금융소득종합과세 기준금액 인하에 따른 주식시장 반응에 관한 연구

조정원(동아대)

Ⅰ. 서 론

투자자에게 세법의 변화는 해당자산에 대한 투자 및 보유여부를 판단할 때 고려해야할 중요한 요인으로 작용하며 이는 곧 의사결정에 영향을 미치게 된다. 특히 자본시장에서 법인의 이익이 주주의 배당소득으로 이어지며 주주는 이에 부과되는 배당소득세를 인식하게 되므로 배당소득세의 자본화가 주식의 가격결정에 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 이처럼 과연 주주단계에서의 배당소득세가 주가에 영향을 미치는지에 대한 여부, 그리고 그 영향은 어느 정도인가에 대한 연구는 매우 중요한 논제라 할 수 있다. 배당소득세의 자본화연구는 '자본화가설'로 집약된다.[1] 자본화 가설이란 주주에게 배당이 지급될 때 배당소득세로 인한 조세 감소 분 만큼 이익잉여금이 감소하고 이는 주식의 가격결정에 그대로 반영된다는 주장이다. 자본화가설입장에서는 기업의 수익이 주주에게 미래배당소득으로 이전되는 경우 소득세율의 증가는 주가에 음(-)의 영향을 미칠 수 있음을 의미한다.

배당소득세와 주가관계에 관한 연구는 완전자본화연구와 부분자본화연구로 구분된다. 조세자본화가설에서 완전자본화가설과 부분자본화가설의 차이는 주주에게 부과되는 배당소득세가 주가에 완전하게 반영되어 있다는 주장과 부분적으로 반영된다는 주장의 입장 차이라 할 수 있다. Harris & Kemsley(1999), Ayers, Cloyd & Robinson(2002)등의 연구자들은 조세부담이 주가에 자본화되고 있는지를 분석한 결과 기업의 배당정책과 투자자의 조세특성과 같은 근거로 이익잉여금에 배당소득세가 주가에 완전히 반영되는 것은 아니라는 결과를 제시하였다. 이처럼 완전자본화가설과 달리 부분자본화가설에 관한 연구들은 투자자들은 투자자산이 벌어들인 수익에 대해 기대조세부담의 현재가치 만큼 주가에 반영한다는 입장을 밝히며 완전자본화가설에 대해 의문의 여지가 있다고 주장한다. 이 두 가지 대립된 가설은 지금껏 주요한 연구주제로 다루어져 왔으나 그에 따른 연구 결과들은 일관되지 못하고 있다. 따라서 이를 규명하는 것은 조세의 자본화이론의 실증연구 측면에서 중요한 주제라고 판단되며 본 연구의 동기라 할 수 있다. 이러한 시점에서 2013년 1월 1일 금융소득종합과세기준의 개정은 주목할 필요가 있다. 우리나라는 1993년 금융실명제를 발판으로 1996년 1월 1일부터 금융소득 종합과세를 시행하도록 소득세법이 개정되었으며 외환위기로 인해 시행 2년만에 한동안 유보되기도 했으나, 2001년 금융소득부터 다시 종합과세로 전환되어 유지되고 있다. 그동안 금융소득에 대한 종합과세 제도의 도입과 유보 및 재시행을 통한 변화로 배당소득에 대한 조세부담은 조세제도의 경제적 효과를 분석하기 위한 연구대상이 될 수 있다. 왜냐하면 종합소득 신고대상자의 경우 연간 종합소득액 중 상당부분이 금융소득으로 구성되

1) 기업의 조세전략과 새무회계연구. 이준규, 김갑순. p.420.

어 있으며 종합소득 과세 대상 여부를 결정짓는 핵심소득이 금융소득이고, 고소득자일수록 금융소득 비중이 늘어남에 있어 기준금액 하향은 기존 종합과세자들에게는 실질적인 조세부담 증가로 작용하기 때문이다.

최근 세법 개정안의 핵심은 금융소득종합과세 기준금액 변경이다. 이자와 배당소득의 종합소득 합산기준이 이전까지는 4000만원 한도였으나, 2000만원으로 하향 조정되면서 금융소득이 4000만원 이하 한계세율에 해당하는 금융소득자들의 경우 과세대상 금융소득을 줄이고자 할 것이다. 이처럼 금융소득종합과세 기준금액 2000만원 하향은 여러 가지 변화를 불러올 것으로 예상되며 금융소득에 해당하는 배당소득세를 이유로 증권시장에도 상당한 영향을 미칠 것으로 예상된다. 또한 올해는 변경된 기준금액에 맞춰 처음 납세가 시행되는 해로 금융소득종합과세가 재조명되는 원년이라 할 수 있으며 조세가 야기하는 자본화와 관련한 연구는 세무학에서 중요한 연구 분야로 대두되고 있다.

따라서 본 연구의 목적은 금융소득종합과세제도 기준금액 인하가 주식시장에 어떠한 영향을 미치는지 분석하고자 하며 조세자본화가설에서 완전자본화가설과 부분자본화가설로 대립되고 있는 주장을 규명하는데 의의를 가진다.

Ⅱ. 이론적 고찰

2.1 배당정책과 주식시장반응

배당은 기업이 벌어들인 순이익 중 주주에게 지급될 현금배당비율을 말하며 주주지분에 대한 보상으로 배당을 할 것인가 아니면 미래 재투자를 위해 기업 내에 유보시킬 것인가 에 대한 의사결정을 배당정책이라 한다. 과연 기업가치 즉, 주가를 상승시키기 위해서는 어떠한 배당정책을 취해야 하는가? 배당정책과 주가관계에 대한 논의는 다음의 세 가지로 구분할 수 있다.

첫째, 기업의 배당정책과 주가는 관련이 없다는 주장이다. 배당성향이 높은 기업이라 하여 기업가치가 높게 평가되지 않으며 반대로 낮다고 하여 기업가치가 낮게 평가되는 것은 아니라는 것이다. 따라서 기업의 배당정책은 기업의 가치에 영향을 미치지 않으며 단지 투자자들은 각자가 선호하는 배당정책을 가진 기업의 주식에 투자하게 된다는 주장이다.

