

조세회피와 보유현금의 시장가치*

이준일** · 최아름*** · 박필립****

<요 약>

조세회피는 세후현금흐름을 증가시켜 기업의 가치를 증가시킬 수 있다. 그러나 조세회피 과정에 수반되는 복잡성과 불투명성은 경영자가 사적 이익을 추구할 수 있는 환경을 제공하므로 대리인 비용에 따라서 조세회피는 기업의 가치에 부정적인 영향을 미칠 수도 있다. 기업의 여러 자원 중에서도 특히 현금是最 유용하기 쉬운 자원으로서 대리인문제의 발생 가능성이 높은 기업의 과도한 현금 보유는 경영자의 사적인 이익을 위해 사용될 가능성이 높다. 본 연구는 2001년부터 2014년 기간 동안 코스닥 등록기업들을 대상으로 기업이 보유한 현금이 시장에서 평가되는 한계가치와 조세회피의 관계를 검증하였다. 검증 결과 조세회피는 기업의 가치와 양의 관계에 있는 것으로 나타났다. 그러나 조세회피의 정도가 심할수록 기업이 보유하는 현금의 한계가치가 낮아지는 것으로 나타나 조세회피에 동반되는 비세금비용이 기업의 가치를 감소시키는 것을 확인할 수 있었다. 특히 Jensen(1986)의 잉여현금흐름이론을 따라 대리인 비용이 클 것으로 여겨지는 기업 표본에서 조세회피와 현금의 한계가치 사이에 음의 관계를 발견하였고, 대리인 비용이 상대적으로 작을 것으로 여겨지는 표본에서는 관계가 나타나지 않음을 확인하였다. 재량적 발생액에 따라 구분한 표본에서는 음의 재량적 발생액을 보고하는 경우에 조세회피가 현금의 시장가치를 하락시킴을 발견하였다. 이익을 줄여서 보고하는 기업의 조세회피 성향이 강하면 이러한 기업이 보유한 현금의 시장가치는 낮게 평가된다는 결과로서 기업의 자원이 풍부한 상황에서 불투명한 부분이 있는 경우 투자자는 경영자가 자원을 효율적으로 사용하지 않을 것을 주가에 반영할 수 있다는 것을 의미한다. 분석결과들은 대리인 비용이 높은 상황에서 조세회피의 부정적인 영향이 나타난다는 것을 입증하여 기존 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 혼재된 결과를 제시하였던 선행연구들에 대하여 추가적인 증거를 제시한다.

〈주제어〉 조세회피, 현금의 시장가치, 비세금비용, 대리인 비용

* 이 논문 또는 저서는 2015년 대한민국 교육부와 한국연구재단의 지원을 받아 수행된 연구임(NRF-2015S1A5A8017013)

** 경희대학교 회계·세무학과 조교수, leejoonil@khu.ac.kr, 교신저자

*** Hong Kong Baptist University 조교수, archoi@hkbu.edu.hk, 주저자

**** 경희대학교 경영학과 조교수, ppark@khu.ac.kr, 공동저자

논문접수일 2017년 6월 7일 1차수정일 2018년 1월 15일 게재확정일 2018년 1월 29일

I. 서 론

최근 기업의 현금 보유는 지속적으로 상승하여 기업가치의 중요한 부분을 차지하고 있다. 그런데 기업의 현금 보유는 경영자에 의하여 쉽게 접근이 가능하고 자의적으로 사용될 가능성이 높은 유용되기 쉬운 자원이다. 특히 경영자의 전횡이 심하고 기업 활동에 불투명성이 높은 기업의 경우 현금의 유용 가능성은 더 높을 것이며, 현금이 기업의 가치를 상승시키는 프로젝트에 투자되는 대신에 경영자의 사적 이익을 증대시키는 투자에 사용될 가능성이 높다. 기업의 현금이 유출되는 극단적인 예로서 경영자의 기업 자원 횡령에 관한 매체의 보도를 흔하게 접할 수 있다. 다음은 신문기사의 일부이다.

전·현직 경영진의 횡령·배임에 코스닥 상장사들이 몸살을 앓고 있다. 6일 금융감독원에 따르면 코스닥 엔터테인먼트 기업 ○○○○○○는 지난 1일 ○○○ 전 대표이사 겸 최대주주가 자기자본의 13.6%에 해당하는 20억6000만원을 업무상 횡령한 혐의가 발생했다고 공시했다. 거래소는 투자자 보호를 위해 지난 2일부터 이 회사의 주식 매매 거래를 정지시켰다.

...

이처럼 올 들어 전직 경영진의 횡령·배임 혐의 사실을 공시한 코스닥 기업은 모두 9개에 달한다.

—매일경제 2016.09.06.¹⁾

검찰에 따르면 ○회장 등은 2011년부터 2015년까지 ○○○○ 법인세 16억원, ○○○○○○ 법인세 67억원 등 모두 83억원 상당 조세를 포탈한 혐의를 받는다.

아울러 ○○○○ 법인자금 145억원, ○○○○○○ 법인자금 23억원 등 회사 돈 약 168억원을 횡령한 혐의도 있다.

—매일경제 2017.04.06.²⁾

경영자의 횡령에 관한 기사를 확인하면 횡령에 관계된 경영자의 상당수는 기업의 조세포탈 혐의도 함께 받고 있다³⁾. 이들 기업은 운영상의 불투명성이 높고 경영자의 전횡을 방지할만한

1) 매일경제. 2016.09.06. [증권범죄] 경영진 횡령에 코스닥 기업 몸살
http://raythel.mk.co.kr/newsView.php?year=2016&no=632816

2) 매일경제 2017.04.06.

http://news.mt.co.kr/mtview.php?no=2017040613151585419&type=1&VRS

3) 이러한 기업의 경영자는 부도덕한 경영자이기 때문에 횡령뿐만 아니라 조세회피의 극단적 형태인 조세 포탈에까지 이르렀을 것이다. 경영자의 부도덕성이 횡령과 조세포탈 양쪽에 영향을 미치는 것이기는 하지만 조세포탈의 과정에서의 불투명성 증가는 경영자에게 추가적인 횡령의 기회를 제공할 수 있다. 횡령은 현금유용의 극단적인 형태이고, 조세포탈은 조세회피의 극단적인 형태의 예시이나, 이러한 사례들을

지배구조가 갖추어지지 않은 기업들에서 발생한다. 특히 유가증권시장 상장사보다는 감시활동이 활발한 기관투자자가 부족하고 상대적으로 규제환경이 약한 코스닥 등록기업에서 횡령과 조세포탈이 이루어지는 경우가 많다.

기업 활동의 불투명성이 증가할 때 투자자들은 경영자의 전횡에 대해 의심을 할 수 있다. 특히 우리나라는 2016년 스위스 국제경영개발대학원(IMD : International Institute for Management Development)이 보고하는 ‘국제경쟁력 평가’ 세부항목 중 ‘회계 및 감사의 적절성’ 분야에서 조사대상 61개국 중 최하위를 차지하였다⁴⁾. 즉 대외적으로 우리나라의 회계투명성은 현저히 낮게 평가되고 있다. 국가별 발생액 질의 측면에서도 38개국 중 35위로서 회계정보의 품질이 매우 낮다(Gaio and Raposo 2011). 회계품질이 낮아 불투명한 환경 하에서 조세회피 성향이 높은 기업의 경영자는 높은 불투명성하에서 사적이익을 추구할 가능성이 증가한다.

본 연구는 코스닥 등록기업들을 대상으로 조세회피의 정도에 따라 투자자들이 경영자가 유용하거나 재량적으로 사용하기 쉬운 자산인 현금의 가치를 어떻게 평가하는지를 검증하였다⁵⁾

전통적인 연구들은 조세회피가 정부에게 지출되는 현금흐름을 감소시킴으로서 결과적으로 주주에게 귀속되는 세후현금흐름을 증가시켜 주주의 부(기업의 가치)를 증대시킨다는 암묵적인 가정을 하였다(Desai 2003 ; Desai and Dharmapala 2009 ; Graham and Tucker 2006 ; 강정연과 고종권 2014 ; 고종권 외 2013). 근래에는 조세회피에 대하여 대리인 문제를 고려해야 한다는 입장의 연구들이 다수 이루어지고 있다. 조세회피는 복잡하고 불투명한 거래를 통해 이루어지는 경우가 많고 재무보고의 투명성을 감소시키기 때문에 대리인인 경영자가 주주의 부를 증대시키는 대신 사적인 이익을 추구할 수 있는 환경을 제공할 수 있다. 즉 조세회피가 이익조정, 기업자원 유출 같은 경영자의 기회주의적 행동을 증가시킬 수 있다는 것이다(Chen et al. 2010 ; Desai and Dharmapala, 2006, 2009 ; Kim et al. 2011). 따라서 조세회피가 기업의 가치에 미치는 영향은 일차적인 것이 아니라 대리인 비용의 크기에 따라 달라질 수 있다. 그 결과 조세회피는 상황에 따라 기업의 가치에 긍정적/부정적 영향을 모두 미칠 수 있고 실증연구들도 조세회피가 기업 가치에 미치는 영향에 대하여 혼재된 증거를 제시하고 있다. 고윤성 외(2007)는 조세회피 수준과 기업가치가 양(+)의 관계에 있음을 실증하였고 이는 세후현금흐름 증가로 인한 효과라고 해

접하는 투자자의 입장에서는 불투명성을 동반하는 기업에 대하여 부정적으로 평가할 수 있을 것이다. 즉 횡령과 조세포탈의 공통적인 원인은 경영자의 부도덕성이지만 투자자는 조세회피 성향이 강한 기업에 대하여 상대적으로 부정적으로 평가를 할 것이라 여겨지는 것이다. 이러한 점을 지적해주신 익명의 심사자께 감사드린다. 본 연구에서 조세회피는 조세포탈을 포함하는 넓은 개념으로 사용하였다.

- 4) 스위스 국제경영개발대학원의 평가는 주관적 설문을 통해 이루어지므로 회계투명성 순위가 왜곡될 수 있다(장지인 외 2002).
- 5) 추가적으로 유가증권시장(코스피 시장) 상장기업을 대상으로 동일한 분석을 수행하였을 때에는 유의한 결과가 발견되지 않았다. 공시나 감시환경이 상대적으로 약한 상황에서 조세회피가 주주가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 것으로 해석된다.

