

인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동이 기업의 조세회피에 미치는 영향*

The Impact of Information-Sharing Activities in Online Stock Message Boards on Corporate Tax Avoidance

안성준** · 이 건***

Sung-Jun An · Gun Lee

〈요 약〉

본 연구는 기업 외부의 정보환경으로서 인터넷 종목토론실의 정보공유활동에 주목하고, 이러한 활동이 기업의 조세회피에 미치는 영향을 살펴보았다. 온라인 공간에서의 활발한 정보교류는 기업 행위에 대한 외부의 주시와 평판 리스크를 높여 경영자의 조세전략 선택을 제약할 수 있다. 반면, 인터넷상에서의 투자자 간 논의가 활발할수록 기업은 투자자의 관심에 부응하고자 단기 성과 압박을 받을 수 있고 그로 인해 조세회피를 촉진할 수도 있다는 상반된 예측이 가능하다. 본 연구는 종목토론실의 정보공유가 조세회피 억제 방향으로 작동한다는 가설을 설정하고, 시장 구조·기업 특성에 따라 그 효과가 달라지는지 추가로 검토하였다.

실증연구에 있어서는 2018년부터 2023년까지 네이버 종목토론실의 게시글 데이터를 기업-연도 단위로 수집·정제하였고, 최종 4,526개 기업-연도 표본(원수집 게시글 8,663만여 건)을 사용했다. 정보공유 수준은 연평균 게시글 수의 로그값(LOG_NUMCONTENT)으로 측정하였다. 기업의 조세회피 수준은 현금유효세율(CETR)을 활용해 산출하되, 해석의 방향성을 맞추기 위해 CETR에 -1을 곱하여 회귀분석에 활용하였다. 분석결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 종목토론실에서의 정보공유활동은 조세회피와 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 정보공유가 활발한 기업일수록 조세회피 수준이 낮게 나타났다. 이는 공개 온라인 공간에서의 정보교류가 기업의 조세전략에 대해

* 이 논문은 주저자 안성준의 석사학위논문을 바탕으로 추가 연구하여 작성한 것임.

** 제1저자(First Author), 국립창원대학교 회계학과 박사과정,

Ph.D. Student, Accounting Department, Changwon National University, asjtax703@naver.com

*** 교신저자(Corresponding Author), 국립창원대학교 회계학과 부교수,

Associate Professor, Accounting Department, Changwon National University, gunlee@changwon.ac.kr

사실상 외부 감시 기능을 수행할 수 있음을 보여준다. 둘째, 시장 구분 분석에서 코스피 기업에서의 음(-)의 관계가 특히 강했다. 상대적으로 엄격한 공시의무와 높은 외부 감시 환경이 작동하면서, 정보공유가 조세회피를 제약하는 효과가 더 분명히 나타난 것으로 해석된다. 반면 코스닥 기업에서는 동일한 효과가 통계적으로 뚜렷하지 않았다. 추가분석에서는 첫째, 게시글 길이를 활용하여 정보의 질적 측면을 고려한 결과, 글이 길수록 조세회피가 억제되는 것으로 나타났다. 둘째, 애널리스트 팔로잉이 있는 기업에서 정보공유활동의 억제 효과가 더욱 뚜렷하게 확인되었다. 셋째, 직전 연도 대비 성과가 하락하지 않은 기업에서만 정보공유활동이 조세회피를 줄이는 효과가 나타났으며, 성과가 하락한 기업에서는 유의한 결과가 관찰되지 않았다.

본 연구는 온라인 커뮤니티와 같은 비공식 정보채널이 기업의 전략적 조세행위에 영향을 줄 수 있음을 실증적으로 제시함으로써, 정보공유의 사회적 감시 기능을 보여준다. 다만, 정보의 내용이 나 정확성 등을 직접 측정하지 못했다는 점, 전달 메커니즘에 대한 구조적 분석이 부족하다는 점, 국내 상장기업만을 대상으로 했다는 점은 한계로 남는다. 그럼에도 본 연구는 정보공유가 기업의 투명성과 조세책임에 미치는 영향을 조명하며, 관련 정책 및 후속 연구에 의미 있는 기초자료로 활용될 수 있다.

〈주제어〉 정보공유, 조세회피, 종목토론실, 현금유효세율(*CETR*), 외부감시

〈Abstract〉

This study focuses on the information-sharing activities within internet stock forums as an external corporate information environment and examines their impact on corporate tax avoidance. While active online information exchange can constrain managerial tax strategies by heightening external scrutiny and reputational risk, it could also paradoxically promote tax avoidance by subjecting firms to short-term performance pressures from investors. This research hypothesizes that information sharing in stock forums functions as a deterrent to tax avoidance and further explores how this effect varies by market structure and firm characteristics.

For the empirical analysis, post data from Naver stock forums between 2018 and 2023 were collected and refined, resulting in a final sample of 4,526 firm-year observations. The level of information sharing was measured using the logarithm of the average annual number of posts (*LOG_NUMCONTENT*), and corporate tax avoidance was calculated using the Cash Effective Tax Rate (*CETR*), which was multiplied by -1 for regression analysis. The results indicate a significant negative relationship between information-sharing activities and tax avoidance, suggesting that firms with more active online discussions exhibit lower levels of tax avoidance, thereby supporting the role of these forums as an external monitoring mechanism. This negative relationship was particularly strong for KOSPI-listed firms, whereas the effect was not statistically significant for KOSDAQ firms. Additional analyses revealed that the deterrent effect was stronger when posts were longer (a proxy for information quality) and for firms with analyst coverage. Furthermore, the reduction in tax avoidance was only significant for firms whose performance had not declined from the prior year.

This research contributes by empirically demonstrating that informal information channels like online communities can influence corporate tax strategies, highlighting the social monitoring function of information sharing. Although limited by its inability to directly measure information content and accuracy, its lack of a structural analysis of the transmission mechanism, and its exclusive focus on domestic listed companies, this study provides a meaningful foundation for future policy and research on corporate transparency and tax responsibility.

〈Key words〉 Information-sharing, Tax avoidance, Online stock message boards, Cash effective tax rate (*CETR*), External Monitoring

I. 서 론

본 연구의 목적은 인터넷 종목토론실에서 이루어지는 투자자 간의 정보공유 활동이 기업의 조세회피 수준에 미치는 영향을 규명하는 데 있다. 최근 투자자들의 주요 정보 수집 채널로 자리 잡은 인터넷 종목토론실은 개별 투자자들이 기업과 관련된 재무·비재무 정보를 활발히 공유하는 공간이다. 대표적인 예시로 국내 최대 규모의 네이버 종목토론실이 있다. 이곳은 월간 사용자 수가 1,000만 명이 넘고, 하루 평균 게시글 수 또한 15만 건 이상에 달한다. 종목토론실이 단순한 커뮤니티 이상의 기능적 역할을 수행하고 있다는 사실은 최근 선행연구들을 통해서도 확인할 수 있다. 남달우 외(2012)는 네이버 주식게시판의 집단투자의견과 KOSPI 지수의 당일 수익률 간에 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 보임으로써 종목토론실의 게시글이 주식수익률 및 추가변동성에 대해 예측기능을 수행할 수 있음을 제시하였다. 이진과 신재은(2023a)은 네이버 종목토론실 데이터를 활용하여 회계정보 게시글의 빈도가 높을수록 주식거래량과 추가변동성에 유의한 양(+)의 관계가 있다는 결과를 보였다.

한편, 기업의 조세회피는 기업가치에 영향을 미치는 중요한 전략적 의사결정으로 널리 활용되고 있지만, 이로 인한 법적 및 사회적 책임 문제가 계속해서 제기되고 있다. 조세회피(Tax avoidance)는 세법을 준수하면서도 허점을 전략적으로 활용하여 납부세액을 줄이는 행위(Dyrenge et al. 2008 ; 기은선 2012 ; 강정연과 김영철 2012)로서 절세(Tax saving)와는 구별된다. 기존 선행연구에서는 조세회피가 기업의 현금흐름과 이익을 증가시켜 기업가치에 긍정적인 영향을 줄 수 있지만, 동시에 법적 리스크와 평판 하락을 초래하여 기업에 부정적인 결과를 가져올 가능성도 있음을 제시하였다(Desai and Dharmapala 2009 ; Duan et al. 2018). 그리고 기업의 지배구조나 사회적 책임 활동(CSR) 등이 조세회피 수준에 영향을 미치는 요인임을 제시하였으나(박준령과 김요환 2014), 정보공유활동과 같은 외부 감시 매커니즘이 기업의 조세회피에 어떠한 영향을 미치는지에 대한 연구는 아직 제한적인 부분이 있다. 이에 본 연구는 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동이 기업의 조세회피에 미치는 영향을 실증적으로 분석하여, 종목토론실을 매개로 한 투자자 간 정보공유가 기업의 조세전략에 미치는 영향력을 평가해보고자 하였다.

먼저, 종목토론실의 활성화는 기업의 조세회피를 증가시킬 가능성이 있다. Duan et al.(2018)은 대중적 관심도가 높을수록 기업이 더 공격적인 조세전략을 사용한다고 보고했다. 또한 Antweiler and Frank(2004), 이진과 신재은(2023a)은 인터넷상 투자자 논의가 시장의 변동성을 증가시키고, 경영진에게 단기 성과 압력을 가중시켜 조세회피를 촉진할 수 있다고 설명한다. 즉, 투자자 간 정보 교류가 활발할수록 기업은 투자자의 관심에 부응하고 경쟁적 우위를 유지하기 위해 적극적인 조세회피 전략을 취할 가능성이 있다. 반면, 인터넷 종목토론실에서의 정보공유가 조세회피를 감소시킬 가능성도 크다. 김문현(2016)은 조세회피가 기업의 주가에 부정적 영향

을 준다고 제시하였고, 인터넷 특성상 이러한 부정적 정보가 빠르게 확산될 수 있어 기업에 심각한 손상을 초래할 위험이 있다. 또한 인터넷상 정보공유는 규제기관과 언론의 관심을 높이고 규제 리스크를 증가시켜 기업이 보다 보수적인 세무전략을 채택하게 만들 수 있다(Desai and Dharmapala 2009). 나아가 박준령과 김요환(2014), Duan et al.(2018)은 기업의 지배구조가 강할수록 조세회피가 감소한다고 밝혔다. 인터넷 정보공유가 외부의 모니터링 역할을 수행할 경우, 기업은 사회적 신뢰와 장기적 안정을 위해 조세회피 전략을 자제할 가능성이 높아진다. 이처럼 인터넷 종목토론실의 정보공유 활동과 기업의 조세회피 간의 관계에 대해서는 양방향 예측이 모두 가능하지만, 본 연구는 전반적으로 정보공유가 조세회피를 억제하는 방향으로 작용할 가능성이 더 클 것으로 예상하였다. 이는 인터넷을 통한 투자자의 활발한 정보교류가 기업의 조세전략에 대한 외부 모니터링 효과를 강화해 기업의 장기적 위험을 증가시키기 때문이다. 한편, 이러한 정보공유의 효과는 기업이 속한 시장에 따라 다르게 나타날 수 있다. 코스피(KOSPI) 시장은 일반적으로 기업 규모가 크고 공시 의무와 회계 투명성에 대한 요구가 높기 때문에, 정보공유에 따른 외부 감시 효과가 상대적으로 강하게 나타날 가능성이 있다. 또한 기관투자자 비중이 높은 코스피 시장에서는 기업의 평판과 지속가능성을 더욱 중시하는 투자 성향으로 인해 조세회피에 대한 시장의 부정적 평가가 더욱 강력하게 작용할 것으로 예상된다.

실증연구에 있어서는 2018년부터 2023년까지 인터넷 포털사이트 네이버 종목토론실에 게시된 상장기업 관련 게시글과 회귀분석에 필요한 재무정보가 모두 확보된 기업을 대상으로 했다. 종목토론실의 게시글은 파이썬 기반 웹 크롤러를 활용하여 수집하였고, 기업별·연도별 단위로 정제하여 정보공유 수준을 측정하였다.

