규제연구 제21권 제1호 2012년 6월

재벌세 도입에 대한 논의와 정책 모의실험(simulation)

황상현* · 김현종**

본 연구는 재벌세(계열사 출자에 따른 과세) 관련 논의를 검토하고 이 제도 도입 시 기업의 자본조달 및 투자에 미치는 영향에 대해 실증적으로 추정했다. 재벌세란 대규모 기업집단에 한하여 계열사 간 배당수익금액과 계열사투자를 위한 차입금의 이자비용을 공제대상에서 배제시키는 조세정책을 의미한다. 먼저 본 연구는 한국의 현행 관련 세제를 국제적으로 비교하고 재벌세에 대한 학술적 논의를 정리했으며, 아울러 해당 과세의 도입에 따른 기업재무상의 변화에 대해서도 검토했다. 본 연구는 40대 국내기업을 대상으로 자본비용과 투자에 대한 계열사 배당금액 익금불산입 폐지와 이자비용 손금산입 폐지의 영향을 수치적 분석(numerical analysis)을 통해 추정했다. 정책 모의실험의 결과, 40대 기업 중 재벌세가 적용되는 기업(지주회사 제외)의 경우 계열사에 대한 출자재원이 부채비율에 비례하여 이루어진다는 가정에서 재벌세로 인해 자본비용은 0.64% 증가하고 생산을 위한 자본규모의 변화율은 −1.07%인 것으로 나타났다. 이를 기업들의 투자 감소액으로 환산할 경우 유형자산으로는 2조7,401억 원이, 그리고 순유형자산으로는 2조5,482억 원이 감소하는 규모에 해당한다. 분석결과에서 재벌세의 영향 중 익금불산입 폐지의 영향이 손금산입 폐지의 영향보다 10분의 1 수준 이하로 나타났는데, 이러한 원인으로는 현재 익금불산입률 자체가 매우 낮아 배당성향이 낮고 계열사에

* 제1저자 및 교신저자, 한국경제연구원, 서울시 영등포구 여의도동 27-3(shwang@keri.org)
** 공동저자, 한국경제연구원, 서울시 영등포구 여의도동 27-3(kim@keri.org)
*** 본 논문은 저자들의 연구저서인 황상현 · 김현종(2012)의 주요 내용을 수정 · 보완하여 작성하였다. 본 논문의 오류와 견해는 저자들의 몫이며 한국경제연구원과는 무관하다는 것을 밝혀둔다.
접수일: 5/14, 게재확정일: 6/11

www.kci.go.kr

대한 출자지분도 낮기 때문인 것으로 평가됐다.

핵심용어: 재벌세, 배당수입 익금불산입, 이자비용 손금산입, 이중과세, 자본의 사용자 비용, 투자, 대규모 기업집단, 출자구조

JEL 분류기호: G32, G34, H20, H25

www.kci.go.kr

I. 서 론

'재벌세'란 대규모 기업집단에 한하여 계열사 간 배당수익금액과 계열사투자를 위한 차입금의 이자비용을 공제대상에서 배제시키는 조세정책을 의미한다. 재벌세는 구체적으로 대기업집단에 한해 ① 계열사 간 배당수익에 대한 익금불산입률을 폐지하고 ② 계열사투자를 위한 차입금의 이자비용을 손금처리에서 배제시키는 조세정책이다. 재벌세의 시행을 위해서는 현행 법인세법상의 두 조항에 대한 개정이 필요하다. 즉 계열사 간 배당수익에 대한 익금불산입률 폐지를 위한 개정대상은 법인세법 제18조의3(수입배당금액의 익금불산입)이며, 계열사 출자용 차입금 손금불산입을 위한 개정대상은 법인세법 제28조(지급이자의 손금불산입)이다. 재벌세가 언론에 보도됐던 초기에는 민주통합당 내에서도 재벌세에 대한 의견이 일치되었던 것은 아니었다. 민주통합당 경제민주화특위 위원장(유종일 KDI 교수)이 "재벌세"란 이름으로 2012년 1월 29일 언론에 처음 밝히면서 공개됐다. 그러나 발표 다음날(1월 30일), 민주통합당 정책위 의장(이용섭 의원)은 "재벌세"와 같은 새로운 세금은 신설할 계획이 없다고 발표하는 등 당시로서는 민주통합당 내에서도 합의가 이루어지지 않았던 사안으로 평가됐다. 민주통합당은 결과적으로 재벌세를 조세개혁안(2012년 2월 26일 발표)에 공식적으로 포함시켰다. 재벌세는 구체적으로 공정거래법상 상호출자제한 기업집단에 한하여 아래와 같은 사항을 적용하는 조세정책이다.[1)]

① 소속 법인에 대해서는 자회사 출자로부터 얻는 수입배당금에 대하여는 익금불산입의 적용을 배제시키며,

---

1) 민주통합당 조세개혁 실천과제 8(경제력집중에 대한 법인세 강화) 공약내용을 인용. 민주통합당, "민주통합당, 조세정의 실현과 복지재원 확보를 위한 「세금 바로세우기, 3대 목표 · 10대 실천과세」 발표," 「민주통합당의 '유쾌한 정책반란' 보도시리즈 6 , 2012. 2. 26. 참조.

www.kci.go.kr

② 소속 상장회사에 대해서는 자회사 출자를 위해 차입한 자금에 상당하는 이자비용에 대해 손금산입을 배제

현재 정부 및 정당별로 민주통합당이 제시한 재벌세에 대한 평가에는 입장 차이가 있다. 먼저 2012년 4월 현재 이명박 정부의 담당부처 및 새누리당은 재벌세 도입에 부정적 입장을 표명하고 있다. 박재완 기획재정부 장관은 재벌세는 글로벌 스탠더드를 뛰어넘는 규제 또는 중과세에 해당하며,[2] 재벌세 등 새로운 세금을 신설하는 방안은 성실납세자의 부담을 과중시킨다고 언급한 바 있다.[3] 김종인 전 새누리당 비대위원도 대기업집단에 부과하는 세금은 소비자에게 자연히 비용으로 전가되어 부담된다고 지적했다.[4] 통합진보당에서는 대규모 기업집단 규제정책으로서 일부 기업집단에 대해서는 오히려 효력이 미약하다고 평가하고 있다. 즉 통합진보당 공동대표(이정희 의원)는 재벌세가 일부 기업집단에는 출자구조를 제한하는 효과가 있어 도입하되, 4대그룹에는 규제효과가 없으므로 다른 규제정책을 병행 적용해야 한다고 발표한 바 있다.[5]

재벌세는 증세목적보다 교정목적에 더 중점을 둔 과세제도로 평가된다. 민주통합당은 재벌세를 세수 증가 목적보다 기업집단의 출자구조를 약화시키는 수단으로서 도입하려는 데 목적이 있다고 이미 밝힌 바 있다.[6] 재벌세는 기존 대기업집단 규제와는 도입목적에서 동일하지만, 수단적 측면에서 다르다. 재벌세는 기업집단 출자구조의 확장을 억제하려 한다는 의도 측면에서는 출자총액제한, 순환출자금지 등 기존 경제력집중 억제규제와 유사하다. 그러나 재벌세는 기업집단의 행위를 제한하려 했던 기존 사전규제와 달리 출자에 따른 손실을 유발하여 지배주주의 출자유인을 감소시키려 한다는 점에 차이가 있다. 본 연구에서는 자본비용 및 투자에 대한 재벌세의 영향을 실증적으로 추정하기에 앞서서, 먼저 재벌세가 실제로 효력이 있는 조세제도인지, 현행 한국제도에서 이중과세 규정은 어떤 수준인지, 재벌세

2) 조세일보, "정부-정치권, 출총제 · 재벌세 등 경제이슈 '신경전'," 2012. 2. 1.
3) 조세일보, "박재완 '재벌세 · 부자증세, 성실납세자만 잡을 것'," 2012. 2. 7.
4) 김종인 전 새누리당 비대위원은 "재벌세라는 이름은 우리나라에서만 나오는 얘기입니다. 재벌에 부과하는 세금은 자연히 비용으로 계산돼 제품 가격에 반영될 것이고, 그러면 그 부담이 고스란히 소비자에게로 전가됩니다. 출총제는 과거에 해봤지만 실효성이 없어 폐지한 겁니다."라고 언급했다. 신동아, 2012. 3. 23 참조.
5) 이정희 대표실, 2012. 1. 30. 보도자료 참조.
6) 민주통합당이 출자에 따른 과세를 '재벌세'로 명하면서 도입계획을 발표했기 때문에 대규모 기업집단에 대한 특별 과세로 오인될 소지가 있었다. 그러나 계열사 간 출자에 따른 과세를 대규모 기업집단에만 부과한다는 의미에서 '재벌세'로 명칭 됐던 것으로 이후 민주통합당에서는 '재벌세'란 명칭을 삭제했다.

www.kci.go.kr

의 정책목적이 의도한 방향으로 실현될 수 있는지에 대한 논의를 검토했다.

본 연구에서는 출자에 따른 과세와 관련된 논의를 정리하고 도입에 따른 실증적 효과를 분석하는 데 목적을 두고 있다. 본 연구는 제II장에서 현행 한국의 이중과세제도를 살펴보고 외국제도와 비교함으로써 재벌세와 관련된 우리나라의 현황을 비교했다. 그리고 재벌세 도입과 그 효과에 대한 외국의 학술적 평가 및 의견을 살펴보았다. 또한 이러한 재벌세 도입이 유발하게 되는 소유지배구조상의 논의에 대해서도 평가했다. 제III장에서는 재벌세가 도입될 경우 나타날 수 있는 경제적 효과를 분석하기 위해 이론적 논리와 실증분석방식에 대해 종합적으로 정리했다. 이론적으로 배당수익에 대한 익금불산입이 폐지되면 해당기업은 재원조달에 있어서 출자기업에 대해 보장해야 할 수익성이 증가되므로 재원조달비용이 증가한다. 마찬가지로 이자손금에 대한 비용산입이 폐지될 경우 이자비용이 증가하므로 재원조달비용이 증가하게 된다. 제III장에서는 과세로 인한 재원조달비용의 증가에 대해 이론적으로 살펴보고 실증적으로 분석하는 방식에 대해 검토했다. 제IV장에서는 재벌세가 도입될 경우 자본조달비용과 투자율에 어떤 영향을 미치게 될 것인지에 대해 실증적으로 분석했다. 본 연구는 자산규모상 한국의 40대 기업을 대상으로 재벌세 도입에 따른 효과를 실증적으로 분석했다. 제V장에서는 본 연구가 제시한 사실들을 종합적으로 정리했다.

II. 재벌세 도입에 대한 논의

1. 조세제도의 비교

(1) 한국의 익금불산입 · 이자비용손금산입 제도

한국에서는 2001년 1월부터 법인 간 배당소득에 대해 익금불산입하는 세제를 도입하여 현재 시행중에 있다. 2000년 지주회사에 대해 익금불산입제도가 도입되면서 2001년부터 일반법인에도 배당소득에 대한 익금불산입제도가 적용됐다. 이전까지 이중과세 논란이 제기되고 있었던 정부는 이 시기에 익금불산입제도를 도입함으로써 이중과세의 문제에서 부분적으로 벗어나 있을 수 있었다.[7] 또한 법인 간 배당소득 익금불산입제도의 도입은 이중과세의 문제를 일부 해소하였을 뿐 아니라 재무구조의 개선에도 효과적이었다. 배당소득의 이중과세를

www.kci.go.kr

공제해 주어 출자를 장려함으로써 부채비율을 감소시키는 효과를 유발했기 때문이다.

현행 법인세제는 지분투자 법인으로부터 얻는 배당수익을 사업수익에 포함시키지 않는 비율, 즉 수입배당금의 익금불산입 적용비율이 법인형태별로 상이하다. 현행 법인세법 제18조에 따라 기관투자가, 지주회사, 일반 법인에 대한 수입배당금액의 익금불산입률이 상이하고 그 공제 수준 역시 낮은 편이어서 이중과세의 해소가 제한적으로 이루어지고 있다. 기관투자자의 수입배당금액에 대한 익금불산입을 하는 이유는 기관투자자(증권회사, 투자신탁회사, 보험회사 및 은행 등)의 경우 증권시장의 안정화를 위해 불가피하게 주식을 매입할 수 있어 이들이 주권상장법인과 협회등록법인으로부터 받는 수입배당금액의 90%를 익금불산입하도록 규정하고 있다.[8)]

〈표 1〉 수입배당금액의 익금불산입제도

법인의 유형	수입배당액의 익금불산입률	익금불산입 적용제한
기관투자가	90%	출자비율 10% 초과 시 적용 배제
지주회사	• 출자비율 80%(주권상장 · 코스닥상장법인은 40%) 초과: 전액 • 출자비율 80%(주권상장 · 코스닥상장법인은 40%) 이하: 80% (과표기준 2억 원 이하의 경우 배당수입세율 2%, 2억 원 이상은 4% 적용)	다음의 금액은 차감 ① 출자 관련 차입금 이자 ② 계열회사 또는 다른 법인에 1% 초과 출자한 자회사로부터의 배당수입 중 일부
일반법인 (기관투자가 및 지주회사 이외의 법인)	• 출자비율 100%: 전액 • 출자비율 50%(주권상장 · 코스닥상장법인은 30%) 초과 100% 미만: 50% • 출자비율 50%(주권상장 · 코스닥상장법인은 30%) 이하: 30%	출자 관련 차입금 이자 차감

자료: 이준규 · 김진수(2005) 수정 편집

7) 2001년 법인 간 배당소득에 대한 익금불산입 조항을 도입하기 이전까지 이중과세가 적용되었던 것으로 알려져 있다.

8) 단, 기관투자자와 그 특수관계자가 발생주식총수의 10%를 초과하여 소유하고 있는 경우에는 이 규정을 적용하지 않는다. 이는 증권시장의 안정보다는 기업지배 등의 목적으로 투자한 것이므로 본 익금불산입 규정의 취지에 맞지 않기 때문이다.

www.kci.go.kr

2012년 1월 26일 기준 법인세법상 세율(제55조)은 과표기준 2억 원 이하의 경우 10%, 2억 원 초과~200억 이하 분에 대해서는 20%이며, 200억 원 초과분에 대해서는 22%가 적용되는데, 이를 토대로 법인세법(제18조의3)에서 정한 출자 계열사 간 배당금 익산불입을 적용하면 <표 2>와 같은 세율이 적용되고 있다.

〈표 2〉 한국의 출자지분별 법인 간 배당소득 익금불산입률 및 배당수입세율

구 분	피출자회사에 대한 출자지분율	수익배당금액의 익금불산입 비율	과표기준 2억 원 이하 기업의 경우 배당수입 세율	과표기준 2억 원 초과 200억 원 이하 기업의 경우 배당수입 세율	과표기준 200억 원 초과 기업의 경우 배당수입 세율
피출자 계열사가 비상장인 경우	0~50% 이하	30%	7%	14%	15.4%
	50% 초과 ~100% 미만	50%	5%	10%	11%
	100%	100%	0%	0%	0%
피출자 계열사가 상장인 경우	0~30% 이하	30%	7%	14%	15.4%
	30% 초과 ~100% 미만	50%	5%	10%	11%
	100%	100%	0%	0%	0%

우리나라에서는 2004년 이전까지 부채비율을 감소시키기 위한 목적으로 기업차입금에 대하여는 그 이자 상당액을 손금(損金)으로 인정하지 아니하는 이자의 손금불산입 규정을 도입한 바 있었다. 과거 '기준초과 차입금 이자의 손금불산입' 규정은 차입금이 일정기준을 초과하는 경우 그 초과 금액에 대해서는 이자비용을 손금불산입했다.[9] 또한 '차입금 과다법인의 지급이자 손금불산입' 규정은 업종별로 일정기준을 지정해 일정기준을 초과하는 기업이 타 기업 주식을 보유하고 있을 경우 해당 주식 보유 금액에 해당하는 차입금 이자를 손금불산입하였다.[10] 차입금 이자에 대한 이러한 손금불산입제도는 일정 수준을 초과하는 과도한 경

9) 상장 · 등록법인(중소기업 제외)과 자기자본이 1,000억 원을 초과하는 기업의 차입금이 자기자본의 4배(카드사는 15배)를 초과하는 경우 초과금액에 대한 이자비용을 세법상 손금불산입하였다. 법인세법 제28조 제2항(2004. 12. 31), 동법 시행령 제54조(2005. 2. 19)

10) 차입금이 자기자본의 2배(소비성 서비스업 1배, 해상운송업 · 항공운송업 · 철도운송 · 건설업 등은 4배, 여신전문금융회사 등은 15배)를 초과하는 기업이 타 기업 주식을 보유하고 있을 경우 타 기업 주식 보유금액에 해당하는 차입금 이자를 손금불산입하였다. 조세특례제한법 제135조 제1항(2005. 12. 31), 동법 시행령 제

www.kci.go.kr

우에 한하여 적용됐던 제한적 조세정책이었다. 전술한 부채비율 관련 중과세제도는 2004년 말부터 2006년 초에 걸쳐 모두 폐지됐다.[11] 이러한 부채비율 관련 중과세제도의 폐지는 기업 부채비율의 지속적인 하락에 따라 부채비율 축소를 위한 정부의 기존 정책이 완화된 것으로 평가된다.

(2) 외국제도와의 비교

미국과 한국을 제외한 대부분의 주요 국가에서는 법인 간 배당소득에 대해 과세를 부과하지 않거나 낮은 수준의 익금산입률을 부과하고 있다. 이들 국가들에서 법인 간 배당소득에 대한 공제율이 높은 이유는 이중과세를 방지하기 위한 목적으로 평가되고 있다.

