

조세회피와 기업가치

이광숙* · 기은선** · 윤성수***

<요 약>

본 연구는 기업의 조세회피 성향이 그 기업의 세후영업현금흐름에 대한 자본시장 참가자의 평가에 차별적 영향을 미치는지 분석하였다. 구체적으로, 조세회피에 대한 전통적 관점을 기본으로 하여 투자자들이 조세전략과 관련된 추가적인 조세비용(또는 비조세비용)을 고려하여 세후영업현금흐름을 차별적으로 평가하는지, 그리고 투자자들이 조세전략을 평가함에 있어 잠재적 대리인 비용을 고려하는지 실증 분석하였다.

2002년부터 2010년까지 유가증권 상장법인을 대상으로 분석한 결과, 주식시장 참여자들은 조세회피기업의 세후영업현금흐름을 평가절하 하는 것으로 나타났다. 한편 조세회피가 기업가치에 미치는 영향과 관련하여 기업지배구조는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내 기업의 투자자들이 조세회피의 불확실한 지속성 및 기대세무조사 비용 등 잠재적인 조세 및 비조세비용을 고려하여 조세회피 기업의 세후영업현금흐름을 부정적으로 평가하고 있는 것으로 해석된다. 또한 조세회피행위를 대리인비용을 증가시키는 요인으로 보고 있지 않은 것으로 해석된다. 이는 국내기업의 경우 조세피난처 창설이 불가능하고 회계이익을 기반으로 세무이익을 산출하는 조세환경으로 인하여 경영자의 사적이익 추구수단으로 조세절감이 활용될 가능성이 낮은 현실을 반영한 것으로 해석된다.

본 연구는 투자자들이 기업가치를 평가하는 과정을 조세회피 수행여부와 세후영업현금흐름을 연계하여 분석함으로써 투자자들이 조세회피 및 조세회피로 인해 증가된 현금흐름을 기업가치에 어떻게 반영하는지 실증적 증거를 제시하였다. 조세회피와 기업가치에 대한 선행연구가 세후현금흐름의 증가로 인한 기업가치 상승을 보고하였으나 조세회피에 의한 세후현금흐름에 대한 평가를 구체화하지 않고 있다는 제한점을 보완한다.

〈주제어〉 조세회피, 기업가치, 영업현금흐름, 조세비용, 비조세비용

* 한국산업기술대학교 경영학부 조교수, kslbest@kpu.ac.kr, 주저자

** 강원대학교 경영회계학부 조교수, eski@kangwon.ac.kr, 공동저자

*** 고려대학교 경영대학 교수, ssyoon@korea.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구는 기업의 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 분석하였다. 구체적으로, 조세회피기업의 세후영업현금흐름에 대하여 자본시장 참여자들이 차별적으로 평가하는지를 검증하고, 이러한 조세회피기업의 세후영업현금흐름에 대한 평가가 해당 기업의 지배구조에 따라 달라지는지 분석한다.

조세회피¹⁾에 따른 조세부담의 감소가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 선행연구는 크게 두 가지로 나뉜다. 첫째, 조세회피가 기업의 세후현금흐름을 증가시키므로 기업가치에 긍정적 영향을 미칠 것이라는 전통적 견해(Graham and Tucker 2006)가 존재한다. 둘째, Slemrod(2004)와 Desai and Dharmapala(2006) 이후의 연구들로 조세회피와 기업가치간 관계를 주인-대리인 관점(principal-agent framework)에서 분석함으로써, 주주와 경영자간 정보비대칭(information asymmetry)이 존재하는 경우 조세회피의 비용(경영자의 사적 효익 추구 등 대리인 비용 증가)이 효익(세후이익 증가)을 상쇄하여 조세회피가 기업가치를 오히려 감소시킬 수 있다는 견해이다. 한편, 대리인 관점의 연구들이 조세회피에 따른 비조세비용(non-tax cost)으로 경영자의 사적효익 추구를 주장하고 있는 것과 달리 Blaylock(2011)은 조세회피와 경영자의 사적효익 추구가 관련이 있음을 나타내는 실증적 증거를 찾을 수 없다고 주장하였다. 조세회피와 기업가치의 관계에 대한 국내 실증연구로는 고윤성 외(2007)와 강정연과 고종권(2014) 등이 있으며, 일관된 결과를 제시하지 못하고 있는 실정이다.

본 연구는 선행연구를 확장하여 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 세후영업현금흐름에 대한 자본시장 참여자들의 평가를 통해 분석한다. 기업이 조세회피를 수행하는 경우 직접적인 조세부담이 감소하여 세후영업현금흐름이 증가하지만 동시에 조세회피를 위한 자문비용 뿐만 아니라 조세절감을 위해 복잡하게 거래구조를 변경하거나 향후 과세당국의 기대세무조사 비용 증가 등으로 인하여 관련 조세비용 및 비조세비용이 수반된다. 조세회피를 수행하는 기업과 그렇지 않은 기업의 세후영업현금흐름이 동일할 지라도 조세회피로 인한 현금흐름의 크기에 따라 내재된 위험은 달라질 수 있다. 본 연구는 조세회피기업의 세후현금흐름에 대한 투자자의 차별

1) Hanlon and Heitzman(2010)에 따르면 기업의 조세부담 경감을 위한 행위를 연속체(continuum)로 나타낼 때 한쪽 끝에 조세전략(tax planning strategy)이 위치하며, 반대쪽에 조세불응(noncompliance), 탈세(evasion), 공격적 조세회피(aggressiveness), 조세혜택거래(sheltering) 등이 위치하며 조세전략은 얼마나 적극적으로 조세부담을 줄이느냐에 따라 연속선상의 어느 점에도 해당될 수 있다고 주장하였다. 다수의 선행연구에서는 거래의 합법성을 암묵적으로 가정하고 기업의 조세절감행위를 “조세회피”로 정의하였으나, 공시된 재무자료를 이용하여 투자의사결정을 하는 투자자들은 합법적인 조세회피와 비합법적인 탈세를 구분할 수 없고(Wahab and Holland 2012), 과세당국 또한 사후적으로 해당 거래의 합법성 여부를 판단할 수 있을 뿐이며, 그 판단 또한 주관적일 수 있다. 조세회피에 대한 자세한 개념은 Hanlon and Heitzman(2010) 및 고종권 외(2013)를 참조하기 바란다.

적 평가를 통하여 기업의 절세행위에 대하여 투자자들이 인지하고 있는 조세비용 및 비조세비용이 존재하는지 검증한다.

본 연구에서는 Hanlon and Heitzman(2010)에 따라 거래의 합법성 여부에 관계없이 명시적 세금(explicit tax)을 감소시키는 행위를 “조세회피”로 폭넓게 정의하고, 세전 이익 대비 명시적 세금이 낮은 기업을 “조세회피기업”으로 정의하였다. 이때 조세회피란 세법의 규정을 어긴 것은 아니지만 법률이 의도하지 않은 방법으로 세부담을 줄이는 행동을 의미한다(고종권 외 2013).

본 연구는 2002년부터 2010년²⁾까지 12월 결산법인 중 금융업을 제외한 유가증권 상장법인을 대상으로 적극적으로 조세회피전략을 수행하는 기업의 세후영업현금흐름이 기업가치에 차별적 영향을 미치는지 분석하였다. 구체적으로 조세회피에 대한 전통적 관점을 기본으로 하여 투자자들이 조세전략과 관련된 추가적인 조세비용(또는 비조세비용)을 고려하여 세후영업현금흐름을 차별적으로 평가하는지를 검증하였으며, 투자자들이 조세전략을 평가함에 있어 잠재적 대리인 비용을 고려하는지 분석하였다.