석하였다. 반면에 기은선(2012), 손연승 외(2012)는 조세회피 수준과 기업가치 간에 음(-)의 관계를 보고하였고, 전주성(2011a)은 유의하지 않은 관계를 보고하였다. 기존 연구들이 일관된 결과를 제시하지 않고 있는 만큼, 기업의 조세회피와 기업가치의 관계에 대해서 추가적인 실증연구가 필요하다.

기존의 연구들은 기업 가치의 대용치로 기업의 실물자본을 대체하는데 소요되는 비용과 기업의 시장가치의 상대적인 비율인 Tobin's Q를 사용하고 있다. 본 연구는 기업의 보유 현금의 시장에서 평가되는 한계가치(Market value of cash holdings)를 측정함으로써, Tobin's Q를 사용한 기존 논문에 비하여 추가적이고 강건한 증거를 제공하고자 한다.

기업의 현금은 경영자가 유용하기 쉬운 자원으로서 다른 자원에 비하여 대리인비용에 더욱 크게 노출되므로 조세회피가 가져오는 부정적 영향, 특히 대리인 비용의 증가를 더욱 민감하게 포착할 수 있다. 그리고 중립적인 상황에서 현금 1원의 가치는 주식시장에서도 1원의 가치를 가져야 한다는 기준점이 분명하기 때문에 모든 자산과 부채에 대한 대체원가(Tobin's Q)에 비하여 그 가치를 보다 명확하게 측정가능하다. 예를 들어, Dittmar and Mahrt-Smith (2007)은 지배구조가 나쁜 기업이 지닌 \$1 현금의 시장가치는 \$0.42-\$0.88 정도의 가치로 평가받는 반면, 지배구조가 좋은 기업은 이의 2배 정도로 평가 받고 있음을 증명하여 기업지배구조의 효과를 고찰하였다. 따라서 기업현금의 시장가치는 Tobin's Q에 비하여 기업지배구조나 투명성에 의한 영향을 보다 민감하게 측정할 수 있다. 이러한 관점에서 조세회피수준과 현금보유량의 한계가치에 대한 연구는 조세회피가 기업의 가치에 미치는 영향을 분석한 기존의 연구결과를 보완하는 새로운 증거를 제시할 수 있다.

구체적으로 본 연구는 Faulkender and Wang(2006)과 Louis et al.(2012)의 모형을 이용하여 조세회피정도와 현금보유량의 교차항이 주가수익률에 미치는 영향의 계수를 살펴보았다. 주요 관심변수인 조세회피측정치(Tax Avoidance)는 Book-Tax Difference(Desai and Dharmapala 2006)를 사용하였다.

실증결과 코스닥 기업에서 BTD의 잔차를 이용하여 측정한 조세회피가 증가할수록 현금의 한계가치가 감소하였다. 이처럼 기업이 보유한 현금이 낮은 평가를 받는 것은 경영자가 현금을 기업가치를 증가시키는 것이 아니라 감소시키는 활동에 기회적으로 이용할 우려가 있기 때문이다.

추가적으로 조세회피는 경영자가 사적이익을 추구할 수 있는 기회를 제공하기 때문에 기업의 조세회피수준에 따른 보유현금의 저평가가 경영자의 사적이익추구 가능성이 높을 때 두드러지는지 검증은 수행하였다. Jensen (1986)은 잉여현금흐름이 많고 성장기회가 적은 기업의 경영자는 제국건설(empire building)과 같이 기업가치를 감소시키는 과잉투자 활동에 연관될 가능성이 높음을 보였다(free cash flow problem). 즉 이러한 기업이 보유한 현금의 비효율적으로 사용될 가능성이 높은 것이다. 잉여현금흐름이 중간값 이하이고 성장기회가 중간값 이상인 하위표본과, 잉여현금흐름이 중간값 이상이고 성장기회가 중간값 이상인 하위표본을 비교했을 때, 예상대로

전자의 표본에서 조세회피수준이 보유현금 가치를 감소시키는 정도가 심하게 나타나는 것으로 확인되었다. 이러한 결과는 대형감사인의 감사여부(Big4)나 재량적발생액의 절대값으로 측정한 감사품질이나 이익조정의 영향을 통제한 후에도 유의하였다.

본 논문의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 조세회피가 기업보유 현금에 대한 시장의 가치평가를 살펴보는 국내최초의 연구이다. 선행연구들은 Tobin'Q를 기업가치의 대용치로 사용하여 조세회피난처의 이용이 경영자의 사적이익의 추구행위로 이용될 수 있음을 주장하였다(Desai and Dharmapala 2006, 고종권 외 2013). 하지만 Tobin'Q를 이용한 선행연구들은 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 대해 일치하는 결과를 보여주지 못하고 있다. 여타의 자산들에 비하여 '현금'은 경영자가 횡령하거나 자의적으로 사용할 수 있는 가능성이 높은 자산이기 때문에 대리인 문제에 보다 더 민감하고, 중립적인 상황에서 현금 1원의 가치는 주식시장에서도 1원의 가치를 가져야 한다는 기준점이 분명하다는 점을 고려할 때, 본 연구의 결과는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 대한 보다 직접적이고 강건한 증거를 제시한다. 본 논문은 기업의 조세회피가 기업보유 현금의 시장가치를 감소시킨다는 결과를 검증함으로써, 조세회피가 유발하는 비세금비용인 대리인비용(Agency cost)에 대한 새로운 측면의 증거를 제시한다. 그 결과 본 연구는 기존 조세회피 연구들의 범위를 확장하고, 조세회피가 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 혼재된 결과를 보여주었던 선행연구들에 대하여 현금의 측면에서 추가적인 증거를 제시한다.

둘째, 본 논문은 기업의 보유현금에 대한 외부투자자들의 평가 결과를 제공함으로써, 기업의 현금 관리 중요성을 강조한다. 본 연구의 실증결과는 투자자와 경영자 간의 정보비대칭성이 존재하는 상황에서, 기업의 보유현금이 경영자의 사적이익 추구에 이용될 가능성 때문에 주주의 부를 감소시킬 수 있음을 보고하여, 현금의 비중이 높아지는 근래의 상황에서 투명한 기업경영과 외부 이해관계자들의 감시 기능의 중요성을 환기시킨다.

마지막으로, 본 논문은 기업의 조세회피 행동에 대한 이해관계자들의 역할에 대해서 강조한다. 기업의 조세회피 행동이 반드시 이해관계자들에게 긍정적인 결과를 가져오지 않을 수 있음을 보고하여, 기업의 조세회피에 대한 이해관계자들의 감독 및 감시 기능의 필요성과 정부 규제 의 근거를 제시한다.

참고로 본 연구가 주장하는 바는 조세회피가 직접적으로 기업의 가치를 떨어뜨린다는 것이 아니다. 본 연구의 결과는 조세회피성향이 높은 기업에 대하여 투자자들이 부정적으로 인식한다는 것을 보여주는 것이다. 특히 대리인 비용이 높을 것으로 예상되는 기업에 대하여 투자자가 기업의 가치를 할인하여 평가한 것을 보여주는 것이다.

본 논문 다음의 순서로 구성되었다. 제Ⅱ장에서 본 연구와 관련된 이론적인 배경을 검토한다. 제Ⅲ장에서는 사용된 연구방법론에 대하여 설명한다. 제Ⅳ장에서는 실증분석결과를 제시한다. 제Ⅴ장에서는 본 연구의 결과를 요약하고 한계점을 제시한다.

II. 선행연구 및 연구가설

1. 선행연구

기업의 조세회피를 위한 노력과 그에 따른 경제적 효과는 점차 증대되고 있다. 예를 들어 장지인 외(2013)는 국내 상장사의 약 20%가 조세피난처에 연결자회사를 소유하고 있다는 것을 보고하였다. 조세회피와 기업가치에 대한 전통적인 연구들은 조세회피가 주주의 부(기업가치)에 양(+)의 영향을 미칠 것으로 보았다(Desai 2003 ; Desai and Dharmapala 2009 ; Graham and Tucker 2006 ; 강정연과 고종권 2014 ; 고종권 외 2013). 조세회피는 기업의 자원이 정부로 유출되는 것(세금)을 감소시킴으로써 주주에게 귀속되는 세후현금흐름을 증가시키기 때문에 주주가치를 증가시킬 수 있다고 본 것이다. Graham and Tucker(2006)는 tax shelter와 관계된 44개 소송을 분석하여, 조세혜택거래로 인한 세금절감액을 총자산의 9% 정도로 추정하였다. 고윤성 외(2007)는 국내의 유가증권상장 기업을 대상으로 한 연구에서 조세회피 수준과 기업가치가 양(+)의 관계에 있음을 실증하였다.

한편으로 조세회피와 기업가치와의 관계에 대하여 조세회피에 수반되는 비조세비용으로서 대리인 문제를 고려해야 한다는 입장이 있다(Slemrod 2004). 이 관점에서 조세회피와 관련한 불투명한 기업활동들은 경영자의 기회주의적 행동과 지대추구 행위를 숨길 수 있는 기회를 제공할 수 있다. Desai and Dharmapala(2009)는 미국 상장기업을 대상으로 조세회피가 기업가치에 미치는 영향은 기업지배구조에 따라 차이가 있음을 실증하였다. 일반적인 경우에는 조세회피가 기업가치에 미치는 영향이 통계적으로 유의하지 않지만 지배구조가 우수한 기업에서는 조세회피가 주주가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 발견한 것이다. Wilson(2009)은 Tax shelter를 이용한 사건연구를 통해 매우 우수한 지배구조를 가진 기업이 유의하게 높은 초과수익률을 얻는 것을 발견하였다. 이러한 결과는 조세회피가 기업 자원의 정부 유출(세금)을 막아 주주에게 귀속되는 현금흐름을 증가시켜 주주가치를 증가시킨다는 단순한 관점으로 해석하는 것은 충분하지 않고, 조세회피와 기업가치의 관계에서 주주와 경영자간의 대리인 문제를 고려하는 것의 중요성을 나타낸다. 즉 조세회피로 인하여 대리인 비용이 증가하여 경영자가 사적인 이익을 위하여 기업자원을 낭비하는 등 비세금비용이 증가하는 경우, 조세회피가 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 수 있는 것이다(Desai and Dharmapala 2006, 2009 ; Desai et al. 2007). 기은선(2012), 손연승 외(2012)는 국내 기업을 대상으로 조세회피 수준이 기업가치와 음(-)의 관계가 있음을 입증하였다.