〈표 3〉 주요국의 법인 간 배당수익금 공제율 비교

<table>
<tr><th colspan="2">미국</th><th colspan="2">한국*</th><th>영국</th><th>독일</th><th>일본</th><th colspan="2">프랑스</th></tr>
<tr><td>지분율</td><td>불산입률</td><td>지분율</td><td>불산입률</td><td rowspan="4">전액
익금
불산입</td><td rowspan="4">전액
익금
불산입</td><td rowspan="4">지분율에
관계없이 80%
공제
(배당 등의
지불의무가
확정되는 날의
6개월 전부터
25% 이상의
지분을
소유하고 있는
등의
특정주식은
100% 공제)</td><td rowspan="2">지분율
5%
이상</td><td rowspan="2">배당액
의 5%
과세</td></tr>
<tr><td>20%
미만</td><td>70%
불산입</td><td>50% 이하
(상장회사는
30% 이하)</td><td>30%
불산입</td></tr>
<tr><td>20%
이상
~80%
미만</td><td>80%
불산입</td><td>50% 초과
(상장회사는
30% 초과)
100% 미만</td><td>50%
불산입</td><td rowspan="2">지분율
5%
미만</td><td rowspan="2">전액
익금
산입</td></tr>
<tr><td>80%
이상</td><td>100%
불산입</td><td>100%</td><td>100%
불산입</td></tr>
</table>

주: * 한국에서 지주회사의 경우 익금불산입률이 일반 법인과 달리 적용
자료: 세정신문(2012. 2. 6.), 재단법인 경제산업조사회 산업세제 핸드북(2008. 9.)

주요 국가 중 한국이 가장 강한 법인 간 배당소득 이중과세 규정을 적용하고 있다. 한국과 미국을 제외한 주요 국가에서는 법인 간 배당수익금에 대해 대부분 이중과세를 면제해

129조(2006. 2. 9)

11) 법인세법 28조 제2항(2004. 12. 31) 및 동법 시행령 제54조(2005. 2. 19), 조세특례제한법 제135조 제1항(2005. 12. 31) 및 동법 시행령 제129조(2006. 2. 9)의 폐지로 부채비율 관련 중과세제도는 더는 존재하지 않는다. 이재희(2007), pp.49-51.

www.kci.go.kr

주는 조세정책을 취하고 있다. 한국은 미국 규정보다 더 부담이 되는 이중과세 규정을 적용하고 있다. 즉 미국은 피출자기업에 대한 지분율을 80% 이상, 20% 이상~80% 미만, 20% 미만으로 분류하여 익금불산입률을 100%, 80%, 70%로 적용하고 있는 반면, 한국은 지분율을 100%, 50%(상장사 30%) 초과~100% 미만, 50%(상장사 30%) 이하로 나눠 100%, 50%, 30%의 불산입률을 적용하고 있다.

한국보다 높은 법인세율을 익금불산입률에 포함시켜 고려하여 법인 간 배당소득에 대한 실질세율을 계산해도 대기업집단에 적용되는 한국의 현행 세율은 미국보다 높은 수준에 있음을 알 수 있다. 대규모 기업집단 계열사 중 배당을 지급하는 계열사의 규모는 대개의 경우 과표기준 2억 원을 초과하기 때문에 2억 원 초과하는 경우에 대해 비교한 결과,[12] 모든 출자지분율에 대해 한국의 이중과세 수준이 더 높다는 사실을 파악할 수 있다.

〈표 4〉 미국과 한국의 법인 간 배당소득에 대한 실질세율 비교

구 분	출자지분율	미국	한국	
			과표기준 2억 원 초과 200억 원 이하 기업의 경우 배당수입 세율	과표기준 200억 원 초과 기업의 경우 배당수입 세율
피출자 계열사가 비상장인 경우	0~20%	10.5%	14%	15.4%
	20~50%	7%	14%	15.4%
	50~80%	7%	10%	11%
	80~100% 미만	0%	10%	11%
	100%	0%	0%	0%
피출자 계열사가 상장인 경우	0~20%	10.5%	14%	15.4%
	20~30%	7%	14%	15.4%
	30~80%	7%	10%	11%
	80~100% 미만	0%	10%	11%
	100%	0%	0%	0%

주: 1) 출자지분별 익금산입률에 법인세율을 곱하여 계산한 것으로, Morck(2005)의 Table 1을 참고하여 미국 국세법과 법인세법 제18조의3, 제55조 규정에 근거하여 작성
2) 당기순이익 규모를 고려하여 과표기준 2억 원 이하 기업의 경우는 배당수입 세율은 계산에서 제외했다.

12) 2011년 4월 공정거래위원회가 공시한 총수 있는 대규모 민간 기업집단(33대그룹)의 1,160개 계열사를 살펴보면 흑자를 기록한 기업 중 당기순이익 규모가 2억 원 이하인 경우가 123개사로서 10.6%에 그쳤다. 과표기준은 당기순이익보다 크지 않게 계산되므로 대규모 기업집단 계열사의 10% 이하 정도만이 과표기준 2억 원 이하에 해당된다.

www.kci.go.kr

2. 재벌세 관련 선행연구 논의

법인 간 배당수익 이중과세가 배당 등 기업재무적 측면의 영향을 분석하는 연구는 상당수 있으나, 이 제도가 법인 간 출자구조에 미치는 영향에 대해 연구한 문헌은 극히 소수에 국한된다.[13] 본 연구에서는 법인 간 배당수익 이중과세와 출자구조 간 관계를 역사적 사실을 통해 설명한 대표적인 논문인 Morck(2005)와 Bank & Cheffins(2010)를 중심으로 설명하도록 하겠다.

재벌세의 도입을 주장하는 근거는 미국에서 1935년 루즈벨트 대통령이 대기업 개혁정책의 일환으로 도입한 이중과세제도가 기업집단 완화의 효과적 정책이었다는 학술적 연구결과에 있다. 대표적인 연구로서 Randall Morck 교수의 연구논문 "How to eliminate Pyramidal Business Groups"를 들 수 있는데, 이 연구는 1935년 미국정부가 출자지분에 따라 배당수익 금액의 공제비율(익금불산입률)을 달리하도록 Revenue Act를 개정함으로써 이후 미국의 대기업들이 계열사를 본사의 사업부서로 통합시켰다고 설명하고 있다. Morck(2005)는 캐나다의 기업집단이 다단계의 피라미드 출자를 형성하는 것과 달리 미국의 기업형태가 단순한 출자관계를 형성하게 된 것은 계열사 간 출자지분에 따라 배당금에 대한 이중과세의 공제비율이 달랐기 때문으로 설명했다. <표 5>에서와 같이 미국에서는 80%가 넘는 출자지분에 대하여 배당금 세액을 전면 면제하였기 때문에 미국기업은 계열사에 대한 출자지분이 80%를 넘게 실시한 반면, 캐나다에서는 계열사에 대한 출자지분이 10%만 넘으면 배당금에 대한 세금을 전면 면제하였기에 계열사에 대하여 10%만 넘는 수준으로 출자하는 구조를 형성하게 되었다는 것이 Morck(2005)의 설명이다. Morck(2005)는 실례를 통해 1935년의 조세개정이 피라미드 출자구조의 와해를 가져왔다고 설명했다.[14][15]

---

13) 이는 이중과세제도가 미국 대기업 구조에 미친 영향은 과거 역사로서 중요한 논쟁대상이 되고 있지는 않기 때문이라고 평가된다.

14) Lent(1968)를 인용하여 1936년에 주식 청산이 물밀듯 일어났다고 보고하면서, 당시 기업들은 계열사를 청산하고 하나의 개체로서 조직을 정비했다고 설명했다. 이 연구는 당대 30대 주요 상장기업이 지주회사구조를 폐지시켰는데, 이 중 일곱 경우는 당대의 조세정책이 큰 영향을 미친 것으로 확인됐으며, 나머지 기업의 경우 "절세를 위해" 변경했다고 답변했다는 Twentieth Century Fund's Committee on Taxation(1937)의 분석결과를 인용했다. Morck(2005)의 table 3 참조.

15) Morck(2005)는 1994~2000년 동안의 미국과 캐나다 기업의 순이익 중 배당금의 비중을 비교한 결과, 캐나다 기업의 경우 20~40% 수준이었으나, 미국 기업의 경우는 국내기업으로부터의 순이익 대비 배당금 비중이 2~3.2%에 그쳤다고 설명하면서 미국과 캐나다 간 극명한 차이를 비교했다. Morck(2005)는 1930년대 중반에

www.kci.go.kr

〈표 5〉 미국과 캐나다의 출자 계열사 간 배당에 대한 세금공제

피출자회사에 대한 출자지분율	미국의 배당수입 세율	캐나다의 배당수입 세율
0~10% 이하	10.5%	38.62%
10% 초과~20% 미만	10.5%	0%
20% 초과~80% 미만	7%	0%
80% 초과	0%	0%

주: Morck(2005)의 Table 1을 편집하여 인용

Morck(2005)는 미국 정부가 1935년 The Revenue Act를 통해 피라미드 기업집단의 출자구조를 와해시키는 대신, 수혜 혜택으로서 완전히 청산된 계열사로부터의 재산상의 배당에 대해서는 자본이득세(capital gains tax)를 면제시켜줬다고 지적했다. 이러한 조치는 출자단계 상위의 계열사가 하위의 계열사를 흡수해도 자본이득세를 지불하지 않게 해주었다. 따라서 Morck(2005)는 이러한 혜택이 법인 간 배당세 과세라는 채찍과 더불어 당근으로서 작용했다고 설명했다.

이렇게 출자지분에 따른 배당금의 이중과세는 다단계가 출자구조가 늘어날수록 지배주주에게 벌칙(penalty)으로 작용하기 때문에 출자구조의 확장을 제한하게 된다고 보고 있다. 이러한 Morck(2005)의 지적에 앞서 법학자인 Mark Roe도 그의 저서인 Roe(1994)에서 법인 간 배당수익 이중과세가 미국 피라미드 출자구조를 와해시켰다는 유사한 주장을 한 바 있다. 즉 Roe(1994)도 1935년에 도입된 법인 간 배당수익 조세정책이 복합 기업집단을 와해시키는 데 역할을 수행했다고 지적했다. Roe(1994)와 Morck(2005)는 미국에서 피라미드 출자구조의 대기업집단이 없어진 이유가 법인 간 이중과세에 있다는 인식을 심어주었다.

그러나 최근의 연구인 Bank & Cheffins(2010)는 뉴딜정책이 법인 간 배당세를 부과함으로써 미국의 피라미드 기업집단이 사라졌다는 인식은 사실(fact)이라기보다는 우화(fable)에 가깝다고 평가하면서 기정사실로 인식되고 있던 Roe(1994)와 Morck(2005)의 주장을 반박했다. 이 두 법학자의 연구는 기업 간 배당수익에 대한 과세가 피라미드 기업집단의 급속한 와해를 조장하지 않았다고 주장한다. 즉 에너지분야(utility sector)를 제외하고는 20세기 초반 미국

이루어진 조세개정은 분명히 대기업집단을 겨냥한 대중영합주의자들의 관점이었으나, 이러한 공격은 상당한 고려(deliberation)에 따라 이루어졌던 것으로 평가하고 있다. Morck(2005)의 table 5 참조.

www.kci.go.kr

에서 피라미드 기업집단은 이미 거의 없었다고 발표했다. 그리고 에너지분야 피라미드 기업집단의 붕괴는 조세개혁이 아니라 1935년에 도입된 PUHCA(Public Utilities Holding Company Act)에 의한 것이었다고 지적했다. Bank & Cheffins(2010)는 ① 기업집단에 부과된 법인 간 배당수익 과세는 미미한 수준에 머물렀고, ② Morck(2005)의 주장은 주로 전력기업(utility company)에 국한되며, ③ 조세개정 이후 과도한 주식매도는 나타나지 않았다고 지적하고 있다.[16] 이 연구는 이중과세로 와해됐다고 Morck(2005)가 증거로 제시했던 30대 주요 기업의 경우 7개 기업만이 피라미드 출자구조였는데, 이 7개 기업은 대부분 지역 전력기업(utility company)이였다고 지적했다.[17] Bank & Cheffins(2010)는 이러한 전력기업(utility company)의 피라미드 출자구조는 법인 간 배당소득 이중과세보다는 PUHCA의 도입에 의해 구조조정됐다고 언급했다.[18] 이 연구에 따르면, 1930년대 당시 기업가치는 주로 배당으로 평가받았으므로 기업들은 대규모의 배당을 지급했고, 따라서 법인 간 배당수익 이중과세 때문에 출자지분을 감소시키는 않았다고 주장했다.[19] 즉 기업들이 직접적인 수익배분을 배당이 아닌 주식재매입(stock buybacks)으로도 배당에 해당하는 지급행위를 수행했기 때문에 법인 간 배당수익 이중과세는 효과적이지 못했다고 평가했다. 또한 이 연구는 Morck(2005)의 설명은 당시 상황상 제한적이었을 것으로 판단했다.[20]

---

16) 기업집단의 영향력을 파악하기 위해 결성된 Temporary National Economic Committee(TNEC)의 1941년 보고서에 따르면 법인 간 배당수익 과세는 매우 적은 수준이었다고 밝혔다고 이 연구는 지적했다. Bank & Cheffins(2010)는 TNEC 보고서에 따르면 법인 간 배당소득 과세가 지주회사와 계열사를 형성하는 데 미약한 영향력만을 행사했으며, 전체적 효과는 무시할 만한 수준이었다고 지적했다고 보고했다. Temporary National Economic Committee, Taxation of Corporate Enterprise (Washington, D.C., 1941), p.59, p.63 참조.

17) 피라미드 출자구조에 속한 7개 기업은 Atlas Corporation, Electric Bond and Share Company, Central Power and Light, Central Maine Power, Electric Power and Light, International Hydro-Electric System, Northern New York Utilities

18) 1935년 말 10% 이상 지분을 소유한 것으로 SEC에 등록한 424개 기업을 대상으로 분석한 결과, 10% 이상을 소유한 기업들 중 1936년에 80%의 기업이, 1937년에는 84%의 기업이, 1938년에는 84%의 기업이 소유구조를 유지하고 있었다고 밝혔다. 또한 10% 지분을 소유한 내부출자자의 지분을 증가시킨 경우는 1936년에 24개사, 1937년에 30개사, 1938년에 18개사로서 지분을 내린 경우에 비해 상당한 규모였다고 설명했다. 10% 이상 소유했던 내부출자자 중 지분을 증가시킨 경우와 감소시킨 경우의 비율은 1936년에 24:62, 1937년에 30:36, 1938년에 18:30이었다고 설명했다.

19) 법인 간 배당이중과세가 주식소유에 영향을 주지 못한 이유는 배당에 대한 과세율이 2.25%로서 영향을 주기에는 너무 낮았다고 지적했다. TNEC는 1937년 법인 간 배당수익 과세액은 전체 기업 이익의 0.57%였으며, 자산규모 1억 달러 이상 기업 이익의 0,92%에 지나지 않았다고 발표했다.

20) 1929년 주식시장이 붕괴되면서 주식 재매입은 시장의 추세로 자리잡았지만, 1934년 말부터 주가조작의 우려가 있어 주식 재매입을 제한하도록 규제했기 때문에 효과가 낮았을 것으로 판단했다. 한편, 주가지수는

www.kci.go.kr

Bank & Cheffins(2010)의 특징은 1935년 조세개정이 이루어지기 이전에 미국에서는 이미 피라미드 출자구조를 가진 기업집단이 희소했다는 주장에 있다. 이들은 Berle & Means(1931)와 Bonbright & Means(1932)의 자료를 이용하여 이러한 주장을 설명했다.[21] 이 연구는 결론적으로 피라미드 출자구조는 1930년대 중반 이전에 예외적으로 존재했다고 지적하면서, 피라미드 출자구조의 와해를 위해 법인 간 배당소득 이중과세가 도입되었어도 적용될 대상의 수가 상당히 적었을 것으로 판단했다. Bank & Cheffins(2010)는 20세기 초 미국에 피라미드 기업집단이 희소했던 이유에 대해 법인 간 배당소득 이중과세나 반트러스트법의 영향이 아닌 금융시장의 영향으로 해석하고 있다.[22] 반트러스트법은 심각하게 경쟁을 훼손하는 주(州) 간 기업인수에 대해 제한을 가하는 제도였지만, 이러한 규제는 미국에서 피라미드 기업집단 형성을 억제하는 데 중요 역할을 수행하지 못했다고 보고 있다. 그 대신, 자본시장이 잘 발달되어 있을 경우 피라미드 기업집단은 와해한다고 주장한다.[23] 따라서 이 연구는 금융시장이 발전되어 있었기 때문에 미국에서 피라미드 출자구조가 희소했다고 해석하는 것이 기업 간 배당소득 이중과세나 반트러스트 규제보다 더 설득력이 있다고 지적했다.

3. 재벌세 정책효과의 유효성 논의

재벌세는 대규모 기업집단의 출자구조 전환을 정책목표로 하고 있기 때문에 세제 도입에 의해 그러한 전환이 실질적으로 실현될 수 있는지 여부에 대한 검토가 필요하다. 재벌세 도입으로 대규모 기업집단의 출자구조가 의도한 대로 전환된다면 정책으로 인한 일정수준의

1936년에 이르러 최저점으로 추락했고 1937년 이후에나 다소 회복되었기 때문에 법인 간 배당소득 과세가 도입됐어도 주식을 매각하기는 용이하지 않았다고 설명했다.

21) Berle & Means(1931)가 1929년에 200대 비금융분야 기업의 소유구조를 조사했는데, 이 자료에 따르면 제조업분야 106개 기업 중 9.4%에 해당하는 10개 기업만이 피라미드 출자구조에 속했다고 지적했다. 이는 제조업 분야뿐 아니라 철도산업의 경우도 마찬가지여서, Berle & Means(1931)에 따르면 1932년 42개 철도회사 중 7개 회사(16.7%)만이 피라미드 출자구조였다고 한다. 금융분야도 마찬가지로 1930년대 중반 이전까지 피라미드 출자구조가 성행하지 않았다고 지적했다. Bonbright & Means(1932)의 자료도 유사한 경향을 보여주었다고 설명하면서 제조업분야에서 영구적인 구조로서 피라미드를 형성했었다고 보기 힘들다고 지적했다.

22) Bank & Cheffins(2010)가 왜 미국에서 피라미드 출자구조가 희소했는지에 대해 해석한 방식은 객관적 자료를 통해 증명된 사실은 아니며, 연구자들이 추측한 해석방식이다.

