

# 배당소득증대세제 도입효과 분석 및 정책적 시사점

2017. 12.

이상엽 · 홍우형



## 서 언

본 보고서는 기업으로 하여금 배당을 장려하여 가계소득을 증대하고자 2014년 세법개정을 통하여 도입된 배당소득 증대세제의 도입효과를 분석하였다.

최근 기업의 현금자산 등은 증가하고 있는 반면 가계의 소득은 정체되고 있다. 또한 우리나라 상장기업의 배당성향은 해외의 주요 국가들에 비해 낮아, 우리나라 증시가 저평가되고 있는 원인으로 작용하고 있다는 지적을 받고 있다. 또한 우리나라의 경우 배당소득은 누진세율로 종합과세되는 한편 자본이득에 대해서는 단일세율로 분류과세하기 때문에, 대주주가 배당보다는 사내유보를 선호하고 있다. 이에 따라 정부는 배당증가율, 배당성향, 배당수익률 등의 특정 요건을 충족한 고배당기업의 주주에게 세제혜택을 부여함으로써 상장기업의 배당을 확대하도록 하여 소비를 진작하고자 하였다. 반면, 배당소득증대세제는 주로 대주주에게 혜택이 돌아가 소비진작 효과는 미미할 것이라는 지적도 있어 왔다.

제도 시행 후 2년이 지난 현 시점에서 기업의 배당정책에 영향을 주는 요인들을 종합적으로 고려하여 배당소득증대세제가 제도 도입목적에 비추어 실질적인 효과가 있는지를 실증적으로 분석하고, 향후 제도 운영에 대한 시사점을 찾고자 하였다는 점에서 본 보고서가 중요한 의미를 가진다.

본 보고서는 한국조세재정연구원의 이상엽 연구위원과 한성대학교의 홍우형 교수가 공동으로 작성하였다. 이상엽 연구위원이 연구를 총괄하고, 배당소득증대세제의 현황 및 도입효과를 분석하였고, 홍우형 교수가 우리나라 기업의 배당현황과 배당결정요인 분석을 수행하였다. 저자들은 중간보고 단계에서 좋은 코멘트를 주신 단국대 조홍종 교수, 한양대 이창민 교수, 명지대 빈기범 교수, 한국개발연구원 이태석 박사께 감사드린다. 그리고 최종 보고 단계에서 코멘트를 주신 본원의 홍범교 박사, 오중현 박사와 익명의

심사자 두 분께도 감사드립니다. 저자들은 또한 보고서의 작성 과정에서 자료 수집 및 분석을 도와준 이현정 연구원에게 감사하고, 보고서 편집을 도와준 장정순 선임행정원에게도 감사의 뜻을 전하고 있다. 아울러 기본과제 전체의 진행과정 및 출판단계에서 행정적으로 도움을 주고 있는 연구기획본부 기획조정팀과 지식정보팀 직원들에게도 감사하고 있다.

끝으로 본 연구의 내용은 전적으로 저자들의 견해이며, 한국조세재정연구원의 공식적인 견해가 아님을 밝혀둔다.

2017년 12월

한국조세재정연구원

원장 박 형 수

## 요약 및 정책적 시사점

정부는 우리 경제가 고도 성장기에서 성숙기로 변화하면서 적정 배당 등으로 기업의 이익을 주주와 공유하는 선순환 구조 형성이 필요하다는 인식 하에 2014년 세법개정을 통해 배당소득증대세제를 도입하였다. 배당소득증대세제는 배당증가율, 배당성향, 배당수익률 등 특정 요건을 충족한 고배당 기업 주주의 배당소득에 대해 세제혜택을 부여한 것으로, 정부는 이를 통해 주주와 기업의 배당의사결정에 대한 세제상 중립성을 강화하여 배당의 인센티브를 높이고 안정적인 장기투자를 유도하고자 하였다.

정부가 배당소득증대세제로 기대한 1차적인 경제적 효과는 기업의 배당 확대이고, 2차적인 경제효과는 배당소득의 확대와 자본시장의 활성화로 인한 자산효과 등을 통해 가계의 소비여력과 기업의 투자여력을 제고하는 것이었다.

본 연구에서는 1차적인 경제적 효과, 즉 배당소득증대세제가 기업의 배당 정책에 미친 효과를 분석하는 것에 초점을 맞추어 향후 제도 개선방향에 대한 정책적 시사점을 제공하고자 하였다. 이와 더불어 우리나라 기업의 배당 수준을 주요 국가와 비교 분석하여 평가하고, 배당의 결정요인을 이론적 실증적으로 검토하였다. 특히 배당의 결정요인에서는 자본이득과 배당소득에 대한 과세제도가 기업의 배당정책에 미친 영향을 분석하였다.

먼저, 국제자료를 이용하여 주요 국가의 기업들의 배당정책 결정요인과 배당과 주가와의 관계를 분석하였다. 배당과 주가와의 관계를 살펴본 이유는 우리나라의 주식시장이 저평가된 이유로 배당성향이 낮기 때문이라는 주장을 실증적으로 검증하기 위해서이다. 먼저, 기업의 배당정책 결정요인에 대한 실증분석 결과, 자본이득세와 배당소득세의 상대적인 크기가 기업의 배당성향에 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 또한, 기업의 규모, 부채비율, 수익성, 업력(상장기간) 등 기업의 재무적 특성 변수들이

배당성향에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 추가적으로 기업이 배당성향을 유지하려는 경향이 얼마나 강하게 나타났는지를 분석한 결과, 배당성향의 지속성은 유의미하게 나타났으나, 그 지속성의 강도는 높지 않은 것으로 나타났다. 이는 기업들이 목표 배당성향을 설정하고 배당금을 결정하는 경향이 크지 않는 것으로 해석할 수 있다. 다음으로, 배당과 주가와 의 관계를 실증분석한 결과, 배당성향이 주가수익률(PER, Price Earning Ratio)에 통계적으로 유의미한 긍정적인 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 주식시장이 저평가된 이유가 배당성향이 낮기 때문이라는 주장을 실증적으로 뒷받침하고 있다. 한편, 선행연구와 달리 소유 및 지배구조가 PER에 미치는 영향은 미미한 것으로 나타났다.

다음으로, 2015년부터 시행된 배당소득증대세제, 즉 고배당기업에 대한 과세특례제도가 상장기업 배당정책에 미친 효과를 실증분석하였다. 먼저, 어떤 특성을 가진 기업이 배당소득증대세제의 요건을 충족하였는지를 살펴 보기 위해 고배당기업의 결정요인을 실증적으로 분석하였다. 분석결과, 기업의 규모, 수익성, 부채율, 지분율이 고배당기업의 의사결정에 통계적으로 유의미한 영향을 미친 것으로 나타났다. 특히, KOSDAQ 시장의 경우 배당 정책 및 기업의 주요 경영의사 결정에 중요한 역할을 하는 주요 주주들의 지분율이 높을수록 고배당기업이 될 확률이 높은 것으로 나타났다. 이는 KOSPI 시장보다는 KOSDAQ 시장의 주요 주주들이 배당소득증대세제의 세제 인센티브에 보다 크게 반응하였다는 것을 보여주고 있다. 다음으로, 배당 소득증대세제가 실제 상장기업의 현금배당 확대에 영향을 미쳤는지를 실증적으로 분석한 결과는 다음과 같다. 배당소득증대세제가 기업의 현금배당규모와 배당성향을 증가시키는 데 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났다. 그러나 현금배당규모가 증가한 주요인은 기업들의 당기순이익이 증가한 것에 기인한 것으로 판단되며, 배당소득증대세제가 현금배당규모와 배당성향에 미친 효과는 크지 않은 것으로 보인다. 또한 배당소득증대세제 도입 이후 주요 주주의 지분율이 현금배당에 미친 영향은 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 나타났다.

위의 결과를 요약해보면, 배당소득증대세제 도입 이후 전체 상장기업의

현금배당 총액이 증가한 것은 동 기간 당기순이익이 크게 증가한 것이 주 원인이며, 이로 인해 시장 전체의 배당성향의 증가는 크지 않다는 점이다. 즉, 배당소득증대세제가 시장 전체에 미친 효과는 제한적이며, 상당한 세수의 손실만 초래한 것으로 볼 수 있다. 또한, 배당소득증대세제의 혜택은 상대적으로 지분율이 높은 고소득층 또는 개인 대주주들에게 집중되었을 가능성이 높기 때문에 수직적 형평성 측면에서도 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 판단된다.

배당소득증대세제의 효과가 제한적으로 나타난 이유는 동 제도가 고배당 기업의 요건을 충족한 특정 기업에 한해 제한적으로 세제 인센티브를 제공하고 있기 때문으로 판단된다. 세제 인센티브를 받기 위해 고배당기업이 되려면 배당성향, 배당수익률, 배당증가율 등의 조건을 모두 충족해야 하며, 이렇게 제도가 복잡하기 때문에 세제지원을 받기도 쉽지 않다. 이런 이유로 실증분석 결과에서도 배당소득증대세제의 1차적인 경제적 효과, 즉 배당소득증대세제가 상장기업의 현금배당규모에 미친 영향이 크지 않게 나타난 것으로 보인다. 따라서 정부가 기대한 2차적인 효과, 즉 민간소비와 투자에 미친 영향도 제한적이라고 예상해 볼 수 있다. 더욱이 현금배당규모가 증가하였더라도, 이런 배당소득은 주로 고소득층 또는 기업의 대주주들에게 귀속되고, 또한 이런 고소득층의 한계소비성향은 높지 않기 때문에 민간소비의 확대와 그로 인한 투자 증대 등의 2차적인 효과를 기대하기도 힘들다. 이는 오히려 수직적 형평성을 저해하는 결과로 이어졌을 가능성이 더 크다.

이상의 결과를 종합해보면, 2015년부터 시행한 배당소득증대세제는 상당한 세수손실을 초래하고, 제도 도입의 정책목표를 달성하는 데 효과적이지 않았다고 평가할 수 있다. 따라서 본 제도의 일몰이 도래하는 시점에서 폐지하는 것이 합리적이다. 그럼에도 불구하고 정부의 배당소득증대세제의 도입취지를 부정적으로 평가하기는 어렵다. 실제 본 연구의 결과, 배당성향은 주식의 가치를 의미하는 PER과 유의미한 양(+)의 상관관계에 있는 것으로 나타났으며, 국제비교에서 우리나라의 배당성향과 PER이 매우 낮게 나타났다. 즉, 기업의 배당성향을 높여 우리나라 증시의 저평가(Korean Discount) 문제를 해결하고자 했던 정부의 정책의도는 그 타당성을 가지고 있는 것으로 보인다.

정부가 기업의 배당 확대를 유도할 필요가 있는지에 대해서는 논란의 여지는 있으나, 만약 기업의 배당 확대가 정책목표라고 한다면 크게 두 가지 방식을 통해 가능할 것으로 판단된다. 첫째, 배당소득에 대한 과세제도를 개편하여 기업의 주주들에 배당의 유인을 제공하는 것이다. 배당소득증대세제 또한 고배당기업의 주주에게 배당소득에 대한 세제 인센티브를 제공하였지만 효과가 크지 않았던 이유는 배당소득증대세제의 요건을 충족하기 어려워 일부 제한적인 기업들만이 혜택을 볼 수 있었기 때문이다. 본 연구의 결과에서도 나타났듯이, 우리나라는 자본이득에 비해 배당소득의 세부담이 높기 때문에 기업의 주주들이 배당보다는 주가 상승으로 인한 자본이득을 선호하여 배당성향이 낮다는 점이다. 따라서 배당소득세와 자본이득세(주식양도소득세)를 일원화하거나 배당소득세의 세율을 인하하는 과세제도 개편이 기업의 배당성향 또는 현금배당규모를 확대시키는 데 더욱 효과적일 것으로 판단된다.

둘째, 정부는 배당 확대 유인책으로 배당 확대에 유의미한 영향을 미치는 기업의 특성을 개선하는 방식의 정책을 고려해 볼 수 있다. 본 연구결과, 기업의 재무특성, 소유 및 주요 주주가 배당성향에 유의미한 영향을 미친다고 보고하고 있다. 하지만 정부가 직접적으로 기업의 재무구조에 영향을 미치는 정책은 기업의 재무구조의 왜곡을 초래할 수 있기 때문에, 소유구조나 지배구조에 영향을 미치는 기업 환경 개선을 통해 기업의 배당의사결정에 영향을 미치는 간접적인 정책을 고려하는 것이 보다 합리적이다. 예를 들면, 국민연금 등 기관투자자 등의 스투어드십 코드의 확대 도입이 필요해 보인다. 스투어드십 코드 도입이 주주환원 정책의 강화로 이어질 경우 기업의 배당 확대로 이어질 수 있다.

## 목 차

I. 서론 .....	15
II. 배당소득증대세제 현황 및 주요 쟁점 .....	18
1. 제도 개요 .....	18
가. 도입 배경 .....	18
나. 도입취지 .....	19
다. 개정내용 .....	20
2. 운영 현황 .....	23
가. 분석자료 .....	23
나. 고배당기업 여부 판단 관련 이슈 .....	24
다. 고배당기업 현황 .....	25
3. 주요 쟁점 .....	35
가. 배당소득증대세제의 효과성 .....	35
나. 고배당기업의 결정 요인 .....	36
다. 배당과 주가와의 관계 .....	36
라. 배당과 소비와의 관계 .....	36
마. 배당소득증대세제 영구화의 필요성 .....	37
III. 우리나라 상장기업의 배당 현황 및 평가 .....	39
1. 상장기업의 배당 현황 .....	39
가. 분석자료 .....	39
나. 배당 현황의 국제비교 .....	41
다. 주식시장별 기업특성 비교 .....	47
2. 기업배당의 결정요인 분석 .....	54

가. 이론적 배경 및 선행연구 .....	54
나. 배당성향과 기업특성과의 관계에 대한 기초통계 분석 .....	59
다. 분석모형 및 분석방법 .....	67
라. 배당성향 및 배당확률 결정요인에 대한 실증적 분석 .....	71
3. 배당과 주가와의 관계 분석 .....	76
가. 주가와 배당의 관계 및 현황 .....	76
나. 분석모형 및 분석방법 .....	81
다. 주가와 배당과의 관계에 대한 실증분석 .....	82
4. 소결 .....	85
<b>IV. 배당소득증대세제가 기업의 배당정책에 미친 영향 분석 .....</b>	<b>87</b>
1. 선행연구 .....	88
2. 자료 .....	89
3. 실증분석 모형 .....	91
가. 고배당기업 의사결정요인 분석 .....	91
나. 배당소득증대세제가 현금배당에 미친 효과 .....	93
4. 분석 결과 .....	94
가. 고배당기업 결정요인 분석 결과 .....	94
나. 배당소득증대세제가 현금배당에 미친 효과 분석 결과 .....	98
다. 강건성 체크(Robustness Check) .....	105
5. 소결 .....	114
<b>V. 요약 및 정책적 시사점 .....</b>	<b>116</b>
1. 요약 .....	116
2. 정책적 시사점 .....	118
<b>참고문헌 .....</b>	<b>121</b>

---

## 표목차

〈표 II-1〉 배당소득증대세제의 주주에 대한 세제지원 내용 .....	21
〈표 II-2〉 고배당 기업의 요건 .....	22
〈표 II-3〉 시장평균 배당성향·배당수익률 .....	22
〈표 II-4〉 사업연도별 고배당기업 수 .....	26
〈표 II-5〉 고배당기업 유형의 연도별 변화 .....	28
〈표 II-6〉 결산월별 고배당기업 수 .....	29
〈표 II-7〉 배당금 규모의 변화 .....	30
〈표 II-8〉 당기순이익 규모의 변화 .....	32
〈표 II-9〉 배당성향과 배당수익률 변화 .....	34
〈표 III-1〉 분석대상지수와 기업 수 .....	40
〈표 III-2〉 KOSPI 상장기업의 총배당금과 배당기업 비중 .....	42
〈표 III-3〉 주식시장별 평균배당성향 비교 .....	44
〈표 III-4〉 주식시장별 배당기업 비중 비교 .....	45
〈표 III-5〉 주식시장별 배당수익률 비교 .....	46
〈표 III-6〉 주식시장별 기업 상장기간의 기술통계량 .....	47
〈표 III-7〉 주식시장별 산업분포 .....	50
〈표 III-8〉 주식시장별 지분을 및 소유구조의 기술통계량 .....	51
〈표 III-9〉 주식시장별 지배구조 관련변수의 기초통계량 .....	53
〈표 III-10〉 기업규모별 배당성향 비교 .....	60
〈표 III-11〉 상장기간별 배당성향 비교 .....	61
〈표 III-12〉 산업별 배당성향 비교 .....	62
〈표 III-13〉 대주주 유형별 배당성향 비교 .....	64
〈표 III-14〉 최대주주 유형별 배당성향 비교 .....	64

---

〈표 III-15〉 주식시장별 지배구조와 배당성향	66
〈표 III-16〉 국가별 배당세 선호지수의 변화	69
〈표 III-17〉 주요변수의 기초통계량	70
〈표 III-18〉 배당의 결정요인에 대한 실증분석	73
〈표 III-19〉 배당확률에 대한 실증분석: 임의효과 패널프로빗 모형	74
〈표 III-20〉 배당 안정화 실증분석 결과: Arrellano and Bond 모형	75
〈표 III-21〉 주식시장별 평균 PER	78
〈표 III-22〉 PER과 배당성향의 상관계수	79
〈표 III-23〉 주주특성별 평균 PER 비교	79
〈표 III-24〉 주식시장별 지배구조와 PER	80
〈표 III-25〉 배당과 PER과의 관계에 대한 실증분석 결과: 지배구조 불포함	83
〈표 III-26〉 배당과 PER과의 관계에 대한 실증분석 결과: 지배구조 포함	84
〈표 IV-1〉 기초통계량	90
〈표 IV-2〉 패널 Logit을 이용한 고배당기업 의사결정 요인 분석 결과 (적자기업 제외)	95
〈표 IV-3〉 패널 Logit 고배당기업 의사결정요인 분석 결과(적자기업 포함)	97
〈표 IV-4〉 패널 고정효과 모델을 이용한 배당소득증대세제 효과 분석 결과	100
〈표 IV-5〉 패널 고정효과 모델을 이용한 배당소득증대세제 효과 분석 결과 (KOSPI 시장)	102
〈표 IV-6〉 패널 고정효과 모델을 이용한 배당소득증대세제 효과 분석 결과 (KOSDAQ 시장)	103
〈표 IV-7〉 배당소득증대세제가 현금배당/시총에 미친 효과 분석	106
〈표 IV-8〉 배당소득증대세제가 현금배당/시총에 미친 효과 분석(KOSPI 시장)	107
〈표 IV-9〉 배당소득증대세제가 현금배당/시총에 미친 효과 분석(KOSDAQ 시장)	108
〈표 IV-10〉 배당소득증대세제가 현금배당/자산에 미친 효과 분석	111

---

〈표 IV-11〉 배당소득증대세제가 현금배당/자산에 미친 효과 분석 (KOSPI 시장) .....	112
〈표 IV-12〉 배당소득증대세제가 현금배당/자산에 미친 효과 분석 (KOSDAQ 시장) .....	113

---

## 그림목차

[그림 Ⅲ-1] KOSPI 상장기업의 총배당금과 배당기업비중의 연도별 변화 .....	42
[그림 Ⅲ-2] 주식시장별 기업 상장기간의 분포 .....	48

---

# I. 서론

---

우리나라 기업들의 배당성향은 대부분의 선진국들에 비해 낮으며, 현금보유도 많은 것으로 평가되어 왔다. 이로 인해 우리나라의 주식시장이 저평가받고 있다는 주장도 제기되었다. 이에 따라 정부는 기업의 현금배당 확대를 유도함으로써 가계소득이 개선되도록 하기 위해 2014년 세법개정을 통하여 배당소득증대세제를 도입하였다.

배당소득증대세제는 기업의 고배당 의사결정을 유도하기 위하여 주주에게 세제 인센티브를 부여한 주식시장 활성화 정책으로, 고배당주식의 배당소득 원천징수세율을 9%로 인하하고 금융소득종합과세 대상자는 25% 세율로 분리과세를 선택할 수 있도록 하였다.<sup>1)</sup> 우리나라는 개인거주자의 배당소득에 대해 14%의 세율로 원천징수하고, 금융소득(이자소득과 배당소득 포함)이 연간 2천만원을 초과할 경우 누진세율(최고 40%)로 종합과세를 하고 있다. 한편, 상장주식의 자본이익에 대해서만 대주주에 한해서 20%의 세율로 분류과세를 하고 있다. 즉, 세제상 자본이익이 배당소득에 비해 우대받고 있다. 이런 세제상의 이유로 우리나라의 지배주주를 포함한 개인 투자자들은 배당보다는 자본이익을 선호하여 기업의 배당성향이 낮다는 지적도 있어 왔다. 이에 따라 기업의 배당의사결정에 영향을 미치는 주주의 배당소득에 대해 세제상 인센티브를 제공하는 방식으로 제도를 도입하게 되었다.

정부는 배당소득증대세제가 상장기업의 현금배당 확대로 인한 가계소득 증가로 내수 활성화에 기여하고, 자본시장의 활성화로 인한 자산효과 등을 통해 가계의 소비여력과 기업의 투자여력이 제고될 것으로 기대하였다. 또한 우리나라 기업의 소극적인 배당정책도 개선되어 코리아 디스카운트 문제를 해결하는 데도 기여할 것으로 예상하였다.

---

1) 기획재정부(2014), p. 3.

한편 배당소득증대세제는 대주주에 대한 감세, 높은 외국인 지분율로 인한 국부유출 등 다양한 논란의 중심으로 제도의 실효성에 대한 의문이 제기되고 있다. 특히, 대부분의 배당소득자가 소비성향이 낮은 고소득층이기 때문에 가계소득 증대를 통한 내수진작 효과가 매우 미미할 것이라는 주장은 최근의 연구결과들에 의해 지지를 받고 있다. 선행연구에 따르면, 2015년 사업연도 상장기업의 결산 이후 배당소득 증대세제의 귀착효과를 분석한 결과, 금융소득 종합과세대상자로 추정되는 주주가 전체 고배당기업이 개인거주자에게 지급한 배당금의 약 59%를 가져가는 것으로 추정<sup>2)</sup>하고 있어 세제혜택의 상당 부분이 고액자산가에게 귀착될 것으로 예측하고 있다. 또한 배당소득증대세제는 그 적용조건이 까다로워 충족하기 어렵고, 소액투자자들의 경우 기업의 배당정책에 영향을 미치기 어려우며, 배당소득 증대세제의 혜택 여부를 사전에 알 수 없다는 점도 제도의 문제점으로 제기되었다.

한편 정부는 2016년 세법개정을 통해 고소득층의 과도한 세제혜택을 제한하여 과세형평성을 제고하는 방향으로 제도를 보완하였다. 2016년 사업연도의 고배당기업 배당소득<sup>3)</sup>에 대해 25%로 분리과세하던 기존 방식에서 종합과세 후 2천만원 한도로 5% 세액공제하는 방식으로 제도를 개정하였다. 하지만 이 또한 세액공제 한도가 2천만원으로 너무 높게 설정되어 고액자산가에 대한 세제혜택의 집중을 완화하는 효과는 제한적일 것이라는 지적도 존재한다.

이러한 배경하에서 본 연구는 배당소득증대세제의 주요 쟁점 분석 및 기업의 배당정책에 미친 효과를 실증적으로 분석하는 것을 목적으로 하며, 본 보고서의 구성은 다음과 같다. 먼저 제 I 장 서론에 이어, 제 II 장에서는 배당소득증대세제의 현황 및 쟁점을 살펴본다. 제 III 장에서는 주요 국가들의 상장기업들과 배당정책을 비교함과 동시에, 배당의 결정요인과 배당과 주가와의 관계 분석을 통해 국내기업의 배당성향이 낮은 이유를 도출하고 이에

2) 김학수·이상엽(2016)은 국세청 과세자료를 이용하여 2015년 사업연도 고배당기업 배당소득의 개인투자자의 금융소득별 분포를 살펴본 결과, 전체 고배당기업 배당금의 약 59%가 2014년 금융소득종합과세 대상자에게 귀속된 것으로 나타났다.

3) 12월 결산기업의 경우 2016년 사업연도의 기말배당금은 2017년 3월 말경에 지급되었다.

대한 정책적 시사점을 제시한다. 제Ⅳ장에서는 배당소득증대세제가 기업의 배당정책에 미친 효과를 실증적으로 분석하고, 마지막 제Ⅴ장에서는 본 연구결과를 요약하고 정책적 시사점을 제시한다.

---

## Ⅱ. 배당소득증대세제 현황 및 주요 쟁점

---

### 1. 제도 개요<sup>4)</sup>

#### 가. 도입 배경

2014년 8월 정부의 세법개정안 보도자료<sup>5)</sup>에 의하면, 우리 경제가 고도 성장기에서 성숙기로 변화되면서 적정 배당을 통해 기업이익을 주주와 공유하는 선순환 구조를 형성할 필요가 있다는 점을 배당소득증대세제 도입의 목적으로 밝히고 있다. 이에 따르면 과거에는 기업이 배당보다는 사내유보를 통한 투자 확대를 통해 수익성을 확보하였고 이는 경제의 성장으로 이어져 고용 증가와 가계소득·민간소비의 확대로 이어졌으나, 현재와 같은 저성장 환경하에서는 이와 같은 연결고리가 약화되었다는 것이다. 이에 정부는 오히려 배당의 확대가 가계소득·민간소비의 확대로 이어지고, 소득의 증대 및 경기의 활성화는 기업에 대한 투자를 증대시켜 기업의 수익성을 개선할 수 있다는 논리를 내세우면서, 배당의 증대가 경제성장의 촉매제 역할을 할 수 있음을 강조하고 있다. 배당소득증대세제는 바로 이러한 배경하에서 기업의 배당 확대를 유인하기 위해 고안된 제도이다.

한편 우리나라 상장기업의 배당현황을 살펴보면, 2015년 9월 말 현재 우리나라 기업의 배당성향은 약 17.46%로, 집계대상국 51개국 중 50위를 차지할 정도로 최하위 수준(김학수·이상엽, 2016)<sup>6)</sup>으로 보고되고 있다. 또한 이

---

4) 이하의 내용은 기획재정부(2014.8.6) 보도자료를 참고하여 정리한 김학수·이상엽(2016), pp. 54~57까지의 내용을 참조하여 재구성하였다.

5) 기획재정부(2014)

6) 김학수·이상엽(2016), p.55에서재인용(원출처: 연합뉴스(2015.6.2.), 「韓기업 배당성향 평균 17%...주요 51개국 중 꼴찌」)

처럼 낮은 배당성향이 우리나라 증시가 저평가되고 있는 원인으로 작용하고 있다는 지적도 제기되고 있다. 한편 Financial Times(2013.1.21.)<sup>7)</sup>는 한국이 MSCI 신흥시장 지수의 중요한 구성요소이며 지난 5년간 신흥시장 지수의 성과보다 더 좋음에도 불구하고 펀드매니저들이 한국 증시를 외면하고 있다고 보도하였는데, 그에 대한 원인을 낮은 배당성향과 PER로 보고 이를 Korea Discount로 설명하고 있다. 이들의 주장에 따르면 PER이 낮은 이유는 기업의 성장성 떨어지고 있기 때문일 수도 있으나, 그것보다는 우리나라 기업의 잉여현금수익률이 증가함에도 불구하고 배당을 적게 하는 경향이 있기 때문이라는 것이다.

이러한 배경하에서 정부는 배당소득증대세제의 도입이 기업의 배당 확대를 유인하고, 이를 통해 가계·민간소비뿐만 아니라 기업의 수익성을 제고할 수 있는 것으로 기대하였다.

## 나. 도입취지

일반적으로 기업은 당기의 수익을 사내유보를 통해 투자를 할지, 배당을 통해 주주에게 환원할지를 선택할 수 있다. 이때 자본이득세(양도소득세) 대비 배당소득세가 상대적으로 높은 경우 투자자는 자본이득을 선호할 것이며, 반대의 경우에는 배당을 선호하게 된다. 이와 같은 배당의 조세유인에 대한 선행연구(Poterba and Summer, 1984; La Porta et al., 2000; Chetty and Saez, 2005; Auerbach and Hassett, 2005 등)에 따르면, 배당소득의 상대적인 세부담 증가가 기업이 배당을 적게 하는 요인으로 작용한다는 실증적 근거를 제시하고 있다.

이와 같은 이론적·실증적 연구에 근거하여 일본과 미국은 배당 촉진과 주식시장 활성화를 위해 배당·양도소득 과세체계를 일치시키고 세율을 인하해왔다.<sup>8)</sup> 또한 미국은 2003년 이후 배당소득세(누진과세, 최대 38.6%)와

7) 김학수·이상엽(2016), p. 55에서 재인용(원출처: Financial Times(2013.1.21.), 「Korea's chaebol under dividend pressure - Incoming president vows to tackle poor corporate governance」)

양도소득세(분리과세, 최대 20%)를 15% 분리과세로 일치시켰고, 일본도 2009년부터 2012년까지 배당소득세와 양도소득세를 10% 분리과세로 동일하게 인하하여, 현재는 두 소득세를 20%로 일치시켰다.

이와 달리, 우리나라의 배당소득은 종합과세에 따라 누진세율이 적용되는 반면 주식양도소득은 단일세율(20%)로 과세되어 배당소득이 양도소득보다 세제상 불리하다.<sup>9)</sup> 이러한 세부담 차이에 따라 대주주들은 배당보다는 사내 유보를 선호하게 되며, 개인 소액주주들은 배당에 대한 기대보다는 주식시세차익을 통한 수익 실현을 목적으로 하는 단기투자를 더 선호하게 된다. 실제로 2010년 기준으로 우리나라의 개인 평균 주식 보유기간은 0.4년으로, 외국인의 평균 보유기간인 1.1년에 비해 상대적으로 매우 짧은 것으로 나타났다.<sup>10)</sup>

이처럼 배당소득이 불리한 우리나라의 과세체계하에서 정부는 주주와 기업의 배당 의사결정에 대한 세제상 중립성을 강화하여 배당 인센티브를 높이고 안정적 장기투자를 유도할 필요가 있었으며, 이에 따라 배당소득증대세제를 도입하게 되었다.

#### 다. 개정내용

배당소득증대세제는 주주 인센티브를 통한 배당 촉진과 주식시장 활성화를 지원하기 위한 제도로, 일정 수준 이상의 배당성향 및 배당수익률을 달성하고 총배당금액이 일정비율 이상 증가한 배당기업의 개인주주에게 세제 혜택을 제공한다. 즉, 「조세특례제한법」 제104조의 27(고배당기업 주식의 배당소득에 대한 과세특례), 동법 시행령 제104조의 24, 동법 시행규칙 제47조의 2에 따라, 고배당기업의 모든 주주는 9% 세율로 원천징수하고, 금융소득종합과세 대상자는 공제한도 2천만원 내에서 고배당기업 배당금의 5% 세액공제를 적용한다. 동법의 적용기간은 사업연도 기준 2015년부터 2017년까

8) 김학수·이상엽(2016), p. 56에서 재인용(원출처: 기획재정부, 2014)

9) 김학수·이상엽(2016), p. 55에서 재인용(원출처: 기획재정부, 2014)

10) 김학수·이상엽(2016), p. 55에서 재인용(원출처: 기획재정부, 2014)

지이며, 따라서 배당성향 및 배당수익률 산정에 사용되는 배당금은 결산 이후 2016~2018년 사이에 실제로 지급된 것을 사용한다.

배당소득증대세제의 수혜대상은 모든 상장법인이 아니라 배당성향, 수익률, 배당증가율 등의 고배당 요건을 충족한 일부 상장법인 주식에만 한정하여 세제혜택을 적용한다. 따라서 투자회사(선박투자회사, 기업구조조정회사), 외국법인 등은 적용대상 기업에서 제외되며, 또한 배당소득 증대세제가 개인 주주(거주자)에 대해서만 적용되기 때문에 조세조약에 의해 과세되는 외국인, 법인세가 과세되는 법인·기관투자자도 적용대상에서 제외된다.

먼저 주주에 대한 세제지원 내용을 보면, 정부는 2014년 세법개정시 원천징수세율을 14%에서 9%로 인하하고, 금융소득종합과세 대상자에 대해 25% 분리과세를 선택할 수 있도록 하였다. 이후 2016년 세법개정에서는 금융소득종합과세 대상자에 대해 25% 분리과세를 5% 세액공제로 전환, 세액공제 한도를 2천만원으로 설정하여 세제지원 혜택을 주고 있다.

〈표 II-1〉 배당소득증대세제의 주주에 대한 세제지원 내용

사업연도	소액주주	금융소득종합과세 대상자
2015년	9%	25% 분리과세 <sup>1)</sup>
2016~2017년	9%	min(2천만원 초과 배당금×5%, 2천만원)

주: 1) 종합과세 대상자의 경우 법인세와 배당소득세의 이중과세 조정을 위해 배당세액공제가 적용되므로, 최고세율 38%가 적용되더라도 실제세율은 약 31%으로, 경감률은 36%이다.

출처: 「조세특례제한법」 제104조의 27

기획재정부, 「2016년 세법개정안」 보도자료, 2016. 7. 28

고배당 기업이 되기 위해서는 〈표 II-2〉에 정리된 것처럼 세 가지 기준 중 하나를 만족하면 되는데, 먼저 유형 I은 배당성향과 배당수익률이 시장평균 120% 이상인 기업 중 전년 대비 총배당금이 10% 이상 증가하는 조건을 만족한 기업이 이에 해당한다. 유형 I에 해당하는 기업은 기존에도 배당성향이나 배당수익률이 상당히 높은 기업이기 때문에 10%의 상대적으로 적은 총배당금 증가율 조건이 적용된다. 유형 II는 배당성향과 배당수익률이 시장평균 50% 이상인 기업 중 전년 대비 총배당금이 30% 이상 증가한 기업이 이에 해당된다. 유형 II는 기존에 배당성향이나 배당수익률이 상대적으로

낮은 기업들이며, 그렇기 때문에 30% 이상 총배당금이 증가하여야 한다는 엄격한 기준이 적용된다. 마지막으로 유형 Ⅲ은 신규상장기업이거나 최근 3년 내에 배당 기록이 없어서 배당 증가율 및 배당성향 요건을 적용하기 어려운 경우로, 당해 연도 배당성향과 배당수익률이 시장평균의 130% 이상을 만족할 때 고배당 기업으로 간주한다.

〈표 II-2〉 고배당 기업의 요건

	유형 I	유형 II	유형 III (신규상장 법인 등)
배당성향	시장평균의	시장평균의	시장평균의
배당수익률	120% 이상	50% 이상	130% 이상
총배당금 증가율	10% 이상	30% 이상	-

출처: 「조세특례제한법 시행령」 제104조의24 ①, ③; 김학수·이상엽(2016), p. 57에서 재인용

고배당기업 여부를 판단하기 위한 요건인 시장평균의 배당수익률과 배당성향은 한국거래소에서 계산하여 공시하도록 되어 있는데, 〈표 II-3〉에는 한국거래소(2015. 9. 30., 2016. 9. 27.)의 2015년과 2016년 시장평균 배당성향과 배당수익률 공시자료를 정리하였다. 이를 보면, KOSPI 시장의 경우, 2015년의 시장평균 배당성향은 24.13%, 배당수익률은 1.37%인 반면, 2016년에는 시장평균 배당성향이 23.96%, 배당수익률이 1.26%로 시장평균 배당성향과 배당수익률이 모두 감소했음을 알 수 있다. KOSDAQ 시장의 경우, 2015년 시장평균 배당성향은 14.05%이고, 시장평균 배당수익률은 0.87%, 2016년 시장평균 배당성향은 14.60%, 시장평균 배당수익률은 0.79%로 배당수익률은 KOSPI 시장과 마찬가지로 감소했음을 알 수 있다.

