이 세후수익률에 근거하여 투자가치를 평가하게 되면 배당소득세율이 상승하는 경우 자기자본비용의 높아지므로 배당을 많이 지급하는 기업의 주가수익률이 배당을 지급하지 않거나 배당률이 낮은 기업의 주가수익률보다 낮아야 한다. 반대로 배당소득세율이 하락하는 경우에는 자기자본비용도 하락하게 되므로 배당률이 높은 기업의 주가수익률이 배당률이 낮은 기업의 주가수익률보다는 높아야 한다(Bolster and Janjigian 1995). 따라서 다음과 같은 가설을 설정하여 검증할 수 있다.

**연구가설 4:** 배당률에 따라 배당소득세율의 변화가 주가수익률에 미치는 영향이 달라진다.

**연구가설 4-1:** 배당률이 높은 기업에서 배당소득세율의 상승이 주가수익률에 미치는 영향이 적다.

**연구가설 4-2:** 배당률이 높은 기업에서 배당소득세율의 하락이 주가수익률에

미치는 영향이 크다.

대주주지분율이 높은 기업에서는 대주주지분율이 낮은 기업에 비해 상대적으로 대리비용이 적게 발생할 수 있다. Ayers et. al.(2002)의 연구에서는 투자자의 상태를 나타내는 변수로 기관투자자 지분율을 사용하고 있으나, 우리나라의 경우에는 상장기업의 주식에 대한 양도차익에 대한 과세기준으로 대주주지분율 기준으로 하고 있으므로 기관투자자 지분율보다는 대주주지분율이 더 적합한 변수로 생각된다. 대주주지분율이 높은 기업에서는 대리비용이 적게 발생하고, 동시에 배당률이 높은 기업에서 배당소득세가 상승하는 경우 주가가 더 많이 하락할 것이며, 반대로 배당소득세가 하락하는 경우에는 주가가 더 높아질 것이므로 다음과 같은 가설을 설정하여 검증할 수 있다.

**연구가설 5:** 대주주지분율과 배당률에 따라 배당소득세율변화가 주가수익률에 미치는 영향은 달라진다.<sup>13)</sup>

**연구가설 5-1:** 대주주지분율과 배당률이 높은 기업에서 배당소득세율의 상승이 주가수익률에 미치는 영향이 적다.

**연구가설 5-2:** 대주주지분율과 배당률이 높은 기업에서 배당소득세율의 하락이 주가수익률에 미치는 영향이 크다.

## 3.2. 연구모형과 변수의 측정

본 연구에서는 배당소득세율의 변화, 기업의

13) Ayers et. al.(2002)의 연구에서는 배당소득세율이 상승할 때, 기관투자자 지분율이 높은 기업에서 배당률이 주가수익률에 미치는 영향이 적어질 것으로 가설화 하였으나, 미국과는 조세환경이 다른 우리나라에서는 기관투자자는 배당소득세에 대해 일반투자자와 다르지 않을 것으로 생각된다.

배당정책 및 대주주 지분율에 따라 투자가치평가가 어떻게 달라지는지가 관심사항이다. 본 연구에서 설정한 가설을 검증하기 위한 연구모형은 다음과 같다.

다. 또한, 대주주지분율이 높은 기업에서 대리비용이 적게 발생하고 배당이 기업가치를 신호하는 역할을 한다면, 배당률과 대주주지분율의 상호작용 항인  $a_2$ 는 양(+)으로 나타날 것으로 예

$$\begin{aligned}
 CAR_{it} = & a_0 + a_1 SHRE_{it} + a_2 DIV_{it} * SHRE_{it} + a_3 EVNT_{it} * SHRE_{it} \\
 & + a_4 EVNT_{it} * DIV_{it} + a_5 EVNT_{it} * DIV_{it} * SHRE_{it} + a_6 EVNT_{it} + a_7 DIV_{it} \\
 & + a_8 BTM_{it} + a_9 LEV_{it} + a_{10} SIZE_{it} + a_{11} OIM_{it} + a_{12} FFCC_{it} + e_{it}
 \end{aligned}$$

여기에서,  $CAR_{it}$ 는 시장평균수익률조정모형에 의한 1년 간의 누적초과수익률로 일별 수익률 자료를 이용하여 측정하였다( $CAR_{it} = \sum_{t=1}^T AR_{it}$ ,  $AR_{it} = R_{it} - R_{m,t}$ ,  $R_{it}$ 는 개별기업의 일별수익률,  $R_{m,t}$ 는 시장평균수익률).<sup>14)</sup>

- $SHRE_{it}$ 는 대주주 지분율로 3%이상의 대주주지분의 합계로 측정하였다.<sup>15)</sup>
- $DIV_{it} * SHRE_{it}$ 는 기업의 배당정책과 대주주지분율과의 상호작용을 나타내는 항.
- $DIV_{it} * EVNT_{it}$ 는 기업의 배당정책과 세율변화와의 상호작용을 나타내는 항.
- $EVNT_{it} * SHRE_{it}$ 는 세율변화와 대주주지분율과의 상호작용을 나타내는 항.
- $EVNT_{it} * DIV_{it} * SHRE_{it}$ 는 세율변화, 기업의 배당정책 및 대주주지분율과의 상호작용을 나타내는 항.
- $EVNT_{it}$ 는 배당소득세율의 변화로 배당소득세율이 상승한 기간과 배당소득세율이 하락한 기간으로 구분하고, 배당소득세율이 상승한 기간에는 높은 배당소득세율이 적용된 기간은 1, 아니면 0으로, 배당소득세율이 하락한 기간에는 낮은 배당소득세율이 적용된 기간에는 1, 아니면 0으로 측정하였다.
- $DIV_{it}$ 는 기업의 배당정책을 나타내는 변수로 보통주배당을 기초의 시장가치로 나누어 측정하였다.
- $BTM_{it}$ 는 순장부가치와 시장가치의 비율로 순장부가치를 기초의 시장가치로 나누어 측정하였다.
- $LEV_{it}$ 는 위험을 나타내는 변수로 부채총계를 기초의 시장가치로 나누어 측정하였다.
- $SIZE_{it}$ 는 기업규모를 나타내는 변수로 기초의 시장가치에 자연로그를 취하여 측정하였다.
- $OIM_{it}$ 는 기업의 수익성을 나타내는 변수로 영업이익을 기초의 시장가치로 나누어 측정하였다.
- $FFCC_{it}$ 는 경제적 변동을 통제하기 위한 변수로 외환위기 이후의 기간에 대해서는 1 아니면 0으로 측정하였다.
- $e_{it}$ 는 오차항.

대주주 지분율이 높은 기업은 소유권이 잘 분산된 기업에 비해 대리비용이 감소할 것으로 예상하므로  $a_1$ 의 부호는 양(+)으로 나타날 것이

상할 수 있다.

배당소득세율변화와 대주주지분율과의 상호작용항은 배당소득세율이 상승하는 경우 투자자의 세후 배당소득금액은 감소하게 되고, 단기간에 자본이득형태를 취할 수 없는 대주주가 이러한 영향을 더 많이 받게 된다. 따라서 대주주지분율이 높은 기업에서 배당소득세율의 상승이 주식수익률에 미치는 영향은 낮아질 것이므로  $a_3$ 의 부호는 음(-)으로 예상된다. 반대로 배당소득

14) Ayers et al.(2002)의 연구에서는 시건연구(event study)의 방법을 사용하여 분석기간을 단기간으로 하고 있으나, 본 연구에서는 변화된 배당소득세율이 적용된 회계연도와 주식수익률의 관련성에 초점을 두었다.  
 15) 우리나라의 경우 상장기업의 주식소유에 대해 3%이상의 대주주가 주식을 양도하는 경우에만 양도소득세를 과세한다. 본 연구에서는 이러한 대주주는 경영권의 확보차원에서 주식을 소유하므로 단기간 내에 주식을 처분하지 않을 것으로 가정하였다.

세율이 인하되면 세후 배당소득금액은 증가하지만, 일반투자자에 비해 대주주가 배당소득세율 변화에 대한 영향을 크게 받을 것으로 예상된다. 따라서 배당소득세율이 하락한 기간에 대해서는  $a_3$ 의 부호는 양(+)으로 나타나게 될 것이다.