분석결과 자본시장 참여자들은 조세회피(명시적 세금이 낮은) 기업의 가치를 긍정적으로 평가하는 것으로 나타났으나 조세회피기업의 세후영업현금흐름에 대해 평가절하하고 있어 결과적으로 조세회피로 인해 증가된 세후현금흐름에 대해 차별적 평가를 하는 것으로 나타났다. 이러한 결과는 국내 기업의 투자자들이 조세회피와 관련된 조세(비조세)비용 및 조세회피로 인한 절세액의 불확실한 지속성 및 기대세무조사 비용 등을 고려하여 조세회피기업의 세후영업현금흐름을 부정적으로 평가하고 있는 것으로 해석된다. 또한 조세회피로 인한 기업가치를 평가함에 있어 사외이사비율(OUT)을 제외한 기업지배구조는 유의한 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 이는 우리나라의 경우 조세피난처 창설이 불가능하고 회계상 이익을 기반으로 세무이익을 산출하는 조세환경으로 인하여 경영자의 사적이익 추구수단으로 조세절감의 활용가능성이 낮은 현실을 고려하여 조세회피와 대리인비용이 제한적 관계를 갖는 것으로 나타났다. 일반적으로 사외이사비율이 높은 경우 경영자와 주주간의 대리인문제가 완화될 것이라고 기대한다. 사외이사가 이사회 의사결정에 참여할 때 단기성과를 위한 공격적인 의사결정으로 기업이 향후 부담하게 될 위험이 높아지는 것을 방지할 것으로 기대할 수 있기 때문이다. 그러나 본 연구의 결과는 조세회피기업의 사외이사 비율이 높은 경우 해외의 사례처럼 지배구조의 우수성으로 인해 조세회피의 부정적 평가가 희석되는 것이 아니라, 주주가 기대하는 사외이사의 역할을 제대로 수행하지 않은 것으로 판단하여 우수한 지배구조로 인해 긍정적으로 평가하였던 부분이 희석된 것으로 해석된다.

본 연구는 투자자들이 기업가치를 평가하는 과정을 조세회피 수행여부와 세후영업현금흐름을 연계하여 고려함으로써 투자자들이 조세회피 및 조세회피로 인해 증가된 현금흐름을 기업가

2) 2011년부터 상장 등록법인에게 K-IFRS가 의무 도입되어 재무정보의 산출기준이 상이하므로 연구대상 기간을 K-GAAP에 따라 재무제표를 산출한 2010년까지로 한정하였다.

치에 어떻게 반영하는지 실증적 증거를 제시하였다. 이는 조세회피와 기업가치에 대한 선행연구가 세후현금흐름의 증가로 인한 기업가치 상승을 언급하였으나 조세회피에 의한 세후현금흐름에 대한 평가를 구체화하지 않고 있다는 제한점을 보완한 것이다. 또한 투자자들이 조세비용과 비조세비용을 종합적으로 고려하여 조세회피의 영향을 기업가치에 반영하는지 분석하였다는 점에서 의의가 있다.

본 논문은 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장에서는 조세회피와 기업가치에 대한 선행연구를 검토한다. 제Ⅲ장에서 연구가설 및 연구방법론을 제시한 후 제Ⅳ장에서는 실증분석 결과를 제시한다. 끝으로, 제Ⅴ장에서는 연구결과를 요약하고 본 연구의 공헌점 및 향후 연구과제를 제시하였다.

Ⅱ. 선행연구

조세회피에 따른 조세부담의 감소가 기업가치에 미치는 영향에 대해 선행연구들은 크게 두 가지 관점에서 설명하였다.

조세회피에 대한 전통적인 관점은 조세회피가 기업의 세후이익을 증가시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 설명하였다. 조세회피를 세금절감활동 측면으로 해석한 것으로 이와 관련된 대표적인 연구는 Graham and Tucker(2006)의 연구가 있다. 그들은 1975년부터 2000년까지 조세회피(corporate tax shelter)를 이용한 미국 기업을 대상으로 조세회피와 기업의 차입정책의 관련성을 검증하였다. 분석 결과 조세회피로 인한 조세절감액은 총자산의 약 9%이며, 이는 조세회피를 이용하지 않은 기업의 이자 감세효과(interest tax deduction)보다 훨씬 큰 것으로 나타났다. 또한 조세회피기업은 그렇지 않은 기업에 비해 부채비율이 약 8% 낮았으며, 이러한 결과는 조세회피가 기업의 자본구조 결정에 영향을 미친 것으로 조세회피가 이자의 감세효과를 대체하는 비부채 감세수단(non-debt tax shield)으로 이용되었다고 주장하였다. 그러나 동 연구는 조세회피로 인한 조세절감액을 실증적으로 추정하였다는 장점과 함께 조세회피로 인한 비조세비용을 고려하지 않고 있다는 한계점을 가지고 있다.

Slemrod(2004)는 기업의 조세불응(tax noncompliance)에 대한 기존의 연구들이 기업의 소유자가 세무보고 의사결정을 한다고 가정하였음을 지적하고, 개인의 조세회피에 대한 연구와 달리 소유와 경영이 분리된 상장기업의 조세회피에 대한 연구에서는 주주-대리인 문제를 고려하여야 한다고 주장하였다.

Desai and Dharmapala(2006)는 경영자 유인보상과 기업의 조세회피 간 음(-)의 관계가 있으며, 지배구조가 취약한 기업일수록 음(-)의 관계가 강화됨을 보임으로써 조세회피가 경영자의 사적효익 추구하고 관련이 있음을 실증하였다. 경영자가 자신의 사적효익 추구를 위해 조세회피를

하는 경우 경영자 유인보상을 통해 경영자와 주주 간 이해를 일치시키면 경영자의 사적효익 추구를 위한 조세회피가 감소함을 보였으며, 이를 통해 경영자 보상이 조세회피의 주요 결정 요인이라고 주장하였다.

Desai and Dharmapala(2009)는 미국 상장기업을 대상으로 조세회피와 기업가치 간의 관계를 분석하였다. 분석 결과 평균적으로 조세회피와 기업가치 간에는 유의한 관계가 존재하지 않지만, 기업지배구조가 좋은 기업(기관투자자 지분율이 높은 기업)의 경우에는 조세회피와 기업가치 간에 양(+)의 관계가 존재하는 것으로 나타났다. 이와 같이 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 기업지배구조에 따라 상이하게 나타나는 것에 대하여 이들은 기업지배구조가 취약한 기업의 경우 대리인 비용이 조세회피에 따른 주주의 이익을 상쇄하기 때문이라고 설명하였으며, 조세회피와 경영자의 사적효익 추구는 서로 연관되어 있기 때문에 조세회피에 대한 투자자의 평가는 기업의 경영자 감시능력에 따라 달라진다고 주장하였다.

한편, 대리인 관점의 연구들이 조세회피에 따른 비조세비용(nontax cost)으로 경영자의 사적효익 추구를 주장하고 있는 것과 달리 Blaylock(2011)은 조세회피와 경영자의 사적효익 추구가 관련이 있음을 나타내는 실증적 증거를 찾을 수 없다고 주장하였다. 그는 경영자 기회주의(managerial opportunism)를 나타내는 지표로 3가지 대용치(미래 수익성 하락, 과잉투자, 저배당)를 이용하여 조세회피와의 관련성을 분석하였으며, 분석 결과 기업의 조세회피는 미래 수익성 및 최적 투자 정책과 양(+)의 관련성이 있고, 배당과는 음(-)의 관련성이 있으나 이러한 음(-)의 관계가 기업지배구조와는 무관한 것으로 나타나 조세회피와 경영자의 사적 유용간의 유의한 결과를 찾을 수 없다고 주장하였다.

Desai and Dharmapala(2009)가 조세회피와 기업가치의 관계는 기업지배구조에 따라 달라진다고 주장한 것과 달리, Wahab and Holland(2012)는 영국의 상장법인을 대상으로 한 분석에서 조세회피와 기업가치 간에는 음(-)의 관계가 있으나 기업지배구조가 조세회피와 관련된 대리인 비용을 완화하는 역할을 수행하지 못함을 실증하였다.

전주성(2011), 강정연과 고종권(2014)은 기업지배구조가 조세회피와 기업가치 사이의 관계에 미치는 영향을 분석하였다. 전주성(2011)은 조세회피가 기업가치에 미치는 효과가 기업지배구조에 따라 달라진다고 주장하였는데, 구체적으로 조세회피는 기업가치에 유의한 영향을 미치지 않지만 기관투자자 지분율이 높은 경우에는 조세회피가 기업가치에 긍정적인 영향을, 대주주 지분율이 높은 경우에는 부정적인 영향을 미침을 실증하였다. 강정연과 고종권(2014)은 전주성(2011)이 기관투자자와 대주주 지분율을 이용하여 기업지배구조의 영향을 검증한 것과 달리 요인분석(factor analysis)을 이용하여 대표적인 기업지배구조 변수(사외이사 비율, 대주주 1인 지분율, 기관투자자 지분율, 외국인 지분율)를 추출하여 기업지배구조의 영향을 검증하였다. 분석 결과 조세회피와 기업가치 사이에는 음(-)의 관계가 있으며, 기업지배구조가 우수할수록 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 관계는 완화되는 것으로 나타났다. 이처럼 우리나라 기업들의 조

세회피가 기업가치에 미치는 영향을 분석한 연구결과는 일관되지 않으며 조세회피가 기업가치에 부정적인 영향을 미치는 원인을 해외연구와 같이 대리인비용으로 설명하고 있으나 이 또한 일관되지 않은 결과를 나타내고 있다. 현재까지 우리나라 기업을 대상으로 조세회피로 인해 기업이 부담하게 되는 조세비용 및 비조세비용을 구체적으로 검증한 연구는 전무한 실정이다.

