

가계 재무전략에 관한 연구

-배당과 유보정책의 관점-

김 형 철*

< 요약 >

한국 경제는 2007년 이후 7년간 코스피가 2,000포인트 이내에 머무는 저성장의 어려움에 처해있다. 리차드 쿨(Richard Koo)의 설명대로 우리도 대차대조표 불황이라는 일본 경제와 유사한 경로를 밟고 있다.

이에 본 연구 목적은 어려움을 겪고 있는 가계소득 감소에 대한 정부의 대책이 성경적인 관점에서 유효한가를 검토하는데 있다. 이를 위해 첫째로, 대차대조표 불황을 요한복음 5장에 나오는 공동체인 베데스다 못가의 경쟁사회와 비교하고 둘째로, 어리석은 부자의 교훈(눅 12:16-21)을 통하여 정부의 가계소득 증대방안의 실효성을 살펴본다. 셋째로, 정부의 배당과세 축소와 유보과세 도입이 소득환류를 위해 긍정적인 효과를 줄 것인지 검토한다.

우리나라 상장기업의 배당성향과 배당수익률은 국제적으로 최하위에 머물고 시세차익의 변동성 투자로 개인 투자자의 손실이 큰 것으로 나타나고 있다. 과도한 유보율로 주주의 요구수익률보다 자기자본이익률이 미치지 못하는 우리나라의 상장기업은 배당 확대를 통한 자기자본이익률을 제고할 필요가 있다. 부자가 곡식을 곳간에만 쌓아 두고자 하는 것이 경제에 미치는 문제는 크게 유동성 함정, 소득의 양극화, 대리인 비용 등으로 요약된다. 따라서 배당성향을 제고하는 세제 유인은 가계재무의 선순환에 바람직한 방향으로 기여할 것으로 보인다.

또한 고령화, 저금리가 장기적인 추세임을 감안할 때 정부의 대책은 한시적인 제도보다 장기적인 제도로 정착되는 것이 바람직하다. 그리고 배당소득세 과세가 자본이득 과세보다 높은 우리나라의 경우, 합리적인 세제 개편으로 장기투자를 유도할 필요가 있다. 가계의 배당투자로의 유인은 저금리와 고령화에 따른 가계소득 증대를 위한 적절한 대안이다.

주제어: 대차대조표 불황, 가계소득 증대방안, 어리석은 부자, 배당투자, 유보과세

* 백석대학교 경상학부 교수 hckim@bu.ac.kr

1. 서론

요한복음 5장에는 인본주의 사회의 경쟁사회의 모습이 묘사되고 있다. 그 사회 구성원은 병자들이다. 베테스다라 하는 못의 물이 움직인 후에 가장 먼저 들어가는 사람만이 어떤 병에 걸렸는지 낮게 된다. 못에 들어가지 못한 사람은 경쟁에서 낙오되는 상태가 된다. 승자독식(winner-take-all)의 세계에서 일어나는 문제다.

예수님은 병이 38년 간 고착화된 병자에게 소원을 물으셨다. 이 병자의 문제는 그의 대답에서 알 수 있듯이 자기를 도와줄 사람이 없다는 것이다. 이에 예수님은 자립적으로 일어나라고 말씀하셨다.

우리나라의 가계도 무한경쟁에 내몰려 부채과다, 부동산 편중현상, 가계소득 감소, 노후소득의 부재 등의 구조적인 어려움을 안고 있다. 이러한 문제는 저소득층을 중심으로 발생하여 기업과 가계 간 소득의 양극화 현상을 초래한다.

이는 38년 된 병자가 겪는 어려움과 유사하다. 경쟁사회에서 취해지는 패자의 어려움, 제로섬 사회에서의 인간의 행위, 그리고 인본주의 사회의 의존적인 행태 등을 암시한다고 볼 수 있다. 또한 저성장시대에 아무리 해도 안 된다고 생각하는 학습된 무력감(learned helplessness)을 단적으로 보여주고 있다(셀리그먼, 2012).

우리나라의 가계는 부동산 편중도가 다른 나라들에 비해 압도적으로 높다. 이에 따라 가계부채는 규모뿐만 아니라, 증가 속도와 구조에 있어 더 큰 문제를 야기시키고 있다. 또한 퇴직 전 소득 대비 은퇴 후 각종 연금소득 비율을 나타내는 소득대체율은 미국이나 영국 등 선진국에 비해 크게 낮은 실정이다. 자산가치의 하락과 부채의 증가 그리고 소득감소 등을 볼 때 가계의 재무상태가 축소지향형으로 향하고 있다(김형철, 2011).