23) 자본이 부족할 경우 번성하고 높은 평가를 받는 기업가와 그 가족은 브랜드 명성을 이용하여 유망한 벤처사업을 지원하기 용이한 위치에 있게 된다는 설명이다. 이 연구는 미국의 자원기업의 경우 지역적 기반이었기에 대규모 자본을 유치하기 어려웠으며 따라서 피라미드 출자구조를 형성하면서 자본을 조달했다고 설명했다.

www.kci.go.kr

경제적 손실은 정책실행에 따른 비용으로 고려할 수 있기 때문이다. 재벌세를 통해 대규모 기업집단이 현행 출자구조를 전환시킬 수 있는 행위로서 고려할 수 있는 첫째 유형은 출자계열사와의 합병이나 매각이다. 그리고 두 번째 유형은 지주회사체제로의 전환으로서 계열사 간 소유지분의 변화 수준을 넘어 기업집단 전체 차원의 변화에 해당한다.

먼저 재벌세 도입에 따른 계열사 간 합병이나 출자한 회사의 매각 가능성에 대해 고려해 보도록 하겠다. 재벌세는 출자관계의 계열사 간 배당수익에 이중과세를 강화하는 세제이므로 출자하고 있는 계열사와의 합병이나 해당 계열사의 매각을 촉진시키는 효과를 갖는다. 피출자회사로부터 지급된 배당수익 전액이 익금산입되기 때문에 출자회사가 납부해야 할 법인세가 이중적으로 증가하므로 출자회사로서는 절세를 위해 피출자회사의 지분을 모두 인수하여 합병하거나 혹은 이중과세로 인한 실질수익의 감소로 피출자회사의 지분을 모두 매각하는 방안을 고려할 수 있기 때문이다. 만일 재벌세가 100% 지분을 소유하고 있는 기업에 한해 익금불산입을 모두 인정해 주는 현행 규정을 유지한다면 합병이나 매각 대신 지분을 100% 소유하는 출자구조를 유지하여 실질적인 기업합병 효과를 가질 수도 있다. 이러한 과정이 Roe(1994)와 Morck(2005)가 언급한 법인 간 이중과세의 출자구조 변화 효과이기도 하다. 또한 차입금을 통한 출자는 이자손금의 비용산입이 불가능하므로 차입을 통한 출자금 비용이 증가하기 때문에 수익성 악화를 고려하여 계열사와의 합병이나 매각을 시도할 유인을 부여한다. 그러나 반면에 재벌세가 도입되어도 대규모 기업집단이 현행 출자구조의 전환을 고려하지 않을 유인도 존재한다. 재벌세는 배당성향이 높은 계열사의 경우 과세 효과가 더 강화되므로 현재 출자하고 있는 계열사의 배당성향에 따라 출자구조 전환유인을 다르게 형성케 한다. 피출자 계열사에 대한 소유지분이 높고 피출자 계열사의 배당성향이 높은 경우 재벌세의 이중과세 효과가 증가하므로 출자회사는 지분을 추가로 매입하여 합병할 유인이 높아지지만, 반대로 피출자회사에 대한 소유지분이 낮고 피출자회사의 배당성향이 낮은 경우 재벌세의 이중과세 효과는 미약해진다. 즉 현행제도상 피출자회사에 대한 소유지분이 낮은 경우(비상장회사 50% 이하, 상장회사 30% 이하) 익금불산입률이 30%에 불과하여 배당수익의 70%가 과세대상으로 익금산입되기 때문에 재벌세로 인해 70%에서 100%로 증가되는 효과는 상대적으로 크지 않게 된다. 본 연구의 분석대상이 된 40대 기업(지주회사체제 그룹 계열사 포함)에 대한 출자 계열사들의 소유지분의 평균치가 13%로서 매우 낮은 수준의 지분을 보유하고 있어 재벌세 도입으로 인한 이중과세의 증가효과가 상대적으로 낮을 것이라는 사

www.kci.go.kr

실을 파악할 수 있다.[24] 또한 이중과세가 적용될 경우 합병이나 매각을 시도하기보다는 소유지분율을 낮추거나 혹은 배당성향을 낮춘 채 출자구조는 유지할 가능성도 있다. 즉 재벌세로 인한 익금불산입의 폐지는 계열사에 대한 지분증가를 통한 합병효과보다 배당성향의 감소를 통한 재벌세 회피로 연계될 가능성도 있다. 또한 재벌세가 도입될 경우 익금불산입 됐던 혜택이 감소되므로 오히려 계열사들이 출자지분을 유지할 유인이 감소되고 다양한 계열사가 적은 지분율 소유로 출자구조가 분산될 가능성이 있다. 보유지분율에 따른 익금불산입률 차등으로 상대적으로 높은 지분을 보유했던 계열사는 이중과세가 덜 부과됐으나, 재벌세로 이러한 차등조항이 폐지되면 일정 수준 이상으로 대규모 지분을 소유하던 계열사는 더 높은 불이익에 처하게 되기 때문이다. 따라서 재벌세가 도입될 경우 이중과세의 강화로 세금회피를 위해 합병이나 계열사 매각을 고려할 수 있지만 반대로 세금회피를 위해 출자지분을 감소시키고 배당성향을 줄이는 방식을 선택할 수도 있다고 판단된다.

다음으로 재벌세 도입에 따른 지주회사 체제로의 전환에 대해 고려해 보도록 하겠다. 재벌세가 적용되면 익금불산입 혜택이 폐지되므로 기업집단으로서는 지주회사 체제로 전환하여 일정지분 이상을 소유하고 배당성향을 높일 유인이 증대된다. 이는 지주회사체제의 기업집단과 비교를 통해 확인해 볼 수 있는데, 지주회사의 상대적으로 높은 익금불산입률은 지주회사 계열사의 배당성향을 제고하는 효과를 유발하고 있다.[25] 2010년 자산규모 기준 40대 기업을 지주회사의 하위 계열사 여부에 따라 분류하여 비교한 결과,[26] 지주회사 자회사·손자회사의 경우 배당성향의 평균치가 18.4%였던 반면, 비지주회사 기업집단 계열사의 배당성향 평균치는 10.6%였다. 또한 지주회사로 전환되면 자회사·손자회사에 대한 출자지분을 높일 유인이 발생하게 된다. 실례로서 지주회사의 경우를 살펴보면, 지주회사의 자회

24) 평균치 13%에는 계열사에 대한 소유지분이 상대적으로 높은 지주회사체제 그룹의 계열사도 포함됐기 때문에 재벌세의 적용을 받게 되는 일반기업집단의 경우 출자지분율은 더 낮다.

25) 현행 지주회사에 대한 법인세법상의 특례조항은 아래와 같다.

지주회사 익금불산입 규정

구 분	자회사에 대한 출자지분율	수익배당금액의 익금불산입 비율	과표기준 2억 원 이하의 경우 배당수입 세율	과표기준 2억 원 초과 시 배당수입 세율
자회사가 비상장인 경우	80% 이하	80%	2%	4%
	80% 초과	100%	0%	0%
자회사가 상장인 경우	40% 이하	80%	2%	4%
	40% 초과	100%	0%	0%

26) KIS-Value 자료 이용하여 비교한 결과이다.

www.kci.go.kr

사 및 손자회사는 최저 소유한도를 상회하여 100% 익금불산입 혜택을 획득할 수 있는 수준의 지분율을 보유하고 있다. 즉 자회사·손자회사에 대한 평균 지분율은 상장회사의 경우 40%(최저한도 20%), 비상장회사의 경우 80%(최저한도 40%)를 두 배 정도 상회하고 있는 상황이다. 지주회사에 대한 익금불산입 혜택과 재벌세상의 익금불산입 폐지 간 이중과세의 격차가 클수록 기업집단이 지주회사로 전환할 유인이 높아진다. 따라서 재벌세의 적용이 지주회사제도와의 격차를 충분히 벌려놓을 경우 기업집단에 지주회사로 전환할 수 있는 유인을 충분히 부여해 줄 수 있게 된다. 그러나 반면 지주회사로의 전환은 지주회사에 대한 법인세상의 이중과세 혜택과 재벌세의 이중과세 효과 간 격차만으로 설명할 수 없는 부분이 노정돼 있다. 즉 지주회사 체제로 전환할 경우 세제상의 혜택을 부여받게 되지만 한편으로 공정거래법상 지주회사 요건을 충족시켜야 할 부담이 발생한다. 전술한 바와 같이 지주회사 체제 그룹의 출자지분 평균치는 규제하한선을 상회하고 있는 것이 사실이지만, 이러한 지분율 규제를 위반하여 시정조치를 받았던 사례도 존재하고 있으며,[27] 이로 인해 지주회사 요건에 대한 완화를 요구하는 사례도 나타나고 있다.[28] 한편, 재벌세가 외부차입을 통한 출자의 경우 이자비용을 손금산입하지 않도록 규정하고 있어 지주회사로의 전환유인을 기업집단에 부여할 수 있다. 그러나 지주회사로의 전환 시에는 지주회사의 외부 차입상한 부채비율이 자기자본 대비 200%로 규정돼 있어 차입비용에 관계없이 제한을 받는다는 부담도 추가된다. 소유지분율 규제와 마찬가지로 현행 지부회사의 부채비율은 100%에도 못 미치고 있어 현실적으로 큰 부담으로 작용하지 않을 가능성이 높다고 판단되지만, 해당 요건 위반으로 시정조치를 받은 지주회사의 사례도 존재하는 것 또한 사실이다.[29] 즉 기업집단에 따라서는

27) 2006년 농심홀딩스의 자회사인 농심과 율촌화학은 메가마트에 대한 지분율 규제로 인해 공정거래위원회로부터 과징금을 부과받았으며, 이후 메가마트 지분을 매각한 바 있다. 공정거래위원회 의결 제2006-096호 및 의결 제2006-171호 참조. 또한 2005년 지주회사인 풀무원은 비상장 자회사인 (주)푸드머스의 지분율을 19.94%만 보유하고 있어 규제위반으로 과징금을 부과받은 바 있다. 2005년 풀무원은 위반행위는 비상장 회사의 지분율 규제(당시 50%, 2007년 이후 40%)를 충족시키지 못하였기에 시정조치를 부과받았던 것이다. 공정거래위원회 의결 제2005-126호 참조.

28) 전국경제인연합회(2009)는 2009년 3월 국내 55개 공정거래법상 지주회사에 대해 조사한 결과, 응답한 지주회사의 48.8%가 타 계열회사에 대한 출자제한을 기업활동에 가장 부담이 되는 규제로 지목했다고 발표한 바 있다. 전국경제인연합회, 「현행지주회사제도의 문제점과 개선방안 , 2009, p.11 참조.

29) 2009년 9월 말에 지주회사인 이수와 TAS손해사정서비스는 자본잠식으로 인해 부채비율이 200%를 넘었으며, 알파라발한국홀딩스와 두산모트롤홀딩스는 인수목적회사를 설립하면서 부채비율 상한선을 초과한 바 있다.

www.kci.go.kr

재벌세를 통한 이자비용 부담의 효과도 지주회사 부채비율 규제로 인해 상쇄될 가능성이 있다. 이에 덧붙여 최근 정치권에서는 지주회사에 대한 출자지분과 부채비율 요건을 강화하자는 주장이 대두되고 있어 지주회사로의 전환 시 충족시켜야 할 규제가 강화될 가능성이 있기때문에 지주회사 체제로의 전환유인에 대한 상쇄효과가 증가될 수 있다.[30]

위의 논의를 통해 재벌세의 도입이 기업집단의 출자구조를 유효하게 변환시킬 수 있는지 여부, 즉 정책효과의 유효성은 명확하게 판단되지 못했다. 지주회사로의 전환, 혹은 출자구조의 와해가 재벌세가 추구하는 정책목표라고 한다면 이러한 가능성에 대한 논의가 입증되어야 하지만, 서술한 바와 같이 기업집단이 정책목표와는 정반대 방향으로 움직일 유인도 현실적으로 높아 실제로 정책이 목표하고 있는 편익에 해당하는 기업집단 출자구조의 변환에 대해서는 불분명하다는 것이 여기서 논의된 종합된 결과이다. 이러한 논의는 결론적으로 전환유인과 이에 반대되는 상쇄유인 간 관계를 실증적인 검토를 통해 평가하는 과정이 추가적으로 이루어져야 할 것이다.

III. 재벌세 도입의 자본비용과 투자에 대한 이론 분석

재벌세 도입의 자본비용과 투자에 대한 영향을 분석하기 위해서 배당소득에 대한 익금불산입률의 변화와 차입금 이자비용에 대한 손금산입률의 변화를 고려할 수 있는 분석모형이 필요하다. 특히, 배당소득에 대한 익금불산입률의 변화를 고려하기 위해서는 분석모형에서 법인주주에 대한 과세의 문제가 포함되어야 한다. 그러나 자본비용과 관련한 대부분의 기존 문헌은 분석모형에서 주주과세의 문제를 전혀 고려하지 않고 있다(Gravelle, 1994, 2001; 김학수, 2009). 이에 비해 윤건영(1988)과 윤건영 · 김종웅(1997)은 분석모형에서 주주과세의 문제를 고려하고 있으나, 법인주주에 대한 과세를 제외한 체 개인주주에 대한 과세에 국한하고 있어 재벌세 도입의 영향 분석을 위한 모형으로 활용되기에는 한계를 가지고 있다. 따라서 본 연구에서는 윤건영(1988)과 윤건영 · 김종웅(1997)의 분석모형을 개인주주과세뿐만 아니라 법인

30) 민주통합당과 통합진보당은 2012년 4월 11일 총선공약으로서 지주회사 요건강화를 제시했는데, 이들 공약은 자회사 · 손자회사에 대한 소유지분율 규제를 현행 40%(상장회사의 경우 20%)에서 50%(상장회사의 경우 30%)로 인상시키며, 부채비율 상한선을 현행 200%에서 100%로 축소시키는 내용을 담고 있다.

www.kci.go.kr

주주과세의 문제까지 확장하여 좀 더 일반화된 모형을 개발하고 이로부터 자본비용과 투자에 대한 영향을 분석하고자 한다.

재벌세 도입에 따른 자본비용과 투자 변화에 대한 분석에 앞서 자본의 사용자 비용(user cost of capital) 및 이와 투자 간의 관계를 이론모형으로부터 도출하는 것이 먼저 요구된다. 자본의 사용자 비용은 자본재의 임대가격(rental price of capital) 또는 자본서비스 가격이라고 하는데 추가적인 자본 한 단위의 사용에 대해 지불되는 비용이다. 그러므로 자금조달이나 투자 등의 기업행동을 분석함에 있어서 매우 유용한 지표로 활용될 수 있다. 부록 A는 <표 6>에서 기업의 주식가치 극대화 문제를 정의하고, <표 7>에서 자본의 사용자 비용 및 이와 투자 간의 관계를 분석적으로 도출하고 있다. 그리고 <표 8>은 분석모형과 관련된 표기(notation)를 나타낸다.

<표 6>에서 기업의 금융정책을 외생적인 것으로 간주하여 기업은 세후소득에서 일정비율로 배당을 지급하고, 총자산 대비 부채의 비율을 일정하게 유지한다는 것을 가정한다. 이러한 기업의 외생적 금융정책과 함께 생산물 및 생산요소시장의 가격들과 법인 및 소득세제가 주어진 것으로 간주하면서, 기업은 배당지급액 식(2), 신주발행액 식(3), 자본의 축적 식(4) 하에서 주식의 시장가치 식(1)을 극대화하기 위해 투자 I와 노동 L을 결정한다.

이러한 기업의 주식가치 극대화 문제를 풀어줌으로써 <표 7>에서 자본의 사용자 비용 식(5)~(8)은 구해진다. 생산자 균형에서 식(5)의 좌변에 나타나 있는 자본의 한계생산과 우변에 나타나 있는 자본의 사용자 비용은 일치하고 있다. 즉 자본 한 단위 추가에 따른 생산의 증가분과 비용의 증가분이 같다는 것을 뜻한다. 식(5)에서 자본의 사용자 비용 c는 감가상각액 및 준비금의 현재가치, 투자자들의 자본에 대한 요구수익률에 의존한다. 식(6)에서 감가상각액의 현재가치 Z와 식(7)에서 준비금의 현재가치 R은 일시상각과 특별상각이 없는 일반 감가상각의 경우에 정액법 또는 정률법에 따라 나타낼 수 있다. 식(8)에서 자본에 대한 요구수익률 ρ는 일종의 할인율로서 자기자본에 대한 요구수익률 ρ_e와 타인자본에 대한 요구수익률 ρ_d의 가중평균(WACC; Weighted Average Cost of Capital)으로 나타난다.

식(8)에서 재벌세가 도입될 때와 같이 법인주주 $k \in \{1, \ldots, n\}$의 배당소득에 대한 익금불산입률(ξ^k)이 낮아질 경우에 자기자본에 대한 요구수익률(ρ_e)이 증가하거나, 차입금 이자지급에 대한 손금산입률(ϕ)이 낮아질 경우에 타인자본에 대한 요구수익률(ρ_d)이 증가하여, 이들의 가중평균으로 나타나는 자본에 대한 요구수익률(ρ)은 증가하게 된다. 이에 따라 직

www.kci.go.kr

접적인 효과로 식(5)에서 자본의 사용자 비용(c)은 증가하게 될 뿐만 아니라 간접적인 효과로 식(6)에서 감가상각액의 현재가치(Z)와 식(7)에서 준비금의 현재가치(R)가 감소하여 식(5)에서 자본의 사용자 비용(c)은 또한 증가하게 된다.