본 연구에서는 배당률이 높은 기업이 배당소득세의 상승이 주가수익률에 미치는 영향이 작아지고, 반대로 배당률이 높은 기업에서 배당소득세율의 하락이 주식수익률에 미치는 영향이 커지는 것으로 예상하였다. 따라서 배당소득세율이 상승한 기간에 대한 분석에서  $a_4$ 의 부호는 음(-)으로 나타날 것으로 예상되며, 배당소득세율이 하락한 기간의 분석에서  $a_4$ 의 부호는 양(+)으로 나타날 것으로 예상된다.<sup>16)</sup>

배당소득세율의 변화, 배당률 및 대주주지분율의 상호작용항은 대주주지분율이 높은 기업에서는 대리비용이 적게 발생하고, 동시에 배당이 기업가치를 신호하는 체계로서 작용한다면 대주주지분율이 배당소득세율변화와 배당률이 주가 가치에 미치는 영향을 더 크게 할 것으로 예상된다. 따라서 배당소득세율이 상승하는 경우에는  $a_5$ 의 부호가 음(-)으로 나타나게 될 것이며, 반대로 배당소득세율이 하락하는 경우에는 양(+)으로 나타나게 될 것이다.

우리나라에서와 같이 주식의 양도소득세를 부과하지 않는 상황에서 배당소득세율의 변화와 주식수익률의 관계에서 일반적인 방향을 예측하기는 힘들다. 왜냐하면 유성용(2001)의 연구결과에서 제시하고 있듯이, 배당소득세율이 상승하여 투자자의 세후 순배당소득을 감소시킨다고 할지라도 자본이득의 형태를 취할 수 있다면, 배당소득세율의 상승이 오히려 소득전환에 대한

욕구를 크게 한다. 따라서 본 연구에서는 배당소득세율이 기업가치에 미치는 영향에 대한 방향을 예측하지 않는다.<sup>17)</sup> 신호가설에 따르면 기업의 배당과 주가는 양(+)의 상관관계를 가지므로  $a_7$ 의 부호는 양(+)으로 나타날 것으로 예상된다. BTM은 장부가치 대 시장가치비율이 높은 기업이 주가수익률이 높을 것으로 예상되므로 양(+)으로 예측되며, LEV는 레버지지가 높은 기업의 주가수익률이 낮을 것이므로 음(-)으로 예상된다. SIZE는 규모가 큰 기업의 주가수익률이 높을 것이므로 양(+)으로 기대되며, 순이익이 많은 기업의 주가수익률이 높을 것이므로 OIM의 계수는 양(+)으로 기대된다.<sup>18)</sup> 우리나라의 경우 자본시장에서 큰 변혁기가 있었다. 1997년말 외환 및 금융위기를 겪으면서 이를 전후하여 자본시장의 행태가 크게 달라졌다. 더미변수를 이용하여 이러한 요인을 통제하였다. 외환 및 금융위기 이후 전체적으로 자본시장이 침체되었던 것이 반영된다면 FFCC의 계수는 음(-)으로 나타날 것으로 예상할 수 있다.

### 3.3. 표본의 선정

본 연구에서는 1992년부터 2000년 사이에 한국증권거래소에서 거래된 기업을 대상으로 표본을 추출하였다. 연구기간동안 우리나라에서는 배당소득세율뿐만 아니라 법인세율도 함께 변화하였다. 세율이 각 연도별로 변화한 내역은 (그림 1)과 같다.<sup>19)</sup>

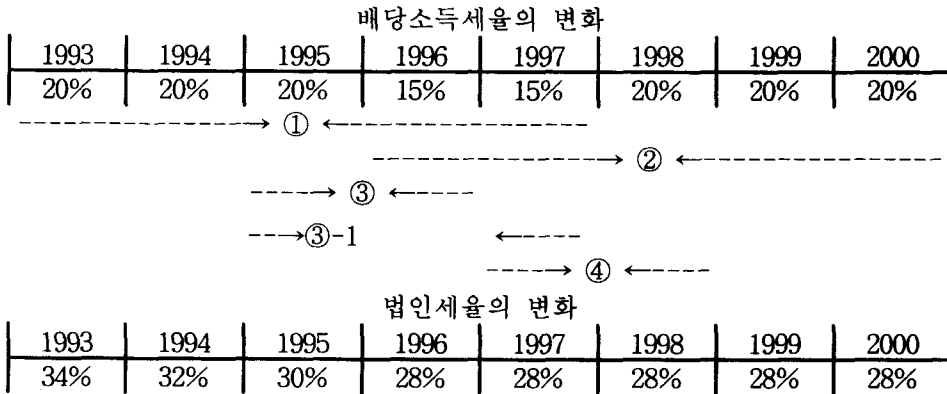
17) Avers et al.(2002)의 연구에서도 배당소득세율의 상승과 주식수익률 간에 관계에 대한 부호를 예측하지 않았으나, 분석결과 양(+)의 부호를 보였다. 본 연구에서도 배당소득세율의 변화와 주식수익률의 관계를 기실화 하지 않았으며, 부호의 예측도 하지 않는다.

18) 본 연구에 사용된 통제변수 중 경제변화를 통제하기 위한 FFCC변수를 제외한 모든 변수는 Avers et al.(2002)의 연구에서도 사용되었다.

19) 실제 적용된 최고법인세율은 법인세율에 부가되는 주민

16) 본 연구의 기설에서는 대주주가 소유한 주식을 단기간에 처분할 가능성이 없으므로, 양도소득세의 영향을 제외하고 배당소득세가 투자가치에 미치는 영향을 중심으로 가설화 하였다.





(그림 1) 세율의 변화

(그림 1)에서 볼 수 있는 바와 같이, 배당소득세율이 변화한 연도에 법인세율도 함께 변화하였으므로 배당소득세율의 변화에서 법인세율 변화의 영향을 배제하기가 매우 어렵다. 따라서 본 연구에서는 분석기간을 몇 가지 방법으로 분할하였다. 먼저 ①기간과 ②기간을 각각 배당소득세 하락 및 상승을 분석하기 위한 표본으로 선정하였다. 그러나 ①기간에는 1996년에 배당소득세율이 낮아지면서 동시에 법인세도 2% 인하되었으므로 연구결과에 상향편의(upward bias)를 유발할 것으로 생각된다. 이러한 영향을 배제하기 위해 표본을 다시 분할하여 배당소득세율 하락기간을 ③ 및 ③-1 기간으로 분할하였다. ③의 기간에서도 법인세율 인하와 배당소득세율 인하가 같은 영향을 미쳤을 것으로 판단되어 1995년과 1997년의 불연속된 두 기간을 대상(③-1)으로도 분석한다. 배당소득세율의 인하와 대비하기 위해 배당소득세율이 상승한 연도에서도 1997년과 1998년을 대상으로 표본(④)을 분할하였다.

구체적인 표본선정기준은 다음과 같다.

- ① 1992년부터 2001년 기간에 한국증권거래소에서 거래된 기업
- ② 12월말 결산법인
- ③ 금융, 보험, 증권업을 제외한 기업
- ④ 분석기간 중에 이익잉여금이 양(+)인 기업
- ⑤ 한국신용평가(주)의 KIS-FAS 데이터베이스에서 재무제표자료를 추출할 수 있는 기업
- ⑥ 한국신용평가(주)의 KIS-SMAT 데이터베이스에서 주식수익률자료를 추출할 수 있는 기업
- ⑦ 한국상장회사협의회 데이터베이스에서 분석기업에 대한 추가자료를 추출할 수 있는 기업

본 연구에서 실제의 분석기간은 1993년부터이 나 1992년의 자료를 포함하고 있어야 분석이 가능하다. 따라서 표본의 추출은 1992년 기간까지 확대하여 추출하였다. 표본을 12월말 결산법인으로 제한한 이유는 세율의 변화에 대해 동시적 적용을 받는 기업들만을 대상으로 분석을 수행

세 등의 영향으로 그림에 표시된 세율보다는 높다. 각 연도에 적용된 구체적인 최고법인세율의 산출에 대해서는 전규안(1997)을 참조할 수 있다.