III. 연구가설 및 연구방법론

1. 연구가설

조세회피와 기업가치의 관계에 대한 선행연구의 결과는 일관되지 않고, 상반된 결과에 대한 원인 분석 또한 일관성이 결여되어 있는 실정이다. 전통적인 관점의 연구에서는 기업이 조세회피를 많이 할수록 세후이익이 증가되어 기업가치가 상승한다고 주장하고 있으나 조세회피에 따른 비용을 고려하지 않거나 미미하다고 가정하고 있으며, 대리인 관점의 연구에서는 기업의 조세회피로 인해 증가된 세후이익이 주주에게 귀속되지 아니하고 경영자의 사적효익 추구에 사용됨에 따라 기업가치가 하락하는 것으로 설명하고 있으나 이에 대한 실증적 증거를 발견하지 못하고 있는 실정이다(Blaylock 2011). 또한 조세회피에 따른 대리인 비용을 완화하기 위한 장치로써 기업지배구조를 고려한 연구들의 결과도 일관적이지 않다. 이에 본 연구는 선행연구를 확장하여 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 세후영업현금흐름에 대한 자본시장 참여자들의 평가를 통해 분석하고자 한다.

기업가치는 기업성과와 위험의 함수로 표현할 수 있다. 즉, 기업성과가 증가할수록 기업가치는 상승할 것이며, 위험이 높을수록 기업가치는 하락할 것이다. 투자자 입장에서 기업성과의 주된 원천은 투자자에게 귀속되는 세후영업현금이 될 것이다. 기업이 조세회피전략을 수행하는 경우 조세부담이 감소함으로써 세후영업현금흐름이 증가하여 조세절감액을 재투자하는 등 미래수익성을 개선시키는 역할을 할 것으로 기대된다. 그러나 조세전략의 수립을 위한 자문비용 및 조세전략 이행을 위한 비용이 발생할 뿐만 아니라, 향후 과세당국의 세무조사에 따른 기대 세무조사비용이 증가할 수 있다. 조세회피에 대한 전통적인 관점의 연구에서는 조세회피에 따른 비용을 충분히 고려하지 않고 세금절감액이 기업가치 증가로 연결된다고 주장하였지만, 조세회피는 관련 조세비용 및 비조세비용을 수반하므로 양자를 모두 고려할 필요가 있다.

한편 기업의 조세회피는 경영환경 및 과세환경에 따라 그 지속성이 달라질 수 있다. 투자자들이 기업의 고유 영업활동으로 인한 현금흐름과 조세회피에 따라 증가된 현금흐름을 차별적으로 평가한다면 동일한 세후현금흐름을 갖는 기업이라 할지라도 조세회피기업과 그렇지 않은 기업의 세후영업현금흐름이 기업가치에 미치는 영향은 달라질 것이다. 본 연구의 연구대상인 유가증

권 상장법인은 법인세법상 내국법인으로 단일과세권역내에서 영업활동을 영위하고 있다. 개별 기업의 조세부담은 업종별로 주어지는 조세혜택 및 연구개발에 대한 세제혜택 등 개별기업의 상황에 따라 달라지겠지만 법인세법 및 조세특례제한법상 주어지는 조세혜택은 주로 중소기업과 제조업 등에 부여되는 경우가 많으므로 조세환경이 유사한 동종 산업 내에서 상대적으로 조세부담이 낮은 경우 투자자 입장에서 조세부담이 상대적으로 낮다는 사실에 대해 두 가지 측면에서의 예측이 가능하다. 첫째, 명시적 조세부담이 낮다는 사실은 동일한 세전이익 대비 조세비용이 낮아 세후수익률이 높아지므로 기업가치 평가에 긍정적인 영향을 미칠 것이다. 둘째, 기대세무조사비용은 적발가능성과 적발 시 부담하게 될 조세비용의 함수로 결정된다. 유사한 조세환경에 속한 동종 산업 내에서 상대적으로 조세부담이 낮다면 과세관청은 이러한 기업에 대한 모니터링을 강화하는 등 세무조사 적발가능성이 높아져 기대세무조사비용이 높아질 수 있다. 또한 낮은 조세부담이 영구적으로 유지될 가능성은 희박하므로 투자자들은 기업가치 평가 시 조세회피기업의 세후현금흐름을 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 평가절하할 것으로 예측할 수 있다.

이에 본 연구는 투자자들이 기업가치 평가 시 조세회피와 관련된 조세 및 비조세비용을 인지하고 조세회피에 따른 세후영업현금흐름을 차별적으로 평가하는지 검증하기 위하여 다음 가설을 설정한다.

연구가설 1 : 투자자들은 기업가치 평가 시 조세회피로 인한 조세비용 및 비조세비용을 고려하여 조세회피기업의 세후영업현금흐름을 차별적으로 평가할 것이다.

대리인 관점의 연구는 조세전략에 따른 대리인 비용을 완화하기 위한 장치로써 기업지배구조에 대해 분석하고 있으나, 기업지배구조의 경영자 감시 효과는 분석대상이 되는 국가별로 상이하게 나타나고 있다(Desai and Dharmapala 2009 ; Wahab and Holland 2012). 미국법인을 대상으로 한 선행연구에서는 기업지배구조가 잠재적 대리인 비용에 대한 투자자의 우려를 완화시킴으로써 조세전략과 기업가치간 음(-)의 관계를 완화시킨다고 주장하고 있으나(Desai and Dharmapala 2009), 영국법인을 대상으로 한 연구의 결과는 이와 반대로 기업지배구조가 조세전략과 관련된 대리인 비용을 완화하는 역할을 수행하지 못함을 실증하였다(Wahab and Holland 2012). 이렇듯 조세환경 및 기업지배구조의 기능이 다른 나라와 상이한 국내에서도 해외연구와 동일한 결과가 나오지는 실증분석의 대상이다. 또한 우리나라에서는 감사보고서 주석을 통해 재무이익과 과세소득 차이에 대한 세부내역이 공시되므로 투자자들이 의사결정을 위해 사용가능한 정보의 범위도 상이하다. 국내기업을 대상으로 조세전략과 기업가치에 지배구조가 미치는 영향에 관해 수행된 연구는 일관된 결과를 제시하지 못하고 있다(전주성 2011, 강정연과 고종권 2014).

투자자들이 조세회피에 따른 조세비용 뿐만 아니라 대리인비용의 발생 가능성을 인지하고 기업지배구조를 통한 경영자 감시 기능을 고려하여 투자의사결정을 한다면, 조세회피가 기업가치

에 미치는 영향은 기업지배구조에 따라 상이하게 나타날 것이다. 투자자들이 조세회피에 따른 대리인 비용을 완화하는 장치로써 국내 기업지배구조의 유효성을 어떻게 평가하는지 검증하기 위하여 연구가설 2를 설정한다.

조세회피가 대리인문제를 심화시킬 수 있는 상황인지 판단하기 위해서는 국내 기업의 조세환경 및 지배구조상황을 우선적으로 고려해 보아야 한다. 기업의 지배구조가 대리인문제를 완화하는 장치로서 역할을 하고 이러한 장치가 경영자의 사적편익 추구를 위한 조세회피를 감소시킨다는 다수의 연구결과는 기업의 지배구조가 경영자의 사전적 조세회피에 미치는 영향을 분석한 것이다. 본 연구는 이러한 지배구조의 역할을 투자자가 어떻게 해석하고 있는지를 검증한다. 한편 우리나라 기업들은 해외의 경우와는 상이하게 조세피난처 창설의 제한을 받으며, 회계기준에 따라 산출된 이익을 기반으로 세무상 이익을 산출하고 있어 경영자의 사적이익 추구를 위해 조세회피 수단을 활용한다는 것에는 상당한 제약이 있을 것으로 예측된다. 이러한 조세환경 하에서 발생한 조세절감액을 투자자가 대리인관점에서 해석하고 있는지 어떠한 지배구조특성이 이러한 대리인비용을 완화할 것이라고 판단하는지는 실증분석의 대상이 될 것이다. 이에 본 연구는 다음과 같이 연구가설2를 설정한다.

연구가설 2 : 투자자들은 조세회피를 수행한 기업을 평가할 때 해당 기업의 지배구조를 고려하여 차별적으로 평가할 것이다.