그리고 자본비용의 상승은 투자에 부정적인 영향을 미칠 수 있다. 식(9)에서 자본의 산출탄력성 θ가 1보다 작을 경우에 자본의 사용자 비용이 증가하면 투자가 감소하게 된다. 그러므로 재벌세 도입에 따라 배당소득에 대한 익금불산입률과 차입금 이자지급에 대한 손금산입률이 낮아지면 자본의 사용자 비용이 증가하여 투자가 감소할 수 있다.

www.kci.go.kr

〈표 6〉 주식가치 극대화 문제

$$\max_{I_t, L_t} V_{t_0} = \int_{t_0}^{\infty} \left(\frac{1 - \sum_{k=1}^{n} \tau_c^k (1 - \xi^k) \sigma^k - \tau_p \mu}{1 - \sum_{k=1}^{n} \tau_c^k \sigma^k - \tau_g \mu} D_t - S_t \right) e^{-\frac{r_e (t - t_0)}{1 - \sum_{k=1}^{n} \tau_c^k \sigma^k - \tau_g \mu}} dt \quad (1)$$

$$s.t. \quad D = \frac{\alpha \left[\left(1 - \tau_c^0\right)(pF(K,L) - wL) - \left(1 - ITC - \tau_c^0 Z - \tau_c^0 R\right) q \left\{ \left(\left(\left(1 - \tau_c^0 \phi\right) r_d - \pi \right) \beta + \delta \right) K - \tau_c^0 \psi (1 - \beta) I \right\} \right]}{1 + (1 - \alpha) \tau_c^0 \psi} \quad (2)$$

$$S = - \frac{(1 - \alpha)\left(1 - \tau_c^0\right)(pF(K,L) - wL) - \left(1 - ITC - \tau_c^0 Z - \tau_c^0 R\right) q \left\{ (1 - \alpha) \left(\left(\left(1 - \tau_c^0 \phi\right) r_d - \pi \right) \beta + \delta \right) K + (1 - \beta) I \right\}}{1 + (1 - \alpha) \tau_c^0 \psi} \quad (3)$$

$$\frac{dK}{dt} = I' - \delta K = I \quad (4)$$

$$K_{t_0} = \overline{K}$$

$$\lim_{t \to \infty} K_t e^{-\frac{r_e (t - t_0)}{1 - \sum_{k=1}^{n} \tau_c^k \sigma^k - \tau_g \mu}} \geq 0$$

www.kci.go.kr

〈표 7〉 자본의 사용자 비용과 투자

$$\frac{p\dfrac{\partial F(K,L)}{\partial K}}{q}=\frac{1-ITC-\tau_c^0 Z-\tau_c^0 R}{1-\tau_c^0}(\rho+\delta):=c \tag{5}$$

$$Z=\begin{cases}\displaystyle\sum_{t=1}^{T-1}\frac{d}{(1+\rho)^t}+\frac{1-d(T-1)-\chi g}{(1+\rho)^T}, & 1-dT=g \quad (\text{정액법})\\ \displaystyle\sum_{t=1}^{T-1}\frac{d(1-d)^{t-1}}{(1+\rho)^t}+\frac{(1-d)^{T-1}-\chi g}{(1+\rho)^T}, & (1-d)^T=g\,(\text{정률법})\end{cases} \tag{6}$$

$$R=\begin{cases}\dfrac{\gamma y}{1+\rho}\displaystyle\sum_{t=1}^{T}\frac{1-d(t-1)}{(1+\rho)^{t-1}}\ (\text{정액법})\\ \dfrac{\gamma y}{1+\rho}\displaystyle\sum_{t=1}^{T}\left(\frac{1-d}{1+\rho}\right)^{t-1} \quad (\text{정률법})\end{cases} \tag{7}$$

$$y=1-\frac{1}{b}\left(\frac{1}{1+\rho}\right)^a\left(\frac{1}{1+\rho}+\left(\frac{1}{1+\rho}\right)^2+\cdots+\left(\frac{1}{1+\rho}\right)^b\right)=1-\sum_{t=a+1}^{a+b}\frac{1/b}{(1+\rho)^t}$$

$$\begin{aligned}\rho &:= \rho_e(1-\beta)+\rho_d\beta\\ &= \frac{r_e-\left(1-\displaystyle\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu\right)\pi}{1-\left(\displaystyle\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k+\tau_p\mu\right)\alpha-\left(\displaystyle\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k+\tau_g\mu\right)(1-\alpha)}\left(1-\frac{1-\displaystyle\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu}{1-\displaystyle\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}\alpha\tau_c^0\psi\right)(1-\beta)+((1-\tau_c^0\phi)r_d-\pi)\beta\end{aligned} \tag{8}$$

$$\frac{dK}{K}=\frac{1}{\theta-1}\frac{dc}{c} \tag{9}$$

www.kci.go.kr

〈표 8〉 표기(Notation)

경제환경 및 활동	조세제도
V: 주식의 시장가치	τ_c^0: 한계법인세율
D: 배당지급액	τ_c^k: 법인주주 $k \in \{1, \ldots, n\}$의 한계법인세율
S: 신주발행액	τ_p: 개인주주의 한계소득세율
B: 기존 부채총액	τ_g: 개인주주의 자본이득세율
b: 타인자본의 신규조달액	ξ^k: 법인주주 $k \in \{1, \ldots, n\}$의 배당소득에 대한 익금불산입률
α: 배당성향	ϕ: 차입금 이자지급에 대한 손금산입률
β: 총자산 중 타인자본의 비중	Z: 감가상각액의 현재가치
σ^k: 법인주주 $k \in \{1, \ldots, n\}$의 지분율	d: 법정감가상각률
μ: 개인주주의 지분율	T: 내용연수(상각기간)
단, $\sum_{k=1}^{n} \sigma^k + \mu = 1$	g: 잔가율
r_e: 주식수익률	χ: 잔존가액의 상각 허용 =0 아니면 =1
r_d: 이자율 or 회사채수익률	R: 준비금의 현재가치
F: 생산기술	y: 납세이연에 따른 과세표준의 감소효과
θ: 자본의 산출탄력성	a: 거치기간
η: 노동의 산출탄력성	b: 균등분할기간
Q: 생산량	γ: 자산가액에 대한 준비금의 설정비율
K: 자본량	ψ: 증자소득공제율
I': 총투자	ITC: 투자세액공제율
I: 순투자	
δ: 경제적 감가상각률	
L: 노동량	
p: 소비재 가격	
q: 자본재 가격	
π: 물가상승률	
w: 임금률	
c: 자본의 사용자 비용	
ρ: 자본에 대한 요구수익률	
ρ_e: 자기자본에 대한 요구수익률	
ρ_d: 타인자본에 대한 요구수익률	
H: present-value Hamiltonian	
λ': Lagrange Multiplier	
t: 시간	

www.kci.go.kr

Ⅳ. 재벌세 도입의 자본비용과 투자에 대한 모의실험

1. 모수보정

제Ⅲ장에서 이론적으로 도출된 자본의 사용자 비용과 투자에 관한 식을 토대로, 본 절에서는 2010년도 기준 우리나라의 경제 및 조세 환경 하에서 정책모의실험(policy simulation)을 통해 재벌세 도입에 따른 자본비용과 투자의 변화를 수치적으로 분석하기로 한다. 이를 위해 우선 자본의 사용자 비용과 투자에 영향을 미치는 경제적 모수와 세법상 모수의 보정(calibration)이 필요하다.

자본의 사용자 비용(c)은 식(5)~(8)에 의해 추정되며 이와 투자 간의 관계는 식(9)를 통해 추정된다. 그러므로 추정에 필요한 경제적 모수로는 주식수익률(r_e), 이자율(r_d), 경제적 감가상각률(δ), 물가상승률(π), 배당성향(α), 총자산 중 타인자본의 비중(β), 법인주주 및 개인주주의 지분율(σ^k, μ), 자본의 산출탄력성(θ)이 있으며, 세법상 모수로는 기업의 한계법인세율(τ_c^0), 법인주주의 한계법인세율(τ_c^k), 개인주주의 한계소득세율 및 자본이득세율(τ_p, τ_g), 법인주주의 배당소득에 대한 익금불산입률(ξ^k), 차입금 이자지급에 대한 손금산입률(ϕ), 감가상각액 및 준비금의 현재가치(Z, R), 증자소득공제율(ψ), 투자세액공제율(ITC)이 있다. <표 9>에서는 이 모수들에 대해 기준이 될 수 있는 값을 보고하고 있는데 다음과 같이 측정된다.

또한 본 연구는 재벌세가 자본비용과 투자규모에 미치는 효과를 추정하는 데 있어서 자산규모 40대 기업을 대상으로 분석했다. 본 연구의 추정에 이용된 40대 기업의 재무제표 자료는 금감원 공시를 이용하여 작성된 KIS-Value의 데이터베이스를 이용했다. 이를 통해 기업별 자본, 부채, 자산, 배당금 등에 대한 관련 정보를 취득했다. 40대 기업에 출자한 계열사에 대한 정보 및 40대 기업이 출자한 계열사에 대한 정보는 공정거래위원회가 작성한 OPNI의 자료를 활용했다. 이를 통해 계열사 간 출자지분율과 출자회사 정보를 획득했다. 본 연구의 대상이 된 40대 기업은 OPNI에 공시된 23개 그룹에 속한 자회사들이며, 이 중 5개 그룹은 지주회사 형태를 가지고 있다.

www.kci.go.kr

(1) 경제적 모수

주식수익률(r_e)은 김학수(2009)에 따라 모든 기업에 대해 무위험채권수익률(통안증권 1년물 이자율) 3.03%에 주식프리미엄(equity premium) 6.38%을 더한 값 9.41%를 사용한다. 주식프리미엄은 강민우(2008)에 의해 상장·등록된 기업의 경우 외환위기 이후 동안(2000.1~2008.3) 6.38%로 추정되었으며, 전체 분석기간 동안(1987. 1~2008. 3)에는 5.43%로 추정되었다. 그리고 이자율(r_d)은 회사채수익률 AA- 등급 3년 만기 이자율을 사용한다.

우리나라 실물자산의 경제적 감가상각률에 대한 연구는 흔치 않고, 소수의 연구가 있어도 모든 자산의 종류를 포괄하고 있지 않다. 현진권(1996)은 우리나라의 기계장치, 선박, 차량운반구 등에 대해서는 경제적 감가상각률을 추정하였으나, 건물 및 구축물 등에 대해서는 추정하지 않았다. 따라서 경제적 감가상각률(δ)는 미국과 동일하다는 가정하에서 곽태원(1985)에서 제시된 자산 및 산업부문 분류에 따라 Hulten-Wykoff의 추정치에 순자산을 가중치로 평균하여 구한다.[31]

물가상승률(π)는 한국은행 경제통계시스템으로부터 얻은 2010년 평균 소비자물가 상승률을 적용한다.

기업의 배당성향(α)은 KisValue DB로부터 얻은 기업별 '배당액/당기순이익금액'의 값을 이용하고, 총자산 중 타인자본의 비중(β)은 '부채/자산'의 값을 이용한다.

법인주주 $k \in \{1, ..., n\}$의 지분율(σ^k)은 금융감독원과 공정거래위원회의 자료를 이용하여 구한다. 이것 이외의 나머지 지분율은 개인주주의 지분율(μ)로 가정하고, 법인주주와 개인주주의 지분율의 합이 1을 만족하게 한다.

자본의 산출탄력성(θ)은 모든 기업에 대해 규모수익불변 생산함수를 가정하고 Cooley(1995)가 제시한 값 40%를 사용한다. 산업별 자본의 산출탄력성을 추정한 국내외 논문은 흔치 않으며 소수의 연구가 있어도 포괄적인 범위로 적용하기가 쉽지 않다. 따라서 산업별 자본의 산출탄력성을 적용하려 한다면 계량모형을 사용하여 직접 추정해야 하는 큰 어려움이 있으며 이 또한 하나의 새로운 연구가 될 것이다. 한편, 자본의 사용자 비용은 자본의 산출탄력성에 의존하지 않는 반면 자본의 변화율은 자본의 산출탄력성에 의존하고 있다.[32]

---

31) 자산 및 산업부문 분류는 <부표 A-4>, p.158에 제시되어 있고, Hulten-Wykoff의 추정치는 <부표 A-6>, pp.163-166에 제시되어 있다.

www.kci.go.kr

(2) 세법상 모수

개별 기업의 한계법인세율(τ_c^0)과 법인주주 $k \in \{1, ..., n\}$의 한계법인세율(τ_c^k)은 본 연구에서의 분석대상이 자산규모 40대 기업들이라서 과세표준 2억 원을 훨씬 초과한다고 볼 수 있어 최고세율 22%를 적용해도 무리가 없다.[33] 또한 법인기업은 지방세로 법인세액의 10%를 납부하게 된다. 그러므로 국세와 지방세를 포함하면 개별 기업의 한계법인세율과 모든 법인주주 $k \in \{1, ..., n\}$의 한계법인세율은 22(1+0.1)%=24.2%가 된다.

배당소득에 대해 법인주주는 법인세를 적용받지만 개인주주는 종합소득세 또는 원천징수세를 적용받는다.[34] 첫째, 종합소득세를 적용받는 경우에 국세(최고세율 35%)와 지방세(소득세액의 10%)를 포함하여 개인주주의 한계소득세율(τ_p)은 35(1+0.1)%=38.5%이다. 한편, 우리나라는 법인세 · 소득세 간 배당소득에 대한 이중과세를 조정하기 위해, 귀속법인세를 배당소득 총수입금액에 가산(Gross-Up)하여 소득세를 계산한 후, 배당소득수입금액×12%의 세액공제로 그 귀속법인세를 소득세 산출세액에서 공제하고 있다. 그러므로 Gross-up 제도를 고려하면 개인주주의 한계소득세율은 31.1%이다.[35] 둘째, 원천징수세를 적용받는 경우는 소득세법 제129조 제1항에 의해 일반적인 이자 · 배당소득에 대한 원천징수세율은 14%이므로, 개인주주의 한계소득세율은 지방세를 포함하여 14(1+0.1)%=15.4%이다. 끝으로 국세통계연보(2011)로부터 2010년 기준 배당소득에 대한 종합소득금액 신고는 7,201,171백만 원(A), 원천징수 이행상황 신고는 14,402,516백만 원(B)이었다. 따라서 종합소득세뿐만 아니라 원천징수세만 적용받는 경우를 고려하면 개인주주의 한계소득세율은 31.1%×A/B+15.4%×(B-A)/B =31.1%×0.500+15.4%×0.500=23.2%이다.

법인주주의 경우 주식양도차익은 사업소득에 해당하므로 법인세를 적용받지만 개인주주의 경우 양도소득세를 적용받는다. 상장주식은 대주주가 양도하거나 장외에서 양도할 경우

32) 식(5)는 주식가치 극대화로부터 도출된 1계조건에 해당하며, 주어진 자본의 사용자 비용과 자본의 산출탄력성에서 균형 자본량이 결정되고 있음을 의미한다. 즉 자본의 사용자 비용과 자본의 산출탄력성이 자본의 결정요인이 된다. 그러므로 식(9)에서 자본 변화율은 자본의 산출탄력성과 자본의 사용자 비용 변화율에 의존하고 있다. 그러나 식(5)~(8)의 결합에 의해 도출되는 자본의 사용자 비용은 자본의 산출탄력성을 제외한 외생적 모수들에 의존하고 있다.

33) KISVALUE DB로부터 자산규모 40대 기업을 선정하여 분석에 이용했다.

34) 연간 금융소득의 총금액이 4천만 원을 초과할 경우 종합소득세 대상이 된다.

35) OECD Tax Database(2011)는 우리나라를 포함한 OECD 각 국가들에 대하여 Gross-up 제도하에서 배당소득에 대한 세율을 제시하고 있다.

www.kci.go.kr

를 제외하면 비과세되나, 비상장주식은 양도할 경우 과세된다. 본 연구의 분석대상인 자산규모 40대 기업은 상장기업이며, 전체 개인주주 구성에서 대주주가 차지하는 비중이 매우 낮다는 점을 고려하여 개인주주의 자본이득세율(τ_g)은 0%로 적용한다.

<표 1>과 같이 기관투자가, 지주회사, 및 일반법인, 또는 상장법인 및 비상장법인 등의 법인유형과 출자비율에 따라 법인주주 $k \in \{1, \ldots, n\}$의 배당소득에 대한 익금불산입률(ξ^k)은 다르게 적용되나, 차입금 이자지급에 대한 손금산입률(ϕ)은 100%로 적용된다.

감가상각액의 현재가치(Z)를 구하는데 기업들이 관할세무서에 어떤 감가상각방법과 내용연수를 신고하였는지 알 수가 없기 때문에 건축물은 정액법, 기타 유형고정자산은 정률법로 상각한다.[36] 유형고정자산을 건물 및 구축물, 기계 및 공구, 수송기기로 구분하고, 건축 및 구축물은 정액법으로, 기계 및 공구, 수송기기는 정률법으로 상각한다. 법인세법 시행규칙 [별표 4]~[별표 6]에서 제시된 법정감가상각률(d)과 기준내용연수(T)가 이용되었다. 법인세법 시행령 제26조 제6항 및 제7항에 의해 정액법의 경우 잔가율(g)은 0%이고 정률법의 경우 잔가율(g)은 5%이며 잔존가액은 상각이 허용되어 χ=0이 된다.

준비금의 현재가치(R)를 구하는 데 적용되는 준비금은 조세특례제한법 제9조에 따른 연구 및 인력개발 준비금이다. 법인세법 및 조세특례제한법상에는 여러 가지 준비금이 규정되어 있으나, 모든 법인과 개인사업자(제한 없음)를 대상으로 하는 연구 및 인력개발 준비금을 제외하고는 본 분석과 관련하여 적용되지 않는다.[37] 미래에 지출할 비용 등에 충당하기 위한 준비금은 손금산입된 후, 일정기간 동안 과세이연되어 그 후 환입된다.

증자소득공제제도는 자기자본 증대를 통한 재무구조 개선을 유도하기 위해 소득공제를 허용하는 제도이다. 그런데 법인의 신주발행을 통한 자기자본조달에 대해 증자소득공제제도는 자본비용에 미치는 효과가 크지 않아 본 분석에서는 증자소득공제율을 고려하지 않는다(윤건영 · 김종웅, 1997). 따라서 자본의 사용자비용에서 ψ=0% 값으로 증자소득공제제도를 제외한다.

임시투자세액공제율을 대표적인 투자세액공제율(ITC)로 적용한다. 2010년 투자 관련 조

36) 법인세법 시행령 제26조 제1항 및 제4항은 건축물에 대해 신고하는 경우뿐만 아니라 신고하지 않는 경우에 정액법을 사용하도록 하고, 기타 유형고정자산에 대해서는 신고하는 경우에 정률법과 정액법 중 선택하여 사용하도록 하며 신고하지 않는 경우에 정률법을 사용하도록 한다.