〈표 II-3〉 시장평균 배당성향·배당수익률

(단위: %)

	시장평균 배당성향		시장평균 배당수익률	
	2015	2016	2015	2016
KOSPI 시장	24.13	23.96	1.37	1.26
KOSDAQ 시장	14.05	14.60	0.87	0.79

출처: 한국거래소, 「고배당기업 배당소득 과세특례 관련 시장평균 배당지표 산출결과」, 2015. 9. 30;  
한국거래소, 「고배당기업 배당소득 과세특례 관련 시장평균 배당지표 산출결과」, 2016. 9. 27

## 2. 운영 현황

2016년 「조세지출예산서」에 따르면 고배당기업의 배당소득에 대한 과세 특례로 인한 조세지출 규모는 약 250억원으로 추정하고 있다. 한편 2017년 「조세지출예산서」에서는 조세지출 규모를 추정하고 있지 않아 공식적인 자료로 고배당기업의 현황 및 관련 세수손실 규모는 확인이 불가능하다.

한편, 김학수·이상엽(2016)은 배당소득증대세제 실시 이후 세수감소액이 예상보다 더욱 크고, 세제혜택이 고소득층에 집중된다는 분석결과를 제시했다. 이에 따르면, 2016년 귀속 고배당기업의 배당에 따른 세수감소가 약 652억~743억원으로 예상의 2배 이상이며, 2014년 귀속 배당소득자 843만명 중 1인당 평균 배당소득이 1억 712만원에 이르는 상위 1%가 전체 배당소득의 71.7%를, 상위 10%가 94.2%를 차지하는 등 소득계층별 배당소득 분포의 불균형이 심각한 수준이라고 분석하고 있다.

이와 같은 제도운영의 실태를 정확히 파악하기 위해서는 국세청에 실제로 신고된 고배당기업의 배당소득 신고현황에 대한 자료를 사용하는 것이 이상적이나 이에 대한 통계를 국세청에서 공식적으로 제공하고 있지 않기 때문에, 본 연구에서는 상장기업의 재무제표자료 등을 이용하여 고배당기업의 현황을 파악하고자 한다.

### 가. 분석자료

본 연구에서는 고배당기업의 현황을 파악하고 제도 도입의 효과를 분석하기 위해서, 2017년 7월 9일 기준 DataGuide에서 추출한 KOSPI 시장 또는 KOSDAQ 시장 상장기업<sup>11)</sup> 1,994개 중 SPAC과 2017년 신규상장기업을 제외한 모든 지원대상 기업들을 분석대상으로 삼았다. 이 중 KOSPI 시장의 상장기업 총 744개 중에서 2017년 상장된 기업 3개를 제외한 741개의 기업과, KOSDAQ 시장 상장기업 총 1,170개 중에서 2017년 상장된 기업 16개를 제외한 1,153개의 기업을 분석대상으로 삼았다.

11) REITs, 선박투자회사, Infra Fund, Investment Company, ETF, ETN을 제외한 상장기업

배당성향 및 배당수익률 계산에 사용한 변수의 정의 및 계산방법은 다음과 같다. 먼저 배당금은 중간, 분기, 결산배당금 중 현금배당금액<sup>12)</sup>을 사용했으며, 주당배당금은 보통주 1주당 현금배당금액<sup>13)</sup>을 사용하여 보통주 현금배당금을 유통주식 수로 나눈 값을 사용했다. 여기서 유통주식 수는 발행주식 총수에서 자기주식 수를 뺀 값을 사용했다. 다음으로 기준 주식 수는 주주명부 폐쇄일 기준 주식 수를 사용해야 하기 때문에 주주명부 폐쇄일을 12월 31일로 가정하여 기말 보통주 발생주식 총수와 기말 주식 총수를 사용했다. 이에 따라, 12월 결산기업의 경우 주주명부 폐쇄일이 12월 31일이지만, 그 외의 경우는 결산월에 따라 차이가 발생할 수 있다. 마지막으로 주가는 주주명부 폐쇄일 2거래일 이전부터 1개월간의 종가를 산술평균한 금액을 사용한다. 구체적으로 주가는 주주명부 폐쇄일을 12월 31일로 일괄 가정하고 기간 계산 시 초일불산입 원칙을 적용하였기 때문에, 12월 결산기업을 제외하고는 배당수익률을 재계산하였다. 이와 같이 주가를 계산할 때, 12월 결산기업이 아닌 경우에는 고배당기업 과세특례에서 정의하는 배당수익률과 차이가 있을 수 있으나, 그 차이는 크지 않기 때문에 분석의 결과에는 영향을 미치지 않을 것으로 판단된다.

#### 나. 고배당기업 여부 판단 관련 이슈

앞서 논의한 바처럼 고배당기업 요건을 계산하는 산정방식은 상당히 복잡한 체계로 구성되어 있음에도 불구하고 발생 가능한 모든 사례를 정의하고 있지 않아서 고배당기업 여부의 판단이 불분명한 경우가 다소 존재한다. 본 소절에서는 이처럼 고배당기업 여부의 판단이 불분명한 경우에 대한 구체적인 사례를 제시하고 있다.

##### 1) 주식 분할로 인한 주당 배당금의 차이

직전 3개 사업연도 중 주식 분할을 시행한 경우, 연도별로 계산한 주당

12) 국가법령정보센터, 「조세특례제한법 시행령」 제104조의24⑤

13) 국가법령정보센터, 「조세특례제한법 시행규칙」 제47조의2③

배당금과 사업보고서상의 주당 배당금이 다른 경우가 존재한다. 예를 들어, 넥센의 경우 2016년 3월 25일 주총을 통해 주식을 액면분할하였는데, 이처럼 「조세특례제한법 시행규칙」 제47조의2⑤에 '4. 신규 상장, 합병 및 분할 등의 사유로 제4항 각 호를 계산할 수 없는 기업의 경우에 배당성향과 배당수익률 계산에서 제외하도록 되어 있다. 하지만 이 경우 계산이 가능하면 배당성향과 배당수익률 계산에서 제외하지 않아도 되는지에 대한 판단이 불명확하다.

## 2) 2개 사업연도가 경과한 기업 중 직전 사업연도에 배당을 하지 않고 해당 사업연도에 배당을 한 경우 총배당금 증가율 계산 문제

「조세특례제한법 시행령」 제104조의24②호 3항과 「조세특례제한법 시행규칙」 제47조의2①호 3항에 따르면 2개 사업연도 경과, 3개 사업연도 미경과 법인의 총배당금 증가율은 해당 사업연도 배당금에서 직전 사업연도 배당금을 뺀 값을 직전 사업연도 배당금으로 나눠서 계산하도록 하고 있다. 그러나 만약 직전 사업연도 배당금이 0이면 분모가 0이 되어 총배당금 증가율 계산이 불가능하다. 이를 0으로 간주할 경우 2개 사업연도가 경과하고 상장되는 사업연도에 배당을 실시하지 않은 경우에는 고배당기업이 될 수 없을 것으로 판단된다. 따라서 이 경우에는 신규상장법인 또는 직전 3개년 사업연도의 배당 실적이 없는 법인으로 간주하여 판단하는 것이 바람직해 보인다.

또한 2015년에 상장한 기업 중 2015년 사업연도에 배당을 하지 않은 5개 기업은 배당을 실시하여 배당수익률과 배당성향은 신규상장 고배당 기업의 조건은 충족하나 현행법상 고배당기업이 될 수 없는 것으로 판단된다. 헤마로푸드서비, 보광산업, 베셀, 메가엠디, 더블유게임즈 등 5개 기업이 이에 해당된다.

## 다. 고배당기업 현황

기업의 재무제표 등을 이용하여 파악한 사업연도별 고배당기업 현황은 <표 II-4>에 정리되어 있다. 먼저 2015년 사업연도 배당소득증대세제 적용대상 고배당기업은 239개(13.15%), 2016년에는 253개(13.35%)인 것으로 나타

났다. 다음으로 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장으로 구분하여 고배당기업의 현황을 살펴보면, KOSPI 시장의 경우 2016년 배당소득증대세제 적용 대상 고배당기업은 112개로 전년(106개) 대비 6개 기업이 증가했으며, 2016년 고배당기업 유형 I에 해당하는 기업은 25개 기업으로 전체 KOSPI 시장 상장기업의 약 3.37%를 차지한다. 고배당기업 유형 II에 해당하는 기업은 82개 기업으로 전체 유가시장 상장기업의 약 11.07%를 차지하고 유형 III에 해당하는 기업은 5개로 약 0.67%를 차지한다. KOSDAQ 시장의 경우, 2016년 고배당기업은 141개로 전년(133개) 대비 8개 기업이 증가하였으며, 2016년 고배당기업 유형 I에 해당하는 기업은 50개 기업으로 전체 KOSDAQ 상장기업의 약 4.33%인 것으로 나타났다. 또한, 고배당기업 유형 II에 해당하는 기업은 77개로 전체 KOSDAQ 상장기업의 약 6.67%를 차지하고, 유형 III에 해당하는 기업은 14개로 약 1.21%를 차지하고 있는 것으로 나타났다.

〈표 II-4〉 사업연도별 고배당기업 수

(단위: 개, %)

		KOSPI		KOSDAQ		계		
		해당기업 수	비중	해당기업 수	비중	해당기업 수	비중	
2016	시장전체	741	100	1,153	100	1,894	100	
	고배당 기업	유형 I	25	22.32	50	35.46	75	29.64
		유형 II	82	73.21	77	54.61	159	62.85
		유형 III	5	4.46	14	9.93	19	7.51
		전체	112	100	141	100	253	100
2015	시장전체	724	100	1,093	100	1,817	100	
	고배당 기업	유형 I	25	23.58	42	31.58	67	28.03
		유형 II	77	72.64	79	59.40	156	65.27
		유형 III	4	3.77	12	9.02	16	6.69
		전체	106	100	133	100	239	100

- 주: 1. 2017년 7월 9일 기준으로 추출된 기업을 대상으로 분석하였으므로 실제 고배당기업 수와 일치하지 않을 수 있음  
 2. Fiscal year 2016 기준 분석대상 기업 수는 KOSPI 시장 741개(=추출기업 744개 - 2017년 상장기업 3개), KOSDAQ 1,153개(=추출기업 1,222개 - SPAC 53개 - 2017년 상장기업 16개)이며, Fiscal year 2015 기준 분석대상 기업은 Fiscal year 2016 분석대상 기업에서 2016년 상장기업을 제외한 기업임  
 3. 고배당기업 유형 I : (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 120% & 배당금증가율 ≥ 10%  
 4. 고배당기업 유형 II : (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 50% & 배당금증가율 ≥ 30%, 고배당기업 유형 I 과 II 조건을 모두 충족하는 경우 유형 II로 간주함  
 5. 고배당기업 유형 III : 직전 3개 사업연도 무배당기업과 신규상장법인으로 (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 130%

출처: Data Guide(2017년 7월 9일 기준)를 이용하여 저자 작성

〈표 II-5〉에는 2015년 고배당기업의 유형이 2016년에 어떠한 유형으로 변화하였는가를 정리하였는데, Panel A는 KOSPI 시장을, Panel B는 KOSDAQ 시장의 고배당기업의 유형 변화를 제시하였다. 예컨대, Panel A에서 2015년 유형 I과 2016년 유형 I에 해당하는 숫자(즉, 9)는 2015년 고배당기업 유형 I에서 2016년에도 고배당 유형 I이 된 기업의 수를 의미한다. 표에 제시된 ‘저배당’ 기업은 본 제도에 의한 고배당 요건을 만족하지 못한 기업을 의미한다.

먼저 KOSPI 시장을 살펴보면, 2015년과 2016년 사업연도 모두 배당소득 증대세제 적용 대상인 고배당기업은 38개 기업으로 2015년 고배당기업 중 35.85%(38/106×100)를 차지하고 있다. 이 중 2015년 유형 I이었던 기업 25개 중 2016년 배당금이 전년 대비 10~30% 증가한 기업이 9개, 30% 이상 증가한 기업이 3개이다. 또한, 2015년 유형 II였던 기업 77개 중 배당금이 전년 대비 10~30% 증가한 기업은 5개, 30% 이상 증가한 기업은 17개이다. 2015년과 2016년 사업연도 중 어느 한 사업연도만 배당소득증대세제가 적용된 기업은 741개 기업 중 181개 기업으로 약 24.43%를 차지하는 반면, 어느 사업연도에도 배당소득증대세제 적용을 받지 못한 기업은 561개로 약 75.01%를 차지하고 있다.

KOSDAQ 시장의 경우, 2015년과 2016년 사업연도 모두 배당소득증대세제 적용 대상인 고배당기업은 53개 기업으로 2015년 고배당 기업의 39.85%(53/133)를 차지하였다. 2015년 유형 I이었던 43개 기업 중 2016년 배당금이 전년 대비 10~30% 증가한 기업이 19개, 30% 이상 증가한 기업이 3개이며, 2015년 유형 II였던 80개 기업 중 배당금이 전년 대비 10~30% 증가한 기업은 8개, 30% 이상 증가한 기업은 18개였다. 또한 2015년과 2016년 사업연도 중 어느 한 사업연도만 배당소득증대세제 적용이 되는 기업은 1,153개 기업 중 221개 기업으로 약 19.17%를 차지하는 반면, 어느 사업연도에도 배당증대세제 적용을 받지 못한 기업은 932개로 약 80.83%를 차지하고 있다.

〈표 II-5〉 고배당기업 유형의 연도별 변화

Panel A: KOSPI

(단위: 개)

고배당기업 유형		2016				
		저배당	유형I	유형II	유형III	전체
2015	저배당	561	11	58	5	635
	유형I	13	9	3	0	25
	유형II	55	5	17	0	77
	유형III	0	0	4	0	4
	전체	629	25	82	5	741

Panel B: KOSDAQ

고배당기업 유형		2016				
		저배당	유형I	유형II	유형III	전체
2015	저배당	932	18	56	14	1,020
	유형I	19	20	3	0	42
	유형II	53	8	18	0	79
	유형III	8	4	0	0	12
	전체	1,012	50	77	14	1,153

- 주: 1. 2017년 7월 9일 기준으로 추출된 기업을 대상으로 분석하였으므로 실제 고배당기업 수와 일치하지 않을 수 있음  
 2. Fiscal year 2016 기준 분석대상 기업 수는 KOSPI 시장 741개(=추출기업 744개 - 2017년 상장기업 3개, KOSDAQ 1,153개(=추출기업 1,222개 - SPAC 53개 - 2017년 상장기업 16개)이며, Fiscal year 2015 기준 분석대상 기업은 Fiscal year 2016 분석대상 기업에서 2016년 상장기업을 제외한 기업임  
 3. 고배당기업 유형 I : (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 120% & 배당금증가율 ≥ 10%  
 4. 고배당기업 유형 II : (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 50% & 배당금증가율 ≥ 30%, 고배당기업 유형 I 과 II 조건을 모두 충족하는 경우 유형 II로 간주함  
 5. 고배당기업 유형 III : 직전 3개 사업연도 무배당기업과 신규상장법인으로 (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 130%

출처: Data Guide(2017년 7월 9일 기준)를 이용하여 저자 작성

결산월별 고배당기업 수를 정리한 〈표 II-6〉을 살펴보면, 2016년 결산월별 배당소득증대세제 적용 대상 고배당기업은 12월 결산법인이 255개로 전체 고배당기업 258개의 98.84%를 차지하고 있으며, 이 중 2016년 사업연도의 경우 3월 결산, 6월 결산, 9월 결산 기업이 각각 1개이고, 12월 결산기업이 250개였다. 한편 2015년 사업연도 경우, 제도의 적용이 사업개시일이 2015년 1월 1일 이후인 경우에 적용되기 때문에 12월 결산기업만 고배당기업 과세특례를 적용받을 수 있으며, 239개 기업이 이에 해당한다.

〈표 II-6〉 결산월별 고배당기업 수

(단위:개, %)

연도	결산월	관측치	비중	누적 비중
2016	3	1	0.40	0.40
	6	1	0.40	0.79
	8	0	0.00	0.79
	9	1	0.40	1.19
	11	0	0.00	1.19
	12	250	98.81	100
	계	253	100	
2015	3	0	0.00	0.00
	6	0	0.00	0.00
	8	0	0.00	0.00
	9	0	0.00	0.00
	11	0	0.00	0.00
	12	239	100	100
	계	239	100	

출처: Data Guide(2017년 7월 9일 기준)를 이용하여 저자 작성

연도별 상장기업의 현금배당금 규모를 정리한 〈표 II-7〉을 살펴보면, 2016년 상장기업 1,894개의 현금배당 총액은 23조 1,546억원으로 전년(21조 2,907억원) 대비 약 8.25%가 증가했다. KOSPI 시장의 배당금 규모는 전년 대비 1조 6,667억원이 증가한 21조 8,685억원이고, 이 중 고배당기업의 배당금이 8조 4,653억원으로 약 38.72%를 차지하고 전년 대비 약 2조 3,900억원 증가하였다. 반면 고배당기업이 아닌 기업의 배당금은 13조 4천억원으로 약 61.28%를 차지하고 전년 대비 약 7,200억원 감소하였다. 또한 KOSDAQ 시장의 배당금 규모는 전년 대비 1,972억원 증가한 1조 2,890억원이고, 이 중 고배당기업의 배당이 5,700억원으로 약 44.22%를 차지하고 전년 대비 약 215억원 증가하였다. 반면 고배당기업이 아닌 기업의 배당금은 약 719억원으로 전년 대비 약 18억원 감소하였다.

### 〈표 II-7〉 배당금 규모의 변화

Panel A: 기준연도 2015년(N=1,817)

(단위: 백만원, %)

	2014		2015		증감		
	배당금	비중	배당금	비중	배당금	증감률	
KOSPI 시장 전체	15,547,431	100	20,078,976	100	4,531,545	29.15	
고배당기업	유형 I	1,043,240	6.71	1,280,206	6.38	236,965	22.71
	유형 II	2,482,500	15.97	5,918,279	29.48	3,435,778	138.40
	유형 III	0	0.00	23,197	0.12	23,197	
	전체	3,525,741	22.68	7,221,682	35.97	3,695,941	104.83
KOSDAQ 시장 전체	946,768	100	1,074,706	100	127,938	13.51	
고배당기업	유형 I	108,126	11.42	129,070	12.01	20,944	19.37
	유형 II	133,243	14.07	257,714	23.98	124,471	93.42
	유형 III	3,441	0.36	46,824	4.36	43,383	1260.80
	전체	244,809	25.86	433,608	40.35	188,798	77.12

Panel B: 기준연도 2016년(N=1,894)

	2015		2016		증감		
	배당금	비중	배당금	비중	배당금	증감률	
KOSPI 시장 전체	20,198,937	100	21,865,595	100	1,666,658	8.25	
고배당기업	유형 I	917,564	4.54	1,042,882	4.77	125,319	13.66
	유형 II	5,080,232	25.15	7,337,355	33.56	2,257,123	44.43
	유형 III	76,680	0.38	85,105	0.39	8,425	10.99
	전체	6,074,476	30.07	8,465,343	38.72	2,390,867	39.36
KOSDAQ 시장 전체	1,091,783	100	1,288,987	100	197,205	18.06	
고배당기업	유형 I	184,395	16.89	221,393	17.18	36,998	20.06
	유형 II	162,471	14.88	303,571	23.55	141,100	86.85
	유형 III	8,000	0.73	45,069	3.50	37,069	463.37
	전체	354,866	32.50	570,033	44.22	215,167	60.63

주: 1. 2017년 7월 9일 기준으로 추출된 기업을 대상으로 분석하였으므로 실제 고배당기업 수와 일치하지 않을 수 있음

2. Fiscal year 2016 기준 분석대상 기업 수는 KOSPI 시장 741개(=추출기업 744개 - 2017년 상장 기업 3개), KOSDAQ 1,153개(=추출기업 1,222개 - SPAC 53개 - 2017년 상장기업 16개)이며, Fiscal year 2015 기준 분석대상 기업은 Fiscal year 2016 분석대상 기업에서 2016년 상장기업을 제외한 기업임

3. 고배당기업 유형 I: (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 120% & 배당금증가율 ≥ 10%

4. 고배당기업 유형 II: (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 50% & 배당금증가율 ≥ 30%, 고배당기업 유형 I과 II 조건을 모두 충족하는 경우 유형 II로 간주함

5. 고배당기업 유형 III: 직전 3개 사업연도 무배당기업과 신규상장법인으로 (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 130%

6. 배당금은 기업별 현금배당금액의 합계

출처: Data Guide(2017년 7월 9일 기준)를 이용하여 저자 작성

다음으로 <표 II-8>에는 앞서 살펴본 배당금의 증가가 고배당기업의 과세특례제도에 의한 것인지, 해당 기업의 당기순이익 증가에 의한 것인지를 가늠해 보기 위해 상장기업의 당기순이익 변화를 정리하였다. 이를 살펴보면, 2016년 당기순이익은 65조 3,206억원으로 전년 대비 약 8조 9,813억원이 감소한 것으로 나타났다. KOSPI 시장의 경우, 총당기순이익은 61조 1,146억원으로 전년(69조 7,770억원) 대비 약 12.41%가 감소했으며, 고배당기업의 당기순이익은 전년 대비 15.42% 증가한 23조 1,874억원임을 알 수 있다. 세부적으로 고배당기업 유형 I에 해당하는 기업의 2016년 당기순이익은 2조 5,068억원으로 전년 대비 10.29% 증가하였으며, 고배당기업 유형 II에 해당하는 기업의 당기순이익은 20조 5,173억원으로 전년 대비 16.12% 증가했다. KOSDAQ 시장의 경우, 총당기순이익은 4조 2,059억원으로 전년(4조 5,253억원) 대비 약 7.06%가 감소했으며, 고배당기업의 당기순이익은 전년 대비 31.43% 증가하였다. 또한, 고배당기업 유형 I에 해당하는 기업의 2016년 당기순이익은 5,748억원으로 전년 대비 21.24% 증가하였으며, 고배당기업 유형 II에 해당하는 기업의 당기순이익은 1조 2,459억원으로 전년 대비 38.87% 증가했다. 이와 같은 결과는 앞서 살펴본 총배당금의 증가가 상당부분 당기순이익의 증가에 기인했다는 근거를 제시하고 있다.

〈표 II-8〉 당기순이익 규모의 변화

Panel A: 기준연도 2015년(N=1,823)

(단위: 백만원, %)

		2014		2015		증감	
		당기순이익	비중	당기순이익	비중	당기순이익	증감률
KOSPI 시장 전체		53,132,654	100	67,505,578	100	14,372,925	27.05
고배당기업	유형 I	1,916,981	3.61	1,740,855	2.58	-176,126	-9.19
	유형 II	10,579,069	19.91	22,410,021	33.20	11,830,952	111.83
	유형 III	10,601	0.02	46,561	0.07	35,960	339.22
	전체	12,506,651	23.54	24,197,437	35.85	11,690,786	93.48
KOSDAQ 시장 전체		3,338,996	100	4,338,513	100	999,516	29.93
고배당기업	유형 I	347,906	10.42	436,517	10.06	88,610	25.47
	유형 II	752,020	22.52	1,056,001	24.34	303,981	40.42
	유형 III	39,105	1.17	93,015	2.14	53,910	137.86
	전체	1,139,032	34.11	1,585,533	36.55	446,501	39.20

Panel B: 기준연도 2016년(N=1,894)

		2015		2016		증감	
		당기순이익	비중	당기순이익	비중	당기순이익	증감률
KOSPI 시장 전체		69,776,964	100	61,114,611	100	-8,662,353	-12.41
고배당기업	유형 I	2,272,951	3.26	2,506,809	4.10	233,858	10.29
	유형 II	17,669,354	25.32	20,517,284	33.57	2,847,930	16.12
	유형 III	146,410	0.21	163,289	0.27	16,879	11.53
	전체	20,088,715	28.79	23,187,382	37.94	3,098,667	15.42
KOSDAQ 시장 전체		4,525,317	100	4,205,939	100	-319,374	-7.06
고배당기업	유형 I	474,120	10.48	574,845	13.67	100,725	21.24
	유형 II	897,186	19.83	1,245,914	29.62	348,727	38.87
	유형 III	99,594	2.20	112,457	2.67	12,863	12.92
	전체	1,470,900	32.50	1,933,216	45.96	462,316	31.43

주: 1. 2017년 7월 9일 기준으로 추출된 기업을 대상으로 분석하였으므로 실제 고배당기업 수와 일치하지 않을 수 있음

2. Fiscal year 2016 기준 분석대상 기업 수는 KOSPI 시장 741개(=추출기업 744개 - 2017년 상장기업 3개), KOSDAQ 1,153개(=추출기업 1,222개 - SPAC 53개 - 2017년 상장기업 16개)이며, Fiscal year 2015 기준 분석대상 기업은 Fiscal year 2016 분석대상 기업에서 2016년 상장기업을 제외한 기업임

3. 고배당기업 유형 I : (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 120% & 배당금증가율 ≥ 10%

4. 고배당기업 유형 II : (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 50% & 배당금증가율 ≥ 30%

5. 고배당기업 유형 III : 직전 3개 사업연도 무배당기업과 신규상장법인으로 (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 130%

6. 당기순이익은 기업별 개별 · 별도 재무제표상 당기순이익의 합계

출처: Data Guide(2017년 7월 9일 기준)를 이용하여 저자 작성

마지막으로 배당성향 및 배당수익률<sup>14)</sup>을 정리한 <표 II-9>를 보면, 2016년 KOSPI 시장 평균 배당성향은 전년 대비 6.83%p 증가한 35.78%이고, 평균 배당수익률은 1.31%로 전년 대비 0.09%p 증가했다. 고배당기업의 배당성향은 36.51%로 전년 대비 6.27%p 증가, 배당수익률은 2.57%로 전년 대비 0.59%p 증가했다. 이 중 유형 I의 배당성향은 41.60%로 전년 대비 1.23%p 증가, 배당수익률은 3.09%로 전년 대비 0.17%p 증가했고, 유형 II의 배당성향은 35.76%로 전년 대비 7.01%p 증가, 배당수익률은 2.44%로 전년 대비 0.74%p 증가했다. 한편 KOSDAQ 시장의 2016년 평균 배당성향은 전년 대비 6.52%p 증가한 30.65%이고, 평균 배당수익률은 0.69%로 전년 대비 0.01%p 감소했다. 고배당기업의 배당성향은 29.49%로 전년 대비 5.36%p 증가, 배당수익률은 2.26%로 전년 대비 0.72%p 증가했다. 이 중 유형 I의 배당성향은 38.51%로 전년 대비 0.38%p 감소한 반면 배당수익률은 2.80%로 전년 대비 0.35%p 증가했고, 유형 II의 배당성향은 24.37%로 전년 대비 6.26%p 증가, 배당수익률은 1.80%로 전년 대비 0.66%p 증가했다.

---

14) 여기서 배당성향은 개별기업의 배당성향의 평균값이 아니라 시장 전체의 배당금액을 당 기준이익으로 나눈 값으로 계산하였으며, 배당수익률은 개별기업의 수익률의 시장평균 값을 사용하였다.

〈표 II-9〉 배당성향과 배당수익률 변화

Panel A: 기준연도 2015년(N=1,823)

(단위: %)

	2014		2015		증감		
	배당성향	배당수익률	배당성향	배당수익률	배당성향	배당수익률	
KOSPI 시장 전체	29.26	1.20	29.74	1.22	0.48	0.02	
고배당기업	유형 I	54.42	3.14	73.54	3.54	19.12	0.40
	유형 II	23.47	1.61	26.41	2.33	2.94	0.72
	유형 III	0.00	0.00	49.82	4.56	49.82	4.56
	전체	28.19	1.94	29.84	2.70	1.65	0.76
KOSDAQ 시장 전체	28.35	0.77	24.77	0.71	-3.58	-0.06	
고배당기업	유형 I	31.08	2.42	29.57	2.33	-1.51	-0.09
	유형 II	17.72	1.45	24.40	1.97	6.68	0.52
	유형 III	8.80	0.00	50.34	2.66	41.54	2.66
	전체	21.49	1.71	27.35	2.15	5.86	0.44

Panel B: 기준연도 2016년(N=1,894)

	2015		2016		증감		
	배당성향	배당수익률	배당성향	배당수익률	배당성향	배당수익률	
KOSPI 시장 전체	28.95	1.22	35.78	1.31	6.83	0.09	
고배당기업	유형 I	40.37	2.92	41.6	3.09	1.23	0.17
	유형 II	28.75	1.7	35.76	2.44	7.01	0.74
	유형 III	52.37	2.06	52.12	2.25	-0.25	0.19
	전체	30.24	1.98	36.51	2.57	6.27	0.59
KOSDAQ 시장 전체	24.13	0.7	30.65	0.69	6.52	-0.01	
고배당기업	유형 I	38.89	2.45	38.51	2.8	-0.38	0.35
	유형 II	18.11	1.14	24.37	1.8	6.26	0.66
	유형 III	8.03	0	40.08	2.85	32.05	2.85
	전체	24.13	1.54	29.49	2.26	5.36	0.72

- 주: 1. 2017년 7월 9일 기준으로 추출된 기업을 대상으로 분석하였으므로 실제 고배당기업 수와 일치하지 않을 수 있음  
 2. Fiscal year 2016 기준 분석대상 기업 수는 KOSPI 시장 741개(=추출기업 744개 - 2017년 상장기업 3개), KOSDAQ 1,153개(=추출기업 1,222개 - SPAC 53개 - 2017년 상장기업 16개)이며, Fiscal year 2015 기준 분석대상 기업은 Fiscal year 2016 분석대상 기업에서 2016년 상장기업을 제외한 기업임  
 3. 고배당기업 유형 I : (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 120% & 배당금증가율 ≥ 10%  
 4. 고배당기업 유형 II : (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 50% & 배당금증가율 ≥ 30%  
 5. 고배당기업 유형 III : 직전 3개 사업연도 무배당기업과 신규상장법인으로 (배당성향 · 배당수익률) ≥ 시장평균 130%  
 6. 배당성향은 시장 총배당금/총당기순이익  
 7. 신규상장기업의 상장이전 배당금과 당기순이익 정보가 DB에 있는 경우 해당 기업의 기준연도 이전 배당성향은 계산되나 기준연도 이전의 배당수익률은 계산되지 않음 (추가 자료가 없으므로)

출처: Data Guide(2017년 7월 9일 기준)를 이용하여 저자 작성

### 3. 주요 쟁점<sup>15)</sup>

#### 가. 배당소득증대세제의 효과성

앞서 살펴본 바와 같이 배당소득증대세제의 도입취지는 배당에 불리한 우리나라의 과세체계에 대한 보완책으로 기업들이 배당을 확대하도록 유인을 제공하는 것이었다. 따라서 배당소득증대세제의 효과성이 나타날 수 있는지에 대한 판단은 본 제도가 기업의 배당정책에 있어 실질적인 조세유인을 제공할 수 있도록 설계되었는지를 검토해 봄으로써 가능할 것이다.

이와 관련해서 배당소득증대세제의 효과성과 관련한 가장 중요한 쟁점은 본 제도가 상당히 복잡하고 까다로운 조건으로 고배당기업을 정의한다는 점이다. 따라서 실질적으로 기업들이 고배당기업의 요건을 지속적으로 충족하기 어려우며, 특히 신규상장기업이 배당을 시장평균의 130% 이상을 하기는 기업의 라이프 사이클상 어렵다. 이미 국회예산정책처(2014)는 1,991개 상장주식 종목 중 두 가지 유형의 특례 요건에 해당하는 기업이 각각 459개(전체의 23.1%), 403개(20.2%) 종목에 불과하며 나머지 1,129개(56.7%) 종목은 과세특례 요건이 적용되기 어렵다고 분석한 바 있다.<sup>16)</sup> 또한 이렇듯 충족되기 어려운 고배당기업의 조건으로 인해 기존의 고배당기업에 대한 역차별이 발생할 가능성도 존재하며, 이와 더불어 배당성향 및 배당수익률은 업종별 차이가 존재함에도 불구하고 시장평균을 기준으로 고배당기업을 판단하는 것 또한 배당소득증대세제의 효과성을 저해하는 요인으로 작용할 수 있다.

다음으로 생각해 볼 수 있는 주요 쟁점은 배당성향 또는 배당수익률의 증가가 제도의 효과성을 판단할 기준이 되기에는 한계가 있다는 점이다. 배당성향 그리고 배당수익률이 전반적으로 증가되었는지 평가할 필요가 있으나, 배당성향이나 배당수익률이 증가하였다는 것이 꼭 정책효과가 있었다는 것을 의미하지는 않는다. 배당성향은 배당금을 당기순이익으로 나눈 값이고, 배당수익률은 주당배당금을 주가로 나눈 값이기 때문에, 당기순이익이 매우

15) 이하의 주요 쟁점은 김학수·이상엽(2016), pp. 59-61까지의 내용을 참조하여 재구성하였다.

16) 김학수·이상엽(2016), p. 59에서 재인용(원출처: 국회예산정책처, 2014)

작음에도 배당을 할 경우 배당성향이 매우 높아지는 특징이 있다. 또한 배당수익률의 경우 향후 기업의 수익성이 악화될 것으로 예상되어 주가가 크게 하락할 경우 배당수익률이 높아질 수 있는 특성이 있다. 따라서 배당성향 또는 배당수익률의 증가가 배당의 증가에 기인하지 않을 수 있다.

#### 나. 고배당기업의 결정 요인

배당소득증대세제는 도입 초기에 고배당기업의 배당에 한해 금융소득종합과세 대상자에게 누진세율 대신 25% 분리과세를 적용하여 배당소득에 대한 주요 대주주의 세부담을 줄였기 때문에 우리나라처럼 수익성이 높은 기업의 지배주주가 경영자인 경우에 세제의 혜택을 적용받기 위해 배당을 확대할 가능성이 있다. 하지만 일반적으로 지배주주가 경영자인 경우에 대리인 비용이 감소하기 때문에 배당보다는 사내유보를 선호하는 경향이 여전히 존재할 수 있다. 따라서 배당소득증대세제를 통한 배당의 확대 여부는 자료를 통해 실증적으로 검증해 볼 필요가 있다.

#### 다. 배당과 주가와와의 관계

중장기적으로 기업들이 배당을 많이 할 경우 개별 종목의 수익률이 높아질 수 있으며, 외국인투자자와 개인투자자들이 중장기적으로 주식시장에 편입될 유인이 증가할 것이라고 기대하고 있다. 하지만 이러한 배당과 주가와와의 관계에 대한 실증적인 근거는 찾아보기 힘들며, 그렇기 때문에 이를 실증적으로 검증해 볼 필요가 있다.

#### 라. 배당과 소비와의 관계

국회예산정책처(2014)는 배당소득증대세제의 영향으로 배당이 증가할 가능성이 있지만 실질적으로 가계소득 증대에 미치는 효과는 매우 미미할 것이라고 분석했다.<sup>17)</sup> 이에 따르면, 배당소득의 약 55%가 금융소득이 2,000만원 이상인 종합과세 대상자에게 귀속될 것으로 예상되며, 상당 부분의 배당

금이 고소득자에게 집중될 것으로 보았다.