2. 연구방법

본 연구의 목적은 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 투자자의 기업가치 평가를 대상으로 실증 분석하는데 있다. 이를 위해 본 연구는 아래와 같이 연구모형을 설정한다.

$$\begin{aligned}
 Q_t = & \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 ACC_t + \beta_3 TAX_t + \beta_4 TAX_t * CFO_t + \beta_5 TAX_t * ACC_t + \beta_6 OUT_t \\
 & + \beta_7 INS_t + \beta_8 FOR_t + \beta_9 OWN_t + \beta_{10} BIG_t + \beta_{11} RD_t + \beta_{12} ADV_t + \beta_{13} GROW_t \\
 & + \beta_{14} AGE_t + \beta_{15} SIZE_{t-1} + \beta_{16} LEV_t + \beta_{17} PPE_t + \sum \beta_{18 \sim 26} YearD \\
 & + \sum \beta_{27 \sim 32} IndustryD
 \end{aligned} \tag{1}$$

여기에서,

Q = 기업가치(토빈q)

CFO = 세후영업현금흐름/총자산

ACC = 총발생액/총자산

TAX = 조세회피기업이면 1, 아니면 0

OUT = 사외이사비율

INS = 기관지분율

FOR = 외국인지분율

OWN = 대주주지분율

<i>BIG</i>	=외부감사인인 대형회계법인(Big-firm)이면 1, 아니면 0
<i>RD</i>	=연구개발비율(연구개발비/매출액)
<i>ADV</i>	=광고선전비율(광고선전비/매출액)
<i>GROW</i>	=매출액성장률{(당기매출액-전기매출액)/당기매출액}
<i>AGE</i>	=기업연령(설립일 기준)
<i>SIZE</i>	=기초총자산액(천원)에 자연로그를 취한 값
<i>LEV</i>	=부채비율(부채/총자산)
<i>PPE</i>	=유형자산비율(감가성유형자산/기초총자산)
<i>YearD</i>	=연도더미
<i>IndustryD</i>	=산업더미

식(1)은 [연구가설 1]의 검증을 위한 모형으로 기업가치와 세후현금흐름 및 조세회피의 관계를 분석하고 있다. 본 연구의 주요 관심변수는 $TAX_i * CFO_i$ 로 투자자가 조세회피기업의 세후현금흐름에 대해 부정적인 평가를 하는 경우 β_4 는 유의한 음(-)의 값을 나타낼 것이다. 이는 조세회피와 기업가치의 관계를 설명함에 있어 조세절감액만을 고려한 전통적 견해의 한계점을 보완한 것으로 투자자가 기업의 조세회피에 따른 비조세비용을 고려하고 있는지 실증분석한다. 일반적으로 조세회피에 따른 기대세무조사비용 등 조세 및 비조세비용을 고려하여 투자자들은 조세회피기업의 세후현금흐름에 대해 할인된 평가를 할 것으로 예상된다.

주요 변수에 대한 설명은 다음 절에서 언급하였다.

본 연구에서는 기업가치에 영향을 미치는 것으로 알려진 이사회독립성, 기관투자지분율, 외국인투자자 지분율, 지배주주 지분율의 지배구조변수를 식(1)에 통제변수로 포함하였다. 선행연구에서는 이사회 독립성이 높은 기업이 기업성평가 우수하고(Brickly et al. 1994; Byrd and Hickman 1992), 회계부정의 가능성이 상대적으로 낮다고(Dechow et al. 1999) 보고된 바 있다.

일반적으로 기관투자자는 전문지식을 보유하고 있으며, 기업의 내부정보에 대한 접근성이 높아 효율적으로 감시기능을 수행할 가능성이 높다(Barclay and Holderness 1989). 안윤영 외(2005)는 외국인투자자가 기업과 외부 이해관계자와의 정보비대칭을 완화하여 정보환경을 개선하고, 효율적인 외부감시주체로서 기업가치 제고에 중요한 역할을 수행하고 있다고 주장하였다.

기업가치와 조세회피의 관계를 살펴본 식(1)을 확장하여 조세회피기업에 대한 기업가치 평가 시 해당 기업의 지배구조가 영향을 미치는지를 파악하기 위하여 식(2)를 설정하였다.

$$\begin{aligned}
 Q_i = & \beta_0 + \beta_1 CFO_i + \beta_2 ACC_i + \beta_3 TAX_i + \beta_4 TAX_i * CFO_i + \beta_5 TAX_i * ACC_i + \beta_6 OUT_i * TAX_i \\
 & + \beta_7 INS_i * TAX_i + \beta_8 FOR_i * TAX_i + \beta_9 OWN_i * TAX_i + \beta_{10} OUT_i + \beta_{11} INS_i + \beta_{12} FOR_i \\
 & + \beta_{13} OWN_i + \beta_{14} BIG_i + \beta_{15} RD_i + \beta_{16} ADV_i + \beta_{17} GROW_i + \beta_{18} AGE_i + \beta_{19} SIZE_{i-1} \\
 & + \beta_{20} EV_i + \beta_{21} PPE_i + \sum \beta_{22 \sim 30} YearD + \sum \beta_{31 \sim 36} IndustryD
 \end{aligned} \quad (2)$$

식(1)에서 기업가치에 영향을 미치는 지배구조변수가 조세회피기업에 대한 평가 시 증분적인

영향을 미치는지를 파악하고자 한다. 연구가설 2는 $\beta_6 \sim \beta_9$ 를 파악하는 것을 목적으로 한다.

3. 변수설명

가. 기업가치

기업가치를 설명하는 선행연구(Wahab and Holland 2012 외)에 일반적으로 사용하고 있는 기업가치의 대용변수인 토빈q를 본 연구의 종속변수로 이용하였다.

$$\text{토빈}Q = \{ (t+3\text{개월 보통주 종가} * \text{발행주식수}) + \text{부채장부가액} \} / \text{총자산}$$

기업가치 산정 시 우선주 시가총액을 고려하는 연구들도 있으나 본 연구는 우선주시가총액을 고려하지 않았다. 우선주의 경우 의결권이 없고 부채와 같이 만기 및 상환의무가 있지 아니하므로 대체가치에 의한 기업가치를 산정하는 경우 고려하지 않는 것이 타당하다고 판단된다. 다만, 우선주 시가총액을 포함하여 기업가치를 산정하는 경우에도 분석결과는 달라지지 않았다.

나. 조세회피

조세회피 측정변수로 선행연구에서 이용되고 있는 많은 변수가 존재하나 각기 장단점을 가지고 있다. 예를 들어 BTD(Book-Tax Differences)는 이전가격논쟁에서 볼 수 있듯이 조세절감을 위한 거래구조임에도 불구하고 BTD에는 반영되지 않는다. 그리고 세전이익을 기반으로 영구적 차이를 추정하기 때문에 세전이익을 감소시키는 조세전략은 누락되게 된다. 또한 미국(과세당국)은 2000년대 초반 미국법인들의 BTD가 증가하였으며 이를 조세회피(과세이연)의 결과로 해석하였으나 Manzon and Plesko(2002) 등은 조세회피로 인해 BTD가 증가하였다는 실증적 증거를 찾을 수 없다고 주장하였다. 결국, 조세회피를 측정하는 다양한 변수들이 존재하나(고종권 외 2013) 각기 장단점을 가지고 있어 연구목적에 적합한 조세회피 변수를 이용하여야 한다. 본 연구는 실제 기업의 세부담 측면에서 분석을 실시하고자 유효세율을 중심으로 분석을 수행하였다.

본 연구는 Dyreng et al.(2008)을 따라 명시적 세금의 감소를 조세회피로 정의한다. Dyreng et al.(2008)은 조세회피와 절세전략을 구분하지는 않지만, 대부분의 기업은 가산세 부과 등의 위험이 없는 절세전략을 최대한 활용할 것으로 기대된다. 따라서 산업별·규모별 효과를 통제한 후의 명시적 세금의 감소를 조세회피 활동의 결과로 추정할 수 있다(Balakrishnan et al. 2011). 이때 세부담은 다음의 방법으로 산출하였다.

(1) 유효법인세율

유효법인세율(GAAP-ETR)은 손익계산서 상 법인세비용을 세전이익으로 나누어 측정한다. 다만 세전이익이 결손인 경우에는 계산이 불가능 하므로 결산서상 세전이익이 결손인 기업-년

은 표본에서 제외하였다. 연간 기준과 연도별 측정오차를 제거하기 위해 3년간 누적기준으로 실제유효법인세율을 계산한다(Dyrenge et al. 2008). 즉 3년 누적기준 유효법인세율은 과거 3년 간 법인세비용의 합계액을 세전이익의 3년 합계액으로 나누어 계산한다.³⁾

Dyrenge et al.(2008) 이후 기업의 조세회피는 대부분 장기적인 성향을 파악하여 분석하고 있다. 이는 회계이익 대비 법인세비용(또는 법인세 부담액)을 비교한 유효세율을 연도별로 매칭하여 이용하는 경우 일시적 차이로 인하여 발생하는 연도별 변동성에 따라 분석의 오류가 존재할 가능성이 존재하며 조세회피라는 기업의 특성은 장기적인 추세를 갖는다고 보는 것이 타당하기 때문이다.