37) 법인세법상 준비금으로 책임준비금, 비상위험준비금, 고유목적준비금 등이 있으며 조세특례제한법상 준비금으로 연구 및 인력개발 준비금, 여수세계박람회 참가준비금, 손실보전준비금 등이 있다.

www.kci.go.kr

세지원에서 본 분석의 대상 기업들이 적용받을 수 있는 여타의 조세지원제도에 비해 임시투자세액공제의 법인세 감면 실적이 차지하는 비중이 현저히 크다(기획재정부, 2011. 9). 또한 조세특례제한법 제127조 제2항은 투자세액공제의 중복지원을 배제하기 위해 여러 가지 투자세액공제제도가 적용되면 하나만 선택하도록 하고 있다. 임시투자세액공제율은 수도권 밖의 투자에 대해 10%, 수도권 내 투자에 대해 3%가 적용된다. 그러나 임시투자세액공제율을 적용하는데 수도권 밖의 투자와 수도권 내 투자의 비율을 구할 수 없어 김학수(2009)에 따라 기업소재지를 이용한다.

www.kci.go.kr

〈표 9〉 기준모수(benchmark parameters)

(단위: %)

	경제적 모수								
기업	r_e	r_d	δ	π	α	β	σ^k	μ	θ
1	9.41	4.66	9.69	3.00	5.66	25.39	3.51, 0.00, 0.01, 6.46, 1.09	88.93	40.00
2	9.41	4.66	4.85	3.00	0.00	44.83	0.00	100.00	40.00
3	9.41	4.66	9.54	3.00	13.75	27.20	0.00	100.00	40.00
4	9.41	4.66	8.95	3.00	7.83	33.41	16.04	83.96	40.00
5	9.41	4.66	6.13	3.00	11.41	52.16	7.98	92.02	40.00
6*	9.41	4.66	13.81	3.00	16.20	59.00	32.96	67.04	40.00
7	9.41	4.66	7.15	3.00	21.83	78.20	0.00	100.00	40.00
8	9.41	4.66	12.48	3.00	50.02	54.19	0.00	100.00	40.00
9*	9.41	4.66	9.73	3.00	17.84	53.06	37.90	62.10	40.00
10*	9.41	4.66	5.90	3.00	0.00	56.80	31.11	68.89	40.00
11	9.41	4.66	2.57	3.00	4.31	38.15	0.85, 9.58, 1.03, 5.22, 8.52, 4.26, 8.52	62.02	40.00
12*	9.41	4.66	12.96	3.00	42.33	39.59	23.22	76.78	40.00
13	9.41	4.66	9.16	3.00	8.82	48.13	33.70	66.30	40.00
14	9.41	4.66	9.36	3.00	4.15	57.46	21.29, 0.13, 0.13, 2.38, 17.61, 0.07, 0.42, 3.38	78.71	40.00
15	9.41	4.66	6.05	3.00	12.18	78.79	0.13	75.75	40.00
16	9.41	4.66	14.91	3.00	7.48	80.36	9.72	90.28	40.00
17	9.41	4.66	10.63	3.00	3.34	48.75	0.00	100.00	40.00
18	9.41	4.66	3.80	3.00	16.14	44.97	7.18, 4.74, 0.01	88.07	40.00
19	9.41	4.66	5.40	3.00	12.12	71.48	0.00	100.00	40.00
20	9.41	4.66	7.79	3.00	5.91	26.61	0.67, 16.87, 5.65	76.81	40.00
21	9.41	4.66	3.46	3.00	4.38	46.92	0.00	100.00	40.00
22*	9.41	4.66	8.96	3.00	14.94	32.85	30.07	69.93	40.00
23*	9.41	4.66	5.31	3.00	12.36	31.32	31.48	68.52	40.00
24	9.41	4.66	8.37	3.00	36.34	54.78	0.16	99.84	40.00
25*	9.41	4.66	3.31	3.00	12.15	61.60	0.32	99.68	40.00
26*	9.41	4.66	7.44	3.00	60.59	61.66	41.25	58.75	40.00
27	9.41	4.66	8.71	3.00	0.00	63.96	0.00	100.00	40.00
28*	9.41	4.66	8.99	3.00	15.43	72.32	37.14	62.86	40.00
29	9.41	4.66	7.99	3.00	14.71	60.46	5.23, 8.72, 20.93	65.12	40.00
30	9.41	4.66	8.34	3.00	17.55	66.53	21.77	78.23	40.00
31*	9.41	4.66	4.57	3.00	17.57	63.78	39.12, 0.02	60.86	40.00
32	9.41	4.66	4.60	3.00	1.14	52.54	19.60	80.40	40.00
33*	9.41	4.66	1.93	3.00	26.82	53.67	30.57, 0.04	69.39	40.00
34	9.41	4.66	6.89	3.00	20.99	30.25	0.00	100.00	40.00
35	9.41	4.66	4.34	3.00	15.11	44.10	46.03	53.97	40.00
36	9.41	4.66	9.62	3.00	33.52	61.65	0.00	100.00	40.00
37*	9.41	4.66	14.14	3.00	41.78	4.99	0.00	100.00	40.00
38	9.41	4.66	6.84	3.00	47.79	19.22	19.68, 0.11, 2.62	77.59	40.00
39	9.41	4.66	9.91	3.00	7.11	36.23	13.64, 33.64	52.72	40.00
40	9.41	4.66	7.86	3.00	15.33	56.52	0.00	100.00	40.00

www.kci.go.kr

<표 9> 계속

(단위: %)

	세법상 모수									
기업	τ_c^0	$\tau_c^k, \forall k$	τ_p	τ_g	$\xi^k, \forall k$	ϕ	Z	R	ψ	ITC
1	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	6.43	13.84	0.00	3.00
2	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	1.34	0.43	0.00	3.00
3	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	3.85	1.54	0.00	10.00
4	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	3.57	0.00	0.00	3.00
5	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	3.20	1.03	0.00	10.00
6*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	10.99	0.10	0.00	3.00
7	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	4.25	0.05	0.00	3.00
8	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	6.43	0.00	0.00	3.00
9*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	8.80	0.00	0.00	3.00
10*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	4.42	12.99	0.00	3.00
11	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	0.79	0.00	0.00	3.00
12*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	5.19	5.04	0.00	3.00
13	24.20	24.20	23.20	0.00	50.00	100.00	4.38	6.98	0.00	3.00
14	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	5.68	0.00	0.00	3.00
15	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	5.86	0.27	0.00	3.00
16	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	10.35	0.00	0.00	3.00
17	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	10.52	0.44	0.00	3.00
18	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	1.82	0.00	0.00	3.00
19	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	4.33	0.41	0.00	3.00
20	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	2.64	15.78	0.00	3.00
21	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	2.18	0.00	0.00	3.00
22*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	4.10	15.58	0.00	3.00
23*	24.20	24.20	23.20	0.00	50.00	100.00	2.19	2.27	0.00	3.00
24	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	5.68	0.00	0.00	3.00
25*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	1.81	3.81	0.00	3.00
26*	24.20	24.20	23.20	0.00	100.00	100.00	4.22	0.22	0.00	10.00
27	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	6.99	0.13	0.00	3.00
28*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	8.22	0.00	0.00	3.00
29	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	5.14	1.71	0.00	3.00
30	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	7.96	0.00	0.00	3.00
31*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	2.62	0.00	0.00	3.00
32	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	2.65	0.00	0.00	3.00
33*	24.20	24.20	23.20	0.00	80.00	100.00	0.92	0.00	0.00	3.00
34	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	2.53	1.13	0.00	3.00
35	24.20	24.20	23.20	0.00	50.00	100.00	1.58	0.00	0.00	10.00
36	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	6.46	0.00	0.00	3.00
37*	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	3.88	0.00	0.00	3.00
38	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	3.20	1.01	0.00	3.00
39	24.20	24.20	23.20	0.00	30.00	100.00	4.72	0.07	0.00	3.00
40	24.20	24.20	23.20	0.00		100.00	4.67	0.32	0.00	3.00

주: *는 지주회사로 분류된 기업임.

www.kci.go.kr

2. 재벌세 도입의 시나리오

재벌세가 도입될 경우 자본의 사용자 비용과 투자에 대한 효과를 분석하기 위해 여러 가지의 가능성이 있는 시나리오를 설정하고 정책모의실험을 한다. 재벌세는 계열사 간 배당소득의 익금불산입을 폐지하거나 차입금에 대한 이자비용의 손금산입을 제한하는 것을 골자로 하고 있다. 현재 보도된 사실에 따르면 이자지급의 손금산입 폐지는 계열사 출자에 재원으로 이용되는 차입금에 대해서만 적용하는 것으로 알려져 있다. 즉 계열사에 대한 출자를 목적으로 하는 차입금에 대한 이자비용에 한정하여 손금산입을 제한하게 된다. 본 연구는 이러한 손금산입의 폐지를 고려하여 기업별로 계열사 출자에 투입된 차입금의 비율을 계산함으로써 재벌세 적용에 따른 실제 손금산입률을 측정했다.

그런데 계열사 출자를 위한 재원구성은 기업별로, 계열사별로 그리고 시기별로 다르다. 명확한 분석을 위해서는 기업의 계열사 출자 건수별로 추적하여 해당 출자에 소요된 타인자본의 규모를 파악해야 한다. 그러나 이러한 정보를 취득하기 위해서는 기업별로 계열사에 대한 과거 출자 사례를 모두 추적해야 하는 과정이 소요된다는 어려움이 있을 뿐 아니라 해당 구체적 정보를 기업별로 계열사별로 그리고 시기별로 제공하는 사례를 찾기 쉽지 않다.

따라서 본 연구는 두 가지의 측정 기준을 두어 출자에 투입된 차입금의 비율(ε)을 고려했다. 첫째, 계열사 출자에 투입되는 자금으로서 차입금이 우선적으로 이용됐다고 보는 경우이다(Case 1). 40대 기업이 계열사에 출자 시 외부 금융기관에서 차입한 자금을 우선적으로 투자했다고 가정하는 것으로서 이자지급의 손금산입 폐지의 최대 폭에 해당한다. 둘째, 계열사 출자에 투입된 자금은 현재 타인자본비율에 비례하여 차입금으로 충당했다고 보는 경우이다(Case 2). 40대 기업들이 계열사 출자에 소요되는 자금을 현재의 자기자본과 타인자본 간 재무구조 비율로 조성한다고 가정한다. 따라서 각각의 경우에 해당되는 출자에 투입된 차입금의 비율은

$$\begin{cases} \varepsilon_{case1} = \dfrac{\text{출자지분} \times \text{계열사 자본총액}}{\text{부채총액}}, & (Case\,1) \\ \varepsilon_{case2} = \dfrac{\text{출자지분} \times \text{계열사 자본총액} \times \text{타인자본비율}}{\text{부채총액}}, & (Case\,2) \end{cases}$$

가 된다.[38]

www.kci.go.kr

〈표 10〉 재벌세 도입의 5가지 시나리오

(단위: %)

기업	현행		시나리오 1		시나리오 2		시나리오 3		시나리오 4		시나리오 5	
	ξ^k	ϕ	$\tilde{\xi}^k$	ϕ	ξ^k	$\tilde{\phi}_{case2}$	ξ^k	$\tilde{\phi}_{case1}$	$\tilde{\xi}^k$	$\tilde{\phi}_{case2}$	$\tilde{\xi}^k$	$\tilde{\phi}_{case1}$
1	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	88.27	30.00	53.79	0.00	88.27	0.00	53.79
2	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	59.82	30.00	10.37	0.00	59.82	0.00	10.37
3		100.00	0.00	100.00		86.26		49.48	0.00	86.26	0.00	49.48
4	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	80.99	30.00	43.09	0.00	80.99	0.00	43.09
5	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	78.24	30.00	58.27	0.00	78.24	0.00	58.27
6*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00
7		100.00	0.00	100.00		99.70		99.62	0.00	99.70	0.00	99.62
8		100.00	0.00	100.00		96.37		93.30	0.00	96.37	0.00	93.30
9*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	99.97	80.00	100.00	80.00	99.97	80.00	100.00
10*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00
11	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	84.80	30.00	60.16	0.00	84.80	0.00	60.16
12*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00
13	50.00	100.00	0.00	100.00	50.00	75.30	50.00	48.67	0.00	75.30	0.00	48.67
14	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	95.81	30.00	92.71	0.00	95.81	0.00	92.71
15	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	98.54	30.00	98.15	0.00	98.54	0.00	98.15
16	80.00	100.00	0.00	100.00	80.00	91.49	80.00	89.41	0.00	91.49	0.00	89.41
17		100.00	0.00	100.00		99.67		99.32	0.00	99.67	0.00	99.32
18	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	72.72	30.00	39.33	0.00	72.72	0.00	39.33
19		100.00	0.00	100.00		97.18		96.06	0.00	97.18	0.00	96.06
20	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	63.17	30.00	0.00	0.00	63.17	0.00	0.00
21		100.00	0.00	100.00		95.56		90.54	0.00	95.56	0.00	90.54
22*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00
23*	50.00	100.00	0.00	100.00	50.00	100.00	50.00	100.00	0.00	100.00	0.00	100.00
24	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	99.67	30.00	99.40	0.00	99.67	0.00	99.40
25*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00
26*	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
27		100.00	0.00	100.00		96.64		94.75	0.00	96.64	0.00	94.75
28*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00
29	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	88.77	30.00	81.43	0.00	88.77	0.00	81.43
30	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	91.28	30.00	86.90	0.00	91.28	0.00	86.90
31*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00
32	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	91.76	30.00	84.33	0.00	91.76	0.00	84.33
33*	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00	80.00	100.00
34		100.00	0.00	100.00		95.81		86.16	0.00	95.81	0.00	86.16
35	50.00	100.00	0.0 0	100.00	50.00	82.16	50.00	59.55	0.00	82.16	0.00	59.55
36		100.00	0.00	100.00		91.13		85.61	0.00	91.13	0.00	85.61
37*		100.00	0.00	100.00		100.00		100.00	0.00	100.00	0.00	100.00
38	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	73.10	30.00	0.00	0.00	73.10	0.00	0.00
39	30.00	100.00	0.00	100.00	30.00	79.39	30.00	43.10	0.00	79.39	0.00	43.10
40		100.00	0.00	100.00		89.47		81.38	0.00	89.47	0.00	81.38

주: *는 지주회사로 분류된 기업임.

www.kci.go.kr

이러한 두 가지 기준을 적용할 경우 실제 기업의 출자건수별 조사에 의한 구체적 자료에 근거한 것이 아니라 분석의 편의를 위해 일반적 기준을 적용하여 계산하게 되므로 이자지급의 손금산입 폐지에 따른 효과를 과소평가 혹은 과대평가할 가능성이 남아 있는 것은 사실이다.[39] 이러한 점에도 불구하고 자료취득의 한계로 인해 본 연구의 분석에서는 전술한 두 가지 기준이 적용되었다.

<표 10>에서와 같이 시나리오 1($\xi^k \rightarrow \tilde{\xi}^k$, ϕ)은 배당소득의 익금불산입을 폐지하나, 이자지급의 손금산입은 현행 유지한다. 시나리오 2(ξ^k, $\phi \rightarrow \tilde{\phi}_{case2}$)와 시나리오 3($\xi^k$, $\phi \rightarrow \tilde{\phi}_{case1}$)은 배당소득의 익금불산입은 현행 유지하나, 출자에 투입된 차입금의 두 가지 측정 기준에 따라 각각 이자지급의 손금산입을 폐지한다. 여기서 $\tilde{\phi}_{case1}$은 $100\% - \varepsilon_{case1}$으로, $\tilde{\phi}_{case2}$는 $100\% - \varepsilon_{case2}$로 각각 계산된다. 시나리오 4($\xi^k \rightarrow \tilde{\xi}^k$, $\phi \rightarrow \tilde{\phi}_{case2}$)와 시나리오 5($\xi^k \rightarrow \tilde{\xi}^k$, $\phi \rightarrow \tilde{\phi}_{case1}$)는 배당소득의 익금불산입뿐만 아니라 출자에 투입된 차입금의 두 가지 측정 기준에 따라 각각 이자지급의 손금산입을 모두 폐지한다. 그러나 기업 6, 9, 10, 12, 22, 23, 25, 26, 28, 31, 33, 37은 지주회사로 재벌세 도입에 영향을 받지 않는다. 단, 기업 23는 지주회사이지만 이 회사에 출자한 법인주주는 재벌세 적용기업이기 때문에 시나리오 1, 4, 5는 적용되나 시나리오 2와 3은 적용되지 않는다.

3. 자본비용과 투자에 대한 영향 분석

시나리오 1에서는 자산규모 40대 기업 중에서 재벌세 도입의 영향을 받지 않는 지주회사를 제외할 경우, 가중평균 자본의 사용자 비용 변화율($\frac{\Delta C}{C}$)은 0.03%, 가중평균 자본 변화율($\frac{\Delta K}{K}$)은 −0.05%로 재벌세 도입에 따라 자본비용이 증가하고 투자가 감소한다고 볼 수 있다. 개별 기업에 대해서는 기업 35의 자본의 사용자 비용 변화율이 0.47%로 최댓값을 가지며 자본 변화율은 −0.79%로 최솟값을 가진다. 이와 반대로 기업 2, 3, 7, 8, 17, 19, 21,

38) 출자에 투입된 차입금의 비율(ε)이 100%를 초과하는 경우에는 한계치 100%로 처리하였다.

39) 즉 계열사에 대한 출자 시 시중가격으로 주식을 구매할 경우 장부상의 회계수치보다 더 많은 재원이 계열사 출자에 소요됐을 수 있어 분석에 이용된 비율보다 더 높은 이자손금산입 비율의 변화가 이용되었어야 하며 따라서 이 경우 재벌세 도입에 따른 이자손금산입의 폐지효과가 과소측정될 수 있다. 한편, 계열사의 자본축적이 충분히 이루어지지 않았던 초기에 출자했을 경우 회계장부상의 수치보다 상대적으로 적은 재원이 소요됐을 수 있으며 이 경우에는 이자손금산입 폐지에 따른 효과가 과대평가될 가능성이 있다.

www.kci.go.kr

24, 27, 34, 36, 40은 자본의 사용자 비용 변화율과 자본 변화율을 0%로 가져 각각 최솟값과 최댓값을 가진다. 시나리오 1에서와 같이 배당소득의 익금불산입률이 낮아질 경우 자기자본에 대한 요구수익률이 증가하여 자본에 대한 요구수익률이 증가되고, 이로 인해 직접적으로는 자본의 사용자 비용이 증가되는 한편, 간접적으로는 감가상각액과 준비금의 현재가치가 감소되면서 또한 자본의 사용자 비용은 증가한다. 그리고 자본의 사용자 비용의 증가에 따라 투자가 감소한다. 하지만 그 영향의 정도는 다소 미약한 수준이다. <표 11>에서 지주회사가 아니라 하더라도 대부분의 기업들이 0%이거나 0%에 가까운 양(+)의 자본의 사용자 비용 변화율과 음(−)의 자본 변화율을 보이고 있다.