분석결과는 다음과 같다. 종목토론실에서 정보공유가 활발할수록 기업의 조세회피가 유의하게 감소하는 것으로 나타났다. 이는 투자자들의 정보공유가 기업의 조세행태를 외부에서 감시하고 견제하는 역할을 수행할 수 있음을 시사한다. 특히 코스피(KOSPI) 시장의 기업군에서 이러한 효과가 더욱 뚜렷했는데, 이는 높은 수준의 공시 의무와 투자자의 관심 등 외부 감시 환경이 강화된 결과로 해석된다. 또한 본 연구는 추가분석을 통해 정보공유의 효과를 보다 세부적으로 점검하였다. 첫째, 조세회피 측정치를 Desai and Dharmapala(2006)의 방법론에 따른 TS로 대체하거나, 도구변수를 활용한 2단계 최소자승법(2SLS) 분석을 통해 내생성을 통제한 경우에도 본 연구의 가설은 지지되었다. 이는 온라인 정보공유가 기업의 조세회피를 억제한다는 인과관계가 통계적으로 견고함을 입증한다. 둘째, 주가수익률 수준에 따른 하위 표본 분석 결과, 주가 급등에 따른 투기적 소음(Noise)이 적은 환경에서 정보공유의 실질적인 외부 감시 기능이 더욱 선명하게 나타났다. 셋째, 정보공유활동의 대용치로서 게시글 수 대신 게시글 길이를 정보공유의 질적 지표로 활용한 결과, 게시글의 길이가 길어질수록 조세회피 수준이 더 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 구체적이고 상세한 정보가 공유될수록 기업이 조세회피 전략을 자제할 가능성이 높아짐을 시사한다. 넷째, 애널리스트가 팔로잉하는 기업에서 정보공유의 조세회피 억제 효과가

더 명확히 나타났다. 이는 기업의 기본적 정보환경이 이미 일정 수준 확보된 상황에서 개인 투자자의 정보공유 활동이 더 효과적으로 작동함을 나타낸다. 다섯째, 성과압박 여부에 따라 분석한 결과, 성과가 하락하지 않은 기업에서는 정보공유가 조세회피를 억제하는 효과가 명확했지만, 성과가 하락한 기업에서는 유의성이 약하거나 사라졌다. 이는 경영진이 성과압박을 받을 때 외부 정보환경의 감시 효과가 제한될 수 있음을 의미한다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 실무적 측면에서 온라인 정보공유 환경이 기업의 조세행동을 견제하는 효과를 가진다는 사실을 제시하였다. 종목토론실과 같은 비공식적 정보공유 채널은 기존의 정보공시제도와 회계감사와 같은 공식적 감시 메커니즘과 더불어 기업의 투명성을 높이는 데 기여할 수 있는 보완적 역할을 수행할 수 있음을 확인하였다. 이는 투자자 간 정보공유가 단순한 정보교류 수준을 넘어, 기업의 의사결정과 전략적 행동을 감시·규율하는 실질적 수단으로 작용할 수 있음을 실증적으로 보여준다는 점에서 의미가 있다. 둘째, 학술적 측면에서 인터넷 종목토론실이라는 현실의 투자자 네트워크를 활용하여 기업의 조세전략에 대한 영향을 경험적으로 규명했다는 점에 의의가 있다. 이는 기존 연구가 충분히 탐구하지 않은 온라인 투자자 커뮤니티의 실질적인 역할을 검증한 결과로, 기업의 정보환경과 조세회피 연구를 확장하는데 기여할 것으로 기대한다.

본 연구는 다음과 같이 구성되어 있다. 제Ⅱ장은 인터넷상에서의 정보공유활동과 기업의 조세회피에 관한 선행연구를 정리하고 가설을 설정한다. 제Ⅲ장은 본 연구의 가설 검증 모형과 표본에 대해 설명하고, 제Ⅳ장은 본 연구의 실증분석 결과를 제시한다. 제Ⅴ장은 추가분석을 제시한다. 마지막으로 제Ⅵ장은 본 연구의 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 가설설정

1. 인터넷 종목토론실 및 정보공유에 대한 선행연구

인터넷 종목토론실은 주식 투자자들이 개별 종목에 대한 의견과 정보를 자유롭게 교환하는 대표적인 온라인 커뮤니티다. 이 공간은 공식적인 공시정보나 전문가 분석 외에도, 투자자들이 직접 체감한 정보와 다양한 시각을 공유함으로써 주식시장 내 정보흐름을 더욱 역동적으로 만든다. 특히 개인투자자에게는 제한된 정보접근성을 보완하는 중요한 채널로 기능하며, 투자 판단의 또 다른 기준을 제공한다.

인터넷 종목토론실의 게시글이 자본시장에 미치는 영향에 대한 초기연구인 Wysocki(1998)는 Yahoo! Finance 메시지 게시판 데이터를 활용하여 게시글 수가 다음 날의 주식거래량과 초과수익률에 대해 유의한 양(+)의 영향을 미친다는 결과를 제시하였다. Antweiler and Frank(2004)

역시 Yahoo! Finance 대규모 게시글 데이터를 분석하여, 온라인 게시판 상의 감정과 활동 빈도가 거래량과 변동성에 유의미한 영향을 미친다고 보았다. 메시지 게시 빈도가 증가할수록 다음 날 주가 수익률은 감소하는 경향을 보였으나 그 영향은 크지 않았다. Leung and Ton(2015)은 호주 최대 인터넷 주식 게시판인 HotCopper에서 2003년부터 2008년까지 게시된 250만 건 이상의 메시지를 분석하여 주식 게시판 활동이 주가와 거래량에 미치는 영향을 연구하였다. 분석 결과, 소형주의 경우 주식 게시판의 게시글 수와 주식수익률 간에 양(+)의 상관관계가 있었다. 해당 연구는 인터넷 주식 게시판이 소형주와 같이 정보 비대칭성이 높은 주식에서는 중요한 정보 전달 수단으로서의 역할을 한다고 해석했다.

투자자 행동에 영향을 미치는 사회적 요인에 주목한 연구도 존재한다. Ivkovic and Weisbenner (2007)는 1991년부터 1996년까지 미국 35,673가구의 투자 데이터를 활용하여 분석한 결과 특정 산업의 주식에 대해 이웃의 구매 비율이 10% 증가할 경우, 해당 산업에 대한 개인의 주식 구매 비율도 약 2% 증가하는 결과를 보임으로써 이웃 간 정보 교류가 실제 투자결정에 영향을 미친다는 점을 실증적으로 보여주었다. Rubin and Rubin(2010)은 Wikipedia 활동량이 애널리스트 예측 오류를 줄이고 정보 비대칭을 완화하는 데 기여할 수 있음을 밝혔다.

인터넷 종목토론실에 관한 최근 연구에서는 정보공유활동의 측정치로서 게시글 수에 더하여 게시글의 내용적인 측면도 고려하고 있다(Bartov et al. 2018 ; Lerman 2020). Bartov et al.(2018)는 2009년부터 2012년까지 약 87만 건의 트윗 데이터를 수집하여, 실적 발표 직전의 트위터를 분석함으로써 트위터 상에서의 실적에 대한 긍정과 부정의 의견이 이익과 주가수익률에 대한 예측력이 있고, 이는 이익이나 재무정보 및 주식거래와 관련된 용어가 포함된 경우 더 강화되는 결과를 보였다. Lerman(2020)은 Yahoo! 주식 게시판과 StockTwits 데이터를 이용하여 회계 관련 게시글의 내용과 빈도를 조사했는데, Yahoo! 주식 게시판의 경우 전체 메시지의 약 20%가 이익, 현금, 매출 등 회계 정보를 포함하고 있었다. 특히, 실적 발표와 같은 주요 이벤트 전후에 증가하는 경향이 나타남을 보였다. 이러한 결과는 투자자들이 정보가 부족할수록 회계 정보를 습득하고 처리하고자 하는 노력이 커진다는 것으로 해석할 수 있다.

국내 연구에서는 남달우 외(2012), 김명진 외(2020), 이건과 신재은(2023a), 이건(2024) 등이 종목토론실 데이터를 활용하여 정보공유활동과 시장 변수 간 관계를 실증적으로 탐색하였다. 남달우 외(2012)는 네이버 주식게시판을 이용하여 집단지성(collective intelligence)이 주식시장에 미치는 영향을 분석하였다. 분석결과, 집단투자의견과 KOSPI 지수의 당일 수익률 간에는 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 보였다. 즉, 매도의견에는 음(-)의 주식수익률을, 매수의견에는 양(+)의 주식수익률이 나타나는 결과를 보임으로써 인터넷 종목토론실에서의 집단지성이 주가에 대한 예측력을 갖는 것으로 해석하였다. 김명진 외(2020)는 딥러닝 기법을 통해 KOSPI 200에 포함된 20개 종목의 네이버 종목토론실 댓글 약 50만 건을 수집하여 이들 자료가 1시간 뒤 주식 수익률의 방향과 변동성에 대해 어느 정도 예측력을 가진다는 결과를 제시하였다. 이건과 신재

은(2023a)은 회계정보 게시글이 거래량 증가와 변동성 확대에 영향을 미친다고 보았으며, 이어지는 후속 연구들에서는 종목토론실 게시글이 애널리스트 보고서의 시장 반응을 증폭시키거나, 주가폭락위험과도 관련이 있다는 결과를 제시하였다. 이진(2024)은 종목토론실의 게시글이 회계정보의 가치관련성을 제고할 수 있다는 점을 보여주었으며, 인터넷 커뮤니티가 회계정보의 보완적 전달 경로로 작용할 수 있음을 시사하였다.

이러한 선행연구의 결과들을 종합적으로 보면, 인터넷 기반 투자자 커뮤니케이션은 단순한 의견 교환을 넘어서 시장 정보 구조, 투자자 행동, 기업 평가 및 경영 의사결정에 이르기까지 다양한 측면에서 실질적인 영향을 미치고 있다. 특히 종목토론실과 같은 온라인 커뮤니티는 정보 비대칭이 존재하는 영역에서 대안적 정보원으로 기능하며, 때로는 시장의 과잉반응 또는 정보 왜곡 가능성도 내포하고 있음을 선행연구들은 공통적으로 시사하고 있다.

2. 조세회피에 대한 선행연구

조세회피는 법이 허용하는 범위 안에서 세부담을 줄이려는 기업 활동으로서, 선행연구는 그 지속성, 기업가치와 지배구조, 의사결정 주체, 그리고 국가·사회적 맥락을 중심으로 축적되어 왔다. 조세회피의 지속성에 주목한 연구로서 Dyreng et al.(2008)은 1995년부터 2004년까지 2,077개 미국 기업을 분석해 10년 누적 현금 납부세액을 동기간 세전이익으로 나눈 장기 현금유효세율을 제시하였다. 표본 평균은 약 30%였고, 약 26%의 기업이 10년 평균 20% 이하의 낮은 세율을 유지했다. 이는 일부 기업에서 조세회피가 일시적 조정이 아니라 장기간 이어지는 전략임을 보여준다.

조세회피가 기업가치에 미치는 효과는 지배구조와 제도 환경에 따라 달라질 수 있다. Desai and Dharmapala(2009)는 1993년부터 2001년까지 862개 미국 기업을 대상으로 Tobin's Q로 기업가치를, 재무회계이익과 세무보고이익 간의 차이(Book-Tax Gap)로 조세회피를 측정해 지배구조와의 상호작용을 분석하였다. 결과는 지배구조가 강한 기업에서만 조세회피가 가치에 긍정적인 반면, 지배구조가 취약하면 회피이익이 경영진 사익으로 전용될 위험이 커져 가치효과가 약화·역전될 수 있음을 보였다.

의사결정 주체의 영향도 중요하다. Dyreng et al.(2010)은 1992년부터 2006년까지 약 900명의 최고경영진(CEO, CFO) 데이터를 활용하여 경영진의 의사결정 스타일이 ETR에 미치는 영향을 추적했다. 분석결과, 경영진은 기업회계기준 유효 세율(GAAP ETR)과 현금 유효 세율(CASH ETR)에 상당한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 일부 경영진은 기업회계기준 유효 세율(GAAP ETR)을 최대 11%p 낮추는 일관된 회피성향을 보였고, 동일 인사가 타사로 이동해도 새 회사의 ETR이 유사 방향으로 변화하는 개인 고정효과가 관찰되었다. 기업회계기준 유효 세율(GAAP ETR)의 하락은 보고이익 증대로 이어졌으며, 조세회피가 기업·산업 특성만이 아니라 의사결정

주체의 성향에 의해 좌우될 수 있음을 제시하였다. 또한 경영진이 대중의 스포트라이트를 강하게 받을수록(예 : Google Trends 검색량이 높은 CEO) 성과 압박과 평판관리의 압박으로 현금 유효 세율(CASH ETR)이 더 낮아지고, 정교한 전략을 위해 세무 관련 감사보수를 더 지불하는 모습도 보고된다(Duan et al. 2018).