둘째, 기업의 배당성향은 주가상승에 유리한 영향을 미친다는 주장이다. 투자자들은 현재의 정보를 가지고 특정기업에 투자를 고려하기 때문에 주주는 미래의 불완전한 정보에 대한 불안을 피할 수 없다. 이러한 관점으로 볼 때 투자자들은 주식의 매각 의사가 없는 경우 자본이득보다는 현재의 배당이득을 선호할 가능성이 있다. 또한 대리이론적(agency theory) 관점에서 Rozeff(1982)는 기업이 배당을 지급하게 되면 경영자 재량의 소비를 줄일 수 있음과 동시에 유보이익을 대체할 외부에 자금 조달을 위해서 기업이 신용평가를 받아야 하므로 주주가 부담해야 할 감시비용 또한 줄일 수 있다고 주장하였다. 그리고 배당의 신호효과에 따르면 경영자가 기업에 대한 정보제공 수단으로 배당정책을 이용할 수 있다는 것이다. 배당을 많이 하는 기업은 투자자들에게 높게 평가받기 때문에 배당정책의 결정은 기업의 미래이익과 현금흐름에 대한 정보를 전달하는 신호효과(signalling effect)를 가지게 된다는 것이다.[2)]

셋째, 기업의 배당정책이 주가를 감소시키는 원인으로 작용할 수 있다는 주장이다. 배당을 많이 지급하면 기업의 자금 원천인 유보이익이 줄어들게 됨으로써 기업이 새로운 투자를 위한 자금이 부족할 수 있다는 것이다. 이때 기업은 외부로부터 자금을 조달해야 하며 자금조달과정에서 거래비용이 발생하게 되면서 기업의 가치가 감소하게 된다. 또한 차별적 과세가설[3]에 의하면 기업이 배당을 하면서 부담하게 되는 배당소득세와 자본이득세의 차이로 인해 배당은 기업의 가치를 감소시킬 수 있다고 한다.

2.2 배당소득세의 자본화이론

불완전시장에서 투자자들에게 세금은 가장 중요한 요인 중 하나이다. 법인세의 경우는 이를 차감한 후 이익을 배당으로 지급하기 때문에 투자자가 직접적으로 고려할 대상이 아니지만 배당소득과 자본이득에 대한 세금은 고려대상이 된다. 배당소득세와 기업가치관계에 대한 대표적인 이론으로는 조세의 자본화가설을 들 수 있다. 조세의 자본화가설이란 주주들이 부담하는 배당소득세가 주가에 반영되어 미래 자산에 대한 조세부담이 현재 주가에 미치는 영향을 말한다. 즉, 투자자들의 투자여부결정에 있어 주주가 부담하게 되는 배당소득과 자본이득세를 현금유출항목으로 보아 이를 고려하여 주식으로부터 발생될 미래수익을 기대한다고 보는 입장을 말한다.[4] 조세자본화연구들이 주장하는 이론은 완전자본화가설과 부분자본화가설로 대립된다.

먼저 완전자본화가설을 주장하는 연구들은 주주가 부담하는 배당소득세는 기업의 이익잉여금을 통해서 주주가 충분히 인식을 하고 있기 때문에 주가에 완전히 반영되어 있다는 이론이다. 만약 기업이 이익잉여금을 유보시켜 미래에 배당하여 과세가 이연된다하더라도 이에 대한 미래조세부담금 전액이 현재의 주가에 반영되어 있다는 것이다. 따라서 배당정책은 기업가치, 즉, 주가에 영향을 미치지 못하기 때문에 최선의 배당정책은 존재하지 않게 된다. 그러나 이러한 완전자본화가설을 비판하고 있는 부분자본화가설의 이론은 기업이 유보이익을 언제 배당하느냐에 따라 주가도 달라질 수 있기 때문에 주주는 미래에 자신이 부담해야 하는 배당소득세에 대하여 현재가치만큼 인식하고 있으며 그 외 주가와 세전수익률, 배당정책과 같은 요인들이 기업의 배당정책에 영향을 미친다고 주장한다. 이처럼 상반된 주장의 대립으로 조세자본화연구의 이론은 정확하게 정립되어 있지 않다.

Harris & Kemsley, 1999; Harris, Hubbard & Kemsley, 2001; Collins & Kemsley, 2000와 같은 선행연구들은 다음과 같이 완전자본화가설을 주장하고 있다. Ohlson(1995)은 배당평가모형을 이용하여 주주들은 미래 배당소득세를 고려하여 주가를 평가하므로 미래의 배당소득세가 충분히 반영되어 있다고 분석하였다. Harris & Kemsley(1999)는 Ohlson(1995)의 배당평가모형에 근거하여 유보이익의 비율이 높은 회사일수록 주가는 낮게 평가되며, 동일한 이익을 창출하는 회사의 경우 유보이익의 비율이 클수록 주가는 높게 평가되는 현상을 발견하여 예상하였던 배당소득세의자본화현상을 확인하였다. Collins & Kemsley(2000)는 배

2) 재무관리, 이의경, 경문사, P.446.
3) Elton and Gruber(1970):자본이득과 배당소득간의 차별적인 세율적용을 이용하여 설명한 이 후 Booth and Johnston(1984)과 Barclay(1987) 등, 국내의 정운오, 전규안(1999)등의 후속연구들은 차별적과세가설을 지지하고 있다.
4) 자본이득세와 배당소득세가 주가평가에 미치는 영향, 황규영박사논문,(2002)

당소득세율과 자본이득세율이 주가와 어떠한 상관관계를 가지는 지를 검증하기 위하여 Ohlson(1995)의 배당평가모형 이용하여 분석한 결과 배당소득세율과 자본이득세율은 모두가 해당기업의 주식가격과 역의 상관관계를 갖고 있어 자본화가설을 지지하는 것으로 결론지었다. 완전자본화가설을 주장한 국내의 연구로 황규영(2002)은 주주단계의 세금요소가 기업의 주식가치 평가에 영향을 미치는가에 대해 Collins & Kemsley의 연구에서 개발된 모형을 이용하여 분석 결과, 기존의 유보이익과 배당금에 대한 배당소득세의 자본화현상이 존재함을 확인하였다. 이화진과 이계원(2004)는 배당소득세를 인식하는가에 대한 분석과 배당소득세가 주가에 미치는 영향이 주주의 조세특성으로 한계배당소득세율과 배당소득의 성격에 따라 다른가에 대한 실증분석 결과 배당가능이익잉여금비율이 높은 기업의 배당가능이익잉여금의 주가배수는 시장에서 평가 절하되는 반면에 배당가능이익잉여금비율이 큰 기업의 당기순이익의 주가배수는 평가 절상되는 것으로 나타났다. 이러한 결과로 배당소득세자본화가 기업특성에 따라 달리 나타날 것이라는 가설을 지지하였다. 윤태화와 박종성, 이장희(2005)는 완전 자본화를 주장하는 연구들과 이를 비판하는 연구들을 검토하고, 개인지분율과 성장성을 추가하여 배당소득세의 자본화모형을 검증하였다. 분석한 결과 개인지분율이 높을수록 RE와 NI가 주가평가에 부(-)의 영향을 가지는 것으로 나타나 개인에게 부과되는 배당소득세가 주식가격 평가에 할인요소로 반영되는 결과로 보아 자본화현상이 존재하는 것을 증명하였다.