해야 분석결과와의 비교가 편리하기 때문이다. 금융, 보험, 증권업의 경우에는 재무제표의 구성요소가 다른 업종과는 상당한 차이가 있어 재무제표자료의 동질성을 확보하기 위하여 표본에서 제외하였다. 또한, 분석표본을 이익잉여금이 양(+)인 기업으로 제한한 이유는 기업의 배당 의사결정은 이익잉여금의 한도 내에서 결정하므로 이익잉여금이 음(-)인 기업은 배당을 할 수 없기 때문에 배당소득세율의 변화에 영향을 받지 않을 것으로 판단하여 제외하였다. 대주주지분율에 대한 자료는 각 증권사가 발행하는 「상장회사기업분석」각 년도의 부호에서 얻었다. 표본 추출 기준을 모두 충족한 기업은 배당소득세율

상승기간에 1,883개, 배당소득세율 하락기간에 1,755개 기업이었다.

## IV. 실증분석결과

### 4.1. 변수의 기술통계

본 연구에서는 배당소득세율이 인상된 기간과 인하된 기간 모두를 분석한다. 따라서 분석표본을 두 개로 분할하였다. 먼저 배당소득세율이 인상된 분석표본에서 주요변수에 대한 기술통계

〈표 1〉 배당소득세율 상승표본에서 변수의 기술통계

		최소값	최대값	평균	표준편차
CAR	상위30%	-1.865	2.835	0.278	0.599
	무배당	-1.905	2.386	0.040	0.703
	전체	-1.905	3.397	0.137	0.617
SHRE	상위30%	0.032	0.779	0.320	0.140
	무배당	0.031	0.870	0.290	0.143
	전체	0.031	0.870	0.311	0.140
EVNT	상위30%	0.000	1.000	0.620	0.490
	무배당	0.000	1.000	0.780	0.420
	전체	0.000	1.000	0.600	0.490
DIV	상위30%	0.026	0.404	0.048	0.029
	무배당	0.000	0.000	0.000	0.000
	전체	0.000	0.404	0.020	0.025
BTM	상위30%	0.322	17.068	2.459	1.840
	무배당	0.035	201.178	2.917	9.897
	전체	0.014	201.178	2.046	5.068
LEV	상위30%	0.129	51.971	3.599	4.266
	무배당	0.039	349.673	9.142	27.667
	전체	0.004	349.673	4.320	14.175
SIZE	상위30%	21.324	29.920	24.555	1.221
	무배당	20.077	30.271	24.272	1.421
	전체	20.077	31.654	24.712	1.366
OIM	상위30%	-1.509	3.857	0.414	0.451
	무배당	-23.237	10.128	0.265	1.594
	전체	-23.237	10.128	0.282	0.848
FFCC	상위30%	0.000	1.000	0.870	0.340
	무배당	0.000	1.000	0.890	0.320
	전체	0.000	1.000	0.800	0.400

주) 표본은 1,883개임.

는 <표 1>에 제시하였다.

배당소득세율의 상승기간에 대한 표본에서 누적초과수익률(CAR)은 배당을 하지 않은 기업들에 비해서 배당률이 높은 기업들이 높은 것으로 나타나고 있고, 이들 기업의 영업이익도 상대적으로 높은 것으로 나타나 영업이익이 주식수익률에 크게 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 대주주지분율은 배당을 많이 하는 기업들에서 높게 나타나고 있어 대주주가 주요한 소득실현 방법으로 배당이 주로 이용할 가능성을 보이고 있다. 장부가치 대 시장가치비율은 배당을 하는 기업에 비해서 무배당기업들이 높게 나타나고 있고, 부채도 무배당기업에서 높게 나타나고 있

어 배당률이 높은 기업에 비해서 배당을 하지 않는 기업들은 외부자본 의존도가 높은 것으로 볼 수 있다. 또한, 배당률이 높은 기업이 규모가 큰 것으로 나타났다.

<표 2>에서 볼 수 있는 바와 같이, 배당소득세율이 하락한 분석표본에서도 배당소득세율이 상승한 분석표본에 대한 주요변수의 기술통계와 유사한 결과를 보이고 있다. 다른 점으로는 배당소득세율이 상승한 분석표본에서는 무배당기업들의 순장부가치가 배당률이 높은 기업들의 장부가치보다 높게 나타났으나, 배당소득세율이 하락한 분석표본에서는 같은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 나타내는 이유로 외환 및 금융위

<표 2> 배당소득세율하락표본에서 주요변수의 기술통계

		최소값	최대값	평균	표준편차
CAR	상위30%	-1.865	1.220	0.299	1.395
	무배당	-1.411	1.612	-0.124	0.521
	전체	-1.865	2.527	0.107	0.872
SHRE	상위30%	0.090	0.722	0.800	0.144
	무배당	0.031	0.700	0.272	0.135
	전체	0.030	0.820	0.291	0.138
EVNT	상위30%	0.000	1.000	0.400	0.490
	무배당	0.000	1.000	0.620	0.490
	전체	0.000	1.000	0.430	0.490
DIV	상위30%	0.019	0.218	0.029	0.012
	무배당	0.000	0.000	0.000	0.000
	전체	0.000	0.218	0.015	0.013
BTM	상위30%	0.306	3.292	1.097	0.448
	무배당	0.073	6.309	1.097	0.789
	전체	0.073	6.309	1.000	0.551
LEV	상위30%	0.192	21.004	2.441	1.941
	무배당	0.193	27.549	4.199	3.829
	전체	0.041	27.549	2.554	2.525
SIZE	상위30%	21.640	29.191	24.695	1.195
	무배당	21.945	28.071	24.508	1.269
	전체	21.640	30.586	24.852	1.211
OIM	상위30%	-0.532	1.788	0.243	0.184
	무배당	-1.084	1.870	0.157	0.328
	전체	-1.084	1.870	0.193	0.215
FFCC	상위30%	0.000	1.000	0.150	0.350
	무배당	0.000	1.000	0.430	0.500
	전체	0.000	1.000	0.220	0.410

주) 표본은 1,755개임.

기 이후의 분석표본이 배당률이 높은 기업에 비해 무배당기업의 표본이 상대적으로 많이 포함되었기 때문으로 볼 수 있다.

### 4.2. 상관관계분석

본 연구에서는 배당소득세율의 상승이 있었던 기간과 하락이 있었던 기간을 이분화 하여 분석을 하였다. 배당소득세율의 상승이 있었던 시기에 대한 분석표본에서 분석변수에 대한 상관관계는 <표 3>의 대각선 위쪽에 표시하였으며, 배당소득세율의 하락이 있었던 시기에 대한 분석표본에서 변수의 상관관계는 <표 3>의 대각선 아래쪽에 표시하였다.

<표 3>에서 누적초과수익률은 배당소득세율의 상승기간과 하락기간 모두 세율변화, 배당률, 대주주지분율, 영업이익, 장부가치 대 시장가치 비율 등의 변수와는 양(+)의 상관관계를 나타내고 있고, 기업규모와는 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 초과수익률과 배당률이 양(+)의 상관관계를 나타내는 것으로 보아 배당이 기업가치를 신호하는 역할을 하는 것으로 볼 수 있다. 또한, 본 연구에서 관심변수인 대주주지분율이 초과수익률과 양(+)의 상관관계를 나타내 대주주지분율이 높은 기업에서 대리비용이 적게 발생할 가능성을 보이고 있다. 배당률은 배당소득세율이 상승한 사건과는 양(+)의 상관관계를 나타내고 있으며, 배당소득세율이 하락한 사건과