배당소득은 대체로 평균소비성향이 낮은 고소득층에 집중되는 경향이 있다. 따라서 배당소득증대세제로 인해 배당이 증가되더라도 소비 증가로 이어지는 것은 제한적이어서 내수 진작에 기여하는 바가 미미할 것으로 예상할 수 있다. 실제로 2012년 기준 우리나라에서 지급되는 배당소득의 72.1% (서울파이낸스, 2014.10.8)<sup>18)</sup>가 상위 1%의 계층에 집중되고 있다. 따라서 소액주주들의 감면액에 비해 배당을 결정하는 대주주들의 감면액이 지나치게 커서 기업이윤을 민간으로 돌려 가계소득을 증대시키기보다는 오히려 소득 양극화를 더욱 심화시킬 가능성 또한 존재한다.

일반 소액주주는 기업의 배당정책에 영향을 미치기 어려운 위치에 있고, 배당소득증대세제의 도입으로 기존의 배당소득에 대한 14%의 세율이 9%로 인하되어 5%만큼 세금부담이 감소되었기 때문에 소비를 증가시킬 가능성은 존재한다.

이처럼 배당이 민간소비의 증대로 이어질 수 있는가의 문제는 배당소득증대세제의 도입 논리를 검증한다는 점에서 매우 중요한 주제라고 생각된다. 하지만 배당과 소비에 대한 논의는 일차적으로 배당소득증대세제가 기업의 배당 확대에 유의미한 영향을 미쳤는지를 검증해본 후에 판단해 보아야 할 문제이다. 이러한 점에서 본 연구는 배당소득증대세제의 효과성에 대한 1차적인 검증에 초점을 맞추고 있다.

#### 마. 배당소득증대세제 영구화의 필요성

배당소득증대세제의 한시적 적용은 배당을 실시하는 기업과 대주주 간에 기간별 이전거래를 통한 조세절감을 목적으로 배당소득증대세제 적용시기에 만 일시적으로 배당을 확대하는 문제점이 발생할 수 있다. 하지만 만약 우리나라 기업도 배당안정화정책을 추구하는 경향이 강하다면, 배당소득증대세

17) 김학수·이상엽(2016), p. 60에서 재인용(원출처: 국회예산정책처, 2014)

18) 김학수·이상엽(2016), p. 61에서 재인용(원출처: 서울파이낸스(2014.10.8.), [2014 국감 상위 1%가 배당소득 72% 차지)

제를 영구화하지 않더라도 2015년에 증가한 배당성향이나 배당금 규모가 최소한 유지될 것으로 기대할 수 있다. 이와 같은 배당안정화정책의 경향성이 강하게 나타나는가를 판단하는 것은 실증적 분석을 통해 판단해 보아야 할 문제이다.

---

## Ⅲ. 우리나라 상장기업의 배당 현황 및 평가

---

### 1. 상장기업의 배당 현황

#### 가. 분석자료

기업의 배당 결정요인과 배당과 주가와의 관계를 실증분석을 통해 규명해 보기 위해 본 연구에서는 톰슨 로이터스(Thomson Reuters)에서 제공하는 기업의 재무정보 자료를 수집하였다. 톰슨 로이터스(Thomson Reuters)에는 기업 재무제표의 정보뿐만 아니라 개별주주의 보유주식비중, 주가, 기업의 지배구조 등 기업의 배당 의사결정에 미치는 다양한 요인들의 대한 정보를 수집하고 있다. 따라서 배당의 결정요인과 배당과 주가 간의 관계를 규명하려는 본 연구의 목적을 수행하기에 적합한 자료라고 판단된다.

구체적으로 본 연구에서 수집한 자료는 <표 Ⅲ-1>에 제시한 바와 같이, 7개 국가의 9개 대표 주식시장에 상장된 모든 흑자기업(세후당기순이익)0)을 분석대상으로 삼았다. 이와 같은 선택의 배경에는 미국, 영국, 캐나다와 같이 주식시장이 발전한 국가와, 신생 주식시장을 가진 중국, 그리고 한국과 유사한 대만과 일본을 포함하여 다양한 발전단계에 있는 주식시장을 포괄하려는 데 있다. 분석에 사용된 총기업 수는 8,060개이며, 이 중 일본의 TOPIX가 1,892개로 가장 많고 영국의 FTSE100가 83개로 가장 적었다. 한국은 KOSPI에 상장된 기업만을 대상으로 하였으며, 총 702개의 흑자기업만이 분석대상에 포함되었다. 분석기간은 2008년 미국발 글로벌 금융위기가 분석대상국 기업들의 배당 의사결정에 미칠 수 있는 이질적인 효과를 배제하기 위해서 2010년에서 2015년까지의 총 6개 사업년도를 분석기간으로 삼았다.

본 연구에서 흑자기업만을 분석대상으로 삼은 데에는 다음과 같은 이유가 있다. 첫째, 기본적으로 배당은 기업이 낸 수익을 투자에 대한 보상으로 주

주들에게 환원하는 것이 목적이기 때문에 흑자기업이 배당을 하는 것이 일반적이다. 비록 배당 안정성(dividend smoothing)을 중요하게 생각하는 기업이 적자가 발생한 경우에도 배당을 하는 경우가 존재하지만, 자료를 통해 보면 대부분의 기업들은 수익이 있을 경우에 배당을 하는 경향이 뚜렷하게 나타나는 것이 일반적인 현상이다.

둘째, 본 연구의 틀 내에서 더욱 중요한 이유는 바로 흑자기업만을 분석 대상으로 삼는 것이 배당성향, Price Earning Ratio(이하 PER) 등의 배당 관련 주요 변수의 왜곡을 줄이는 데 장점이 있기 때문이다. 바로 이러한 이유 때문에 본 연구와 같이 배당성향을 정의하고 분석한 선행연구들(예컨대, 김도성·양준선·황승찬, 2010; 차병섭·이영, 2007; La Porta et al., 2000 등)에서도 흑자기업만을 분석대상으로 삼고 있다. 일반적으로 배당성향은 총배당금을 당기순이익으로 나눈 값으로 정의할 수 있으며, 이는 기업이 수익의 어느 정도를 배당하였는지를 의미한다. 또한 PER은 주가를 주당순이익(Earning Per Share, EPS)으로 나눈 값으로 정의할 수 있으며, 이는 기업 주식의 가치 혹은 가격을 대표하는 변수의 역할을 한다. 하지만 적자기업의 경우 당기순이익이 음(-)의 값을 갖기 때문에 자연히 배당성향과 PER이 음(-)의 값을 갖게 되며, 이는 배당성향과 PER의 의미를 왜곡하는 결과를 가져오게 된다. 이와 같은 점에서 흑자기업만을 분석하는 것이 본 연구의 목적에 더욱 부합하다고 생각된다.

〈표 III-1〉 분석대상지수와 기업 수

(단위: 개)

국가	주식시장명	분석대상 기업 수
영국	FTSE100	83
한국	KOSPI	702
미국	NASDAQ	1,133
	S&P500	461
중국	SSE (상해)	1,051
	SZSE (심천)	1,777
일본	TOPIX	1,892
캐나다	TSX	129
대만	TWSE	832
전체		8,060

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

## 나. 배당 현황의 국제비교

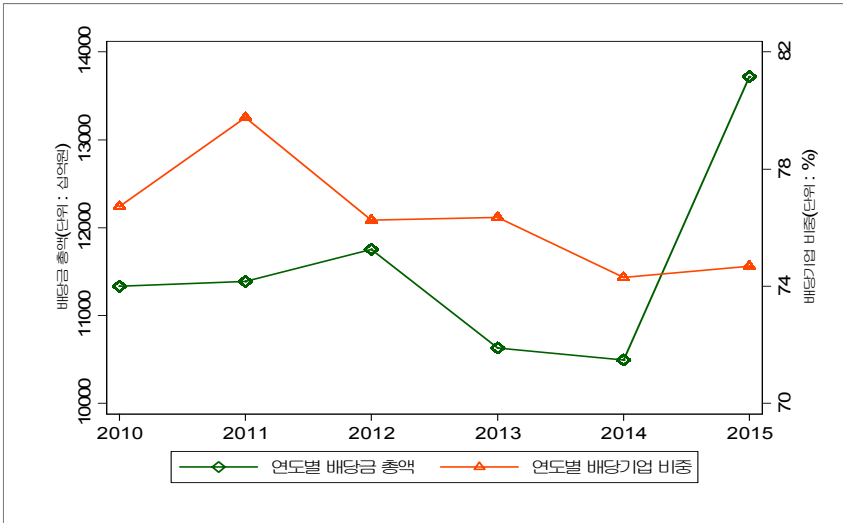
국제적 비교에 앞서 우리나라 상장기업의 배당 현황에 대해서 살펴보도록 하자. 먼저 [그림 Ⅲ-1]에는 KOSPI에 상장된 국내 흑자기업의 총현금배당금과 배당기업 비중의 연도별 추이를 도식화하였는데, 총현금배당금은 2010년 11.3조원에서 2014년 10.5조원으로 연도별로 감소세에 있다가 2015년 배당소득증대세제의 도입과 함께 13.7조원으로 크게 증가한 것을 알 수 있다.<sup>19)</sup> 반면, 배당기업의 비중은 2011년 76.7%에서 2015년 74.7%로 감소 폭은 작지만 지속적으로 감소하는 추세를 보이고 있다. 이러한 결과를 통해 판단컨대, 국내기업의 총현금배당금의 증가는 2015년부터 시행된 배당소득증대세제의 도입이 기업의 배당을 유인한 결과로 평가할 수 있으나, 동 제도가 배당기업이 비중을 증가시키는 데 효과적이지 않았다는 근거를 보여주고 있다.

배당기업의 비중이 증가하지 않았음에도 배당금이 증가하였다는 사실은 특정한 기업들이 배당금을 증가시켰다는 것을 의미한다. 이를 더욱 자세히 살펴보기 위해서 <표 Ⅲ-2>에는 추가적으로 당기순이익 4분위별 배당금 및 배당기업의 비중을 제시하였다. 먼저 당기순이익 분위별로 살펴보면, 당기순이익의 증가에 따라 총배당금과 배당기업 비중이 증가하는 경향이 있다는 것이 확인 가능하다. 연도별로 보면, 각 분위별 배당기업 비중은 연도별 변화가 적고 일정한 것으로 나타났으며, 총배당금의 경우에도 당기순이익 4분위 기업들을 제외하고는 눈에 띄는 변화는 나타나지 않았다. 반면 당기순이익 4분위 기업들의 총배당금은 2014년 9.1조원에서 2015년 12.4조원으로 3.3조원가량 대폭 증가한 것을 알 수 있으며, 이는 2015년 총배당금 증가의 대부분을 설명하고 있다. 이와 같은 결과는 2015년의 총배당금의 증가는 당기순이익이 큰 일부 기업이 배당을 크게 증가하였기 때문이라는 근거를 제시하고 있는 것으로 판단되며, 따라서 우리는 배당소득증대세제의 도입이 시장 전체보다는 일부 기업에 유의미한 영향을 미친 것으로 추론할 수 있다.

19) 여기서는 흑자기업만을 대상으로 총현금배당금과 배당기업 비중을 계산하였기 때문에, 앞서 제Ⅱ장에서 제시한 총현금배당금의 규모와 차이가 존재한다.

[그림 III-1] KOSPI 상장기업의 총배당금과 배당기업비중의 연도별 변화

(단위: 십억원, %)



출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

<표 III-2> KOSPI 상장기업의 총배당금과 배당기업 비중

(단위: 십억원, %)

구분		연도					
		2010	2011	2012	2013	2014	2015
전체	배당금	11,331.75	11,386.07	11,752.61	10,630.06	10,492.89	13,719.11
	배당기업 비중	76.72	79.76	76.26	76.35	74.30	74.69
당기순이익 1분위	배당금	112.14	156.95	202.98	187.54	208.31	173.73
	배당기업 비중	60.00	65.08	59.20	62.90	60.90	58.99
당기순이익 2분위	배당금	256.30	286.22	450.32	363.23	350.76	312.24
	배당기업 비중	73.88	78.57	77.42	74.40	71.64	71.22
당기순이익 3분위	배당금	846.77	823.64	761.60	841.12	824.92	856.47
	배당기업 비중	87.22	87.30	82.11	82.54	82.58	78.57
당기순이익 4분위	배당금	10,116.53	10,119.26	10,337.72	9,238.16	9,108.89	12,376.66
	배당기업 비중	85.93	88.10	86.40	85.48	82.09	89.93

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

이제 국제비교를 통해서 우리나라 상장기업 배당정책의 현주소를 살펴볼  
 도록 하자. 기업 배당의 크기에 대한 국제비교를 위해서 기업의 총현금배당

금을 당기순이익으로 나눈 값으로 정의되는 배당성향(Dividend Payout Ratio)을 주로 활용하고 있다. 하지만 이렇게 정의된 기업의 배당성향은 상당수의 극단값(outliers)을 포함하고 있을 가능성이 높다. 예컨대 어떤 기업의 총현금배당금이 백만원인데 당기순이익이 만원이라고 하면, 배당성향은 10,000%로 매우 큰 값을 갖게 된다. 이처럼 총배당금은 크지 않지만 당기순이익이 0에 가까운 기업의 경우 배당성향이 매우 큰 극단값을 갖게 되며, 이는 기업의 평균적인 배당성향을 과대추정하게 하는 원인이 된다.

이와 같은 극단값의 문제를 보정하기 위해서 본 연구에서는 다음의 두 가지 방법을 사용하여 배당성향에 대한 변수를 구성하였다. 첫 번째 방법은 배당성향이 250%(전체 샘플의 약 95%값에 해당)를 넘지 않는 기업만을 분석대상에 포함하는 방법으로, 이렇게 정의된 배당성향을 '배당성향1'이라 명명하였다. 두 번째 방법은 배당성향의 최댓값을 250%에 고정하는 방법(Winsorization)을 사용하였다. 즉, 본 연구에서는 배당성향이 250%가 넘는 기업의 배당성향을 250%로 대체하는 방법을 활용하였으며, 이렇게 정의된 배당성향을 '배당성향2'라고 명명하였다.

배당성향과 배당기업 비중의 국제비교에 앞서 한 가지 주의해야 할 점은 기업이 수익을 주주에게 환원하는 방식이 배당만이 아니라는 것이다. 즉, 배당을 통해 주주에게 수익을 환원하는 방식 이외에 기업은 자사주 매입을 통해 주가를 상승시켜 간접적으로 주주에게 수익을 환원하는 방식을 채택하기도 한다. 반면 본 연구에서는 기업이 배당을 통해 주주에게 환원하는 방식에만 초점을 맞추고 있기 때문에, 아래에 제시된 배당성향 및 배당기업 비중은 실제보다 다소 과소추정된 경향이 있을 수 있음을 밝혀 둔다.

먼저 <표 Ⅲ-3>에는 각각의 배당성향의 정의에 따른 주식시장별 기업의 평균배당성향의 연도별 변화를 제시하였다. '배당성향1'을 기준으로 주식시장별 평균배당성향을 비교해보면, 중국 SSE와 SZSE, 영국 FESE100이 50~60%대로 가장 높고, 캐나다 TSX, 미국 S&P500, 일본 TOPIX가 30~40%대이며, 한국 KOSPI가 22.5%로 14.3%인 미국 NASDAQ을 제외하고는 가장 낮은 수준이라는 것을 확인할 수 있다. 이러한 경향은 '배당성향2'를 기준으

로 살펴보아도 동일한 것으로 나타났다. 특히, 미국 NASDAQ의 기업들은 대체로 배당성향이 낮은 신생기업 및 벤처기업의 비중이 높다는 점을 감안할 때, 한국 KOSPI의 배당성향은 국제적으로 유독 낮은 수준이라고 볼 수 있다. 한편 연도별 변화를 살펴보면, 배당성향은 다수의 주식시장에서 증가하는 경향이 나타나고 있으며, 특히 중국의 배당성향이 급격히 증가하는 추세에 있다는 것이 특징적이다.

다음으로 흑자기업에 한해서 주식시장별 배당기업 비중을 정리한 <표 III-4>를 살펴보면, 배당기업 비중이 90%대에 육박하는 4개의 주식시장(FTSE100, SSE, SZSE, TSX)를 제외하고는 한국 KOSPI의 배당기업 비중이 76.3%로 미국 S&P500, 일본 TOPIX와 유사한 수준으로, 분석대상 주식시장 중 5번째로 큰 것으로 나타났다. 한편 배당기업 비중의 연도별 변화를 살펴보면, 다른 주식시장의 배당기업 비중은 조금씩 상승하고 있는 추세인 반면에, 한국 KOSPI의 배당기업 비중만이 감소하는 추세에 있는 것으로 나타났다.

<표 III-3> 주식시장별 평균배당성향 비교

(단위: %)

주식시장	연도						전체
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
<b>Panel A. 배당성향1</b>							
FTSE100	36.97	40.22	54.04	59.91	59.65	56.35	51.69
KOSPI	18.95	21.22	21.71	27.30	24.39	21.87	22.53
NASDAQ	10.92	12.61	15.25	15.28	15.21	15.89	14.25
S&P500	28.13	28.97	35.67	33.20	36.70	39.10	33.72
SSE	53.67	59.50	66.25	71.73	71.41	66.68	64.82
SZSE	39.57	42.02	55.09	55.56	53.89	49.82	49.69
TOPIX	38.89	33.90	33.59	30.04	27.77	28.39	31.75
TSX	34.05	37.50	44.02	51.30	52.99	51.58	45.38
TWSE	41.08	56.83	54.16	48.69	51.60	58.79	51.76
<b>Panel B. 배당성향2</b>							
FTSE100	40.35	43.31	56.93	69.78	62.15	64.31	56.82
KOSPI	20.24	25.31	25.84	29.98	28.20	24.74	25.66
NASDAQ	15.88	16.30	20.44	18.31	19.84	21.91	18.85

〈표 III-3〉의 계속

주식시장	연도						전체
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
S&P500	34,25	33,24	38,78	37,24	39,70	43,05	37,77
SSE	69,91	79,55	90,63	101,80	96,23	91,79	88,53
SZSE	46,57	54,16	73,85	73,06	71,54	65,88	65,05
TOPIX	44,71	38,25	37,64	32,55	29,66	30,99	35,20
TSX	43,98	52,68	50,67	73,60	58,67	67,55	58,01
TWSE	43,26	66,90	61,93	51,37	58,08	63,76	57,45

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

〈표 III-4〉 주식시장별 배당기업 비중 비교

(단위: %)

주식시장	연도						전체
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
FTSE100	90,48	91,18	94,12	92,21	96,05	94,52	93,18
KOSPI	76,72	79,76	76,26	76,35	74,30	74,69	76,30
NASDAQ	23,62	26,17	29,26	30,62	30,17	31,86	28,71
S&P500	71,43	71,98	73,43	75,06	75,12	73,83	73,51
SSE	93,73	94,49	95,24	95,54	95,88	96,57	95,28
SZSE	87,59	87,28	90,38	91,00	91,27	92,81	90,23
TOPIX	88,47	88,51	89,32	89,06	89,37	90,93	89,33
TSX	70,11	70,41	76,34	79,59	75,00	78,16	74,96
TWSE	70,79	75,99	74,29	75,00	78,41	79,80	75,77

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

마지막으로 주식시장별 배당수익률의 연도별 변화를 비교해보자. 배당수익률은 주당배당금을 주식가격으로 나눈 값으로 주식투자에 대한 배당의 기대수익률을 의미한다. 〈표 III-5〉에 따르면, 한국 KOSPI의 배당수익률은 1.72%로 주식시장이 아직 성장단계에 있는 중국의 주식시장을 제외하고는 가장 낮은 것으로 나타났다. 이는 우리나라와 유사한 주식시장구조를 가진 일본 TOPIX의 배당수익률인 2.15%와 비교해 보아도 상대적으로 낮은 수준이며, 약 3%대로 상대적으로 높은 배당수익률을 보이고 있는 영국, 미국, 캐나다, 대만의 주식시장과 비교하면 절반 정도밖에 미치지 못한다. 연도별로

배당수익률의 변화를 살펴보면, 다른 주요국에서는 배당수익률이 연도별로 부침이 존재하나 대체로 일정한 반면, 한국과 일본 주식시장의 배당수익률은 지속적으로 감소하고 있는 추세에 있다는 것을 확인할 수 있다.

〈표 III-5〉 주식시장별 배당수익률 비교

(단위: %)

주식시장	연도						전체
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
FTSE100	3.20	3.88	3.67	3.22	3.33	3.28	3.42
KOSPI	1.79	2.12	1.90	1.66	1.46	1.44	1.72
NASDAQ	2.66	3.34	3.23	2.52	2.73	3.38	2.98
S&P500	2.17	2.39	2.44	2.16	2.13	2.48	2.30
SSE	0.52	0.87	0.88	1.15	0.84	0.69	0.83
SZSE	0.48	0.94	0.96	0.83	0.62	0.42	0.71
TOPIX	3.33	2.46	2.24	1.75	1.68	1.76	2.15
TSX	3.35	3.81	3.44	3.66	3.64	4.11	3.67
TWSE	2.97	5.22	4.16	3.28	3.65	4.62	3.97

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

이와 같은 국제비교를 통해 살펴본 우리나라 KOSPI 상장기업의 배당 현황의 특징을 요약하면, 배당기업 비중은 낮지 않은 편이나 배당성향과 배당수익률이 주요국에 비해 현저히 낮다는 것을 알 수 있다. 이처럼 국내의 기업이 유독 낮은 배당성향과 배당수익률을 보이고 있는 현상은 국내의 다른 연구들(차병섭·이영, 2007; 연강흠, 2016 등)에서도 국내 주식시장의 특징으로 보고하고 있는바, 이러한 특징들이 국내의 주식시장이 성숙하지 못한 이유로 종종 거론되고 있다. 따라서 낮은 배당성향과 배당수익률이라는 국내 시장의 특징이 나타나게 된 원인에 대한 면밀한 검토가 요구되고 있으며, 본 연구 또한 이와 같은 현상의 원인을 실증적으로 규명해보고자 하는데 그 목적이 있다.

## 다. 주식시장별 기업특성 비교

기존문헌(Fama and French, 2001; Florence, 1959; La Porta et al., 2000; 차병섭·이영, 2007 등)들은 기업의 배당활동이 다양한 기업의 특성뿐만 아니라 국가별 사회·규범·문화적 차이에 의해서 영향을 받는 것으로 보고하고 있다. 따라서 주식시장별 기업의 배당활동을 심층적으로 이해하기 위해서 먼저 개별 주식시장에서 나타나는 기업구성의 특징을 정리해 볼 필요가 있다.

먼저 주식시장별 상장기업의 역사를 살펴보기 위해서 <표 III-6>에는 업력에 대한 대용변수(Proxy variable)로 개별 기업이 주식시장에 상장된 기간에 대한 기술통계량을 주식시장별로 제시하였다.<sup>20)</sup> 제시된 표에 따르면, FTSE100, S&P500, TOPIX 상장기업의 평균 상장기간이 25년 이상으로 가장 높고, 한국 KOSPI 상장기업의 평균 상장기간은 21.2년으로 4번째로 높았으며, 그 뒤를 NASDAQ과 TSX이 각각 16.1년, 18.7년으로 뒤따르고 있다. 그리고 시장경제의 역사가 길지 않은 중국의 주식시장에서는 상장기업의 평균 상장기간이 13.2년(SSE)과 8.1년(SZSE)으로 가장 낮았다.

<표 III-6> 주식시장별 기업 상장기간의 기술통계량

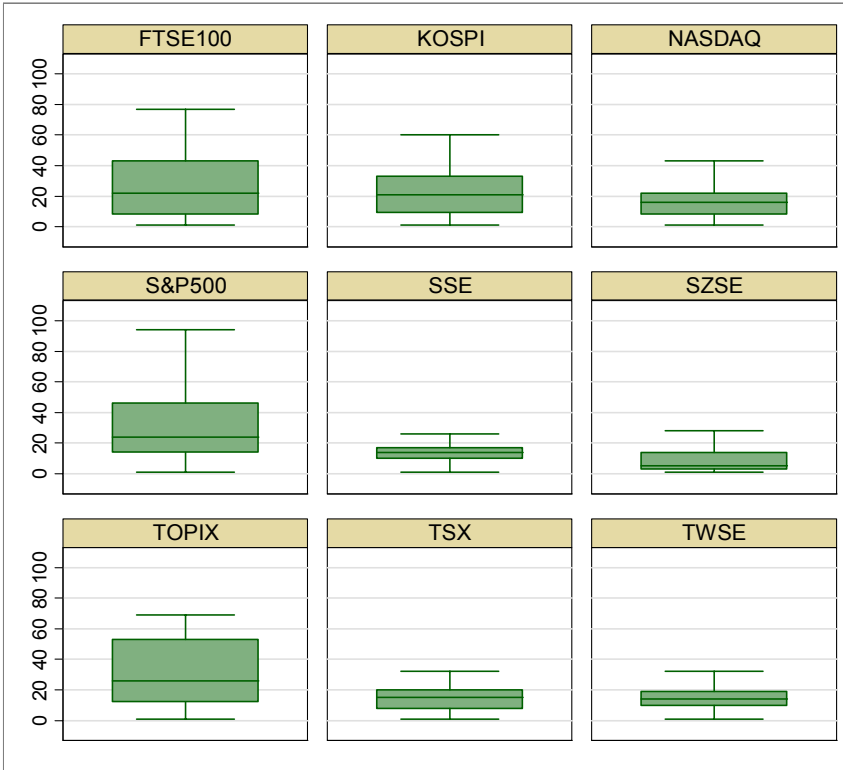
(단위: 개, 년)

주식시장	관측치	평균	표준편차	최솟값	p25	p50	p75	최댓값
FTSE100	425	26.90	21.20	1	8	22	43	77
KOSPI	3,127	21.18	13.16	1	9	21	33	60
NASDAQ	4,667	16.13	10.19	1	8	16	22	89
S&P500	2,510	31.57	24.23	1	14	24	46	124
SSE	4,998	13.18	5.63	1	10	14	17	26
SZSE	8,373	8.13	6.50	1	3	5	14	28
TOPIX	9,740	31.77	21.91	1	12	26	53	69
TSX	567	18.73	21.48	1	8	15	20	111
TWSE	4,007	15.63	9.98	1	10	14	19	54

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

20) 톰슨 로이터의 자료에서는 기업의 설립년도에 자료가 제공되고 있지 않아서 업력(firm age)을 계산할 수 없었다. 따라서 기업이 주식시장 상장일시에 대한 정보를 활용하여 업력에 대한 대용변수로 상장기간 계산하여 활용하였다.

[그림 III-2] 주식시장별 기업 상장기간의 분포



출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

이러한 상장기간의 분포를 더욱 자세히 살펴보기 위해 [그림 III-2]에는 주식시장별 상장기간에 대한 박스그래프를 제시하였다. 영국 FTSE100와 미국 S&P500와 같이 주식시장의 역사가 긴 나라에서는 상장기간이 긴 기업이 상당 부분 분포하고 있는 것으로 나타난 반면, NASDAQ, SSE, SZSE, TSX는 상장기간이 짧은 기업들이 상당 부분 분포하고 있어 신생기업의 비중이 높다는 것을 알 수 있다. 한국 KOSPI의 상장기간은 일본 TOPIX와 매우 유사한 구조를 보이고 있으며, 평균을 중심으로 상당히 고른 상장기간의 분포를 가지고 있는 것으로 나타났다.

〈표 III-7〉에는 주식시장별 상장기업의 산업분포를 제시하였는데, 이를 통

해 주식시장별로 산업분포가 상당히 이질적이라는 것을 확인할 수 있다. 먼저 한국을 비롯한 아시아 국가들에서 제조업의 비중이 높은 것으로 나타났는데, 한국 KOSPI의 제조업의 비중은 69.8%로 중국 SZSE(70.3%) 다음으로 높은 것을 알 수 있다. 반면 미국, 영국, 캐나다 영미권 국가들에서는 금융 및 보험업과 전기, 가스 및 수도(유틸리티)의 비중이 상대적으로 높았다. 미국 NASDAQ의 경우는 기타 산업의 비중이 높은 것으로 나타났는데, 이는 NASDAQ 상장기업 중 IT산업에 종사하고 있는 기업의 비중이 높기 때문인 것으로 판단된다.

이와 같은 주식시장별 상장기업의 산업분포를 통해 우리는 아시아 국가에서 상대적으로 낮은 배당성향과 배당수익률이 나타나는 이유를 부분적으로 유추해 볼 수 있다. 대체로 제조업에서는 지속적인 투자를 통해서 사업을 확장할 수 있기 때문에 사내유보금을 통해 투자금을 확보하려는 경향이 강하다. 그렇기 때문에 제조업에서는 배당보다는 사내유보금을 선호하는 경향이 존재하며, 이는 제조업 비중이 높은 아시아 국가들의 배당성향이 낮은 이유를 일부 설명할 수 있다. 반면, 금융 및 보험업과 전기, 가스 및 수도(유틸리티) 산업의 경우 초기의 대규모 투자를 한 이후에는 지속적인 투자금을 형성할 필요가 없기 때문에 대체로 배당성향이 높은 편이며, 이러한 경향은 영미권 국가들의 배당성향이 상대적으로 높은 이유를 일부 설명할 수 있다. 또한 IT산업의 경우 신생기업의 비중이 높기 때문에 대체로 배당성향이 낮으며, 이는 미국 NASDAQ의 낮은 배당성향을 설명한다. 이처럼 이질적인 산업분포는 아시아 국가들의 배당성향과 배당수익률이 낮은 이유에 대한 부분적인 설명이 가능하다. 하지만 유독 국내 기업의 배당성향 및 배당수익률이 다른 아시아 국가들에 비해 낮은 이유를 설명하기에는 부족한 것이 사실이며, 이를 규명하기 위해서 본 연구에서는 기업의 소유 및 지배구조 분석에 초점을 맞추고 있다.

〈표 III-7〉 주식시장별 산업분포

(단위: %)

산업분류	주식시장								
	FTSE 100	KOSPI	NASDAQ	S&P 500	SSE	SZSE	TOPIX	TSX	TWSE
건설, 숙박 및 음식점업	2.6	3.6	4.1	2.9	11.2	6.5	9.8	1.2	8.5
금융 및 보험업	<b>21.6</b>	7.2	7.5	<b>11.4</b>	2.3	0.8	2.6	<b>10.4</b>	2.3
농업, 임업, 어업 및 광업	8.2	0.9	2.5	5.1	5.9	3.5	0.7	23.8	0.1
도소매업	7.5	6.3	9.8	9.9	10.6	5.0	15.1	7.1	6.2
부동산 및 운수업	9.2	3.6	6.7	10.1	6.8	2.8	6.1	20.6	3.0
전기, 가스 및 수도	<b>6.1</b>	1.8	0.3	<b>6.7</b>	<b>6.0</b>	2.3	1.0	<b>4.9</b>	0.5
제조업	24.7	<b>69.8</b>	38.9	37.5	<b>51.4</b>	<b>70.3</b>	<b>48.8</b>	12.9	<b>75.7</b>
기타	20.0	6.8	<b>30.2</b>	16.4	5.8	8.8	15.9	19.0	3.7

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

〈표 III-8〉에는 주식시장별 기업의 소유구조를 비교하였다. 먼저 주식시장별 지분율을 살펴보면, KOSPI 상장기업에서 기업의 평균 지분율이 25.2%로 중국시장을 제외하고는 가장 높았으며, 특히 개인투자자의 지분율이 23.3%로 분석대상 주식시장과 비교해 보았을 때 압도적으로 높았다. 또한 5% 이상 대주주 지분율과 최대주주 지분율도 가장 높은 편이었다. 이러한 결과는 다른 주식시장에 비해 한국 KOSPI 상장기업에서 기업과 개인투자자, 그리고 대주주 및 최대주주에 소유구조가 집중된 경향이 있다는 것으로 보여준다. 반면 외국인 투자자의 지분율은 외국인 투자를 제한하고 있는 중국 시장을 제외하고는 가장 낮은 것으로 나타났다.

다음으로 대주주 및 최대주주 유형을 살펴보면, 영미권 국가와 아시아 국가의 기업들 사이에 상반된 결과가 나타나는 것을 볼 수 있다. 미국, 영국, 캐나다의 영미권 국가들의 경우에는 기관투자자가 대주주 혹은 최대주주인 기업의 비중이 가장 높은 것으로 나타난 반면, 한국을 비롯한 아시아 국가들에서 기업과 개인투자자가 대주주 혹은 최대주주인 기업의 비중이 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 특히 한국 KOSPI의 경우에는 개인투자자가 대주주 혹은 최대주주인 기업의 비중이 다른 주식시장에 비해서 압도적으로 높은 것으로 나타났다.

〈표 III-8〉 주식시장별 지분율 및 소유구조의 기술통계량

(단위: %)

변수	주식시장								
	FTSE 100	KOSPI	NASDAQ	S&P 500	SSE	SZSE	TOPIX	TSX	TWSE
지분율									
기업	6.96 (14.97)	25.21 (23.05)	5.47 (17.66)	1.76 (6.50)	48.65 (20.95)	30.00 (27.13)	24.50 (17.58)	5.92 (15.42)	26.54 (20.40)
기관투자자	57.07 (18.07)	12.55 (13.20)	65.50 (31.43)	79.46 (15.43)	6.88 (7.95)	6.61 (7.24)	16.60 (11.26)	45.61 (20.03)	7.44 (8.21)
개인투자자	2.13 (7.44)	23.27 (23.28)	10.96 (16.33)	2.45 (5.89)	5.66 (11.57)	14.62 (22.19)	8.05 (13.24)	4.98 (15.38)	14.04 (13.70)
정부기관	3.78 (3.58)	0.39 (1.64)	0.51 (0.93)	1.10 (2.55)	0.55 (2.35)	0.35 (0.91)	0.58 (1.88)	1.01 (2.52)	1.01 (3.56)
기타	0.09 (0.58)	0.00 (0.09)	1.58 (2.49)	2.47 (1.48)	0.00 (0.06)	0.00 (0.05)	0.56 (1.63)	1.45 (2.20)	0.01 (0.20)
외국인	35.17 (14.61)	6.53 (10.47)	9.35 (14.54)	11.78 (6.22)	0.93 (5.23)	1.30 (6.92)	7.10 (8.74)	22.22 (20.16)	48.77 (17.11)
대주주: 1%이상	45.27 (17.15)	57.46 (18.03)	63.84 (24.24)	48.79 (15.17)	56.53 (18.02)	47.04 (28.06)	44.36 (16.13)	42.88 (22.88)	45.40 (17.42)
대주주: 5%이상	18.90 (17.30)	49.45 (18.57)	36.36 (24.16)	18.86 (13.14)	47.66 (18.85)	37.91 (25.43)	25.40 (19.98)	21.96 (25.01)	27.15 (20.39)
최대주주	12.52 (13.12)	29.68 (16.12)	17.77 (17.52)	10.03 (6.86)	39.28 (18.36)	27.97 (19.69)	17.92 (15.05)	15.66 (19.20)	15.72 (11.99)
대주주 유형									
기업	9.65	46.50	7.52	1.47	92.22	55.28	64.99	12.17	60.52
기관투자자	87.29	5.89	77.61	97.25	1.92	23.24	20.06	84.30	5.15
개인투자자	1.88	47.55	14.66	1.12	5.69	21.47	14.58	3.53	33.71
정부기관	1.18	0.06	0.04	0.16	0.16	0.02	0.20	0.00	0.62
기타	0.00	0.00	0.17	0.00	0.00	0.00	0.17	0.00	0.00
최대주주 유형									
기업	14.82	47.27	13.05	6.57	93.94	56.59	58.17	16.23	64.33
기관투자자	76.71	5.85	65.10	86.41	0.46	22.47	25.78	72.84	6.69
개인투자자	3.53	46.69	21.33	5.90	5.32	20.85	15.39	8.82	27.64
정부기관	4.47	0.19	0.06	0.84	0.28	0.09	0.31	1.41	1.29
기타	0.47	0.00	0.45	0.28	0.00	0.00	0.35	0.71	0.05
외국인	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

주: 1. 주식시장별 관측치 수는 FTSE100 425개, KOSPI 3,127개, NASDAQ 4667개, S&P 2,510개, SSE 4,998개, SZSE 8,373개, TOPIX 9,740개, TSX 567개, TWSE 4,007개임

2. ( ) 안의 값은 표준편차를 의미

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

기업의 소유구조에 관한 이상의 결과를 토대로 국내기업의 특징을 요약하면 다음과 같다. 다른 국가들에 비해 i) 개인투자자와 대주주 및 최대주주의 지분율이 높음과 동시에, ii) 개인투자자와 대주주 혹은 최대주주인 기업의 비중이 가장 높다는 것을 알 수 있다. 이러한 결과는 국내 기업들의 소유구조가 대체로 소수의 개인투자자에 집중되는 경향이 있다는 것을 보여주고 있으며, 이는 개인의 지분율을 높임으로써 경영권을 유지해야 하는 재벌기업의 특성을 반영하고 있는 것으로 판단된다.