대부분 유효법인세율의 분모로 세전이익을 사용하므로 회계이익과 세무이익이 다른 영향을 받는 조세전략(non-conforming tax avoidance)만 포착할 수 있고, 회계이익과 세무이익이 같은 영향을 받는 조세전략(conforming tax avoidance)은 포함하지 못한다. 그러므로 세무이익과 재무이익이 같이 낮아지는 조세전략을 수행하는 경우 유효법인세율은 이러한 영향을 반영하지 못한다. 유효법인세율의 분자에 해당하는 결산서상 법인세비용은 수익비용 대응의 원칙에 따라 이연법인세를 고려하여 비용으로 계상되므로 실제 세금납부의 이연을 통한 조세전략을 반영하지 못한다는 한계점을 고려하여 연구결과를 해석하여야 한다.

(2) 현금유효법인세율(CASH-ETR)

현금유효법인세율(CASH-ETR)은 실제 법인세납부액을 이용하여 계산하므로 법인세로 유출되는 현금의 지출시기를 이연하는 조세전략을 반영한다. 다만 현금유효법인세율은 당기의 회계상 측정된 세전이익과 현재 지급하는 법인세부담액으로 계상되므로 분자와 분모가 적절하게 시간적 대응관계를 갖지 못할 가능성이 존재한다. 분모는 당기 이익인데 반하여 분자의 법인세납부액은 당기 법인세비용 외에 다른 기간의 법인세를 함께 포함할 수 있기 때문이다. 본 연구는 이러한 시차대응의 문제와 연도별 변동성을 완화하기 위하여 GAAP-ETR과 동일하게 CASH-ETR의 측정기간을 3년으로 하였다.

유효법인세율 및 현금유효법인세율은 최종적인 법인세비용과 법인세 부담액을 기준으로 산출하므로 개별기업의 전반적인 조세회피 결과를 반영한 결과물일 것이다. 조세회피 측정치에 대해서는 종합적인 조세회피 수준의 변동과 산업구조내의 수익모델이 유사한 다른 기업과의 비교 가능성이 요구되므로(Balakrishnan et al. 2011) 산업·연도별 평균 유효세율보다 낮은 유효세율을 부담하는 기업을 조세회피기업으로 정의하였다.

3) 본 논문에서는 3년 누적유효세율을 이용한 결과만 제시하였으나 누적유효세율이 아닌 사업연도 단위의 유효법인세율 및 현금유효법인세율을 이용하여 분석한 결과도 본 결과와 유사하였다.

4. 연구대상

본 연구는 2002년에서 2010년까지 유가증권 시장에 상장된 법인 중 아래에 설명된 제외조건에 해당하지 않는 기업-년을 표본으로 선정하였다.

전체 상장기업(결산월변경사업연도 제외)	5,987
1) 금융업과 부동산투자업에 종사하는 기업	465
2) 외부감사의견이 적정이 아닌 기업-년	76
3) 결산 월이 12월이 아닌 기업-년	360
4) 연도별 동종 산업 기업수가 10개 미만인 기업-년	25
5) 세전이익이 영(0)보다 적은 기업-년	842
6) 추정과세소득이 영(0)보다 적은 기업-년	498
7) 분석에 필요한 재무정보를 입수할 수 없는 기업-년	597
최종표본	3,124

금융업 및 부동산 투자업을 영위하는 기업은 제조업 및 도·소매업 등을 영위하는 기업들과 상이한 기업특성을 갖고 있어 재무구조 및 회계처리방법도 큰 차이를 갖기 때문에 표본에서 제외한다. 재무자료의 신뢰성을 높이기 위해 외부감사의견이 적정의견인 사업연도만을 대상으로 하였다. 아울러, 비교가능성을 높이고 세법개정에 따른 조세부담의 영향을 동일하게 유지하기 위해 12월 결산 법인만을 대상으로 하였다.

본 연구는 기업의 유효세율(누적유효법인세율, 누적현금유효법인세율)이 산업 및 연도별 평균 이하인 경우 조세회피를 수행하였다고 판단하였다. 따라서 기업의 조세회피 수행여부를 판단하기 위하여 연도별 동종 산업 기업 수가 10개 이상인 기업-년을 표본으로 선정하여 분석을 수행하였다. 또한 본 연구의 목적은 기업가치를 설명함에 있어 세전이익(ROA)을 현금흐름과 발생액으로 구분하여 기업의 실적(이익)과 기업가치의 관계를 설명할 때 조세회피기업의 차별적 영향을 파악하는데 있다. 이때 결손기업은 분석오류를 유발할 가능성이 있어 표본에서 제외하였다.

추정과세소득이 0보다 적은 기업은 이월결손금 등으로 인하여 당해 사업연도의 조세부담(법인세 비용 또는 법인세부담액)이 없거나 매우 낮은 기업일 것이다. 이러한 기업을 분석대상에 포함하는 경우 조세회피의 결과가 아닌 세무상 결손 또는 이월세액공제 등으로 인하여 비정상적으로 유효세율이 낮아졌음에도 불구하고 조세회피기업으로 분류될 가능성이 있어 표본에서 제외하였다. 선행연구(Desai and Dharmapala 2006 등)에서도 과세소득이 0 이상인 기업에 조세회피유인(조세회피 유인)이 존재하는 것으로 보고 추정과세소득이 0보다 적은 기업-년은 표본에서 제외하고 있다.

분석에 필요한 재무자료 및 사외이사비율 등의 자료는 상장사 협의회에서 제공하는 자료(TS

—2000)를 이용하였으며 기관지분율은 FnGuide에서 제공하는 자료를 이용하였다. 이 과정에서 재무자료 및 지배구조 관련 자료를 입수하지 못한 일부 표본이 제외되었고 그 결과, 본 연구의 최종표본은 <표 1>의 3,124 기업-년이다. 그리고, 극단치의 영향을 통제할 수 있도록 각 변수별 상·하위 5%를 초과하는 수치를 각 5%에 해당되는 값으로 조정(winsorization)하였다.

<표 1> 연도별·산업별 표본분포

연도	제조	건설	도소매	운송 및 서비스	기타업종	계
2002	252	25	23	13	11	324
2003	267	26	24	24	11	352
2004	267	28	28	28	11	362
2005	240	31	25	33	11	340
2006	274	30	29	36	11	380
2007	261	30	32	42	11	376
2008	218	20	26	40	9	313
2009	225	24	18	42	0	309
2010	269	16	27	47	9	368
총합	2,273	230	232	305	84	3,124

<표 1>은 가설을 검증하기 위한 연구표본의 연도별·산업별 분포를 제시하고 있다. 연도별 분포를 살펴보면, 2002년의 324개로부터 2010년의 368개까지 비교적 균일한 분포를 나타내고 있다. 이 가운데 2002년, 2005년, 2008년, 2009년은 우리나라 기업의 국제경쟁력을 확보하고 외국자본의 국내투자를 활성화하기 위해 법인세율이 인하된 사업연도이다.

전체 표본의 약 73%가 제조업에 속해 있는 것으로 나타난다. 본 연구는 기업의 조세를 법인세 등⁴⁾으로 한정하고 있는데 기업의 법인세는 법인세법 및 조세특례제한법(구 조세감면규제법)의 규정을 적용하여 산출된다. 조세특례제한법에서 법인에 적용되는 조세특례는 중소기업 지원이나 연구개발 및 외국인에 의한 투자촉진(생산성향상, 고용창출, 에너지절약시설 등) 등이 포함된다. 조세혜택의 영향이 업종⁵⁾에 따라 달라질 가능성이 높다는 점을 감안하여 본 연구는 조세혜택에 대한 업종별 차이를 고려하여 분석한다.