반면 부분자본화가설에 관한 선행연구들은 대부분 완전자본화가설의 비판을 근거로 하여 부분자본화가설을 주장하고 있는데 이유는 완전자본화를 주장하는 연구에서 사용한 연구모형이 배당소득세의 자본화를 분석하기 위한 적절한 모형이 아니라는 것이다. 이들의 연구도 배당소득세 자본화를 완전히 부정하는 것은 아니나 완전자본화현상의 근거를 제시하기에는 연구모형에 문제가 있음 지적하며 배당소득세의 자본화효과를 재검증함으로써 완전자본화가설을 비판하고 있다. 다음은 조세자본화효과에 대하여 일관된 결론을 제시하지 못하고 있는 상반된 주장의 선행연구들이다. Ayers, Cloyd & Robinson(2002), Hanlon, Myers & Shevlin(2003), Dhaliwal, Erickson, Frank & Banyi(2003), Dhaliwal, Li &Trezevant(2003) 등은 Ohlson모형의 문제점 지적과 함께 실증모형과 비교하여 HHK의 연구의 문제점들을 지적하면서 연구결과의 일관성이 결여되어 있으며 이는 가치관련 제외변수의 영향이라고 언급하였다. 국내 연구들을 살펴보면 유성용(2001)은 우리나라의 경우 기업이 유보하는 이익의 가치를 평가할 때 배당소득세를 인식하지 않는 것으로 HK(1999)의 분석결과와 다르게 나타났다. 이는 기업이 이익을 내부에 유보하여 재투자함으로써 그 영향이 주가에 반영될 수 있으며 자본이득으로 인한 수익을 더 유리하게 인식한다고 판단하였다. 고종권(2003),(2004),(2005),(2009)의 연구들도 개인소득세와 법인세가 기업 가치에 영향을 미친다는 실증증거를 제공함으로써 부분자본화가설을 지지하였다. 정래용(2007)은 개인의 배당소득세율 변화가 주가에 미치는 영향을 분석한 결과 기업의 배당정책과 한계투자자의 조세특성이 배당소득 원천징수세율인하의 주가반응에 영향을 미치는 것으로 Ayers et al(2002)와 일치되는 결과가 나타났으며 부분자본화가설을 지지하였다.

2.3 금융소득종합과세제도의 변경

금융소득종합과세제도의 도입은 1996년 김영삼 정부 때이다. 금융소득종합과세제도는 금

융소득을 종합하여 누진과세하는 것으로 여기서 금융소득은 개인의 이자소득과 배당소득을 말하는데 그동안 낮은 세율로 분리과세가 적용되었던 이자소득과 배당소득을 사업소득(부동산임대소득)·근로소득·연금소득·기타소득 등 여타의 종합소득에 합산·누진과세 함으로써 부의 재분배와 조세 형평성을 제고하고자 하는 의도이다. 정부는 이러한 조세부담의 형평성을 이유로 1994년 12월에 1996년 1월 1일부터 금융소득 종합과세를 시행하도록 소득세법(소득세법 제4803호 개정법률, 1994. 12. 22. 및 대통령령 제14467호 개정, 1994. 12. 31.)을 개정하였고 일부 수정, 보완의 과정을 거쳐 1996년부터 금융소득종합과세제도가 본격적으로 시행(1996~1997년)되었다. 그러나 1997년 외환위기를 맞게 되자 금융소득종합과세 제도가 금융위기를 극복하는데 저해가 된다는 이유로 금융실명거래 및 비밀보장에 관한 법률이 제정・시행된 1997.12.31. 금융소득분리과세 제도가 다시 도입되면서 이 후 외환위기가 해소될 때까지 한 때 중단(1998~2000년)되었다가 2001년 이후 금융시장이 안정을 되찾자 공평과세실현을 위해 2001년 발생한 금융소득 분부터 정부는 2001년 다시 금융소득종합과세제도를 시행하면서 금융소득의 합계금액이 4천만 원을 넘는 경우 종합과세가 이루어지게 되었으며 원천징수세율도 원칙적으로 15%로 조정되었다. 2004년에 들어서는 이자소득 및 배당소득에 대한 2004. 12. 31. 법률 제7319호로 소득세법이 개정됨에 따라 금융소득종합과세기준은 14%로 더욱 하향 조정되었다. 이 후 정부는 조세형평성 제고를 목적으로 2012년 세법개정안에서 기준금액을 기존의 4,000만 원에서 3,000만 원으로 인하하겠다는 발표를 시작으로 2013년 1월부터 금융소득종합과세기준 금액을 2000만원으로 인하하였다. 정부가 2013년 1월부터 금융소득종합과세기준금액을 기존의 4000만원에서 2000만원까지 하향조정한다는 세법개정발표 이후부터 금융소득종합과세기준금액 인하로 인한 예상효과에 대해 많은 논의가 이루어지고 있다. 특히 기준금액의 변화에 따라 세수가 어떻게 변하고 소득계층별 세 부담 분포에 미치는 영향에 대해 관심이 높다. 국세청의 금융소득 통계 자료를 통해 그동안의 금융소득현황을 살펴보면 4000만원 이하의 금융소득액은 2008년도 28.2조원에서 2010년 33.2조원으로 증가하였으며, 1인당 금융소득액은 2008년 63만원에서 2010년 71.4만원으로 증가하는 추세이다.

<표 1>금융소득종합과세 기준금액 하향조정 시 소득세수 증가액 추이[5)]

금융소득종합과세 기준금액 2000만원	연도별 소득세수 증가액					
	2013	2014	2015	2016	2017	합계
	1조 2704억	1조 3718억	1조 4760억	1조 5882억	1조 6578억	7조 3642억

따라서 금융소득종합과세기준금액을 4000만원에서 2000만원으로 하향 조정 하게 되면 당초 4000만원 기준으로 5 만명 정도였던 과세인원이 4배가량 늘어나는 셈이다. 예산정책처는 앞으로 추가로 발생하게 될 신규종합과세 자와 그 금액에 대해 다음과 같이 전망하였다. 아래 표를 살펴보면 2000만원 초과 ~ 3000만원 이하의 금융소득 금액은 2013년을 기점으로 2017년도 까지 5년 동안 1조원 5000만원 이상 증가할 것으로 예상되며 3000만원 초과 ~ 4000만원 이하의 금융소득 금액은 2017년 까지 1조원 이상 급증할 것으로 전망하였다. 따라서 투자자입장에서는 소득신고납부에 대한 부정적 심리를 가지게 될 수 있으며 과세회피에

5) 소득세법일부개정법율안 비용추계결과자료

중점을 두어 제한적으로 투자하게 될 가능성이 높다. 즉, 높은 수익보다는 종합과세기준에 해당하지 않도록 수익을 조절하려는 의도가 높을 것으로 예상된다. 따라서 이러한 투자자들의 심리 상황은 곧 자본시장에 영향을 미치는 요인으로 작용할 것이다.