<표 3> 상관관계분석결과

변수	CAR	SHRE	DIV *SHRE	DIV *EVNT	EVNT*S HRE	EVNT *DIV *SHRE	EVNT	DIV	BTM	LEV	SIZE	OIM	FFCC
CAR		0.059 (0.010)	0.167 (0.000)	0.116 (0.000)	0.002 (0.922)	0.107 (0.000)	0.007 (0.747)	0.183 (0.000)	0.077 (0.001)	0.084 (0.000)	-0.215 (0.000)	0.100 (0.000)	-0.174 (0.000)
SHRE	0.080 (0.001)		0.356 (0.000)	0.096 (0.000)	0.519 (0.000)	0.289 (0.000)	0.102 (0.000)	0.081 (0.000)	-0.046 (0.044)	-0.086 (0.000)	-0.015 (0.519)	-0.023 (0.327)	0.067 (0.004)
DIV*SHRE	0.167 (0.000)	0.506 (0.000)		0.808 (0.000)	0.337 (0.000)	0.927 (0.000)	0.185 (0.000)	0.878 (0.000)	0.045 (0.051)	-0.043 (0.063)	-0.060 (0.009)	0.110 (0.000)	0.070 (0.002)
DIV*EVNT	0.118 (0.000)	0.036 (0.036)	0.474 (0.000)		0.421 (0.000)	0.898 (0.000)	0.467 (0.000)	0.892 (0.000)	0.102 (0.000)	-0.018 (0.439)	-0.083 (0.000)	0.134 (0.000)	0.282 (0.000)
EVNT*SHRE	0.060 (0.012)	0.368 (0.000)	0.138 (0.000)	0.517 (0.000)		0.504 (0.000)	0.825 (0.000)	0.199 (0.000)	0.085 (0.000)	0.007 (0.754)	-0.089 (0.009)	0.046 (0.048)	0.489 (0.000)
EVNT*DIV *SHRE	0.130 (0.000)	0.249 (0.000)	0.590 (0.000)	0.894 (0.000)	0.644 (0.000)		0.389 (0.000)	0.809 (0.000)	0.075 (0.001)	-0.020 (0.397)	-0.060 (0.009)	0.120 (0.000)	0.235 (0.000)
EVNT	0.024 (0.312)	0.016 (0.496)	-0.029 (0.217)	0.587 (0.000)	0.846 (0.000)	0.532 (0.000)		0.197 (0.000)	0.152 (0.000)	0.097 (0.001)	-0.110 (0.000)	0.066 (0.004)	0.604 (0.000)
DIV	0.161 (0.000)	0.063 (0.008)	0.812 (0.000)	0.602 (0.000)	-0.018 (0.457)	0.533 (0.000)	-0.045 (0.061)		0.064 (0.006)	-0.046 (0.048)	-0.072 (0.002)	0.126 (0.000)	0.055 (0.017)
BTM	0.061 (0.011)	-0.060 (0.012)	0.066 (0.006)	0.140 (0.000)	0.084 (0.000)	0.102 (0.000)	0.157 (0.000)	0.110 (0.000)		0.696 (0.000)	-0.153 (0.000)	-0.471 (0.000)	0.096 (0.000)
LEV	-0.018 (0.462)	-0.147 (0.000)	-0.136 (0.000)	0.016 (0.497)	0.039 (0.107)	-0.031 (0.192)	0.135 (0.000)	-0.086 (0.000)	0.532 (0.000)		-0.155 (0.000)	-0.145 (0.000)	0.058 (0.012)
SIZE	-0.102 (0.000)	-0.067 (0.005)	-0.086 (0.000)	-0.027 (0.251)	0.021 (0.381)	-0.028 (0.249)	0.032 (0.177)	-0.081 (0.001)	-0.083 (0.001)	0.030 (0.205)		-0.028 (0.221)	-0.060 (0.009)
OIM	0.066 (0.006)	-0.142 (0.000)	0.071 (0.003)	0.111 (0.000)	0.012 (0.627)	0.075 (0.002)	0.085 (0.000)	0.154 (0.000)	0.398 (0.000)	0.637 (0.000)	0.079 (0.001)		0.051 (0.028)
FFCC	-0.115 (0.000)	0.016 (0.507)	-0.111 (0.000)	0.223 (0.000)	0.522 (0.000)	0.216 (0.000)	0.612 (0.000)	-0.157 (0.000)	0.135 (0.000)	0.142 (0.000)	0.027 (0.256)	0.096 (0.000)	

주1) 대각선의 상단은 배당소득세율 상승표본에 대한 분석결과이며, 대각선의 하단은 배당소득세율 하락표본에 대한 분석결과임.  
 주2) 배당소득세율 상승기의 표본은 1,883개이며, 배당소득세율 하락기의 표본은 1,755개임.  
 주3) 괄호 안은 p값임.

는 음(-)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 배당소득세율이 상승(하락)하는 경우 개인투자자의 세후 배당소득이 감소(증가)함에도 불구하고, 우리나라 기업들의 배당정책이 개인투자자 입장에서 이루어지기보다는 대주주에 의해 주도되고 있을 가능성을 나타낸다. 대주주지분율은 배당소득세율이 상승한 사건 및 하락한 사건과 모두 양(+)의 상관관계를 나타내고 있으며, 배당률과도 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 이 같은 결과로 미루어, 대주주의 경우는 주식을 양도하여 자본이득을 얻기보다는 경영권의 확보차원에서 주식을 소유하므로 배당으로 소득을 실현함을 유추할 수 있다.

통제변수들 중 장부가치 대 시장가치비율과 부채의 사용정도를 나타내는 변수간에 높은 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 순장부가치가 높은 기업들이 자본조달의 용이성으로 부채를 적극적으로 사용하는 것으로 보인다. 또한, 영업이익과 부채의 사용정도를 나타내는 변수는 배당소득세율이 상승한 기간에는 음(-)의 상관관계를 나타내고 있으며, 배당소득세율이 하락한 기간에는 양(+)의 상관관계를 나타내고 있다. 이는 배당소득세율이 상승하면 기업의 자기자본비용이 높아지게 되고, 반대로 배당소득세율이 하락하면 자기자본비용이 낮아지게 되므로 기업들이 자본비용에 따른 자본조달의사결정을 하고 있는 것으로 볼 수 있다.

상관관계분석의 결과에서 볼 수 있듯이, 연구 모형에 포함된 분석변수 간에 상관관계가 상당히 높은 편이다. 특히, 연구가설에 포함된 변수들 중 상호작용항의 상관관계는 0.5이상이 되므로 다중회귀분석을 사용하는 경우 다중공선성에 대한 우려가 있다. 따라서 본 분석에서는 분석변수들은 모두 평균변환하여 분석한다.<sup>20)</sup>

### 4.3. 배당소득세율상승기간에 대한 분석결과

본 연구에서는 기업의 배당정책, 대주주지분율 및 배당소득세율의 변화가 주식수익률에 어떠한 영향을 미치는지에 관심이 있다. 먼저, 배당소득세율이 상승한 기간에 대한 분석결과를 <표 4>에 제시하였다.

<표 4>에서 대주주지분율의 회귀계수는 양(+)으로 1%수준에서 통계적으로 유의하다. 이는 소유권이 잘 분산된 기업보다는 소수에 의해 지배되는 기업에서 대리비용이 적게 발생함을 의미한다. 배당률과 대주주지분율의 상호작용항은 통계적인 유의성이 없는 것으로 나타나 대주주가 일반투자자에 비해 배당소득을 더 중요하게 생각한다는 증거를 발견할 수 없었다. 배당소득세율의 상승과 배당률과의 상호작용항은 음(-)으로 유의적임을 나타내고 있다. 배당소득세율이 상승할 때는 투자자입장에서 배당률이 높을수록 배당의 기업가치신호로서 역할을 작게 인식하는 것으로 볼 수 있다. 배당소득세율의 상승과 대주주지분율과의 상호작용항의 회귀계수는 음(-)으로 유의적인 것으로 나타나 배당소득세율이 높아지는 경우에는 세후 배당소득금액이 감소하지만, 대주주의 경우에는 단기간에 주식을 처분하여 자본이익의 형태를 취할 수 없으므로 배당소득세의 인상에 대한 영향은 일반투자자에 비해 대주주가 더 큰 것으로 볼 수 있다.

배당소득세율의 상승, 배당률 및 대주주지분율의 상호작용항은 통계적으로 유의성이 없다. 따라서 대주주지분율이 배당률이 높은 기업에서 배당소득세율의 상승이 주식수익률에 미치는 영

선성이 우려되는 경우 분석변수를 모두 평균변환하면, 회귀계수 및 유의도에 영향 없이 다중공선성을 제거할 수 있다(이유재, 1994).