국내 선행연구의 경우 조세회피에 있어서 실효성이 있는 지배구조가 중요하다는 점이 반복된다. 경영자 지분이 높을수록 세무신고 공격성은 완화되지만, 형식적 이사회 독립성이나 감사위원회 설치만으로는 통계적으로 뚜렷한 억제 효과를 보이지 않았다(정용수 외 2011). 박준령과 김요환(2014)은 2010년부터 2012년까지 국내 상장기업 3,015개 관찰치와 한국기업지배구조원 ESG 평가지수로 CSR과 조세회피와의 관계를 분석했다. ESG 점수가 높을수록 조세회피가 낮아지는 음(-)의 관계가 확인되었다. 그리고 김문현(2016)은 2010년부터 2015년까지 코스피·코스닥 기업을 대상으로 이익조정과 조세회피가 시장에 미치는 영향을 비교하였다. 이익조정은 단기 주가를 상승시키는 반면, 조세회피는 주가에 부정적 영향을 주고 변동성을 확대하였다. 다만 지배구조 건전성과 정보투명성이 높을수록 이러한 부정적 시장 반응이 완화되는 것을 보임으로써 지배구조가 조세회피에 미치는 영향을 역설하였다.

마지막으로, 국가·사회적 요인과 정보환경도 기업의 조세행태와 시장 반응에 영향을 준다. Kanagaretnam et al.(2018)은 25개국 자료에서 사회적 신뢰가 높을수록 조세회피와 조세탈루가 낮다는 결과를 제시했으며, 강한 법적 제도는 신뢰의 억제 효과를 대체해 그 관계를 완화하는 모습을 보였다. Yuan(2023)은 2017년부터 2021년까지 상하이 및 선전 A-주식 시장 자료를 활용하여 조세회피가 높을수록 투자자 관심이 낮아지는 경향을 보였고, 정보 투명성과 외부 감사 품질이 높을수록 이 부정적 관계가 약화된다고 보고했다. 또한 CSR 점수가 높은 기업이 조세회피를 수행할 경우 투자자의 부정적 반응이 더 커질 수 있다는 점도 확인하였다.

종합하면, 조세회피의 수준과 효과는 기업 내부의 지배구조와 경영주체에 의해 좌우되며, 동시에 국가 제도와 사회적 신뢰, 정보 환경의 영향을 함께 받는다. 이러한 선행연구는 본 연구에서 다루는 인터넷 중목토론실에서의 정보공유 활동이 기업의 조세행태에 어떤 방식으로 연결될 수 있는지에 대한 근거를 제공한다.

3. 가설 설정

본 연구에서는 인터넷 중목토론실에서의 정보공유활동이 기업의 조세회피활동에 어떠한 영향을 미치는지 살펴보고자 했다. 인터넷 중목토론실은 투자자들이 특정 기업의 재무 상태, 회계 정보, 전망 등을 자유롭게 논의하는 공개 플랫폼이다. 이러한 플랫폼은 투자자 간 정보 확산을 촉진하고, 기업에 대한 인식과 평가에 영향을 미쳐 투자자와 기업의 의사결정 과정에 중요한 역할을 한다(박성호 2005 ; 남달우 외 2012 ; 이건과 신재은 2023a). 한편, 조세회피는 기업이 세 부

답을 줄이기 위해 취하는 전략적 행동으로, 단기적으로는 재무성과를 개선할 수 있으나 장기적으로는 법적 리스크와 평판 손상 등 부정적인 결과를 초래할 수 있다(Duan et al. 2018). 따라서 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동이 기업의 조세회피활동에 미치는 영향은 이론적으로 양방향 예측이 모두 가능하다.

우선, 정보공유활동은 조세회피를 증가시킬 수 있다. Duan et al.(2018)은 CEO에 대한 대중의 관심이 높을수록 ETR과 Cash ETR이 낮아져 조세회피 수준이 높아지는 경향을 보였다고 보고한다. 이는 대중의 관심도가 높은 CEO가 기업 가치를 높이기 위해 보다 공격적인 조세전략을 선택할 가능성을 시사한다. 이와 유사하게, 인터넷 종목토론실에서 활발한 정보공유활동은 투자자의 관심과 기대를 높여 경영진이 세 부담을 줄이는 방향으로 단기 실적을 개선하려는 유인을 강화할 수 있다. 또한 Antweiler and Frank(2004)는 인터넷 종목토론실 메시지의 낙관성이나 의견 불일치가 시장의 거래량과 변동성에 영향을 미치는 것을 밝힘으로써 투자자의 관심 증대가 시장의 반응을 변화시킬 수 있음을 실증하였다. 이견과 신재은(2023a) 역시 회계정보가 포함된 게시글의 증가는 거래량과 주가 변동성 확대와 관련이 있음을 보여주었다. 이러한 시장 반응 증대는 경영진에 대한 단기 성과 압박을 높여 조세회피와 같은 공격적 전략을 채택하도록 할 수 있다. 더 나아가, 정보가 활발히 공유되는 환경에서 투자자들이 기업 간 세 부담을 비교할 경우, 상대적으로 높은 세율을 부담하는 기업은 불리한 평가를 받을 수 있다(Hanlon and Heitzman 2010). 이는 경영진이 시장 경쟁에서 우위를 유지하기 위해 조세 효율성을 높이는 방향으로 조세전략을 강화할 유인을 제공한다.

한편, 정보공유활동은 조세회피를 감소시킬 수 있다. 김문현(2016)은 조세회피로 과세소득을 낮게 보고한 기업의 주가가 부정적 영향을 받는다고 보고하였다. 이는 공격적 세무행태가 주가에 민감한 투자자들에게 부정적 인식을 줄 수 있음을 의미한다. 인터넷 종목토론실은 이러한 부정적 정보의 확산을 가속화하므로, 기업은 평판 악화와 시장 평가 하락을 방지하기 위해 조세회피를 줄이는 전략을 선택할 수 있다. 특히, 조세전략이 과도하게 공격적일 경우 규제당국이나 언론의 주목을 받을 가능성이 높아지고, 이는 장기적으로 기업의 가치와 재무안정성에 심각한 손실을 초래할 수 있다(Desai and Dharmapala 2009). 또한 박준령과 김요환(2014)은 CSR 활동 수준이 높을수록, 그리고 ESG 평가항목 중 지배구조(G) 점수가 높을수록 조세회피 수준이 낮아진다고 보고하였다. Duan et al.(2018) 역시 CEO 관심도와 조세회피 간의 관계가 이사회 독립성에 의해 조절됨을 확인했는데, 이사회 독립성이 강할수록 조세회피 수준이 낮았다. 이는 인터넷 종목토론실의 정보공유활동이 기업 지배구조의 외부 감시 기능을 보완할 수 있음을 시사한다. 더 나아가, 윤리적 경영과 장기적 안정성을 중시하는 기업일수록 공격적인 조세회피를 자제할 가능성이 높으며, 인터넷 종목토론실에서의 부정적 여론 형성은 이러한 경향을 더욱 강화할 수 있다.

이처럼 인터넷 종목토론실의 정보공유활동은 조세회피를 촉진하거나 억제하는 양방향 효과를 모두 가질 수 있다. 그러나 본 연구는 장기적인 규제 리스크와 평판 악화 가능성이 단기 성과

압박보다 더 강하게 작용할 것으로 판단한다. 특히 정보가 빠르게 확산되는 토론실 환경에서는 외부 감시와 투자자 압력이 커지기 때문에, 기업은 보다 보수적인 조세전략을 선택할 가능성이 높다(Desai and Dharmapala 2009). 이에 본 연구의 첫 번째 가설을 다음과 같이 대립가설 형태로 수립했다.

[가설 1] 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동은 기업의 조세회피와 음(-)의 관계가 있다.

한편, 정보공유활동의 조세회피 억제 효과는 모든 기업에서 동일하게 나타나지 않을 수 있다. 기업이 속한 시장의 특성과 규모, 투자자 구성 등이 이러한 효과의 크기를 달리할 가능성이 있다. 본 연구는 코스피(KOSPI) 기업에서 정보공유활동의 조세회피 억제 효과가 코스닥(KOSDAQ) 기업보다 더 강할 것으로 예상된다. 코스피 기업은 대체로 규모가 크고 공시 의무와 회계 투명성 요구가 엄격하다. 이러한 특성은 투자자와 규제기관의 감시 강도를 높이며, 조세전략 운영에 신중함을 요구한다. 또한 코스피 기업은 대중적 인지도가 높아 조세전략에 대한 정보가 시장에 널리 확산될 가능성이 크다. 이 과정에서 과도한 조세회피가 부정적 여론으로 이어질 경우, 주주와 소비자의 신뢰를 유지하기 위해 보다 보수적인 전략을 선택할 가능성이 높다(선은교와 김상현 2024 ; 박준령과 김요환 2014). 반면, 코스닥 시장은 개인투자자 비중이 높고 단기 거래 성향이 강해 조세전략이 투자 의사결정에 미치는 영향이 상대적으로 제한적일 수 있다. 이러한 논의에 따라 본 연구의 두 번째 가설을 아래와 같이 대립가설 형태로 수립했다 :

[가설 2] 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동이 기업의 조세회피를 억제하는 효과는 코스닥 기업보다 코스피 기업에서 더 강하게 나타난다.

III. 연구방법 및 연구표본

1. 연구방법론

본 연구는 가설검증을 위하여 다음 식 (1)과 같은 회귀분석 모형을 설정했다.

$$\begin{aligned} CETR = & \beta_0 + \beta_1 LOG_NUMCONTENT + \beta_2 SIZE + \beta_3 MTB + \beta_4 LEV + \beta_5 CASH + \beta_6 ROA \\ & + \beta_7 SECPROFIT + \beta_8 PPE + \beta_9 INTAN + \beta_{10} FORINC + \beta_{11} LARGEPC + \beta_{12} BIG4 \\ & + \beta_{13} FORPCT + \sum INDUSTRY + \sum YEAR + \varepsilon \end{aligned} \quad (1)$$

여기서,

$CETR$: Cash income taxes paid divided by pre-tax income, multiplied by -1

$LOG_NUMCONTENT$: Natural log of the annual average of the daily number of posts on the stock message board

<i>SIZE</i>	: Natural log of market capitalization
<i>MTB</i>	: Market capitalization divided by net assets (book value of equity)
<i>LEV</i>	: Total liabilities divided by total assets
<i>CASH</i>	: Cash and cash equivalents divided by total assets
<i>ROA</i>	: Net income divided by total assets
<i>SECPROFIT</i>	: Gains (losses) on disposal of investment assets divided by total assets
<i>PPE</i>	: Property, plant, and equipment divided by total assets
<i>INTAN</i>	: Intangible assets divided by total assets
<i>FORINC</i>	: Export sales divided by total assets
<i>LARGEPECT</i>	: Largest shareholder's ownership ratio
<i>BIG4</i>	: 1 if audited by a Big 4 accounting firm, 0 otherwise
<i>FORPCT</i>	: Foreign ownership ratio
<i>INDUSTRY</i>	: Industry dummies
<i>YEAR</i>	: Year dummies

식 (1)의 종속변수는 기업의 조세회피 수준을 측정하기 위해 일반적으로 활용되는 현금유효세율(Cash Effective Tax Rate, 이하 *CETR*)을 사용하였다. *CETR*은 세전이익(또는 세전회계이익)을 분모로, 해당 연도에 실제로 납부한 현금 납부세액을 분자로 하여 산출하는 비율이다. 이는 기업이 회계상 이익 대비 실제로 어느 정도 세금을 납부했는지를 나타내며, 조세회피 연구에서 대표적인 측정치로 자리 잡아 왔다. *CETR* 값이 높을수록 세전이익 대비 실제 납부세금 비율이 크다는 의미이므로 조세회피 수준이 낮다고 해석되고, 반대로 *CETR* 값이 낮을수록 조세회피 수준이 높다고 판단할 수 있다. 다만, 본 연구의 주요 가설은 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동이 기업의 조세회피를 억제하는 방향, 즉 조세회피 수준을 낮추는 방향으로 작용할 것이라는 점에 초점을 두고 있다. 따라서 *CETR*의 값이 높을수록 조세회피 수준이 낮다는 원래 해석 구조는 연구가설의 방향성과 직관적인 해석에 혼동을 줄 수 있다. 이에 본 연구에서는 *CETR* 값에 -1을 곱하여 변수의 부호를 반전시킴으로써, 값이 클수록 조세회피 수준이 높고 값이 작을수록 조세회피 수준이 낮다는 해석이 가능하도록 방향을 보정하였다. 또한, 조세회피 수준을 보다 종합적으로 파악하기 위해 단일 시점이 아닌 단기(1년)와 중기(3년)의 *CETR*을 모두 측정치로 사용하였다. 단기 *CETR*은 해당 연도의 기업 조세전략을 직접적으로 반영하지만, 일시적인 경영전략 변화나 비정상적 사건(예 : 일회성 세무조정, 대규모 자산 매각, 규제 변화 등)으로 인해 변동성이 클 수 있다. 반면, 3년 평균 *CETR*은 단기 변동 요인의 영향을 완화하고 보다 안정적이며 지속적인 조세회피 수준을 반영한다. 따라서 두 기간의 *CETR*을 병행 사용함으로써, 인터넷 종목토론실의 정보공유활동이 기업의 조세전략에 미치는 영향을 단기와 중기 두 관점에서 균형 있게 분석할 수 있다. 관심변수로는 종목토론실 일별 게시글 수의 연평균값에 자연로그를 취한 값을 사용한다. 이 변수는 특정 종목에 대한 정보공유활동의 전반적인 수준을 나타내며, 게시글

수가 많을수록 해당 종목에 대한 투자자들의 정보교환과 관심이 활발하다고 볼 수 있다. 만약 본 연구의 가설 1이 지지된다면, 즉 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동이 증가할수록 기업의 조세회피가 억제된다면, 이 변수의 회귀계수 β_1 는 통계적으로 유의한 음(-)의 값을 가질 것이다.