Ⅲ. 가설설정 및 분석결과

3.1 가설설정 및 표본선정

3.1.1 가설설정

최근 정부가 2013년 1월 금융소득종합과세기준금액을 기존의 4000만원에서 2000만원까지 하향조정한다는 세법개정을 공표함으로써 금융소득종합과세 대상자가 크게 늘게 될 것이며 향 후 5년간 총 7조 3,642억 원이 증가된다는 추계가 나오고 있다. 자본화 이론에 따르면 이러한 조세부담은 기업의 배당성향에 따라 주가에 영향을 미칠 것으로 예상할 수 있다. 즉, 배당금은 금융소득종합과세 기준금액 인하로 인해 주주의 소득세율이 높아질수록 조세부담이 증가하여 그 가치가 낮아질 것이고 결국 주가에 음(-)의 영향을 미칠 것으로 기대된다.[6] 따라서 배당에 따른 주가반응을 검증하기 위해 다음과 같이 가설을 설정하였다.

가설1 : 금융소득종합과세기준금액 인하로 인해 배당성향이 높은 기업의 경우 음(-)의 주가반응을 보일 것이다.

가설2 : 금융소득종합과세기준금액 인하로 인해 개인주주지분율이 높은 기업일 경우 음(-)의 주가반응을 보일 것이다.

가설3 : 금융소득종합과세기준금액 인하로 인해 배당성향이 높고 개인주주지분율이 높은 기업일 경우 더 큰 음(-)의 주가반응을 보일 것이다.

3.1.2 표본선정

본 연구는 실증분석에 필요한 자료 수집을 위하여 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 하되 다음의 조건을 충족시키는 기업을 표본으로 선정한다.

① TS-2000과 Kis-value에 수록된 기업 중 재무자료가 이용 가능한 기업
② 사건일 전, 후연도의 재무자료를 구할 수 있는 기업
③ 금융업, 금융관련 서비스업, 보험업 등이 아닌 기업
④ 주가관련 수익률자료를 구할 수 있는 기업

3.1.3 연구모형

본 연구 분석을 위해서 먼저 KOSPI기업을 대상으로 사건거래일간의 누적초과수익률의 유의한 차이를 검증하기 위한 단일표본 t-검정을 실시하였다. 또한 Lang & Shackelford(2000)와 Ayers rt al(2002)의 연구에서 이용한 사건일 더미(dummy)변수를 이용하여 사건일 전후 ±31일의 누적수익률을 사용함으로써 분석 기간을 넓혀 주가반응에 유

6) 기업의 조세전략과 세무회계연구. p.421

의한 영향이 있는지를 분석하고자 다음과 같은 회귀모형을 설정하였다.

$$CARi,t = \beta0 + \beta1EVENTi,t + \varepsilon$$
$$CARi,t = \beta0 + \beta1EVENTi,t + \beta2HIGH_DIVi,t + \beta3EVENTi,t * HIGH_DIVi,t + \varepsilon$$

CAR: 사건일 ±31거래일의 초과수익률을 3일 단위로 합산한 누적초과수익률
EVENT: 사건일 ±1거래일에만 1을 부여한 더미(dummy)변수
HIGH_DIV: 배당률(현금배당액 / 액면가액 × 100)

다음의 회귀식은 <가설 1>의 분석을 위해 배당률과 누적초과수익률(CAR)과의 관계를 검증하기 위한 회귀분석모형을 설정하였으며 분석결과는 배당성향이 높은 기업일수록 사건거래일을 나타내는 변수(EVENT) β1은 음(-)의 값을 나타낼 것으로 예상된다.

$$CARi,t = \beta0 + \beta1EVENTi,t + \beta2HIGH_MINORi,t + \beta3EVENTi,t * HIGH_MINORi,t + \varepsilon$$
$$CARi,t = \beta0 + \beta1EVENTi,t + \beta2HIGH_DIVi,t + \beta3EVENTi,t * HIGH_DIVi,t + \beta4EVENTi,t + \beta5HIGH_MINORi,t + \beta6EVENTi,t * HIGH_MINORi,t + \varepsilon$$

CAR: 사건일 ±31거래일의 초과수익률을 3일 단위로 합산한 누적초과수익률
EVENT: 사건일 ±1거래일에만 1을 부여한 더미(dummy)변수
HIGH_DIV: 배당률
HIGH_MINOR: 추정개인투자자지분율

다음의 회귀식은 <가설 2>의 분석을 위한 회귀분석모형으로 금융소득종합과세기준금액 인하로 인해 투자자들은 조세부담을 느끼게 되며 특히 한계세율에 해당하는 개인주주의 조세 부담은 더 클 것으로 예상된다. 독립변수로써 연구모형에 필요한 개인주주지분율은 자료입수의 문제 상 그 대용치를 사용하도록 한다. 전체 지분율에서 개인투자지분율의 상대적 개념인 최대주주지분율과 외국인지분율을 합산한 나머지를 개인투자지분율로 간주하여 회귀분석하고자 한다. 위 식을 이용한 회귀분석 결과는 개인주주지분율이 높은 기업일 경우는 누적초과수익률(CAR)에 대하여 유의한 음(-)의 주가반응을 보일 것으로 예상된다. 또한 분석을 위해 주식시장 반응을 측정방법으로는 여러 가지가 있으나 본 연구 분석에 사용된 방법은 초과수익률을 이용하는 방법이다. 초과수익률은 시장조정모형에 따라 다음과 같이 정의할 수 있다

$$ARit = Rit - Rmt$$

ARit : i 기업 t 시점의 초과수익률
Rit : i 기업 t 시점의 수익률
Rmt : t 시점의 동일가중지수 수익률

초과수익률은 기업의 실현된 주식수익률에서 정상수익률을 차감하여 산정하는데 주식수익률과 정상수익률의 차이가 초과수익률이 되는 것이다. 이때 정상수익률은 t시점에서의 동일가중지수(equally-weighted index return, EWI)를 이용하여 산정한다. 사실 본 연구에서 분석하고자하는 주식시장반응은 특정 정보효과로 인해 여러 날에 걸쳐 나타날 가능성을 배제할 수 없다. 따라서 사건기간을 전후한 기간의 평균초과수익률의 누적 합계한 누적평균초과수익률(cumulative average abnormal return, CAR)을 이용하여 분석할 필요가 있다. 누적평균초과수익률은 다음과 같다.

$$CARt = \sum_{t=s}^{t} ARt$$

CARt : 범위 기간 동안의 누적평균초과수익률

s : 범위 기간의 기산일

누적초과수익률의 계산은 Ayers et al(2002)의 연구에서 이용한 방법을 사용하였다. Ayers et al(2002)은 사건일별 ±31 거래일의 초과수익률을 나열한 후 3일 단위로 합산하여 사건일 전후의 누적초과수익률을 구분하여 계산하였다.