그런데 시나리오 2와 3에서는 지주회사를 제외한 가중평균 자본의 사용자 비용 변화율은 각각 0.61%와 1.46%, 가중평균 자본 변화율은 각각 −1.02%와 −2.44%로 시나리오 1과 비교하면 재벌세 도입의 영향이 현저히 커진다. 개별 기업으로 보면 <표 11>에서 시나리오 2와 3에 대해 기업 2의 자본의 사용자 비용 변화율이 각각 2.37%와 5.29%로 최댓값을 가지며 자본 변화율은 각각 −3.95%와 −8.81%로 최솟값을 가진다. 이와는 반대로 기업 17의 자본의 사용자 비용 변화율이 각각 0.01%와 0.03%로 최솟값을 가지며 자본 변화율은 −0.02%와 −0.05%로 최댓값을 가진다. 또한 이것은 기업 1부터 기업 40까지 본 연구에서 분석대상으로 하는 자산규모 40대 기업 모두에서 자본의 사용자 비용 변화율은 양(+)의 값을 가지고 자본 변화율은 음(−)의 값을 가진다. 시나리오 2와 3에서는 시나리오 1과 달리 차입금에 대한 이자지급의 손금산입률이 낮아질 경우 타인자본에 대한 요구수익률이 증가하여 자본에 대한 요구수익률이 증가하고, 이로 인해 직접적으로 자본의 사용자 비용을 증가시키는 한편 간접적으로 감가상각액 및 준비금의 현재가치를 감소시키며 또한 자본의 사용자 비용을 증가시키게 된다. 이에 따라 투자도 감소하게 된다.

시나리오 1과 시나리오 2와 3의 비교를 통해 알 수 있는 것은 재벌세 도입 시 배당소득의 익금불산입이 폐지되는 경우보다 이자지급의 손금산입이 폐지되는 경우에 자본의 사용자 비용 변화율은 상당히 높으며 자본 변화율은 상당히 낮아 기업의 투자에 더욱더 부정적인 영향을 미친다는 점이다. 이와 같이 시나리오 1과 시나리오 2와 3 간에 현격한 차이가 보이는 까닭은 현행 법인세제에서 법인들 간 이중과세를 조정하는 배당소득의 익금불산입률이 매우 낮은 수준에 있기 때문에 재벌세 도입에 따라 배당소득의 익금불산입이 폐지된다 하여도 그 영향은 별로 크지 않을 수 있다는 것이다. 또한 배당소득에 대한 낮은 수준의 익금불

www.kci.go.kr

산입률에 따른 낮은 수준의 배당성향도 이러한 차이를 나타내는 데 더욱 기여한다고 볼 수 있다. 그러나 이자지급의 손금산입률은 높은 수준에 있기 때문에 재벌세 도입에 따라 이자지급의 손금산입이 폐지되면 그 영향은 매우 커진다고 볼 수 있다.

재벌세 도입 시 가장 현실적인 안에 가까운 시나리오 4와 5에서는 지주회사를 제외한 가중평균 자본의 사용자 비용 변화율은 각각 0.64%와 1.49%, 가중평균 자본 변화율은 각각 −1.07%와 −2.49%로 종전의 시나리오들에 비해 재벌세 도입의 영향이 커진다. 하지만 시나리오 2와 4 간에, 그리고 시나리오 3과 5 간에는 배당소득의 익금불산입 폐지의 영향이 작아서 의미가 있는 수준의 차이를 보이지 못한다. 개별 기업으로 보면 시나리오 2와 3과 동일하게 시나리오 4와 5에 대해서도 기업 2의 자본 사용자 비용 변화율이 2.37%와 5.29%로 최댓값을 가지며, 자본 변화율은 −3.95%와 −8.81%로 최솟값을 가진다. 이와 반대로 기업 17의 자본의 사용자 비용 변화율은 0.01%와 0.03%로 최솟값을 가지며 자본 변화율은 −0.02%와 −0.05%로 최댓값을 가진다. 시나리오 4와 5에서는 종전 시나리오들과 달리 배당소득의 익금불산입뿐만 아니라 이자지급의 손금산입 폐지 모두에 대해 정책모의실험을 하고 있기 때문에 이에 따라 자기자본뿐만 아니라 타인자본에 대한 요구수익률을 증가시키고, 이로 인해 결국 자본의 사용자 비용을 증가시키며 투자에 부정적 영향을 미치게 된다.

보다 구체적인 예로서 <표 13>에서처럼 시나리오 4와 5를 가정하면 재벌세 도입 시 2010년도 기준 자산규모 40대 기업들 전체의 투자 감소액은 유형자산으로 각각 27,401억 원과 62,121억 원, 순유형자산으로 각각 25,482억 원과 57,396억 원이 된다. 이는 재벌세가 도입되어 시행된다면 상당히 큰 투자규모를 잃어버려 우리나라 경제에 큰 손실을 가져올 수 있다는 것을 뜻한다.

한편, <표 12>는 '자본의 사용자 비용'과 이와 관련한 '자본의 사용자 비용 변화율과 자본 변화율 간의 관계식'을 도출함에 있어서 주요하게 외생적으로 가정했던 배당성향(α) 및 타인자본의 비중(β) 등 기업의 금융정책과 자본의 산출탄력성(θ) 등 주요 모수에 대한 민감도 분석의 결과를 제시하고 있다. 재벌세 도입 시 이에 대한 기업의 대응전략으로 배당성향과 타인자본의 비중은 낮아질 수 있다. 이럴 경우 위에서 제시된 분석결과에 비해 재벌세 도입의 효과가 다소 상쇄될 수 있다. <표 12>에서 배당성향이 감소할수록 자본의 사용자 비용 증가율은 작아지며 자본 감소율도 작아진다. 이와 유사하게 타인자본의 비중이 감소할수록 자본의 사용자 비용 증가율은 작아지며 자본 감소율도 작아진다. 또한 40대 기업들에게 동

www.kci.go.kr

일하게 적용되었던 자본의 산출탄력성은 자본 감소율에 영향을 미칠 수 있다. <표 12>에서 자본의 산출탄력성이 감소할수록 자본 감소율은 작아진다. 그러므로 이러한 점들을 감안한다면 본 논문에서 제시하고 있는 재벌세 도입의 자본비용과 투자에 대한 효과는 다소 축소될 수 있는 가능성도 있다고 하겠다.

결론적으로 말하자면 대규모 기업집단의 경제력집중을 억제하기 위한 목적으로 재벌세를 도입한다면 반대급부로 조세의 효율성과 형평성에 심각한 문제를 야기하는 부작용이 나타날 것이다. 시나리오 4와 5로부터 알 수 있듯이 재벌세 도입은 기업 전체에 자본비용을 증가시켜 투자 감소를 초래하여 경제적 효율성은 저해될 수 있다. 또한 재벌세 도입 시 일반법인과 지주회사 등의 기업 형태에 따라 자본비용의 변화가 달라서 불공평을 초래할 수 있다. 시나리오 1부터 5까지 일반법인과 달리 지주회사는 재벌세 도입의 영향을 전혀 받지 않는다. 재벌세의 도입 전후로 지주회사는 자본비용과 투자의 변화가 없지만, 대부분의 일반법인은 그 영향이 미미할 수 있어도 자본비용이 증가하고 이로 인해 투자가 감소한다. 더욱이 시나리오 1과 시나리오 2와 3의 비교에서 볼 수 있듯이 재벌세 도입은 기업의 재무구조에 따라 자본비용과 투자에 대한 영향을 달리할 수 있기 때문에 불공평을 초래할 수 있다. 시나리오 1과 시나리오 2와 3의 결과로 볼 때 현행 조세제도에서 재벌세가 도입된다면 재무구조에서 자기자본의 비중이 높은 기업이 타인자본의 비중이 높은 기업보다 자본비용의 증가가 덜하며 투자의 감소 또한 덜하다. 따라서 재벌세 도입에 따라 기업들 간 서로 다른 형태와 재무구조로 인해 사업기회에 있어서 불공평한 경쟁을 초래시킬 수 있다. 이러한 결과로 국민경제에 악영향을 미칠 수 있다.

www.kci.go.kr

〈표 11〉 자본의 사용자 비용 변화율과 자본 변화율

(단위: %)

기업	자본의 사용자 비용(C)						자본의 사용자 비용 변화율($\frac{\Delta C}{C}$)					자본 변화율($\frac{\Delta K}{K}$)				
	현행	시나리오1	시나리오2	시나리오3	시나리오4	시나리오5	시나리오1	시나리오2	시나리오3	시나리오4	시나리오5	시나리오1	시나리오2	시나리오3	시나리오4	시나리오5
1	18.05	18.06	18.09	18.21	18.10	18.21	0.02	0.22	0.86	0.23	0.88	-0.03	-0.36	-1.44	-0.39	-1.46
2	10.98	10.98	11.24	11.56	11.24	11.56	0.00	2.37	5.29	2.37	5.29	0.00	-3.95	-8.81	-3.95	-8.81
3	16.97	16.97	17.02	17.16	17.02	17.16	0.00	0.30	1.09	0.30	1.09	0.00	-0.49	-1.82	-0.49	-1.82
4	17.40	17.40	17.49	17.67	17.49	17.68	0.03	0.54	1.60	0.57	1.64	-0.06	-0.89	-2.67	-0.95	-2.73
5	11.31	11.31	11.46	11.60	11.47	11.61	0.02	1.35	2.59	1.38	2.61	-0.04	-2.25	-4.32	-2.29	-4.36
6*	21.32	21.32	21.32	21.32	21.32	21.32	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
7	11.44	11.44	11.44	11.44	11.44	11.44	0.00	0.03	0.04	0.03	0.04	0.00	-0.05	-0.06	-0.05	-0.06
8	20.26	20.26	20.29	20.31	20.29	20.31	0.00	0.15	0.27	0.15	0.27	0.00	-0.25	-0.45	-0.25	-0.45
9*	16.91	16.91	16.91	16.91	16.91	16.91	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
10*	11.39	11.39	11.39	11.39	11.39	11.39	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
11	9.39	9.40	9.48	9.61	9.49	9.62	0.08	0.89	2.34	0.97	2.42	-0.14	-1.49	-3.90	-1.62	-4.03
12*	22.01	22.01	22.01	22.01	22.01	22.01	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
13	16.44	16.46	16.60	16.78	16.62	16.80	0.11	1.01	2.09	1.12	2.20	-0.19	-1.68	-3.48	-1.87	-3.67
14	15.94	15.94	15.97	16.00	15.97	16.00	0.02	0.23	0.39	0.24	0.41	-0.03	-0.38	-0.66	-0.41	-0.69
15	10.06	10.06	10.08	10.08	10.08	10.08	0.05	0.17	0.22	0.22	0.26	-0.08	-0.29	-0.36	-0.36	-0.44
16	20.77	20.78	20.89	20.92	20.90	20.93	0.01	0.58	0.71	0.59	0.73	-0.02	-0.96	-1.19	-0.98	-1.21
17	17.68	17.68	17.68	17.68	17.68	17.68	0.00	0.01	0.03	0.01	0.03	0.00	-0.02	-0.05	-0.02	-0.05
18	10.00	10.00	10.17	10.39	10.18	10.40	0.07	1.78	3.95	1.85	4.03	-0.12	-2.96	-6.59	-3.09	-6.71
19	9.69	9.69	9.72	9.73	9.72	9.73	0.00	0.31	0.43	0.31	0.43	0.00	-0.51	-0.71	-0.51	-0.71
20	15.99	16.00	16.12	16.34	16.13	16.35	0.04	0.80	2.18	0.84	2.22	-0.07	-1.34	-3.63	-1.40	-3.69
21	9.09	9.09	9.12	9.16	9.12	9.16	0.00	0.33	0.71	0.33	0.71	0.00	-0.55	-1.18	-0.55	-1.18
22*	17.06	17.06	17.06	17.06	17.06	17.06	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

www.kci.go.kr

23*		13.28	13.31	13.28	13.28	13.31	13.31	0.25	0.00	0.00	0.25	0.25	-0.42	0.00	0.00	-0.42	-0.42
24		14.92	14.92	14.92	14.92	14.92	14.92	0.00	0.02	0.03	0.02	0.03	0.00	-0.03	-0.05	-0.03	-0.06
25*		7.78	7.78	7.78	7.78	7.78	7.78	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
26*		12.55	12.55	12.55	12.55	12.55	12.55	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
27		14.28	14.28	14.32	14.34	14.32	14.34	0.00	0.23	0.36	0.23	0.36	0.00	-0.38	-0.60	-0.38	-0.60
28*		14.33	14.33	14.33	14.33	14.33	14.33	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
29		14.14	14.16	14.24	14.31	14.26	14.32	0.11	0.70	1.16	0.81	1.27	-0.19	-1.17	-1.94	-1.36	-2.12
30		13.91	13.92	14.00	14.04	14.00	14.05	0.07	0.64	0.96	0.71	1.03	-0.12	-1.06	-1.60	-1.18	-1.71
31*		9.69	9.69	9.69	9.69	9.69	9.69	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
32		10.36	10.36	10.43	10.48	10.43	10.48	0.01	0.61	1.16	0.61	1.16	-0.01	-1.01	-1.93	-1.02	-1.94
33*		7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
34		14.90	14.90	14.92	14.96	14.92	14.96	0.00	0.12	0.41	0.12	0.41	0.00	-0.20	-0.68	-0.20	-0.68
35		10.48	10.53	10.58	10.72	10.63	10.77	0.47	1.01	2.29	1.48	2.76	-0.79	-1.68	-3.81	-2.47	-4.60
36		15.88	15.88	15.97	16.02	15.97	16.02	0.00	0.52	0.85	0.52	0.85	0.00	-0.87	-1.41	-0.87	-1.41
37*		26.50	26.50	26.50	26.50	26.50	26.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
38		16.53	16.61	16.61	16.81	16.68	16.88	0.43	0.45	1.68	0.88	2.11	-0.72	-0.75	-2.80	-1.47	-3.52
39		18.96	18.98	19.07	19.27	19.09	19.29	0.09	0.58	1.60	0.67	1.70	-0.16	-0.97	-2.67	-1.12	-2.83
40		13.97	13.97	14.06	14.12	14.06	14.12	0.00	0.63	1.11	0.63	1.11	0.00	-1.05	-1.86	-1.05	-1.86
지주회사 제외	최댓값	20.77	20.78	20.89	20.92	20.90	20.93	0.47	2.37	5.29	2.37	5.29	0.00	-0.02	-0.05	-0.02	-0.05
	최솟값	9.09	9.09	9.12	9.16	9.12	9.16	0.00	0.01	0.03	0.01	0.03	-0.79	-3.95	-8.81	-3.95	-8.81
	단순평균	14.28	14.29	14.36	14.45	14.36	14.46	0.06	0.59	1.30	0.65	1.36	-0.10	-0.99	-2.17	-1.08	-2.26
	가중평균	14.76	14.76	14.85	14.98	14.85	14.98	0.03	0.61	1.46	0.64	1.49	-0.05	-1.02	-2.44	-1.07	-2.49
지주회사 포함	최댓값	26.50	26.50	26.50	26.50	26.50	26.50	0.47	2.37	5.29	2.37	5.29	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	최솟값	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	7.20	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.79	-3.95	-8.81	-3.95	-8.81
	단순평균	14.50	14.50	14.55	14.62	14.56	14.62	0.05	0.41	0.91	0.46	0.96	-0.08	-0.69	-1.52	-0.77	-1.60
	가중평균	14.99	15.00	15.06	15.16	15.07	15.17	0.03	0.47	1.13	0.50	1.16	-0.05	-0.79	-1.88	-0.83	-1.93

주: *는 지주회사로 분류된 기업

www.kci.go.kr

 〈표 12〉 주요 모수들에 대한 민감도 분석(시나리오 4 기준)[1)]

(단위: %)