1990년대 초 일본의 버블경제의 붕괴와 그 이후 20여 년간의 장기불황을 대차대조표(Balance Sheet)불황이라고 말한다(Richard Koo, 2003). 우리나라도 이와 유사한 대차대조표의 악순환 구조가 나타나고 있다. 이러한 가계나 기업이 많을수록 경기침체가 일어나고, 소득이나 이윤증대보다 우선하여 부채를 축소하게 되는데 이는 국민경제의 총 수요를 감소시킴으로 경제가 침체되는 상황이 초래된다(임병수, 2003).

우리나라의 국내총생산(GDP) 순위는 외환위기 직전인 1997년에 11위였다가 2008년부터 6년 연속 15위에 머물러있다. 경제성장률과 경제규모를 놓고 벌이는 국가 간 경쟁에서 우리나라가 1998년 외환위기 직전의 상황을 아직도 회복하지 못했다는 해석이 가능하다.

최근 경제성장을 회복이 정부의 핵심 키워드로 부상하고 있다. 이 목표를 향해 사내유보금 과세와 배당소득세 인하 등 가계소득 증대를 위한 방안과 규제 완화 및 각종 경제 활성화 정책이 모두 총집결하고 있는 양상을 보인다. 여기에는 2012년 하반기부터 지속되고 있는 1% 대의 저물가가 경제운용에 큰 부담을 주고 있다는 인식이 깔려 있다.

이에 본 연구는 고령화로 인한 저성장사회의 대안을 찾기 위한 정부의 가계소득 증대방안의 관점에서 가계재무전략을 살펴보기로 한다. 2장에서 정부의 가계소득 증대를 위한 세제를 검토하고, 3장에서 어리석은 부자의 비유를 통한 정책의 실효성을 배당정책의 사례를 통해 살펴보고자 한다. 결론으로 가계재무전략의 시사점을 발견하고 추후 연구 발전을 위한 제언을 한다.

본 연구는 학문과 신앙의 통합적 관점에서 실증적인 접근보다는 성경적 관점을 가지고 정부가 시도하고자 하는 정책을 해석하는데 의의가 있다.

II. 가계소득의 증대 방안

정부는 위임받은 지도력으로 대차대조표의 불황을 선순환으로 바꾸는 전략을 취하고 있다. 즉 자산가치의 상승을 위해 부동산 규제완화, 부채감소를 위한 금리정책, 가계소득 증대를 위한 세제개혁 등이다. 이러한 정책은 성장을 중심으로 한 경기대책의 일환으로 가계재무의 선순환 체제를 유도하고자 하는 것이다.

이를 위해 구체적으로 2014년 8월 정부는 내수 활성화를 통해 경기회복을 도모하고, 가계소득 증대를 통한 민생 안정을 세제측면에서 적극 지원하기 위해 세법 개정안을 발표했다. 임금, 투자, 배당증가 등 가계소득 증대세제 3대 방안은 2015년에서 2017년까지 3년 간 한시 적용된다. 임금증가, 투자증가는 2015년 영업연도부터 효과가 나타날 수 있지만, 배당증가 효과는 2015년 결산기가 끝난 시점에 서야 효과가 나타난다.

2.1 근로소득 증대 세제

근로소득 증대 세제는 가계의 가처분소득이 증가할 수 있도록 근로자 임금이 증가된 기업에 대해 세액공제 해주는 법안이다. 구체적으로는 직전 3년 평균임금 증가율 대비 당해 연도 평균임금 증가율이 높으면 그 높아진 부분의 10%, 대기업의 경우는 5%에 대해서 세액공제를 해준다. 세액공제이기 때문에 당기순이익을 직접적으로 높이는 효과를 준다.

그런데 2013년에 평균임금 증가율이 높았던 기업은 실제로 이 세제가 시행될

때는 세액공제를 받을 가능성이 낮아진다. 이 법의 효과를 크게 누릴 수 있는 기업은 2012년부터 2014년까지 평균임금증가율이 마이너스인 기업이 2015년에 평균임금을 높이게 되면 세액공제 효과를 극대화할 수 있고, 순이익 개선효과를 누릴 수 있다.

하지만 기업이 평균임금을 높이게 되면 순이익이 감소하는 것은 불가피하다. 일반적으로 인건비용을 절감해서 순이익을 만들어내는 상황에서 기업이 적극적으로 평균임금을 늘리는 정책을 시행할지는 의문이다.

세액공제 10%는 임금 증가분에 대한 10%를 세금에서 제한하는 것인데, 기업이 인건비를 10% 늘리게 되면 순이익도 이에 준하는 수준으로 줄어들 것이다. 따라서 이로 인한 혜택은 증가분의 10%에 불과하기 때문에 기업 경영자의 입장에서는 임금을 늘리는 것과 세액공제 혜택을 받는 최적의 접점을 찾으려고 노력할 것이다.