20) 다중회귀분석에서 독립변수간의 상관관계가 높아 다중공

<표 4> 배당소득세를 상승기간에 대한 분석결과

	기대 부호	DIV <sup>a</sup>		DIV <sup>b</sup>	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
절편	?	0.016	1.194	0.003	0.259
SHRE	+	0.066	2.944***	0.063	2.914***
DIV*SHRE	+	0.030	0.916	0.001	0.146
DIV*EVNT	-	-0.086	-3.163***	-0.064	-2.859***
EVNT*SHRE	-	-0.086	-3.803***	-0.072	-3.332***
EVNT*DIV*SHRE	-	-0.020	-0.603	-0.002	-0.072
EVNT	?	0.058	2.001**	0.100	3.622***
DIV	+	0.190	6.744***	0.107	4.715***
BTM	+	0.109	2.977***	0.137	3.801***
LEV	-	0.015	0.485	0.003	0.105
SIZE	-	-0.185	-8.487***	-0.207	-9.310***
OIM	+	0.142	5.397***	0.167	6.435***
FFCC	-	-0.253	-9.265***	-0.255	-9.277***
Adj R2		0.147		0.138	
F값		27.966***		26.159***	
표본수		1,883		1,883	

주1) 연구모형 :  $CAR_{it} = a_0 + a_1 SHRE_{it} + a_2 DIV_{it} * SHRE_{it} + a_3 EVNT_{it} * SHRE_{it} + a_4 EVNT_{it} * DIV_{it} + a_5 EVNT_{it} * DIV_{it} * SHRE_{it} + a_6 EVNT_{it} + a_7 DIV_{it} + a_8 BTM_{it} + a_9 LEV_{it} + a_{10} SIZE_{it} + a_{11} OIM_{it} + a_{12} FFCC_{it} + e_{it}$

주2) 상관관계분석결과에서 독립변수간의 상관관계가 높게 나타나 본 분석에 사용된 모든 변수를 평균 변환하여 분석하였다. 평균변환 후 분산확대인자(VIF)는 2미만을 나타내었다.<sup>21)</sup>

주3) DIVa은 보통주배당금을 기초증가로 나누어 측정된 연속변수이며, DIVb는 이분변수로 배당을 실시한 기업은 1, 아니면 0으로 하여 분석한 결과이다. 배당률이 상위 30% 및 50%에 속하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하여 분석한 결과도 이와 유사하여 보고하지 않는다.

주4) \*, \*\*, \*\*\*는 단측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄.

향을 강화하거나 약화시킨다는 증거를 발견할 수 없었다. 배당소득세율이 상승한 사건은 회귀계수가 양(+)으로 유의적이다.<sup>22)</sup> 배당률의 회귀계수도 양(+)으로 유의적임을 나타내고 있다. 배

당은 투자자의 입장에서는 소득의 실현이므로 소득실현이 높은 기업의 주식수익률이 높게 나타나 선행연구들과 일치되는 결과를 나타내고 있다.<sup>23)</sup> 통제변수들도 부채의 사용정도를 나타내는 변수를 제외하고는 예측한 부호를 나타내고 있으며, 통계적으로도 유의한 결과를 나타내고 있다.

<표 4>의 분석에서 사용된 기간은 배당소득세율의 변화뿐만 아니라, 동시에 법인세율의 변화도 있었던 시기이다. 따라서 분석결과에 배당소득세율의 상승뿐만 아니라 법인세율의 인하에

21) 다중회귀분석에서 독립변수간에 상관관계가 높을 경우 회귀계수 및 유의도에는 영향이 없이 공선성을 제거하는 편리한 방법으로 분석변수를 모두 평균변환하여 분석할 수 있다(이유재 1994). 다중회귀분석에서 다중공선성의 유무를 판단하는 기준으로 주로 사용되는 것은 분산확대인자(VIF)가 10이상인 것이다(Belsley et al. 1980). 본 연구에서 변수를 평균변환한 후 회귀분석결과에서 분산확대인자가 2미만으로 나타나 다중공선성은 문제가 되지 않는 것으로 판단된다.

22) 배당소득세율이 상승하면 투자자의 세후수익률이 낮아지므로 배당소득세율 상승에 대한 회귀계수는 음(-)으로 나타날 것으로 생각되지만, 본 연구에서는 양(+)으로 나타났다. 배당소득세율의 상승에 대한 투자자의 반응을 분석한 Avers et al.(2002)의 연구에서도 같은 결과를 보였다. 이에 대해서는 Avers et al.(2002)과 마찬가지로 해석을 유보한다.

23) 신호가설에 따르면, 배당이 기업가치에 대한 신호로 사용되므로 배당수익률과 주가수익률은 양(+)의 상관관계를 가져야 하며, Avers et al.(2002)의 연구에서도 양(+)의 부호를 나타내고 있다.

대한 영향이 혼재(compounding effect)할 가능성이 있다.<sup>24)</sup> 법인세율의 변화에 대한 영향을 제거하기 위해 분석기간을 배당소득세율의 상승이 있었던 기간만을 대상으로 분석을 다시 실시하였다. 이에 대한 결과는 <표 5>에 제시하였다.

4>의 분석결과와는 달리 양(+)으로 유의적이다. 이러한 결과는 대주주가 일반투자자와는 달리 단기간에 주식을 처분하여 주식의 양도소득을 취하기가 어려우므로 배당소득을 더 중요하게 생각하고, 대주주지분율이 높은 기업은 대리비

<표 5> 배당세율상승시기의 법인세율 영향 통제 후 분석결과

	기대 부호	DIV <sup>a</sup>		DIV <sup>b</sup>	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
질편	?	0.035	1.884**	0.008	0.439
SHRE	+	0.104	2.984***	0.079	2.411***
DIV*SHRE	+	0.144	2.027**	0.043	1.310*
DIV*EVNT	-	-0.226	-4.700***	-0.139	-4.216***
EVNT*SHRE	-	-0.172	-5.016***	-0.135	-4.160***
EVNT*DIV*SHRE	-	-0.145	-2.038**	0.019	0.570
EVNT	?	0.084	2.220**	0.140	3.767***
DIV	+	0.380	7.598***	0.173	5.120***
BTM	+	0.173	3.290***	0.204	3.891***
LEV	-	0.069	1.586*	0.051	1.164
SIZE	-	-0.082	-2.474***	-0.110	-3.239***
OIM	+	0.066	1.769**	0.082	2.163**
Adj R2		0.242		0.227	
F값		22.658***		20.993***	
표본수		748		748	

주1) 연구모형 :  $CAR_{it} = a_0 + a_1 SHRE_{it} + a_2 DIV_{it} * SHRE_{it} + a_3 EVNT_{it} * SHRE_{it}$

$+ a_4 EVNT_{it} * DIV_{it} + a_5 EVNT_{it} * DIV_{it} * SHRE_{it} + a_6 EVNT_{it} + a_7 DIV_{it}$

$+ a_8 BTM_{it} + a_9 LEV_{it} + a_{10} SIZE_{it} + a_{11} OIM_{it} + e_{it}$

주2) 상관관계분석결과에서 독립변수간의 상관관계가 높게 나타나 본 분석에 사용된 모든 변수를 평균 변환하여 분석하였다. 평균변환 후 분산확대인자(VIF)는 3미만을 나타내었다.

주3) DIVa는 보통주배당금을 기초주가로 나누어 측정한 연속변수이며, DIVb는 이분변수로 배당을 실시한 기업은 1, 아니면 0으로 하여 분석한 결과이다.

주4) \*, \*\*, \*\*\*는 단측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄.

<표 5>의 분석결과<sup>25)</sup>는 법인세율의 영향 통제 전의 분석결과와 크게 다르지는 않다. 그러나 배당률과 대주주지분율의 상호작용항은 <표

용의 발생이 낮은 것으로 볼 수 있어 본 연구의 가설을 지지하는 결과로 해석할 수 있다. 또한, 배당소득세율의 상승, 배당률 및 대주주지분율과의 상호작용항이 음(-)으로 유의함을 나타내 배당률이 높은 기업에서 배당소득세율의 상승에 대한 영향을 대주주지분율이 강화시켜주는 것으로 볼 수 있다.