기업	배당성향						타인자본비율[3)]						자본의 산출탄력성					
	사용자비용 변화율			자본 변화율			사용자비용 변화율			자본 변화율			사용자비용 변화율			자본 변화율		
	α-3[2)]	α	α+3	α-3	α	α+3	β-5	β	β+5	β-5	β	β+5	Θ-10	Θ	Θ+10	Θ-10	Θ	Θ+10
1	0.23	0.23	0.24	-0.38	-0.39	-0.40	0.15	0.23	0.34	-0.26	-0.39	-0.56	0.23	0.23	0.23	-0.33	-0.39	-0.47
2	2.37	2.37	2.36	-3.95	-3.95	-3.94	1.81	2.37	3.03	-3.01	-3.95	-5.06	2.37	2.37	2.37	-3.39	-3.95	-4.74
3	0.30	0.30	0.30	-0.50	-0.49	-0.49	0.19	0.30	0.43	-0.32	-0.49	-0.71	0.30	0.30	0.30	-0.42	-0.49	-0.59
4	0.56	0.57	0.58	-0.93	-0.95	-0.97	0.41	0.57	0.76	-0.69	-0.95	-1.26	0.57	0.57	0.57	-0.81	-0.95	-1.14
5	1.37	1.38	1.38	-2.29	-2.29	-2.30	1.09	1.38	1.71	-1.82	-2.29	-2.84	1.38	1.38	1.38	-1.97	-2.29	-2.75
6*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
7	0.03	0.03	0.03	-0.05	-0.05	-0.05	0.03	0.03	0.04	-0.04	-0.05	-0.06	0.03	0.03	0.03	-0.04	-0.05	-0.06
8	0.15	0.15	0.15	-0.25	-0.25	-0.25	0.12	0.15	0.18	-0.20	-0.25	-0.30	0.15	0.15	0.15	-0.21	-0.25	-0.30
9*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
10*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
11	0.92	0.97	1.03	-1.53	-1.62	-1.72	0.73	0.97	1.28	-1.21	-1.62	-2.13	0.97	0.97	0.97	-1.39	-1.62	-1.95
12*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
13	1.08	1.12	1.16	-1.80	-1.87	-1.93	0.91	1.12	1.37	-1.51	-1.87	-2.28	1.12	1.12	1.12	-1.60	-1.87	-2.24
14	0.23	0.24	0.26	-0.39	-0.41	-0.43	0.20	0.24	0.29	-0.34	-0.41	-0.49	0.24	0.24	0.24	-0.35	-0.41	-0.49
15	0.21	0.22	0.23	-0.35	-0.36	-0.38	0.20	0.22	0.25	-0.33	-0.36	-0.41	0.22	0.22	0.22	-0.31	-0.36	-0.44
16	0.58	0.59	0.59	-0.97	-0.98	-0.99	0.49	0.59	0.73	-0.81	-0.98	-1.22	0.59	0.59	0.59	-0.84	-0.98	-1.18
17	0.01	0.01	0.01	-0.02	-0.02	-0.02	0.01	0.01	0.02	-0.02	-0.02	-0.03	0.01	0.01	0.01	-0.02	-0.02	-0.03
18	1.84	1.85	1.86	-3.07	-3.09	-3.10	1.43	1.85	2.36	-2.38	-3.09	-3.93	1.85	1.85	1.85	-2.64	-3.09	-3.70
19	0.31	0.31	0.31	-0.51	-0.51	-0.51	0.25	0.31	0.37	-0.42	-0.51	-0.62	0.31	0.31	0.31	-0.44	-0.51	-0.61
20	0.82	0.84	0.86	-1.37	-1.40	-1.43	0.56	0.84	1.20	-0.93	-1.40	-2.00	0.84	0.84	0.84	-1.20	-1.40	-1.68
21	0.33	0.33	0.33	-0.56	-0.55	-0.55	0.25	0.33	0.42	-0.42	-0.55	-0.71	0.33	0.33	0.33	-0.47	-0.55	-0.66
22*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
23*	0.19	0.25	0.31	-0.31	-0.42	-0.52	0.26	0.25	0.24	-0.43	-0.42	-0.40	0.25	0.25	0.25	-0.36	-0.42	-0.50
24	0.02	0.02	0.02	-0.03	-0.03	-0.03	0.02	0.02	0.02	-0.03	-0.03	-0.04	0.02	0.02	0.02	-0.03	-0.03	-0.04
25*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
26*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0 0	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
27	0.23	0.23	0.23	-0.38	-0.38	-0.38	0.19	0.23	0.28	-0.31	-0.38	-0.46	0.23	0.23	0.23	-0.33	-0.38	-0.46
28*	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
29	0.79	0.81	0.84	-1.32	-1.36	-1.40	0.69	0.81	0.96	-1.15	-1.36	-1.60	0.81	0.81	0.81	-1.16	-1.36	-1.63

www.kci.go.kr

30		0.70	0.71	0.72	-1.16	-1.18	-1.20	0.60	0.71	0.84	-1.00	-1.18	-1.39	0.71	0.71	0.71	-1.01	-1.18	-1.42
31*		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
32		0.61	0.61	0.63	-1.01	-1.02	-1.05	0.49	0.61	0.77	-0.81	-1.02	-1.28	0.61	0.61	0.61	-0.88	-1.02	-1.23
33*		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
34		0.12	0.12	0.12	-0.21	-0.20	-0.20	0.08	0.12	0.17	-0.14	-0.20	-0.29	0.12	0.12	0.12	-0.18	-0.20	-0.25
35		1.39	1.48	1.58	-2.31	-2.47	-2.63	1.26	1.48	1.75	-2.09	-2.47	-2.92	1.48	1.48	1.48	-2.12	-2.47	-2.96
36		0.52	0.52	0.52	-0.87	-0.87	-0.87	0.43	0.52	0.63	-0.71	-0.87	-1.06	0.52	0.52	0.52	-0.75	-0.87	-1.04
37*		0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
38		0.85	0.88	0.91	-1.42	-1.47	-1.52	0.68	0.88	1.15	-1.14	-1.47	-1.92	0.88	0.88	0.88	-1.26	-1.47	-1.76
39		0.64	0.67	0.71	-1.06	-1.12	-1.19	0.52	0.67	0.86	-0.86	-1.12	-1.44	0.67	0.67	0.67	-0.96	-1.12	-1.35
40		0.63	0.63	0.63	-1.05	-1.05	-1.05	0.51	0.63	0.77	-0.84	-1.05	-1.29	0.63	0.63	0.63	-0.90	-1.05	-1.26
지주회사 제외	Max	2.37	2.37	2.36	-0.02	-0.02	-0.02	1.81	2.37	3.03	-0.02	-0.02	-0.03	2.37	2.37	2.37	-0.02	-0.02	-0.03
	Min	0.01	0.01	0.01	-3.95	-3.95	-3.94	0.01	0.01	0.02	-3.01	-3.95	-5.06	0.01	0.01	0.01	-3.39	-3.95	-4.74
	산술평균	0.64	0.65	0.66	-1.06	-1.08	-1.11	0.51	0.65	0.82	-0.85	-1.08	-1.37	0.65	0.65	0.65	-0.93	-1.08	-1.30
	가중평균	0.73	0.74	0.75	-1.21	-1.23	-1.24	0.56	0.74	0.95	-0.94	-1.23	-1.58	0.74	0.74	0.74	-1.05	-1.23	-1.47
지주회사 포함	Max	2.37	2.37	2.36	0.00	0.00	0.00	1.81	2.37	3.03	0.00	0.00	0.00	2.37	2.37	2.37	0.00	0.00	0.00
	Min	0.00	0.00	0.00	-3.95	-3.95	-3.94	0.00	0.00	0.00	-3.01	-3.95	-5.06	0.00	0.00	0.00	-3.39	-3.95	-4.74
	산술평균	0.45	0.46	0.47	-0.75	-0.77	-0.79	0.36	0.46	0.58	-0.61	-0.77	-0.97	0.46	0.46	0.46	-0.66	-0.77	-0.92
	가중평균	0.57	0.58	0.59	-0.96	-0.97	-0.98	0.45	0.58	0.75	-0.74	-0.97	-1.24	0.58	0.58	0.58	-0.83	-0.97	-1.16

주 1) 본 민감도 분석은 기업별로 기준모수값으로부터 일정한 증감률을 감안하여 수행함.

2) 기업의 현행 배당성향에서 3%를 차감한 값이 음이 될 경우 0%로 간주하여 분석하였음.

3) 타인자본비율의 변화가 간접적으로 영향을 미치는 손금산입률에 대해 지주회사는 영향이 없으므로 이를 고려하여 분석하였음.

4) *는 지주회사로 분류된 기업임.

www.kci.go.kr

〈표 13〉 유형자산 및 순유형자산 투자 감소액

(단위: 억 원)

기업	유형 자산 총액 (K)	유형자산 투자 감소액(ΔK)					순유형 자산 총액 (K)	순유형자산 투자 감소액(ΔK)				
		시나리오 1	시나리오 2	시나리오 3	시나리오 4	시나리오 5		시나리오 1	시나리오 2	시나리오 3	시나리오 4	시나리오 5
1	387,089	100	1,413	5,560	1,513	5,660	311,764	81	1,138	4,478	1,218	4,559
2	346,734	0	13,697	30,547	13,697	30,547	326,552	0	12,900	28,769	12,900	28,769
3	185,479	0	918	3,374	918	3,374	162,804	0	806	2,961	806	2,961
4	97,424	54	870	2,602	923	2,656	88,533	49	790	2,364	839	2,413
5	80,002	31	1,803	3,454	1,834	3,486	75,601	30	1,703	3,264	1,733	3,294
6*	103,293	0	0	0	0	0	98,581	0	0	0	0	0
7	109,941	0	56	71	56	71	103,541	0	52	67	52	67
8	139,478	0	344	635	344	635	112,962	0	279	514	279	514
9*	116,995	0	0	0	0	0	92,118	0	0	0	0	0
10*	46,614	0	0	0	0	0	41,634	0	0	0	0	0
11	116,297	159	1,728	4,530	1,888	4,690	113,336	155	1,684	4,415	1,840	4,570
12*	50,276	0	0	0	0	0	28,419	0	0	0	0	0
13	64,021	121	1,073	2,228	1,194	2,349	59,898	113	1,004	2,085	1,117	2,198
14	117,778	33	445	775	478	808	113,804	32	430	749	462	781
15	43,159	34	124	157	157	191	40,370	32	116	147	147	178
16	125,980	31	1,207	1,500	1,237	1,530	117,387	28	1,125	1,398	1,153	1,425
17	71,330	0	17	34	17	34	53,355	0	13	26	13	26
18	7,471	9	221	492	231	501	7,089	9	210	467	219	476

www.kci.go.kr

19	40,540	0	207	290	207	290	38,931	0	199	278	199	278
20	14,142	9	189	513	198	522	12,742	8	170	462	179	470
21	89,096	0	493	1,051	493	1,051	85,789	0	475	1,012	475	1,012
22*	46,721	0	0	0	0	0	41,812	0	0	0	0	0
23*	1,180	5	0	0	5	5	1,121	5	0	0	5	5
24	36,301	1	11	20	12	21	34,466	1	10	19	11	20
25*	14,494	0	0	0	0	0	14,220	0	0	0	0	0
26*	19,696	0	0	0	0	0	18,807	0	0	0	0	0
27	4,283	0	16	26	16	26	3,356	0	13	20	13	20
28*	60,821	0	0	0	0	0	57,091	0	0	0	0	0
29	4,079	8	48	79	55	87	3,682	7	43	71	50	78
30	49,076	58	521	783	579	841	46,055	54	489	735	543	789
31*	33,588	0	0	0	0	0	32,881	0	0	0	0	0
32	11,575	1	117	223	119	224	11,224	1	114	216	115	218
33*	48,675	0	0	0	0	0	38,593	0	0	0	0	0
34	25,405	0	52	172	52	172	23,777	0	49	161	49	161
35	5,746	45	97	219	142	264	5,365	42	90	205	133	247
36	31,432	0	274	443	274	443	29,569	0	257	417	257	417
37*	132	0	0	0	0	0	44	0	0	0	0	0
38	13,632	98	103	382	200	480	10,688	77	81	300	157	376
39	21,118	33	204	564	238	597	19,105	30	185	510	215	540
40	30,601	0	321	568	321	568	28,808	0	303	535	303	535
전체 감소액	2,811,695	830	26,572	61,292	27,401	62,121	2,505,874	754	24,729	56,644	25,482	57,396
평균 감소액	70,292	21	664	1,532	685	1,553	62,647	19	618	1,416	637	1,435

주: 순유형자산액은 유형자산에서 감가상각액을 차감한 금액이며 *는 지주회사로 분류된 기업임.

www.kci.go.kr

V. 연구의 종합 및 정리

1. 재벌세 논의와 국제비교

한국의 법인 간 배당수익 이중과세는 주요 국가와 비교할 때 가장 높은 수준으로 적용받고 있는 것으로 판단된다. 주요국에 비해 한국과 미국만이 과도하게 부과하고 있으며, 한국의 익금산입 비율은 미국보다 더 높다. 특히 익금산입률뿐 아니라 법인세율을 고려한 실효세율 측면에서도 한국의 법인 간 배당수익 이중과세율이 더 과중한 것으로 평가됐다. 한편, 법인 간 배당수익에 대한 이중과세가 역대 미국의 피라미드 출자구조를 해체시켰다는 주장이 기정사실로 인식되어 왔으나, 최근 이에 대해 의문과 반론이 학술적으로 제기되어 논의 중에 있는 상황이다. 즉 미국 루즈벨트 대통령의 1935년 조세개혁을 통한 법인 간 이중과세 제도의 도입이 피라미드 출자구조를 형성했던 미국 대기업집단을 와해시켰다는 주장이 학계에서 인정되고 있었으나, 이에 대해 미국은 금융시장이 발전돼있어 원래 피라미드 출자구조가 희소했으며, 지역별 전력·가스회사(public utility company)만이 지주회사식 출자구조를 유지했다는 주장이 대두되고 있다. 특히 지역별 전력지주회사는 법인 간 배당수익이 아닌 PUHCA법에 의해 해체된 것이라는 주장으로 인해 법인 간 이중과세의 유효성에 대한 논란이 제기되고 있는 상황이다.

본 연구는 이러한 외국의 유효성 논의를 한국 기업집단 상황에 적용하여 재벌세 정책의 유효성에 대한 논의도 검토했다. 재벌세를 통해 대규모 기업집단이 현행 출자구조를 전환시킬 수 있는 두 가지 유형, 즉 출자 계열사의 합병·매각과 지주회사로의 전환을 고려하였다. 먼저 재벌세 도입에 따른 계열사 간 합병이나 출자한 회사의 매각 가능성을 평가한 결과, 두 가지 상반된 효과가 대치되는 것으로 평가됐다. 재벌세는 배당수익 전액이 익금산입되도록 하기 때문에 출자회사가 납부해야 할 법인세가 이중적으로 증가하므로 출자회사로서는 절세를 위해 피출자회사의 지분을 모두 인수하여 합병하거나 혹은 이중과세로 인한 실질수익의 감소를 줄이기 위해 피출자회사의 지분을 모두 매각할 유인이 높아진다. 그러나 전술한 바와 같이 현재 한국의 기업집단 계열사들은 상대적으로 높은 법인 간 배당수익 이중과세를 적용받고 있어 낮은 소유지분과 낮은 배당성향이라는 특성을 나타내고 있기 때문에 재벌세로 인한 절세 유인은 매우 제한적인 영향만을 보여줄 것으로 판단된다.[40] 즉 재벌세를

www.kci.go.kr

회피하기 위해 오히려 배당성향을 낮추는 방향으로 유인이 전환될 수도 있기 때문이다. 다음으로 재벌세 도입에 따른 지주회사 체제로의 전환 가능성 경우도 마찬가지로 두 가지 상반된 효과가 공존한다. 재벌세로 인한 익금불산입 폐지는 기업집단으로 하여금 법인세법상 특례조항으로 익금불산입률의 혜택이 부여되고 지주회사 체제로 전화할 유인을 증대시킨다. 현행 지주회사로 전환한 기업집단은 법인세법상 익금불산입 혜택을 부여받기 위한 요건을 충족시키고 있으며 상대적으로 높은 배당성향을 기록하고 있다. 그러나 지주회사로 전환하기 위해서는 소유지분율 제한과 부채비율 규제를 준수해야 하며 금융계열사를 매각해야 하는 등의 비용이 부과되므로 기업집단으로서 전환하는 데 부담으로 작용한다. 이러한 논의처럼 재벌세의 유효성은 실증적 검증을 통해 입증되어야 할 필요가 있다.

2. 재벌세가 자본비용 및 투자율에 미치는 실증적 영향

한국의 40대 기업을 대상으로 실증분석한 본 연구의 결과에 따르면, 재벌세가 도입될 경우 자본비용이 상승하여 투자율 감소로 연결되는 것으로 나타났다. 분석결과, 40대 기업 중 재벌세가 적용되는 기업(지주회사 제외)의 경우 계열사에 대한 출자재원이 타인자본비율에 비례하여 이루어진다는 가정(시나리오 4)에서 재벌세로 인해 자본비용(C)이 0.64% 증가하고 생산을 위한 자본규모의 변화율($\triangle K/K$)이 −1.07%인 것으로 나타났다. 이를 재벌세 도입에 따른 40대 기업들의 투자 감소액으로 환산할 경우 유형자산으로는 2조7,401억 원이, 그리고 순유형자산으로는 2조5,482억 원이 감소하는 규모에 해당한다. 또한 차입금을 계열사에 대한 출자재원으로 우선적으로 사용한다는 가정(시나리오 5)에서는 재벌세가 적용되는 기업의 경우 자본비용(C)이 1.49% 증가하고 생산을 위한 자본규모의 변화율($\triangle K/K$)이 −2.49%인 것으로 나타났다. 이를 재벌세 도입에 따른 40대 기업들의 투자 감소액으로 환산할 경우 유형자산으로는 6조2,121억 원이, 그리고 순유형자산으로는 5조7,396억 원이 감소하는 규모에 해당한다. 즉 재벌세가 도입될 경우 40대 기업만을 대상으로 분석한 결과, 최소 2조 원에서 최대 6조 원에 이르는 규모의 유형자산 혹은 순유형자산이 감소하는 것으로 나타났다.

본 연구의 결과, 재벌세의 영향 중 익금불산입률 폐지에 대한 영향이 이자비용의 손금산

40) 이는 정책모의실험 결과에서 확인한 바와 같이 배당으로 인한 효과는 상대적으로 미미한 것도 그러한 증거가 될 수 있다.

www.kci.go.kr

입 폐지의 영향의 10분의 1 수준 이하로 나타났는데, 이러한 원인으로는 현재 익금불산입률 자체가 매우 낮아 배당성향이 낮고 계열사에 대한 출자지분도 낮기 때문인 것으로 평가된다. 전술한 바와 같이 법인세법상 지주회사 소속 계열사에 대해서는 익금불산입률이 현저하게 높게 규정되어 있고 지주회사 체제에 소속되는 40대 기업의 경우 계열사 출자지분과 배당성향도 지주회사 체제가 아닌 그룹 40대 기업에 비해 현저하게 높았던 사례가 이를 반영한다. 이러한 점에서 지주회사 체제가 아닌 기업집단에 속한 기업들은 낮은 익금불산입률로 인해 이미 일정 수준의 이중과세에 영향을 크게 받고 있음을 의미한다. 즉 이들 기업집단은 법인 간 배당지급에 있어서 이미 재벌세를 적용받고 있기 때문에 익금불산입률의 폐지효과가 이자비용의 손금산입 폐지보다 효과가 낮게 나타난 것으로 해석된다.