2.2. 배당소득 증대 세제

배당소득 증대 세제는 고배당 주식으로 분류되는 기업의 주주가 배당을 받을 때 세 부담 경감 혜택을 받게 된다. 고액자산가의 경우에는 고배당 주식의 배당소득의 원천징수세율 인하가 큰 이익이 될 수가 있다. 또한 금융소득종합과세 대상자는 고배당 주식에 투자함으로써 선택 전 분리과세도 허용된다.

이로 인해 고액자산가나 금융소득종합과세 대상자들이 고배당 주식에 투자하려는 유인이 생기게 되면 그 결과 고배당 주식의 주가는 올라갈 수 있고, 기업 입장에서도 고배당 주식으로 편입되고자 배당을 확대하는 정책을 펼 수 있다.

정부는 고배당 주식에 한해 배당소득의 원천징수세율을 기존 14%에서 9%로 인하했고, 연간 배당소득이 2천만 원을 초과하는 금융소득종합과세 해당 고액자산가에게 6~38% 종합소득세율이 아닌 25% 분리과세 선택을 적용하는 세법 개정안을 발표했다. 이는 2012년 현재 3.9조 원에 이르는 이자소득 2천만 원 초과 종합소득자와 7.5조 원의 배당소득자의 자산배분에 영향을 줄 수 있다.

고배당 주식으로 분류되는 기준은 다음 두 가지 유형 중 하나에 해당되면 된다. 첫째, 시장평균 배당성향과 배당수익률의 120% 이상을 배당하고 있으면서 총 배당금이 전년 대비 10% 이상 증가한 상장주식 둘째, 시장평균 배당성향과 배당수익률의 50% 이상을 배당하고 있으면서 총 배당금이 전년 대비 30% 이상 증가한 상장주식이다.

즉 시장평균 대비 배당을 많이 하면서 전년보다 배당을 10% 이상 많이 하는 기업과 시장평균의 50% 밖에 안 되더라도 전년대비 배당을 30% 이상 늘리는 기업을 고배당 주식으로 분류한다(강소현, 2014).

2.3. 기업소득 환류세제

기업소득 환류세제는 앞선 두 정책과는 달리 기업에 직접적인 압박을 가하는 정책이다. 기업소득을 투자, 임금증가, 배당에 활용토록 유도하기 위해 이들이 당기소득의 일정액에 미달한 경우 단일세율 10%로 추가 과세를 한다는 것이다. 적용 대상기업은 자기자본 500억 원 초과기업과 상호출자 제한기업 집단에 소속된 기업이다.

과세방식은 투자를 포함하는지의 여부에 따라 구별되는 다음 방식 중에서 선택할 수 있으며 최초 선택 시 3년간 계속 적용된다.

A투자 포함방식 : 해당금액을 과세

$$[\text{당기소득} \times \text{기준율}(60\sim 80\%) - (\text{투자} + \text{인건비 증가} + \text{배당액 등})] \times 10\%$$

B투자 제외방식 : 해당금액을 과세

$$[\text{당기소득} \times \text{기준율}(20\sim 40\%) - (\text{인건비 증가} + \text{배당액 등})] \times 10\%$$

투자 즉 자본적 지출이 많은 기업의 경우에는 A방식을 선택하면 유리하다.

그리고 기업의 특성상 자본적 지출이 많지 않은 기업이 선택하게 될 B방식은 인건비를 전혀 늘리지 않는 기업이 배당성향 20%가 되지 않으면 추가 과세금액이 발생하는 구조의 산식이다.

인건비 증가가 전혀 없고 배당을 전혀 하지 않는 기업이 B방식을 선택하게 되면 추가 과세금액은 순이익의 2%로 확정된다. 즉 배당을 하지 않음으로 인해 순이익이 2% 감소하게 되는 것이다.

결국 기업소득 환류세제는 자본적 지출을 하지 않으면서 배당성향이 20%가 안 되는 기업의 배당성향을 20%까지 끌어올리려는 의도가 포함되어 있다고 볼 수 있다(이대상, 2014).

Ⅲ. 정책의 실효성 분석

3.1 어리석은 부자의 교훈

“한 부자가 그 밭에 소출이 풍성하매 심중에 생각하여 이르되 내가 곡식 쌓아둘 곳이 없으니 어찌할까 하고 또 가로되 내가 이렇게 하리라. 내 공간을 헐고 더 크게 짓고 내 모든 곡식과 물건을 거기 쌓아 두리라. 또 내가 내 영혼에게 이르되 영혼아 여러 해 쓸 물건을 많이 쌓아 두었으니 평안히 쉬고 먹고 마시고 즐거워하자 하리라.....”(눅 12:16-21).