또한 전주성(2011b)은 조세회피가 기업성가에 미치는 효과를 기업의 유형별로 구분하여 분석한 결과 대리인 문제가 높을 것으로 예상되는 기업들에서 조세회피가 기업가치를 높이지 않는 것을 발견하였다. 강정연과 고종권(2014)는 다양한 조세회피 측정치를 이용하여 분석한 결과 조

세회피가 기업가치와 음(-)의 관계에 있으며, 이러한 부정적인 관계는 기업지배구조가 우수할 수록 완화된다고 주장하였다. 결과적으로 기업의 조세회피행동은 기업가치에 긍정적/부정적 영향을 모두 미칠 수 있으며, 이에 따라 조세회피와 기업가치의 관계를 다룬 선행 실증연구들도 혼재된 결과를 제시하고 있다(강정연과 고종권 2014).

본 연구는 조세회피 수준과 기업 현금보유량의 한계시장가치(Market value of cash holdings)의 관계를 검증하여 기존의 연구들에 대해 추가적인 정보를 제공하고자 한다. 미국기업들에서 자산 대비 현금의 보유량은 1980년부터 2006년에 두 배 이상 증가하는 등 현금보유량이 기업가치에서 차지하는 부분이 점차 중요해짐으로서(Bates et al. 2009) 현금의 시장가치에 대한 연구들이 수행되었다. Drobetz et al.(2010)은 45개 국가의 기업을 대상으로 하여 기업의 현금보유량에 대한 시장의 평가를 분석하였다. 자본구조순서이론(Pecking order theory)에 따르면 기업의 현금보유는 외부로부터의 자금조달을 감소시켜, 외부투자자들의 역선택에 의한 기업가치 감소 영향을 방지하는 긍정적인 양(+)의 효과를 발생시킨다. 하지만 대리인 이론에 따르면 정보비대칭성이 높은 기업의 과도한 현금 보유는 경영자의 도덕적 해이를 발생시켜 기업의 가치를 감소시킨다(Jensen 1986). Drobetz et al.(2010)은 대리인 이론에 따라 정보비대칭성이 높은 기업의 과도한 현금 보유는 기업가치의 감소를 가져온다고 보고하였다. Faulkender and Wang(2006), Dittmar and Mahrt-Smith(2007) 등은 기업이 보유한 현금 1달러가 시장에서 평가되는 한계가치는 1달러보다 작다는 것을 보고하여, 잉여현금이 비효율적인 투자와 관련되었음을 실증하였다. 김보영과 정균범(2014)도 국내기업을 대상으로 대리인 이론에 따른 보유현금의 가치를 분석하였다. 도덕적 해이의 가능성이 높은 기업의 보유현금의 가치는 낮고 이러한 경향은 IMF 외환위기 이후에 더 강화되는 경향을 보였다.

이처럼 보유 현금이 기업 가치에 미치는 효과는 기업의 특성에 따라 다르게 나타난다. Huang et al.(2015)에 따르면 내부통제구조의 중대한 결점이 있는 기업의 경우에는 초과 현금보유에서 오는 예방적 차원의 효과가 대리인 비용에 따른 비효율성을 상쇄시켜 기업가치에 긍정적 효과를 가져 온다고 보고하였다. Dittmar and Mahrt-Smith(2007)은 지배구조가 나쁜 기업이 지닌 \$1 현금의 시장가치는 \$0.42-\$0.88 정도의 가치로 평가받는 반면 지배구조가 좋은 기업은 이의 2배 정도로 평가 받고 있음을 보고하여 기업지배구조가 보유현금의 가치에 미치는 효과를 실증하였다. Kim et al.(2015)은 감시기능이 높은 산업전문감사인을 고용한 기업에서는 현금보유량의 시장가치가 상대적으로 높다는 것을 입증하였고, Sun et al.(2012)은 기업의 성과를 조작하여 경영자가 사적인 이익을 추구할 가능성이 높은 기업들에서 현금의 가치가 낮아짐을 보고하였다. Pinkowitz and Williamson(2014)은 기업의 투자기회는 보유현금의 가치와 양의 관계를 나타내지만, 재무적 곤경에 빠진 기업의 경우에는 보유현금의 가치가 감소하는 것을 보고하여 자본시장의 접근정도에 따라 기업의 보유현금에 대한 투자자들의 판단이 다르다는 것을 입증하였다.

본 연구는 기존 연구들에서 상대적으로 소홀하게 다루어졌던 조세회피 비용에 대한 문제를

직접적으로 제시한다. 조세회피는 많은 경우 불투명하고 복잡한 거래를 수반하고, 조직의 복잡성, 낮은 품질의 재무보고와 관련이 있다. 이러한 경우, 주주가 대리인인 경영자를 감시하고 통제하기가 어렵게 되어 경영자의 대리인비용이 증가하게 된다. 그 결과 경영자는 기업의 가치를 증가시키는 대신 사적인 이익을 추구하여 주주의 부를 감소시킬 수 있다(Desai and Dharmapala 2006 ; 강정연과 고종권 2014). Faulkender and Wang(2006), Dittmar and Mahrt-Smith(2007) 등은 기업이 보유한 현금 1달러가 시장에서 평가되는 한계가치는 1달러보다 작다는 것을 보고하여 잉여현금이 비효율적인 투자와 관련되었음을 실증하였다. Dittmar and Mahrt-Smith(2007)은 antitakeover 조항이 현금의 한계가치에 음의 영향을 미친다는 증거를 통하여 대리인 문제가 심한 환경에서 현금이 훨씬 할인된 가치로 평가됨을 보였다. Pinkowitz et al.(2006)은 국가별 기업 지배구조 수준에 따라서 현금의 한계가치가 차이가 있음을 보였고, Kalcheva and Lins(2007)는 주주보호가 약한 국가에서 경영자들이 전횡을 할 수 있는 가능성이 높은 경우, 현금의 시장가치가 감소함을 입증하였다. 또한 Sun et al.(2012)은 기업의 성과를 조작하여 경영자가 사적인 이익을 추구할 가능성이 높은 기업들에서 현금의 가치가 낮아짐을 보고하였다. 선행연구들은 기업회계정보의 불투명성이나 기업지배구조상 취약점 등이 현금의 시장가치를 낮춘다는 것을 밝히고 있다. 조세회피의 비세금비용이 조세회피를 통한 세후현금흐름의 증가에서 오는 편익을 초과한다면, 기업의 주주는 조세회피가 활발히 이루어지는 기업의 가치를 상대적으로 낮게 평가할 것이다. 따라서 본 논문은 기업의 조세회피가 기업보유 현금의 시장가치를 감소시킨다는 결과를 실증함으로써, 조세회피가 유발하는 비세금비용인 대리인비용(Agency cost)에 대한 증거를 제시하고자 한다.

2. 연구가설

Desai and Dharmapala(2006, 2009)는 조세회피와 기업의 가치의 관계에서 경영자의 대리인 문제를 고려해야 함을 강조하였다. 경영자는 조세당국에 조세회피 행위가 적발될 가능성이 낮추기 위하여 복잡하고 불투명한 거래가 필요하다는 점을 이용하여 이익조정을 하거나(Desai and Dharmapala 2006 ; Hanron et al. 2005 ; 고종권과 윤성수 2006 ; 박종일과 김경호 2002) 나쁜 소식을 숨기고 투자자를 호도하는 행위를 할 기회를 가질 수 있다(Desai and Dharmapala 2006 ; Kim et al. 2011). 또한 기업의 자원을 유용할 수 있는 개인적인 횡령의 기회를 가질 수 있다(Desai 2005). 따라서 대리인 문제가 크지 않은 기업에 대해서는 투자자들의 조세회피 행위를 긍정적으로 평가할 수 있으나, 대리인 문제의 발생 가능성이 높고 조세회피 정도가 강한 기업에 대해서는 투자자들은 부정적으로 반응하여 기업가치를 낮게 평가할 수 있다(Desai and Dharmapala 2009).

조세회피와 기업가치의 관련성에 대하여 선행연구들은 혼재된 결과를 제시(강정연과 고종권

2014)하고 있어서 추가적인 연구를 수행할 필요가 있다. 기존의 연구들은 대부분 기업가치의 대용치로 기업의 실물자본을 대체하는데 소요되는 비용과 기업의 시장가치의 상대적인 비율인 Tobin's Q를 사용하고 있는데 본 연구는 대리인 문제에 상대적으로 더욱 민감한 현금의 한계시장가치를 통해 조세회피와 기업가치의 관계를 살펴본다. 현금은 기업이 보유한 자원 중 가장 유동성이 높은 자원으로서 기업의 내부자들이 언제 어디에 쓸 수 있을지 가장 자유롭게 결정할 수 있는 자원이다. 경영자는 이러한 자원을 기업 가치를 제고하는 것이 아닌 개인의 사적이익을 위해 사용(pet project 또는 empire building 등)하여 기업가치를 훼손할 가능성이 있다(Jensen 1986). 즉, 기업의 내부자가 현금의 일부나 전부를 개인적 이익을 위해 사용할 수 있기 때문에 기업이 보유한 현금 1달러가 외부주주에게는 1달러의 가치에 미치지 못할 수가 있다(Masulis et al. 2009). Dittmar and Mahrt-Smith(2007)은 지배구조가 나쁜 기업이 지닌 \$1 현금은 시장에서 \$0.42-\$0.88 정도의 가치로 평가받는 반면 지배구조가 좋은 기업은 이의 2배 정도로 평가 받고 있음을 보고하여 기업지배구조가 보유현금의 가치에 미치는 효과를 실증하였다. 김보영과 정균범(2014)도 국내기업을 대상으로 대리인 이론에 따른 보유현금의 가치를 분석하였다. 도덕적 해이의 가능성이 높은 기업의 보유현금의 가치는 낮고 이러한 경향은 IMF 외환위기 이후에 더 강화되는 경향을 보였다.