<표 4> 및 <표 5>에서 통제변수들은 예측된 부호와 일치하면서 통계적으로 유의한 결과를

24) 배당소득세율의 상승과 법인세율의 하락이 동시에 있었던 기간에 대한 분석결과는 서로 주식수익률에 반대의 영향을 미쳐 <표 4>의 분석결과에 하향편의(downward bias)를 발생시켰을 것으로 생각된다.

25) 법인세율변화의 영향을 통제하기 전의 분석결과에서는 외환 및 금융위기를 통제하기 위한 변수를 통제변수로 추가하였다. 그러나 <표5>의 분석에서는 분석연도가 2개 연도이므로 배당세율의 세율의 변화연도와 같게 되어 이를 통제할 수 없었다.

보이고 있으나, 기업규모변수는 통계적으로 부호가 반대인 경우도 발견된다. 그러나 이에 대한 통계적 유의성이 없어 본 연구의 결과를 해석하는데 있어서 영향이 없을 것으로 생각된다.

### 4.4. 배당소득세율이 하락한 기간에 대한 분석결과

본 연구에서는 배당소득세율의 상승에 대한 분석뿐 아니라, 배당소득세율의 인하에 대해서도 분석한다. 배당소득세율의 인하, 배당률, 대주주지분율이 주주수익률에 어떠한 영향을 미치는지 분석한 결과는 <표 6>에 제시하였다.

분석결과에서 볼 수 있듯이, 대주주지분율의 회귀계수는 예상과 일치하게 양(+)으로 유의적임을 나타내고 있어, 대주주지분율이 높은 기업에서 대리비용이 적게 발생한다는 본 연구의 가설을 지지하는 것으로 해석할 수 있다. 배당소득세율인하와 대주주지분율과의 상호작용항은 예상부호와 일치하면서 한계적으로 유의함을 나타낸다. 배당률과 대주주지분율의 상호작용항의 회귀계수는 양(+)의 부호를 보이고 있으나, 통계적 유의성이 없으며, 또한 배당소득세율 인하와 배당수익률의 상호작용항 및 배당소득세율의 하락, 배당률, 대주주지분율의 상호작용항도 통계적으로 유의한 결과를 보이지 않고 있다.

<표 6> 배당소득세율 하락표본에 대한 분석결과

	기대 부호	DIV <sup>a</sup>		DIV <sup>b</sup>	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
절편	?	-0.002	-0.078	0.001	0.044
SHRE	+	0.073	3.075***	0.076	3.144***
DIV*SHRE	+	0.013	0.557	0.000	0.016
DIV*EVNT	+	-0.009	-0.341	0.009	0.359
EVNT*SHRE	+	0.037	1.597*	0.032	1.359*
EVNT*DIV*SHRE	+	-0.002	-0.101	-0.003	-0.136
EVNT	?	0.141	4.775***	0.149	5.054***
DIV	+	0.099	3.722***	0.077	2.747***
BTM	+	0.054	1.918**	0.064	2.284**
LEV	-	-0.082	-2.388***	-0.075	-2.071**
SIZE	-	-0.092	-3.910***	-0.108	-4.567***
OIM	+	0.106	3.351***	0.110	3.374***
FFCC	-	-0.192	-6.396***	-0.195	-6.494***
Adj R2		0.063		0.060	
F값		10.806***		10.262***	
표본수		1,755		1,755	

- 주1) 연구모형 :  $CAR_{it} = a_0 + a_1 SHRE_{it} + a_2 DIV_{it} * SHRE_{it} + a_3 EVNT_{it} * SHRE_{it} + a_4 EVNT_{it} * DIV_{it} + a_5 EVNT_{it} * DIV_{it} * SHRE_{it} + a_6 EVNT_{it} + a_7 DIV_{it} + a_8 BTM_{it} + a_9 LEV_{it} + a_{10} SIZE_{it} + a_{11} OIM_{it} + a_{12} FFCC_{it} + e_{it}$
- 주2) 상관관계분석결과에서 독립변수간의 상관관계가 높게 나타나 본 분석에 사용된 모든 변수를 평균 변환하여 분석하였다. 평균변환 후 분산확대인자(VIF)는 2.5미만을 나타내었다.
- 주3) DIVa는 보통주배당금을 기초주가로 나누어 측정한 연속변수이며, DIVb는 이분변수로 배당을 실시한 기업은 1, 아니면 0으로 하여 분석한 결과이다. 배당률이 상위 30% 및 50%에 속하는 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하여 분석한 결과도 이와 유사하여 보고하지 않는다.
- 주4) \*, \*\*, \*\*\*는 단측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 에서 유의적임을 나타냄.



통제변수들 중 배당소득세율이 하락한 사건에 대한 회귀계수는 양(+)으로 유의적임을 나타내고 있어 배당소득세율의 하락은 투자자의 세후 배당수익률을 증가시키는 것으로 볼 수 있다. 또한, 배당률에 대한 회귀계수도 양(+)으로 유의함을 나타내고 있다. 이는 배당이 기업가치에 대한 신호를 하므로 배당률이 높은 기업의 주식 수익률이 높게 나타나는 것으로 볼 수 있다. 기타의 통제변수들도 예상부호와 일치하면서 통계적으로도 유의하다.

<표 6>의 분석결과는 배당소득세율의 변화와 법인세율의 변화가 함께 있었던 시기에 대한 분

석결과이다. 따라서 분석결과에 법인세인하의 영향이 포함되었을 것이므로 이의 영향을 통제하기 위해 다시 표본을 분할하여 분석을 수행하였다. 먼저, 인하된 배당소득세율이 적용된 연도와 이전연도를 포함하여 연속된 2개 연도로 분석한 결과는 <표 7>에 제시하였다.

<표 7>의 분석결과에서도 <표 6>과 크게 다른 결과를 보이지 않는다. 즉, 배당률 및 대주주 지분율은 예상과 일치하게 양(+)으로 유의적임을 나타내고 있고, 배당률과 대주주지분율의 상호작용항의 회귀계수는 양(+)의 부호를 보이고 있으나, 통계적 유의성이 없다. 또한, 배당소득세

<표 7> 배당세율하락시기의 법인세율 영향 통제 후 분석결과 I

	기대 부호	DIV <sup>a</sup>		DIV <sup>b</sup>	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
절편	?	-0.001	-0.071	-0.001	-0.089
SHRE	+	0.068	2.393***	0.070	2.486***
DIV*SHRE	+	0.018	0.596	0.011	0.404
DIV*EVNT	+	0.001	0.022	-0.049	-1.772**
EVNT*SHRE	+	0.098	3.507***	0.099	3.568***
EVNT*DIV*SHRE	+	-0.025	-0.818	-0.017	-0.619
EVNT	?	0.525	17.279***	0.544	18.267***
DIV	+	0.124	3.216***	0.082	2.530***
BTM	+	0.085	2.542**	0.101	3.043***
LEV	-	-0.073	-1.863**	-0.065	-1.510*
SIZE	-	-0.232	-8.270***	-0.252	-8.846***
OIM	+	0.064	1.765**	0.065	1.699**
Adj R2		0.463		0.456	
F값		57.325***		55.651***	
표본수		719		719	

주1) 연구모형 :  $CAR_{it} = a_0 + a_1 SHRE_{it} + a_2 DIV_{it} * SHRE_{it} + a_3 EVNT_{it} * SHRE_{it} + a_4 EVNT_{it} * DIV_{it} + a_5 EVNT_{it} * DIV_{it} * SHRE_{it} + a_6 EVNT_{it} + a_7 DIV_{it} + a_8 BTM_{it} + a_9 LEV_{it} + a_{10} SIZE_{it} + a_{11} OIM_{it} + e_{it}$

주2) 상관관계분석결과에서 독립변수간의 상관관계가 높게 나타나 본 분석에 사용된 모든 변수를 평균 변환하여 분석하였다. 평균변환 후 분산확대인자(VIF)는 2미만을 나타내었다.