어리석은 부자는 거둔 많은 소출이 다 자기 것인 양 착각하여 더 큰 공간을 짓

고 쌓아 두려는 사람이다. 어리석음은 생명이 누구의 것인지 모르는 데 있다. 생명의 주인이 하나님이라는 것은 종말론적인 관점에서 물질도 하나님의 것이며 우리는 위임받은 청지기이다. 따라서 풍족함과 편안함이 물질 소유로부터 얻을 수 있는 전부가 아니고 물질의 사회적 사명으로 윤리, 도덕도 고려해야 한다

소유와 경영이 분리되어 있는 오늘날의 기업에서는 자신의 이익을 추구하려는 경영자와 주주 사이에 갈등이 일어날 소지가 있다. 이러한 갈등은 비윤리적인 것으로 특권적 소비와 경영자의 나태를 들 수 있다. 호화스러운 사무실, 좋은 차, 비서 등 경영자가 누리는 특권적 소비를 가능하게 하는 것은 기업에 유보된 현금을 경영자가 임의로 사용할 수 있기 때문이다(성현모, 2013).

따라서 주주의 입장에서는 경영자의 특권적 소비가 심한 경우에는 배당을 늘려 경영자의 재량으로 사용할 수 있는 유보이익을 줄이는 것이 유리하다. 또한 경영자가 기업경영의 의무를 게을리 하고 있는지의 여부를 살피고 이를 억제하기 위해서는 감시비용이 들게 되는데 이러한 비용을 줄이기 위해서도 배당을 증가시키는 것이 주주에게 유리하다.

이러한 관점에서 어리석은 부자의 교훈은 가계재무의 목적이 소득의 환류를 통한 성장이어야 함을 말하고 있다. 소유의 극대화가 아니라 생명의 연대 즉 세대간의 연대를 위한 지속 성장이다. 이는 요셉의 경륜에 잘 나타나 있다. 물질은 생명을 회복하고 구원하는데 쓰여야 한다(창 50:20).

어리석은 부자처럼 물질을 자기 공간에만 쌓아두는 도덕적 해이는 가계 간의 소득양극화, 기업과 가계의 소득양극화, 경제의 유동성 함정, 잠재성장률 고갈 등을 야기한다. 특히 상장기업의 과도한 유보율은 기업의 이해관계자들에게 적절한 나눔으로, 또한 소득의 환류를 통한 가계소득을 증대시키는 재무활동으로 사회적 책임의 한 축을 담당하게 된다(짐 윌리스, 2011).

기업의 사회적 책임 수준과 배당정책 간 관계의 실증분석결과를 보면 기업의 사회적 책임 수준은 배당지급액에 유의적인 양의 영향력을 갖는 것으로 관찰되었다. 추가적으로 환경경영 수준을 독립변수로 사용한 경우에도 유사한 결과를 확인할 수 있었다. 이러한 결과는 경영자가 사회적 책임 수준과 배당정책 두 가지 재무적 전략을 동시에 강화함으로써 주주가치 제고 효과를 극대화하고 있음을 의미한다(이지혜·변희섭, 2014).

또한 적절한 배당을 정기적으로 지급하고 나눔 경영을 하는 것이 복음적 배당 원리로 제시되고 있다. 경영자는 최선을 다해 기업을 경영해야 하고, 성과가 창출되면 주주에게 적절한 배당을 정기적으로 지급하여야 한다. 한 연구에 의하면 배당을 100년 이상 지급한 기업이 윤리에 최우선을 두는 기업과 일치하는 것으로 확인되었다(박정운, 2014).

3.2 배당정책의 실효성

3.2.1 기업의 배당정책

국내 상장기업의 배당정책은 낮은 배당수익률과 낮은 배당성향으로 특징지을 수 있다. 배당수익률은 2001년 1.45%, 2009년 1.26%, 2013년 0.94%로 떨어져 기준금리에 미치지 못하는 수준이다.

또한 실제 우리나라의 배당성향은 주요국 대비 크게 낮은 수준이다. 한국거래소가 2013년 현금배당을 실시한 12월 결산법인 691개사 중 올해도 현금배당을 실시한 440개사를 조사한 결과를 보면, 개별 기준 당기순이익 총액은 전년 대비 11조6754억 원(17.48%) 감소한 55조1000억 원, 배당금 총액은 1737억 원(1.52%) 증가한 11조6000억 원으로 집계됐다. 배당금 총액을 당기순이익으로 나눈 배당성향은 21.09%로 전년 대비 3.94%포인트 증가했지만 세계 평균인 40.1%의 절반 수준이다. 70%를 상회하는 호주, 60%대의 대만, 미국과 일본도 40% 수준을 상회한다.