3.1.3 사건일 변수 정의

본 연구에서는 금융소득종합과세 기준금액 하향조정과 관련하여 특정 사건 일을 선정하여 그 기간의 주가반응을 분석하는데 있어 시기를 단계적으로 구분할 필요가 있다. 금융소득종합과세기준 하향조정에 대한 최초 보도시점부터 소득세법안이 개정되는 과정에서 투자자들이 겪게 되는 금융소득종합과세 인하여부의 불확실성과 정확한 기준금액에 대한 혼란이 존재하기 때문이다. 따라서 금융소득종합과세 기준 인하가 적용되는 2013년을 앞두고 주가에 가장 큰 영향을 미칠 것으로 예상되는 시점을 선정을 위해 다음과 같은 근거로 사건 일을 구분하고자 한다.

일 자	주 요 내 용
2012. 2. 26	민주통합당, 통합진보당 조세개혁 총선공약발표 (민주통합당 기준금액 4000만원 -> 3000만원 하향조정) (통합진보당 기준금액 4000만원 -> 2000만원 하향조정)
2012. 3. 14	새누리당의 재원조달을 위한 총선공약발표 (금융소득종합과세 기준금액 단계적으로 하향 조정)
2012. 7. 25	국회의원 나성린의원의 소득세법 일부개정법율안 발의 (기준금액 4000만원 -> 2000만원 하향조정)
2012. 7. 30	세제개편안의 비공개 당정합의 (기준금액 4000만원 -> 3000만원으로 인하 합의)
2012. 8. 8.	금융소득 종합과세 기준금액 '2012년 세법개정안'확정 (기준금액 4000만원 -> 3000만원으로 인하 확정)
2012. 12. 28.	국회 기획재정위원회 여야 간사단 합의 (기준금액 4000만원 -> 2000만원 인하 잠정 합의)
2013. 1. 1.	2013년 1월 1일 국회소득세법 개정안을 통과 (기준금액 4000만원 -> 2000만원 인하 개정)

① 사건일(2012. 7. 25)의 선정

본 연구는 금융소득종합과세기준금액이 인하되는 과정에서 중요하다고 판단되는 시점을 사건일로 선정하고자 한다. 새누리당은 2012년 3월 14일 총선 공약 기자회견에서 과세를 강화하겠다는 목적을 갖고 금융소득종합과세 기준금액을 현행 4천만 원인 것을 단계적으로 2천만 원까지 낮추겠다는 공약을 발표를 하였다. 2012년 3월 14일은 새누리당의 이러한 총선 공약 발표로 금융소득종합과세기준금액 인하라는 내용이 최초 언급된 시점이기는 하나 정보이용자로 하여금 어디까지나 공약일 뿐 불확실한 정보로 여겨질 가능성이 있다. 이 후 2012년 7월 25일 국회의원 나성린의원은 종합과세기준금액을 4천만원에서 2천만원으로 하향조정(안 제14조 제3항 제6호)한다는 소득세법 일부개정법율안을 국회에 제출 하였다. 본 연구는 금융소득종합과세기준금액을 단계적 하향 조정한다는 총선공약발표일 보다는 과세기준금액을 2000만원으로 국회에 발의한 2012년 7월 25일을 중요한 사건일로 선정하여 분석하고자 한다.

② 사건일(2012. 8. 8.)의 선정

2012년 8월 8일 기획재정부는 각계 전문가들이 참석한 가운데 제 46차 세제발전심의위원회를 열고, 금융소득 종합과세 기준금액이 현행 4000만원에서 3000만원으로 인하한다는 내용을 담은 정부의 '2012년 세법개정안'을 확정하였다. 이는 이전의 새누리당의 총선공약과 나성린의원이 발의한 종합과세기준금액을 4천만원에서 2천만원으로 하향조정 한다는 내용과 차이가 있다. 하지만 나성린의원이 발의한 내용을 정부가 적극 반영한 결과로 보이며 정부의 입장에서 기준금액을 3천만원으로 인하하겠다는 개정안의 발표는 중요한 의미를 가지는 시점으로 예상된다. 따라서 본 연구는 기획재정부가 금융소득종합과세기준 하향 조정에 대한 2012년 세법개정안을 발표한 날짜인 2012년 8월 8일을 구체적인 사건일로 선정하여 분석한다.

③사건일(2013. 1. 2.)의 선정

금융소득종합과세제도의 기준금액을 4000만원에서 2000만원으로 인하하는 내용에 관한 개정안의 처리과정에서 여·야 간사단이 협의한 시점과 국회 본회의를 통과한 시점 중 중요한 영향을 미칠 것으로 예상되는 사건 일을 선정하고자 한다. 12월 27일 기획재정위원회는 세법 개정안 처리를 위해 조세소위원회와 전체회의를 열었지만 무산되고 이 후 12월 28일 여·야 간사단의 협의를 통해 이를 합의한 바 있다. 본 연구는 사건일 선정에서 12월 28일은 여·야간의 입장차이로 파행과 재협의를 통해 개정안이 통과한 날이기는 하나 본회의에서 이 법안의 표결처리가 남아있다는 점과 여·야 간사단의 합의 시점이 2012년 연말 주식시장폐장일인 28일과 겹치며 12월 결산법인의 배당락일은 27일 임을 감안할 때 국회 본회의를 통과한 2013년 1월 1일을 중요한 사건일로 인식하였다. 다만 국회 본회의 통과일이 주식시장휴장일이기 때문에 2013년도 주식시장 개장일인 1월 2일을 사건일로 선정하였다.

3.2 실증분석 및 해석

3.2.1 단변량 분석

① 사건일(2012. 7. 25)의 시장반응

구 분	AR	평균	표준편차	t	유의확률
배당률상위 25% (n=155)	-5 AR	-0.00196	0.02784	-0.797	0.427
	-4 AR	0.00032	0.02860	0.105	0.917
	-3 AR	0.00233	0.03069	0.930	0.354
	-2 AR	-0.00263	0.03821	-0.935	0.351
	-1 AR	0.00185	0.03127	0.787	0.432
	0 AR	-0.01128	0.03508	-3.489	0.001
	+1 AR	0.00114	0.02935	1.065	0.120
	+2 AR	-0.00338	0.04038	-1.571	0.118
	+3 AR	-0.00065	0.03517	-0.260	0.795
	+4 AR	-0.00569	0.02690	-2.714	0.007
	+5 AR	0.00084	0.03131	0.513	0.608