마지막으로 주식시장별 지배구조를 비교하기 위해서, <표 Ⅲ-9>에는 기업 이사회와 특성과 관련된 변수들의 기초통계량을 제시하였다. 기업의 지배구조와 관련해서는 대체로 이사회가 어느 정도의 독립성이 부여되어 있는가를 살펴보는 것을 통해 판단한다. 하지만 제시된 표에 근거해서는 국내기업의 이사회 특성이 다른 주요국에 비해서 더욱 독립적인지 그렇지 않은지를 판단하기가 어려운 것으로 보인다. 국내기업의 이사회 규모와 사외이사 비율 면에서 영미권 국가들보다 낮은 것은 사실이나, CEO(혹은 전 CEO)가 이사회 의장 혹은 회원인 기업의 비중은 오히려 영미권 국가들이 더욱 높은 것으로 나타났다. 더욱이 이사회와 독립성을 대표하는 사외이사비율은 아시아 국가들 사이에서는 오히려 높은 편인 것으로 나타났다. 반면 이사회와 하위위원회의 비중을 살펴보면 중국을 제외하고는 국내기업이 가장 낮은 것을 확인할 수 있다. 이러한 결과를 통해 이사회와 관련 지배구조 변수들이 배당 및 주가에 미치는 영향을 추론하기가 매우 어려운 것으로 판단되며, 따라서 이와 같은 관계는 실증적으로 규명해야 할 문제인 것으로 생각된다.

〈표 III-9〉 주식시장별 지배구조 관련변수의 기초통계량

(단위: %)

변수	주식시장								
	FTSE 100	KOSPI	NASDAQ	S&P 500	SSE	SZSE	TOPIX	TSX	TWSE
이사회 특성									
이사회 규모	10.92 (2.19)	8.87 (2.87)	9.74 (2.78)	10.94 (2.40)	11.56 (3.42)	12.01 (5.12)	10.58 (3.83)	10.02 (2.98)	9.43 (3.55)
사외이사 비율	58.47 (16.26)	54.55 (13.08)	74.51 (15.30)	81.85 (10.83)	41.06 (8.69)	42.38 (12.52)	18.30 (16.63)	76.66 (13.47)	20.27 (16.04)
평균 재임기간	5.48 (1.74)	3.42 (0.92)	9.62 (4.19)	9.28 (3.49)	4.58 (1.39)	7.19 (2.09)	6.65 (3.21)	8.32 (3.47)	10.54 (5.48)
회의 횟수	8.57 (2.80)	10.47 (3.47)	7.52 (3.42)	7.81 (3.18)	10.77 (7.57)	10.75 (4.67)	13.93 (3.88)	9.11 (3.61)	7.25 (1.97)
CEO=이사회 의장	5.03	39.59	62.15	73.68	24.80	37.50	46.10	33.93	30.22
CEO=이사회 멤버	97.98	99.32	94.76	98.86	93.56	98.11	99.08	97.54	93.47
의장=전 CEO	4.73	18.55	48.55	54.31	17.32	27.78	31.67	27.80	15.30
하위 위원회									
지배구조위원회	32.09	3.39	87.29	98.19	1.97	0.00	2.74	92.46	5.60
이사추천위원회	100.00	37.78	91.89	91.70	77.56	75.00	17.18	88.36	2.24
감사위원회	100.00	89.37	99.83	100.00	92.52	87.50	66.51	99.78	28.17
보상위원회	99.25	15.38	99.57	98.37	92.52	84.72	22.71	91.81	51.12

주: 1. 주식시장별 관측치 수는 FTSE100 402개, KOSPI 442개, NASDAQ 1172개, S&P 2206개, SSE 254개, SZSE 72개, TOPIX 1963개, TSX 464개, TWSE 536개임

2. ( ) 안의 값은 표준편차를 의미

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

지금까지 논의된 주식시장별 기업특성에 대한 국제비교를 통해서 국내 상장기업의 현황을 요약하면 다음과 같다. 첫째, 우리나라 상장기업의 역사를 상장기간을 통해 비교해 보면, 국내 기업은 상장기간이 짧거나 긴 쪽에 치우침 없이 매우 고른 분포를 보이고 있으며, 이는 일본의 상장기업의 상장기간 분포와 매우 유사한 것으로 나타났다. 둘째, 산업별 분포를 통해 보면 국내 상장기업은 대체로 배당성향이 낮은 제조업의 비중이 상대적으로 매우 높았으며, 이는 우리나라 상장기업의 배당성향이 낮은 이유를 일부 설명하고 있었다. 셋째, 기업 소유구조를 통해 국내 상장기업을 평가하면, 우리나라

라 상장기업의 소유구조가 상대적으로 소수의 개인투자자에 집중되는 경향이 나타나고 있음을 알 수 있었으며, 이는 국내기업의 재벌구조의 특징을 반영하고 있는 것으로 판단된다. 마지막으로 기업 지배구조를 반영하는 이사회회의 특징을 살펴보면, 다른 주식시장에 비해서 국내 상장기업들의 이사회회의가 더 독립적인가를 판단하기에는 무리가 있는 것으로 보인다. 다만, 이사회회의 하위 위원회의 비중은 중국을 제외하고 가장 낮은 것으로 나타났다.

## 2. 기업배당의 결정요인 분석

### 가. 이론적 배경 및 선행연구

배당은 기업이 경영활동의 결과물로 발생한 이익을 주주들에게 분배해주는 것이며, 이러한 배당금의 지급은 오랫동안 시장에서 이루어졌다. 그럼에도 배당 의사결정을 하는 기업이나 투자자의 형태에 대한 이론적 논의는 여전히 진행 중에 있으며, 이에 대한 다양한 실증연구들 또한 일부의 이론만을 지지하는 부분적인 근거를 제공하는 데 그치고 있다. 이렇듯 배당의 결정요인에 대한 연구가 일반적인 합의점에 도달하고 있지 못하는 근본적인 이유는 배당에 관한 기업의 의사결정에 영향을 미치는 외적·내적 요인들이 매우 다양하기 때문이며, 따라서 이러한 배당의 결정요인들을 분석하기 위해서는 엄밀한 연구의 설계가 필요하다. 본 절에서는 실증분석에 앞서 기존의 이론문헌에서 열거하고 있는 다양한 배당의 결정요인들에 대해서 살펴보고자 한다.

기업배당의 결정요인에 대한 가장 고전적인 이론 연구는 Miller and Modigliani(1961)를 들 수 있는데, 이들은 완전자본시장에서 조세가 없을 경우 배당정책은 기업의 가치와 무관하다는 것을 이론을 통해 입증하였다. 이 이론에 따르면, 기업이 배당을 지급하고 외부로부터 자금조달을 할 경우에 주가가 하락하여 배당지급의 효과가 정확히 상쇄되는 한편, 기업이 배당을 지급하지 않고 사내유보금을 통해 투자를 위해 사용할 경우에는 투자로 인한 수익이 정확히 주가에 반영되어 기업의 가치를 향상시킨다. 따라서 기업

의 가치는 오직 기업 소유자산의 수익능력과 기업의 투자정책에 의해 결정되고, 자본의 조달방식이나 배당정책은 단순히 이익의 흐름을 배당과 유보 이익으로 나눈 단순한 기술적 배분에 불과하게 된다. 하지만 이들의 이론은 세금과 거래비용과 같은 마찰(friction)이 없는 완전자본시장을 가정한 것이기 때문에 만약 이 가정이 유효하지 않을 경우에는 배당정책이 기업의 가치에 영향을 미칠 수 있음을 시사하고 있다. 이처럼 현실에서는 완전자본시장의 가정이 만족되지 않기 때문에, 일련의 연구들은 조세유인, 정보의 비대칭성, 대리인 비용, 고객효과 등의 다양한 관점에서 기업의 배당 의사결정의 요인들에 대해 논의하고 있다.

배당에 영향을 미치는 요인들 중에서 가장 먼저 생각해 볼 수 있는 것은 바로 조세유인일 것이다. 조세선호이론(The Tax-Preference Theory)에 따르면, 배당소득세와 자본소득세의 세율에 차이가 존재할 경우, 예컨대 배당소득세율이 자본소득세율보다 높을 경우에 투자자는 배당보다는 자본이득을 더욱 선호하게 되며, 이는 기업의 배당성향에 영향을 미칠 수 있다.<sup>21)</sup> 일반적으로 많은 국가에서 자본이득에 대해서 낮은 세율과 감면조항을 적용하고 있어 배당보다는 자본이득을 선호하게 되는 조세체계를 가지고 있다. 하지만 현실에서는 이러한 조세상의 불리함에도 불구하고 광범위하게 배당이 지급되고 있는 현상이 나타났는데, 학자들은 이 현상을 ‘배당금 퍼즐(Dividend Puzzle)’이라 부르며(Black, 1976) 이에 대한 원인을 규명하기 위한 연구를 진행하고 있다.

이후 배당금 퍼즐을 설명하기 위한 연구들은 다양한 방면에서 그 원인을 찾고 있는데, 그 중 기업과 투자자 간의 정보의 비대칭성을 가장 대표적인 원인으로 꼽고 있다. 신호효과(signaling effects)이론은 정보의 비대칭성하에서 배당의 지급은 기업의 건전성에 대한 내부 정보를 시장으로 전달하기 위한 신호로 작용할 수 있음을 주장한다. Grullon et al.(2000), Brickley(1983), Healy and Palepu(1988), Nissim and Ziv(2001)의 일련의 연구들은 배당의

---

21) Poterba and Summer(1984), La Porta et al.(2000) 등은 이러한 조세유인이 배당성향에 유의미한 영향을 미치는 것으로 보고하고 있다.

증가가 기업의 수익에 유의미한 영향을 미친 것으로 보고하고 있어, 이러한 신호효과이론에 대한 실증적 근거를 제공하고 있다. 이처럼 신호효과이론은 배당과 기업의 수익성과의 정(+)의 관계가 있음을 보이고 있지만, 배당정책의 변화가 기업활동의 어떤 정보와 관련이 있는지에 대한 설명을 하지 못하는 한계가 존재한다.

기업의 배당 의사결정을 정보의 비대칭성에 근거하여 설명하는 더욱 최근의 연구들은 배당이 투자자와 경영인의 주인-대리인 관계에서 대리인 비용(Agency cost) 혹은 감시비용(Monitoring cost)을 완화할 수 있는 기제로 작용할 수 있음에 주목하고 있다. 정보의 비대칭성하에서 주주들은 경영진의 행동을 감시하기 어렵고, 경영자는 주주 가치의 제고보다는 자신의 효용을 극대화하기 위한 유인이 더욱 크기 때문에 대리인 비용이 발생할 수 있다. 따라서 기업이 배당을 많이 하게 되면, 신규 자본조달 시 외부금융기관으로부터 평가가 강화되어 과잉투자 또는 불필요한 지출, 기업가치를 훼손하는 행위들을 제한할 수 있게 됨으로써 기업가치를 제고할 수 있게 된다(Easterbrook, 1984; Jensen, 1986). 따라서 이 이론에 따르면 주주는 대리인 문제를 완화하기 위해서 배당을 요구하게 된다.

정보의 비대칭성과는 달리 고객효과(The Clientele Effect) 이론에서는 기업의 배당성향이 다른 이유를 투자자의 수요 관점에서 접근하고 있다. 이 이론에 따르면 투자자는 자신의 선호를 만족시킬 수 있는 배당성향을 지닌 주식에 투자하게 된다. 예컨대 높은 세율을 적용받는 투자자는 추가적인 현금흐름이 발생하는 배당을 선호하지 않으므로 배당을 지급하지 않거나 배당금이 적은 회사에 투자하려 하고, 낮은 세율을 적용받는 투자자는 배당으로 인한 현금유입을 선호하므로 배당금이 높은 회사에 투자하려고 할 것이다(Allen and Michaely, 2003). 따라서 이 이론에 따르면 기업은 실질 배당정책을 쉽게 변화하지 않고 일정수준의 배당을 유지하려는 경향성을 가지게 될 것이고, 이는 배당 안정화(Dividend Smoothing)의 현상으로 나타나게 될 것이다. Lintner(1956), Leary and Michaely(2011), Larkin et al.(2016) 등의 연구들은 기업의 배당 안정화(Dividend Smoothing) 경향, 즉 배당성향의 지

속성이 다양한 주식시장에서 일반적으로 관찰되고 있다는 것을 실증적으로 보이고 있다.

또한 기업의 배당 의사결정을 설명하기 위해 기업 특성과 관련을 지으려는 이론도 존재한다. 대표적으로 기업 생애주기이론(Life-Cycle theory)에 따르면, 신생기업은 초기 투자활동에 집중하기 때문에 배당을 할 여력이 존재하지 않으나 성숙기로 접어들수록 배당을 많이 하려는 경향이 나타나게 되므로, 배당에도 생애주기이론이 적용될 수 있다고 주장한다(DeAngelo et al., 2006). 이 밖에도 행동주의적 관점에서 배당의 주요 결정요인을 시장의 비효율성, 투자자의 편향성, 경영진의 편향성에서 찾으려는 연구도 진행되었다.

지금까지 살펴본 배당 의사결정에 관한 이론들이 설명하고 있는 것처럼 배당 결정요인으로는 세금, 정보 비대칭성, 대리인 문제 등 다양한 요인이 존재한다. 이에 대한 실증연구들은 대체로 배당과 기업 특성과의 관계를 통해서 각 이론에 대한 실증적 근거를 제시하고 있는데, 관련 문헌이 매우 방대하므로 여기서는 본 연구에서 초점을 맞추고 있는 조세유인과 지배구조가 배당 의사결정에 미친 영향을 분석한 실증연구들을 중심으로 살펴보겠다.<sup>22)</sup>

배당의 조세유인과 관련해서는 Poterba(2004)를 비롯한 일련의 연구들(Chetty and Saez, 2005; Auerbach and Hassett, 2005 등)에서 다양한 실증 분석이 시도되었다. Poterba(2004)는 1935년부터 2002년까지 시계열자료를 활용하여 분석한 결과, 자본이득 대비 배당소득의 상대적인 세부담인 배당에 미치는 영향이 미미한 것으로 보고하고 있다. 반면, 배당소득세 세율 변화에 주목하여 자연실험(Natural Experiment)의 방법론을 적용한 실증연구들(대표적으로 Chetty and Saez, 2005와 Auerbach and Hassett, 2005)은 2003년 미국의 배당소득세 감면이 기업의 배당성향에 유의미한 영향을 미쳤다는 상반된 실증적 근거를 제시하고 있다.

소유 및 지배구조가 기업의 배당 의사결정에 미친 영향에 대한 연구는 최

---

22) 정보의 비대칭, 신호효과, 대리인 이론 등의 기업의 배당 의사결정요인에 대한 다양한 실증연구의 동향은 Allen and Michaely(2003)과 Farre-Mensa, Michaely and Schmalz(2014)의 서베이 연구를 참조.

근에 더욱 주목받고 있다. Chkir and Saadi(2011)는 지배구조에 대한 지수를 활용하여 캐나다 세계개편의 효과가 배당에 미친 영향을 분석하였는데 지배구조가 강할수록 배당세 인하의 효과가 더욱 뚜렷하게 나타나고 있음을 보이고 있다. 한편 Jacob et al.(2016)은 소유의 집중도가 배당에 대한 조세유인의 효과를 저해하는 요소로 작용할 수 있음을 보이고 있다. 이들에 따르면 소유구조가 분산될수록(주주의 수가 증가할수록) 배당세로 인한 조세유인의 효과가 약해진다고 보고하고 있다. 국내에서는 기업의 소유 및 지배구조를 구성하는 이사회 독립성, 외국인 지분율, 내부지분율 등이 배당성향에 미치는 영향을 분석하였다. 김도성·양준선·황승찬(2010)에 따르면 사외이사비율과 내부지분율, 외국인 지분율이 배당성향과 양(+)의 관계에 있음을 보여 지배구조의 집중도가 완화될수록 배당성향이 증가하고 있음을 보이고 있다. 반면, 김인수·김동욱·김병곤(2011)은 내부지분율과 소유지배 괴리도가 기업 배당에 유의한 영향을 미치지 않지만, 외국인 지분율은 배당 지급 여부에 뚜렷한 정(+)의 관계에 있음을 보이고 있다.

이처럼 국내의 연구에서 기업의 소유 및 지배구조가 배당 의사결정에 미치는 영향에 주목하는 이유는 재벌이라는 국내기업의 특수한 환경이 배당에 미치는 효과를 추정하는 데 있다. 하지만 실증분석 결과는 상당히 복합적인 결과를 보여주고 있는데, 이는 지배구조에 대한 대용변수들(예컨대, 이사회 독립성, 사외이사비율, 하위 위원회의 수 등)이 대표성을 갖지 못하며, 많은 경우 본질적으로 자료의 내생성이 존재하기 때문인 것으로 판단된다. 외국의 경우처럼 지배구조지수를 활용하는 경우에도 이 문제에서는 자유롭지는 못하다. 그럼에도 불구하고 이러한 제한적인 자료를 가지고 지배구조와 기업의 배당 의사결정 간의 관계를 규명하려는 시도는 여전히 학문적인 가치를 가지고 중요한 정보를 제공하고 있다고 판단된다.

본 연구는 배당 의사결정요인에 대한 일련의 실증연구들에서 발견한 결과들을 재조명하는 데 목적이 있다. 특히 본 연구에서는 최신의 국제적 자료를 활용하여 미국발 글로벌 금융위기 이후 저성장 기조하에서 기업의 조세유인과 지배구조가 기업의 배당 의사결정에 어떠한 영향을 미쳤는지를 실증

적으로 규명하고자 한다. 또한 소유 및 지배구조와 관련해서도 제한적이거나  
마 가용한 모든 자료를 활용하여 기업의 소유 및 지배구조가 배당 의사결정  
에 미친 효과도 검정해 보도록 하겠다.

#### 나. 배당성향과 기업특성과의 관계에 대한 기초통계 분석

앞서 논의한 바와 같이 배당은 기업의 특성에 따라 다양한 의사결정이 이  
루어지기 때문에 기업의 재무 및 소유·지배구조의 형태와 배당과의 관계를  
살펴봄으로써 기업의 배당 의사결정을 이해할 수 있다. 본 절에서는 배당  
결정요인에 대한 실증분석에 앞서 기초통계 분석을 통해 기업특성과 배당과  
의 관계를 유추해 보고자 한다.

먼저 기업규모와 배당성향과의 관계를 보기 위해서 <표 Ⅲ-10>에는 당기  
순이익의 4분위별 평균배당성향을 정리하였다. 일반적으로 기업의 규모가 클  
수록 자금의 외부조달이 쉽기 때문에 배당에 대해 우호적인 경향이 있다.  
또한 기업규모는 기업의 성장성, 수익성 등과 정(+)의 관계에 있기 때문에  
배당과 기업규모와의 관계를 통해 기업의 다른 특성들과의 관계 또한 유추  
해 볼 수 있다. 제시된 표에 의하면 대부분의 주식시장에서 기업규모의 분  
위가 증가할수록 배당성향이 증가하고 있는 현상을 발견할 수 있다. 반면  
한국 KOSPI의 경우에 기업규모의 증가와 배당성향과는 부(-)의 관계가 있는  
것을 확인할 수 있으며, 일본 TOPIX의 경우에도 유사한 패턴이 관측된다.  
이러한 결과는 국내 상장기업들 중에 수익성이 높고 기업규모가 큰 기업들  
이 대체로 재벌기업의 특성을 가진 것을 고려해 볼 때, 이들 기업들이 배당  
보다는 사내유보를 선호하는 경향이 반영된 것이 아닌가 추측해 볼 수  
있다.

〈표 III-10〉 기업규모별 배당성향 비교

(단위: %)

주식시장	기업규모			
	1분위	2분위	3분위	4분위
<b>Panel A. 배당성향<sup>1</sup></b>				
FTS100	42,81	49,72	56,42	52,53
KOSPI	26,32	22,05	20,11	20,41
NASDAQ	12,07	14,07	12,97	16,78
S&P500	27,23	30,13	37,96	37,02
SSE	51,45	58,62	58,44	57,55
SZSE	49,53	45,87	46,68	41,46
TOPIX	30,50	31,94	31,38	31,17
TSX	46,64	41,99	38,05	43,64
TWSE	44,62	51,37	51,83	53,27
<b>Panel B. 배당성향<sup>2</sup></b>				
FTS100	52,16	52,08	58,78	64,32
KOSPI	31,12	24,92	23,31	23,29
NASDAQ	17,85	20,29	17,47	19,78
S&P500	34,39	32,92	43,54	40,21
SSE	98,25	93,45	87,64	74,76
SZSE	75,80	63,90	62,80	57,71
TOPIX	35,32	37,28	34,36	33,84
TSX	71,29	52,56	53,89	54,28
TWSE	56,34	58,11	58,57	56,77

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

기업의 업력과 배당성향과의 관계를 알아보기 위해서 〈표 III-11〉에는 기업의 업력에 대한 대응변수로 상장기간을 사용하여, 상장기간별 평균배당성향을 계산하였다. 배당의 생애주기(Life-Cycle)이론에 따르면, 기업이 신생단계에 있을 때보다 성숙단계에 접어들었을 때, 내부적으로 투자활동에 필요한 자금보다 더 많은 잉여현금흐름이 발생하기 시작하기 때문에 사내유보보다는 배당을 더욱 선호하는 경향이 생긴다고 말한다. 따라서 이에 따르면 업력(혹은 상장기간)과 배당성향에 정(+)의 관계가 있음을 예측할 수 있다. 제시된 표에 따르면, 미국의 주식시장의 경우가 예외적으로 상장기간과 배당성향 간에 U자형의 관계를 보고하고 있지만, 다른 주식시장에서는 역U자

형 혹은 단조증가의 관계에 있다는 것을 알 수 있다. 이처럼 상장기간과 배당성향의 역U자형 혹은 단조증가의 관계는 배당의 생애주기이론이 어느 정도 현실에서 반영되고 있다는 근거를 제공하고 있는 것으로 판단된다.

〈표 III-11〉 상장기간별 배당성향 비교

(단위: %)

주식시장	상장기간			
	5년 이하	10년 이하	20년 이하	20년 초과
<b>Panel A. 배당성향1</b>				
FTS100	53.17	47.54	51.50	50.13
KOSPI	20.53	23.66	23.73	21.72
NASDAQ	13.83	12.77	11.78	17.36
S&P500	26.28	24.86	25.75	38.60
SSE	54.86	59.11	56.12	57.46
SZSE	41.56	51.20	49.86	50.27
TOPIX	18.74	29.88	34.65	31.89
TSX	24.20	50.11	48.74	37.46
TWSE	40.39	56.90	54.26	42.65
<b>Panel B. 배당성향2</b>				
FTS100	57.20	54.30	55.02	58.16
KOSPI	23.26	26.71	26.77	25.62
NASDAQ	23.61	19.93	15.27	20.02
S&P500	29.86	27.22	33.06	42.59
SSE	63.93	82.65	94.65	89.34
SZSE	51.30	75.34	83.07	69.85
TOPIX	20.72	32.81	39.05	36.17
TSX	43.43	80.00	59.28	49.66
TWSE	46.62	69.15	60.36	49.41

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

산업별 배당성향을 정리한 〈표 III-12〉에 따르면, 산업의 특성에 따라 배당성향이 상당한 차이가 존재하는 것으로 나타났으며, 다음과 같은 특징을 지니는 것으로 보인다. 첫째, 전기, 가스 및 수도의 유틸리티(Utility) 산업의 배당성향은 대부분의 주식시장에서 전체 평균보다 높은 것으로 나타났다. 이는 초기 투자비용 외에는 안정적인 수익이 보장되는 전기, 가스 및 수도

와 같은 유틸리티 산업에서 배당성향이 높다는 기존의 연구결과와 일치한다. 둘째, 지속적인 투자활동이 필요한 산업인 건설, 숙박 및 음식업과 도소매업 등은 배당성향이 전체 평균보다 대체로 낮은 것으로 나타났다. 마지막으로 제조업의 경우 배당성향이 대체로 전체 평균과 유사하거나 조금 낮은 수준인 것으로 나타났다. 이러한 사실은 국내 기업의 대다수가 제조업이라는 점을 감안할 때, 국내 주식시장에서 배당이 낮은 이유를 일부 설명할 수 있는 것으로 생각된다.

〈표 III-12〉 산업별 배당성향 비교

(단위: %)

주식시장	산업분류 <sup>1)</sup>								전체
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	
Panel A. 배당성향 <sup>1</sup>									
FTS100	52.97	41.92	52.15	50.31	57.42	44.96	53.25	53.24	50.35
KOSPI	18.51	37.11	6.96	14.88	18.21	27.49	21.63	24.13	22.22
NASDAQ	11.96	28.72	27.49	12.28	29.12	33.37	10.10	11.46	13.97
S&P500	33.02	26.85	31.38	22.40	64.18	62.21	30.90	18.32	33.07
SSE	72.66	39.87	54.57	50.87	68.54	70.05	53.50	43.15	56.52
SZSE	52.43	39.04	48.73	54.96	55.69	55.13	45.64	31.74	45.88
TOPIX	28.20	30.76	26.47	31.51	30.42	36.09	32.24	30.14	31.25
TSX	45.55	42.55	38.23	34.17	46.04	83.94	41.00	37.54	42.58
TWSE	35.95	47.29	21.10	63.78	52.75	48.59	50.14	63.90	50.27
Panel B. 배당성향 <sup>2</sup>									
FTS100	52.97	50.07	66.43	50.31	63.83	44.96	62.78	56.18	56.82
KOSPI	22.94	40.45	6.96	18.70	27.06	31.95	24.95	25.31	25.66
NASDAQ	21.13	35.13	46.88	18.28	46.81	33.37	12.16	14.66	18.85
S&P500	36.45	26.85	31.38	23.41	98.77	63.71	32.76	19.53	37.76
SSE	105.30	59.61	91.98	85.65	82.55	100.25	89.78	53.43	88.53
SZSE	83.16	42.88	69.42	78.71	69.52	106.17	63.94	40.91	65.05
TOPIX	31.09	36.67	29.99	35.42	32.93	49.11	36.18	34.51	35.20
TSX	45.55	59.50	51.19	52.92	69.54	101.80	47.85	51.43	58.01
TWSE	41.11	49.98	83.60	67.78	61.08	48.59	58.13	65.59	57.45

주: 1) 산업분류는 다음과 같음

(1): 건설, 숙박 및 음식점업 / (2): 금융 및 보험업 / (3): 농업, 임업, 어업 및 광업

(4): 도소매업 / (5): 부동산 및 운수업 / (6): 전기, 가스 및 수도 / (7): 제조업 (8): 기타

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

〈표 Ⅲ-13〉과 〈표 Ⅲ-14〉에서는 기업의 소유구조와 배당성향과의 관계를 살펴보기 위해서 대주주와 최대주주 유형별 평균배당성향을 정리하였다. 투자자가 경영인을 주인-대리인 관점에서 파악하면, 주주는 대리인비용 혹은 감시비용을 완화하기 위해 배당을 요구할 수 있다. 따라서 기업의 소유구조가 누구에게 집중되어 있는가에 따라 기업의 배당 의사결정이 달라질 수 있다. 예컨대, 기업의 소유구조가 기관투자자에 집중되어 있는 경우보다는 개인에게 집중되어 있을 때 주주는 배당을 요구할 확률이 일반적으로 더욱 커질 것이다. 하지만 기업의 지배주주가 경영자 개인인 경우에는 대리인비용이 감소되기 때문에 오히려 배당보다는 사내유보를 선호할 수 있는 경향이 있을 수 있다.

이러한 이론적 예측에 근거하여 기업의 소유구조와 배당성향과의 관계에 대해 살펴보자. 제시된 표를 통해 알 수 있는 한 가지 특징은 유독 일본과 한국 시장에서 주주의 소유구조와 배당성향의 관계가 다른 주요시장에서 나타나는 것과 상반된 결과가 나타난다는 것이다. 즉, 한국과 일본의 경우는 기관투자자가 대주주(혹은 최대주주)일 경우보다 개인과 기업이 대주주(혹은 최대주주)일 경우에 배당성향이 낮지만, 다른 주식시장에서는 대체로 이와 같은 현상의 원인은 일본과 한국에서는 지배주주와 경영자가 일치하는 재벌구조의 특성을 가지고 있기 때문인 것으로 판단된다. 즉, 재벌기업의 경우 경영권 확보를 위해 배당보다는 사내유보를 통해 자금을 확보하려는 경향이 존재<sup>23)</sup>하며, 이는 기업(계열사)과 개인이 대주주(혹은 최대주주)인 경우에 배당성향이 낮은 이유를 설명할 수 있을 것으로 기대된다.

---

23) 재벌기업의 경우 경영권 확보를 위해 순환출자의 형식을 통해 계열사의 지분을 확보하는 경향이 있으며, 따라서 재벌기업에서는 배당보다는 사내유보금을 통한 투자활동이 더욱 매력적인 선택이 될 것으로 판단된다.

〈표 III-13〉 대주주 유형별 배당성향 비교

(단위: %)

주식시장	대주주					전체
	개인투자자	기관투자자	기업	정부기관	기타	
Panel A. 배당성향1						
FTS100	70.60	50.86	42.43	45.35	-	50.35
KOSPI	22.75	26.64	21.16	3.43	-	22.23
NASDAQ	15.62	13.30	17.98	0.00	5.01	13.97
S&P500	41.65	33.07	29.56	14.05	-	33.08
SSE	47.76	46.22	57.36	22.83	-	56.55
SZSE	44.76	35.68	50.56	0.00	-	45.85
TOPIX	27.48	33.95	31.27	38.02	19.47	31.25
TSX	48.28	41.57	47.89	-	-	42.58
TWSE	52.56	59.28	49.20	71.05	-	50.98
Panel B. 배당성향2						
FTS100	70.60	56.92	54.63	45.35	-	56.82
KOSPI	26.62	30.72	24.08	3.43	-	25.67
NASDAQ	18.91	17.51	32.93	0.00	5.01	18.85
S&P500	41.65	37.78	36.32	14.05	-	37.77
SSE	64.48	54.03	90.89	54.08	-	88.62
SZSE	59.40	43.17	76.61	250.00	-	65.19
TOPIX	31.00	37.91	35.30	38.02	34.18	35.20
TSX	60.78	56.74	66.01	-	-	58.01
TWSE	60.00	63.03	56.96	71.05	-	58.38

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

〈표 III-14〉 최대주주 유형별 배당성향 비교

(단위: %)

주식시장	최대주주					전체
	개인투자자	기관투자자	기업	정부기관	기타	
Panel A. 배당성향1						
FTS100	70.75	50.83	44.70	50.09	0.00	50.35
KOSPI	22.51	30.10	21.00	13.42	.	22.22
NASDAQ	14.69	13.18	16.88	0.00	12.72	13.98
S&P500	33.43	33.67	26.82	21.27	27.34	33.08

〈표 III-14〉의 계속

주식시장	최대주주					전체
	개인투자자	기관투자자	기업	정부기관	기타	
SSE	46.70	48.78	57.19	28.79	-	56.52
SZSE	44.52	35.48	50.46	22.27	-	45.83
TOPIX	27.56	33.71	31.15	40.34	20.07	31.25
TSX	43.95	41.66	46.94	34.20	36.69	42.58
TWSE	54.83	52.51	49.03	60.52	0.00	50.98

Panel B. 배당성향2

FTS100	70.75	57.73	52.63	50.09	0.00	56.82
KOSPI	25.59	32.84	24.89	13.42	.	25.66
NASDAQ	17.45	17.63	27.55	0.00	12.72	18.85
S&P500	35.12	38.63	31.36	21.27	27.34	37.77
SSE	66.44	70.52	89.99	46.65	-	88.53
SZSE	58.85	43.49	75.90	200.85	-	65.17
TOPIX	31.57	37.89	34.94	57.00	20.07	35.20
TSX	48.95	58.00	65.97	34.20	36.69	58.01
TWSE	61.11	59.24	57.03	65.52	0.00	58.38

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

마지막으로 〈표 III-15〉에서는 이사회 특성에 따른 평균배당성향을 제시하였다. 기존문헌(Chkir and Saadi, 2011; 김도성·양준선·황승찬, 2010; 김인수·김동욱·김병곤, 2011)에서는 대체로 경영권이 기업지배구조와 분리되어 있을수록, 이사회 독립성이 증가할수록 배당성향이 증가하는 것으로 보고하고 있다. 하지만 아래의 표에 이사회 독립성의 지표인 사외이사 비율, 이사회와 경영자의 분리 등에 따른 배당성향을 제시하고 있으나, 제시된 결과만을 가지고 주식시장별로 일관된 특성을 파악하기가 어려운 것으로 판단된다.