이에 정부가 배당정책에 관심을 쏟고 있다. 이에 따라 배당성향이 최고 22%까지 상승하리라는 전망과 배당수익률이 최고 2.2%까지 올라 기준금리를 능가할 가능성도 있다는 견해가 있다(Timothy Moe, 2014).

3.2.2 배당에 관한 관점

기업이 적절한 배당정책을 함으로 과연 기업가치를 증가시킬 수 있는가 하는 논의가 많은데 이를 요약하면 첫째, 배당은 기업가치와 관계가 없다는 주장이다. 이는 주주가 기업의 소유주이기 때문에 이익을 사내에 유보하거나 주주의 수중에 넣어두거나 차이가 없다는 것이다.

둘째, 배당이 기업가치에 유리한 영향을 준다는 주장이다. 배당으로 지급하지 않고 사내에 유보시킨 이익은 미래에 재투자되는데 미래의 불확실성 때문에 주주의 수중에 있는 현금이 더 중요하다는 것이다.

셋째, 배당이 기업가치에 불리한 영향을 준다는 주장이다. 배당소득에 대하여는 높은 세율이 적용되기 때문에 배당이 오히려 불리하다는 것이다.

기업이나 주주가 처하여 있는 상황에 따라 이러한 주장들은 옳을 수도 있고 그렇지 않을 수도 있다.

밀러와 모디글리아니(M. Miller and F. Modigliani:MM)는 자본시장이 완전하다는 가정 하에 기업가치는 배당지급에 의해 영향을 받지 않는다는 배당무관련 이론을 주장하였다.

그러나 불완전한 자본시장의 요인들 중에서 거래비용과 세금 등은 배당이 주주에게 불리하게 작용하도록 한다. 기업이 현금배당을 하게 되면 새로운 투자자금이 부족한 경우 사채 혹은 신주 발행이나 은행에서 차입 하는 등 외부자금을 조달하게 되는데 이 경우 거래비용이 든다. 배당성향이 클수록 기업이 부담하여야 하는 거래비용이 증가하여 그 만큼 기업가치가 떨어지게 된다.

배당정책의 경우에는 법인세 차감 후의 순이익을 배분하는 것이므로 문제가 되는 것은 법인세가 아니라 주주가 얻는 개인소득의 원천에 따라 부과되는 배당소득세와 자본이득세다.

기업이 배당을 하는 경우 주주는 배당소득 중 일부를 배당소득세로 내게 된다. 그러나 배당을 하지 않고 투자를 위한 유보이익으로 남겨 둘 경우 그 결과가 주가에 반영되고 결국 주식매매로 인한 차액이 생긴다면 이는 자본이득이 되기 때문에 주주는 자본이득세를 내게 된다.

만일 배당소득세율과 자본이득세율이 같다면 세금만을 고려할 때 배당은 주주의 부에 직접적인 영향을 주지 못한다. 그러나 배당소득세율이 자본이득세율보다 큰 경우에는 배당을 전혀 하지 않는 것이 최적배당정책이 된다. 이러한 경우 소액주주들은 시세차익에만 집중하게 하고 배당투자를 외면하게 되며 투기적인 거래가 성행하게 된다. 이는 결국 기업분석능력과 정보에 있어 열세에 있는 소액투자자들의 시장이탈을 가져와 주식시장의 수요기반을 약화시키고 자금조달비용의 증가가 나타나 기업경영에도 악영향을 미치게 된다.

그러나 저성장기와 고령화 사회에는 배당투자가 정보전달 효과, 미래 불확실성의 제거, 현재 수입의 선호 등으로 일반화 되고 있다. 지배구조의 투명화로 대리인 비용을 줄이고자 하기 때문에 배당이 기업가치를 높이게 된다(김성민, 2014).

3.2.3 배당과 주식가격

주주들이 안정된 배당을 하는 기업의 주식을 소유할 경우 미래에 들어오는 현금흐름을 확실하게 추정할 수 있다. 투자자들은 안정된 수입을 선호하는 경향이 있어 보통 안정된 배당정책을 가진 기업의 주식은 프리미엄이 붙어 거래가 이루어진다. 꾸준하게 어느 정도 이상의 배당을 유지하게 되면 대외공신력이 높아지고 이에 따라 그 기업의 주식은 담보력이 높아지게 되고, 주식 가치가 높게 평가된다.