4) 법인세 및 법인세분 지방소득세

5) 예를 들면, 투자촉진이나 연구개발과 관련된 조세혜택은 도소매업종 보다는 제조업종에 해당될 가능성이 높다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계

<표 2>는 본 연구에 사용되는 변수들의 기술통계량을 제시하고 있다. TAX1과 TAX2변수는 연도, 산업별 평균 유효세율보다 개별기업의 유효세율이 낮은 경우로 본 연구에서는 조세회피를 실시한 기업-년을 의미한다. 전체 표본에서 TAX1(3년 누적 GAAP-ETR)에 해당되는 기업-년은 30.8%, TAX2(3년 누적 CASH-ETR)에 해당되는 기업-년은 39%인 것으로 나타났다. 기업의 세후영업현금흐름은 총자산대비 평균 6.41%인 것으로 나타났으며 발생액은 평균적으로 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다.

〈표 2〉 기술통계량

변수 ¹⁾	평균	표준편차	5% 값	중간값	95% 값
<i>Q</i>	0.9984	0.4102	0.4969	0.8802	1.94248
<i>CFO</i>	0.0641	0.0715	-0.2495	0.0633	0.44579
<i>ACC</i>	-0.0089	0.1056	-1.0606	-0.0089	1.47107
<i>TAX1</i>	0.3083	0.4619	0	0	1
<i>TAX2</i>	0.3934	0.4886	0	0	1
<i>OUT</i>	0.2595	0.1569	0	0.2222	0.9
<i>INS</i>	0.0311	0.0791	0	0	0.7978
<i>FOR</i>	0.1201	0.1749	0	0.0421	2.5746
<i>RD</i>	0.0092	0.0133	0	0.0027	0.0468
<i>ADV</i>	0.0069	0.0122	0	0.0011	0.04469
<i>OWN</i>	0.4075	0.1605	0.0871	0.4126	0.6999
<i>LEV</i>	0.4417	0.1759	0.1496	0.4486	0.80338
<i>PPE</i>	0.0764	0.2036	-1.6222	0.0202	2.96491

1) 변수설명

Q =기업가치(토빈q)

CFO =세후영업현금흐름/총자산

ACC =총발생액/총자산

TAX1 =3년 누적 유효세율이 연도·산업별 평균보다 낮으면 1, 아니면 0

TAX2 =3년 누적 현금유효세율이 연도·산업별 평균보다 낮으면 1, 아니면 0

OUT =사외이사비율

INS =기관지분율

FOR =외국인지분율

OWN =대주주지분율

RD = 연구개발비율(연구개발비/매출액)

ADV = 광고선전비율(광고선전비/매출액)

LEV = 부채비율(부채/총자산)

PPE = 유형자산비율(감가성유형자산/기초총자산)

2. 주요변수 간 상관관계

<표 3>은 분석에 사용되는 변수들 간의 상관관계를 제시하고 있다. 우상면(좌하면)은 피어슨(스피어만) 상관계수이다. 단변량분석에서는 조세회피여부와 종속변수인 기업가치(Q)는 통계적으로 유의한 관계를 나타내지 않고 있으며 세후영업현금흐름 및 발생액과는 유의한 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 이는 조세회피로 인해 조세비용으로 사외유출되는 현금흐름이 상대적으로 낮기 때문에 조세회피와 기업의 세후영업현금흐름이 유의한 양(+)의 관계를 가질 것이라는 예측과는 다른 결과이다. 이는 단순 상관관계로 세후현금흐름이 낮은 기업의 경우 다단계 세율 적용 시 낮은 세율을 적용받기 때문에 평균적인 세부담을 나타내는 유효세율과의 관계가 음(-)으로 나타난 것으로 해석된다.

<표 3> 주요변수들의 상관계수

	Q	CFO	ACC	TAX1	TAX2	OUT	INS	FOR	RD	ADV	OWN	LEV	PPE
Q	1	0.10	-0.03	0.02	0.00	0.30	0.10	0.29	0.20	0.19	-0.03	0.03	0.05
		<.01	0.09	0.29	0.55	<.01	<.01	<.01	<.01	<.01	<.01	0.09	0.00
CFO	0.09	1	-0.56	-0.09	-0.05	0.00	-0.01	0.16	0.05	0.09	-0.01	-0.10	0.11
		<.01		<.01	<.01	0.79	0.70	<.01	0.01	<.01	0.74	<.01	<.01
ACC	0.04	-0.77	1	0.02	0.03	-0.14	0.02	-0.16	-0.15	-0.06	0.10	0.03	-0.47
		0.03	<.01		0.22	<.01	0.39	<.01	<.01	0.00	<.01	0.07	<.01
TAX1	0.02	-0.09	0.05	1	0.35	-0.01	0.03	-0.05	0.08	-0.13	-0.01	0.09	0.10
		0.35	<.01	0.01		<.01	0.46	0.11	<.01	0.00	<.01	0.47	<.01
TAX2	0.01	-0.05	0.04	0.35	1	0.04	0.03	-0.09	-0.01	-0.17	-0.01	0.14	0.09
		0.62	<.01	0.02	<.01		0.03	0.10	<.01	0.45	<.01	0.54	<.01
OUT	0.29	0.01	-0.05	-0.02	0.03	1	0.12	0.25	0.10	0.05	-0.09	0.07	0.24
		<.01	0.77	0.00	0.21	0.07		<.01	<.01	<.01	0.00	<.01	<.01
INS	0.13	0.03	0.01	-0.01	-0.01	0.13	1	-0.04	-0.05	-0.04	-0.05	0.04	-0.05
		<.01	0.15	0.45	0.40	0.49	<.01		0.02	0.01	0.03	0.00	0.01
FOR	0.34	0.14	-0.04	-0.12	-0.12	0.25	0.09	1	0.14	0.19	-0.11	-0.10	0.17
		<.01	<.01	0.01	<.01	<.01	<.01	<.01		<.01	<.01	<.01	<.01
RD	0.15	0.07	-0.05	0.02	-0.02	0.05	-0.04	0.15	1	0.22	-0.11	-0.12	0.05
		<.01	0.00	<.01	0.33	0.17	<.01	0.03	<.01		<.01	<.01	<.01
ADV	0.20	0.08	-0.02	-0.12	-0.14	0.11	0.00	0.22	0.23	1	-0.05	-0.05	-0.04
		<.01	0.00	0.19	<.01	<.01	0.52	<.01	<.01		0.01	<.01	0.02
OWN	-0.09	0.00	0.06	-0.01	-0.01	-0.09	-0.07	-0.10	-0.10	-0.05	1	-0.16	-0.13
		<.01	0.56	0.00	0.50	0.45	<.01	0.00	<.01	<.01		<.01	<.01
LEV	0.11	-0.11	-0.04	0.05	0.14	0.09	-0.03	-0.12	-0.05	-0.02	-0.17	1	0.13
		<.01	<.01	0.02	<.01	<.01	<.01	0.09	<.01	<.01	0.26	<.01	
PPE	0.01	0.21	-0.27	0.05	0.06	0.11	0.00	0.09	0.05	-0.20	-0.01	0.16	1
		0.66	<.01	<.01	<.01	0.00	<.01	0.54	<.01	0.00	<.01	0.44	<.01

1) 변수설명은 <표 2>참조

2) 우상면(좌하면)은 피어슨(스피어만) 상관계수이며, ()은 p 값임.

3. 다변량 분석결과

[연구가설 1]에 대한 실증분석결과는 <표 4>에 제시되어 있다. 조세회피 결과로 연도, 산업별 평균보다 낮은 조세부담을 나타내는 TAX는 기업가치와 유의한 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타났다. 본 연구의 관심변수인 $TAX_t \cdot CFO_t$ 와 $TAX_t \cdot ACC_t$ 는 기업가치와 유의한 음(-)의 관계를 나타냈다. 이는 평균적인 세부담이 낮아 조세부담으로 인한 기업의 사외유출이 상대적으로 낮은 경우 기업가치에 긍정적인 영향을 주는 것으로 판단한 반면 이로 인해 추후 기업이 부담하게 될 조세 및 비조세비용으로 인한 영향으로 조세회피기업의 현금흐름 및 발생액에 대해 부정적으로 평가하고 있는 것으로 해석된다. 결국 조세회피가 기업가치에 미치는 전반적인 영향은 부정적인 것으로 해석된다($\beta_3 < \beta_4 + \beta_5$) 본 연구에서 기업가치에 영향을 미칠 것으로 예상되어 통제변수에 포함하였던 변수들에 대해서는 선행연구와 유사한 결과를 나타내고 있다.