최근 기업이 보유한 현금이 총자산에서 차지하는 비중이 증가하고 있다. 다른 자원에 비하여 대리인비용에 더욱 크게 노출되는 현금의 시장가치를 통하여 조세회피가 기업가치에 미치는 영향을 더욱 민감하게 포착할 수 있다. 선행연구들에서 논의된대로 조세회피 정도가 강한 기업은 더 많은 불투명성을 수반하며 경영자에게 사적 이익을 추구할 수 있는 기회를 제공하므로 대리인 비용을 높인다. 그 결과 조세회피는 과도한 투자나 횡령 등으로 낭비되기 쉬운 자원인 현금의 가치를 감소시킬 수 있다. 즉 조세회피의 정도가 심한 경우 기업이 보유하는 현금의 시장가치는 하락할 것으로 예상되어 다음과 같은 가설을 설정하였다.

가설 1 : 조세회피는 현금의 시장가치에 음(-)의 영향을 미친다.

조세회피로 인한 현금의 시장가치 하락은 대리인 비용이 심한 기업일수록 두드러지게 나타날 것으로 여겨진다. Jensen(1986)은 방호된 경영자(entrenched manager)는 기업의 투자기회가 적은 상황에서 유입되는 현금을 주주에게 배당으로 지급하기 보다는 기업의 규모를 늘리는데 사용함으로써 낭비적 투자를 한다는 것을 보였다. 즉 소유와 경영이 분리(주주와 경영자가 분리)된 상황에서 경영자는 주주의 이익을 우선하기보다 기업의 규모를 확장시킴으로써 개인적인 이득을 취할 수 있기 때문에, 낭비적 투자를 할 유인과 기회가 존재하는 경우 기업자원을 비효율적으로 사용할 수 있다. 즉 Jensen(1986, 1989)는 잉여현금흐름이 많은 반면 성장기회가 낮은 기업들에서 경영자들이 가치를 감소시키는 행위에 관계될 가능성이 높다고 하였다. 이에 따라 두 번째 가설을 설정하였다.

가설 2 : 잉여현금흐름이 높고 성장기회가 낮은 기업들에서 조세회피가 현금의 시장가치에 미치는 음(-)의 영향이 더 크다.

III. 연구방법론

1. 표본의 선정

본 연구는 Fn-Guide에서 서비스하는 Dataguide pro 데이터베이스에 수록된 코스닥 등록기업을 대상으로 분석을 수행하였다. 본 연구는 외환위기를 극복한 해인 2001년부터 2014년까지의 결산월이 12월인 비금융업 중에서 실증분석에 필요한 회계정보를 이용할 수 있는 관측치를 대상으로 하였다. 재량적 발생액을 구하는 과정에서 매년 중분류 산업별로 기업의 관측치 수가 20개 미만인 경우는 표본에서 제외하였다. 자본잠식 기업과 결손기업, 법인세 환급기업은 조세회피 유인의 차이가 있기 때문에 표본에서 제외하였다(강정연과 고종권 2014). 극단치(outlier)가 존재하는 경우 분석결과의 왜곡을 초래할 수 있으므로 극단치의 영향을 완화하기 위하여 각 변수의 분포상 양쪽 끝 1% 이내에 분포하는 값에 대하여 양쪽 끝 1%에 해당하는 값을 부여하는 윈저화(winsorization)기법을 사용하였다.

최종적으로 회귀분석에 이용된 표본수는 총 3,405개 기업-연도로 구성되었다. <Table 1>은 표본에 포함된 연도별 기업의 수를 나타낸 것이다. 연도별로 평균 243개의 기업이 표본에 포함되었다⁶⁾.

<Table 1>은 표본의 구성과정을 제시하고 있다.

6) Jensen(1986)의 잉여현금흐름이론(free cash flow theory)에 의하면 투자기회가 희소하여 초과현금이 수익창출에 기여하기 어려운 경우 경영자는 배당이나 자기주식매입을 통하여 주주에게 환원하여야 한다. 하지만 경영자는 사적인 이익을 위하여 pet project이나 empire building에 기업의 현금을 사용하여 기업의 가치를 훼손할 가능성이 있다. 조세회피성향이 높은 기업은 이에 수반하는 불투명하고 복잡한 과정으로 인하여 경영자를 효과적으로 감시(monitoring)하지 못하고 경영자가 기업자원을 유용할 수 있는 기회를 제공할 수 있다. 즉 기업가치에 부정적인 영향을 줄 수 있다. 따라서 모든 기업에서 조세회피에 의한 문제가 발생한다기 보다는 경영자들이 유용할 수 있는 충분한 자원이 있으면서 조세회피성향이 강한 기업에서 문제가 발생할 가능성이 있다고 할 수 있다. 본 연구는 상대적으로 제도적 감시와 기업지배구조가 약한 코스닥 기업에 한정하였으며 선행연구를 따라 표본을 추출하였다. 따라서 본 연구의 결과를 모든 기업에 대하여 일반화하기 보다는 특정 상황에서 과도한 조세회피가 기업가치를 저해할 수 있다고 해석해야 할 것이다. 이러한 점은 본 연구의 한계점이라고 할 수 있다. 참고로 유가증권시장을 대상으로 분석을 하였을 때 조세회피 정도가 기업보유현금의 시장가치에 미치는 영향이 음(-)이지만 통계적으로 유의하지는 않은 것으로 나타났다.

〈Table 1〉 표본의 선정 (기업-연도)

2001-2014년 코스닥 등록기업 비금융업 12월 결산기업	12,859
자본잠식, 결손, 법인세 환급기업 제외	10,043
12개월 누적수익률이 계산 가능	6,827
그 외 변수들이 존재하는 최종표본	3,405

2. 연구방법

본 연구는 Faulkender and Wang(2006)과 Louis et al.(2012)의 모형을 이용하여 기업의 조세회피가 기업의 보유현금의 가치에 미치는 영향을 분석하고자 한다. 편의상 첨자 t 는 생략하였다.

$$\begin{aligned}
 ABRET_i = & \beta_0 + \beta_1 TAX_AVO_i + \beta_2 \Delta C_i * TAX_AVO_i + \beta_3 \Delta C_i + \beta_4 \Delta E_i + \beta_5 \Delta NCA_i \\
 & + \beta_6 \Delta R\&D_i + \beta_7 \Delta I_i + \beta_8 \Delta D_i + \beta_9 LAG_C_i + \beta_{10} LEV_i + \beta_{11} NFi \\
 & + \beta_{12} \Delta C_i * LAG_C_i + \beta_{13} \Delta C_i * LEV_i + IndustryFE + YearFE + \varepsilon_i
 \end{aligned} \quad (1)$$

$ABRET_i$: 연간 시장조정수익률(Market-adjusted Return)
 = t 기 4월부터 $t+1$ 기 3월까지 연간 보유수익률
 - t 기 4월부터 $t+1$ 기 3월까지 연간 코스닥시장 수익률
 TAX_AVO : 기업의 조세회피 측정치.

Desai and Dharmapala(2006)의 book tax difference 사용

ΔC_i : 현금 및 현금등가물의 변화량
 현금및현금성자산 변화량 / 기초시가총액
 ΔE_i : 순이익의 변화량
 (세전계속사업이익+이자비용) 변화량 / 기초시가총액
 ΔNCA_i : 비현금자산의 변화량
 (총자산-현금및현금성자산) 변화량 / 기초시가총액
 $\Delta R\&D_i$: 연구 및 개발비의 변화량
 연구개발비 변화량 / 기초시가총액
 ΔI_i : 이자비용의 변화량
 이자비용 변화량 / 기초시가총액
 ΔD_i : 보통주 배당금의 변화량
 보통주현금배당금 변화량 / 기초시가총액
 LAG_C_i : 전기 현금 및 현금등가물
 전기 현금및현금성자산 / 기초시가총액
 LEV_i : 부채비율
 총부채 / (총부채+시가총액)
 NFi : 자본금 및 장기 부채 변화량
 (자본의순증감+장단기금융부채의순증감) / 기초시가총액
 $IndustryFE$: 산업구분을 위한 더미 변수
 $YearFE$: 연도구분을 위한 더미 변수

$ABRET_i$, LEV_i 를 제외한 변수는 기초 자본의 시장가치로 나누어서 규모효과를 조정한다. 본 연구에서는 대리인 비용의 관점하에 기업의 조세회피에 따라 발생하는 비세금비용이 기업이 보유하고 있는 현금의 시장가치를 감소시킨다고 예측하였다. 따라서 현금 변화량과 조세회피측정치의 교차항($\Delta C_i * TAX_i$)의 계수인 β_2 가 0보다 작을 것으로 예상된다.

종속변수인 $ABRET$ 은 초과주가수익률을 의미한다. 각 기업의 회계연도 주가수익률에서 KOSDAQ 시장 연간수익률을 차감하여 계산하였다. 선행연구들을 따라 회계연도 종료일로부터 3개월 이후의 값들을 사용하였다⁷⁾. 관심변수인 조세회피측정치(TAX)는 재량적 회계이익과 세무이익의 차이(Book-Tax Difference, BTD)이다. Desai and Dharmapala(2006)에서 사용하였던 측정치인 BTD 에서 총발생액을 고려한 잔차모형을 이용하여 조세회피를 측정한다. 단, 본 연구는 시가총액대비 현금 1원이 증가했을 때의 영향을 살펴보는 것이므로 다른 변수들과 일관되게 BTD 를 계산할 때 변수들을 기초시가총액으로 나누었다. 구체적으로 강정연과 고종권(2014)를 따라 법인세차감전이익에서 추정과세소득을 차감하여 BTD 를 계산하였다. 추정과세소득은 법인세부담액(현금흐름표상의 법인세납부액)을 법정세율로 환산하여 계산하였고 세율의 변화를 반영하였다(박승식 외 2006)⁸⁾. 이후 다음의 식을 산업-연도별로 회귀하여 계수를 추정하여 구해진 잔차를 조세회피의 측정치(DD_BTD)로 사용하였다. 이때 계수를 추정하기 위하여 관측치가 최소한 10개 이상인 산업-연도만을 택하였다.

$$BTD = \beta_1 TA + \epsilon \quad (6)$$

BTD : (법인세차감전이익-추정과세소득) / 기초시가총액

단, 추정과세소득=법인세부담액 / 법인세율

TA : (당기순이익-영업현금흐름) / 기초시가총액

통제변수들은 모두 Faulkender and Wang(2006)을 따라 선정하였다. 기업의 주가수익률은 비기대이익의 증가(ΔE)와 양의 관계에 있으므로 이를 통제하였다. 비현금자산의 증가(ΔNCA) 역시 기업가치와 양의 관계에 있을 것으로 예측된다. 연구 및 개발비의 증가($\Delta R\&D$)는 기업가치를 양의 방향으로 증가시킬 것으로 예측된다. 한편 이자비용의 증가(ΔI)는 기업가치와 음의 관계에 있을 것이고, 보통주 배당금의 증가(ΔD)는 주주들에게 긍정적인 신호로 받아들여져 기업가치와 양의 관계에 있을 것이다. 부채비율이 높은 기업의 경우 추가적인 현금의 증가는 주주에게 분배되기 보다는 부채를 상환하는 데에 사용되어 주주가치와 관련성이 적을 수 있으므로 부채비율(LEV)을 통제하였다. 자본금 및 장기 부채 증가(NF)는 기업의 장기투자와 관련이 있으므로 기업가치와 양의 관계에 있을 것으로 예상된다.