배당할인모형¹⁾은 일반적으로 기업이 배당금 확대에 나설 경우 성장률의 훼손이

$$1) P_0 = \frac{D_1}{r-g} \quad (P_0: \text{주가}, D_1: \text{배당금}, r: \text{요구수익률}, g: \text{배당금성장률}) \quad PER = \frac{P_0}{E} = \frac{\frac{D_1}{r-g}}{E} = \frac{D_1}{E} = \frac{\text{배당성향}}{r-g}$$

없다면 주가상승 요인에 해당된다고 정의될 수 있다. 미국의 경우 배당성향 60% 이상, 배당수익률 3%이상인 기업들이 배당이 없는 기업에 비해 약 2배가량 밸류에이션 프리미엄을 받고 있고, 유럽의 경우 배당성향 50%이상, 배당수익률 4%이상 기업들의 경우, 배당이 없는 기업들에 비해 2.4배가량의 밸류에이션을 부여받고 있기 때문이다(박희찬, 2014).

기업재무론에서는 이익을 배당하는 것보다는 유보하여 신규사업에 재투자하면 기업은 성장하게 되고 결과적으로 주주의 몫은 더 커진다는 것이 일반적인 관점이다. 그러나 재투자로 성장기회를 살리기 위해 이익을 유보하는 기업보다 주주에게 더 많은 배당을 하는 기업의 순이익 증가율이 훨씬 높았다는 실증결과가 있다.

또 10년간 미국 기업의 자본지출과 국내총생산(GDP) 성장률을 비교한 결과 기업이 순이익을 재투자하면 할수록 GDP성장률도 둔화됐으며, 배당금 확대는 가계소득 증가와 소비 진작으로 이어져 경제성장에 기여했다(Robert D. Arnot and Clifford S. Aseness, 2003).

이런 결과의 원인으로 그들은 먼저 대리인문제(Agency Problem)를 들고 있는데 경영자와 주주의 인센티브가 다를 때 이 문제는 더욱 첨예해진다. 특히 경영자에게 부여되는 스톡옵션은 이러한 대리인 문제를 더욱 악화시켰다고 주장한다. 스톡옵션은 의무가 아니라 권리이고 행사가격보다 주가가 올라가면 엄청난 이득을 얻을 수 있기에 경영자들은 배당보다는 주가를 올릴 수 있는 인수합병이나 성장프로젝트에 과도한 투자를 하게 되고 결국 기업의 가치를 떨어뜨리게 된다는 것이다.

이러한 예는 마이크로소프트와 애플의 배당 사례에서 살펴볼 수 있다. 1999년 당시 마이크로소프트의 주가는 폭등하였으나 2000년 IT버블이 깨지면서 주가가 붕괴되었다. 2003년 마이크로소프트는 434억 달러 현금을 보유하고 있었다. 그런데 주주들의 압박으로 2대 1의 액면분할을 실시하면서 상장 이후 17년 만에 처음으로 총액 기준 8억5,600억 달러를 주주에게 배당 지급할 것을 결정하였다.

그 이후 매출성장률이 저조해졌으나 처음에 소액배당 시작된 규모가 점차 커지면서 마이크로소프트의 주가는 10여 년간 비슷한 상황을 유지하게 되었다.

잡스가 1995년 애플의 경영권을 되찾을 당시 보유현금은 대략 5억 달러에 불과하였다. 2001년 9.11 테러로 주가가 폭락했을 때에도 잡스는 자사주 매입을 하지 않고 사업을 늘려갔다. 애플은 2011년 1,000억 달러의 현금 보유하고 있었으나 배당금 지급이나 자사주를 매입하지 않아 주주들로부터 거센 항의를 받았다. 2012년 잡스 사망의 영향과 아이폰 판매 감소 등으로 순이익의 18%가 감소하였다.

그러나 그 해 4분기부터 주당 2.65달러를 현금배당하고, 3년간 100억 달러 자사

주 취득 등 450억 달러를 풀기로 한다는 계획 발표 후 주가는 상승하였다.

마이크로소프트와 애플의 공통점은 고성장기 이후 완만한 성장기로 진입하는 시점에 배당이 이뤄졌다는 점과 고성장기를 이끌었던 영향력 있는 최고경영자의 은퇴 전후에 배당이 개시된 점을 들 수 있다(곽병열, 2014).

3.3 유보정책의 실효성

3.3.1 외국의 입법례

기업소득 환류세제는 1991년에 도입되었다가 2001년에 폐지된 적정유보초과소득과세와 유사하다. 적정유보초과소득과세는 비상장법인과 대규모 기업집단 소속 비상장법인을 대상으로 초과유보소득에 15%의 추가 법인세를 부과하는 제도였다.