회귀분석 모형의 통제변수로는 직전연도 말 기준 시가총액에 로그를 취한 값(*SIZE*), 시가총액을 순자산으로 나눈 값(*MTB*), 총부채를 총자산으로 나눈 값(*LEV*), 현금 및 현금성자산을 총자산으로 나눈 값(*CASH*), 당기순이익을 총자산으로 나눈 값(*ROA*), 투자자산처분손익을 총자산으로 나눈 값(*SECPROFIT*), 유형자산을 총자산으로 나눈 값(*PPE*), 무형자산을 총자산으로 나눈 값(*INTAN*), 수출매출을 총자산으로 나눈 값(*FORINC*), 최대주주지분율(*LARGEPC*), 대형회계법인 감사여부(*BIG4*), 외국인지분율(*FORPCT*)을 포함하였고 산업더미(*INDUSTRY*)와 연도더미(*YEAR*)를 추가하여 산업 및 연도별 영향을 통제하고자 하였다. 또한 회귀분석 시 기업-연도별 클러스터링을 통해 산출된 표준오차로 유의성을 측정했다.

2. 연구표본

본 연구의 표본은 2018년부터 2023년까지 인터넷 포털사이트 네이버 종목토론실에 게시된 상장기업 관련 게시글과 회귀분석에 필요한 재무정보가 모두 확보된 기업-연도 자료이다. 종목토론실 데이터는 파이썬(Python) 기반의 웹 크롤러를 통해 수집되었으며, 분석 기간 동안 수집된 전체 게시글 수는 총 86,632,453건이다. 최종 분석 표본의 구체적인 선정 과정은 <Table 1>과 같다. 우선, 연구 기간 내 종목토론실 자료 수집이 가능한 13,834개의 기업-연도 표본을 확보하였다. 다음으로 조세회피 측정치인 현금유효세율(*CETR*)의 타당성을 확보하기 위해 관련 재무자료가 누락된 표본을 제외하였다. 특히, 손실을 보고한 기업(세전이익<0)은 조세회피 유인이 상대적으로 낮고 유효세율 수치가 왜곡될 가능성이 크므로, 선행연구(Dyrenge et al. 2008 ; 기은선 2012)의 방법론에 따라 분석 대상에서 제외하였다. 마지막으로 회귀분석에 필요한 주요 통제변수 데이터가 누락된 표본을 추가로 제외하여 최종적으로 4,526개의 기업-연도 표본을 확정하였다.

<Table 1> Sample Selection

Selection Criteria	N (Firm-Year)
Firm-years with collectable Naver stock forum posts (2018–2023)	13,834
non-computable ETR or negative pre-tax income (loss) observations	(9,289)
observations with missing financial data (control variables, etc.)	(19)
Final Sample	4,526

연도별 최종 분석 표본의 분포는 2018년 750개, 2019년 724개, 2020년 721개, 2021년 810개, 2022년 773개, 2023년 748개이다. 또한, 분석에 사용된 모든 연속형 변수는 극단치(Outlier)에 의한 통계적 왜곡을 방지하기 위해 상위 및 하위 1% 수준에서 윈저라이징(Winsorization)을 실시하였다.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계 및 상관관계 분석

본 연구에서 사용하는 변수의 기술통계량은 <Table 2>와 같다. 종목토론실 내 정보공유활동 수준을 나타내는 일별 게시글 수의 연평균값은 평균 14.433, 중앙값 5.769로 나타났다. 이는 표본으로 사용된 기업들의 종목토론실에서 하루 평균 약 14건의 게시글이 작성된다는 의미이며, 중앙값이 평균보다 상당히 낮게 나타난 점으로 미루어 일부 기업들에서 일별 게시글이 집중적으로 작성되는 현상이 존재함을 알 수 있다. 본 연구에서는 이러한 분포 왜곡을 완화하고 정규성을 확보하기 위해 해당 값에 자연로그를 취한 변수를 분석에 활용하였다. 로그 변환된 값의 평균은 1.914, 중앙값은 1.753으로, 원자료에 비해 정규분포에 보다 근접한 형태임을 확인할 수 있었다. 종속변수인 조세회피 수준은 1년 기준과 3년 평균 기준의 현금유효세율(CETR)로 측정하였다. 1년 기준 CETR의 평균은 -0.294, 중앙값은 -0.224이며, 3년 평균 CETR의 평균은 -0.264, 중앙값은 -0.223으로 나타났다. CETR 값에 -1을 곱하여 방향을 보정했으므로, 기술통계에서 제시되는 CETR 값은 절대값 기준으로 해석한다. 이에 따르면, 표본 기업들의 세전이익 대비 실제 납부한 현금 법인세의 비율은 평균적으로 약 26%에서 29% 수준임을 알 수 있으며, 중기 기준 세율이 단기 기준에 비해 다소 낮게 나타났다.

<Table 2> Descriptive Statistics (n=4,526)

Variable	Mean	S.D.	Min	Q1	Median	Q3	Max
NUMCONTENT	14.433	26.977	1.116	2.961	5.769	13.213	192.504
LOG_NUMCONTENT	1.914	1.108	0.110	1.086	1.753	2.581	5.260
CETR_1yr	-0.294	0.330	-2.555	-0.305	-0.224	-0.160	-0.011
CETR_3yr	-0.264	0.220	-1.708	-0.280	-0.223	-0.170	-0.020
SIZE	19.356	1.346	17.316	18.384	19.076	19.975	23.887
MTB	1.457	1.265	0.273	0.656	1.038	1.783	7.543
LEV	0.314	0.175	0.029	0.166	0.298	0.447	0.731
CASH	0.094	0.090	0.001	0.029	0.068	0.127	0.467

〈Table 2〉 Descriptive Statistics (n=4,526) (continued)

Variable	Mean	S.D.	Min	Q1	Median	Q3	Max
<i>ROA</i>	0.063	0.050	-0.004	0.028	0.050	0.083	0.257
<i>SECPROFIT</i>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.002
<i>PPE</i>	0.231	0.168	0.000	0.090	0.210	0.337	0.693
<i>INTAN</i>	0.019	0.034	0.000	0.003	0.008	0.018	0.221
<i>FORINC</i>	0.059	0.163	0.000	0.000	0.000	0.000	0.882
<i>LARGEPECT</i>	0.439	0.150	0.117	0.332	0.436	0.539	0.781
<i>BIG4</i>	0.430	0.495	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
<i>FORPCT</i>	0.096	0.125	0.000	0.018	0.044	0.121	0.621

변수정의

<i>NUMCONTENT</i>	: Annual average of the daily number of posts
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	: Natural log of the annual average of the daily number of posts
<i>CETR_1yr</i>	: Short-term (1-year) cash effective tax rate, multiplied by -1
<i>CETR_3yr</i>	: Medium-term (3-year) cash effective tax rate, multiplied by -1
<i>SIZE</i>	: Natural log of market capitalization
<i>MTB</i>	: Market capitalization divided by net assets (book value of equity)
<i>LEV</i>	: Total liabilities divided by total assets
<i>CASH</i>	: Cash and cash equivalents divided by total assets
<i>ROA</i>	: Net income divided by total assets
<i>SECPROFIT</i>	: Gains (losses) on disposal of investment assets divided by total assets
<i>PPE</i>	: Property, plant, and equipment divided by total assets
<i>INTAN</i>	: Intangible assets divided by total assets
<i>FORINC</i>	: Export sales divided by total assets
<i>LARGEPECT</i>	: Largest shareholder's ownership ratio
<i>BIG4</i>	: 1 if audited by a Big 4 accounting firm, 0 otherwise
<i>FORPCT</i>	: Foreign ownership ratio

<Table 3>은 본 연구에서 사용된 변수 간의 Pearson 상관계수를 나타낸다. 독립변수인 종목토론실의 정보공유활동 수준(*LOG_NUMCONTENT*)은 단기(1년) 및 중기(3년) 현금유효세율(*CETR_1yr*, *CETR_3yr*)과 각각 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다(-0.058, -0.060). 이는 정보공유활동이 활발할수록 기업의 조세회피 수준이 낮아질 가능성을 예비적으로 시사한다. 또한 기업규모(*SIZE*)는 정보공유활동 수준과 유의한 양(+)의 상관관계(0.388)를 보여, 규모가 큰 기업일수록 종목토론실에서의 정보공유가 활발하게 이루어질 가능성이 있음을 나타낸다. 수익성(*ROA*)은 *CETR*과 유의한 양(+)의 상관관계(0.244, 0.190)를 보여, 수익성이 높은 기업일수록 조세부담을 상대적으로 낮출 수 있는 전략이나 제도를 활용할 가능성을 시사한다.

<Table 3> Correlation Analysis (n = 4,526)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
(1) <i>LOG_NUMCONTENT</i>	1														
(2) <i>CETR_1yr</i>	-0.058 (0.000)	1													
(3) <i>CETR_3yr</i>	-0.060 (0.000)	0.501 (0.000)	1												
(4) <i>SIZE</i>	0.388 (0.000)	-0.023 (0.125)	-0.002 (0.894)	1											
(5) <i>MTB</i>	0.352 (0.000)	0.054 (0.000)	0.055 (0.000)	0.403 (0.000)	1										
(6) <i>LEV</i>	0.140 (0.000)	-0.112 (0.000)	-0.168 (0.000)	0.073 (0.000)	0.055 (0.000)	1									
(7) <i>CASH</i>	0.013 (0.385)	0.047 (0.002)	0.045 (0.003)	-0.120 (0.000)	0.146 (0.000)	-0.128 (0.000)	1								
(8) <i>ROA</i>	0.046 (0.002)	0.244 (0.000)	0.190 (0.000)	0.138 (0.000)	0.324 (0.000)	-0.229 (0.000)	0.242 (0.000)	1							
(9) <i>SECPROFIT</i>	0.024 (0.109)	-0.008 (0.595)	0.008 (0.579)	0.015 (0.300)	-0.016 (0.272)	-0.037 (0.012)	0.008 (0.608)	0.059 (0.000)	1						
(10) <i>PPE</i>	-0.016 (0.286)	0.034 (0.021)	0.016 (0.290)	-0.016 (0.278)	-0.015 (0.305)	0.184 (0.000)	-0.215 (0.000)	-0.085 (0.000)	-0.055 (0.000)	1					
(11) <i>INTAN</i>	0.096 (0.000)	-0.028 (0.059)	-0.027 (0.069)	0.193 (0.000)	0.159 (0.000)	0.063 (0.000)	-0.025 (0.094)	-0.007 (0.651)	-0.006 (0.705)	-0.032 (0.029)	1				
(12) <i>FORINC</i>	-0.007 (0.625)	0.037 (0.014)	0.041 (0.006)	0.020 (0.177)	0.038 (0.011)	0.019 (0.198)	0.008 (0.611)	0.092 (0.000)	-0.010 (0.509)	0.105 (0.000)	-0.044 (0.003)	1			
(13) <i>LARGE PCT</i>	-0.273 (0.000)	0.020 (0.189)	0.042 (0.004)	-0.094 (0.000)	-0.134 (0.000)	-0.037 (0.014)	-0.076 (0.000)	-0.104 (0.000)	-0.024 (0.111)	0.077 (0.000)	-0.053 (0.000)	-0.002 (0.877)	1		
(14) <i>BIG4</i>	0.057 (0.000)	-0.003 (0.834)	-0.032 (0.045)	0.014 (0.382)	0.003 (0.873)	0.024 (0.132)	0.008 (0.617)	-0.004 (0.786)	-0.008 (0.616)	-0.014 (0.368)	-0.040 (0.011)	-0.012 (0.462)	-0.035 (0.026)	1	
(15) <i>FORPCT</i>	0.045 (0.002)	0.002 (0.893)	0.024 (0.113)	0.544 (0.000)	0.201 (0.000)	-0.036 (0.016)	0.011 (0.469)	0.151 (0.000)	0.005 (0.730)	-0.044 (0.003)	0.102 (0.000)	0.006 (0.696)	-0.195 (0.000)	-0.016 (0.298)	1

1) Coefficients are Pearson correlation coefficients ; figures in parentheses are p-values. All variables are defined in <Table 2>.