7) 참고로 기업이 속한 산업(KSIC2)의 수익률을 벤치마크 수익률로 하여 초과주가수익률을 계산했을 때에도 연구 결과에 차이는 없었다.

8) 예를 들어 1996년부터 2001년까지 1억 미만은 16%, 1억 초과분은 28%세율을 적용하였고, 2012년부터는 1억 미만은 10%, 1억초과분은 20%, 200억 초과분은 22%를 적용하였다.

가설 (2)를 검증하기 위하여 두 하위표본을 생성하였다. 매년 잉여현금흐름과 시장가치대장부가치의 비율의 중위수를 구하여 잉여현금흐름이 중위수 이상(이하)이고, 시장가치대장부가치의 비율이 중위수 이하(이상)인 하위표본을 대리인 비용이 높은(낮은) 표본으로 구분하였다. 잉여현금흐름은 영업활동으로 인한 현금흐름에 유무형자산상각비를 차감한 값을 기초시가총액으로 나누어 계산하였고, 시가대장부가치의 비율은 시가총액을 자본총액으로 나누어 계산하였다.

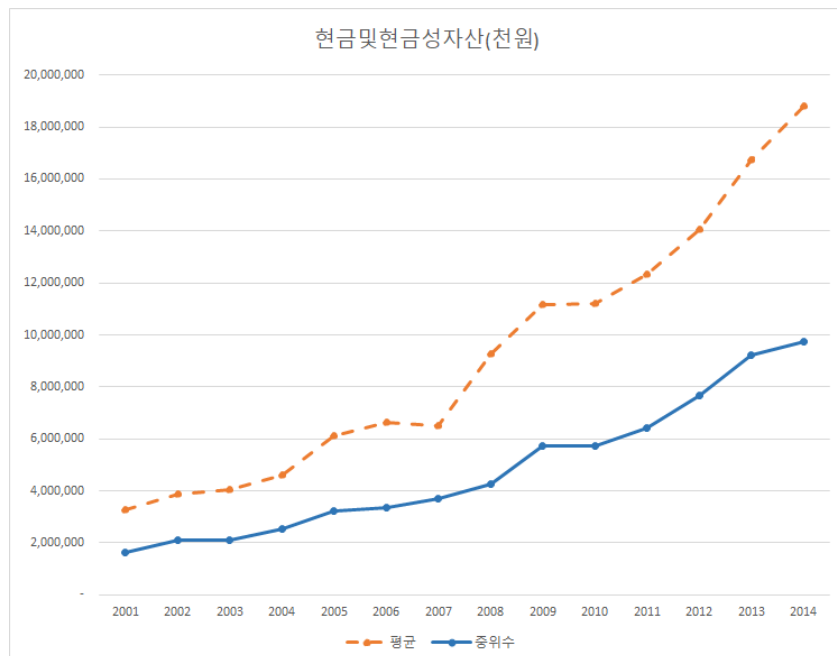
추가적으로 감사품질을 통제 한 후에도 조세회피가 현금의 시장가치에 영향을 미치는지를 검증하였다. 감사품질의 대용치(proxy)로는 규모가 큰 감사인여부(Big4)와 성과를 반영한 수정 Jones 모형 (Kothari et al. 2005)에 따른 재량적 발생액(discretionary accruals)(성과조정재량적발생액)의 절대값을 사용하였다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계

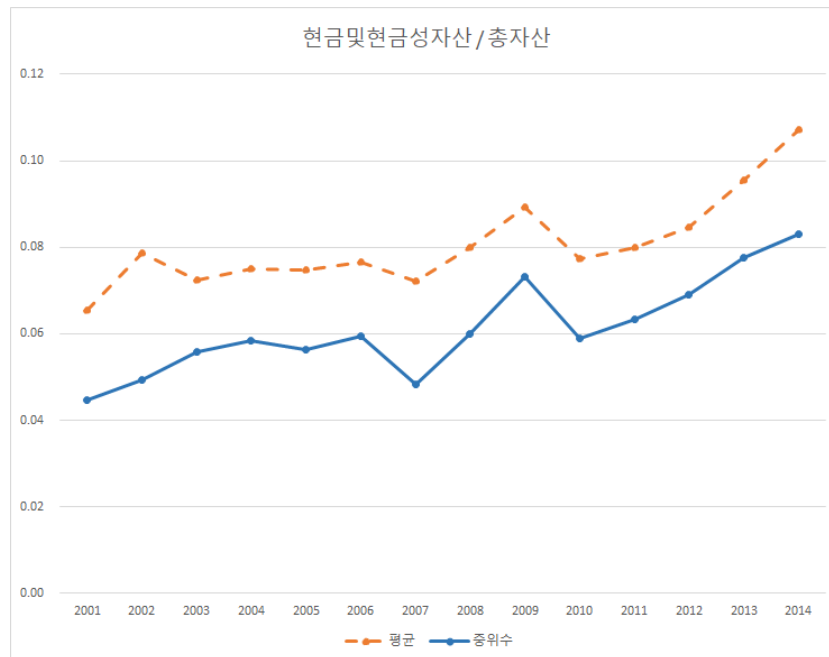
<Figure 1>은 표본기간 연도별 표본의 현금 보유량 평균값 및 중위수의 추세를 보고하고 있다.

<Figure 1> 연도별 현금및현금성자산 보유량



2001년부터 현금및현금성자산 보유량의 평균은 큰 폭으로 상승하고 있는 것을 확인할 수 있다. 이러한 증가추세는 현금및현금성자산이 총자산에서 차지하는 비중에서도 유사하게 나타난다.

〈Figure 2〉 연도별 현금및현금성자산/총자산의 비율



〈Figure 2〉에서 확인할 수 있듯이 현금및현금성자산이 총자산에서 차지하는 비중은 대체적으로 꾸준히 상승하고 있다.

〈Table 2〉는 〈Figure 1〉 및 〈Figure 2〉에 제시된 현금및현금성자산과 관련한 연도별 수치를 보고하고 있다. 표본기업들은 표본기간 동안 평균적(중위수)으로 102억원(48억원)의 현금및현금성자산을 보유하고 있고 이는 총자산의 8.2% (6.2%)를 차지한다.

2001년 표본기업의 현금보유량 평균(중위수)은 약33억원(16억원)이었으나 2014년에는 약 188억원(97억원)으로 증가한다. 현금이 총자산 중에서 차지하는 비중도 2001년 평균(중위수) 6.5% (4.5%)에서 2014년 10.7%(8.3%)로 증가한다. 현금및현금성자산이 기업가치의 상당부분을 차지함을 알 수 있다.

〈Table 2〉 연도별 현금및현금성자산

(단위 : 천원)

Panel A : 연도별 현금및현금성자산의 규모			
연도	관측치 수	평균	중위수
2001	115	3,269,363	1,615,018
2002	164	3,880,758	2,099,844
2003	196	4,028,541	2,125,578
2004	228	4,596,514	2,524,700
2005	219	6,122,294	3,214,203
2006	233	6,646,885	3,377,528
2007	240	6,522,527	3,688,570
2008	218	9,248,020	4,242,712
2009	254	11,177,483	5,728,787
2010	285	11,223,767	5,740,945
2011	306	12,336,236	6,423,834
2012	319	14,045,581	7,690,194
2013	308	16,710,681	9,232,334
2014	320	18,798,700	9,738,746
Total	3,405	10,213,439	4,793,675
Panel B : 연도별 총자산 대비 현금및현금성자산의 규모			
연도	관측치 수	평균	중위수
2001	115	0.065	0.045
2002	164	0.079	0.049
2003	196	0.072	0.056
2004	228	0.075	0.058
2005	219	0.075	0.056
2006	233	0.077	0.059
2007	240	0.072	0.048
2008	218	0.080	0.060
2009	254	0.089	0.073
2010	285	0.077	0.059
2011	306	0.080	0.063
2012	319	0.084	0.069
2013	308	0.096	0.078
2014	320	0.107	0.083
Total	3,405	0.082	0.062

현금을 보유하는 이유에 대하여 Bates et al.(2009)는 네가지 동기를 제시하고 있다. 첫째 거래적 동기(transaction motive)로서 비현금자산을 현금화할 때 발생하는 거래비용을 줄이기 위하여 현금을 보유하게 된다. 둘째, 예비적 동기(precautionary motive)로서 외부의 충격이나 불확실성에 대비하기 위하여 현금을 보유한다. 특히 현금흐름이 불안정하고 외부자본시장에서의 자금조달 비용이 높을 때 더 많은 현금을 보유한다(Opler, Pinkowitz, Stulz, and Williamson 1999). 셋째, 조세 동기(tax motive)로서 다국적기업의 해외법인이 본국에 송금할 때 부담하는 세금부담 때문에 소득을 본국으로 이전하지 않아 많은 현금을 보유하게 된다는 것이다. 넷째, 대리인 동기(agent motive)로서 방호된 경영자들(entrenched managers)는 기업의 투자기회가 적을 때 주주에게 배당하는 대신 현금을 보유하는 선택을 한다는 것이다. Bates et al.(2009)는 미국 기업들을 대상으로 현금보유가 증가하는 이유가 예비적 동기가 크다는 점을 밝혔다. 현금보유비중이 증가하는 이유가 기업의 현금흐름위험이 증가했기 때문이며, 기업이 점차 적은 재고자산과 매출채권을 보유하는 반면 R&D 투자비중이 증가하기 때문에 더욱 많은 현금을 보유한다는 것을 보였다. 이들의 연구로 미루어 보아 수출위주의 경제구조로 인하여 원자재가격과 환율의 변동에 민감한 국내 기업의 특징상 변동이 심해지는 경제환경에서 더 많은 현금을 보유하게 되었을 수 있다. 또한 국내 기업 역시 R&D의 중요성이 강조되고 있기에 불확실성과 더불어 현금 보유를 증가시키게 된 이유로 생각해 볼 수 있다.