이 제도의 도입 목적은 비상장법인이 사내유보를 통해 배당을 회피함에 따라 비상장법인과 상장법인의 주주 배당소득에 대한 과세 형평성을 제고하기 위함이었다. 그러나 이 제도는 배당촉진 효과가 적고, 기업 재무구조의 약화를 초래한다는 이유 등으로 폐지되었다.

사내유보금 과세제도에 대한 외국의 입법례를 살펴보면 미국의 경우 주주의 배당소득세를 회피하기 위하여 합리적인 필요 이상의 유보를 하는 경우에는 20%의 세율로 과세하도록 규정하고 있다.

기업이 사업 확장 등의 합리적인 필요 이상의 유보를 하는 경우에는 조세회피 목적이 있다고 추정하므로, 과도한 유보에 대하여 과세를 피하기 위해서는 조세회피 목적이 없음을 기업이 입증해야 한다. 초과유보에 대한 과세는 개인 지주회사, 면세법인, 소극적 해외투자법인을 제외한 모든 법인에 적용된다.

일본은 소수 3인의 지분이 과반수를 차지하는 동족회사의 초과유보소득에 대하여 10%, 15%, 20%의 누진세율로 과세한다. 동족회사의 경우 주주의 이해관계에 의해 배당보다 세 부담이 적은 사내유보가 증가할 수 있으므로 초과유보에 대하여 과세하고 있다.

필리핀의 경우 주주에 대한 배당소득세를 회피하기 위해 부적절하게 유보된 소득에 대해서는 10%의 세율로 과세되는데, 상장법인, 금융 및 보험회사는 적용되지 않는다(정규언, 2014).

3.3.2 요구수익률과 자기자본이익률

기업가치 평가모형 중 하나인 배당성장모형에 따르면 기업가치는 주주들의 요

구수익률과 배당성장률을 통해 계산할 수 있다²⁾. 주주들의 요구수익률이 배당수익률과 재투자수익률로 구성³⁾되며, PER은 요구수익률, 자기자본이익률, 배당성향에 의해 결정⁴⁾된다는 것을 알 수 있다.

PER은 기업가치의 척도라 할 수 있는데 요구수익률이 자기자본이익률보다 적은 경우에는 배당성향과 음의 상관관계를 갖는다. 즉 배당을 적게 할수록 PER이 높아진다. 이는 기업가치가 높아진다는 뜻이다.

반면 요구수익률이 자기자본이익률보다 큰 경우에는 배당성향이 양의 상관관계를 갖는다. 이 경우에는 배당을 많이 해야 기업가치가 높아진다.

우리나라의 실증분석 결과를 보면 연간 수치의 변동성을 줄이기 위해 배당수익률과 유보율, 자기자본이익률을 과거 3년 평균값을 사용하여 주주 요구수익률을 계산하고, 그리고 그 주주 수익률과 당해의 자기자본이익률을 비교하는 방법을 사용해 보면 KOSPI의 경우는 2012년부터 요구수익률이 자기자본이익률보다 큰 상황을 맞게 된다.

KOSPI의 자기자본이익률은 2010년 12.23%를 정점으로 연속적으로 하락하여 2013년에는 6.71%까지 줄어들었다. 하지만 주주 요구수익률은 2009년부터 9%대를 유지하고 있고 2013년에는 9.94%로 계산된다.

현재 배당을 늘리려는 움직임이 일어나자 한국 기업의 투자 매력도가 갑자기 높아지는 것처럼 인식되고 있는 것은 현재 한국이 요구수익률이 자기자본이익률보다 큰 상태에 놓여있기 때문인 것으로 미루어 짐작할 수 있다. 배당을 늘리기만 해도 기업가치가 상승하기 때문에 투자자들의 관심이 커질 것이다(이대상, 2014).

우리나라는 많은 산업이 이미 성숙산업에 진입하였고 과잉투자로 인한 구조조정, 대기업 중심의 현금자산 보유기준의 증대, 시세차익의 위험증대, 경제의 성숙에 따른 현금흐름 증대는 투자자에게 미래의 불확실성을 해결해 주고, 배당성향은 기업의 장래 수익성의 개척을 가능케 한다. 이러한 이유들로 이제 우리나라도 사내유보보다는 배당이 선호되는 환경으로 접어들었다고 볼 수 있다.

미국의 기술주는 평균이익성장률 9%보다 높은 17%의 이익 성장을 하여, 애플이나 페이스북 회사도 배당이 가능하다. 설비투자로 비용을 회수하지 못하면 기업의 수익성은 떨어지나 배당으로 자본을 감축하면 효율성이 늘어난다.

우리나라도 기업의 자금수요가 줄어들고 있어 배당금 증대로 자본의 효율성을 높여야 한다.