3. 연구의 한계와 향후 과제

본 연구는 재벌세 도입이 40대 기업의 자본조달비용과 투자규모에 미치는 영향을 기존 추정방식을 확장 적용하여 분석했다. 본 연구는 민감도 분석을 통해 추정결과의 정합성을 입증했다는 장점을 가지고 있으나, 재벌세 도입에 따른 효과를 정태적으로 분석했다는 한계를 갖고 있다. 재벌세의 효과를 종합적으로 판단하기 위해서는 재벌세 도입을 통해 나타날 수 있는 다양한 효과에 대해서도 고려해야한다. 즉 재벌세의 도입이 초래하게 되는 출자지분율의 변화, 배당성향의 변화, 재무구조의 변화 등 주요 변수들의 변화방향을 추정하여 이를 분석에 활용해야 할 필요가 있다. 전술한 바와 같이 재벌세는 피출자 계열사와 출자 계열사 간 합병을 유도하거나 지주회사로 전환시킬 유인을 부여하고 있어 지분율의 상승과 배당성향의 증가를 초래할 수도 있다. 그러나 설명한 바와 같이 반대로 지분율을 줄이거나 배당성향을 감소시킬 유인도 존재하기 때문에 일률적인 변화를 예측하기 어려워 본 연구는 추정방법에 이러한 내생적 변화를 포함시키지 못했다는 한계를 갖고 있다.

또한 본 연구는 상위 40대 기업의 출자구조만을 고려하여 분석함으로써, 상호출자제한 기업집단 전체 계열사를 대상으로 분석하지는 않았다는 한계를 갖고 있다. 전체 기업집단 계열사를 대상으로 분석한 결과를 통해 정책적 영향을 가늠해볼 수 있으며 기업집단별 재벌세 효과를 추정할 수도 있었으나, 본 연구는 이러한 확장에 이르지 못했다. 향후의 관련 연구에서는 기업집단 전체 계열사를 대상으로 재벌세 도입으로 인한 기업지배구조 및 재무구조상

www.kci.go.kr

의 영향을 추정하고 이를 기반으로 출자구조의 변화방향을 검토하는 분석이 수행되기 바란다. 추정된 재벌세의 효과가 정책이 의도한 대로 출자구조를 축소시키는 방향으로 나타난다면 그러한 긍정적 효과와 투자 감소로 인한 부정적 효과를 비교하여 분석하는 연구과정도 가능해질 것이다.

www.kci.go.kr

부 록

A. 수학적 도출

(1) 주식가치 극대화 문제: 〈표 6〉

임의의 시간 t에 대하여 주주의 자산구성균형을 위해서 다음과 같이 세후 배당지급액과 세후 자본이득액의 합이 주식의 균형수익액과 같아져야 한다.

$$\left(1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu\right)D_t+\left(1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu\right)\left(\frac{\partial V_t}{\partial t}-S_t\right)=r_e V_t$$

위 식에서 좌변의 첫 번째 항은 세후 배당지급액, 두 번째 항은 세후 자본이득액, 우변의 항은 주식의 균형수익액을 의미한다. 위 식을 주식의 시장가치 V_t에 관하여 다시 정리하면 V_t에 대한 선형 1계 상미분방정식

$$\frac{dV_t}{dt}-\frac{r_e}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}V_t=-\frac{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}D_t+S_t$$

으로 나타낼 수 있으며 이를 transversality condition

$$\lim_{t\to\infty}V_t e^{-\frac{r_e(t-t_0)}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}}=0$$

하에서 풀면, <표 6>에서 식(1)과 같이 시간 t_0에서 주식의 시장가치 V_{t_0}를 기업의 목적함수로서 얻을 수 있다.

기업은 주식의 시장가치를 극대화하는 데 있어서 식(a1)과 같이 자금제약조건

$$\begin{aligned}&D+\left(1-\tau_c^0\phi\right)r_dB+\left(1-ITC-\tau_c^0Z-\tau_c^0R\right)q(\delta K+I)\\&=\left(1-\tau_c^0\right)(pF(K,L)-wL)+b+\left(1+\tau_c^0\psi\right)S\end{aligned}\qquad\text{(a1)}$$

에 직면하게 된다. 식(a1)에서 좌변은 배당, 차입금 이자지급, 총투자에 의한 총지출, 우변은 이윤, 사채발행 및 은행차입, 주식발행에 의한 총수입을 의미하고 있으며, 좌·우변이 같아

www.kci.go.kr

서 자금의 총지출과 총수입이 일치되고 있다.

또한 시간 t에서 순투자에 의해 자본은 증가되고, 타인자본의 신규조달로 인해 총부채가 증가되기 때문에 자본과 총부채의 축적식이 각각 식(4)와 아래 식과 같이 성립한다.

$$\frac{dB}{dt} = b \tag{a2}$$

한편, 기업의 외생적 금융정책으로 세후소득에서 일정비율의 배당지급과 총자산 대비 부채의 일정비율을 가정함에 따라 기업의 배당액과 총부채는 각각

$$D = \alpha\left[\left(1-\tau_c^0\right)(pF(K,L)-wL)-\left(\left(1-\tau_c^0\phi\right)r_d-\pi\right)B-\left(1-ITC-\tau_c^0 Z-\tau_c^0 R\right)q\delta K+\tau_c^0\psi S\right] \tag{a3}$$

$$B = \left(1-ITC-\tau_c^0 Z-\tau_c^0 R\right)\beta qK \tag{a4}$$

이다. 그리고 자본재의 가격과 일반물가의 변동률은 같다고 가정한다($\frac{dq/dt}{q} = \frac{dp/dt}{p} = \pi$).

식(a4)를 t에 관하여 미분한 후 식(4)와 (a2)를 대입하면, 타인자본의 신규조달액

$$b = \left(1-ITC-\tau_c^0 Z-\tau_c^0 R\right)\beta q(\pi K + I) \tag{a5}$$

를 얻을 수 있다. 다음은 식 (a1)과 (a3)에 식 (a4)와 (a5)를 대입하여 연립방정식을 풀면, D와 S는 <표 6>에서 식 (2)와 (3)과 같이 각각 I, L, K로 표현된다. 따라서 기업의 주식가치 극대화 문제는 제약조건 식 (2), (3), (4) 하에서 목적함수 식(1)을 극대화하는 것이다.

(2) 자본의 사용자 비용과 투자: 〈표 7〉

<표 6>에서 주식가치 극대화 문제와 대응하는 present-value Hamiltonian은

$$H(I, L, K) = \left(\frac{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}D - S\right)e^{-\frac{r_e(t-t_0)}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}} + \lambda' I \tag{a6}$$

www.kci.go.kr

가 되며 $\lambda' := \lambda e^{-\frac{r(t-t_0)}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}}$ 는 Lagrangian multiplier를 나타낸다.

주식가치의 극대화를 위한 1차조건은 다음과 같이 구해진다. 식(a6)에서 Hamiltonian을 통제변수 I와 L에 관하여 각각 편미분하여 0으로 놓으면,

$$\frac{\partial H}{\partial I}=0 \;\; ; \;\; \frac{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}\frac{\partial D}{\partial I}-\frac{\partial S}{\partial I}+\lambda=0 \qquad \text{(a7)}$$

$$\frac{\partial H}{\partial L}=0 \;\; ; \;\; \frac{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}\frac{\partial D}{\partial L}-\frac{\partial S}{\partial L}=0 \qquad \text{(a8)}$$

이다. Hamiltonian을 상태변수 K에 관하여 편미분하여 $-\frac{d\lambda'}{dt}$ 으로 놓으면,

$$\frac{\partial H}{\partial K}+\frac{d\lambda'}{dt}=0 \; ; \; \frac{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}\frac{\partial D}{\partial K}-\frac{\partial S}{\partial K}+\frac{d\lambda}{dt}-\frac{r_e}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}\lambda=0 \qquad \text{(a9)}$$

이다. 그리고 transversality condition은

$$\lim_{t\to\infty}\lambda'_t K_t=0 \qquad \text{(a10)}$$

한편, I, L, K에 관한 D와 S의 편도함수를 구하기 위해 <표 6>에서 식 (2)와 (3)을 I, L, K에 관하여 각각 편미분하면

$$\frac{\partial D}{\partial I}=\frac{\alpha\tau_c^0\psi\left(1-ITC-\tau_c^0Z-\tau_c^0R\right)q(1-\beta)}{1+(1-\alpha)\tau_c^0\psi} \qquad \text{(a11)}$$

www.kci.go.kr

$$\frac{\partial D}{\partial L}=\frac{\alpha\left(1-\tau_c^0\right)\left(p\frac{\partial F(K,L)}{\partial L}-w\right)}{1+(1-\alpha)\tau_c^0\psi} \tag{a12}$$

$$\frac{\partial D}{\partial K}=\frac{\alpha\left\{\left(1-\tau_c^0\right)p\frac{\partial F(K,L)}{\partial K}-\left(1-ITC-\tau_c^0Z-\tau_c^0R\right)q\left(\left(\left(1-\tau_c^0\phi\right)r_d-\pi\right)\beta+\delta\right)\right\}}{1+(1-\alpha)\tau_c^0\psi} \tag{a13}$$

$$\frac{\partial S}{\partial I}=\frac{\left(1-ITC-\tau_c^0Z-\tau_c^0R\right)q(1-\beta)}{1+(1-\alpha)\tau_c^0\psi} \tag{a14}$$

$$\frac{\partial S}{\partial L}=-\frac{(1-\alpha)\left(1-\tau_c^0\right)\left(p\frac{\partial F(K,L)}{\partial L}-w\right)}{1+(1-\alpha)\tau_c^0\psi} \tag{a15}$$

$$\frac{\partial S}{\partial K}=-\frac{(1-\alpha)\left\{\left(1-\tau_c^0\right)p\frac{\partial F(K,L)}{\partial K}-\left(1-ITC-\tau_c^0Z-\tau_c^0R\right)q\left(\left(\left(1-\tau_c^0\phi\right)r_d-\pi\right)\beta+\delta\right)\right\}}{1+(1-\alpha)\tau_c^0\psi} \tag{a16}$$

를 얻을 수 있다. 그러므로 식 (a11)~(a16)에 의해 D와 S의 편도함수 간에 다음의 관계가 성립한다.

$$\frac{\partial D}{\partial I}=\alpha\tau_c^0\psi\frac{\partial S}{\partial I} \tag{a17}$$

$$\frac{\partial D}{\partial L}=-\frac{\alpha}{1-\alpha}\frac{\partial S}{\partial L} \tag{a18}$$

$$\frac{\partial D}{\partial K}=-\frac{\alpha}{1-\alpha}\frac{\partial S}{\partial K} \tag{a19}$$

식 (a7)~(a9)에 식 (a17)~(a19)로부터 I, L, K에 관한 D와 S의 편도함수 간의 관계식을 이용하고 식 (a14)~(a16)으로부터 I, L, K에 관한 S의 편도함수를 대입하며 식을 재정리하면

$$\left(1-\frac{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}\alpha\tau_c^0\psi\right)\frac{(1-\beta)\left(1-ITC-\tau_c^0Z-\tau_c^0R\right)q}{1+(1-\alpha)\tau_c^0\psi}=\lambda \tag{a20}$$

www.kci.go.kr

$$p\frac{\partial F(K,L)}{\partial L}=w \tag{a21}$$

$$\left(\frac{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k(1-\xi^k)\sigma^k-\tau_p\mu}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}\alpha+1-\alpha\right)$$
$$\times\frac{\left(1-\tau_c^0\right)p\frac{\partial F(K,L)}{\partial K}-\left(1-ITC-\tau_c^0Z-\tau_c^0R\right)q\left(\left(\left(1-\tau_c^0\phi\right)r_d-\pi\right)\beta+\delta\right)}{1+(1-\alpha)\tau_c^0\psi} \tag{a22}$$
$$+\frac{d\lambda}{dt}-\frac{r_e}{1-\sum_{k=1}^{n}\tau_c^k\sigma^k-\tau_g\mu}\lambda=0$$

을 얻는다.

자본의 사용자 비용은 먼저 식(a20)에 log를 취하고 시간 t에 관해 미분하여 얻은 식 $\frac{d\lambda}{dt}=\pi\lambda$와 다시 식(a20)을 식(a22)에 대입하면 <표 7>에서 식 (5)~(8)과 같이 도출된다.

또한 생산함수 $Q=F(K,L):=AK^{\theta}L^{\eta}$를 Cobb-Douglas 형태로 가정하고, 이를 K에 관해 편미분하여 얻은 식 $\frac{\partial F(K,L)}{\partial K}=\theta AK^{\theta-1}L^{\eta}$를 식(5)에 대입하면

$$\frac{p\theta AK^{\theta-1}L^{\eta}}{q}=c \tag{a23}$$

이다. 식(a23)에서 p, q, θ와 A는 기업에 주어진 것으로 상수가 되고, L이 일정한 수준으로 고용되어 있다고 가정하면 $dp=dq=d\theta=dA=dL=0$이 된다. 따라서 식(a23)을 log를 취하고 전미분하면, 시간 t 내에서 자본 변화율(또는 자본 대비 투자 변화의 비율)과 자본의 사용자 비용 변화율 간의 관계 식(9)가 도출된다.

www.kci.go.kr

참고문헌

강민우,「한국 자본시장의 주식프리미엄과 위험회피계수 추정」,『응용경제』Vol.10 No.3, 2008, pp.33-48.

곽태원,『감가상각제도와 자본소득과세: 감각상각제도의 투자유인효과를 중심으로』, 한국개발연구원 연구보고서, 1985.

국세청,『2011 국세통계연보』, 2011.

김종일 · 왕규호 · 정수연,「제조업 업종별 규모의 보수와 생산 효율성에 관한 연구」,『계량경제학보』Vol.10 No.1, 1999, pp.93-126.

김진수,「배당소득세제의 정책과제」,『재정포럼』, 2003년 1월호(제79호), 한국조세연구원, 2003.

_____,『배당소득과세제도의 개편방향』, 한국조세연구원, 2004.

김학수,『연구개발투자에 대한 조세지원제도의 효과 분석』, 한국경제연구원 연구보고서 07-04, 2007.

_____,『법인세 한계유효세율의 추정 및 시사점』, 한국경제연구원 연구보고서 09-11, 2009.

원윤희 · 현진권,「한국의 한계유효세율: 1960~1998년 기간을 중심으로」,『한국경제의 분석』Vol.6, No.3, 2000, pp.115-169.

윤건영,「자본소득세 정책의 투자유인효과분석」,『재정논집』, Vol.2, 1988, pp.261-288.

_____,「증자소득공제와 재무구조개선」,『한국조세연구』, Vol.9, 1994, pp.91-127.

윤건영 · 김종웅,「한국의 법인투자 유효한계세율」,『공공경제』, Vol.2, 1997, pp.162-200.

이준규 · 김진수,『손익대체형 기업집단세제의 도입 가능성』, 정책보고서 05-02, 한국조세연구원, 2005.

표학길 · 김우철 · 전은경,『한국의 산업별 수익률 및 사용자비용 추계(1970~2006)』, 한국조세연구원 기타연구자료, 2009.

현진권,『유형고정자산의 경제적 감가상각 추정』, 한국조세연구원, 1996.

황상현 · 김현종,『계열사 출자에 따른 과세에 대한 논의 및 영향분석 연구』, 한국경제연구원 연구보고서, 2012.

www.kci.go.kr

Bank, Steven A. and Brian R. Cheffins, "The Corporate Pyramid Fable," *Business History Review* 84(3), 2010, pp.435-458.

Berle, Adolf A. and Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New Brunswick, N. J., 1997(originally published in 1932).

Bonbright, James C. and Gardiner C. Means, *The Holding Company: Its Public Signifi cance and Its Regulation*, New York, 1932.

Colpan, Asli M. and Takashi Hikino, "Foundations of Business Groups: Towards and Integrated Framework," *The Oxford Handbook of Business Groups*, 2010, pp.15-66.

Cooley, Thomas F., *Frontiers of Business Cycle Research*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 1995.

Hall, Robert E. and Dale W. Jorgenson, "Tax Policy and Investment Behavior," *American Economic Review* 57(3), 1967, pp.391-414.

Hynning, Clifford J. and Gerhard Colm, *Taxation of Corporate Enterprise*, Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office, 1941.

Jorgenson, Dale W., "Capital Theory and Investment Behavior," *American Economic Review* 53(2), 1963, pp.247-269.

Lent, George, *The Impact of the Undistributed Profits Tax*, 1936-1937, New York: AIVIS Press, 1968.

Morck, Randall, "How to Eliminate Pyramidal Business Groups: The Double Taxation of Intercorporate Dividends and Other Incisive Uses of Tax Policy," James Poterba (ed.), *Tax Policy & the Economy*, 19th edition, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass., 2005.

Roe, Mark J., *Strong Managers Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*, Princeton Paperbacks, 1994.

Smith, Frank, *Inside Trading*, 1941.

Twentieth Century Fund, Committee on Taxation, *Facing the Tax Problem*, New York: Twentieth Century Fund, 1937.

www.kci.go.kr

Journal of Regulation Studies Vol.21 No.1 June 2012

Discussion and Policy Simulation on the Introduction of Conglomerate Tax

Sanghyun Hwang and Hyun Jong Kim

This paper examines the discussions related to 'conglomerate tax'(tax on investment in affiliates) and numerically estimates the impacts of introducing this system on corporate finance and investment. The conglomerate tax means a tax policy for large-size business groups that excludes deduction of dividend incomes between affiliates and interest expenses on debt for investment in affiliates. First, this paper compares the current tax system of Korea internationally, reviews academic discussions, and also investigates changes on corporate finance due to the introduction of taxation applicable. This paper estimates the effects on capital cost and investment of abolishing the exclusion of dividend income from gross revenue and the deduction of interest expense for forty domestic major firms in numerical analysis. On the assumption that funds for investing in affiliates are proportional to debt ratio for forty firms except holding companies that conglomerate taxes are applicable to, the result from policy simulation is that the cost of capital increases by 0.64%, and the capital for production decreases by 1.07% due to the conglomerate taxes. To say it another way, the amount of investment reduction becomes ₩ 2740.1 billion in tangible asset and ₩ 2548.2 billion in net tangible asset. The analysis shows that the effect of abolishing the exclusion of dividend income from gross revenue is 10 times less than that of abolishing the deduction of interest expense. This is why the exclusion rate of dividend income itself is currently very low, so that dividend payout ratio and equity share of affiliate are low.

www.kci.go.kr

Key words: Conglomerate Tax, Corporate Governance, Ownership Structure, Large Size Business Group, Exclusion of Dividend Income from Gross Revenue, Deduction of Interest Expense, Double Taxation, User Cost of Capital, Investment

JEL Classification: G32, G34, H20, H25

www.kci.go.kr