<Table 3>의 분석에 사용된 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 표본기간 동안 코스닥 등록기업의 기초시가대비 현금보유량 증가율(ΔC)은 평균 1.9%이고 중위수는 0.9%이다. 전기가시가대비 현금보유량(LAG_C)의 평균(중위수)은 16.6%(9.6%)이다. 평균과 중위수의 차이를 통해 분포가 우측으로 치우쳐 있음을 알 수 있다.

<Table 3> 기초통계량과 상관관계

Panel A : 기초통계량						
변수명	관측치수	평균	표준편차	25%	중위수	75%
TAX_AVO	3,376	0.047	0.143	-0.034	0.029	0.105
ΔC	3,405	0.019	0.139	-0.028	0.009	0.063
ΔE	3,405	0.053	0.181	-0.029	0.015	0.083
ΔNCA	3,405	0.265	0.503	0.029	0.149	0.365
$\Delta R\&D$	3,405	0.003	0.011	0.000	0.000	0.004
ΔI	3,405	0.001	0.019	-0.002	0.000	0.004
ΔD	3,405	0.003	0.013	0.000	0.000	0.005
LAG_C	3,405	0.149	0.166	0.043	0.096	0.192
LEV	3,405	0.384	0.218	0.199	0.358	0.548
NF	3,405	0.069	0.269	-0.020	0.012	0.127

〈Table 3〉 기초통계량과 상관관계 (계속)

Panel B : 상관관계												
	<i>ABRET</i>	<i>TAX_AVO</i>	ΔC	ΔE	ΔNCA	$\Delta R\&D$	ΔI	ΔD	<i>LAG_C</i>	<i>LEV</i>	<i>NF</i>	
<i>ABRET</i>	1	0.3312*	0.1134*	0.4245*	0.2309*	0.0383*	0.0044	0.2396*	0.1130*	-0.1057*	-0.0258	
<i>TAX_AVO</i>	0.3312*	1	0.2129*	0.4397*	0.1032*	0.0487*	-0.0544*	0.2568*	0.0833*	-0.0049	-0.1811*	
ΔC	0.1134*	0.2129*	1	0.1348*	-0.1257*	0.0385*	0.0358*	0.1078*	-0.2248*	0.0279	0.1009*	
ΔE	0.4245*	0.4397*	0.1348*	1	0.2571*	0.0638*	0.1098*	0.4111*	0.0553*	0.0769*	-0.0337	
ΔNCA	0.2309*	0.1032*	-0.1257*	0.2571*	1	0.0748*	0.3458*	0.1568*	0.1536*	0.2856*	0.4961*	
$\Delta R\&D$	0.0383*	0.0487*	0.0385*	0.0638*	0.0748*	1	0.0480*	0.0537*	-0.0287	-0.0698*	0.0479*	
ΔI	0.0044	-0.0544*	0.0358*	0.1098*	0.3458*	0.0480*	1	-0.0433*	-0.0307	0.1783*	0.3803*	
ΔD	0.2396*	0.2568*	0.1078*	0.4111*	0.1568*	0.0537*	-0.0433*	1	0.0218	-0.0517*	-0.0332	
<i>LAG_C</i>	0.1130*	0.0833*	-0.2248*	0.0553*	0.1536*	-0.0287	-0.0307	0.0218	1	0.2280*	-0.0406*	
<i>LEV</i>	-0.1057*	-0.0049	0.0279	0.0769*	0.2856*	-0.0698*	0.1783*	-0.0517*	0.2280*	1	0.2185*	
<i>NF</i>	-0.0258	-0.1811*	0.1009*	-0.0337	0.4961*	0.0479*	0.3803*	-0.0332	-0.0406*	0.2185*	1	

대각선을 기준으로 좌하단은 Pearson correlation을, 우상단은 Spearman correlation 나타낸다.

2. 조세회피와 보유현금의 시장가치

〈Table 4〉 조세회피와 보유현금의 시장가치

VARIABLES	(1)	(2)	(3)
<i>TAX_AVO</i>			0.631*** (0.000)
$\Delta C * TAX_AVO$			-0.997** (0.022)
ΔC	0.491*** (0.000)	1.022*** (0.000)	1.035*** (0.000)
ΔE	1.034*** (0.000)	1.037*** (0.000)	0.954*** (0.000)
ΔNCA	0.198*** (0.000)	0.199*** (0.000)	0.196*** (0.000)
$\Delta R\&D$	2.882*** (0.005)	2.769*** (0.007)	2.838*** (0.007)
ΔI	-2.423*** (0.001)	-2.565*** (0.000)	-1.845** (0.012)
ΔD	3.702*** (0.000)	3.671*** (0.000)	2.367** (0.017)
<i>LAG_C</i>	0.412*** (0.000)	0.391*** (0.000)	0.430*** (0.000)
<i>LEV</i>	-0.863*** (0.000)	-0.852*** (0.000)	-0.864*** (0.000)
<i>NF</i>	0.023 (0.681)	0.032 (0.571)	0.087 (0.141)
$\Delta C * LAG_C$		-0.280 (0.408)	-0.335 (0.255)
$\Delta C * LEV$		-0.843* (0.052)	-0.975** (0.022)
Constant	0.113 (0.149)	0.115 (0.140)	0.126 (0.102)
Observations	3,405	3,405	3,376
YEAR FE	YES	YES	YES
INDUSTRY FE	YES	YES	YES
Adjusted R ²	0.248	0.250	0.273

가설 (1)을 검증하기 위하여 모델 (1)을 회귀분석한 결과를 <Table 4>에 요약하였다. 먼저 선행연구의 결과와 일치하는지 확인하기 위하여 선행연구와 동일한 모델을 추정해 본 이후에 조세회피변수를 추가하였다. 이하 모든 회귀분석에서 이분산성을 통제하기 위하여 White(1980)의 방법을 따라 계수값들에 대한 표준편차를 조정하였다. 모형의 설명력 Adjusted R^2 는 대략 25% 정도이다. 열(1)의 ΔC 에 대한 계수는 0.491이다. 즉, 시가총액대비 현금인 1원 늘어났을 때, 이것이 수익률에 반영되는 정도는 절반 정도에 그친다는 의미이다. 이 외의 계수들의 부호는 Faulkender and Wang(2006)과 일치한다. 열 (2)는 현금의 한계가치가 현금보유량이 많고 부채가 많을수록 감소한다는 선행연구(Faulkender and Wang 2006)에 따라 교호항을 추가한 결과이다. 선행연구와 마찬가지로 음의 계수값을 가지고 있지만 과거 현금보유량과의 교호항($\Delta C * LAG_C$)은 통계적으로 유의하지 않아 선행연구와 약간의 차이를 보이고 있다. 열 (3)은 가설 1에 대한 결과이다. TAX_AVO의 계수는 0.631로서 1% 수준에서 유의적이다. 이를 통해 조세회피 행위 자체는 양의 수익률과 관계되어 조세회피가 기업의 가치를 증가시키는 것으로 해석할 수 있다. 그러나 증분현금과의 교호항의 계수($\Delta C * TAX_AVO$)는 유의한 음의 값을 가지고 있다. 즉, 조세회피의 정도가 심한 경우 현금의 한계가치는 유의하게 감소하는 것으로 나타나 가설 (1)을 지지하고 있다. 이러한 결과는 조세회피 행위 자체는 기업의 현금흐름을 증가시켜 기업의 가치를 증가시키는 측면이 있으나, 조세회피로 인한 대리인 비용과 같은 비세금비용이 증가하는 경우에 조세회피는 기업가치에 음(-)의 영향을 미칠 수 있다는 선행연구들과 일치한다. 서론에서 횡령및배임과 관련된 다수의 기업들이 조세회피의 극단적인 형태인 탈세와 관련되어 있다는 점을 언급했는데, 다수의 표본을 사용한 회귀분석에서도 조세회피 정도가 강할수록 현금의 가치가 감소하는 것을 확인할 수 있다.

3. 대리인 비용에 따른 조세회피와 보유현금의 시장가치

조세회피 정도가 심할수록 대리인 비용이 증가하여 기업가치에 음의 영향을 미칠 수 있다면 대리인 비용이 높은 기업과 낮은 기업을 구분하였을 때, 대리인 비용이 높은 기업에서 현금의 한계가치가 더 낮을 것이다. 이를 검증하기 위하여 대리인 비용의 측정치인 잉여현금흐름과 시장가치대장부가가치 비율을 이용하여(Jensen 1986) 두 개의 하위표본을 구성하였다. 먼저 매년 잉여현금흐름의 중위수와, 시가대장부가가치의 비율 중위수를 구하였다. 그리고 잉여현금흐름이 중위수보다 높고 (낮고), 시가대장부가가치의 비율이 중위수보다 낮은 (높은) 기업을 대리인 비용이 높은 (낮은) 기업으로 분류하였다. <Table 5>는 각각의 하위표본에 대한 회귀분석 결과이다. Panel A와 Panel B의 ΔC 에 대한 계수값은 각각 0.288과 1.439이다. 대리인 비용이 높은 것으로 추정되는 표본이 대리인 비용이 낮은 것으로 추정되는 표본에 비하여 현금의 한계가치가 20% 수준에 불과하다. 조세회피가 현금의 한계가치에 미치는 영향은 대리인 비용이 심한 표본에서 더 드러날 것이다. $\Delta C * TAX_AVO$ 의 계수는 Panel A의 경우 -1.05이며 5% 수준에서 유의하다.