<표 4> 조세회피기업에 대한 시장평가

$$Q_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 ACC_t + \beta_3 TAX_t + \beta_4 TAX_t \cdot CFO_t + \beta_5 TAX_t \cdot ACC_t + \beta_6 OUT_t + \beta_7 INS_t \\ + \beta_8 FOR_t + \beta_9 OWN_t + \beta_{10} BIG_t + \beta_{11} RD_t + \beta_{12} ADV_t + \beta_{13} GROW_t + \beta_{14} AGE_t \\ + \beta_{15} SIZE_{t-1} + \beta_{16} LEV_t + \beta_{17} PPE_t + \sum \beta_{18 \sim 26} YearD + \sum \beta_{27 \sim 32} IndustryD$$

변수 ¹⁾	TAX1	TAX2
절 편	1.2674 *** 9.79	1.2873 *** 9.97
CFO	1.3149 *** 7.40	1.3708 *** 7.11
ACC	0.7288 *** 4.89	0.8157 *** 4.88
TAX	0.0656 *** 3.62	0.0480 *** 2.77
TAX*CFO	-0.8442 *** -3.17	-0.8367 *** -3.29
TAX*ACC	-0.5011 *** -2.84	-0.5957 *** -3.23
OUT	0.3168 *** 7.67	0.3194 *** 7.73
INS	0.2126 *** 2.83	0.2135 *** 2.85
FOR	0.3648 *** 6.07	0.3652 *** 5.98
OWN	-0.0958 *** -2.61	-0.0942 *** -2.56

〈표 4〉 조세회피기업에 대한 시장평가 (계속)

변수 ¹⁾	TAX1	TAX2
<i>BIG</i>	0.0423 *** 3.75	0.0409 *** 3.62
<i>RD</i>	4.8157 *** 9.51	4.8977 *** 9.67
<i>ADV</i>	3.9053 *** 7.71	3.6901 *** 7.28
<i>GROW</i>	0.0247 *** 3.02	0.0245 *** 2.94
<i>AGE</i>	-0.0024 *** -5.12	-0.0024 *** -5.17
<i>SIZE</i>	0.0083 1.27	0.0074 1.13
<i>LEV</i>	0.2987 *** 8.32	0.3017 *** 8.50
<i>PPE</i>	-0.0122 -0.34	-0.0042 -0.12
<i>F값</i>	111.79 ***	111.88 ***
<i>R-square</i>	52.37	52.40
표본 수	3,124	3,124

1) 변수설명은 <표 2>참조

투자자들이 조세회피를 수행한 기업을 평가할 때 해당 기업의 지배구조를 고려하여 차별적인 평가를 수행하고 있는지 여부를 검증한 [연구가설 2]의 실증분석 결과를 <표 5>에 제시하였다. 실증분석결과 기업의 우수한 지배구조는 기업가치와 양(+)의 관계를 갖는 것으로 나타나 선행 연구와 동일한 결과를 제시하고 있다. 그러나 일반적으로 기업의 지배구조가 대리인비용을 완화하여 조세회피로 인한 기업가치 감소분을 상쇄시킬 것이라는 선행연구와 상이한 결과를 제시하고 있다. 기관투자지분율, 외국인투자지분율, 최대주주지분율과 같은 지배구조변수는 조세회피를 수행하는 기업의 시장평가에 증분적 영향을 미치지 않는 것으로 나타났으며 조세회피기업의 사외이사비용(*OUT*)만 기업가치와 음(-)의 관계를 갖는 것으로 나타나 결국 일부 지배구조변수(*OUT*)를 제외하고는 조세회피기업에 대한 기업가치 평가 시 지배구조로 인한 증분적 영향은 고려되지 않는 것으로 해석된다. 결국 우리나라 자본시장 참여자들은 조세회피를 경영자의 사적이익 추구 수단으로 해석하는 것이 아니라 조세회피로 인해 기업이 부담하게 위험(증분적인 조세 및 비조세비용)으로 인하여 기업가치를 평가절하 하고, 사외이사가 향후 기업이 부담하게 될 조세회피 관련비용에 대한 위험을 감소시켜야 하는 본연의 역할을 다하지 못한 것으로 해석하여

사외이사비율이 높아 기업가치를 긍정적으로 평가하였던 부분을 일부 감소시키는 것으로 판단된다. 이는 조세피난처 창설이 불가하고 장부상 이익을 기반으로 과세소득을 산출(one-book)하는 우리나라 조세체계에서 경영자가 사적이익을 추구하기 위하여 활용할 수 있는 조세회피 수단이 극히 제한적이라는 사실을 자본시장 참여자들이 인지하고 있는 것으로 해석할 수 있다.

〈표 5〉 지배구조변수를 고려한 조세회피기업에 대한 시장평가

$$Q_t = \beta_0 + \beta_1 CFO_t + \beta_2 ACC_t + \beta_3 TAX_t + \beta_4 TAX_t * CFO_t + \beta_5 TAX_t * ACC_t + \beta_6 OUT_t * TAX_t + \beta_7 INS_t * TAX_t + \beta_8 FOR_t * TAX_t + \beta_9 OWN_t * TAX_t + \beta_{10} OUT_t + \beta_{11} INS_t + \beta_{12} FOR_t + \beta_{13} OWN_t + \beta_{14} BIG_t + \beta_{15} RD_t + \beta_{16} ADV_t + \beta_{17} GROW_t + \beta_{18} AGE_t + \beta_{19} SIZE_{t-1} + \beta_{20} EV_t + \beta_{21} PPE_t + \sum \beta_{22 \sim 30} YearD + \sum \beta_{31 \sim 36} IndustryD$$

변수 ¹⁾	TAX1	TAX2
절 편	1.2519 *** 9.60	1.2349 *** 9.42
CFO	1.3313 *** 7.42	1.3978 *** 7.15
ACC	0.7562 *** 5.03	0.8681 *** 5.12
TAX	0.1286 *** 2.94	0.1359 *** 3.37
TAX*CFO	-0.8909 *** 3.31	-0.8906 *** 3.43
TAX*ACC	-0.5719 *** 3.19	-0.6893 *** 3.65
OUT*TAX	-0.1928 ** 2.36	-0.2391 *** 3.07
INS*TAX	-0.2159 1.46	-0.1077 0.72
FOR*TAX	-0.0725 0.75	-0.1174 1.17
OWN*TAX	0.0078 0.10	-0.0177 0.24
OUT	0.3812 *** 8.10	0.4213 *** 7.97
INS	0.3169 *** 3.04	0.2764 ** 2.45
FOR	0.3805 *** 5.09	0.4043 *** 5.27

〈표 5〉 지배구조변수를 고려한 조세회피기업에 대한 시장평가 (계속)

변수 ¹⁾	TAX1	TAX2
<i>OWN</i>	-0.0924 ** 2.18	-0.0802 * 1.72
<i>GROW</i>	0.0247 *** 2.92	0.0241 *** 2.88
<i>AGE</i>	-0.0023 *** 4.94	-0.0023 *** 4.91
<i>BIG</i>	0.0416 *** 3.70	0.0386 *** 3.42
<i>RD</i>	4.8651 *** 9.60	4.9945 *** 9.89
<i>ADV</i>	3.8853 *** 7.67	3.5878 *** 7.08
<i>SIZE</i>	0.0078 1.20	0.0079 1.21
<i>LEV</i>	0.2963 *** 8.32	0.3028 *** 8.50
<i>PPE</i>	-0.0054 0.15	0.0028 0.08
<i>F 값</i>	99.73 ***	100.25 ***
<i>R-square</i>	52.53	52.66
표본 수	3,124	3,124

1) 변수설명은 <표 2> 참조

V. 결 론

본 연구는 기업의 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 실증적으로 분석하였다. 구체적으로 조세회피기업과 그렇지 않은 기업의 세후영업현금흐름에 대하여 자본시장 참여자들이 차별적으로 평가하는지를 검증하였으며, 조세회피에 대한 자본시장 참여자들의 평가가 해당 기업의 지배구조에 따라 달라지는지를 검증하였다.