〈표 III-15〉 주식시장별 지배구조와 배당성향

(단위: %)

	주식시장									
	FTSE 100	KOSPI	NASD AQ	S&P 500	SSE	SZSE	TOPIX	TSX	TWSE	
<b>Panel A. 배당성향<sup>1</sup></b>										
이사회 규모 <sup>a</sup>	상	53.76	25.54	20.69	37.61	53.91	43.56	31.70	39.55	55.50
	하	48.25	17.17	14.30	29.68	54.73	76.67	35.69	45.33	58.58
사외이사 비율 <sup>a</sup>	상	52.38	19.32	12.86	33.69	62.05	50.49	34.62	45.75	58.09
	하	48.83	20.45	20.26	32.21	47.21	75.26	32.77	39.19	56.80
평균 재임기간 <sup>a</sup>	상	51.46	19.51	18.46	34.84	53.69	66.32	34.46	45.26	63.02
	하	49.42	22.00	14.78	30.75	56.41	54.51	32.47	39.39	51.19
CEO=의장	유	38.27	17.71	15.00	33.49	43.64	84.07	36.35	34.75	52.83
	무	50.90	21.33	19.40	31.10	57.95	50.16	31.81	45.84	59.43
CEO=이사회 회원	유	49.85	19.87	15.39	33.08	50.87	72.18	36.83	42.02	57.75
	무	84.73	17.66	10.96	22.54	51.89	36.04	34.05	40.29	46.27
의장=전 CEO	유	43.73	20.60	14.93	33.89	47.65	104.88	35.67	36.98	52.37
	무	50.82	19.74	18.36	31.86	55.81	46.72	33.06	44.58	58.35
<b>Panel B. 배당성향<sup>2</sup></b>										
이사회 규모 <sup>a</sup>	상	61.43	29.01	24.67	41.72	70.90	43.56	34.67	47.16	59.27
	하	54.52	22.21	17.37	34.71	79.57	94.53	39.60	61.35	62.29
사외이사 비율 <sup>a</sup>	상	60.40	25.08	16.40	37.92	82.37	71.32	38.16	56.52	59.97
	하	54.64	23.79	23.56	37.28	70.12	75.26	36.17	52.12	62.35
평균 재임기간 <sup>a</sup>	상	58.63	24.19	20.92	41.54	76.30	76.12	38.03	55.55	66.55
	하	55.90	25.68	19.23	32.98	75.35	66.41	35.75	52.96	55.15
CEO=의장	유	38.27	24.85	17.49	37.93	59.51	102.59	41.38	42.97	59.00
	무	58.18	24.14	24.66	36.17	81.51	55.71	34.08	60.20	62.11
CEO=이사회 회원	유	56.93	24.45	18.61	37.80	74.68	81.80	41.47	52.89	60.50
	무	84.73	17.66	10.96	22.54	71.12	36.04	34.05	85.74	59.42
의장=전 CEO	유	43.73	26.70	16.25	38.27	59.01	129.88	40.75	46.67	55.42
	무	58.00	23.90	23.75	36.82	79.62	51.53	35.81	57.26	62.21

주: a. 상, 하는 각 주식시장 내에서 개별 변수의 상위 50%, 하위 50%를 의미함  
출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

이상의 결과를 종합하면, 기업의 특성과 배당성향은 상당히 밀접한 관계를 가지고 있는 것으로 판단된다. 상장기간, 산업유형과 배당성향과의 관계

는 기존연구에서 보여주고 있는 것과 일관된 결과를 보여주고 있는 것으로 나타났다. 또한 한국의 경우 주주의 유형과 배당성향과의 관계에서 재별기업으로 인한 특성을 일부 엿볼 수 있다. 반면 이사회와의 구성과 배당성향과의 관계와 관련해서는 일관된 결과가 나타나지 않은 것을 확인하였는데, 이에 대해서는 추후 실증분석을 통해 확인할 필요가 있다고 판단된다.

#### 다. 분석모형 및 분석방법

앞서 논의한 이론적 배경을 바탕으로 기업의 배당결정요인을 분석하기 위해서 본 연구에서는 다음의 두 가지 분석을 시행한다. 첫째, 조세유인과 소유 및 지배구조를 포함한 다양한 기업특성이 기업의 배당결정에 어떠한 영향을 미치는가를 분석한다. 둘째, 기업이 장기간에 걸쳐 배당성향을 일정 수준으로 유지하고자 하는 배당 안정화(dividend smoothing) 현상이 실증적으로 나타나는지를 검정하기 위해 기업의 배당성향의 지속성을 추정한다.

먼저 조세유인과 기업특성이 배당성향 및 배당확률에 미치는 영향을 분석하기 위해 다음의 추정모형을 고려할 것이다.

$$y_{it} = \alpha \times TaxPref_{it} + X_{it}\beta + \lambda_i + \lambda_{dt} + \epsilon_{it} \quad \text{식 (1)}$$

여기서  $TaxPref_{it}$ 는 국가  $c$ 에서의 배당세 선호지수로 배당의 조세유인을 분석하기 위한 변수이다. 이와 같은 배당세 선호지수는 자본이득 대비 배당의 조세편익을 의미하며, La Porta et al.(2000)에서 사용된 정의에 따라  $(1-t_d)/(1-t_c)$ 로 계산하였다. 여기서  $t_d$ 는 배당세(dividend income tax)를,  $t_c$ 는 자본이득세(corporate gain tax)를 뜻하며, 분석 국가의 세율은 OECD statistics을 통하여 수집하였다.<sup>24)</sup>  $X_{it}$ 는  $t$ 시점에서 기업  $i$ 의 기업특성에 대한 설명변수들의 벡터를 의미하며, 본 연구에서는 일반적인 기업의 특성뿐만 아니라 기업의 소유 및 지배구조에 대한 다양한 변수를 고려하였다.  $\lambda_i$ 는 기업의 임의 혹은 고정효과,  $\lambda_{dt}$ 는 산업×연도의 고정효과를,  $\epsilon_{it}$ 는 오차항을

24) <http://stats.oecd.org/>(검색일자: 2017. 10. 10)

의미한다.

기업 특성이 기업의 배당결정에 미치는 효과를 분석하기 위해서 본 연구에서는 두 가지 유형의 종속변수를 고려하였는데, 이 유형에 따라 실증분석 모형을 달리 적용하여 분석한다. 먼저 배당성향을 종속변수로 사용할 때에는 고정효과 패널모형을 적용하였다. 두 번째 유형의 종속변수는 기업이 배당을 했으면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수를 활용하며, 임의효과 패널프로빗 모형을 적용하여 기업의 배당결정요인을 추정한다.

다음으로 기업이 실질 배당정책을 변화하지 않고 일정 수준의 배당을 유지하려는 경향성, 즉 배당의 지속성이 나타나는가를 분석하기 위해 식 (1)을 확장한 다음의 추정모형을 고려한다.

$$y_{it} = \rho y_{it-1} + \alpha \times TaxPref_{it} + X_{it}\beta + \lambda_i + \lambda_{dt} + \epsilon_{it} \quad \text{식 (2)}$$

여기서 종속변수  $y_{it}$ 는 배당성향을 고려할 것이며, 다른 독립변수들은 식 (1)과 동일하다. 배당의 지속성은  $y_{it-1}$ 의 계수값인  $\rho$ 를 통해 추정할 수 있으며,  $\rho$ 가 유의한 양(+)의 값을 가질 경우 배당의 지속성이 존재한다고 볼 수 있다. 한편 식 (2)과 같이 종속변수의 과거값이 독립변수에 포함된 동적 패널모형(Dynamic Panel Model)은 내생성(Endogeneity)의 문제를 수반하고 있는 것으로 알려져 있는데, 본 연구에서는 이러한 내생성(Endogeneity)을 해결할 수 있도록 Arellano and Bond(1991) 모형을 적용하여 추정한다.

앞서  $(1-t_d)/(1-t_c)$ 로 정의된 배당세 선호지수를 살펴보면, 우리는 배당세( $t_d$ )와 자본이득세( $t_c$ )가 같을 경우(즉, 배당과 자본이득의 조세편익이 동등할 경우) 배당세 선호지수가 1이 된다는 것을 알 수 있다. 그리고 배당세 선호지수가 1보다 큰 경우에는 자본이득에 비해 배당소득의 조세편익이 상대적으로 크며, 1보다 작은 경우는 배당소득에 비해 자본이득의 조세편익이 상대적으로 크다는 것을 알 수 있다.

국가별로 자본이득 대비 배당의 조세편익의 차이를 살펴보기 위해 <표 Ⅲ-16>에는 국가별 배당세 선호지수의 연도별 변화를 제시하였다. 제시된

표에 따르면, 일본과 2012년까지 미국에서 배당세 선호지수가 1인 것으로 나타났으며, 이들 국가에서는 배당과 자본이득 사이의 상대적인 조세편익 존재하지 않는 것을 알 수 있다. 반면, 나머지 국가들에서는 배당세 선호지수가 1보다 작은 것으로 나타나, 배당보다는 자본이득에 대한 조세편익이 상대적으로 큰 것을 알 수 있다. 특히 우리나라의 경우 대만 다음으로 배당세 선호지수가 작은 것을 알 수 있는데, 이는 우리나라 세제가 다른 국가들에 비해서도 배당보다는 자본이득에 대해 상당히 우호적인 경향이 있다는 것을 보여주고 있다.

〈표 III-16〉 국가별 배당세 선호지수의 변화

국가	연도					
	2010	2011	2012	2013	2014	2015
대만	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
미국	1	1	1	0.88	0.88	0.88
영국	0.89	0.89	0.89	0.96	0.96	0.96
일본	1	1	1	1	1	1
중국	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
캐나다	0.96	0.94	0.89	0.86	0.86	0.86
한국	0.86	0.86	0.81	0.81	0.81	0.81

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

이 밖에도 본 연구에서는 배당의 결정요인을 분석하기 위해서 다양한 통제변수들을 구성하였다. 먼저 기업의 규모에 대한 통제변수로 시가총액의 로그값을, 성장성은 연간 자산증가율, 투자기회는 매출액증가율을, 수익성은 ROA, 안정성은 부채비율을 사용하여 통제하였다. 또한 기업의 소유구조의 변수로 대주주와 최대주주 및 외국인 지분율을 활용하였으며, 지배구조에 대한 대용변수로 사외이사비율, CEO 혹은 전 CEO의 이사회 의장 여부, CEO의 이사회 멤버 여부 등을 구성하였다. 이와 같은 주요 변수들에 대한 기초통계량은 〈표 III-17〉에 제시하였다. 제시된 표를 통해 알 수 있듯이 지배구조에 대한 변수들은 관측치가 상당히 제한적이기 때문에 이를 포함하는 추가적인 실증분석 또한 제시하였다.

〈표 III-17〉 주요변수의 기초통계량

		관측치	평균	표준편차	최솟값	최댓값
재무 정보	log(시가총액)	38,414	23.17	2.08	13.42	33.13
	부채비율	38,414	48.28	28.01	-7.28	1893.86
	유보율	36,125	1,844.40	31,229.62	-866.70	2015,834.00
	매출액성장률	36,431	138.38	17,466.36	-909.17	3238,600.00
	총자산성장률	36,460	27.43	933.21	-97.44	155,286.30
	ROA	38,414	5.78	19.03	0.00	2,211.32
	상장기간	38,414	19.49	17.53	1.00	124.00
	투자현금흐름/자산	38,335	-0.06	0.14	-3.99	11.53
소유 구조	대주주: 5% 이상	38,117	33.95	23.35	0.00	766.01
	외국인 지분율	38,117	10.37	17.38	0.00	178.47
	최대주주 지분	38,117	22.99	18.48	0.00	573.63
	최대주주 유형 더미					
	개인	38,115	0.19	0.39	0.00	1.00
	기관투자자	38,115	0.28	0.45	0.00	1.00
	기업	38,115	0.52	0.50	0.00	1.00
지배 구조	기타	38,115	0.01	0.08	0.00	1.00
	이사회 규모	73,71	10.40	3.15	3.00	35.00
	평균 재임기간	60,80	8.41	4.00	0.00	32.25
	사외이사 비율	69,95	57.33	29.99	0.00	100.00
	CEO=이사회의장	7,394	0.51	0.50	0.00	1.00
	CEO=이사회멤버	6,476	0.98	0.15	0.00	1.00
산업 유형	의장=전 CEO	7,411	0.37	0.48	0.00	1.00
	산업유형더미					
	건설, 숙박 및 음식점업	38,409	0.07	0.26	0.00	1.00
	금융 및 보험업	38,409	0.04	0.20	0.00	1.00
	농업, 임업, 어업	38,409	0.03	0.17	0.00	1.00
	도소매업	38,409	0.09	0.29	0.00	1.00
	부동산 및 운수업	38,409	0.06	0.23	0.00	1.00
	전기, 가스 및 수도	38,409	0.02	0.15	0.00	1.00
	제조업	38,409	0.56	0.50	0.00	1.00
기타	38,409	0.13	0.34	0.00	1.00	

출처: 저자 작성

## 라. 배당성향 및 배당확률 결정요인에 대한 실증적 분석

〈표 Ⅲ-18〉은 7개국 9개의 주식시장 상장기업을 대상으로 기업의 배당결정요인에 대한 실증분석 결과를 제시하고 있다. 처음 두 열은 지배구조에 대한 관측치가 제한적임을 감안하여 지배변수를 제외하고 추정한 결과를 제시하였으며, 마지막 두 열은 지배구조에 대한 변수를 추가로 통제하고 추정한 결과를 제시하였다.

먼저 배당세 선호지수의 계수를 살펴보면, (1)열을 제외하고는 통계적으로 유의하게 양(+)의 관계에 있다는 것을 알 수 있다. 이는 자본이득에 대한 조세부담에 비해 배당에 대한 조세부담이 상대적으로 낮아질 때 배당성향이 유의미하게 증가한다는 것을 보이는바, 기업의 배당 의사결정에 있어서 조세유인이 크게 작용하고 있음을 시사한다.

다음으로 기업의 재무특성이 배당성향에 미친 영향을 살펴보면, 기업의 재무특성 변수들이 대체로 배당성향에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 부채비율이 높을수록 배당성향이 증가하고, 기업규모가 클수록, 수익성이 높을수록, 총자산성장률이 높을수록 배당성향은 감소하는 것으로 나타났다. 이는 기업의 규모 및 수익성의 증가에 비례해서 배당의 규모가 크게 증가하지 않기 때문에 배당성향과 기업규모 및 수익성 등이 음(-)의 관계에 있는 것으로 추론해 볼 수 있다. 상장기간의 경우 마지막 두 열을 제외하고 유의하게 양(+)의 효과가 있는 것으로 나타났는데, 이는 상장기간이 길수록 배당성향이 증가하는 것을 의미한다. 이러한 결과는 기업이 성숙할수록 배당성향이 높다는 것을 보여주어 배당의 생애주기가설(Life-cycle hypothesis)을 지지한다.

다음으로 소유구조가 배당성향에 미친 영향을 살펴보면, (2)열과 (4)열에서 최대주주의 지분율이 높을수록 배당성향은 유의미하게 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 최대주주의 비중이 높을수록 배당성향이 감소한다는 것을 보여주고 있어, 소유구조가 배당성향에 유의미한 영향을 미친다는 근거를 보여주고 있는 것이라 판단된다. 외국인 지분율의 경우 처음 두 열에서 외국인 지분율의 증가가 배당성향에 유의미하게 음(-)의 영향을 미치는 것으로

나타났는데, 이는 기존에 우리나라 상장기업에 대한 연구들과는 상반된 결과를 보여주고 있다. 이에 대한 이유는 본 연구에서 주식시장의 상장기업에 대한 다양한 국제 자료를 사용하였기 때문인 것으로 판단된다. 즉, 주식시장 별로 외국인 지분이 기업의 의사결정에 미치는 영향력이 다를 수 있으므로 볼 수 있다. 예컨대 주식시장의 일부에 외국인 투자를 허용하지 않고 있는 중국의 경우만 보아도 외국인 지분율의 영향이 국내에서와 같이 크지 않을 수 있다는 것을 유추해볼 수 있다.

마지막으로 (3)열과 (4)열의 결과를 통해 지배구조가 배당성향에 미친 영향을 살펴보자. 여기서 한 가지 해석상 주의해야 할 점은 기업의 이사회 특성에 대한 변수들의 관측치가 상당히 제한적이기 때문에, 제시된 표에 따른 결과를 일반적인 결과로 해석할 수 없다는 점이다. 지배구조에 대한 변수들을 가지고 있는 기업들은 대체로 규모가 큰 기업들이므로 이를 기준으로 결과를 해석하는 것이 타당할 것으로 생각된다.

지배구조 변수가 배당성향에 미치는 영향에 주목해보면, 이사회 독립성에 대한 대응변수인 위원회의 숫자가 배당성향과 일부 유의미한 양(+)의 관계에 있음을 확인할 수 있으며, 지배구조의 집중도를 의미하는 CEO=의장에 대한 더미변수는 배당성향과 유의미한 음(-)의 관계에 있음을 알 수 있다. 이러한 결과는 이사회 독립성이 높을수록 배당성향은 증가하지만, 경영진과 이사회 의장이 일치하는 경우에는 배당성향이 감소한다는 것을 보이므로, 지배구조가 기업의 배당 의사결정에 영향을 미치고 있다는 근거를 제시한다.

〈표 Ⅲ-19〉는 임의효과 패널프로빗 모형을 활용하여 배당확률을 추정된 결과를 제시하였다. 이를 통해서도 여전히 기업의 배당 의사결정 과정에서 조세유인이 크게 작용하고 있다는 것을 알 수 있다. 앞선 결과와 달리 기업의 규모의 증가는 배당확률을 증가시키는 것으로 나타났으며, 수익성, 안정성은 배당확률을 증가시키는 것으로 나타났다. 이 밖에 소유구조 등과 배당확률과의 관계는 앞선 결과와 유사하다는 것을 확인할 수 있다. 반면, 지배구조가 배당확률에 미치는 영향은 대체로 미미한 것으로 나타났다. 한편, 사외이사의 비율이 배당확률에 통계적으로 유의한 음(-)의 효과가 있는 것으로 나타났는

데, 이는 기존 문헌의 결과와 상반된다. 추론컨대, 이러한 결과는 대규모 기업들에서 사외이사의 역할이 중요하지 않았기 때문인 것으로 판단된다.

〈표 III-18〉 배당의 결정요인에 대한 실증분석

	종속변수			
	배당성향1	배당성향2	배당성향1	배당성향2
	(1)	(2)	(3)	(4)
배당세 선호지수	8,231 (7,875)	35,064*** (10,582)	26,197** (11,482)	28,415* (14,988)
log(시가총액)	-12,639*** (0,549)	-19,235*** (0,723)	-3,919*** (1,517)	-8,866*** (1,975)
부채비율	0,068*** (0,016)	0,145*** (0,021)	0,079 (0,060)	0,057 (0,078)
유보율	0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)
매출액성장률	-0,000 (0,000)	-0,000 (0,000)	-0,006 (0,008)	-0,006 (0,011)
총자산성장률	-0,002*** (0,001)	-0,003*** (0,001)	-0,032*** (0,012)	-0,047*** (0,016)
ROA	-0,075*** (0,011)	-0,124*** (0,014)	-2,044*** (0,147)	-2,879*** (0,192)
상장기간	4,792*** (0,471)	7,825*** (0,616)	1,319 (1,439)	-1,310 (1,855)
대주주: 5% 이상	-0,038 (0,033)	-0,034 (0,044)	0,077 (0,075)	0,126 (0,098)
외국인 지분율	-0,130** (0,056)	-0,224*** (0,075)	-0,116 (0,109)	0,137 (0,142)
최대주주 지분율	-0,064 (0,054)	-0,199*** (0,070)	-0,201 (0,138)	-0,382** (0,180)
사외이사 비율	-	-	-0,066 (0,068)	-0,039 (0,089)
위원회 수	-	-	1,850** (0,923)	1,007 (1,213)
CEO=의장	-	-	-5,796*** (1,830)	-5,361** (2,395)
CEO=이사회 회원	-	-	0,473 (4,041)	-1,616 (5,271)
의장=전 CEO	-	-	2,824 (1,559)	2,495 (2,036)
<b>고정효과 포함 여부</b>				
기업 고정효과	Y	Y	Y	Y
산업 고정효과	N	N	N	N
연도 고정효과	Y	Y	Y	Y
산업×연도	Y	Y	Y	Y
Wald $\chi^2/R^2$	0,0042	0,0046	0,0275	0,0037
N	32,501	34,138	4,751	4,854

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함. ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

〈표 III-19〉 배당확률에 대한 실증분석: 임의효과 패널프로빗 모형

	종속변수 : 배당 여부	
	(1)	(2)
배당세 선호지수	2.985*** (0.765)	4.840** (1.953)
log(시가총액)	0.607*** (0.034)	0.893*** (0.113)
부채비율	0.005*** (0.001)	0.013** (0.007)
유보율	0.000*** (0.000)	0.000** (0.000)
매출액성장률	0.000 (0.000)	-0.010*** (0.003)
총자산성장률	0.000 (0.000)	0.003 (0.003)
ROA	-0.001 (0.002)	0.040** (0.016)
상장기간	-0.019*** (0.003)	0.077*** (0.011)
대주주: 5% 이상	-0.017*** (0.003)	-0.001 (0.010)
외국인 지분율	-0.011*** (0.003)	0.008 (0.009)
최대주주 지분율	-0.025*** (0.004)	-0.024* (0.014)
사외이사 비율	-	-0.036*** (0.007)
위원회 수	-	0.160 (0.123)
CEO=의장	-	-0.094 (0.278)
CEO=이사회 회원	-	-0.481 (0.578)
의장=전 CEO	-	0.165 (0.259)
<b>고정효과 포함 여부</b>		
기업 임의효과	Y	Y
산업 고정효과	Y	Y
연도 고정효과	Y	Y
산업×연도	Y	Y
<i>Wald</i> $\chi^2$	120424.48	415.65
<i>N</i>	34,138	4,854

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고 ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

기존문헌(Lintner, 1956; Leary and Michaely, 2011 등)에서도 배당 안정화는 상당히 일반적인 현상으로 보고하고 있는바, 이를 확인하기 위해 <표 III-20>에서는 Arellano and Bond(1991)의 동적패널모형을 추정한 결과를 제시하였다. 배당성향의 지속성은 종속변수의 래그값의 계수를 통해 추정할 수 있는데, 제시된 표에 따르면 배당성향의 래그값이 대체로 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 가지고 있음을 알 수 있다. 이는 기업이 일정수준의 배당성향을 지속적으로 유지하려는 경향이 있다는 결과를 보여주는데, 배당 안정화의 현상이 본 연구의 결과에서도 나타나고 있다는 근거를 제공한다. 하지만 배당성향의 래그값에 대한 계수가 크지 않아 지속성은 높지 않다는 것을 확인할 수 있다.

<표 III-20> 배당 안정화 실증분석 결과: Arellano and Bond 모형

	종속변수			
	배당성향1	배당성향2	배당성향1	배당성향2
	(1)	(2)	(3)	(4)
배당성향의 래그값	0.017** (0.008)	0.115*** (0.021)	0.005*** (0.002)	-0.023 (0.053)
배당세션호지수	-21.329 (31.914)	42.975*** (13.976)	-206.973*** (78.739)	38.096* (21.230)
log(시가총액)	0.530 (8.694)	-11.934*** (1.666)	-13.234 (14.530)	-10.326*** (3.902)
부채비율	0.352 (0.237)	0.122 (0.097)	0.295 (0.414)	0.023 (0.147)
유보율	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
매출액성장률	-0.000*** (0.000)	-0.000** (0.000)	-0.140* (0.078)	-0.055** (0.027)
총자산성장률	-0.003 (0.002)	-0.003*** (0.001)	0.068 (0.056)	-0.012 (0.018)
ROA	-4.386*** (1.329)	-4.178*** (0.743)	-4.574*** (1.001)	-3.700*** (0.673)
상장기간	6.038 (9.969)	15.875*** (2.132)	25.269 (16.400)	11.089*** (3.999)
대주주: 5% 이상	-0.176 (0.135)	-0.132** (0.059)	-0.182 (0.317)	0.014 (0.136)
외국인 지분율	1.383*** (0.469)	-0.016 (0.112)	2.391*** (0.666)	0.115 (0.215)

〈표 III-20〉의 계속

	종속변수			
	배당성향1	배당성향2	배당성향1	배당성향2
	(1)	(2)	(3)	(4)
최대주주 지분율	-0.258 (0.281)	0.167 (0.119)	0.048 (0.755)	0.091 (0.310)
사외이사 비율	-	-	-0.645 (0.392)	0.013 (0.125)
위원회 수	-	-	-9.231*** (3.401)	-0.358 (1.997)
CEO=의장	-	-	-47.921*** (16.705)	-6.091* (3.401)
CEO=이사회 회원	-	-	-22.779* (13.541)	-12.571 (9.742)
의장=전 CEO	-	-	-19.274* (11.303)	2.162 (2.410)
<b>고정효과 포함 여부</b>				
기업 고정효과	Y	Y	Y	Y
산업 고정효과	Y	Y	Y	Y
연도 고정효과	Y	Y	Y	Y
산업×연도	Y	Y	Y	Y
$Wald \chi^2 / R^2$	466.11	910.99	297.90	229.25
$N$	18,656	19,515	2,392	2,429

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고 ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

### 3. 배당과 주가와의 관계 분석

#### 가. 주가와 배당의 관계 및 현황

앞서 살펴본 바와 같이 우리나라의 배당성향은 주요 주식시장에 비해 매우 낮은 수준이며, 이와 더불어 주가를 주당순이익(Earning Per Share, EPS)으로 나눈 값으로 정의되는 PER도 매우 낮은 수준으로 보고되고 있다.<sup>25)</sup> 이러한 현상을 두고 최근 Financial Times(2013.1.21)<sup>26)</sup>에서는 낮은 배당성

25) PER은 주당순이익의 증가가 주식의 가격에 반영되는 비율을 의미하므로 국제적으로 기업 주식의 가치를 평가하기에 적절한 지표로 활용되고 있다.

향 현상이 국내 증시가 저평가되고 있는 원인으로 작용하고 있다고 지적하고 있다. 이들의 지적에 따르면, 낮은 PER은 상장기업의 수익성이 떨어졌기 때문이 아니라 배당수익률이 현저하게 낮아서 투자를 유인하지 못하였기 때문이라는 것이다.

이와 같은 배경하에서 주가와 배당의 관계에 대한 관심은 고조되었지만, 이에 대한 실증적 근거는 부재한 것으로 보인다. 기존의 이론에 의하면 배당은 투자자를 유인할 수 있는 유인책이 될 수 있으며, 따라서 간접적으로 주가에 영향을 미칠 수 있을 것으로 예측할 수 있다. 즉 기업은 배당을 통해 투자자들에게 기업 재무구조의 건전성과 수익성에 대한 신호(signal)를 보내는 역할을 수행하거나, 배당선호가 높은 투자자를 유인할 수 있다는 점에서 배당이 투자의 유치에 긍정적인 역할을 할 수 있다는 것이다. 하지만 배당이 직접적으로 주가가격에 영향을 미친다는 이론적 근거나, 이 관계를 규명한 실증연구는 찾아보기 힘들다.

배당과 주가와와의 관계에 대한 최근의 연구들(Chkir and Saadi, 2011; Jacob et al., 2016; Gompers et al., 2003 등)은 지배 및 소유구조가 배당 혹은 주가에 유의미한 영향을 미치고 있는 것으로 보고하고 있다. 이러한 일련의 연구들은 지배구조가 배당과 주가와와의 연결고리로 작용할 수 있지 않을까에 대해 의문을 제기하게 만든다. 따라서 본 연구에서는 배당성향과 소유 및 지배구조를 포함한 다양한 기업특성이 주가에 미치는 영향을 국제 자료를 활용하여 분석함으로써 주가와 배당의 관계를 실증적으로 규명하고, 이러한 결과를 기반으로 국내 증시의 저평가가 낮은 배당성향으로 인한 것인지를 간접적으로 평가해 보고자 한다.

이제 실증분석에 앞서 PER과 배당 그리고 기업특성 간의 관계에 대한 현황을 살펴보자. 국제비교를 통해 보았을 때 우리나라 상장기업 PER의 현주소를 파악해 보기 위해 <표 Ⅲ-21>에는 주식시장별 평균 PER을 제시하였

---

26) *Financial Times*, "Korea's chaebol under dividend pressure - Incoming president vows to tackle poor corporate governance," <https://www.ft.com/content/ee002b48-48da-11e2-b94d-00144feab49a>, 2013. 1. 21., (검색일자: 2016. 9. 28)

다. 이를 통해서도 우리는 한국 KOSPI의 경우 6년 평균 PER이 15.1로 분석 대상 주식시장 중에서 가장 낮은 수준이라는 것을 확인할 수 있다. 최근의 우리나라 상장기업의 PER이 상승하는 추세에 있지만 여전히 국제적으로 현저히 낮은 수준임에 틀림없다. 이처럼 국내 상장기업의 주식이 과도하게 저평가되었다는 것은 이에 대한 원인 규명을 위한 연구의 필요성을 제기하고 있다.

〈표 III-21〉 주식시장별 평균 PER

주식시장	연도						전체 평균
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	
FTSE100	13.44	12.72	15.05	20.04	18.62	22.40	17.23
KOSPI	10.64	11.73	13.26	15.36	18.90	19.70	15.05
NASDAQ	21.97	20.10	20.14	26.40	28.38	25.59	23.83
S&P500	18.53	17.30	19.19	22.31	22.56	23.03	20.54
SSE	65.07	42.85	46.45	53.31	70.61	100.30	63.02
SZSE	71.54	44.75	51.46	54.30	75.18	121.11	72.37
TOPIX	22.56	17.09	16.73	17.13	16.23	18.05	17.84
TSX	20.36	19.79	20.86	27.59	25.59	23.88	23.13
TWSE	17.82	15.96	19.63	20.08	19.35	16.87	18.30

출처: Thomson Reuters의 자료를 이용하여 저자 작성

먼저 배당성향과 PER과의 관계를 살펴보기 위해 〈표 III-22〉에는 PER과 각각의 배당성향과의 상관계수를 제시하였다. 제시된 표에 따르면, 대부분의 시장에서 배당성향과 PER은 양(+)의 상관관계에 있는 것으로 나타났다. 특히, FTSE100, TOPIX, TSX에서는 상관계수가 0.3을 넘고 있어 상대적으로 배당성향과 PER과의 상관관계가 높은 것으로 나타났으며, 한국 KOSPI도 상관계수가 배당성향 변수에 따라 각각 0.11과 0.23로 상대적으로 높은 것으로 나타났다. 이러한 결과를 통해 보건대, 국제적으로 배당성향과 PER이 대체적으로 양(+)의 관계에 있는 것을 확인할 수 있다.

〈표 III-22〉 PER과 배당성향의 상관계수

	배당성향 1	배당성향 2
FTSE100	0.36	0.41
KOSPI	0.11	0.23
NASDAQ	-0.02	-0.02
S&P500	0.01	0.06
SSE	-0.01	0.11
SZSE	0.06	0.19
TOPIX	0.31	0.42
TSX	0.17	0.31
TWSE	-0.05	0.08

출처: 저자 작성

〈표 III-23〉에는 소유구조와 PER의 관계를 살펴보기 위해서, 주주 특성별 평균 PER을 제시하였다. 먼저 Panel A의 대주주 기준으로 살펴보면, 대체로 개인투자자가 대주주인 경우가 기관투자자가 대주주일 경우보다 PER이 낮은 경향이 있지만 일반적이지는 않은 것으로 보인다. 반면, Panel B의 최대주주 기준으로 살펴보면, 영국 FTSE100과 대만 TWSE를 제외하고는 개인투자자가 최대주주인 경우가 기관투자자가 최대주주인 경우보다 PER이 낮은 것을 알 수 있으며, 또한 기업이 최대주주인 경우와 비교해 보아도 개인투자자가 최대주주인 경우가 대체로 PER이 상대적으로 낮다는 것을 확인할 수 있다. 특히, 국내 기업들의 경우 개인투자자가 대주주 혹은 최대주주인 기업의 비중이 높다는 점을 감안할 때, 기업 소유구조의 특성이 주가에 영향을 미칠 수 있는 가능성이 존재하는 것으로 생각된다.

〈표 III-23〉 주주특성별 평균 PER 비교

(단위: %)

주식시장	대주주					전체
	개인투자자	기관투자자	기업	정부기관	기타	
Panel A. 대주주 기준						
FTS100	29.33	17.12	18.06	9.94	-	17.23
KOSPI	14.13	15.93	15.95	9.99	-	15.06
NASDAQ	21.01	24.68	20.37	16.51	17.40	23.83

〈표 III-23〉의 계속

주식시장	대주주					전체
	개인투자자	기관투자자	기업	정부기관	기타	
S&P500	15.14	20.64	19.30	5.85	-	20.54
SSE	77.42	43.45	62.88	24.90	-	63.02
SZSE	77.11	85.53	67.10	51.93	-	72.30
TOPIX	17.53	18.99	17.52	20.15	14.77	17.84
TSX	27.95	23.37	20.04	-	-	23.13
TWSE	18.15	15.37	18.53	28.63	-	18.29

Panel B. 최대주주 기준

FTS100	20.47	17.08	17.69	15.13	28.88	17.23
KOSPI	14.36	15.52	15.72	12.07	-	15.05
NASDAQ	21.56	25.03	21.91	14.33	16.65	23.83
S&P500	19.06	20.76	19.69	17.28	13.91	20.54
SSE	67.46	75.49	62.87	30.64	-	63.02
SZSE	76.34	89.31	66.68	96.86	-	72.30
TOPIX	17.52	18.97	17.38	19.55	15.61	17.84
TSX	22.86	24.06	18.94	26.10	15.78	23.13
TWSE	17.66	16.14	18.72	22.47	10.47	18.29

출처: 저자 작성

〈표 III-24〉 주식시장별 지배구조와 PER

(단위: %)

		주식시장								
		FTSE 100	KOSPI	NAS DAQ	S&P 500	SSE	SZSE	TOPIX	TSX	TWSE
이사회 규모 <sup>a</sup>	상	19.77	21.24	44.26	30.34	32.38	19.41	27.85	30.28	31.10
	하	27.00	21.11	60.40	34.60	39.22	45.75	28.43	40.52	24.59
사외이사 비율 <sup>a</sup>	상	21.23	21.71	68.11	34.41	35.40	43.65	28.98	31.64	24.67
	하	26.52	20.58	40.26	31.11	37.24	25.78	26.93	39.25	29.26
평균 재임기간 <sup>a</sup>	상	28.41	21.21	52.93	38.70	36.01	35.71	29.79	25.95	20.20
	하	19.13	20.85	55.71	25.35	37.41	31.12	23.86	47.00	34.85
CEO-의장 겸임여부	유	18.30	16.02	24.05	20.28	33.85	59.28	21.74	21.28	16.83
	무	17.11	17.81	23.39	20.98	25.62	20.68	19.98	22.56	17.52
CEO-이사회 회원 여부	유	17.01	17.14	23.74	20.44	28.86	40.72	21.82	21.64	16.56
	무	25.54	13.60	25.27	18.36	16.65	23.26	17.07	33.61	19.24
의장-전 CEO 여부	유	17.97	17.97	24.88	21.00	27.38	77.67	21.10	20.72	16.85
	무	17.10	16.86	22.76	19.7	27.82	19.5	20.68	22.55	17.40

주: a. 상, 하는 개별 변수의 상위 50%, 하위 50%를 의미함

출처: 저자 작성

〈표 Ⅲ-24〉에는 지배구조와 PER과의 관계를 살펴보기 위해서, 주식시장 별 이사회 특성에 따른 평균 PER을 제시하였다. 기존문헌에 따르면 지배구조의 집중도가 주가에 부(-)의 영향을 미치는 것으로 나타났으나, 제시된 기초통계 분석결과에서는 주식시장별로 일정한 패턴을 찾아보기 힘든 것으로 판단된다.

#### 나. 분석모형 및 분석방법

주가와 배당의 관계를 분석하는 주요 쟁점은 배당이 주가에 유의한 영향을 미치는지를 분석하는 것이며, 이를 통해서 우리나라의 낮은 배당성향이 주가가격의 저평가(Korea Discount)를 설명할 수 있는가에 대해서 살펴보기 위해서이다. 따라서 본 연구의 실증분석에서는 먼저 다른 모든 기업특성(지배구조 포함)을 통제한 상태에서 기업의 배당행위가 주식의 가치에 유의미한 영향을 미치는지를 검정하고, 만약 배당이 주가에 유의미한 영향이 없다면 기업의 어떠한 특성이 국내 시장 주식의 저평가를 설명할 수 있는지를 규명하는 것이 본 연구의 실증분석의 목적이다.