주3) DIVa는 보통주배당금을 기초주가로 나누어 측정한 연속변수이며, DIVb는 이분변수로 배당을 실시한 기업은 1, 아니면 0으로 하여 분석한 결과이다.

주4) \*, \*\*, \*\*\*는 단측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 에서 유의적임을 나타냄.

26) <표 7>의 분석결과에서도 배당소득세율의 인하와 법인세율의 인하가 동시에 영향을 미친다. 그러나 <표 5>의 결과와 비교상 편의를 위해 분석결과를 제시한다. 또한, <표 5>의 분석결과와 마찬가지로 이윤 및 금융위기에 대한 영향을 통제하지 못했다.

율 인하와 배당률의 상호작용항은 배당률을 이분변수로 측정하였을 때, 오히려 음(-)으로 유의적이다. 배당소득세율인하와 대주주지분율과의

상호작용항은 예상부호와 일치하면서 1%수준에서 유의함을 나타낸다.

<표 7>에서 분석한 결과에서도 배당소득세율의 인하와 동시에 법인세율 2%인하의 영향이 포함되었을 가능성이 있다. 따라서 인하된 배당소득세율이 적용되었던 시기와 법인세율의 변화가 없었던 시기를 대상으로 불연속적인 2개 연도를 추출하여 다시 분석을 시도하였다. 이를 분석한 결과는 <표 8>에 제시하였다.

귀계수는 배당률을 연속변수로 측정하였을 때 양(+)의 부호를 보이고 있으며, 통계적으로 5%수준에서 유의하다. 따라서 본 연구에서 제시하고 있는 대주주지분율이 높은 기업에서 대리비용이 낮게 발생한다는 가설을 지지하는 결과로 볼 수 있다. 또한, 배당소득세율 인하와 배당률의 상호작용항도 예상부호와 일치하게 양(+)으로 유의함을 나타내 배당률이 높은 기업에서 배당소득세율의 인하가 주가수익률에 미치는 영향

<표 8> 배당세율하락시기의 법인세율 영향 통제 후 분석결과 II

	기대 부호	DIV <sup>a</sup>		DIV <sup>b</sup>	
		회귀계수	t값	회귀계수	t값
절편	?	-0.002	-0.159	0.010	0.635
SHRE	+	0.123	3.561***	0.120	3.307***
DIV*SHRE	+	0.062	1.793**	0.014	0.366
DIV*EVNT	+	0.110	2.976***	0.101	2.764***
EVNT*SHRE	+	0.126	3.680***	0.123	3.441***
EVNT*DIV*SHRE	+	0.042	1.191	-0.008	-0.214
EVNT	?	0.075	2.035**	0.094	2.476***
DIV	+	0.154	3.904***	0.145	3.418***
BTM	+	0.158	3.567***	0.164	3.695***
LEV	-	-0.270	-5.077***	-0.256	-4.513***
SIZE	-	0.074	2.099**	0.045	1.125
OIM	+	0.179	3.609***	0.194	3.831***
Adj R2		0.169		0.154	
F값		14.595***		13.186***	
표본수		736		736	

주1) 연구모형 :  $CAR_{it} = a_0 + a_1 SHRE_{it} + a_2 DIV_{it} * SHRE_{it} + a_3 EVNT_{it} * SHRE_{it} + a_4 EVNT_{it} * DIV_{it} + a_5 EVNT_{it} * DIV_{it} * SHRE_{it} + a_6 EVNT_{it} + a_7 DIV_{it} + a_8 BTM_{it} + a_9 LEV_{it} + a_{10} SIZE_{it} + a_{11} OIM_{it} + e_{it}$

주2) 상관관계분석결과에서 독립변수간의 상관관계가 높게 나타나 본 분석에 사용된 모든 변수를 평균 변환하여 분석하였다. 평균변환 후 분산확대인자(VIF)는 3미만을 나타내었다.

주3) DIVa은 보통주배당금을 기초주가로 나누어 측정한 연속변수이며, DIVb는 이분변수로 배당을 실시한 기업은 1, 아니면 0으로 하여 분석한 결과이다.

주4) \*, \*\*, \*\*\*는 단측검정으로 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의적임을 나타냄.

<표 8>에서는 표본기간이 95년 및 97년이라는 점만 다르고 <표 7>과 같은 방법으로 분석되었다. 그러나 분석결과는 <표 6> 및 <표 7>과는 매우 다른 양상을 나타내고 있다. <표 8>에서 배당률과 대주주지분율의 상호작용항의 회

이 크다는 본 연구의 가설을 지지하는 결과로 받아들일 수 있다. 배당소득세율 인하와 대주주지분율과의 상호작용항도 예상부호와 일치하게 양(+)으로 1% 수준에서 유의함을 나타내 대주주의 주요한 투자소득실현방법이 배당임을 암시

하는 결과이다. 그러나 배당소득세율의 하락, 배당률 및 대주주지분율의 상호작용항은 통계적인 유의성을 발견할 수 없어 배당소득세율이 하락하였을 때 배당률이 주식수익률에 미치는 영향을 대주주지분이 강화하거나 약화시킨다는 뚜렷한 증거를 발견할 수 없었다.

배당소득세가 하락한 사건에 대한 분석결과에서도 통제변수들은 대체로 예상부호와 일치되는 결과를 나타내고 있다. 배당소득세율의 하락사건에 대한 회귀계수는 양(+)<sup>1</sup>의 부호를 나타내고 있고, 대주주지분율에 대한 회귀계수도 양(+)<sup>2</sup>으로 유의함을 나타내고 있다. 그러나 기업규모변수가 예상과는 달리 양(+)<sup>3</sup>의 부호를 보이고 있다. 이는 외환위기 이후 우리나라 자본시장에서 주가가 급락을 하였는데 이러한 급락은 기업규모가 큰 기업보다는 작은 기업에서 영향이 크기 때문인 것으로 생각된다.

## V. 요약 및 결론

본 연구에서는 배당소득세율의 변화, 대주주지분율 및 기업의 배당정책이 주식수익률에 미치는 영향 및 이들의 상호작용에 대하여 분석하였다. 본 연구의 분석결과를 요약하면 다음과 같다.

첫째, 배당소득세율이 상승한 기간 및 하락한 기간 모두 대리비용의 대응치로 사용한 대주주지분율이 주식수익률과 양(+)<sup>4</sup>의 상관관계를 보여, 본 연구에서 예상한 대로 대주주지분율이 높은 기업에서 대리비용이 적게 발생하는 것으로 나타났다. 둘째, 대주주지분율과 배당률의 상호작용항은 배당소득세율이 상승한 기간 및 하락한 기간에 모두 누적초과수익률과 양(+)<sup>5</sup>의 관

련성을 보여 대주주지분율이 높은 기업에서 대리비용의 적게 발생하고, 대주주는 주요한 소득 실현방법은 자본이득보다는 배당소득을 이용하고 있음을 암시한다. 셋째, 배당소득세율이 상승한 사건과 배당률과의 상호작용항이 누적초과수익률과 음(-)<sup>6</sup>의 관련성을 나타내었으며, 배당소득세율이 하락한 사건과 배당률과의 상호작용항이 누적초과수익률과 양(+)<sup>7</sup>의 상관관계를 나타내어 배당소득세율이 상승 및 하락은 자기자본비용의 변동을 초래하고, 투자자들이 세후 배당수익률에 근거하여 투자가치를 평가하는 것으로 볼 수 있다. 넷째, 배당소득세율이 상승한 사건과 대주주지분율과의 상호작용항은 누적초과수익률과 양(+)<sup>8</sup>의 상관관계를 나타내었으며, 배당소득세율이 상승한 사건과 대주주지분율의 상호작용항은 누적초과수익률과 음(-)<sup>9</sup>의 상관관계를 가지는 것으로 분석되어, 대주주의 소득실현방법은 일반투자자들과는 달리 배당소득이며, 배당소득세율의 변동에 일반투자자보다는 민감하게 반응함을 나타낸다. 즉, 일반투자자들은 배당소득세율이 인상되는 경우에는 자본이득의 형태로 소득을 실현할 수 있지만, 대주주는 경영권 확보차원에서 주식을 소유하므로 단기간 내에 주식을 처분하지 못하기 때문에 배당소득세율의 변화에 더 민감하게 반응하는 것으로 볼 수 있다. 다섯째, 배당소득세율이 상승한 사건, 배당률 및 대주주지분율의 상호작용항은 누적초과수익률과 양(+)<sup>10</sup>의 상관관계를 가지는 것으로 나타나 배당률이 높은 기업에서 대주주 지분율이 배당소득세율의 상승이 주식수익률에 미치는 영향을 강화하는 것으로 나타났다. 그러나 배당소득세율이 하락한 사건, 배당률 및 대주주지분율의 상호작용항은 누적초과수익률과 통계적으로 유의한 관계를 나타내지 않아 배당률이 높은 기업에서 대주주 지분율이 배당소득세율의 하락이

주식수익률에 미치는 영향을 강화하거나 약화시킨다는 뚜렷한 증거를 발견할 수 없었다.