추정 개인투자자 지분율 상위 25% (n=155)	-5 AR	-0.00469	0.02758	-2.124	0.035
	-4 AR	0.00137	0.03325	0.518	0.605
	-3 AR	0.00388	0.02459	1.972	0.050
	-2 AR	0.00033	0.03206	0.136	0.892
	-1 AR	0.00399	0.02710	1.843	0.067
	0 AR	-0.00715	0.03541	-2.522	0.013
	+1 AR	0.00349	0.02719	1.604	0.111
	+2 AR	-0.00224	0.02274	-1.232	0.220
	+3 AR	-0.00137	0.02743	-0.626	0.532
	+4 AR	-0.00427	0.02420	-2.206	0.029
	+5 AR	-0.00106	0.21239	-0.627	0.532

위의 표는 전체 기업 중 배당률이 높은 상위 25%에 해당하는 기업과 개인투자자지분율이 상위 25%에 해당하는 기업의 분석 결과이다. 가설 1과 같이 사건일의 배당성향이 높은 기업의 경우 음(-)의 주가반응을 보일 것이라는 예상과 같이 배당률이 상위 25%에 해당하는 기업을 대상으로 한 t-검정 결과 사건일±1거래일인 0인 시점에 초과수익률이 하락하였고 이는 1%유의수준에서 유의하게 나타났다. 하지만 +1 AR 이후의 날에 걸쳐 초과수익률이 하락하기는 하였으나 유의하지 않은 결과가 나타났다. 이는 과세제도 변경의 효과가 단기간에 나타나며 사건일(2012.7.25.)의 경우 세법개정이 불확실하다는 이유로 그 효과가 오래 지속되지 않은 것으로 해석된다. 다음은 가설 2에서 사건일의 개인투자자지분율이 높은 기업의 경우 음(-)의 주가반응을 보일 것이라고 예상한 바와 같이 분석결과 개인투자자지분률이 상위 25%에 해당하는 기업을 대상으로 분석한 t-검정에서 사건일±1거래일인 0인 시점에 5%유의수준에서 주가가 감소하는 것을 확인할 수 있다. 따라서 금융소득종합과세 기준금액 인하와 관련한 사건 일에 개인투자자지분율이 높은 기업의 경우 주가에 음(-)의 영향을 미친다는 것을 확인하였다.

② 사건일(2012. 8. 8)의 시장반응

아래 표는 사건일 (2012.8.8.)의 금융소득종합과세기준금액 인하로 인한 각각의 배당률이 높은 기업과 개인주주지분율이 높은 기업의 주가반응을 나타낸 결과이다. 먼저 배당률이 상위 25%에 해당하는 기업을 대상으로 분석한 t-검정에서 사건일±1거래일인 0인 시점에 초과수익률은 하락하였고 이는 10%유의수준에서 유의하게 나타났다. 이러한 결과로 유추해 볼 때 금융소득종합과세기준금액 인하로 인해 배당률이 높은 기업의 경우 음의 주가반응을 나타낼 것이라는 가설 1을 뒷받침하는 것으로 분석된다. 또한 사건일 (2012.7.25.)의 분석결과도 유사한 수치로 본 연구에서 사건일로 정한 정보가 공개된 시점의 주가는 하락한 것으로 나타났다. 또 개인투자자지분률이 상위 25%에 해당하는 기업을 대상으로 분석에서 사건일±1거래일인 0인 시점에 1%유의수준에서 주가가 감소하는 것을 확인할 수 있다. 분석결과 금융소득종합과세 기준금액 인하로 인해 개인투자자지분율이 높은 기업의 경우 주가에 음(-)의 영향을 미친다는 것을 확인하였다.

구 분	AR	평균	표준편차	t	유의확률
배당률상위 25% (n=155)	-5 AR	0.00417	0.01954	2.659	0.009
	-4 AR	0.00035	0.01788	0.246	0.806
	-3 AR	0.00432	0.01970	2.735	0.007
	-2 AR	0.00433	0.01980	2.728	0.007
	-1 AR	0.00815	0.02262	4.489	0.000
	0 AR	-0.00320	0.02139	-1.866	0.064
	+1 AR	-0.00249	0.01919	-1.616	0.108
	+2 AR	0.00285	0.01549	-2.294	0.023
	+3 AR	-0.00146	0.01738	-1.052	0.295
	+4 AR	-0.00185	0.01665	-1.388	0.167
	+5 AR	0.00059	0.01694	0.436	0.663
추정 개인투자자 지분율 상위 25% (n=155)	-5 AR	-0.00521	0.02608	-2.490	0.014
	-4 AR	0.00111	0.02883	0.483	0.629
	-3 AR	0.00383	0.02371	2.013	0.046
	-2 AR	-0.00023	0.02825	-0.102	0.919
	-1 AR	0.00348	0.02456	1.766	0.079
	0 AR	-0.00746	0.03460	-2.687	0.008
	+1 AR	0.00334	0.02480	1.678	0.095
	+2 AR	-0.00199	0.02169	-1.146	0.253
	+3 AR	-0.00118	0.02409	-0.612	0.541
	+4 AR	-0.00414	0.02202	-2.344	0.020
	+5 AR	-0.00122	0.01980	-0.768	0.443

3.2.1 회귀분석 결과

① 사건일(2012. 7. 25)의 시장반응

$CARi,t = \beta0 + \beta1EVENTi,t + \varepsilon$

$CARi,t = \beta0 + \beta1EVENTi,t + \beta2HIGH_DIVi,t + \beta3EVENTi,t * HIGH_DIVi,t + \varepsilon$

$CARi,t = \beta0 + \beta1EVENTi,t + \beta2HIGH_MINORi,t + \beta3EVENTi,t * HIGH_MINORi,t + \varepsilon$

$CARi,t = \beta0 + \beta1EVENTi,t + \beta2HIGH_DIVi,t + \beta3EVENTi,t * HIGH_DIVi,t + \beta4EVENTi,t + \beta5HIGH_MINORi,t + \beta6EVENTi,t * HIGH_MINORi,t + \varepsilon$

	전 체			
	모형1	모형2	모형3	모형4
EVENT	0.0053 (0.280)	0.0091 (0.261)	0.0052 (0.213)	0.0032 (0.313)
HIGH_DIV		0.0136 (0.432)		0.0110 (0.213)
HIGH_MINOR			0.0060 (0.703)	-0.0043 (0.111)
EVENT*HIGH_DIV		-0.0166 (0.000)		
EVENT*HIGH_MINOR			-0.0120 (0.040)	
EVENT*HIGH_DIV*HIGH_MINOR				-0.0014 (0.057)
F값	3.733	6.661	11.661	15.558
수정 R^2	0.014	0.019	0.027	0.030

위의 표는 금융소득종합과세기준금액 인하와 관련한 사건일 (2012. 7.25)에 주가 반응을 살펴보기 위한 각 모형의 회귀분석결과이다.