이와 같은 주가와 배당과의 관계를 분석하기 위해서 앞서 배당 결정요인의 추정식과 유사한 다음의 추정모형을 고려한다.

$$y_{it} = \alpha Payout_{it} + X_{it}\beta + \lambda_i + \lambda_{dt} + \epsilon_{it} \quad \text{식 (3)}$$

여기서 종속변수  $y_{it}$ 는 PER이며,  $Payout_{it}$ 은 앞서 정의된 ‘배당성향1’과 ‘배당성향2’ 그리고 배당 여부에 대한 더미변수로 구성하였으며, 계수값인  $\alpha$ 를 통해 배당과 주가와 관계의 규명한다. 통제변수  $X_{it}$ 는 배당 결정요인과 동일하게 재무정보에 대한 변수로 시가총액의 로그값, 연간 자산증가율, 매출액증가율, ROA, 부채비율 등을 사용하고, 기업의 투자활동을 가늠해보기 위해 자산 대비 투자현금흐름을 추가하였다. 또한 기업의 소유구조에 대한 대용변수로 대주주와 최대주주 및 외국인 지분율을, 지배구조에 대한 대용변수로 사외이사비율, CEO 혹은 전 CEO의 이사회 의장 여부, CEO의 이사

회 멤버 여부를 사용한다. 그리고  $\lambda_i$ 는 기업별 고정효과를,  $\lambda_{it}$ 는 산업×연도 고정효과를 의미하여,  $u_{it}$ 는 오차항을 뜻한다.

## 다. 주가와 배당과의 관계에 대한 실증분석

〈표 Ⅲ-25〉는 배당과 주가와와의 관계를 분석하기 위한 패널고정효과 회귀 분석결과를 제시하고 있다. (1)열은 배당성향변수를 포함하지 않고 기업특성이 PER에 미치는 영향을 분석하고 있으며, (2)~(4)열은 배당성향변수와 배당유무더미를 통해 배당과 주가와와의 관계를 분석하고 있다.

먼저 기업특성이 PER에 미치는 효과를 살펴보면, 기업규모, 수익성, 자산 대비 투자현금흐름이 통계적으로 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 기업규모가 클수록, 수익성이 높을수록 주당수익 대비 가격을 의미하는 PER은 감소하는 것으로 나타났다. 특히, 기업의 투자활동과 관련된 변수인 자산 대비 투자현금흐름이 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났는데, 이는 기업의 투자활동이 PER에 상당한 영향을 미친다는 근거를 보여준다.<sup>27)</sup> 한편 기존문헌(Gompers et al., 2003 등)과 달리 본 연구에서는 기업의 소유 및 지배구조가 PER에 미치는 영향은 미미한 것으로 나타났다. 이상의 결과는 배당변수를 제외한 (1)열과 나머지 열과 비교해보아도 기업특성이 PER에 미치는 영향은 일관적인 것으로 보고하고 있다.

다음으로 배당성향 및 배당유무더미의 계수값을 통해 배당과 PER과의 관계를 분석한 결과를 살펴보면, 배당성향변수들은 통계적으로 유의하게 양(+)의 값을 갖는 반면에 배당유무더미는 통계적으로 유의하지 않음을 알 수 있다. 이러한 결과는 기업의 배당금 지급 유무가 PER에 영향을 미치지 않지만, 배당성향의 높고 낮음은 PER에 유의미한 영향을 미친다는 것을 보여주고 있다. 이를 투자활동이 PER에 유의미한 영향을 미치고 있다는 결과와 종합하여 판단하면, 높은 배당성향(혹은 배당수익률)은 투자자를 유인할 수 있으며 이를 통한 투자활동이 주가에 반영되고 있다는 근거를 보여주는 것이

27) 투자현금흐름은 지출에 대해서 음(-)의 값을 갖기 때문에, 자산 대비 투자현금흐름의 계수가 음(-)의 값을 갖는 경우 투자지출의 증가에 따라 PER이 증가하였다는 것을 의미한다.

라 판단된다. 이상의 결과는 국내 상장기업들의 낮은 배당성향이 주식의 저평가를 유도하고 있다는 주장에 무게를 실어주고 있다고 판단된다.

〈표 Ⅲ-26〉에는 지배구조변수를 통제변수로 포함한 실증분석 결과를 제시하였는데, 이는 〈표 Ⅲ-25〉와 유사한 결과를 보여주고 있다. 배당성향과 배당유무는 PER에 유의한 양(+)의 효과가 있는 것으로 나타난 반면, 여전히 소유 및 지배구조가 PER에 미치는 영향은 미미한 것으로 나타났다.

〈표 Ⅲ-25〉 배당과 PER과의 관계에 대한 실증분석 결과: 지배구조 불포함

	종속변수: PER			
	(1)	(2)	(3)	(4)
배당성향1	-	0.484*** (0.066)	-	-
배당성향2	-	-	1.131*** (0.056)	-
배당더미	-	-	-	-6.465 (14.199)
log(시가총액)	15.862** (6.817)	31.667*** (5.957)	38.334*** (6.851)	15.926** (6.818)
부채비율	-0.181 (0.198)	-0.175 (0.168)	-0.346* (0.196)	-0.183 (0.198)
유보율	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)	0.000 (0.000)
매출액성장률	0.000 (0.001)	0.000 (0.000)	0.000 (0.001)	0.000 (0.001)
총자산성장률	-0.010 (0.007)	-0.007 (0.006)	-0.007 (0.007)	-0.010 (0.007)
ROA	-0.441*** (0.133)	-0.275** (0.112)	-0.295** (0.132)	-0.440*** (0.133)
상장기간	2.272 (5.558)	-4.817 (4.843)	-6.651 (5.529)	2.354 (5.561)
투자현금흐름/자산	-48.304** (20.223)	-57.633*** (17.319)	-56.794*** (20.058)	-48.367** (20.223)
대주주: 5% 이상	-0.099 (0.431)	-0.113 (0.371)	-0.050 (0.427)	-0.099 (0.431)
외국인 지분율	-0.938 (0.686)	-0.461 (0.583)	-0.724 (0.681)	-0.937 (0.686)
최대주주 지분	-0.500 (0.669)	-0.122 (0.583)	-0.224 (0.663)	-0.502 (0.669)
<b>고정효과 포함 여부</b>				
기업 고정효과	Y	Y	Y	Y

〈표 III-25〉의 계속

	종속변수: PER			
	(1)	(2)	(3)	(4)
산업 고정효과	N	N	N	N
연도 고정효과	Y	Y	Y	Y
산업×연도	Y	Y	Y	Y
$R^2$	0.0011	0.0001	0.0056	0.0011
$N$	30,712	29,207	30,712	30,712

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

〈표 III-26〉 배당과 PER과의 관계에 대한 실증분석 결과: 지배구조 포함

	종속변수: PER			
	(1)	(2)	(3)	(4)
배당성향1	-	-0.033 (0.113)	-	-
배당성향2	-	-	0.447*** (0.089)	-
배당더미	-	-	-	37.003** (17.317)
log(시기총액)	32.318*** (10.315)	33.615*** (10.214)	35.476*** (10.296)	33.563*** (10.326)
부채비율	0.880** (0.403)	1.016** (0.395)	0.855** (0.401)	0.853** (0.403)
유보율	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)	-0.000 (0.000)
매출액성장률	-0.038 (0.092)	-0.025 (0.090)	-0.027 (0.092)	-0.044 (0.092)
총자산성장률	-0.042 (0.102)	-0.035 (0.099)	-0.023 (0.101)	-0.035 (0.102)
ROA	-12.388*** (1.032)	-11.519*** (1.047)	-11.051*** (1.062)	-12.271*** (1.033)
상장기간	-6.270 (9.516)	-4.285 (9.322)	-5.919 (9.481)	-6.135 (9.511)
투자현금흐름/자산	34.971 (44.469)	36.370 (43.724)	32.966 (44.306)	34.863 (44.445)
대주주: 5% 이상	0.063 (0.508)	-0.128 (0.501)	0.014 (0.506)	0.113 (0.508)
외국인 지분율	0.413 (0.721)	0.272 (0.712)	0.337 (0.718)	0.378 (0.720)
최대주주 지분	0.081 (0.986)	0.381 (0.974)	0.266 (0.983)	-0.104 (0.989)

〈표 III-26〉의 계속

	종속변수: PER			
	(1)	(2)	(3)	(4)
사외이사 비율	0.178 (0.461)	0.091 (0.452)	0.178 (0.459)	0.195 (0.460)
위원회 수	0.730 (6.176)	4.642 (6.072)	0.702 (6.153)	0.766 (6.173)
CEO=의장	-1.549 (12.285)	2.224 (12.126)	1.496 (12.254)	-1.312 (12.279)
CEO=이사회 회원	36.704 (27.673)	38.778 (27.457)	36.621 (27.571)	34.606 (27.676)
의장=전 CEO	-2.120 (10.359)	-3.978 (10.245)	-3.395 (10.324)	-1.929 (10.353)
<b>고정효과 포함 여부</b>				
기업 고정효과	Y	Y	Y	Y
산업 고정효과	N	N	N	N
연도 고정효과	Y	Y	Y	Y
산업×연도	Y	Y	Y	Y
$R^2$	0.0074	0.0070	0.0079	0.0087
$N$	4,538	4,451	4,538	4,538

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

#### 4. 소결

본 장에서는 톱슨 로이터스에서 제공하는 7개 국가 9개의 대표 주식시장에 상장된 모든 흑자기업에 대한 기업정보를 수집하여, 기업의 배당 결정요인과 배당과 주가(혹은 PER)와의 관계에 대해서 분석하였다. 먼저 기업의 어떤 특성이 배당 의사결정에 중요한 영향을 미치는지를 살펴보기 위해서 패널고정효과 모형을 활용하여 기업의 배당 결정요인을 추정하였다. 분석 결과, 자본이득세와 배당세의 상대적인 크기에 배당성향이 민감하게 반응한다는 근거를 보여주어 배당의 조세유인이 크게 작용하고 있음을 알 수 있었다. 또한 기업규모, 부채비율, 수익성, 상장기간 등의 다양한 기업의 재무특성이 배당성향에 유의미한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으며, 소유 및

지배구조도 기업의 배당 의사결정에 중요한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다. 추가적으로 본 연구에서는 배당 안정화(Dividend smoothing) 현상을 분석하기 위해 Arellano and Bond(1991)의 동적패널모형을 적용하여 배당성향의 지속성을 추정하였다. 분석 결과, 배당성향의 래그값이 통계적으로 유의한 것으로 나타나고 있어 기업의 배당 안정화 경향이 있음을 보였지만, 지속성 정도는 크지 않은 것으로 나타났다.

다음으로 최근 제기된 Korea discount의 문제, 즉 국내 상장기업의 낮은 배당성향과 PER의 원인을 규명하기 위해 배당과 주가와의 관계에 대한 실증분석을 시도하였다. 분석 결과, 배당성향이 PER에 통계적으로 유의한 양(+)의 효과가 있다는 것을 알 수 있었으나, 소유 및 지배구조가 PER에 미치는 영향은 미미한 것으로 나타났다.

이상의 결과는 소유 및 지배구조를 비롯한 기업의 특성이 배당 의사결정에 유의미한 영향을 미치고, 배당은 투자자에게 투자유인을 제공함으로써 주가에 반영될 수 있다는 결론을 제시한다. 하지만 본 연구의 결과는 기업 특성이 직접적으로 국내 상장기업의 성과에 영향을 미치는 것보다는 배당을 통해 간접적으로 영향을 미칠 수 있는 가능성이 있다는 것을 지지하고 있기 때문에, 정부의 정책적 실험에 주의를 요하고 있다.

---

## IV. 배당소득증대세제가 기업의 배당정책에 미친 영향 분석

---

앞의 제Ⅲ장에서는 조세유인 즉, 배당소득세와 자본이득세의 차이가 기업의 배당정책에 어떤 영향을 미치는지 살펴보았다. 분석결과, 배당소득세의 부담이 자본이득에 비해 높을수록 배당이 감소하는 경향이 나타났다. 이는 세제가 기업의 배당정책에 영향을 미치고 있다는 것을 시사한다. 그러나 이 결과가 직접적으로 배당소득증대세제의 효과성을 입증하는 것은 아니기 때문에, 본 장에서는 2014년 세법개정을 통해 2015년부터 시행된 고배당기업에 대한 과세특례제도가 상장기업의 현금배당정책에 미친 효과를 두 가지 측면에서 살펴보고자 한다. 첫째, 어떤 기업특성을 가진 기업이 고배당기업의 과세특례 혜택을 보기 위한 고배당기업 과세특례 요건을 충족시켰는지를 살펴본다. 이를 위해 고배당기업의 의사결정요인에 대한 실증분석을 실시한다. 둘째, 고배당기업에 대한 과세특례제도의 정책효과가 있었는지를 실증 분석한다. 이를 위해 고배당기업에 대한 과세특례제도가 상장기업의 현금배당 규모 또는 배당성향, 배당수익률 등을 증가시켰는지를 실증적으로 검증한다.

우리나라가 2015년 사업연도부터 도입한 고배당기업에 대한 과세특례제도는 모든 배당소득에 세율을 인하해주는 것이 아니라 배당성향, 배당수익률, 배당증가율 등의 모든 조건을 충족한 경우에 한해 세제혜택을 준다. 따라서 고배당기업에 대한 과세특례가 특정하는 요건을 충족하기는 쉽지 않아 배당소득세율 인하의 효과보다는 제한적일 것으로 예상이 된다. 또한, 고배당기업에 대한 과세특례는 외국인투자자나 기관투자자가 아닌 개인주주에게만 적용된다. 따라서 Chetty and Saez(2005)가 언급한 것처럼, 고배당기업의 과세특례로 인해 세부담이 감소하면서 중요한 의사결정을 할 수 있는 주요 주주의 지분율이 높을수록 배당정책에 미치는 영향은 클 것으로 예상이 된다.

## 1. 선행연구

배당소득세가 배당에 미치는 영향을 실증적으로 분석한 기존 선행연구들은 명확한 결론을 제시하고 있지 않다. Chetty and Saez(2005, 2006, 2010), Jacob et al.(2016) 등은 배당소득세가 기업의 배당에 상당히 부정적인 영향을 미친다고 주장하는 한편, Poterba(2004), Brav et al.(2008), Yagan(2015) 등은 아주 미미한 영향을 미친다고 주장한다.

Chetty and Saez(2005)는 2003년 미국의 배당소득세 인하가 기업의 배당 정책에 미친 영향을 실증분석하였다. 금융회사와 유틸리티기업을 제외한 기업들을 대상으로 분석한 결과, 배당소득세 인하로 인해 배당금 규모가 약 20% 증가한 것으로 나타났다. 또한, 배당소득세 인하 직후 상당히 많은 기업들이 처음으로 배당하기 시작하거나 또는 배당규모를 증가시킨 것으로 나타났다. 한편 비과세되는 기관의 지분율이 많은 기업일수록 배당정책에 변화가 없는 것으로 나타났다. 이런 결과는 배당소득세율의 인하가 시장 전체 기업의 배당지급 규모에 미친 긍정적인 인과효과를 지지하는 것으로 해석할 수 있다. 특히 배당소득세의 인하에 상당히 민감하게 반응한 기업은 세부담이 크게 변한 강력한 주요 주주<sup>28)</sup>가 있는 경우인 것으로 나타났다.

Chetty and Saez(2010)은 배당소득세의 변화가 기업의 배당정책에 미친 영향에 대한 최근의 실증분석 결과는 전통적인 배당과 법인소득세 이론과 차이가 있다고 지적하면서, 매니저와 주주의 이해가 충돌하는 에이전시 모델을 개발하였다. 이 모델에서는 배당소득세가 매니저로 하여금 이익을 유보하도록 함으로써 비생산적인 투자를 유도하여 1차적인 Deadweight Cost를 유발하는 것을 보여준다. 대조적으로 법인세는 매니저의 배당정책에 왜곡을 초래하지 않고, 2차적인 비효율성을 초래한다. 따라서 세수확보 차원에서는 배당소득세에 비해 법인세가 보다 효율적이라고 설명한다.

Jacob et al.(2016)은 소유구조 및 투자자의 세부담 수준, 기업 정보 등을 포함한 데이터를 이용한 실증분석 결과 배당소득세는 배당정책에 상당한 영

---

28) 지분율이 높은 독립적인 이사, 지분율이 높은 투자자, 스톡옵션의 비중이 낮은 최고 경영진 등이 상대적으로 배당소득세 인하에 따라 더 많은 배당을 요구한 것을 보인다.

향을 미친 것으로 나타났다. 그러나 투자자의 수가 증가할수록 배당소득세에 대한 민감도는 떨어지는 것으로 나타났다. 이는 상대적으로 배당정책을 결정하는 주요 주주의 지분율이 낮기 때문으로 볼 수 있다.

Poterba(2004)는 1935년부터 2002년까지 미국 기업의 자료를 이용하여 배당소득과 자본이득의 상대적인 세부담이 배당금에 미치는 영향을 살펴보았으며, 분석 결과 단기적인 효과는 매우 작으며 통계적으로도 유의미하지 않는 것으로 나타났다.

Brav et al.(2008)은 미국의 2003년 배당소득세 인하효과를 분석하기 위하여 328명의 재무담당임원을 서베이한 결과, 일부 회사가 배당을 시작하거나 배당을 증가시킨 것으로 나타났다. 그러나 대부분의 임원들은 배당정책에 영향을 주는 다양한 요소 중에 배당소득세는 그렇게 중요한 요소가 아니며, 미래의 현금흐름, 현금보유액, 과거의 배당수준이 더 중요한 요소라고 응답한 것으로 나타났다. 다만, 이 분석에 응답한 기업들이 미국의 모든 기업들을 대표할 수 없다면 분석결과는 편향될 수밖에 없는 한계가 있는 것으로 보인다.

Yagan(2015)은 미국의 2003년 배당소득세의 인하가 기업의 투자와 노동소득을 증가시켰는지 여부를 1996~2008년의 법인세 과세자료를 이용하여 분석하였다. 실증분석 결과 기업의 투자와 근로자의 임금에 미친 영향은 없는 것으로 나타났다. 또한 배당소득세 인하가 전체 기업의 배당을 증가시켰으나, 그 증가 폭은 매우 작은 것으로 나타났다.

## 2. 자료

배당소득증대세제가 KOSPI 시장 및 KOSDAQ 시장에 상장기업의 배당정책에 미친 영향을 살펴보기 위해 2013년 사업연도부터 2016년 사업연도의 재무지표 관련 변수 등의 연간 데이터를 DataGuide에서 추출하였고, 주요 주주와 외국인 지분율은 상장협회 기업정보 TS2000에서 추출하였다. 즉 제도가 시행되기 이전 2년과 시행된 이후 2년을 분석대상으로 하였다. 본 분석에서는 2017년 7월 9일 기준 DataGuide에서 추출한 데이터를 사용하며, KOSPI 시장 또는 KOSDAQ 시장에 상장된 기업 중 SPAC, 선박투자회사, 외

국인법인 등을 제외한 1,894개 기업을 대상으로 한다.

〈표 IV-1〉은 배당정책 변수인 현금배당과 기업의 특성 변수 그리고 소유 구조의 기초통계량을 제시한다. 고배당기업의 과세특례가 도입되기 이전 2년의 평균 현금배당액은 약 155억원 수준이었으나, 도입 이후에는 217억원으로 약 36.1% 증가한 것으로 나타났다. 다음으로 당기순이익을 보면, 제도 도입 전에는 평균 약 280억원이었으나, 도입 이후에는 평균 약 370억원으로 약 32.1% 증가하였다.

〈표 IV-1〉 기초통계량

(단위: 백만원)

	변수	관측치	평균	표준편차	최소	최대
제도 시행 이전	현금배당	1,929	15,483.94	98,826.31	1,280	2,999,973
	당기순이익	3,692	28,009	430,621	-2,052,601	17,900,000
	ln(시가총액)	3,400	11,640	1,498	8,194	19,233
	자산증가율	3,582	9,900	54,653	-96,210	2,620,980
	매출증가율	3,580	17,738	293,692	-115,490	12,740,24
	ROA	3,582	1,356	13,870	-318,880	142,000
	적자기업	3,788	0,263	0,441	0	1
	이익변동성	3,642	59,212	3,580,180	-684,914	216,054.8
제도 시행 이후	부채율	3,692	156,595	337,623	0,790	12,674.97
	유보율	3,539	3,027,200	86,925.96	0,680	5,159,023
	주요 주주 지분율	3,371	40,565	16,985	0,780	100.00
	외국인지분율	3,786	6,310	11,878	0	89,733
	시장구분더미	3,788	0,391	0,488	0	1
제도 시행 이후	현금배당	2,050	21,680.63	140,033.3	0,609	3,991,892
	당기순이익	3,749	37,243	401,570	-2,990,997	12,200,000
	ln(시가총액)	3,721	11,989	1,329	8,598	19,461
	자산증가율	3,760	15,039	57,868	-80,390	1,720,860
	매출증가율	3,754	14,078	124,271	-104,270	5,604,370
	ROA	3,760	1,111	14,129	-230,520	120,800
	적자기업	3,788	0,264	0,441	0	1,000
	이익변동성	3,734	-0,133	30,704	-780,073	1,167,647
	부채율	3,767	154,761	1,394,194	1,140	84,510,24
	유보율	3,629	3,047,441	82,485.11	0,020	4,963,748,0
	주요 주주 지분율	3,729	39,506	17,371	0	90,590
	외국인지분율	3,787	6,982	11,737	0	83,554
시장구분더미	3,788	0,391	0,488	0	1	

출처: Data Guide(2017년 7월 9일 기준) 및 한국상장회사협회 기업정보 TS2000의 자료를 이용하여 저자 작성

### 3. 실증분석 모형

#### 가. 고배당기업 의사결정요인 분석

먼저 고배당기업의 결정요인을 분석하기 위하여 다음과 같은 추정식을 Logit 모형을 이용하여 분석한다.

$$\begin{aligned} \text{고배당기업}_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \text{기업규모}_{it} + \beta_2 \text{성장성}_{it} + \beta_3 \text{투자기회}_{it} + \beta_4 \text{수익성}_{it} \\ & + \beta_5 \text{리스크}_{it} + \beta_6 \text{안정성}_{it} + \beta_7 \text{유보율}_{it} + \beta_8 \text{주요주주지분율}_{it} \\ & + \beta_9 \text{외국인지분율}_{it} + \beta_{10} \text{시장더미}_{it} + \beta_{11} \text{YR}_{2016} + \alpha_i + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

본 Logit 분석에서 종속변수(고배당기업<sub>it</sub>)는 고배당기업이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 이항 종속변수이고 고배당기업 배당소득 과세특례 적용요건에 따라 고배당기업 여부를 판단하여 변수로 사용한다.

본 분석에서는 기존 선행연구들의 일반적인 배당의 결정요인을 통제변수로 사용한다. 기업의 규모는 시가총액(백만원)의 자연로그값이다. 성장성은 연간 자산증가율이고, 투자기회를 나타내는 Tobin q의 대응변수로는 매출액 증가율을 사용한다. 수익성은 ROA(자산수익률), 안정성은 부채비율을 사용한다. 그 외 소유구조의 변수로 주요 주주의 지분율과 외국인 지분율이 사용되고 단위는 %이다. 또한, 산업고정효과도 고려하였다.

Logit 분석에서는 고배당기업이 될 확률이 높은 기업의 특성을 살펴보는 것으로 분석의 대상을 전체 상장기업, KOSPI, KOSDAQ 시장으로 구분하였다. 이렇게 시장을 구분하여 분석하는 이유는 시장별로 구조적인 차이가 존재할 가능성이 있기 때문이다.

일반적으로 배당을 하는 기업은 그렇지 않은 경우보다 시가총액이 높은 것으로 나타난다. 즉, 기업의 규모는 배당과 양(+)의 상관관계가 있을 것으로 예상된다. 기업규모로 총자산의 자연로그값 또는 총매출의 자연로그값을 사용할 수 있으나, 분석 결과에는 큰 차이가 없어 본 보고서에서는 시가총액의 자연로그값을 사용한 결과만 보고한다. 기업의 규모가 큰 대기업이 상대적으로 자본시장의 접근성이 높고, 저비용으로 자금조달을 할 수 있

기 때문에 기업규모가 클수록 고배당기업이 될 확률이 증가할 것으로 예상된다.

성장성 변수로는 총자산 증가율을 사용한다. 더 많은 성장기회를 가지고 있는 기업이 그렇지 않는 기업보다 배당보다는 투자를 할 가능성이 크기 때문에 고배당기업이 될 확률이 작을 것으로 예상된다.

투자기회를 나타내는 Tobin q의 대용변수로 book-to-market ratio(Fama and French, 2001)을 사용하는 대신 매출액의 증가율을 사용하였다. 매출액의 증가율이 크면 배당보다는 투자를 더 많이 할 가능성이 높으므로 매출액 증가율이 클수록 고배당기업이 될 가능성이 낮아질 것으로 예상된다.

수익성 변수는 총자산이익률로 ROA(당기순이익/총자산)이다. 수익성이 증가할수록 고배당기업이 될 확률이 높을 것으로 예상된다. 수익성이 높은 기업일수록 더 많은 내부자금을 창출할 수 있기 때문에, 배당을 할 수 있는 충분한 현금 보유를 할 것으로 보인다.

기업의 리스크 변수로는 당기순이익의 변동성을 사용한다. 이익의 변동성이 클수록 배당보다는 현금을 보유하려는 경향이 클 것으로 예상된다.

부채비율이 높을수록 배당을 적게 하는 경향이 있기 때문에 고배당기업이 될 확률이 낮을 것으로 예상된다. 유보율은 기업의 라이프 사이클의 대용변수로 배당규모는 유보율이 높을수록 배당금 지급 가능성이 높기 때문에 고배당기업과 양(+)의 상관관계가 있을 것으로 예상된다.

다음으로 소유구조 관련 변수이다. 주요 주주의 경우 배당 의사결정에 영향을 미칠 수 있는 주주로 주요 주주<sup>29)</sup>가 특히 개인주주일 경우에 고배당기업에 대한 과세특례의 수혜를 볼 인센티브가 크다. 따라서 주요 주주의 지분율이 클수록 고배당기업이 될 가능성이 크다. 외국인 지분율을 소유구조 변수로 사용하였지만, 고배당기업이 될 가능성과 연관성은 명확해 보이지 않는다. 고배당기업에 대한 과세특례는 국내 개인 주주에게만 적용되기 때문에 외국인 주주가 직접적으로 혜택을 받을 수 없어서 고배당기업이 될 확

29) 「자본시장과 금융투자업법」에 따르면 주요 주주는 법인의 의결권 있는 발행주식 총수의 10% 이상을 소유자, 또는 임원의 임면 등의 방법으로 경영전략, 조직 변경 등의 중요한 경영사항에 대한 사실상 영향력을 행사하는 주주이다.

률에 영향을 미치지 않을 수 있다. 그러나 외국인투자자들이 동 제도 도입을 계기로 고배당을 요구할 경우 고배당이 될 확률에 영향을 미칠 수도 있을 것으로 보인다.

#### 나. 배당소득증대세제가 현금배당에 미친 효과

다음의 실증분석에서는 당기순이익이 흑자이고 현금배당을 지급한 상장 기업을 대상으로 한다. 본 분석은 고배당기업에 대한 과세특례제도 도입 이후 (1) 현금배당이 증가하였는지, (2) 배당성향이 증가하였는지, 주요 주주와 외국인 지분율이 현금배당에 영향을 미쳤는지를 살펴보기 위해 패널데이터 고정효과(fixed effects) 모형을 사용하였다. 구체적으로 배당성향이 증가하였는지 여부는 제도 도입 이후 당기순이익에 대한 현금배당의 탄력성이 증가하였는지 여부를 실증적으로 검증하는 것으로 하고 있다.

실증분석 모형은 Vianna(2017)를 참고하여 다음과 같이 설정하였다.

$$\begin{aligned} \ln(\text{현금배당})_{it} = & \beta_0 + \gamma_1 \text{post}_{it} + \gamma_2 \text{post} \times \ln(\text{당기순이익})_{it} \\ & + \gamma_3 \text{post} \times \text{주요주주지분율}_{it} + \gamma_4 \text{post} \times \text{외국인지분율}_{it} \\ & + \beta_1 \text{기업규모}_{it} + \beta_2 \text{성장성}_{it} + \beta_3 \text{투자기회}_{it} + \beta_4 \text{수익성}_{it} + \beta_5 \text{리스크}_{it} \\ & + \beta_6 \text{안정성}_{it} + \beta_7 \text{유보율}_{it} + \beta_8 \ln(\text{당기순이익})_{it} + \beta_9 \text{주요주주지분율}_{it} \\ & + \beta_{10} \text{외국인지분율}_{it} + \beta_{11} \text{시장더미}_{it} + \alpha_5 + \epsilon_{it} \end{aligned}$$

종속변수는 현금배당(백만원)의 자연로그값이다. post 변수는 제도도입 이후 이면 1, 그렇지 않으면 0의 값을 갖는 더미변수이다. 기업의 현금배당 정책은 기업의 특성변수에 영향을 받기 때문에, 본 연구에서도 기존 선행연구와 유사하게 앞서 고배당기업의 결정요인 분석에서 사용한 통제변수를 사용하였다. 기업특성 변수로 기업의 규모, 성장성, 투자기회, 수익성, 안정성(부채율), 유보율 등을 사용하였고, 이와 더불어 post의 계수는 ln(현금배당액)이 제도시행 이후 증가하였는지 여부를 나타내는 한편, post×ln(당기순이익)의 계수는 제도시행 이후 배당성향이 증가하였는지 여부를 나타낸다. 정확히 말하자면, 제도시행 이후 당기순이익이 1% 증가할 때, 현금배당이 제도

시행 이전에 비해 추가로 몇 % 증가하였는지를 의미한다. 다음으로 post× 주요 주주지분율과 post×외국인 지분율을 추가하였다. 이 변수들의 계수는 제도시행 이후 주요 주주 지분율과 외국인 지분율이 현금배당 정책에 미친 영향을 나타낸다. 소유구조변수로 주요 주주 지분율과 외국인 지분율을 사용하였다.

## 4. 분석 결과

### 가. 고배당기업 결정요인 분석 결과

〈표 IV-2〉는 당기순이익이 흑자인 상장기업을 대상으로 한 패널데이터 Logit를 이용한 고배당기업의 결정요인 분석결과를 제시하고 있다. 기업의 규모가 배당정책에 상당한 영향을 미치고, KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장이 구조적인 차이가 있기 때문에, 고배당기업의 결정요인 분석은 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장된 전체기업을 대상으로 분석함과 동시에, KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장으로 구분한 분석 또한 수행하였다.

먼저 〈표 IV-2〉의 (1)열의 전체 상장기업을 대상으로 한 분석결과를 살펴 보면, 기업규모, 수익성, 부채율, 유보율, 주요 주주의 지분율이 고배당기업의 의사결정에 통계적으로 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타난다. 기업의 규모가 클수록 고배당기업이 될 확률이 높은 것으로 나타났고, 수익성이 높을수록 고배당기업의 될 확률이 높은 것으로 나타났다. 또한 경영사항에 중요한 의사결정에 영향을 미치는 주요 주주의 지분율이 높을수록 고배당기업이 될 가능성이 높은 것으로 나타났다. 반면, 부채율과 유보율이 높은 기업일수록 고배당기업이 될 확률이 낮아진 것으로 보인다.

한편 성장성, 투자기회, 리스크 관련 변수, 외국인 지분율, 시장구분 더미, 2016년 더미 등은 통계적으로 유의미하지 않는 것으로 나타났다. 특히, 외국인 지분율이 통계적으로 유의미하지 않는 것은 고배당기업에 대한 과세특례가 세법상 개인주주(거주자)로 한정하고 있기 때문으로 판단된다. 또한, 2016년 더미가 통계적으로 유의미하지 않는 것은 2016년 사업연도(2017년

지급)는 2015년 사업연도에 비해 금융소득종합과세 대상자의 혜택을 축소하였음에도 불구하고 고배당기업 결정 여부에는 영향을 미치지 않는 것으로 볼 수 있다.

다음으로 <표 IV-2>의 (2)열의 KOSPI 시장의 경우를 살펴보면, 시장규모, 수익성, 부채율, 유보율이 고배당기업 의사결정에 통계적으로 유의미한 영향을 미친 것으로 나타난다. 기업의 규모(시가총액)가 클수록 고배당기업이 될 확률이 높은 것으로 나타났으며, 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 수익성의 경우 양(+)의 효과가 있으며 1% 수준에서 통계적으로 유의한 것으로 나타났다. 부채율과 유보율이 높을수록 고배당기업이 될 확률이 낮은 것으로 나타났으며, 통계적으로 5% 수준에서 유의한 것으로 나타났다. 한편 전체 상장기업을 대상으로 분석한 결과와 달리 주요 주주의 지분율은 고배당기업이 될 확률에 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다.

<표 IV-2> 패널 Logit을 이용한 고배당기업 의사결정 요인 분석 결과(적자기업 제외)

당기순이익 > 0	(1) 전체	(2) KOSPI 시장	(3) KOSDAQ 시장
ln(시가총액) (기업규모)	0.237*** (0.0712)	0.188** (0.0873)	0.297** (-0.123)
자산증가율 (성장성)	-0.00334 (0.00216)	-0.00218 (0.00507)	-0.00372 (0.00256)
매출증가율 (투자기회)	-5.24E-05 (0.00073)	-6.75E-05 (0.00077)	0.00023 (0.00135)
ROA (수익성)	0.0381*** (0.00951)	0.0530*** (0.019)	0.0316*** (0.0113)
이익의 표준편차/평균 (리스크)	0.000381 (0.00219)	-0.00742 (0.0113)	0.000835 (0.00233)
부채율 (안정성)	-0.00133** (0.00054)	-0.00138** (0.00066)	-0.00315** (0.00137)
유보율	-5.81e-05** (2.71E-05)	-6.66e-05** (2.98E-05)	-1.41E-05 (7.60E-05)
주요 주주지분율	0.0197*** (0.00453)	0.0091 (0.00654)	0.0287*** (0.00641)
외국인지분율	0.00883 (0.00655)	0.00513 (0.00829)	0.00797 (0.0108)
시장구분 더미 (Kospi)	-0.277 (0.172)	-	-
2016년 더미 (Year 2016)	-0.0191 (0.118)	-0.0212 (0.174)	-0.00936 (0.162)

〈표 IV-2〉의 계속

당기순이익 > 0	(1) 전체	(2) KOSPI 시장	(3) KOSDAQ 시장
Constant	-7.106*** (1.681)	-5.611*** (1.917)	-7.852*** (1.975)
Industry Fixed Effects	Yes	Yes	Yes
Observations	2,614	1,135	1,460
Number of id	1,541	647	883
Log-Likelihood	-1173.06	-516.682	-643.32

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고 ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

다음으로 〈표 IV-2〉의 (3)열의 KOSDAQ 시장에 상장된 기업을 대상으로 분석한 결과를 살펴보면 기업의 규모, 수익성, 부채율, 주요 주주의 지분율이 고배당기업이 될 확률에 영향을 미친 것으로 나타났다. KOSPI 시장과 달리 유보율은 통계적으로 유의한 영향을 미치지 않은 것으로 나타난 반면, 주요 주주의 지분율은 통계적으로 유의한 영향을 미친 것으로 나타났다. KOSDAQ 시장의 경우 주요 주주의 지분율이 높을수록 현금배당을 증가시켜 고배당기업이 될 확률이 높은 것으로 나타났다. 이는 주요 주주의 지분율이 높은 기업이 고배당기업에 대한 과세특례제도를 적극적으로 활용한 결과로 해석할 수 있다.