본 연구에서 분석한 결과는 우리나라와 세계가 다른 미국을 대상으로 분석한 연구(Ayers et. al. 2002 등)와는 다르다. 유성용(2001)에서 제시하고 있듯이, 우리나라의 경우는 미국과는 달리 일반투자자에게는 자본이득세를 부과하고 있지 않으며, 배당에 대해 단일세율로 과세를 하고 있으므로, 일반투자자의 경우에는 배당보다는 자본이득의 형태를 취하면 소득의 전환에 따라 조세부담을 없앨 수 있다. 본 연구의 결과로 볼 때, 대주주지분율이 높은 기업에서는 낮은 기업에 비해 상대적으로 대리비용이 적게 발생하는 것으로 보이며, 기업의 배당정책에 따라 개인투자자의 조세부담을 완화할 수 있어 투자가치에 영향을 미칠 수 있는 것으로 나타났다. 따라서 정책입안자의 입장에서 조세의 형평성을 달성하기 위해서는 소득유형에 따른 차별적 과세를 줄이는 것이 필요할 것으로 생각된다.

본 연구에서는 기업의 대리비용 또는 투자자의 상태를 나타내는 변수의 대응치로 대주주 지분율을 사용하였다. 향후의 연구에서는 투자자의 상태를 구분하는 더 다양한 변수의 사용이 필요할 것으로 생각되며, 배당소득세율의 변화, 대주주 지분율, 기업의 배당정책이 주식수익률에 미치는 영향에 대해 사전연구와 같은 방법을 사용하여 분석하는 것도 필요하리라 생각된다.

## 참고문헌

- 고종권(2001), "세율인하 및 최저한세와 이익조정", 『세무학연구』, 제18권 제2호, 167-200.
- 박광훈(2003), "배당세와 기업가치", 『회계학연구』, 제28권 제1호, 33-47.
- 박춘래·김성민(1996), "법인세율인하와 이익관리", 『회계학연구』, 제21권 제4호, 143-176.
- 백원선·최관(1999), "이익조정과 법인세최소화 동기", 『회계학연구』, 제24권 제1호, 115-139.
- 신승묘(2002), "법인세율 인하에 대응한 회계이익의 조정여부에 관한 실증연구", 『세무학연구』, 제19권 제2호, 7-34.
- 유성용(2001), "기업가치와 성장특성 및 배당세 효과", 홍익대학교 박사학위논문.
- 이유재(1994), "상호작용효과를 포함한 다중회귀 분석에서 주효과의 검증에 대한 연구", 『경영학연구』, 제23권 제4호, 183-210.
- 이준규·이태희·김갑순(1996), "간접감면을 이용한 법인세평준화현상의 재검토", 『회계학연구』, 제25권 제1호, 97-117.
- 이준규·이은상(2000), 『기업의 조세전략』, 조세통람사.
- 진규안(1997), "기업특성이 조세부담에 미치는 영향", 『회계학연구』, 제22권 제4호, 23-60.
- 정규언(1993), "법인세유연화에 관한 연구", 『회계학연구』, 제16호, 339-356.
- Auerbach, A.J.(1979a), Share valuation and corporate equity policy, *Journal of Public Economics*, 291-305.
- Auerbach, A.J.(1979b), Wealth maximization and the cost of capital, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 94, 433-446.
- 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*, Vol. 77, 933-947.
- Belsley, D., E. Kuh, and R. Welsch(1980),

- Regression diagnostics: Identifying influential data and sources of collinearity*, Wiley & Sons.
- Bolster, P.J., and V. Janjigian(1991), Dividend policy and valuation effects of the tax reform act of 1986, *National Tax Journal*, Vol. 44, 511-518.
- Bradford, D.F.(1981), The incidence and allocation effects of a tax on corporate distributions, *Journal of Public Economics*, 1-22.
- Collins, J.H., and D. Kemsley(2000), Capital gains and dividend taxes in firm valuation: Evidence of triple taxation, *The Accounting Review*, Vol. 75, 405-427.
- Elton, E., and M. Gruber(1970), Marginal stockholder tax rates and the clientele effect, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 52, 68-74.
- Erickson, M.M., and E. L. Maydew(1998), Implicit taxes in high dividend yield stocks, *The Accounting Review*, Vol. 73, 435-458.
- Fama, E.F., and K.R. French(1998), Taxes, financing decisions, and firm value, *Journal of Finance*, Vol. 53, 819-843.
- Feltham, G.A., and J.A. Ohlson(1995), Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, 689-731.
- Harris, T.S., and D. Kemsley(1999), Dividend taxation in firm valuation: New evidence, *Journal of Accounting Research*, Vol. 37, 733-747.
- Jensen, M.C., and W. Meckling(1976), Theory of the firm: Managerial behavior, agency cost, and ownership structures, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 305-360.
- King, M.(1977), *Public policy and corporation*, New York, Wiley.
- Lasfer, M.A.(1995), Ex-day behavior: Tax or short-term trading effects?, *Journal of Finance*, Vol. 50, 875-897.
- Litzenberger, R., and K. Ramaswamy(1979), The effect of personal taxes and dividends on the capital asset prices: Theory and empirical evidence, *Journal of Financial Economics*, Vol. 7, 163-195.
- Miller, M. H., and M. Scholes(1978), Dividends and taxes, *Journal of Financial Economics*, Vol. 6, 333-364.
- Miller, M.H., and M. Scholes(1982), Dividends and taxes: Some empirical evidence, *Journal of Political Economy*, Vol. 90, 1118-1148.
- Ohlson, J.A.(1995), Earnings, book values, and dividends in equity valuation, *Contemporary Accounting Research*, Vol. 11, 661-687.
- Poterba, J., and L. Summers(1984), New evidence that taxes affect the valuation of dividends, *Journal of Finance*, Vol. 39, 1397-1415.
- Scholes, M.S., and M.A. Wolfson(1992), *Taxes and business strategy*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.
- Zodrow, G.R.(1991), On the 'traditional' and 'new views' of dividend taxation, *National Tax Journal*, Vol. 44, 497-509.

## Dividend tax rate, dividend policy, ownership structure, and stock valuation

Sung-Yong Ryu\* · Sung-Yeol Ann\*\*

### Abstract

This study examine the effects of changes in the dividend income tax rates, the corporate dividend policy, and the ownership structure on the stock valuation. The empirical findings indicate that : (1) firm's ownership structure is positively correlated with stock return ; (2) the interaction of firm's ownership structure and the dividend policy is positively correlated with stock return ; (3) the interaction of the changes in the dividend income tax rates and dividend policy is correlated with stock return ; (4) the interaction of the changes in the dividend income tax rates and firm's ownership structure is correlated with stock return ; (5) the interaction of the increases in the dividend income tax rates, firm's ownership structure, and the dividend policy is positively correlated with stock return

This suggests that non-taxing of capital gains provides tax shelters to individual investors and investors prefer non-taxing income to dividend income.

Key words : income tax, stock valuation, firm's ownership

---

\* Lecturer, Det. of Business Administration, Hong-ik University

\*\* CPA, Ph. D Candidate, Det. of Business Administration, Hong-ik University