반면 Panel B의 계수는 통계적으로 유의하지 않다. 이러한 결과는 대리인 비용이 높은 환경 하에서 조세회피를 적극적으로 하는 기업이 보유하는 현금은 더 낮은 가치로 평가받는다는 것을 의미하며 가설 (2)를 지지한다.

〈Table 5〉 대리인 비용에 따른 조세회피와 보유현금의 시장가치

Panel A : 높은 잉여현금흐름, 낮은 시장가치대장부가치 비율 표본			
VARIABLES	(1)	(2)	(3)
<i>TAX_AVO</i>			0.722*** (0.000)
$\Delta C * TAX_AVO$			-1.050** (0.035)
ΔC	0.288** (0.011)	0.087 (0.785)	0.394 (0.133)
ΔE	0.499*** (0.000)	0.522*** (0.000)	0.370*** (0.000)
ΔNCA	0.108*** (0.006)	0.099** (0.012)	0.121*** (0.002)
$\Delta R\&D$	-0.269 (0.823)	-0.296 (0.807)	0.831 (0.461)
ΔI	-2.501*** (0.000)	-2.529*** (0.000)	-2.344*** (0.000)
ΔD	6.059*** (0.000)	6.020*** (0.000)	4.504*** (0.000)
<i>LAG_C</i>	0.378*** (0.000)	0.347*** (0.001)	0.474*** (0.000)
<i>LEV</i>	-0.229*** (0.001)	-0.262*** (0.001)	-0.275*** (0.000)
<i>NF</i>	-0.138** (0.045)	-0.125** (0.047)	-0.154** (0.016)
$\Delta C * LAG_C$		-0.633 (0.138)	-0.809** (0.012)
$\Delta C * LEV$		0.786 (0.112)	0.408 (0.348)
Constant	-0.394*** (0.000)	-0.381*** (0.000)	-0.409*** (0.000)
Observations	864	864	843
YEAR FE	YES	YES	YES
INDUSTRY FE	YES	YES	YES
Adjusted R ²	0.374	0.378	0.436

〈Table 5〉 대리인 비용에 따른 조세회피와 보유현금의 시장가치 (계속)

Panel B : 낮은 잉여현금흐름, 높은 시장가치대장부가치 비율 표본			
VARIABLES	(1)	(2)	(3)
<i>TAX_AVO</i>			0.900** (0.011)
$\Delta C * TAX_AVO$			-2.019 (0.481)
ΔC	1.439*** (0.000)	1.895** (0.013)	1.923** (0.012)
ΔE	1.318*** (0.000)	1.326*** (0.000)	1.340*** (0.000)
ΔNCA	0.502*** (0.002)	0.516*** (0.002)	0.531*** (0.001)
$\Delta R\&D$	5.083* (0.091)	5.031* (0.098)	4.178 (0.152)
ΔI	-2.736 (0.212)	-2.815 (0.197)	-2.808 (0.177)
ΔD	3.338 (0.254)	3.285 (0.262)	1.162 (0.687)
<i>LAG_C</i>	1.696*** (0.000)	1.774*** (0.000)	1.708*** (0.000)
<i>LEV</i>	-1.292*** (0.000)	-1.297*** (0.000)	-1.279*** (0.000)
<i>NF</i>	0.178 (0.466)	0.166 (0.508)	0.164 (0.490)
$\Delta C * LAG_C$		0.485 (0.657)	0.251 (0.817)
$\Delta C * LEV$		-1.509 (0.381)	-1.726 (0.326)
Constant	0.146 (0.467)	0.150 (0.456)	0.150 (0.424)
Observations	864	864	863
YEAR FE	YES	YES	YES
INDUSTRY FE	YES	YES	YES
Adjusted R ²	0.272	0.272	0.286

〈Table 6〉 Big4 통제한 경우의 조세회피와 보유현금의 시장가치

VARIABLES	전체 표본 (1)	높은 대리인 비용 표본 (2)	낮은 대리인 비용 표본 (3)
<i>TAX_AVO</i>	0.631*** (0.000)	0.721*** (0.000)	0.930*** (0.008)
<i>ΔC*TAX_AVO</i>	- 1.018** (0.019)	- 1.053** (0.035)	- 2.836 (0.323)
<i>BIG4</i>	- 0.029 (0.129)	- 0.011 (0.683)	- 0.144*** (0.002)
<i>ΔC*BIG4</i>	0.145 (0.331)	- 0.016 (0.928)	0.768 (0.222)
<i>ΔC</i>	0.978*** (0.000)	0.401 (0.130)	1.796** (0.023)
<i>ΔE</i>	0.955*** (0.000)	0.371*** (0.000)	1.306*** (0.000)
<i>ΔNCA</i>	0.197*** (0.000)	0.119*** (0.002)	0.544*** (0.001)
<i>ΔR&D</i>	2.831*** (0.007)	0.795 (0.484)	4.133 (0.156)
<i>ΔI</i>	- 1.859** (0.011)	- 2.348*** (0.000)	- 2.134 (0.285)
<i>ΔD</i>	2.349** (0.018)	4.521*** (0.000)	1.341 (0.638)
<i>LAG_C</i>	0.429*** (0.000)	0.472*** (0.000)	1.705*** (0.000)
<i>LEV</i>	- 0.865*** (0.000)	- 0.273*** (0.000)	- 1.278*** (0.000)
<i>NF</i>	0.088 (0.135)	- 0.151** (0.018)	0.109 (0.646)
<i>ΔC*LAG_C</i>	- 0.326 (0.266)	- 0.815** (0.015)	- 0.495 (0.674)
<i>ΔC*LEV</i>	- 0.978** (0.021)	0.407 (0.356)	- 1.936 (0.248)
Constant	0.128* (0.097)	- 0.410*** (0.000)	0.166 (0.364)
Observations	3,371	843	861
YEAR FE	YES	YES	YES
INDUSTRY FE	YES	YES	YES
Adjusted R ²	0.273	0.435	0.296

4. 추가 분석

본 연구에서 사용된 조세회피 측정치는 재량적 회계이익과 세무이익의 차이(Desai and Dharmapala 2006)이다. 그러나 이 측정치는 기업의 재량적 발생액을 이용한 이익조정이나 감사품질과 관련이 있을 수 있다. 따라서 추가적으로 감사품질의 대용치로 대형감사인의 감사여부(Big4)를 통제하였다. <Table 6>은 그 결과를 보고하고 있다. 앞서의 분석과 마찬가지로 조세회피 정도가 높아질수록 현금의 가치는 감소하며, 이러한 관계는 대리인 비용이 심한 표본에서 크게 나타나고 대리인 비용이 낮은 표본에서는 나타나지 않는다.

성과를 조정한 재량적 발생액의 절대값으로 측정한 감사품질의 대용치를 통제한 결과를 <Table 7>에 제시하였다. 앞서의 결과와 마찬가지로 $\Delta C * TAX_AVO$ 의 계수는 통계적으로 유의한 음의 값을 가진다. 즉, 재량적 발생액을 통제한 이후에도 조세회피는 현금의 시장가치에 음(-)의 영향을 미친다. 모든 열에서 재량적 발생액의 절대값(ABS_DA) 계수가 통계적으로 유의한 음의 값을 가지고 있다. 이는 감사품질이나 보고이익의 품질이 떨어질수록 주가수익률에 부정적인 영향을 미친다는 결과이다. 그러나 재량적 발생액과 현금증분의 교호항의 계수는 통계적으로 유의하지 않아 감사품질이나 보고이익의 품질이 현금의 가치에 영향을 미치지 않는 것으로 나타났다. 열 (3)과 열 (4)는 재량적 발생액의 부호에 따라 구분한 표본을 대상으로 회귀분석한 결과를 제시한다. 재량적 발생액이 양의 값을 가지는 경우에는 조세회피가 현금의 시장가치에 유의한 영향을 미치지 않는 것($\Delta C * TAX_AVO$ 의 계수값이 통계적으로 유의하지 않음)에 비해 재량적 발생액이 음의 값을 가지는 경우 조세회피가 현금의 시장가치를 하락시킴을 확인할 수 있다. 이익을 줄여서 보고하는 기업의 조세회피 성향이 강하면 이러한 기업이 보유한 현금의 시장가치는 낮게 평가된다는 결과이다. 이는 기업의 자원이 풍부한 상황에서 불투명한 부분이 있는 경우 투자자는 기업자원이 효율적으로 사용되지 않을 것을 주가에 반영한다는 것을 의미한다. 전체적으로 결과들은 조세회피 자체는 기업가치에 긍정적인 영향을 미치지만 조세회피 정도가 강해질수록 현금의 시장가치에는 부정적인 영향을 미친다는 것을 보여주고 있다. 그리고 대리인 비용이 높은 상황에서 조세회피가 현금의 시장가치에 미치는 부정적인 영향이 더 크게 나타난다는 것을 지지한다. 추가적으로 <Table 7>에서 대형감사인의 감사여부(Big 4)를 통제했을 때에도 결과에 변함은 없었다.

본 연구에서 조세회피의 측정치는 재무이익과 세무이익의 차이에서 비재량적인 부분을 제외한 재량적BTD(Desai and Dharmapala 2006)이다. 추가적으로 법인세납부액을 세전이익으로 나눈 값인 현금유효법인세율을 조세회피의 측정치로 하여 테스트를 하였다. 테스트결과 현금유효법인세율은 시장가치에 양의 영향을 미쳐서 재량적 BTD를 사용한 결과와 일치하였으나 현금의 시장가치에 미치는 영향을 알아보기 위한 교호항은 통계적으로 유의하지 않았다. 회귀모형에 재량적 BTD와 현금유효법인세율을 모두 넣어 테스트한 결과 재량적 BTD에 대해서는 가설과 일치하는 유의한 값들이 나왔으나 현금유효법인세율은 통계적으로 유의하지 않았다.