앞의 패널데이터 Logit 분석에서는 당기순이익이 적자인 기업을 제외하고 분석하였으며, 〈표 IV-3〉에서는 당기순이익이 적자인 기업도 분석에 포함한 대신 적자기업인지 여부의 더미변수를 추가하여 분석한 결과를 제시하였다. 분석결과, 전반적으로 앞의 결과와 일치하는 것으로 나타났다. KOSPI 시장의 경우, 기업의 규모가 클수록, 수익성이 높을수록 고배당기업이 될 확률이 높은 것으로 나타났으며, 부채율과 유보율이 높을수록 고배당기업이 될 가능성이 낮은 것으로 나타났다. 또한, 주요 주주의 지분율과 외국인 지분율은 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 한편 KOSDAQ 시장의 경우, 앞의 결과와 마찬가지로 시장규모와 수익성, 부채율, 주요 주주의 지분율이 고배당기업이 될 확률에 통계적으로 유의미한 영향을 미친

것으로 나타났다.

이상의 결과를 종합해보면, 과세특례 대상이 되는 ‘고배당기업’의 중요한 결정요인은 기업의 규모, 수익성, 부채율, 주요 주주의 지분율로 나타났다. 특히, 주요 주주는 기업의 배당정책 의사결정에 영향을 미치기 때문에, 주요 주주의 지분율이 높을수록 고배당기업이 될 확률이 증가한 것으로 보인다.

〈표 IV-3〉 패널 Logit 고배당기업 의사결정요인 분석 결과(적자기업 포함)

모든 기업	(1) 전체	(2) KOSPI 시장	(3) KOSDAQ 시장
ln(시가총액) (기업규모)	0.239*** (0.0695)	0.196** (0.0865)	0.279** (0.118)
자산증가율 (성장성)	-0.00367* (0.00216)	-0.00244 (0.005)	-0.00395 (0.00254)
매출증가율 (투자기회)	1.45E-06 (0.00066)	4.59E-06 (0.00068)	0.000183 (0.00132)
ROA (수익성)	0.0409*** (0.00945)	0.0572*** (0.019)	0.0347*** (0.0111)
적자기업 여부 더미 (적자기업)	-2.941*** (0.445)	-2.822*** (0.763)	-2.967*** (0.549)
이익의 표준편차/평균 (이익변동성)	0.000389 (0.00216)	-0.00736 (0.0112)	0.000795 (0.00227)
부채율 (안정성)	-0.00133** (0.00053)	-0.00141** (0.00065)	-0.00294** (0.00132)
유보율	-5.81e-05** (2.67E-05)	-6.80e-05** (2.99E-05)	-1.27E-05 (7.34E-05)
주요 주주 지분율	0.0186*** (0.00441)	0.00815 (0.00647)	0.0273*** (0.00615)
외국인 지분율	0.00907 (0.00643)	0.00556 (0.00826)	0.00828 (0.0105)
시장구분 더미 (Kospi)	-0.278* (0.168)	-	-
2016년 더미 (Year 2016)	0.0164 (0.116)	-0.0168 (0.173)	0.0526 (0.159)
Constant	-7.131*** (1.651)	-5.743*** (1.909)	-7.614*** (1.917)
Industry fixed effects	Yes	Yes	Yes
Observations	3,479	1,381	2,070
Number of id	1,802	707	1,081
Log-likelihood	-1207.43	-526.861	-667.39

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

## 나. 배당소득증대세제가 현금배당에 미친 효과 분석 결과

〈표 IV-4〉는 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장된 전체 기업을 대상으로 한 패널데이터 고정효과(fixed effects) 회귀분석 결과를 제시한다. 〈표 IV-4〉의 첫 번째 열의 모델(1)은 기업의 고정효과만 통제하고, 제도 시행 더미변수  $post$ 의 계수만을 추정하였다. 두 번째 열의 모델(2)은 모델(1)에 배당에 영향을 미치는 시장규모, 수익성(자산증가율), 투자기회(매출증가율), 수익성,  $\ln(\text{당기순이익})$ , 리스크(당기순이익 변동성), 부채율, 유보율, 주요 주주 지분율, 외국인 지분율을 통제변수로 사용하였다. 세 번째 열의 모델(3)은 모델(2)에  $post \times \ln(\text{당기순이익})$ 을 추가하였다. 모델(1)과 (2)의  $post$ 의 계수는  $\ln(\text{현금배당액})$ 이 제도 시행 이후 증가하였는지 여부를 나타내는 한편,  $post \times \ln(\text{당기순이익})$ 의 계수는 제도 시행 이후 배당성향이 증가하였는지 여부를 나타낸다. 정확히 말하자면, 제도 시행 이후 당기순이익이 1% 증가할 때, 현금배당이 제도 시행 이전에 비해 추가로 몇 % 증가하였는지를 의미한다. 다음으로 마지막 열은 모델(3)에,  $post \times$ 주요 주주 지분율과  $post \times$ 외국인 지분율을 추가하였다. 이 변수들의 계수는 제도 시행 이후 주요 주주 지분율과 외국인 지분율이 현금배당정책에 미친 영향을 나타낸다.

먼저 모델(1)의 결과를 살펴보면,  $post$ 의 추정계수는 0.182로 1% 수준에서 통계적으로 유의미한 것으로 나타났다. 즉, 제도 도입 이후에  $\ln(\text{현금배당})$ 이 0.182%가 증가하였다는 것이다. 이는 통계적으로 유의미하나, 그 크기는 매우 적은 것으로 보인다. 통제변수를 포함한 모델(2)의,  $post$ 의 추정계수는 0.0975로 모델(1)의 약 절반 수준으로 나타났으며, 1% 수준에서 통계적으로 유의미하였다.

본 분석에서 주요 관심사는 배당소득증대세제 도입 이후 기업의 배당성향이 증가하였는지 여부이다. 모델(3)과 모델(4)는 배당성향이 증가하였다는 실증적인 증거를 제시하고 있다. 모델(3)의 분석결과에 따르면, 배당소득증대세제 도입 이전에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당은 약 0.124% 증가하였으나, 배당소득증대세제 도입 이후에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당이 약 0.1826(0.124+0.0582)% 증가한 것으로 나타났다. 당기순이익

에 대한 현금배당의 탄력성이 약 0.06%p 증가한 것으로 나타나 그 크기는 작은 것으로 보인다. 따라서 배당성향의 증가도 미미한 것으로 해석이 된다. 예를 들어, 제도 도입 이전 현금배당이 20이고 당기순이익이 100으로 배당성향이 20%인 기업을 가정해 보자. 제도 도입 이후 당기순이익이 10%로 증가하여 110이 되었다고 하면, 현금배당은 제도 도입으로 인해 추가로 0.1164(0.582%) 증가하여, 배당성향은 0.106%p 증가한다는 것을 의미한다. 따라서 고배당기업의 과세특례가 배당성향에 미친 영향은 통계적으로 유의미하지만 그 규모는 매우 작다고 볼 수 있다.

모델(4)의 결과를 살펴보면, 배당소득증대세제 도입 이전에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당은 약 0.123% 증가하였으나, 배당소득증대세제 도입 이후에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당이 약 0.185(0.123+0.0615)% 증가한 것으로 나타났다. 이 결과는 모델(3)과 크게 차이가 없다. 즉 고배당기업의 과세특례가 배당성향에 미친 영향은 통계적으로 유의미하지만, 그 규모는 매우 미미한 것을 보여준다. 기업의 특성변수와 소유구조와 같은 다른 통제변수들을 살펴보면, 기업규모, 투자기회, 당기순이익, 부채율, 외국인 지분율이 현금배당에 유의미한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면, 성장성(자산증가율), 수익성(ROA), 리스크(당기순이익 변동성), 유보율, 주요 주주의 지분율, post×주요 주주 지분율, post×외국인 지분율은 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다.

기업의 규모가 클수록 현금배당이 증가하고, 투자기회가 클수록 현금배당이 감소한 것으로 나타났다. 당기순이익이 증가할수록 현금배당이 크고, 부채율이 높을수록 현금배당이 작은 것으로 나타났다. 외국인의 지분율이 높을수록 현금배당이 높은 것으로 나타났다. 이는 외국인이 현금배당을 많이 하는 기업을 선호한 결과로 해석이 된다. 반면, 제도 도입 이후 소유구조에 따른 현금배당의 변화는 없는 것으로 나타났다. 이는 모든 기업의 배당에 대한 배당소득세율을 인하한 것이 아니라 특정 요건을 갖춘 고배당기업에 한해 세제혜택을 부여했기 때문에, 주요 주주의 지분율이 높은 기업이 고배당기업이 될 확률이 높았던 것과는 달리, 제도 도입 이후 주요 주주 지분율

은 평균적으로 기업의 배당정책에 영향을 미치지 않은 것으로 나타났다. 이 실증분석 결과는 고배당기업의 결정요인 분석결과와 일관성이 있는 것으로 판단된다. 고배당기업의 결정요인에서 주요 주주의 지분율이 고배당기업이 될 확률을 높이는 것으로 나타났는데, 상대적으로 현금배당규모가 큰 KOSPI 시장에서는 주요 주주의 지분율은 유의미하지 않고 상대적으로 현금배당규모가 작은 KOSDAQ 시장에서 주요 주주 지분율이 유의미하게 영향을 미쳤다. 따라서 주요 주주의 지분율이 제도 도입 이후 현금배당에 미친 영향은 없는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 IV-4〉 패널 고정효과 모델을 이용한 배당소득증대세제 효과 분석 결과  
(KOSPI + KOSDAQ 시장)

종속변수	ln(현금배당)	ln(현금배당)	ln(현금배당)	ln(현금배당)
(KOSPI+KOSDAQ)	(1)	(2)	(3)	(4)
post	0.182***	0.0975***	-0.455***	-0.518***
제도 도입 이후	(0.0132)	(0.0122)	(0.0702)	(0.0835)
post × ln(당기순이익)	-	-	0.0582***	0.0615***
			(0.00729)	(0.0086)
post × 주요 주주 지분율	-	-	-	0.000837
				(0.000731)
post × 외국인 지분율	-	-	-	-0.000549
				(0.00101)
ln(시가총액)	-	0.193***	0.236***	0.236***
		(0.0216)	(0.022)	(0.022)
자산증가율	-	-6.15E-05	-7.30E-05	-7.62E-05
		(0.0002)	(0.000197)	(0.000197)
매출 증가율	-	-0.000180***	-0.000156***	-0.000154***
		(5.99E-05)	(5.92E-05)	(5.92E-05)
ROA	-	-0.00182	-0.0018	-0.00191
		(0.00161)	(0.00159)	(0.00159)
ln(당기순이익)	-	0.159***	0.124***	0.123***
		(0.0116)	(0.0123)	(0.0125)
이익변동성	-	0.000109	0.000112	0.000109
		(0.000379)	(0.000375)	(0.000375)
부채율	-	-0.00106***	-0.00107***	-0.00106***
		(0.000169)	(0.000167)	(0.000167)
유보율	-	1.62e-05***	8.44E-06	8.58E-06
		(5.42E-06)	(5.43E-06)	(5.43E-06)
주요 주주 지분율	-	-0.00197	-0.00286	-0.00317
		(0.00195)	(0.00193)	(0.00196)

〈표 IV-4〉의 계속

종속변수 (KOSPI+KOSDAQ)	ln(현금배당) (1)	ln(현금배당) (2)	ln(현금배당) (3)	ln(현금배당) (4)
외국인 지분율	-	0.00800*** (0.00164)	0.00770*** (0.00162)	0.00804*** (0.00168)
상수항	7.747*** (0.00921)	4.113*** (0.291)	3.975*** (0.288)	3.997*** (0.288)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3,979	3,565	3,565	3,565
R-squared	0.0049	0.6568	0.683	0.685
Number of id	1,221	1,176	1,176	1,176

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

〈표 IV-5〉는 KOSPI 시장에 상장된 기업을 대상으로 한 패널데이터 고정 효과 회귀분석 결과를 제시하고 있다. KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장된 기업을 대상으로 한 〈표 IV-4〉의 결과와 비교해 보면, 수익성(ROA)이 현금배당과 음(-)의 관계가 있으나, 통계적으로 유의미하다는 점에서 차이가 있으나, 변수의 통계적 유의성과 추정계수의 크기는 유사한 것으로 나타났다. 모델(3)과 모델(4)의 결과는 배당성향이 증가하였다는 실증적인 증거를 제시하고 있으나 앞에서 설명한 것처럼 경제적인 효과는 매우 미미한 것으로 보인다. 모델(3)의 분석결과에 따르면, 배당소득증대세제 도입 이전에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당은 약 0.116% 증가하였으나, 배당소득증대세제 도입 이후에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당이 약 0.1757(0.116+0.0597)% 증가한 것으로 나타났다. 당기순이익에 대한 현금배당의 탄력성이 약 0.06%p 증가한 것으로 나타났으나 그 크기가 작기 때문에 배당성향에 미친 영향은 미미한 것으로 보인다. 모델(4)의 결과를 살펴보면, 배당소득증대세제 도입 이전에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당은 약 0.117% 증가하였으나, 배당소득증대세제 도입 이후에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당이 약 0.1767(0.117+0.0597)% 증가한 것으로 나타났다. 이 결과는 모델(3)과 크게 차이가 없다.

〈표 IV-5〉 패널 고정효과 모델을 이용한 배당소득증대세제 효과 분석 결과  
(KOSPI 시장)

종속변수	ln(현금배당)	ln(현금배당)	ln(현금배당)	ln(현금배당)
KOSPI	(1)	(2)	(3)	(4)
post	0.188*** (0.0186)	0.120*** (0.016)	-0.480*** (0.0916)	-0.513*** (0.112)
제도도입 이후			0.0597*** (0.00898)	0.0597*** (0.0106)
post×ln(당기순이익)	-	-	-	0.000647 (0.00101)
post×주요 주주 지분율	-	-	-	0.00024 (0.00125)
post×외국인 지분율	-	-	-	
ln(시가총액)	-	0.200*** (0.0318)	0.248*** (0.0321)	0.248*** (0.0321)
자산증가율	-	-6.94E-05 (0.00022)	-7.93E-05 (0.000216)	8.01E-05 (-0.000217)
매출 증가율	-	-0.000180*** (6.01E-05)	-0.000151** (5.92E-05)	-0.000150** (5.93E-05)
ROA	-	-0.00562** (0.00243)	-0.00487** (0.0024)	-0.00490** (0.0024)
ln(당기순이익)	-	0.152*** (0.015)	0.116*** (0.0157)	0.117*** (-0.0159)
이익변동성	-	0.000219 (0.000667)	0.000245 (0.000656)	0.000252 (0.000657)
부채율	-	-0.00103*** (0.000185)	-0.00105*** (0.000182)	-0.00105*** (0.000183)
유보율	-	1.40e-05** (5.56E-06)	7.72E-06 (5.55E-06)	7.76E-06 (5.55E-06)
주요 주주 지분율	-	0.000821 (0.00306)	0.000785 (0.003)	0.000543 (0.00304)
외국인 지분율	-	0.00908*** (0.00204)	0.00857*** (0.00201)	0.00847*** (0.00206)
상수항	8.483*** (0.0131)	4.470*** (0.449)	4.231*** (0.443)	4.234*** (0.444)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	2,030	1,805	1,805	1,805
R-squared	0.0036	0.638	0.6703	0.6706
Number of id	584	563	563	563

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

〈표 IV-6〉은 KOSDAQ 시장에 상장된 기업을 대상으로 한 패널고정효과 회귀분석 결과를 제시하고 있다. KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장된 전체 기업을 대상으로 한 〈표 IV-4〉의 결과와 비교해 보면, 주요 주주의 지분율이 현금배당과 음(-)의 관계가 있고, 통계적으로 유의하다는 점을 제외하고는 변수의 통계적 유의성과 추정계수의 크기는 유사한 것으로 나타났다. 모델(3)과 모델(4)는 배당성향이 증가하였다는 실증적인 증거를 제시하고 있으며, 앞에서 설명한 것처럼 경제적인 효과는 매우 미미한 것으로 보인다. 모델(3)의 분석결과에 따르면, 배당소득증대세제 도입 이전에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당은 약 0.138% 증가하였으나, 배당소득증대세제 도입 이후에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당이 약 0.1969(0.138+0.0589)% 증가한 것으로 나타났다. 당기순이익에 대한 현금배당의 탄력성이 약 0.06%p 증가한 것으로 보이나 그 크기가 작기 때문에 배당성향에 미친 영향은 매우 작다고 해석이 가능하다. 모델(4)의 결과를 살펴보면, 배당소득증대세제 도입 이전에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당은 약 0.135% 증가하였으나, 배당소득증대세제 도입 이후에는 당기순이익이 1% 증가할 때 현금배당이 약 0.2015(0.135+0.0665)% 증가한 것으로 나타났다. 이 결과는 모델(3)과 크게 차이가 없다.

〈표 IV-6〉 패널 고정효과 모델을 이용한 배당소득증대세제 효과 분석 결과 (KOSDAQ 시장)

종속변수	ln(현금배당)	ln(현금배당)	ln(현금배당)	ln(현금배당)
KOSDAQ	(1)	(2)	(3)	(4)
post	0.176***	0.0530***	-0.460***	-0.577***
제도도입 이후	(0.0186)	(0.0198)	(0.145)	(0.159)
post×ln(당기순이익)	-	-	0.0589***	0.0665***
			(0.0165)	(0.0174)
post×주요 주주 지분율	-	-	-	0.00147
				(0.00111)
post×외국인 지분율	-	-	-	-0.00201
				(0.00179)
ln(시가총액)	-	0.187***	0.215***	0.213***
		(0.0309)	(0.0317)	(0.0317)

〈표 IV-6〉의 계속

종속변수	ln(현금배당)	ln(현금배당)	ln(현금배당)	ln(현금배당)
KOSDAQ	(1)	(2)	(3)	(4)
자산증가율	-	0.000247 (0.000471)	0.000233 (0.000469)	0.000252 (0.000469)
매출 증가율	-	-0.000304 (0.000351)	-0.00033 (0.000349)	-0.000316 (0.00035)
ROA	-	-8.79E-05 (0.00234)	-0.000126 (0.00233)	-0.000365 (0.00233)
ln(당기순이익)	-	0.173*** (0.0187)	0.138*** (0.0209)	0.135*** (0.0211)
이익변동성	-	4.08E-05 (0.000463)	3.19E-05 (0.000461)	2.22E-05 (0.000461)
부채율	-	-0.00119*** (0.000406)	-0.00117*** (0.000404)	-0.00118*** (0.000405)
유보율	-	0.000112*** (3.40E-05)	7.87e-05** (3.51E-05)	8.02e-05** (-3.51E-05)
주요 주주 지분율	-	-0.00610** (0.00262)	-0.00679*** (0.00261)	-0.00730*** (0.00268)
외국인 지분율	-	0.00484* (0.00279)	0.00461* (0.00278)	0.00619** (0.00297)
상수항	6.981*** (0.013)	3.608*** (0.388)	3.663*** (0.386)	3.729*** (0.388)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,949	1,760	1,760	1,760
R-squared	0.064	0.256	0.264	0.266
Number of id	637	613	613	613

주: \*, \*\* \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

이상의 결과를 종합해보면, 당기순이익에 대한 현금배당의 탄력성이 제도 도입 이후 증가하여 배당소득증대세제가 배당성향을 증가시키는 데 긍정적인 영향을 미친 것으로 볼 수 있다. 그러나 제도의 도입 이전의 탄력성도 크지 않고, 제도 도입 이후 탄력성의 증가도 크지 않기 때문에 배당성향에 미친 긍정적인 영향은 크지 않다고 해석할 수 있다.

#### 다. 강건성 체크(Robustness Check)

본 소절에서는 강건성 체크를 위해 배당규모를 나타내는 종속변수를  $\ln$ (현금배당) 대신에 현금배당/시가총액(배당수익률), 현금배당/자산으로 하여 고배당기업의 과세특례제도 이후 현금배당/시가총액(배당수익률) 또는 현금배당/자산이 증가하였는지 여부를 살펴보았다.

〈표 IV-7〉은 종속변수를 현금배당/시총으로 사용하고 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장한 전체 기업을 대상으로 한 패널데이터 고정효과모델 결과를 제시하고 있다. 현금배당을 시가총액으로 나눈 금액은 배당수익률의 대응변수이다. 먼저 첫 번째의 열의 모델(1) 결과를 살펴보면, 제도 시행 이후 더미변수(post)의 계수는 음수로 제도 시행 이후 배당수익률이 감소한 것으로 해석된다. 그러나 모델(1)에 기업의 특성변수를 추가한 모델(2)를 보면, 추정된 계수가 0.00112로 양(+)의 값을 가지며 통계적으로 유의한 것으로 나타난다. 이는 제도 도입 이후 배당수익률이 약 0.112%p 증가하였다는 것으로 해석이 가능하다.

모델(3)과 모델(4)의  $\text{post} \times \ln(\text{당기순이익})$  계수를 살펴보면, 모두 양(+)의 값을 나타내고 있으며 통계적으로 유의미하다. 이는 제도 도입이후 당기순이익의 증가가 추가적으로 배당수익률을 증가시켰다는 것을 의미한다.

모델(4)의 결과를 구체적으로 살펴보면, 배당소득증대세제 도입 이전에는 당기순이익이 1% 증가할 때 배당수익률(현금배당/시가총액 $\times 100$ )은 0.00144% 증가하였으나, 배당소득증대세제 도입 이후에는 당기순이익이 1% 증가할 때 배당수익률이 0.003% 증가한 것으로 나타났다. 즉 통계적으로는 유의미한 효과가 있는 것으로 나타났으나 그 크기는 매우 작은 것으로 나타났다. 그 외 통제변수 중에는 기업규모, 당기순이익, 부채율, 외국인 지분율이 배당수익률과 유의미한 관계가 있는 것으로 나타났다. 현금배당규모를 종속변수로 사용한 경우와 달리 기업규모는 배당수익률과 음(-)의 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 기업의 규모가 클수록 배당수익률이 낮은 것으로 나타났으며, 이는 기업의 규모가 작을수록 시장에서 저평가되어 배당수익률이 높게 나타난 것으로 추정이 된다. 당기순이익이 클수록 배당수익률이 증가

하고, 외국인 지분율이 높을수록 배당수익률이 높은 것으로 나타났다. 한편, 부채율이 높을수록 배당수익률은 낮은 것으로 나타났다.

〈표 IV-7〉 배당소득증대세제가 현금배당/시총에 미친 효과 분석  
(KOSPI + KOSDAQ 시장)

종속변수	현금배당/시총	현금배당/시총	현금배당/시총	현금배당/시총
전체	(1)	(2)	(3)	(4)
post	-0.00103*** (0.00026)	0.00112*** (0.000261)	-0.0110*** (0.0015)	-0.0126*** (0.00178)
post×ln(당기순이익)	-	-	0.00127*** (0.000156)	0.00156*** (0.000183)
post×주요 주주지분율	-	-	-	-9.11E-06 (1.56E-05)
post×외국인지분율	-	-	-	-6.27e-05*** (2.15E-05)
ln(시가총액)	-	-0.0112*** (0.000462)	-0.0102*** (0.00047)	-0.0102*** (0.00047)
자산 증가율	-	-1.71E-06 (4.27E-06)	-1.97E-06 (4.21E-06)	-2.22E-06 (4.21E-06)
매출 증가율	-	-1.83E-06 (1.28E-06)	-1.29E-06 (1.26E-06)	-1.26E-06 (1.26E-06)
ROA	-	4.98E-05 (3.45E-05)	5.04E-05 (3.40E-05)	4.75E-05 (3.40E-05)
ln(당기순이익)	-	0.00235*** (0.000249)	0.00158*** (0.000263)	0.00144*** (0.000267)
이익변동성	-	1.92E-06 (8.11E-06)	1.98E-06 (8.00E-06)	1.83E-06 (7.99E-06)
부채율	-	-1.36e-05*** (3.61E-06)	-1.38e-05*** (3.56E-06)	-1.31e-05*** (3.57E-06)
유보율	-	1.94e-07* (1.16E-07)	2.47E-08 (1.16E-07)	3.14E-08 (1.16E-07)
주요 주주 지분율	-	-4.89E-06 (4.16E-05)	-2.44E-05 (4.11E-05)	-1.23E-05 (4.18E-05)
외국인 지분율	-	0.000266*** (3.51E-05)	0.000260*** (3.46E-05)	0.000287*** (3.58E-05)
상수항	0.0171*** (0.000183)	0.129*** (0.00622)	0.126*** (0.00615)	0.127*** (0.00615)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3,891	3,565	3,565	3,565
R-squared	0.0019	0.0337	0.0375	0.0388
Number of id	1,214	1,176	1,176	1,176

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

KOSPI 시장에 상장한 기업을 대상으로 한 분석결과는 <표 IV-8>에 제시되어 있다. KOSPI 시장에 상장한 기업을 대상으로 한 분석결과는 전체 상장기업을 대상으로 한 분석결과와 큰 차이가 없는 것으로 보인다.

<표 IV-8> 배당소득증대세제가 현금배당/시총에 미친 효과 분석(KOSPI 시장)

종속변수	현금배당/시총	현금배당/시총	현금배당/시총	현금배당/시총
KOSPI	(1)	(2)	(3)	(4)
post	-8.20E-05 (0.000397)	0.00140*** (0.000392)	-0.0126*** (0.00224)	-0.0139*** (0.00274)
post×ln(당기순이익)	-	-	0.00139*** (0.00022)	0.00168*** (0.000259)
post×주요 주주지분율	-	-	-	-1.50E-05 (2.46E-05)
post×외국인지분율	-	-	-	-6.70e-05** (3.05E-05)
ln(시가총액)	-	-0.0115*** (0.000777)	0.0104*** (0.000785)	-0.0104*** (0.000785)
자산 증가율	-	-3.51E-06 (5.38E-06)	-3.75E-06 (5.29E-06)	-4.12E-06 (5.29E-06)
매출 증가율	-	-1.69E-06 (1.47E-06)	-1.04E-06 (1.45E-06)	-1.04E-06 (1.45E-06)
ROA	-	-2.55E-05 (5.94E-05)	-7.93E-06 (5.86E-05)	-1.04E-05 (5.85E-05)
ln(당기순이익)	-	0.00256*** (0.000366)	0.00173*** (0.000383)	0.00158*** (0.000389)
이익변동성	-	6.69E-06 (1.63E-05)	7.28E-06 (1.60E-05)	6.73E-06 (1.60E-05)
부채율	-	-1.39e-05*** (4.52E-06)	-1.44e-05*** (4.45E-06)	-1.37e-05*** (4.46E-06)
유보율	-	1.77E-07 (1.36E-07)	3.20E-08 (1.36E-07)	3.92E-08 (1.36E-07)
주요 주주 지분율	-	4.58E-05 (7.46E-05)	4.50E-05 (7.35E-05)	6.32E-05 (7.42E-05)
외국인 지분율	-	0.000339*** (4.99E-05)	0.000327*** (4.91E-05)	0.000352*** (5.04E-05)
상수항	0.0175*** (0.00028)	0.135*** (0.011)	0.130*** (0.0108)	0.131*** (0.0108)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,997	1,805	1,805	1,805
R-squared	0.0001	0.0503	0.0568	0.0581
Number of id	584	563	563	563

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

KOSDAQ 시장에 상장한 기업을 대상으로 한 분석결과는 <표 IV-9>에 제시되어 있다. 마지막 열의 모델(4)의 경우를 살펴보면, KOSPI 시장과 몇 가지 차이가 있음을 볼 수 있다. 먼저, KOSPI 시장과 달리 기업규모는 배당수익률과 양(+)의 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다. 다음으로, 유보율이 높을수록 배당수익률이 높은 것으로 나타났다. 이는 현금배당을 지급할 수 있는 충분한 현금을 보유한 기업들이 배당을 많이 하였기 때문으로 해석이 가능하다. 그다음으로 주요 주주의 지분율이 높을수록 배당수익률이 낮을 것으로 나타났다. 이는 종속변수를 현금배당규모로 사용한 것과 일치되는 결과이다.

<표 IV-9> 배당소득증대세제가 현금배당/시총에 미친 효과 분석(KOSDAQ 시장)

종속변수	현금배당/시총	현금배당/시총	현금배당/시총	현금배당/시총
KOSDAQ	(1)	(2)	(3)	(4)
post	0.176*** (0.0186)	0.0530*** (0.0198)	-0.460*** (0.145)	-0.577*** (0.159)
post × ln(당기순이익)	-	-	0.0589*** (0.0165)	0.0665*** (0.0174)
post × 주요 주주지분율	-	-	-	0.00147 (0.00111)
post × 외국인지분율	-	-	-	-0.00201 (0.00179)
ln(시가총액)	-	0.187*** (0.0309)	0.215*** (0.0317)	0.213*** (0.0317)
자산 증가율	-	0.000247 (0.000471)	0.000233 (0.000469)	0.000252 (0.000469)
매출 증가율	-	-0.000304 (0.000351)	-0.00033 (0.000349)	-0.000316 (0.00035)
ROA	-	-8.79E-05 (0.00234)	-0.000126 (0.00233)	-0.000365 (0.00233)
ln(당기순이익)	-	0.173*** (0.0187)	0.138*** (0.0209)	0.135*** (0.0211)
이익변동성	-	4.08E-05 (0.000463)	3.19E-05 (0.000461)	2.22E-05 (0.000461)
부채율	-	-0.00119*** (0.000406)	-0.00117*** (0.000404)	-0.00118*** (0.000405)
유보율	-	0.000112*** (3.40E-05)	7.87e-05** (3.51E-05)	8.02e-05** (3.51E-05)

〈표 IV-9〉의 계속

종속변수	현금배당/시총	현금배당/시총	현금배당/시총	현금배당/시총
KOSDAQ	(1)	(2)	(3)	(4)
주요 주주 지분율	-	-0.00610** (0.00262)	-0.00679*** (0.00261)	-0.00730*** (0.00268)
외국인 지분율	-	0.00484* (0.00279)	0.00461* (0.00278)	0.00619** (0.00297)
상수항	6.981*** (0.013)	3.608*** (0.388)	3.663*** (0.386)	3.729*** (0.388)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,949	1,760	1,760	1,760
R-squared	0.064	0.256	0.264	0.266
Number of id	637	613	613	613

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

현금배당을 당기순이익으로 나눈 배당성향을 종속변수로 사용하면 여러 가지 문제가 발생할 수 있다. 당기순이익은 변동성이 크고, 당기순이익이 영(0)에 가까우나 현금배당을 하게 되면 배당성향은 매우 큰 값이 되는 등의 문제가 발생하는 반면 자산은 변동성이 상대적으로 크지 않기 때문에 기존 선행연구에서 현금배당을 자산으로 나누어 종속변수로 많이 사용하고 있다. 이에 따라 본 분석에서도 강건성 체크를 위해 현금배당을 자산으로 나눈 값을 종속변수로 사용한다.

〈표 IV-10〉은 종속변수로 현금배당/자산으로 사용하고 KOSPI 시장과 KOSDAQ 시장에 상장한 전체 기업을 대상으로 한 패널데이터 고정효과모델 결과를 제시하고 있다. 먼저 모델(1)~(2)의 제도 시행 이후 터미변수(post)의 추정계수는 각각 -0.00027과 -0.00003이며 통계적으로 유의미하지 않는 것으로 나타났다. 이는 제도 도입 이후 현금배당/자산은 변화가 없다는 것을 의미한다.

모델(3)과 모델(4)의 post×ROA 계수를 살펴보면, 각각  $-3.99 \times 10^{-5}$ 와  $-4.56 \times 10^{-5}$ 이며 모델(3)의 결과는 통계적으로 유의미하지 않으며, 모델(4)의 결과는 통계적으로 유의미한 것으로 나타났다. 경제적인 효과적인 측면에서

보면, 음수이긴 하지만 그 규모가 매우 작기 때문에 그 효과는 매우 제한적인 것으로 해석할 수 있다.

모델(4)의 결과를 구체적으로 살펴보면, 현금배당/자산은 배당소득증대세제 도입 이전에는 ROA(당기순이익/자산×100%)가 1%p 증가하면 현금배당/자산이 0.000242 증가하였으나, 배당소득증대세제 도입 이후에는 ROA가 1%p 증가하면 현금배당/자산이 0.0001964(0.000242-0.0000456) 증가하는 것으로 나타났다. 통계적으로 유의미한 음(-)의 효과 있는 것으로 보이나, 그 효과는 매우 미미한 것으로 해석이 가능하다. 다른 통제변수들을 살펴보면, 기업규모, 자산증가율, 부채율, 유보율이 통계적으로 유의미한 것으로 나타났다. 기업규모가 클수록 현금배당이 크고, 성장성과 부채율이 클수록 현금배당이 작은 것으로 나타났으며 이 결과는 선행연구 결과와 일치한다. 다만, 유보율이 높을수록 현금배당이 작은 것으로 나타났다. 한편 주요 주주 지분율과 외국인 지분율은 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다.

〈표 IV-11〉은 종속변수로 현금배당/자산을 사용하고 KOSPI 시장에 상장된 전체 기업을 대상한 패널데이터 고정효과모델 결과를 제시하고 있다. KOSPI 시장의 경우, 기업의 규모, 수익성(ROA), 부채율, 유보율, 외국인 지분율이 통계적으로 유의미한 것으로 나타났으며, 제도 도입 이후 터미변수와 그 터미변수의 상호작용변수는 통계적으로 유의미하지 않는 결과가 나타났다. 즉, 고배당기업 증대세제가 KOSPI 시장 상장기업의 배당정책에는 유의미한 영향을 미치지 않는 것으로 해석이 가능하다.

〈표 IV-12〉는 종속변수를 현금배당/자산을 사용하고 KOSDAQ 시장에 상장된 기업을 대상으로 한 패널데이터 고정효과모델 결과를 제시하고 있다. 배당소득증대세제의 효과는 KOSDAQ 시장의 경우 전체 기업을 대상으로 한 것과 유사한 결과를 보여주고 있다. 통계적으로 유의미한 영향이 있었으나, 경제적인 효과는 매우 미미한 것으로 보인다. 한편 기업의 특성변수 중 기업의 규모, 자산증가율(성장성), 수익성(ROA), 부채율, 유보율이 통계적으로 유의미한 것으로 나타났다.