2) $P_0 = D_1 / (r - g)$, $D_1 = E_0 * (1 - b) * (1 + g)$ (D_1 :내년 주당 배당금, E_0 :당해 연도 주당 순이익, b :유보율, $1 - b$:배당성향)

3) $r = D_1 / P_0 + b * ROE$

4) $P_0 / E_1 = (1 - b) / (r - b * ROE)$

IV. 결론

경쟁 격화로 인한 가계재무상태의 악순환은 성장이 정체되는 무기력한 사회로 전개될 가능성이 있다. 이를 해결하기 위해서는 성장 잠재력을 일깨워 가계의 재무상태가 선순환구조가 되도록 하여야 한다.

어리석은 부자의 교훈을 통해서보면 한국경제는 도덕적 해이, 유동성 함정, 잠재성장률 고갈로 나눔의 필요성을 야기하고 있다.

최근 정부는 성장전략의 방향을 가계가 자립하도록 금리, 세제, 규제 등의 정책적 수단을 통해 실현하고자 한다. 주주의 요구수익률이 자기자본이익률보다 큰 상황에서 배당촉진 정책은 매우 시기 적절한 조치이다.

가계의 배당투자로의 유인은 저금리와 고령화에 따른 대안투자이다. 또한 현금이 투자가의 유동성 선호와 맞물려 있는 것을 감안할 때, 과도한 유보율로 주주의 요구수익률보다 자기자본이익률이 미치지 못하는 우리나라의 상장기업은 배당확대를 통해 자기자본이익률을 제고할 필요가 있다. 따라서 배당성향을 제고하는 세제유인은 가계재무의 선순환에 바람직한 방향으로 기여할 것으로 보인다.

또한 고령화, 저금리가 장기적인 추세임을 감안할 때 정부의 대책은 한시적인 제도보다 장기적인 제도로 정착되는 것이 바람직하다. 그리고 배당소득세 과세가 자본이득 과세보다 높은 우리나라의 경우 합리적인 세제개편으로 장기투자를 유도할 필요가 있다.

그리고 가계재무전략으로는 실질금리가 제로가 되는 상황에서 우수한 기업에 대한 배당투자, 부동산의 유동화, 금융수수료 등을 감안한 비용 최소화전략이 요구된다. 추후 금리, 세제, 규제의 정책이 어떻게 효과적으로 작동하는지에 관한 실증적인 연구가 보완되어야 할 것이다.

참 고 문 헌

- 이지혜·변희섭, “기업의 사회적 책임 활동과 배당행태,” 경영학연구, 43(2), 2014.
- 강소현, “기업의 배당정책과 투자,” 자본시장연구원, 2014, 1-34.
- 곽병열, “배당정책 변화에 따른 투자아이디어,” 현대증권, 이슈분석, 2014, 1-36.
- 김성민, “배당정책의 변화와 한국 증시,” 자본시장연구원, 전환기의 한국주식시장, 2014, 1-29.
- 김형철, “초고령사회의 가계재무전략,” 금융투자협회, 금융투자지, 2011, 55-75.
- 마틴 셸리그먼, 낙관성 학습, 물푸레, 2012.
- 박정윤, “복음적 기업재무경영의 목표와 원리,” 로고스경영연구, 12(2), 2014, 59-74.
- 박희찬, “초이노믹스와 배당투자전략의 현실적 접근,” 미래에셋증권, Market Issue, 2014, 1-16.
- 성현모, “성경적 관점과 현대재무관리이론의 관점에서 본 무차입 경영,” 로고스경영연구, 11(4), 2013, 1-19.
- 이대상, “배당확대를 현실화하는 직접적인 세제신설-세법개정안 효과 분석,” 대신증권, Quant Issue, 2014, 1-8.
- 이대상, “배당확대는 KOSPI의 본질가치를 높여주는 역할,” 대신증권, 투자포커스 2014, 1-8.
- 임병수, “일본의 가계부실 현황과 시사점,” 삼성경제연구원, 2003.
- 정규언, “기업소득 환류세제의 입법과 기업의 대응,” 한국상장회사협의회, 상장, 2014, 4-5.
- 짐 월리스, 가치란 무엇인가, Ivp, 2011.
- Carmen M.Reinhart, Vincent R. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, Debt Overhangs: Past and Present, NBER Working Paper 18015, 2012.
- Richard Koo, Balance sheet recession : Japan’s Struggle with Uncharted Economics and its Global Implications, WILEY, 2003.
- Robert D. Arnott and Clifford S. Aseness, “Surprise! Higher Dividends= Higher Earnings Growth,” Financial Analysis Journal, 2003, 70-87.
- Timothy Moe, “Corporate Dividend Policy and Global Equity Markets,” 자본시장연구원, 전환기의 한국 주식시장, 2014, 2-18.