2. 회귀분석 결과

<Table 4>는 가설 1을 검증하기 위한 회귀분석 결과를 제시하고 있다. 본 연구에서 종속변수로 활용한 현금유효세율(Cash Effective Tax Rate, *CETR*)은 기업이 실제로 부담하는 조세 수준을 보여주는 지표로서 값이 낮을수록 조세회피 수준이 높은 것으로 해석할 수 있다. 관심변수는 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동을 측정하기 위해 일별 게시글 수의 연평균값을 산출한 후 로그 변환한 *LOG_NUMCONTENT_{it}*¹⁾이다. 이는 투자자들 간의 정보교류가 얼마나 활발하게 이루어지는지를 수치로 나타낸 변수로, 온라인에서의 정보생산과 확산 정도를 대변한다고 볼 수 있다.

회귀분석결과, 전체 기업 표본을 대상으로 한 실증분석에서 *LOG_NUMCONTENT*는 *CETR*의 1년 및 3년 기준 각각 $-0.011(p<0.05)$, $-0.006(p<0.1)$ 로써 통계적으로 유의한 음(-)의 계수 값을 보였다. 본 연구에서는 결과 해석의 용이성을 위해 *CETR* 값에 -1을 곱하여 조세회피 수준과 방향을 맞추었으므로, 이러한 결과는 곧 종목토론실에서 활발한 정보공유가 이루어지는 기업일수록 조세회피 수준이 낮다는 점을 의미한다. 다시 말해, 인터넷 종목토론실에서의 투자자 간 활발한 정보교류 활동이 기업의 조세회피 전략을 억제하는 외부 감시 장치로 기능함을 시사한다. 따라서 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동은 기업의 조세회피 활동과 음(-)의 관계가 있다는 가설 1을 지지한다.²⁾

-
- 1) 정보공유활동과 조세회피 간의 인과관계 및 시차 효과를 검토하기 위해 독립변수를 전기치(*LOG_NUMCONTENT_{t-1}*)로 설정하여 추가 분석을 실시하였다. 분석 결과, 1년 기준 *CETR*에서만 회귀계수가 $-0.009(t\text{-값}=-1.68)$ 로 나타나 10% 수준에서 제한적인 유의성을 보였으며, 3년 기준 *CETR*에서는 통계적으로 유의한 결과가 관찰되지 않았다. 이러한 결과는 전기의 정보공유활동이 시차를 두고 당기의 조세전략을 억제하는 측면이 존재함을 시사하나, 주된 분석 결과에 비해 통계적 유의성이 다소 낮아 시계열적 관점에서의 내생성 문제를 완전히 해소하지는 못했다.
 - 2) 정보공유활동의 외부 감시 기제를 실증적으로 확인하기 위해, 표본 기간 중 세무조사 착수 보도가 식별된 기업을 대상으로 보도 시점($t=0$) 전후의 일별 게시글 수 추이를 분석하였다. 특정 대형주의 게시글 폭증으로 인한 평균값의 왜곡(Outlier bias)을 방지하고자 중위수(Median)를 기준으로 분석한 결과, 보도 당일($t=0$) 및 익일($t=1$)의 게시글 활동량이 보도 이전 대비 증가하는 경향을 확인하였다. 다만, 공시되지 않은 세무조사 사례를 포함한 모든 상장기업의 세무조사 여부를 전수조사하지 못하고 보도 자료를 통해 파악된 사례만을 대상으로 분석하였다는 데이터상의 제약이 존재한다. 그럼에도 불구하고 본 결과는 인터넷 종목토론실 참여자들이 기업의 조세 이슈에 민감하게 반응하고 정보를 공유하고 있음을 보여준다는 점에서 의미가 있다.

〈Table 4〉 Test of Hypothesis 1

Dependent Variable Independent Variable	<i>CETR_1yr</i>			<i>CETR_3yr</i>		
	Coef.	t-value	VIF	Coef.	t-value	VIF
<i>Intercept</i>	-0.294*	-1.70		-0.239***	-3.10	
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	-0.011**	-2.29	1.61	-0.006*	-1.77	1.61
<i>SIZE</i>	-0.009	-1.37	2.57	-0.001	-0.35	2.57
<i>MTB</i>	0.009**	2.12	1.74	0.009***	2.82	1.74
<i>LEV</i>	-0.154***	-4.09	1.41	-0.202***	-7.76	1.41
<i>CASH</i>	-0.084	-1.37	1.29	-0.049	-1.16	1.29
<i>ROA</i>	1.589***	11.32	1.33	0.644***	8.62	1.33
<i>SECPROFIT</i>	-20.162	-0.92	1.03	3.756	0.43	1.03
<i>PPE</i>	0.104**	2.36	1.53	0.058*	1.92	1.53
<i>INTAN</i>	-0.045	-0.24	1.26	-0.046	-0.36	1.26
<i>FORINC</i>	0.015	0.57	1.12	0.021	1.14	1.12
<i>LARGEPC</i>	0.053	1.38	1.35	0.076***	2.87	1.35
<i>BIG4</i>	0.010	0.95	1.39	0.009	1.25	1.39
<i>FORPCT</i>	-0.047	-0.96	1.87	-0.002	-0.05	1.87
<i>Industry Dummies</i>	Included			Included		
<i>Year Dummies</i>	Included			Included		
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included			Included		
<i>N</i>	4,526			4,526		
<i>Adj. R²</i>	0.079			0.076		

1) *, **, and *** denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively, based on standard errors estimated with firm-year clustering. All variables are defined in <Table 2>.

2) To check for multicollinearity, variance inflation factors (VIF) were computed ; all VIF values are below the threshold of 10, indicating no multicollinearity problem.

<Table 5>는 가설 2를 검증하기 위해 코스피(Panel A)와 코스닥(Panel B) 시장을 구분하여 분석한 결과를 보여준다. 분석 결과, 인터넷 종목토론실의 정보공유활동은 코스피 시장 기업의 조세회피를 억제하는 효과가 나타났으나, 코스닥 시장 기업에서는 이러한 효과가 통계적으로 유의하지 않았다. 구체적으로, 코스피 표본을 대상으로 한 Panel A의 회귀분석에서 핵심 변수인 *LOG_NUMCONTENT*의 회귀계수는 *CETR_1yr*에서 -0.016($p < 0.1$), *CETR_3yr*에서 -0.010($p < 0.1$)로 나타났다. 이는 코스피 시장의 기업들이 규모가 크고 공시 의무와 회계 투명성에 대한 요

구가 엄격하기 때문에, 종목토론실을 통한 정보공유가 기업의 투명성을 높이고 외부의 감시 기능을 강화하는 데 기여한다는 점을 보여준다. 또한 코스피 기업은 일반적으로 사회적 인지도가 높아 정보가 빠르게 확산되고, 기업 평판에 민감할 수밖에 없기 때문에, 부정적 여론이 발생할 경우 조세회피 전략을 적극적으로 활용하기보다 자제하려는 경향을 보일 가능성이 크다. 반면, 코스닥 표본을 대상으로 한 Panel B의 분석에서는 *LOG_NUMCONTENT*의 계수가 *CETR_1yr*에서 $-0.005(p>0.1)$, *CETR_3yr*에서 $-0.001(p>0.1)$ 로 나타나 통계적으로 유의하지 않았다.

〈Table 5〉 Test of Hypothesis 2

Panel A : KOSPI-listed Firms				
Dependent Variable Independent Variable	<i>CETR_1yr</i>		<i>CETR_3yr</i>	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.459**	-2.16	-0.511***	-4.52
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	-0.016*	-1.93	-0.010*	-1.93
<i>SIZE</i>	-0.003	-0.35	0.009	1.50
<i>MTB</i>	0.004	0.59	0.002	0.43
<i>LEV</i>	-0.169**	-2.39	-0.140***	-3.23
<i>CASH</i>	-0.052	-0.41	-0.057	-0.61
<i>ROA</i>	2.257***	7.41	0.999***	6.96
<i>SECPROFIT</i>	12.065	0.58	16.120	1.14
<i>PPE</i>	0.055	0.62	-0.026	-0.43
<i>INTAN</i>	0.170	0.52	-0.286	-1.14
<i>FORINC</i>	0.051	1.15	0.016	0.48
<i>LARGEPC</i>	0.111	1.53	0.203***	4.38
<i>BIG4</i>	0.030	1.54	0.031***	2.58
<i>FORPCT</i>	0.048	0.59	0.062	1.35
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included	
<i>N</i>	2,050		2,050	
<i>Adj. R²</i>	0.091		0.089	

〈Table 5〉 Test of Hypothesis 2 (continued)

Panel B : KOSDAQ-listed Firms				
Dependent Variable Independent Variable	<i>CETR_1yr</i>		<i>CETR_3yr</i>	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.125	-0.71	-0.002	-0.02
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	-0.005	-0.87	-0.001	-0.13
<i>SIZE</i>	-0.012	-1.20	-0.012*	-1.77
<i>MTB</i>	0.009	1.50	0.012**	2.41
<i>LEV</i>	-0.144***	-3.27	-0.230***	-6.80
<i>CASH</i>	-0.111	-1.63	-0.052	-1.07
<i>ROA</i>	1.266***	8.40	0.456***	5.26
<i>SECPROFIT</i>	-47.460	-1.36	-0.052	-0.00
<i>PPE</i>	0.136***	3.39	0.130***	4.49
<i>INTAN</i>	-0.095	-0.36	0.170	1.30
<i>FORINC</i>	-0.007	-0.23	0.033*	1.65
<i>LARGEPC</i>	0.069	1.55	0.033	0.90
<i>BIG4</i>	-0.003	-0.26	-0.005	-0.45
<i>FORPCT</i>	-0.100	-1.57	0.002	0.05
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included	
<i>N</i>	2,476		2,476	
<i>Adj. R²</i>	0.081		0.089	

1) *, **, and *** denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively, based on standard errors estimated with firm-year clustering. All variables are defined in <Table 2>.

이는 코스닥 시장이 상대적으로 소규모 기업 위주로 구성되어 있고, 시장 내 정보 환경이 취약하며, 투자자 역시 단기 성향의 개인투자자가 많기 때문에 종목토론실에서 형성되는 정보가 기업의 조세전략에 미치는 영향이 제한적이라는 점을 시사한다. 종합적으로 인터넷 종목토론실의 정보공유활동은 코스닥 기업보다 코스피 기업에서 조세회피를 억제하는 효과가 더욱 강하게 나타났으며, 이는 가설 2를 지지한다.