〈표 IV-10〉 배당소득증대세제가 현금배당/자산에 미친 효과 분석  
(KOSPI + KOSDAQ 시장)

종속변수	현금배당/자산	현금배당/자산	현금배당/자산	현금배당/자산
전체	(1)	(2)	(3)	(4)
post	-3.45E-05 (0.000178)	-0.000277* (0.000161)	-7.41E-05 (0.000211)	8.05E-05 (0.000519)
post×ROA	-	-	-3.99E-05 (2.68E-05)	-4.56e-05* (2.70E-05)
post×주요 주주지분	-	-	-	-6.89E-06 (9.73E-06)
post×외국인지분율	-	-	-	1.69E-05 (1.17E-05)
ln(시가총액)	-	0.00171*** (0.000279)	0.00170*** (0.000279)	0.00176*** (0.000282)
자산 증가율	-	-8.23e-06*** (2.74E-06)	-8.35e-06*** (2.74E-06)	-8.35e-06*** (2.74E-06)
매출 증가율	-	-2.39E-07 (8.22E-07)	-2.73E-07 (8.22E-07)	-2.64E-07 (8.22E-07)
ROA	-	0.000212*** (1.74E-05)	0.000238*** (2.49E-05)	0.000242*** (2.50E-05)
이익변동성	-	-6.37E-07 (4.69E-06)	-7.33E-07 (4.69E-06)	-7.14E-07 (4.69E-06)
부채율	-	-8.67e-06*** (2.26E-06)	-8.67e-06*** (2.26E-06)	-8.86e-06*** (2.26E-06)
유보율	-	-1.05E-07 (7.47E-08)	-9.24E-08 (7.52E-08)	-1.05E-07 (7.55E-08)
주요 주주 지분율	-	-1.35E-05 (2.63E-05)	-1.26E-05 (2.63E-05)	-1.28E-05 (2.69E-05)
외국인 지분율	-	0.000128*** (2.22E-05)	0.000128*** (2.22E-05)	0.000119*** (2.29E-05)
상수항	0.0117*** (0.000125)	-0.00984*** (0.00373)	-0.00985*** (0.00373)	-0.0104*** (0.00374)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	3,979	3,843	3,843	3,843
R-squared	0.0003	0.0911	0.0923	0.0902
Number of id	1,221	1,205	1,205	1,205

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

〈표 IV-11〉 배당소득증대세제가 현금배당/자산에 미친 효과 분석(KOSPI 시장)

종속변수	현금배당/자산	현금배당/자산	현금배당/자산	현금배당/자산
KOSPI	(1)	(2)	(3)	(4)
post	0.000144 (0.0002)	-9.51E-05 (0.0002)	-0.00034 (0.00025)	0.000323 (0.00069)
post×ROA	-	-	5.84E-05 (3.81E-05)	4.99E-05 (3.89E-05)
post×주요 주주지분	-	-	-	-1.82E-05 (1.24E-05)
post×외국인지분율	-	-	-	1.42E-05 (1.37E-05)
ln(시기총액)	-	0.00172*** (0.00038)	0.00172*** (0.00038)	0.00180*** (0.00039)
자산 증가율	-	-4.07E-06 (2.82E-06)	-4.26E-06 (2.82E-06)	-4.18E-06 (2.82E-06)
매출 증가율	-	-1.51E-07 (7.79E-07)	-1.07E-07 (7.79E-07)	-1.14E-07 (7.79E-07)
ROA	-	0.000208*** (2.59E-05)	0.000179*** (3.18E-05)	0.000183*** (3.21E-05)
이익변동성	-	-3.92E-06 (6.77E-06)	-3.74E-06 (6.76E-06)	-3.79E-06 (6.76E-06)
부채율	-	-4.90e-06** (2.34E-06)	-4.78e-06** (2.34E-06)	-5.07e-06** (2.34E-06)
유보율	-	-1.08E-07 (7.19E-08)	-1.17E-07 (7.21E-08)	-1.30e-07* (7.24E-08)
주요 주주 지분율	-	3.31E-05 (3.82E-05)	3.29E-05 (3.82E-05)	3.52E-05 (3.86E-05)
외국인 지분율	-	0.000186*** (2.60E-05)	0.000187*** (2.60E-05)	0.000181*** (2.67E-05)
상수항	0.00989*** (0.00014)	-0.0160*** (0.00541)	-0.0159*** (0.0054)	-0.0169*** (0.00542)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	2,030	1,960	1,960	1,960
R-squared	0.0003	0.0813	0.0815	0.079
Number of id	584	580	580	580

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

〈표 IV-12〉 배당소득증대세제가 현금배당/자산에 미친 효과 분석(KOSDAQ 시장)

종속변수	현금배당/자산	현금배당/자산	현금배당/자산	현금배당/자산
KOSDAQ	(1)	(2)	(3)	(4)
post	-0.00024 (0.0003)	-0.0003 (0.00027)	0.000105 (0.00037)	-8.75E-05 (0.00079)
post×ROA	-	-	-7.13E-05 (4.35E-05)	-7.48e-05* (4.44E-05)
post×주요 주주지분	-	-	-	3.33E-06 (1.55E-05)
post×외국인지분율	-	-	-	1.10E-05 (2.46E-05)
ln(시가총액)	-	0.00227*** (0.00042)	0.00220*** (0.00042)	0.00221*** (0.00042)
자산 증가율	-	-2.54e-05*** (6.72E-06)	-2.67e-05*** (6.76E-06)	-2.67e-05*** (6.77E-06)
매출 증가율	-	-3.29E-06 (4.08E-06)	-3.67E-06 (4.08E-06)	-3.77E-06 (4.09E-06)
ROA	-	0.000247*** (2.51E-05)	0.000302*** (4.19E-05)	0.000305*** (4.26E-05)
이익변동성	-	1.53E-06 (6.48E-06)	1.45E-06 (6.47E-06)	1.41E-06 (6.48E-06)
부채율	-	-2.03e-05*** (5.45E-06)	-1.95e-05*** (5.46E-06)	-1.96e-05*** (5.48E-06)
유보율	-	-1.98e-06*** (4.81E-07)	-1.68e-06*** (5.14E-07)	-1.70e-06*** (5.15E-07)
주요 주주 지분율	-	-5.10E-05 (3.72E-05)	-5.07E-05 (3.72E-05)	-5.40E-05 (3.83E-05)
외국인 지분율	-	4.22E-05 (3.97E-05)	4.62E-05 (3.98E-05)	4.05E-05 (4.25E-05)
상수항	0.0135*** (0.00021)	0.00791 (0.00521)	0.00792 (0.00521)	0.00785 (0.00525)
Firms' Fixed Effects	Yes	Yes	Yes	Yes
Observations	1,949	1,883	1,883	1,883
R-squared	0.0002	0.1673	0.1801	0.179
Number of id	637	625	625	625

주: \*, \*\*, \*\*\*은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 통계적으로 유의함을 나타내고, ( ) 안의 값은 표준오차를 의미  
출처: 저자 작성

## 5. 소결

본장에서는 2015년부터 시행된 고배당기업에 대한 과세특례제도가 상장기업의 현금배당정책에 미친 영향을 살펴보았다. 먼저 어떤 기업의 특성이 고배당기업의 요건을 충족시켰는지 살펴보기 위하여 패널 Logit모형을 이용하여 고배당기업 결정요인을 실증분석하였다. 분석 결과, 기업규모, 수익성, 부채율, 주요 주주의 지분율이 고배당기업의 의사결정에서 통계적으로 유의미한 영향을 미친 것으로 나타났다. 기업의 규모가 클수록, 수익성이 높을수록 고배당기업이 될 가능성이 높은 것으로 나타났다. 특히 주목할 만한 결과는 경영사황에 주요한 의사결정에 영향을 미치는 주요 주주의 지분율이 높을수록 고배당기업이 될 확률이 높은 것으로 나타났다. 이런 경향은 KOSPI 시장이 아닌 KOSDAQ 시장에서 나타났다. 이는 KOSDAQ 시장의 주요 주주가 배당소득세의 세부담 인하에 크게 반응한 결과로 볼 수 있다.

다음으로 고배당기업의 과세특례제도가 상장기업의 현금배당규모에 영향을 미쳤는지를 살펴보았다. 이를 위해서 패널고정효과모형을 이용하였다. 분석 결과, 고배당기업의 과세특례제도가 통계적으로 유의미하게 기업의 현금배당규모와 배당성향을 증가시킨 것으로 나타났으나, 기업의 현금배당규모와 배당성향에 미친 영향은 크지 않은 것으로 나타났다. 한편, 고배당기업의 과세특례제도 이후 주요 주주의 지분율이 현금배당에 미친 영향은 통계적으로 유의미하지 않은 것으로 나타났다.

고배당기업의 과세특례제도 도입 이후 전체 상장기업의 현금배당규모는 증가하였는데, 이는 같은 기간 당기순이익이 증가한 것에 기인한 것으로 보이며, 제도 도입의 정책효과는 크지 않은 것으로 나타났다. 만약 기업이 배당정책에 있어 보수적이고 목표 배당성향에 맞춰 배당결정을 하면, 당기순이익이 증가하면 배당이 증가하는 결과로 이어진다. 제도 도입 이후 기업들의 당기순이익이 크게 증가하였기 때문에, 배당성향의 큰 변화 없이도 배당이 증가하였고, 이로 인해 고배당기업이 과세특례 혜택을 본 것으로 해석이 된다. 따라서 배당성향을 높이려는 정책효과는 제한적으로 나타난 반면 상당한 세수손실을 초래한 것으로 보이며, 이런 과세혜택은 지분율이 높은 고

소득층 또는 기업의 대주주들에게 집중될 가능성이 높기 때문에 수직적 형평성 측면에서도 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 보인다.

---

## V. 요약 및 정책적 시사점

---

### 1. 요약

본 연구에서는 2015년부터 시행된 배당소득증대세제의 효과성을 실증적으로 분석하였다. 이를 위해 먼저 톰슨로이터스로부터 수집한 국제자료를 활용하여 우리나라의 배당 현황을 평가하고, 배당에 관련한 이론적 배경을 바탕으로 기업의 배당 의사결정요인을 실증적으로 분석하였다. 또한 낮은 배당성향과 PER을 의미하는 Korea Discount의 문제를 검증하기 위해 배당과 주가와와의 관계에 대해 분석을 시행하였다. 다음으로, DataGuide에서 추출한 우리나라 상장기업에 대한 자료를 활용하여 실제로 2015년부터 시행된 고배당기업에 대한 과세특례제도가 상장기업의 현금배당정책에 유의미한 영향을 미쳤는가를 실증적으로 살펴보았다.

먼저, 본 연구에서는 국제자료를 활용하여 기업의 배당 의사결정과 배당과 주가와와의 관계를 분석하였다. 첫째, 기업의 배당 의사결정 과정은 조세유인, 정보의 비대칭성, 대리인 비용, 지배구조 등 다양한 요인들이 영향을 미치는 것으로 알려져 있는데, 본 연구의 실증분석 결과는 자본이득세와 배당소득세의 상대적인 크기에 배당성향이 민감하게 반응한다는 근거를 보여줌으로써 배당의 조세유인이 크게 작용하고 있음을 나타내고 있다. 또한 기업규모, 부채비율, 수익성, 상장기간 등의 다양한 기업의 재무특성이 배당성향에 유의미한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났으며, 특히 소유 및 지배구조의 집중도가 기업의 배당 의사결정에 중요한 영향을 미치고 있는 것으로 나타났다.

둘째, 배당 의사결정요인의 추가적인 분석으로 기업이 실질적인 배당성향을 유지하려는 배당 안정화(Dividend smoothing)의 경향성이 얼마나 강하게

나타나는가를 살펴보기 위해 Arellano and Bond(1991)의 동적패널모형을 적용하여 배당성향의 지속성을 추정하였다. 추정 결과, 배당성향의 지속성은 매우 유의미하게 나타나고 있는 것을 확인할 수 있었으나, 지속성의 강도는 높지 않은 것으로 나타났다. 이는 일정기간 기업이 일정수준의 배당성향을 지속적으로 유지하려는 경향이 있다는 것을 의미한다.

셋째, 국내 상장기업의 낮은 배당성향과 PER의 현상을 목도하면서 제시된 Korea discount의 문제의 원인을 규명하기 위해 배당과 주가와의 관계에 대한 실증분석을 시행하였다. 특히, 배당과 주가와의 관계는 기존연구에서 이론적·실증적으로 확고하게 규명된 바가 없기 때문에 이를 실증적으로 분석해 볼 필요성이 있다. 본 연구의 분석결과, 배당성향이 PER에 통계적으로 유의한 양(+)의 효과가 있다는 것을 알 수 있었다. 다만 기존연구의 결과와는 다르게 소유 및 지배구조가 PER에 미치는 영향은 미미한 것으로 나타났다.

다음으로, 2015년부터 시행된 고배당기업에 대한 과세특례제도가 상장기업의 현금배당정책에 미친 효과를 실증적으로 분석하였다. 첫째, 배당소득 증대세제의 효과성을 검증하기 전에 먼저 어떤 특성을 가진 기업들이 고배당기업의 요건을 충족하였는지 살펴보기 위해 고배당기업의 결정요인을 살펴보았다. 분석 결과, 기업규모, 수익성, 부채율, 주요 주주의 지분율이 고배당기업의 의사결정에서 통계적으로 유의미한 영향을 미친 것으로 나타났다. 여기서 특히 주목할 만한 결과는 KOSDAQ 시장에서 배당의 규모를 결정하는 의사결정에 중요한 역할을 하는 주요 주주의 지분율이 높을수록 고배당기업이 될 확률이 높은 것으로 나타났다는 것이다. 이는 KOSDAQ 시장의 주요 주주들이 배당소득증대세제로 인한 배당소득세 세부담 인하여 크게 반응하였다는 것을 보여주고 있어, KOSDAQ 시장에서 과세특례제도로 인한 조세유인이 배당의 확대에 중요한 역할을 하였다는 근거를 제시하고 있는 것으로 판단된다.

둘째, 고배당기업의 과세특례제도로 인한 배당의 유인책이 실제로 상장기업의 현금배당규모의 증가에 영향을 미쳤는지를 분석하였다. 분석 결과, 고배당기업의 과세특례제도가 기업의 현금배당규모와 배당성향을 유의미하게

증가시킨 것으로 나타났다. 그러나 제도의 효과는 크지 않은 것으로 나타났다. 또한 고배당기업의 과세특례제도 도입 이후에 주요 주주의 지분율이 현금배당에 미친 영향은 통계적으로 유의미하지 않는 것으로 나타났다.

이와 같은 결과를 통해 판단하건대, 고배당기업의 과세특례 도입 이후 전체 상장기업의 배당금 규모가 증가한 것은 동 기간 당기순이익이 증가한 것에 기인한 것으로 판단되며, 이에 제도 도입의 정책효과는 매우 제한적인 것으로 보인다. 따라서 본 과세특례제도는 실질적인 정책적 효과는 미미한 반면, 세수의 손실만을 수반한 것으로 판단된다. 한편, 고배당기업에 대한 과세혜택의 실질적인 수혜자는 지분율이 높은 고소득층 혹은 기업의 대주주들에게 집중되었을 가능성이 매우 높기 때문에 수직적 형평성의 측면에서도 부정적인 영향을 미쳤을 것으로 예상된다.

## 2. 정책적 시사점

앞서 언급한 것처럼 본 특례제도가 실효성이 크지 않은 이유는 본질적으로 본 제도의 태생적인 한계로 인해 고배당기업에 대해 매우 제한적으로 배당의 인센티브를 제공하기 때문인 것으로 판단된다. 특히, 앞서 논의한 바처럼 본 과세특례의 세제혜택을 받기 위한 고배당기업이 되기 위해서는 매우 복잡하고 까다로운 조건을 만족하여야 하며, 이러한 고배당기업의 요건을 만족한 기업의 경우에도 지속적으로 총 현금배당금을 최소 10% 이상 증가시켜야 고배당기업이 되므로 지속적인 세제지원을 확보하기 어렵다. 이처럼 매우 제한적인 조건과 단기적인 세제지원하에서 기업이 배당을 실질적, 그리고 지속적으로 증가시키는 것을 기대하기 어려우며, 그렇기 때문에 본 연구의 실증분석 결과에서도 과세특례제도의 효과가 크지 않은 것으로 나타났다.

또한 본 과세특례제도로 인해 기업의 배당이 증가하였다고 하더라도, 이러한 결과가 실질적으로 민간소비 및 투자의 확대로 이어져, 정부가 의도한 바대로 선순환의 고리를 만들 수 있을 것으로 기대하기도 힘들다. 고배당기업의 배당으로 인해 과세특례의 혜택을 받는 실질적인 수혜자는 지분율이 높은 고소득층 혹은 기업의 지배주주들이 될 가능성이 매우 높은데, 고소득

층의 한계소비성향이 그렇게 높지 않아서 민간소비의 확대와 그로 인한 투자자의 증대 등의 이차적인 효과를 낙관적으로 기대하기 힘들 것으로 보인다. 오히려 고소득층과 지배주주들에게 혜택이 집중되기 때문에 계층 간 수직적 형평성을 저해하는 결과로 이어질 가능성 또한 배제할 수 없다.

이상의 논의를 근거로 판단하건대, 2015년부터 도입되어 시행된 배당소득 증대세제는 세수손실을 수반하면서 실질적인 제도의 실효성을 달성하지 못한 제도로 평가할 수 있으며, 따라서 본 과세특례제도를 일몰종료하는 것이 합리적이다. 그렇지만 당초 배당소득증대세제의 도입취지에 대한 정부의 논리가 무조건 잘못된 것으로 판단할 수는 없다. 실제로 본 연구의 결과에 의하면 배당성향의 증가는 기업 주식의 가치를 의미하는 PER과 유의미한 양(+)의 상관관계가 있다는 것을 보여주고 있으며, 이는 국제적으로 비교해 보아도 매우 낮은 배당성향과 PER이라는 우리나라 상장기업의 문제를 완화하기 위한 실마리를 제공하고 있는 것으로 판단된다. 이러한 점에서 볼 때, 기업들의 배당을 확대하기 위한 유인책을 제공하려는 정부의 판단은 우리나라 상장기업의 문제를 타개하기 위한 해결책이 될 수 있는 것으로 사료된다.

본 연구의 결과에 근거하여 판단해 볼 때 정부는 크게 두 가지 방식을 통해 배당의 확대 유인책을 제공할 수 있을 것으로 보인다. 첫째, 배당소득세에 대한 과세체계를 개편하여 직접적으로 기업들에 배당의 유인을 제공하는 것이다. 배당소득증대세제 또한 고배당기업의 배당에 대해서 주주에게 과세 혜택을 제공하였지만 효과가 미미했던 이유는 기업들에 매우 제한적으로 세제혜택을 부여하였기 때문인 것으로 볼 수 있다.<sup>30)</sup> 반면 배당소득세 과세체계 개편을 통해 배당유인책을 직접적으로 제공하는 것은 본 연구의 실증분석결과에도 나타난 것처럼 배당 확대에 매우 유의미한 영향을 미칠 수 있는 것으로 판단된다. 구체적으로 본 연구 결과에서는 자본이득 대비 배당소득의 조세편익이 큰 경우 배당이 유의미하게 증가하고 있는 것으로 나타나고

---

30) 이와 관련하여 앞서 고배당기업의 결정요인을 분석하였을 때, KOSDAQ 시장에서 지배주주의 지분율이 배당확률에 유의미한 양(+)의 영향을 미친 것을 볼 수 있으며, 이를 조세유인이 지배주주에게 작용한 결과로 평가하였다. 이를 보건대, 배당소득증대세제로 인한 조세유인 효과는 미미하지만 분명히 유효했던 것으로 판단된다.

있기 때문에, 배당소득세 과세체계의 개편이 기업의 배당 확대에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다. 특히 우리나라의 경우 양도소득세(자본이득세)와 배당소득세에 현격한 차이가 있기 때문에, 배당소득세와 자본소득세를 일원화하는 방식 또는 배당소득세를 인하하는 방식 등의 배당소득세 과세체계 개편이 기업의 배당성향 또는 배당규모를 확대시키는 데 더욱 효과적일 것으로 기대된다.

둘째, 정부는 배당확대 유인책으로 배당 확대에 유의미한 영향을 미치는 기업특성을 개선함으로써 간접적으로 배당 확대를 유인하는 정책을 고려할 수 있다. 본 연구의 결과는 기업의 재무특성, 소유 및 지배주주가 배당성향에 유의미한 영향을 미치는 것으로 보고하고 있다. 하지만 정부가 직접적으로 기업의 재무구조에 영향을 미치는 정책은 기업의 재무구조에 왜곡을 초래할 수 있기 때문에, 소유구조나 지배구조에 영향을 미치는 기업 환경 개선을 통해 기업의 배당 의사결정에 영향을 미치는 간접적인 정책을 고려하는 것이 보다 합리적이다. 예를 들면, 국민연금 등 기관투자자 등의 스튜어드십 코드의 확대 도입이 필요해 보인다. 스튜어드십 코드 도입이 주주환원 정책의 강화로 이어질 경우 기업의 배당확대로 이어질 수 있다.

---

## 참고문헌

---

- 국회예산정책처, 『2014년 세법개정안 분석』, 2014.
- 기획재정부 보도자료, 「2014년 세법개정안 주요내용 설명자료」, 2014.
- 기획재정부 보도자료, 「2016년 세법개정안」, 2016. 7.
- 김도성·양준선·황승찬, 「기업의 배당정책과 지배 및 소유구조에 관한 연구」, 『회계연구』, 제15권 제3호, 2010, pp. 1~32.
- 김인수·김동욱·김병곤, 「한국기업의 배당결정요인」, 『산업경제연구』, 제24권 제5호, 2011, pp. 2855~2880.
- 김학수·이상엽, 『가계소득증대세제 성과 중간 점검』, 비공개 용역보고서, 한국조세재정연구원, 2016.
- 대한민국 정부, 『2016년도 조세지출예산서』, 2016.
- \_\_\_\_\_, 『2017년도 조세지출예산서』, 2017.
- 연강흠, 「기업의 배당정책 결정요인에 관한 연구」, 『상장협연구』, 2016.
- 전무경·이기은, 「이사회 구조 및 독립성이 기업성과에 미치는 영향에 관한 연구」, 『기업경영연구』, 제20권 제2호, 2013, pp. 235~250.
- 차병섭·이영, 「국제비교를 통한 배당성향 결정요인에 대한 실증분석」, 『경제학연구』, 제55집 제4호, 2007.
- 한국거래소, 「고배당기업 배당소득 과세특례 관련 시장평균 배당지표 산출결과」, 2015.9.30., 2016.9.27.
- Allen, F., and Michaely, R., “Payout policy,” *Handbook of the Economics of Finance*, 1, 2003, pp. 337~429.
- Arellano, M., and S. Bond, “Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment

- equations,” *Review of Economic Studies*, 58(2), 1991, pp 277~297.
- Auerbach, A. J., and Hassett, K. A., “The 2003 dividend tax cuts and the value of the firm: An event study,” *National Bureau of Economic Research*, No. w11449, 2005.
- Black, F. “The dividend puzzle,” *The Journal of Portfolio Management*, 2(2), 1976, pp. 5~8.
- Brav, A., Graham, J. R., Harvey, C. R., and Michaely, R., “Managerial response to the May 2003 dividend tax cut,” *Financial management*, 37(4), 2008, pp. 611~624.
- Brickley, J. A., “Shareholder wealth, information signaling and the specially designated dividend: An empirical study,” *Journal of Financial Economics*, 12(2), 1983, pp. 187~209.
- Chetty, R., and Saez, E., “Dividend and Corporation Taxation in an Agency Model of the Firm,” *American Economic Journal: Economic Policy*, 2010, pp. 1~31.
- Chetty, R., and Saez, E., “Dividend taxes and corporate behavior: Evidence from the 2003 dividend tax cut,” *The Quarterly Journal of Economics*, 120(3), 2005, pp. 791~833.
- Chetty, R., and Saez, E., “The effects of the 2003 dividend tax cut on corporate behavior: Interpreting the evidence,” *The American economic review*, 96(2), 2006, pp. 124~129.
- Chkir, I., and Saadi, S., “Dividends and corporate governance: The effect of Canadian tax reforms,” *Canadian Tax Journal*, 59(3), 2011, pp. 495~525.
- DeAngelo, H., DeAngelo, L., and Stulz, R. M., “Dividend policy and the earned/contributed capital mix: a test of the life-cycle theory,” *Journal of Financial economics*, 81(2), 2006, pp. 227~254.
- Easterbrook, F. H., “Two agency-cost explanations of dividends,” *The American Economic Review*, 74(4), 1984, pp. 650~659.

- Fama, E. F., and French, K. R., "Disappearing dividends: changing firm characteristics or lower propensity to pay?," *Journal of Financial Economics*, 60(1), 2001, pp. 3~43.
- Farre-Mensa, J., Michealy, R. and Schmalz M., "Payout Policy," *Annual Review of Financial Economics* 6, 2014, pp. 75~134.
- Florence, P. S., "Size of company and other factors in dividend policy," *Journal of the Royal Statistical Society*, 122(1), 1959, pp. 77~98.
- Gompers, P., Ishii, J., and Metrick, A., "Corporate governance and equity prices," *The quarterly journal of economics*, 118(1), 2003, pp. 107~156.
- Grullon, G., Michaely, R., and Swaminathan, B., "Are dividend changes a sign of firm maturity?" *The Journal of Business*, 75(3), 2000, pp. 387~424.
- Healy, P. M., and Palepu, K. G., "Earnings information conveyed by dividend initiations and omissions," *Journal of financial Economics*, 21(2), 1988, pp. 149~175.
- Jacob, M., Michaely, R., and Alstadsaeter, A., "Taxation and Dividend Policy: The Muting Effects of Diverse Ownership Structure" Working paper, 2016.
- Jensen, M. C., "Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers," *The American economic review*, 76(2), 1986, pp. 323~329.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., and Vishny, R. W., "Agency problems and dividend policies around the world," *The Journal of finance*, 55(1), 2000, pp. 1~33.
- Larkin, Y., Leary, M. T., and Michaely, R., "Do Investors Value Dividend-Smoothing Stocks Differently?," *Management Science*, 2016
- Leary, M. T., and Michaely, R., "Determinants of Dividend Smoothing: Empirical Evidence," *The Review of Financial Studies*, 24(10), 2011, pp. 3197~3249.

- Lintner, J., "Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes," *The American Economic Review*, 46(2), 1956, pp. 97~113.
- Martin Jacob, Roni Michaely, Annette Alstadsater, "Taxation and Dividend Policy: The Muting Effects of Diverse Ownership Structure," Working paper, 2016.
- Miller, M. H., & Modigliani, F., "Dividend policy, growth, and the valuation of shares," *The Journal of Business*, 34(4), 1961, pp. 411~433.
- Nissim, D., and Ziv, A., "Dividend changes and future profitability," *The Journal of Finance*, 56(6), 2001, pp. 2111~2133.
- Poterba, J. M., and Summers, L. H., "New evidence that taxes affect the valuation of dividends," *The Journal of Finance*, 39(5), 1984, pp. 1397~1415.
- Poterba, J., "Taxation and corporate payout policy," *National Bureau of Economic Research*, No. w10321, 2004.
- Vianna, A., "Effects of Bush Tax Cut and Obama Tax Increase on Corporate Payout Policy and Stock Returns," *Journal of Economics and Finance*, 41(3), 2017, pp. 441~462.
- Yagan, D., "Capital tax reform and the real economy: The effects of the 2003 dividend tax cut," *The American Economic Review*, 105(12), 2015, pp. 3531~3563.

### 〈웹사이트 자료〉

- 국가법령정보센터, 「조세특례제한법 시행령」 제104조의24 ①, ②, ③  
 국가법령정보센터, 「조세특례제한법」 제104조의27  
 국가법령정보센터, 「조세특례제한법 시행규칙」 제47조의2 ①, ⑤  
 서울파이낸스, [2014 국감] 상위 1%가 배당소득 72% 차지,  
<http://www.seoulfn.com/news/articleView.html?idxno=205741>, 2014.

10. 8 자료(검색일자: 2016. 9. 28.)

연합뉴스, 「韓기업 배당성향 평균 17% … 주요 51개국 중 꼴찌」

<http://www.yonhapnews.co.kr/bulletin/2015/06/01/0200000000AKR20150601183700009.HTML>, 2015.6.2.(검색일자: 2016.9.28.)

Financial Times, “Korea’s chaebol under dividend pressure - Incoming president vows to tackle poor corporate governance,”

<https://www.ft.com/content/ee002b48-48da-11e2-b94d-00144feab49a>, 2013.1.21.(검색일자: 2016. 9. 28.)

<http://stats.oecd.org/>(검색일자: 2017. 10. 10.)

### 〈통계서비스〉

한국상장회사협회, TS2000

FnGuide, DataGuide

Thomson Reuters, Data Stream

## 배당소득증대세제 도입효과 분석 및 정책적 시사점

---

이상엽 · 홍우형

본 연구에서는 상장기업의 현금배당 확대를 통해 가계소득을 증대하기 위하여 2015년부터 도입된 배당소득증대세제가 상장기업의 현금배당정책에 미친 효과를 분석하였다. 정부는 우리 경제가 고도 성장기에서 성숙기로 변화함에 따라 기업의 적정 배당 등을 통해 기업의 이익을 주주와 공유하는 선순환 구조를 형성할 필요가 있고, 우리나라의 증시가 저평가받고 있는 이유를 다른 주요 국가들에 비해 배당성향이 낮기 때문으로 인식하고 배당을 확대하고자 배당소득증대세제를 도입하였다.

먼저 국제자료를 이용하여 주요 국가 기업들의 배당정책 결정요인과 배당과 주가와의 관계를 분석하였다. 먼저, 기업의 배당정책 결정요인에 대한 실증분석 결과, 배당소득에 대한 세부담이 자본이득에 대한 세부담에 비해 클수록, 기업의 배당성향이 작은 것으로 나타났다. 즉, 우리나라의 경우 배당소득이 자본이득에 비해 세제상 불리하여, 우리나라 기업의 배당성향이 낮은 요인으로 작용하고 있다는 것이 실증분석 결과로 나타났다. 다음으로, 배당과 주가와의 관계를 실증적으로 분석한 결과, 배당성향이 주가수익률(PER)에 통계적으로 유의미한 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 주식시장이 저평가된 이유가 배당성향이 낮기 때문이라는 주장을 실증적으로 지지하고 있다.

다음으로, 2015년부터 도입된 배당소득증대세제가, 상장기업의 현금배당 정책에 미친 효과를 실증적으로 분석하였다. 분석결과, 배당소득증대세가 상장기업의 현금배당 규모와 배당성향을 증가시키는 데 긍정적인 영향을 미친 것으로 나타났으나, 그 규모는 크지 않은 것으로 나타났다. 제도 도입 이후 전체 상장기업의 현금배당 총액은 증가하였으나, 이는 동 기간 당기순이익이 크게 증가한 것이 주 원인이며, 이로 인해 시장 전체의 평균적인 배당성향의 증가는 크지 않았던 것으로 보인다. 또한, 배당소득증대세제의 효과가 제한적으로 나타난 이유는 동 제도가 까다로운 고배당기업의 요건을 충족한 특정기업에 한해 제한적으로 세제 인센티브를 제공하고 있기 때문으로 판단된다.

이상의 결과를 종합해보면, 2015년부터 시행된 배당소득증대세제는 상당한 세수손실을 초래하고, 제도 도입의 정책목표를 달성하는 데 효과적이지 않았다고 평가할 수 있다. 또한, 배당소득증대세제의 혜택은 주로 한계소비성향이 낮은 고소득층이나 대주주들에게 귀속되어 민간소비 확대와 같은 2차적인 효과도 기대하기 어렵고, 오히려 수직적 형평성을 저해하는 결과로 이어졌을 가능성이 더 크다. 따라서 본 제도의 일몰이 도래하는 시점에서 폐지하는 것이 타당해 보인다.

정부가 기업의 배당 확대를 유도할 필요가 있는지에 대한 논란의 여지는 있으나, 만약 기업의 배당의 확대를 정책목표로 한다면 크게 두 가지 대안을 고려해 볼 수 있다. 첫째, 현재의 배당소득 세부담을 낮추거나 배당소득과 자본이득에 대한 세부담을 일치시키는 것이 배당소득증대세제보다는 효과적일 것으로 기대된다. 그러나 이 방안은 세수와 수직적 형평성에는 부정적인 영향을 미칠 것으로 보인다. 둘째, 국민연금 등 기관투자자의 스튜어드십 코드의 확대 도입이 필요해 보인다. 스튜어드십 코드 도입이 주주환원정책의 강화로 이어질 경우 기업의 배당성향 증가로 이어질 수 있다. 이 방안은 세제지원 없이 가능하다는 장점이 있으나, 그 효과는 제한적일 수 있다.

## The effect of dividend income tax incentive on dividend policy and its policy implication

---

Sang–Yeob Lee · Woo–Hyung Hong

The purpose of this study is to analyze the effect of dividend income tax incentive introduced from 2015 on the cash dividend policy of publicly listed companies in order to increase household income through cash dividend expansion of listed companies. The Korean government wants to form a virtuous cycle structure in which the corporate profits are shared with the shareholders through appropriate dividends, as the economy changes from high growth to mature. And the government introduced the dividend income tax incentive to increase dividends by recognizing that the reason for the undervaluation of Korean stock market is due to its low dividend payout ratio compared to other major countries.

First, we use international data to analyze the determinants of dividend policy and the relationship between dividend and stock price of major national corporations. First, as a result of empirical analysis on determinants of dividend policy of firms, the larger the dividend income tax burden is compared to the capital gains tax burden, the smaller the dividend payout ratio of firms. In other words, the fact that dividend

income is disadvantageous to taxation compared to capital gain in Korea explains why the Korean companies' dividend payout ratio is low. Second, the result shows that dividend payout has a statistically significant effect on stock price(PER). This result supports the claim that the Korean stock market is undervalued due to the low dividend payout ratio.

Next, we empirically analyze the effects of the dividend income tax incentive introduced by 2015 on the cash dividend policy of listed companies. The results show that the dividend income tax incentive has a positive effect on the cash dividend and dividend payout ratio of listed companies, but the size is small. The total cash dividend of listed companies has increased since the introduction of the tax incentive, but this is mainly due to the increase in net profit of listed companies during the same period. As a result, the average dividend payout ratio of the entire companies in the market has not been increased much. In addition, the effect of the tax incentive is limited because the tax incentive is provided only to specific companies that meet the requirements of a high-dividend company.

Taken together, it can be concluded that the dividend income tax incentive implemented from 2015 caused considerable loss of tax revenue and was not effective in achieving the policy goal of introducing the system. In addition, the benefits of the dividend income tax incentive are likely to be attributed to high-income and large shareholders with low marginal propensity to consume, which is unlikely to have secondary effects such as increased private consumption, and is likely to result in a deterioration of vertical equity. Therefore, it seems reasonable to abolish the system at the time of sunset.

There is controversy as to whether the government needs to encourage corporate dividend expansion. However, if the government aims to

expand companies' dividend, two alternatives can be considered. First, lowering the current dividend income tax burden or matching tax burden on dividend income with capital gains is expected to be more effective than the dividend income tax incentive. However, this will have a negative impact on tax revenue and vertical equity. Second, it seems necessary to expand the Stewardship code of institutional investors such as the National Pension. If the introduction of stewardship codes leads to strengthening shareholders' return policies, the company's dividend payout ratio may increase. This scheme has the advantage of being able to do without any loss of tax revenue, but its effect can be limited.

## ■ 저자약력

### 이상엽

미국 The Ohio State Univ. 수학과 졸업  
미국 The Ohio State Univ. 경제학 박사  
미국 San Francisco State Univ. 경제학과 조교수  
현, 한국조세재정연구원 연구위원

### 홍우형

서강대학교 정치외교학과 졸업  
서강대학교 경제학 석사  
미국 University of Washington 경제학 박사  
한국조세재정연구원 부연구위원  
현, 한성대학교 경제학과 조교수

### 자료 수집 및 정리

이현정 한국조세재정연구원

연구보고서 17-05

## 배당소득증대세제 도입효과 분석 및 정책적 시사점

---

발행	2017년 12월 29일
저자	이상엽 · 홍우형
발행인	박형수
발행처	한국조세재정연구원
주소	30147 세종특별자치시 시청대로 336
전화	(044)414-2114(대)
홈페이지	www.kipf.re.kr
등록	1993. 7. 15. 제2014-24호
정가	6,000원
조판 및 인쇄	일지사
I S B N	978-89-8191-896-5 93320

---

© 한국조세재정연구원 2017 \* 잘못 만들어진 책은 바꾸어 드립니다.