첫째, <모형1>의 사건일의 주가반응을 분석한 결과 사건일±1거래일(ENENT)은 누적초과수익률(CAR)에 대하여 수정R^2는 1.4%의 설명력을 가지나 회귀계수에 대한 유의수준은 유의하지 않은 결과가 나타났다.

둘째, <모형 2>의 분석결과 사건일±1거래일의 배당성향이 높은 기업(EVENT*HIGH_DIV)은 누적초과수익률(CAR)에 대하여 회귀계수가 음(-)의 값을 보이고 있으며 1%유의수준에서 유의하게 나타났다. 그리고 수정R^2는 1.9%이며 유의성 검정 결과 유의한 것으로 나타났다. 모형 2는 가설 1을 검증하기 위한 회귀식으로 금융소득종합과세기준금액 인하로 인해 배당성향이 높은 기업일 경우 주가에 음(-)의 영향을 미친다는 가설을 검증하기 위한 식이다. 따라서 가설 1은 지지된다.

셋째, <모형3>의 분석결과 사건일±1거래일의 개인주주지분율이 높은 기업(EVENT*HIGH_MINOR)의 경우 누적초과수익률(CAR)에 대하여 수정R^2 는 2.7%의 설명력을 지니며 회귀계수는 음(-)의 값을 나타내고 있고 5% 유의수준에서 유의한 결과가 나타났다. 모형 3은 가설 2를 검증하기 위한 모형으로 금융소득종합과세제도 인하로 인해 개인주주지분율이 높은 기업일수록 주가에 음(-)의 영향을 미친다는 것을 검증하기 위한 모형이다. 따라서 가설 2는 지지된다.

넷째, <모형 4>는 회귀식 중 가장 높은 설명력을 가지고 있으며 이 회귀모형은 금융소득종합과세기준금액 인하로 인해 배당성향이 높고 개인주주지분율이 높은 기업일수록 주가에 음(-)의 영향을 미치게 될 것이라는 가설 3을 검증하기위한 모형이다. 회귀계수는 음(-)의 값을 나타내고 있으며 10%의 유의수준에서 유의한 결과가 나타났다. 따라서 각 모형의 분석 결과는 가설1과 가설2, 가설3을 지지하는 것으로 인식된다.

② 사건일(2012. 8. 8)의 시장반응

$CAR_{i,t} = \beta0 + \beta1EVENT_{i,t} + \varepsilon$

$CAR_{i,t} = \beta0 + \beta1EVENT_{i,t} + \beta2HIGH_DIV_{i,t} + \beta3EVENT_{i,t} * HIGH_DIV_{i,t} + \varepsilon$

$CAR_{i,t} = \beta0 + \beta1EVENT_{i,t} + \beta2HIGH_MINOR_{i,t} + \beta3EVENT_{i,t} * HIGH_MINOR_{i,t} + \varepsilon$

$CAR_{i,t} = \beta0 + \beta1EVENT_{i,t} + \beta2HIGH_DIV_{i,t} + \beta3EVENT_{i,t} * HIGH_DIV_{i,t} + \beta4EVENT_{i,t} + \beta5HIGH_MINOR_{i,t} + \beta6EVENT_{i,t} * HIGH_MINOR_{i,t} + \varepsilon$

	전체			
	모형1	모형2	모형3	모형4
EVENT	0.0049 (0.340)	0.0088 (0.157)	0.0047 (0.358)	0.0065 (0.324)
HIGH_DIV		0.0111 (0.257)		0.0213 (0.368)
HIGH_MINOR			0.0098 (0.564)	-0.0043 (0.164)
EVENT*HIGH_DIV		-0.0166 (0.047)		
EVENT*HIGH_MINOR			-0.0570 (0.051)	
EVENT*HIGH_DIV*HIGH_MINOR				-0.0014 (0.076)
F값	2.154	3.874	10.467	16.497
수정 R^2	0.011	0.020	0.025	0.037

* 괄호속의 수치는 유의수준을 의미함.

위의 표는 금융소득종합과세기준금액 인하와 관련한 사건일 (2012. 8. 8)에 주가 반응을 살펴보기 위한 각 모형의 회귀분석결과이다.

첫째, <모형1>의 사건일의 주가반응을 분석한 결과 사건일±1거래일(ENENT)은 누적초과수익률(CAR)에 대하여 수정R^2는 1.1%의 설명력을 가지나 회귀계수에 대한 유의수준은 유의하지 않은 결과가 나타났다.

둘째, <모형2>의 분석결과 사건일±1거래일의 배당성향이 높은 기업(EVENT*HIGH_DIV)은 누적초과수익률(CAR)에 대하여 회귀계수가 음(-)의 값을 보이고 있으며 5%유의수준에서 유의하게 나타났다. 그리고 수정R^2는 2%이며 유의성 검정 결과 유의한 것으로 나타났으며 사건일(2012. 7. 25)의 회귀분석결과와도 유사하다. 모형 2는 금융소득종합과세기준금액 인하로 인해 배당성향이 높은 기업일 경우 주가에 음(-)의 영향을 미친다는 가설 1을 검증하기 위한 식으로 이와 같은 결과는 가설 1은 지지한다고 판단된다.

셋째, <모형3>의 분석결과 사건일±1거래일의 개인주주지분율이 높은 기업(EVENT*HIGH_MINOR)의 경우 누적초과수익률(CAR)에 대하여 수정R^2 는 2.5%의 설명력을 지니며 회귀계수는 음(-)의 값을 나타내고 있고 10% 유의수준에서 유의한 결과가 나타났다. 모형 3은 금융소득종합과세제도 인하로 인해 개인주주지분율이 높은 기업일수록 주가에 음(-)의 영향을 미친다는 가설 2를 검증하기 위한 모형으로써 그 결과 가설 2는 지지된다.

넷째, <모형4>는 사건일±1거래일의 누적초과수익률(CAR)에 대하여 배당성향(EVENT*HIGH_DIV)이 높고 개인주주지분율(EVENT*HIGH_MINOR)이 높은 기업일수록 금융소득종합과세기준금액 인하에 따른 조세부담으로 인해 주가에 음(-)의 영향을 미치게 될 것이라는 가설 3을 검증하기위한 모형이다. 회귀계수는 음(-)의 값을 나타내고 있으며 10%의 유의수준에서 유의한 결과가 나타났다. 따라서 각 모형의 분석 결과는 사건일(2012. 7.25.)의 분석결과와 유사하며 가설1과 가설2, 가설3을 지지하는 것으로 판단된다.

Ⅳ. 요약 및 결론

본 연구에서는 금융소득종합과세 기준금액인하와 관련한 정보가 공개된 시점들을 사건일로 선정하여 주가반응을 살펴보고자 하며 각 가설의 분석결과를 살펴보면 다음과 같다.