V. 추가분석

1. Desai and Dharmapala(2006)의 TS 측정치를 활용한 추가분석

본 연구의 주요 분석에서는 기업의 조세회피 수준을 측정하기 위한 종속변수로서 현금유효세율(*CETR*)을 활용하였다. 그러나 연구 결과의 신뢰성과 타당성을 높이기 위해서는 선행연구에서 널리 사용되는 대안적 측정치를 활용해서 결과의 일관성을 확인해볼 필요가 있다. 이에 첫 번째 추가분석에서는 Desai and Dharmapala(2006)의 방법론에 따라 경영자의 이익조정 요인을 통제한 순수한 조세혜택(*TS*)을 종속변수로 설정하여 추가분석을 실시하였다. *TS* 측정치는 재무보고 이익과 세무보고이익의 차이(*Book-Tax Gap*)에서 발생액(*Accruals*)으로 측정되는 이익조정의 영향을 회귀분석을 통해 제거한 잔차(*Residual*)로 산출된다. 이는 기업이 단순히 장부상 이익을 조절하는 것이 아니라, 실질적으로 세무상 혜택을 얻기 위해 취하는 조세회피 행위를 보다 정밀하게 포착할 수 있다는 장점이 있다. 분석 결과는 아래 <Table 6>에 제시된 바와 같다. 종목토론실에서의 정보공유활동(*LOG_NUMCONTENT*)은 *TS*와 관계에서 $-0.002(p < 0.05)$ 의 계수값을 가지며 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 나타내었다. 이는 <Table 4>에서의 주요 분석 결과와 일치하는 것으로, 정보공유가 활발한 기업일수록 이익조정 요인을 배제한 실질적 조세회피 수준 또한 낮아짐을 의미한다. 이러한 결과는 인터넷 종목토론실이라는 비공식 정보채널이 기업의 전략적 조세행위를 견제하는 외부 감시 메커니즘으로서 기능한다는 본 연구의 가설 1을 강건하게 지지하는 증거이다.

<Table 6> Additional Analysis Using the TS Measure of Desai and Dharmapala (2006)

Dependent Variable Independent Variable	TS	
	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.018	-1.09
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	-0.002**	-2.56
<i>SIZE</i>	0.000	0.21
<i>MTB</i>	0.002**	2.35
<i>LEV</i>	-0.025***	-4.21
<i>CASH</i>	0.058***	4.42
<i>ROA</i>	0.059**	2.03
<i>SECPROFIT</i>	-2.628	-0.75
<i>PPE</i>	0.063***	10.15

<Table 6> Additional Analysis Using the TS Measure of Desai and Dharmapala (2006) (continued)

Dependent Variable Independent Variable	TS	
	Coef.	t-value
<i>INTAN</i>	0.090***	3.23
<i>FORINC</i>	-0.003	-0.51
<i>LARGEPECT</i>	-0.012*	-1.85
<i>BIG4</i>	0.002	0.91
<i>FORPCT</i>	-0.029***	-3.15
<i>Industry Dummies</i>	Included	
<i>Year Dummies</i>	Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included	
<i>N</i>	3,422	
<i>Adj. R²</i>	0.114	

1) *, **, and *** denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively, based on standard errors estimated with firm-year clustering. All variables are defined in <Table 2>.

2. 추가수익률 수준에 따른 추가분석

본 연구에서 확인하고자 하는 정보공유활동의 외부 감시 기능은 투자자의 관심이 기업의 실질적인 경영 활동과 정보에 집중될 때 유효하다. 그러나 주식시장의 성과가 급격히 변동하는 경우, 종목토론실의 게시글 활동량은 기업 감시라는 본연의 목적 외에 시장의 분위기나 투기적 유인에 의해 왜곡될 가능성이 존재한다. 특히 추가수익률이 매우 높은 기업의 경우 단기적인 시세 차익을 노린 투자자들이 유입되면서 게시글 수가 폭증할 수 있고, 이러한 게시글이 실제 경영진을 견제하는 정보로서의 가치를 지니는지에 대해서는 추가적인 검토가 필요하다. 이에 두 번째 추가분석에서는 추가수익률에 따른 교란 효과(Confounding effect)를 통제하고 결과의 강건성을 확인하기 위해, 전체 표본을 연간 추가수익률 기준으로 3개 그룹(상위 33%, 중위 33%, 하위 33%)으로 분류하여 하위 표본 분석(Sub-sample analysis)을 실시하였다. 분석 결과는 <Table 7>에 제시된 바와 같다. 먼저 추가수익률이 낮은 표본과 중간 수준인 표본에서는 정보공유활동(*LOG_NUMCONTENT*)과 조세회피(*CETR_1yr*)간의 계수값이 각각 $-0.032(p < 0.01)$ 와 $-0.018(p < 0.1)$ 로써 유의한 음(-)의 관계를 보였고, <Table 4>에서의 주요 분석 결과와 일치함을 확인할 수 있다. 반면, 추가수익률이 상위 33%에 해당하는 높은 표본에서는 정보공유활동이 조세회피에 미치는 영향은 계수값 $-0.005(p > 0.1)$ 로써 통계적으로 유의하지 않은 것으로 나타났다. 이

러한 결과는 주가가 급등하는 시기에 종목토론실의 게시글 수가 급증하더라도 해당 게시글들이 기업의 조세 행태를 감시하는 신호(Signal)라기보다는 단순한 감탄사나 투기적 성격의 소음(Noise)으로 구성될 가능성이 높음을 시사한다. 즉, 주가가 급등하는 시기에는 투자자들의 관심이 기업의 조세정책이나 장기적 리스크 관리보다는 단기적인 주가 상승 이슈에 매몰되면서 정보공유활동의 감시 기능이 상대적으로 희석되는 것으로 해석할 수 있다. 이러한 분석 결과는 인터넷 종목토론실에서의 정보공유활동을 통한 외부 감시 효과가 시장의 과열 정도에 따라 차별적으로 나타날 수 있다는 본 연구의 한계점을 명확히 함과 동시에, 급등주를 제외한 일반적인 투자 환경에서는 정보공유의 조세회피 억제 효과가 강력하게 존재함을 뒷받침한다.

〈Table 7〉 Additional Analysis by Stock Return Level

Dependent Variable Independent Variable	Bottom Group(<i>CETR_1yr</i>)		Middle Group(<i>CETR_1yr</i>)		Top Group(<i>CETR_1yr</i>)	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.953***	-2.85	0.077	0.34	-0.002	-0.01
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	-0.032***	-2.92	-0.018*	-1.92	-0.005	-0.59
<i>SIZE</i>	0.018	1.59	-0.016	-1.20	-0.021**	-2.05
<i>MTB</i>	0.004	0.33	0.024***	2.89	0.011*	1.85
<i>LEV</i>	-0.193**	-2.33	-0.151***	-2.65	-0.127**	-2.33
<i>CASH</i>	-0.183	-1.40	-0.149	-1.36	0.063	0.79
<i>ROA</i>	1.844***	5.88	1.602***	6.17	1.355***	7.37
<i>SECPROFIT</i>	-82.634*	-1.65	-5.692	-0.19	10.911	0.58
<i>PPE</i>	0.034	0.35	0.115	1.52	0.133**	2.30
<i>INTAN</i>	0.122	0.41	-0.304	-1.11	-0.027	-0.06
<i>FORINC</i>	0.032	0.67	-0.000	-0.00	0.030	0.66
<i>LARGEPC</i>	0.088	1.08	-0.055	-0.90	0.099	1.62
<i>BIG4</i>	-0.033	-1.59	0.024	1.29	0.036**	2.11
<i>FORPCT</i>	-0.090	-1.19	0.020	0.19	-0.095	-1.35
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included		Included	
<i>N</i>	1,496		1,494		1,491	
<i>Adj. R²</i>	0.078		0.081		0.077	

1) *, **, and *** denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively, based on standard errors estimated with firm-year clustering. All variables are defined in <Table 2>.

3. 정보공유활동을 게시글의 길이로 측정한 추가분석

앞선 주된 회귀분석에서는 종목토론실의 정보공유활동을 게시글 수를 기준으로 측정하였다. 그러나 게시글의 개수는 정보의 양적인 수준만을 반영할 뿐, 정보의 질적인 차이를 충분히 보여 주지 못할 가능성이 있다. 다시 말해, 게시글 수가 많다고 해서 반드시 유용한 정보가 풍부하다고 보기는 어렵고, 실제로 단순한 감정 표현이나 의미 없는 내용이 상당 부분을 차지할 수도 있다. 이러한 한계를 보완하기 위해, 세 번째 추가분석에서는 게시글 수 대신 게시글의 길이(글자 수)를 활용하였다. 글의 길이는 글 안에 포함된 정보량과 구체성을 일정 부분 반영할 수 있기 때문에, 정보의 질적 측면을 간접적으로 살펴보는 데 적합한 지표로 볼 수 있다. 분석 결과는 <Table 8>에 제시되어 있다.

<Table 8> Additional Analysis Measuring Information Sharing by Post Length

Dependent Variable Independent Variable	CETR_1yr		CETR_3yr	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.202	-1.24	-0.192***	-3.05
<i>LOG_LENCONTENT</i>	-0.013**	-2.30	-0.014***	-3.47
<i>SIZE</i>	-0.009	-1.58	0.002	0.71
<i>MTB</i>	0.008*	1.94	0.009***	2.90
<i>LEV</i>	-0.157***	-4.18	-0.205***	-7.99
<i>CASH</i>	-0.091	-1.49	-0.053	-1.25
<i>ROA</i>	1.576***	11.29	0.625***	8.50
<i>SECPROFIT</i>	-20.879	-0.96	3.596	0.42
<i>PPE</i>	0.104**	2.36	0.058*	1.90
<i>INTAN</i>	-0.034	-0.18	-0.040	-0.32
<i>FORINC</i>	0.018	0.69	0.023	1.22
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included	
<i>N</i>	4,526		4,526	
<i>Adj. R²</i>	0.079		0.076	

1) *, **, and *** denote significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively, based on firm-year clustered standard errors. *LOG_LENCONTENT* is the natural log of the annual average daily post length (scaled to range between 0 and 1). All other variables are defined in <Table 2>.

게시글 길이를 나타내는 변수(*LOG_LENCONTENT*)는 현금유효세율(*CETR*)의 1년 기준과 3년 기준 각각 $-0.013(p < 0.05)$, $-0.014(p < 0.01)$ 로써 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 이는 게시글 내 정보의 양이 많고 구체적일수록 기업의 조세회피가 억제되는 것으로 해석할 수 있다.

4. 애널리스트 팔로잉 여부에 따른 추가분석

네 번째 추가분석에서는 애널리스트 팔로잉(analyst following)의 존재 여부에 따라 정보공유 활동이 조세회피에 미치는 영향을 추가적으로 검토하였다. 일반적으로 애널리스트 팔로잉은 기업의 정보환경이 상대적으로 양호하고 정보 비대칭이 완화되어 있음을 나타내는 지표로 이해될 수 있다. 따라서 애널리스트 팔로잉이 존재하는 기업에서는 정보공유활동과 조세회피 간의 관계가 더욱 뚜렷하게 나타날 가능성이 있다. 분석 결과는 <Table 9>와 같다.

<Table 9> Additional Analysis by Analyst Following

Panel A : Firms with Analyst Following				
Dependent Variable Independent Variable	<i>CETR_1yr</i>		<i>CETR_3yr</i>	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.510	-1.48	-0.224***	-2.69
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	-0.021***	-2.98	-0.011**	-2.47
<i>SIZE</i>	-0.010	-1.37	-0.001	-0.32
<i>MTB</i>	0.011**	2.01	0.009***	2.86
<i>LEV</i>	-0.108**	-2.08	-0.180***	-5.28
<i>CASH</i>	-0.060	-0.75	-0.011	-0.21
<i>ROA</i>	1.468***	7.65	0.605***	7.03
<i>SECPROFIT</i>	-1.972	-0.12	-1.454	-0.14
<i>PPE</i>	0.103	1.61	0.011	0.22
<i>INTAN</i>	0.220	0.95	0.261**	2.37
<i>FORINC</i>	0.014	0.33	0.033	1.23
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included	
<i>N</i>	2,433		2,433	
<i>Adj. R²</i>	0.093		0.100	

〈Table 9〉 Additional Analysis by Analyst Following (continued)

Panel B : Firms without Analyst Following				
Dependent Variable Independent Variable	CETR_1yr		CETR_3yr	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.087	-0.39	-0.229	-1.42
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	-0.006	-0.80	-0.009*	-1.66
<i>SIZE</i>	-0.008	-0.65	0.002	0.21
<i>MTB</i>	0.005	0.60	0.008	0.92
<i>LEV</i>	-0.228***	-3.58	-0.226***	-5.11
<i>CASH</i>	-0.117	-1.28	-0.084	-1.33
<i>ROA</i>	1.771***	7.97	0.623***	4.64
<i>SECPROFIT</i>	-44.408	-0.79	16.138	0.98
<i>PPE</i>	0.119*	1.82	0.118***	2.99
<i>INTAN</i>	-0.382	-1.19	-0.588**	-2.01
<i>FORINC</i>	0.022	0.71	0.008	0.30
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included	
<i>N</i>	2,093		2,093	
<i>Adj. R²</i>	0.070		0.064	

1) *, **, and *** denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively, based on standard errors estimated with firm-year clustering. All variables are defined in <Table 2>.