2002년부터 2010년까지 12월 결산법인 중 금융업을 제외한 상장등록법인을 대상으로 실증 분석한 결과는 다음과 같다. 첫째, 자본시장 참여자들은 조세회피기업의 세후영업현금흐름을 그렇지 않은 기업의 동일한 세후영업현금흐름에 비해 평가절하 하는 것으로 나타났다. 이는 투자자

들이 조세회피에 따른 미래 기대세무조사비용의 증가 등 조세 및 비조세비용이 증가할 것으로 기대하여 해당 기업의 세후영업현금흐름에 대한 위험을 더 크게 평가하는 것으로 해석된다. 둘째, 자본시장 참여자들은 기업가치를 평가할 때 해당 기업의 지배구조에 의한 기업가치 증가분을 고려하고 있는 것으로 나타났으나 조세회피를 대리인문제의 관점으로 해석하여 조세회피에 대한 대리인비용을 증분적으로 고려하고 있지 않는 것으로 나타났다. 이는 투자자들이 조세회피 기업의 당기 세후영업현금흐름을 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 평가하고 있으며 기업의 지배구조가 우수한 경우 대리인비용의 절감 등으로 인하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미치고 있으나 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 평가할 때 기업의 지배구조는 증분적인 영향을 미치지 않는 것으로 해석된다. 일반적으로 조세회피를 수행하기 위해 거래구조의 복잡성 증가와 같은 기업투명성의 저하로 인하여 대리인비용이 증가하고 이러한 부정적 영향을 기업의 지배구조가 완화시킨다는 외국의 실증결과와는 상이한 것이다. 이는 투자자들이 다른 나라와는 달리 조세회피처 창설이 불가능하며 회계이익을 기반으로 과세소득을 산출하는 등 조세회피 수단이 제한적인 국내 조세환경을 고려하고 있는 것으로 경영자의 사적효익을 위한 조세회피가 제한된다고 평가하여 경영자 감시기구로서의 기업지배구조의 역할에 대해 증분적 가치를 두지 않는 것으로 해석된다. 다만, 사외이사비율의 경우 조세회피로 인하여 기업이 부담하게 될 위험을 적절히 통제하여야 하는 사외이사의 역할이 제대로 수행되지 않은 것으로 판단하여 사외이사 비율이 높은 조세회피기업의 경우 기업가치에 미치는 긍정적인 영향을 감소시키는 것으로 나타났다.

이러한 결과를 종합하면, 국내 기업의 투자자들은 조세회피와 관련된 조세비용 및 비조세비용을 고려하여 조세회피를 수행하는 기업의 세후영업현금흐름을 그렇지 않은 기업에 비해 낮게 평가하나, 대리인 비용을 유발할 수 있는 경영자의 재량권이 낮은 국내 조세환경을 고려하여 기업가치를 평가하고 있는 것으로 결론지을 수 있다.

본 연구는 조세회피와 기업가치에 대한 선행연구가 당기순이익의 증가와 대리인 비용의 증가, 두 가지 관점에서 접근한 것을 통합적으로 분석함으로써 투자자들이 조세비용과 비조세비용을 종합적으로 고려하여 조세회피를 기업가치에 반영하는지를 분석하였다는 점에서 의의가 있다. 기업가치 평가 시 고려대상이 되는 당기순이익을 세후영업현금흐름과 발생액으로 구분하여 조세회피기업과 그렇지 않은 기업의 동일한 세후영업현금흐름에 대한 투자자들의 차별적 반응을 구체적으로 분석함으로써 투자자들이 조세회피에 따른 조세비용을 고려하여 투자의사결정을 하는지를 검증하였으며, 기업지배구조가 조세회피기업의 가치에 미치는 영향을 분석함으로써 투자자들이 조세전략에 따른 비조세비용과 이를 완화하기 위한 장치의 유효성을 고려하여 투자의사결정을 하는지를 검증하였다. 즉, 투자자들이 조세회피에 대한 가치를 평가하는 과정을 보다 세분화함으로써 투자자들이 조세회피에 따른 위험을 정확히 인지하는지에 대한 실증적 증거를 제시하였다는 점에서 공헌점이 있다.

본 연구의 결과를 해석함에 있어 다음 사항을 유의하여야 할 것으로 판단된다. 투자자들이 조

세회피기업의 세후현금흐름에 대해 부정적으로 평가하는 원인이 조세전략의 지속성을 낮게 평가하기 때문인지 향후 발생하게 될 기대세무조사비용 등 관련비용의 증가 때문인지 명확하지 않다. 그러나 3년 또는 5년 유효세율이 낮은 기업을 조세회피기업으로 정의함으로써 단기간이 아닌 중장기 동안 조세부담이 낮은 기업을 대상으로 하므로 조세절감액의 지속성으로 인한 평가절하 보다는 조세회피가 기대세무조사비용 등을 유발할 가능성이 높기 때문인 것으로 해석하는 것이 적절해 보인다.

본 연구는 K-IFRS도입 이전기간에 대한 분석을 수행하였다. K-IFRS 의무도입 이후 조세회피와 기업가치의 관계에 대한 분석은 향후 연구과제로 제시하며 이와 관련된 연구는 두 가지 방향에서의 분석이 가능할 것으로 사료된다. K-IFRS도입으로 인하여 조세회피와 기업가치의 관계가 달라졌는지, 달라졌다면 어떠한 원인에 의해 영향을 받은 것인지 분석하는 연구로 진행될 수 있을 것이다.

참고문헌

- 강정연 · 고종권. 2014. “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향”. 회계학연구 제39권 제1호 : 147-183.
- 고윤성 · 김지홍 · 최원욱. 2007. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 세무학연구 제 24권 제4호 : 9-40.
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”. 회계학연구 제30권 제 4호 : 109-131.
- 전주성. 2011. “조세회피와 기업가치 : 지배구조의 역할을 중심으로”. 재정학연구 제4권 제4호 : 59-85.
- Balakrishnan, K., J. Blouin, and W. Guay. 2011. Does Tax Aggressiveness Reduce Financial Reporting Transparency? Working paper. University of Pennsylvania.
- Barclay, M. J. and C. G. Holderness. 1989. Private Benefits from Control of Public Corporation. *Journal of Financial Economics* 25 : 371-395.
- Blaylock B. S. 2011. Do Managers Extract Economically Significant Rents Through Tax Aggressive Transactions? Working paper. Oklahoma State University-Spears School of Business.
- Byrd, J. and A. Hickman. 1992. Do Outside Directors Monitor Managers? Evidence from Tender Offer Bids. *Journal of Financial Economics* 32 : 195-221.
- Dechow, P., A. Hutton, and R. Sloan. 1999. An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics* 26 : 1-34.
- Desai, M. and D. Dharmapala. 2006. Corporate Tax Avoidance and High Powered Incentives. *Journal of Financial Economics* 79 : 145-179.
- Desai, M. and D. Dharmapala. 2009. Corporate Tax Avoidance and Firm Value. *The Review of Economics and Statistics* 91(3) : 537-546.
- Dyreng, S., M. Hanlon, and E. Maydew. 2008. Long run corporate tax avoidance. *The Accounting Review* 83(1) : 61-82.
- Graham, J. and A. L. Tucker. 2006. Tax Shelters and Corporate Debt Policy. *Journal of Financial Economics* 81 : 563-594.
- Hanlon, M. and S. Heitzman. 2010. A Review of Tax Research. *Journal of Accounting and Economics* 50 : 127-178.
- Manzon, G. and G., Plesko. 2002. The relation between financial and tax reporting measures of income. *Tax Law Review* 55 : 175.
- Slemrod, J. 2004. The Economics of Corporate Tax Selfishness. *National Tax Journal* 57 : 877-899.
- Wahab. N. and K. Holland. 2012. Tax planning, corporate governance and equity value. *The British Accounting Review* 44(2) : 111-124.

Tax Avoidance and Firm Value

Kwang Sook Lee* · Eun Sun Ki** · Sung-Soo Yoon***

〈Abstract〉

This study investigates whether stock market investors consider the tax and non-tax costs of tax avoidance strategies in the valuation of after-tax operating cash flow. We also examine whether investors take into account potential agency costs in their assessment of tax avoidance strategies.

Analysis using 3,124 firm-year data of the firms listed on Korea Stock Exchange for the years 2002–2010 reveals that capital market participants discount firms with the cash savings from tax avoidance. We posit that an increase in tax audit possibility, uncertain sustainability of tax savings from tax avoidance, and non-tax costs of tax avoidance activities contribute to such discounts. Second, we find that corporate governance does not influence these relations. In Korea, tax shelters are not allowed and taxable income is calculated based on accounting income. These institutional features constrain the use of tax avoidance for managerial opportunism, consequently resulting in restrictive association between tax avoidance and agency costs.

This study provides empirical evidence on the investors' assessment of cash savings due to tax avoidance by considering the links among valuation process, tax avoidance, and after-tax cash flows. Prior studies on the association between tax avoidance and firm value suggest that an increase in after-tax cash flows can increase firm value, but they do not examine the valuation of after-tax cash flows. This study fills the gap.

〈Key words〉 tax avoidance, firm value, operating cash flows, tax costs, non-tax costs

* Assistant Professor, Business School, Korea Polytechnic University, kslbest@kpu.ac.kr, First Author

** Assistant Professor, Division of Business Administration and Accounting, Kangwon National University, eski@kangwon.ac.kr, Co-author

*** Professor, Korea University Business School, ssyoon@korea.ac.kr, Corresponding Author