가설1은 금융소득종합과세 기준금액인하 시점에 배당성향이 높은 기업일 경우 주가가 하락할 것이라는 가설은 각 사건일의 t-검정과 회귀분석결과 유의한 결과가 나타났다. 그리고 금융소득종합과세 기준금액인하 시점에 개인투자자지분율이 높은 기업일 경우 주가가 하락할 것이라는 가설2는 각 사건일의 t-검정과 회귀분석결과 (-)의 영향을 미친다는 결과를 확인하였다. 가설3은 금융소득종합과세 기준금액인하 시점의 배당성향이 높은 기업과 개인투자자지분율이 높을수록 주가에 강한 (-)의 영향을 미친다는 가설 또한 유의한 결과가 나타났다.

조세가 야기하는 자본화와 관련한 연구는 세무학에서 중요한 연구 분야로 대두되고 있는 조세자본화가설에서 완전자본화가설과 부분자본화가설로 대립되고 있는 주장을 규명하는데 있어 본 연구의 결과는 부분자본화가설을 지지하는 것으로 나타났다. 따라서 본 연구의 결과는 다음과 같은 측면에서 중요한 의미를 가진다.

첫째, 기업입장에서 배당정책과 자본조달정책 결정에 중요한 역할을 할 수 있다. 완전자본화 가설에 의하면 배당소득세는 주가에 완전 반영되어 있기 때문에 배당을 언제 지급하든 배당성향이 높든, 낮든 주가와 관련이 없게 된다. 그러나 부분자본화가설에 의하면 미래에 부담해야할 배당소득세의 할인된 부분만큼 주가에 영향을 미치게 되기 때문에 투자자들은 미래에 지급할 것으로 기대되는 조세부담의 현재가치를 고려하게 된다. 따라서 투자자들의 기대조세 때문에 기업이 어떠한 배당정책을 결정하느냐에 따라 주가에 어느 정도 영향을 미친다는 것이다.

둘째, 배당과 관련한 조세정책결정에도 중요함을 시사한다. 조세자본화가설에 대립되는 주장들 중 이중과세를 해소하려는 여러 가지 방안들을 모색하는데 있어 배당소득공제율인상(법인납세자의 경우)이나 Gross-up제도(개인납세자의 경우)와 같이 배당소득세를 제거하거나 감소시키려는 방안 등은 직접적인 영향을 미친다. 완전자본화가설에 의하면 신주발행으로 조달된 자금에 의한 투자수익의 경우 법인세와 배당소득세가 이중과세를 초래하지만 이익잉여금에 의한 투자에 대해서는 그렇지 않다고 본다. 그러므로 완전자본화가설의 입장에서는 정부의 이중과세를 해소하기 위한 Gross-up제도나 배당소득 공제제도는 적합하지 않다.[7)]

셋째, 부분자본화가설의 입장에서 투자자가 미래조세정책변화 시 주가반응을 미리 인식하는데 기여한다고 판단된다.

연구의 한계점은 개인주주지분율과 기관투자자지분율의 자료 입수의 문제로 대용변수를 사용하고자 상대적 개념으로 최대주주지분율과 외국인주주지분율을 제외한 나머지를 개인주주지분율로 판단하였다. 따라서 이러한 측정이 간접적일 수 있다. 또한 본 연구에서 설정한 사건일 중 2013. 1. 2. 와 같이 국회 본회의를 통과한 다른 여러 가지 세법의 영향들이 주가에 함께 작용할 수 있어 본 연구에서 분석하고자하는 결과에 그 효과가 희석될 가능성이 있다.

7) 주주단계의 배당소득세율변화가 기업가치에 미치는 영향, 정래용, 박사학위논문. 2007.

참고문헌

황규영(2002), “자본이득세와 배당소득세가 주가평가에 미치는 영향에 관한 연구”
고종권(2003), “배당소득세와 기업가치간의 관계 재검토”, 회계학연구, 28(4) 255~284
박광훈(2003), “배당세와 기업가치”, 회계학연구, 28(1) 33~47
고종권(2004), “배당소득세와 기관지분율이 주식수익률에 미치는 영향”, 회계학연구, 29(4) 248~273
유성용(2004), “배당소득세율과 기업가치 평가”, 중소기업학회, 26(1) 257~282
황규영, 서정우(2004), “주주단계세금이 주식가치 평가에 미치는 영향”, 29(1) 57~86
고종권(2005), “배당의 변화, 배당소득세와 주식수익률의 관계”, 회계학연구 30(1) 189~216
윤태화, 박종성, 이장희(2005), “성장성 및 개인지분율과 배당소득세의 자본화간의 관계“회계연구, 10(2) 41~68
정래용(2007). “주주단계의 배당소득세율 변화가 기업가치에 미치는 영향, 서울시립대학교 대학원 박사학위논문
고종권(2009), “배당세율과 법인세율의 인하가 기업의 내재자본비용에 미치는 영향”, 세무학연구 26(3): 9~44
Liizenberger, R., AND K. Ramaswamy.“The Effect of Personal Taxes and Dividends on Capital Asset Prices: Theory and Empirical Evidence.” *Journal of Financial Economics7*(June 1979): 163-95.
Fama, E. F., and K. R. French. 1998, Taxes, Financing Decisions and Firm Value, *Journal of Finance* 53: 819-843.
Auerbach, A. J., 1979. Sh~86are Valuation and Corporate Equity Policy. *Journal of Public Economics*Ⅱ(June): 291-305.
Harris, T. S., D. A. Kemsley. 1999. Dividend taxation in firm valuation: New evidence. *Journal of Accounting Research* 37(Autumn): 275-292.
Harris, T., T. Hubbard and D. Kemsley. 2001. The share price effects of dividend taxes and tax imputation credits. *Journal of Public Economics*79: 569-596.
Collins, D. M., D. A. Kemsley, 2000. Capital gain taxes and dividend taxes in firm valuation: Evidence of triple taxation. *The Accounting Review* 75(October): 405-427.
Guenther, D., and R. Sansing, 2002, Fundamentals of Shareholder Tax Capitalization, Working Paper, University of Colorado-Boulder and Tuck School of Business at Dartmouth.
Barclay, M., and C. Smith, 1988, Corporate Payout Policy: Cash Dividends versus Open-Market Repurchases, *Journal of Financial Economics* 22 (1): 61-82
Bradford, D. E., 1981, The Incidence and Allocation Effects of a Tax on Corporate Distributions. *Journal of Public Economics* 15(April): 1-22
Ofer, A. R., abd A. V. Thakor, 1987, A Theory of Stock Price Responses to Alternative Cash Disbursement Methods: Stock Repurchases and Dividends, *Journal of Finance* 42(2):
Jensen, M.(1986), Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeover, *American Economic Revirw* 76, 323-329.