애널리스트 팔로잉이 있는 기업을 대상으로 한 Panel A에서는 주요 변수인 게시글 수 (*LOG_NUMCONTENT*)가 *CETR_1yr*와 *CETR_3yr*에서 각각 $-0.021(p < 0.01)$, $-0.011(p < 0.05)$ 로써 모두 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 이는 애널리스트 팔로잉이 존재하는 기업에서 정보공유활동이 활발할수록 조세회피가 억제되는 경향이 뚜렷하게 나타남을 의미한다. 반면, 애널리스트 팔로잉이 없는 기업을 분석한 Panel B에서는 게시글 수가 *CETR_1yr*에서 유의하지 않았으며, *CETR_3yr*에서도 $-0.009(p < 0.1)$ 로 10% 수준에서만 제한적으로 음(-)의 관계가 관찰되었다. 이는 애널리스트 팔로잉이 없는 기업에서는 정보공유활동이 조세회피 억제에 미치는 효과가 상대적으로 약하거나 제한적임을 보여준다. 이러한 결과는 기업의 정보환경이 정보공유활동과 조세회피 간 관계에 중요한 영향을 미친다는 점을 시사한다.

5. 성과압박 유무에 따른 추가분석

다섯 번째 추가분석에서는 기업의 성과압박 여부가 정보공유활동과 조세회피 간 관계에 미치는 영향을 분석하였다. 이를 위해 직전 연도 대비 성과가 하락한 기업과 그렇지 않은 기업을 구분하여 회귀분석을 실시하였다. 성과가 하락한 기업은 성과압박으로 인해 경영진이 적극적인 조세회피 전략을 선택할 가능성이 높다. 반면 성과가 하락하지 않은 기업은 상대적으로 성과압박이 적어 정보공유활동이 조세회피를 억제하는 효과가 더 크게 나타날 수 있다. <Table 10>은 그 결과를 제시한다.

<Table 10> Additional Analysis by Performance Pressure

Panel A : Firms without Performance Decline (vs. Prior Year)				
Dependent Variable Independent Variable	CETR_1yr		CETR_3yr	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	−0.144	−1.41	−0.285***	−2.78
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	−0.009*	−1.88	−0.013***	−2.74
<i>SIZE</i>	−0.004	−0.68	0.005	1.09
<i>MTB</i>	0.009**	2.03	0.006	1.14
<i>LEV</i>	−0.150***	−3.87	−0.244***	−6.41
<i>CASH</i>	−0.058	−0.97	−0.068	−1.11
<i>ROA</i>	0.618***	4.87	0.724***	6.82
<i>SECPROFIT</i>	3.004	0.20	2.232	0.17
<i>PPE</i>	0.076*	1.77	0.084**	2.07
<i>INTAN</i>	−0.138	−0.60	−0.095	−0.50
<i>FORINC</i>	0.010	0.28	0.031	1.13
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included	
<i>N</i>	2,358		2,358	
<i>Adj. R²</i>	0.052		0.074	

<Table 10> Additional Analysis by Performance Pressure (continued)

Panel B : Firms with Performance Decline (vs. Prior Year)				
Dependent Variable Independent Variable	<i>CETR_1yr</i>		<i>CETR_3yr</i>	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-0.349	-1.16	-0.120*	-1.66
<i>LOG_NUMCONTENT</i>	-0.010	-1.22	-0.003	-0.80
<i>SIZE</i>	-0.017*	-1.84	-0.008**	-2.08
<i>MTB</i>	0.004	0.54	0.011***	3.10
<i>LEV</i>	-0.125*	-1.93	-0.138***	-3.92
<i>CASH</i>	-0.163	-1.46	-0.045	-0.73
<i>ROA</i>	3.133***	10.37	0.751***	6.04
<i>SECPROFIT</i>	-39.871	-0.92	1.052	0.08
<i>PPE</i>	0.115	1.57	0.025	0.54
<i>INTAN</i>	0.027	0.09	0.108	0.73
<i>FORINC</i>	0.005	0.12	0.014	0.68
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included	
<i>N</i>	2,168		2,168	
<i>Adj. R²</i>	0.115		0.087	

1) *, **, and *** denote statistical significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively, based on standard errors estimated with firm-year clustering. All variables are defined in <Table 2>.

성과가 하락하지 않은 기업(Panel A)에서는 *LOG_NUMCONTENT*가 *CETR_1yr*에서 -0.009($p < 0.1$), *CETR_3yr*에서 -0.013($p < 0.01$)로 나타나 모두 통계적으로 유의하였다. 이는 성과압박이 없는 기업에서 정보공유활동이 조세회피를 억제한다는 사실을 보여준다. 반면 성과가 하락한 기업(Panel B)에서는 *LOG_NUMCONTENT*가 *CETR_1yr*과 *CETR_3yr* 모두에서 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 성과압박이 있는 기업에서는 정보공유활동의 감시 효과가 제한적으로 작용했음을 의미한다. 따라서 다섯 번째 추가분석을 통해 성과 상황이 정보공유활동과 조세회피 간 관계를 구분하는 중요한 조건이 될 수 있음을 알 수 있었다. 이는 성과압박이 존재할 때 기업이 조세회피 전략을 활용하는 방식이 달라질 수 있음을 시사한다.

6. 2단계 최소자승법(2SLS)을 이용한 내생성 통제

<Table 4>에서의 결과는 종목토론실의 정보공유활동이 기업의 조세회피를 유의하게 억제함을 보여준다. 그러나 이러한 관계가 정보공유의 감시 효과 때문이 아니라, 조세회피 수준이 높은 기업에 대해 투자자의 관심이 사후적으로 집중되어 게시글이 증가하는 역인과관계나 관찰되지 않은 누락변수에 의한 내생성 문제일 가능성을 배제하기 어렵다. 이에 본 절에서는 도구변수(Instrumental Variables)를 활용한 2단계 최소자승법(2SLS)을 실시하여 분석 결과의 강건성을 검토하였다. 도구변수로 두 가지 변수를 선정하였다. 첫째는 해당 기업을 제외한 동일 연도-산업의 평균 게시글 수($LOG_NUMCONTENT_{year-ind}$)이며, 둘째는 전년도 게시글 수($LOG_NUMCONTENT_{t-1}$)이다. 특정 연도 및 산업의 전반적인 토론 활성화 정도는 시장 전반의 관심도를 반영하여 개별 기업의 게시글 수와 상관성을 가질 것으로 보았으며, 전년도의 정보공유 수준은 당기의 정보공유활동과 높은 연속성을 갖는 한편, 당기 조세회피와는 시간적으로 선후관계가 분리되어 있어 역인과 가능성을 완화한다.

분석 결과는 <Table 11>에 제시된 바와 같다. 먼저 1단계 회귀분석 결과, 도구변수 중 전년도 게시글 수($LOG_NUMCONTENT_{t-1}$)가 내생성 변수인 당기의 정보공유활동을 유의하게 설명하는 것으로 나타났다(회귀계수=0.544, $p<0.01$). 연도-산업 평균 게시글 수의 경우 통계적 유의성은 나타나지 않았으나, 두 도구변수를 동시에 투입함으로써 모형의 전반적인 식별력을 높이고자 하였다. 이어지는 2단계 회귀분석 결과, 도구변수를 통해 내생성을 통제한 후에도 정보공유활동의 회귀계수는 조세회피($CETR_1yr$)와 통계적으로 유의한 음(-)의 관계를 유지하였다(회귀계수=-0.018, $p<0.1$). 이러한 결과는 온라인 정보공유활동의 조세회피 억제 효과가 단순히 역인과관계나 시장의 공통 요인에 의한 왜곡이 아니며, 내생성을 고려한 후에도 외부 감시 기제로서 강건하게 작동하고 있음을 보여준다.

<Table 11> Endogeneity Control Using Two-Stage Least Squares (2SLS)

Dependent Variable Independent Variable	First Stage		Second Stage	
	$LOG_NUMCONTENT$		$CETR_1yr$	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>Intercept</i>	-1.829***	-6.16	-0.293*	-1.70
$LOG_NUMCONTENT$			-0.018*	-1.96
$LOG_NUMCONTENT_{year-ind}$	-0.124	-1.27		
$LOG_NUMCONTENT_{t-1}$	0.544***	42.68		
<i>SIZE</i>	0.128***	12.85	-0.008	-1.43
<i>MTB</i>	0.111***	7.95	0.009**	2.10

〈Table 11〉 Endogeneity Control Using Two-Stage Least Squares (2SLS) (continued)

Dependent Variable Independent Variable	First Stage		Second Stage	
	<i>LOG_NUMCONTENT</i>		<i>CETR_1yr</i>	
	Coef.	t-value	Coef.	t-value
<i>LEV</i>	0.344***	4.41	-0.151***	-3.97
<i>CASH</i>	-0.023	-0.15	-0.090	-1.47
<i>ROA</i>	-0.536*	-1.88	1.576***	11.45
<i>SECPROFIT</i>	42.416	0.83	-20.959	-0.97
<i>PPE</i>	-0.094	-1.12	0.104**	2.37
<i>INTAN</i>	-0.225	-0.64	-0.024	-0.13
<i>FORINC</i>	-0.036	-0.48	0.020	0.74
<i>Industry Dummies</i>	Included		Included	
<i>Year Dummies</i>	Included		Included	
<i>Firm-Year Clustering</i>	Included		Included	
<i>N</i>	4,475		4,526	
<i>Adj. R²</i>	0.535		0.076	

1) *, **, and *** denote significance at the 10%, 5%, and 1% levels, respectively, based on firm-year clustered standard errors. All variables are defined in <Table 2>.

VI. 결 론

본 연구는 자본시장의 새로운 정보 환경으로 자리 잡은 인터넷 종목토론실에서의 정보공유 활동이 기업의 조세회피 행위에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 분석하였다. 2018년부터 2023년까지의 방대한 게시글 데이터를 활용하여 분석한 결과, 종목토론실 내 정보교류가 활발할수록 기업의 조세회피 수준은 유의하게 낮아지는 것으로 나타났다. 이는 온라인 커뮤니티가 단순한 정보 교환의 장을 넘어, 기업 경영진의 기회주의적 조세전략을 견제하고 감시하는 외부 감시 기제로서 실질적인 기능을 수행하고 있음을 시사한다. 주요 분석 결과 내용으로는 첫째, 종목토론실에서의 정보공유활동은 조세회피와 유의한 음(-)의 관계를 보였다. 즉, 정보공유가 활발한 기업일수록 조세회피 수준이 낮게 나타났다. 이는 공개 온라인 공간에서의 정보교류가 기업의 조세전략에 대해 사실상 외부 감시 기능을 수행할 수 있음을 보여준다. 둘째, 시장 구분 분석에서 코스피 기업에서의 음(-)의 관계가 특히 강했다. 상대적으로 엄격한 공시의무와 높은

외부 감시 환경이 작동하면서, 정보공유가 조세회피를 제약하는 효과가 더 분명히 나타난 것으로 해석된다. 반면 코스타 기업에서는 동일한 효과가 통계적으로 뚜렷하지 않았다. 추가분석에서는 첫째, 게시글 길이를 활용하여 정보의 질적 측면을 고려한 결과, 글이 길수록 조세회피가 억제되는 것으로 나타났다. 둘째, 애널리스트 팔로잉이 있는 기업에서 정보공유활동의 억제 효과가 더욱 뚜렷하게 확인되었다. 셋째, 직전 연도 대비 성과가 하락하지 않은 기업에서만 정보공유활동이 조세회피를 줄이는 효과가 나타났으며, 성과가 하락한 기업에서는 유의한 결과가 관찰되지 않았다.

본 연구의 시사점 및 활용방안은 다음과 같다. 첫째, 이론적 측면에서 전통적인 외부 감시 기관(감사인, 애널리스트 등) 외에 개인 투자자들의 집단지성이 형성되는 비공식적 정보 환경이 기업 지배구조를 보완하는 역할을 수행할 수 있음을 입증하였다. 둘째, 정책적 및 실무적 측면에서 과세당국과 규제기관은 온라인상의 여론이나 정보 흐름이 기업의 세무 의사결정에 미치는 영향을 인지하고, 이를 기업 투명성 제고를 위한 보조적 모니터링 지표로 활용할 수 있는 근거를 제공한다. 셋째, 기업 경영진에게는 온라인상의 평판 리스크가 실질적인 경영 제약 요인으로 작용할 수 있음을 경고함으로써, 보다 투명하고 책임 있는 조세전략 수립의 필요성을 강조한다.

한편, 본 연구는 다음과 같은 한계점을 지닌다. 첫째, 정보공유활동의 질적 수준을 게시글 수나 길이와 같은 간접지표로 측정하였기 때문에 실제 정보의 내용, 정확성, 해석의 다양성은 충분히 반영하지 못했다. 향후 연구에서는 자연어처리(NLP) 기법을 활용해 게시글의 문맥, 내용, 정서(감성) 등을 정밀하게 분석함으로써 정보공유의 질적 특성이 기업의 조세전략에 미치는 영향을 보다 설득력 있게 규명할 필요가 있다. 둘째, 본 연구는 조세회피 측정치인 현금유효세율(CETR)의 왜곡을 방지하기 위해 선행연구에 따라 세전이익이 0보다 작은 손실보고기업을 표본에서 제외하였다. 이는 실증 결과의 타당성을 확보하기 위한 필수적인 절차이나, 결과적으로 조세회피 유인이 다를 수 있는 손실 기업들에 대해 본 연구의 결과를 일반화하는 데에는 한계가 존재한다. 셋째, 정보공유활동의 외부 감시 효과는 시장의 과열 정도에 따라 차별적으로 나타날 수 있음을 확인하였다. 추가분석 결과, 주가수익률이 매우 높은 기업의 경우 게시글의 양적 증가는 뚜렷했으나 조세회피 억제 효과는 나타나지 않았다. 이는 주가 급등기에는 게시판 내에 기업 감시라는 ‘신호(Signal)’보다는 투기적 목적의 ‘소음(Noise)’이 더 많이 포함되어 정보공유의 질적 수준이 하락할 수 있음을 의미한다. 넷째, 인과관계의 방향성을 명확히 하고 내생성 문제를 해결하기 위해 독립변수를 전기치($t-1$)로 설정하여 분석하였으나, 주된 분석에 비해 통계적 유의성이 다소 낮아지는 결과를 확인하였다. 이는 온라인상의 정보교류가 경영진에게 전달되는 경로가 즉각적이고 휘발적인 특성을 지니고 있음을 방증하는 동시에, 역인과관계나 누락 변수로 인한 내생성 문제를 본 연구에서 시계열적 관점으로 완벽히 해소하지 못했음을 의미한다. 비록 도구변수(2SLS) 분석 등을 통해 보완적 증거를 제시하였으나, 향후 연구에서는 더욱 정교한 인과 추론 모형을 통해 이 문제를 심도 있게 다룰 필요가 있다.

“본 논문은 사단법인 한국세무학회 연구윤리규정을 준수하였음을 확인함.”

“The study in this manuscript has been conducted in accordance with the Ethical Guidelines set forth by the Korean Academic Society of Taxation.”

[AI 사용 공시] 본 논문 작성 과정에서 생성형 AI를 사용하지 않았음을 확인함.

[AI Disclosure] No generative AI tool was used in the preparation of this manuscript.

REFERENCES

- Antweiler, W. and M. Z. Frank. 2004. Is all that talk just noise? The information content of internet stock message boards. *The Journal of Finance*, 59(3) : 1259–1294.
- Armstrong, C. S., J. L. Blouin, A. D. Jagolinzer, and D. F. Larcker. 2015. Corporate governance, incentives, and tax avoidance. *Journal of Accounting and Economics*, 60(1) : 1–17.
- Bartov, E., L. Faurel and P. S. Mohanram. 2018. Can Twitter help predict firm-level earnings and stock returns?. *The Accounting Review*, 93(3) : 25–57.
- Curtis, A., V. J. Richardson and R. Schmardebeck. 2014. Investor attention and the pricing of earnings news. *Handbook of sentiment analysis in finance*, Forthcoming.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala. 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics*, 79(1) : 145–179.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala. 2009. Corporate tax avoidance and firm value. *The Review of Economics and Statistics*, 91(3) : 537–546.
- Drake, M. S., D. T. Roulstone and J. R. Thornock. 2012. Investor information demand : Evidence from Google searches around earnings announcements. *Journal of Accounting Research*, 50(4) : 1001–1040.
- Duan, T., R. Ding, W. Hou, and J. Z. Zhang. 2018. The burden of attention : CEO publicity and tax avoidance. *Journal of Business Research*, 87 : 90–101.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew. 2008. Long run corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 83(1) : 61–82.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew. 2010. The effects of executives on corporate tax avoidance. *The Accounting Review*, 85(4) : 1163–1189.
- Hanlon, M. and S. Heitzman. 2010. A review of tax research. *Journal of Accounting and Economics*, 50(2–3) : 127–178.
- Ivković, Z. and S. Weisbenner. 2007. Information diffusion effects in individual investors' common stock purchases : Covet thy neighbors' investment choices. *The Review of Financial Studies*, 20(4) : 1327–1357.
- Jung, Y., Y. Lee, and Y. Cho. 2011. The effect of corporate governance on tax reporting aggressiveness. *Korean Journal of Taxation Research* 28(2) : 9–40.
[Printed in Korean]
- Kanagaretnam, K., J. Lee, C. Y. Lim, and G. Lobo. 2018. Societal trust and corporate tax avoidance. *Review of Accounting Studies*, 23 : 1588–1628.
- Kang, J., and Y. Kim. 2012. Tax avoidance and ownership structure. *Korean Journal of Taxation Research* 29(2) : 37–67. [Printed in Korean]

- Ki, E. 2012. The effect of corporate social responsibility on tax avoidance and the market response to tax avoidance. *Korean Journal of Taxation Research* 29(2) : 107–136. [Printed in Korean]
- Kim, M. 2016. The effect of earnings management and tax avoidance on stock prices. *Accounting Information Review* 34(4) : 247–266. [Printed in Korean]
- Kim, M., J. Ryu, D. Cha, and M. Shim. 2020. Predicting stock price direction using SNS sentiment analysis : Evidence from the Naver stock discussion board. *The Journal of Society for e-Business Studies* 25(4) : 61–75. [Printed in Korean]
- Kim, S. H. and D. Kim. 2014. Investor sentiment from internet message postings and the predictability of stock returns. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 107 : 708–729.
- Lee, G. 2024. Internet stock message board postings and the value relevance of accounting information. *Accounting Information Review* 42(1) : 101–119. [Printed in Korean]
- Lee, G., and J. Shin. 2023a. The effect of accounting information sharing among individual investors on the stock market : A text analysis of internet stock message boards. *Korean Management Review* 52(4) : 933–953. [Printed in Korean]
- Lee, G., and J. Shin. 2023b. The association between analyst earnings forecasts and stock returns according to investors' information-sharing activities. *Journal of Finance and Accounting Information* 23(4) : 79–101. [Printed in Korean]
- Lee, Y. and K. Choi. 2022. Tax Avoidance and Firm Value : International Evidence. *Korean Accounting Review*, 47(3) : 33–74.
- Lerman, A. 2020. Individual investors' attention to accounting information : evidence from online financial communities. *Contemporary Accounting Research*, 37(4) : 2020–2057.
- Leung, H. and T. Ton. 2015. The impact of internet stock message boards on cross-sectional returns of small-capitalization stocks. *Journal of Banking & Finance*, 55 : 37–55.
- Nam, D., J. Park, M. Kim, H. Cho, and S. Kim. 2012. A study on the correlation between collective intelligence on internet stock message boards and the stock market. *The Journal of Internet Electronic Commerce Research*, 12(2). [Printed in Korean]
- Nguyen, M. and Nguyen, J. H. 2020. Economic policy uncertainty and firm tax avoidance. *Accounting & Finance*, 60(4) : 3935–3978.
- Park, J., and Y. Kim. 2014. The effect of corporate social responsibility activities on tax avoidance. *Korean Business Education Review*, 28(6) : 313–326. [Printed in Korean]
- Park, S. 2005. A study on the journalistic characteristics and social influence of internet bulletin boards as a space for public opinion formation. *Journal of Communication Science*, 5(3) : 191–226. [Printed in Korean]

- Rubin, A. and E. Rubin. 2010. Informed investors and the internet. *Journal of Business Finance & Accounting*, 37(7-8) : 841-865.
- Scholes, M. S. and M. A. Wolfson. 1992. *Taxes and Business Strategy : A Planning Approach*, Englewood Cliffs. N.J. : Prentice-Hall.
- Shin, J., and G. Lee. 2024. Accounting information postings on internet stock message boards and stock price crash risk. *Journal of Taxation and Accounting*, 25(1) : 87-105. [Printed in Korean]
- Sun, E., and S. Kim. 2024. Tax avoidance, book-tax conformity, and real investment by listing market type. *Korea International Accounting Review*, 117 : 23-41. [Printed in Korean]
- Wysocki, P. D. 1998. Cheap talk on the web : The determinants of postings on stock message boards. University of Michigan Business School Working Paper.
- Yoon, Y., and G. Lee. 2017. The effect of investor attention on executive compensation and CEO turnover. *Accounting Information Review*, 35(3) : 137-158. [Printed in Korean]
- Yuan, M. 2023. Tax avoidance activities of enterprises and investors' attention. *Highlights in Business, Economics and Management*, 11 : 337-345.

국내 참고문헌

- 강정연 · 김영철. 2012. “조세회피와 소유구조”. 세무학연구 제29권 제2호 : 37-67.
- 기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”. 세무학연구 제29권 제2호 : 107-136.
- 김명진 · 류지혜 · 차동호 · 심민규. 2020. “SNS 감성 분석을 이용한 주가 방향성 예측 : 네이버 주식토론방 데이터를 이용하여”. 한국전자거래학회지 제25권 제4호 : 61-75.
- 김문현. 2016. “이익조정과 조세회피가 주가에 미치는 영향”. 회계정보연구 제34권 제4호 : 247-266.
- 남달우 · 박진우 · 김민경 · 조현 · 김성희. 2012. “인터넷 주식게시판을 통한 집단지성과 주식시장과의 상관관계 연구”. 인터넷전자상거래연구 제12권 제2호.
- 박성호. 2005. “여론형성공간으로서 인터넷 자유 게시판의 저널리즘적 특성과 사회적 영향에 관한 연구”. 언론과학연구 제5권 제3호 : 191-226.
- 박준령 · 김요환. 2014. “기업의 사회적 책임 활동이 조세회피에 미치는 영향”. 상업교육연구 제28권 제6호 : 313-326.
- 선은교 · 김상현. 2024. “상장시장 유형에 따른 조세회피, 세법과 회계기준 일치성 및 실질투자”. 국제회계연구 제117집 : 23-41.
- 신재은 · 이건. 2024. “인터넷 종목토론실에서의 회계정보글과 주가폭락위험”. 세무와회계저널

제25권 제1호 : 87-105.

윤용석 · 이건. 2017. “투자자의 관심 수준이 임원 보상 및 경영자 교체에 미치는 영향”. 회계정보연구 제35권 제3호 : 137-158.

이건 · 신재은. 2023a. “개인투자자 간 회계정보 공유가 주식시장에 미치는 영향 : 인터넷 종목토론실 텍스트 분석을 이용하여”. 경영학연구 제52권 제4호 : 933-953.

이건 · 신재은. 2023b. “투자자의 정보공유활동에 따른 애널리스트 이익예측과 주가수익률 간의 관련성”. 재무와 회계정보저널 제23권 제4호 : 79-101.

이건. 2024. “인터넷 종목토론실 게시글과 회계정보의 가치관련성”. 회계정보연구 제42권 제1호 : 101-119.

정용수 · 이윤원 · 조용언. 2011. “기업지배구조가 세무신고 공격성에 미치는 영향”. 세무학연구 제28권 제2호 : 9-40.