〈Table 7〉 재량적 발생액 통제

VARIABLES	전체 표본 (1)	전체 표본 (2)	DA > 0 표본 (3)	DA < 0 표본 (4)
<i>TAX_AVO</i>		0.616*** (0.000)	0.388*** (0.005)	0.854*** (0.000)
$\Delta C * TAX_AVO$		-0.937** (0.033)	-0.989 (0.186)	-1.327** (0.013)
<i>ABS_DA</i>	-0.416*** (0.001)	-0.385*** (0.003)	-0.404** (0.026)	-0.585*** (0.004)
$\Delta C * ABS_DA$	0.154 (0.843)	-0.360 (0.610)	0.053 (0.961)	-0.627 (0.540)
ΔC	1.023*** (0.001)	1.119*** (0.000)	1.330*** (0.003)	1.252*** (0.001)
ΔE	1.046*** (0.000)	0.962*** (0.000)	0.998*** (0.000)	0.883*** (0.000)
ΔNCA	0.205*** (0.000)	0.202*** (0.000)	0.230*** (0.000)	0.188*** (0.000)
$\Delta R\&D$	2.760*** (0.008)	2.822*** (0.007)	1.963 (0.261)	3.149** (0.013)
ΔI	-2.564*** (0.000)	-1.820** (0.013)	-3.174*** (0.000)	-0.874 (0.417)
ΔD	3.625*** (0.000)	2.349** (0.017)	1.692 (0.207)	2.664* (0.061)
<i>LAG_C</i>	0.393*** (0.000)	0.427*** (0.000)	0.472*** (0.000)	0.415*** (0.001)
<i>LEV</i>	-0.873*** (0.000)	-0.883*** (0.000)	-0.999*** (0.000)	-0.834*** (0.000)
<i>NF</i>	0.042 (0.450)	0.092 (0.114)	0.261*** (0.006)	-0.072 (0.337)
$\Delta C * LAG_C$	-0.393 (0.258)	-0.436 (0.151)	-0.533 (0.182)	-0.539 (0.239)
$\Delta C * LEV$	-0.787* (0.081)	-0.980** (0.026)	-1.290* (0.052)	-1.042* (0.064)
Constant	0.154* (0.052)	0.161** (0.040)	0.242** (0.020)	0.107 (0.371)
Observations	3,405	3,376	1,578	1,798
YEAR FE	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY FE	YES	YES	YES	YES
Adjusted R ²	0.252	0.275	0.273	0.287

즉 재량적 BTD가 현금유효법인세율의 영향을 흡수하고 있다. 현금유효법인세율의 유의성이 낮은 이유 중 하나는 표본 중 절반 이상의 기업이 현금유효법인세율이 0이어서 변수값이 충분한 차이를 가지지 않기 때문일 수 있다, 또한 현금유효법인세율은 분모가 채무이익, 분자가 세무이익이므로 채무이익과 세무이익이 일치하는 조세회피를 잡아내지 못한다. 그리고 경영자의 이익조정을 통하여 세전이익이 증가하는 경우 현금유효법인세율의 변동이 세무계획 때문인지 아니면 이익조정 때문인지 구분하기 어렵다(고종권 외 2013). <Table 7>에서 보듯이 재량적 발생액은 현금의 시장가치 및 기업가치와 유의한 관계가 있다. 따라서 현금유효법인세율이 이러한 영향을 함께 반영하고 있어서 유의하지 않은 결과가 나왔을 수 있다. 반면 재량적 BTD는 채무이익과 세무이익의 차이에 대하여 이익조정과 관련된 부분을 제거하였기 때문에 현금유효법인세율의 경우와 결과에 차이가 있을 수 있다. 하지만 재량적 BTD 역시 측정상의 한계가 있기 때문에 후속연구가 이루어질 필요가 있다고 판단된다.

V. 결 론

본 연구는 기업의 조세회피가 기업이 보유한 현금의 가치에 부정적인 영향을 미칠 수 있다는 실증적 증거로서 의의가 있다. 국내 기업들이 현금을 보유하는 비중이 높아져 정부에서도 투자를 유인하기 위한 수단을 강구하는 상황에서 기업이 보유하고 있는 현금에 대하여 시장은 어떠한 판단을 하고 있는지에 대한 연구는 시기적절한 연구이다.

기업이 추가적으로 1원의 현금을 보유하게 될 때, 기업이 적절한 투자를 통하여 성장하리라는 기대가 있다면 그 현금은 시장에서 1원 이상의 가치로 평가될 것이나 기업의 추가적으로 지닌 현금이 경영자의 유용이나 비효율적인 투자로 인하여 효과적으로 쓰이지 않을 것으로 기대된다면 시장에서 평가하는 현금의 한계가치는 1원보다 작을 것이다(Dittmar and Mahrt-Smith 2007 ; Faulkender and Wang 2006 등). 본 연구는 기업이 보유하는 현금이 시장에서 평가되는 한계가치를 분석함으로써 주로 Tobin's Q를 사용한 기존 연구들에 대하여 추가적인 증거를 제공한다.

조세회피는 기업의 자원이 정부로 유출되는 것을 막고 세후현금흐름을 증가시켜 기업가치와 주주의 부를 증가시킬 수 있다. 그러나 조세회피를 위한 수단은 경영자가 사적이윤을 추구할 수 있는 환경을 제공하기 때문에 경영자들이 기업가치를 극대화하기 위한 수단이 아닌 사적인 이익을 추구하는 수단으로 조세회피를 이용하는 경우 주주의 이익을 침해할 가능성이 있다 Slemrod(2004). 따라서 이러한 주인-대리인 관점에서 조세회피를 고려해야 한다. Tobin's Q를 이용한 국내의 연구들은 조세회피와 기업의 가치에 대하여 혼재된 결과를 보고하고 있는데, 본 연구는 경영자가 함부로 투자하거나 유용하기 쉬워서 경영자의 사적이윤추구에 대하여 다른 자산보다 민감한 현금에 대한 시장의 가치평가를 사용함으로써 선행연구들의 예상처럼 기업의 조

세회피 행동은 기업의 가치에 긍정적인 영향을 미치지만, 그 정도가 심하면 부정적인 결과를 가져온다는 결과를 보고하고 있다. 특히 대리인 비용이 낮은 환경에서는 조세회피로 인한 부정적인 결과가 나타나지 않지만 대리인 비용이 높은 환경에서는 부정적인 영향이 강하게 나타나고 있음을 보이고 있다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 첫째, 본 연구는 조세회피가 기업보유 현금에 대한 시장의 가치평가를 살펴보는 연구로서 조세회피가 유발하는 비세금비용인 대리인비용(Agency cost)에 대한 새로운 측면의 증거를 제시함으로써 조세회피가 기업의 가치에 미치는 영향에 대하여 혼재된 결과를 보여주었던 선행연구들을 보완하는 증거를 제시한다. 둘째, 본 논문은 기업의 보유 현금에 대한 외부투자자들의 평가를 제공함으로써, 기업의 현금 관리 중요성을 강조한다. 본 연구의 실증결과는 투자자와 경영자간의 정보비대칭성이 존재하는 상황에서, 점차적으로 증가하고 있는 기업의 보유현금이 경영자의 사적이익 추구에 이용되어 주주의 부를 감소시킬 수 있음을 보고하여, 건전한 지배구조와 외부 이해관계자들의 감시의 중요성을 환기시킨다. 특히 국내 기업들이 잉여 현금을 투자하는 대신 현금으로 보유하는 비중이 높아져 사회적 문제가 되고 있는 만큼 기업의 보유현금에 대하여 시장이 어떠한 판단을 하고 있는지에 대한 연구는 사회적으로도 필요하다. 셋째, 기업의 조세회피 행동에 대한 이해관계자들의 역할에 대해서 강조한다. 기업의 조세회피 행동이 반드시 외부투자자들에게 긍정적인 결과를 가져오지 않는다는 것을 보고하여, 기업의 조세회피에 대한 이해관계자들의 감독 및 감시 기능의 필요성과 정부의 적극적인 규제의 근거를 제시한다.

본 연구는 조세회피를 측정하는 다양한 변수들이 있으나 재량적 회계이익과 세무이익의 차이(Book-Tax Difference)만을 사용하였다는 한계점이 있다. 따라서 논문의 결과를 조심스럽게 해석할 필요가 있다. 각각의 조세회피에 대한 대응치들이 측정하는 조세회피 수단이나 개념에 차이가 있으므로 향후 연구에서 보다 다양한 조세회피 측정치를 사용하고 패널회귀분석만이 아닌 세율변경 등 실험적상황 등을 연구에 활용하여 보다 강건한 결과를 제시할 필요가 있다.

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 제24권 제4호 : 9-40.
- 고종권. 1997. “조세부담의 측정치에 관한 연구”. 회계학연구 제22권 제3호 : 51-82.
- 고종권 · 윤성수. 2006. “재무이익-세무이익 차이의 세부구성항목을 이용한 적자회피 이익조정 분석”. 세무학연구 제23권 제3호 : 65-101.
- 고종권 · 윤성수 · 강정연 · 이광숙. 2013. “실증세무연구의 개관”. 회계학연구 제38권 제2호 : 367-446.
- 기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”. 세무학연구 제29권 제2호 : 107-136.
- 김보영 · 정균범. 2014. “대리인 비용 및 정보 비대칭과 보유현금의 가치”. 회계저널 제23권 제5호 : 459-485.
- 박종일 · 김경호. 2002. “세금비용과 이익조정이 회계이익과 과세소득의 차이에 미치는 영향”. 회계학연구 제27권 제2호 : 81-115.
- 손언승 · 양동훈 · 이상철 · 김갑순. 2012. “기업지배구조가 조세절감활동과 기업가치의 관련성에 미치는 영향에 대한 연구”. 세무와회계저널 제13권 제3호 : 385-419.
- 장지인 · 배길수 · 전영순. 2002. “우리나라의 회계투명성에 대한 재조명”. 회계저널 제11권 제3호 : 1-36.
- 장지인 · 정준희 · 손여진. 2013. “국내 상장기업의 조세피난처 이용현황과 장기유효세율에 관한 연구”. 회계저널 제22권 제5호 : 311-349.
- 전주성. 2011a. “조세회피와 기업가치 : 지배구조의 역할을 중심으로”. 재정학연구 제4권 제4호 : 59-85.
- 전주성. 2011b. “조세회피가 기업성과에 미치는 효과”. 한국경제연구 제29권 제4호 : 5-32.
- Bates, T., K. Kahle and R. Stulz. 2009. Why Do U.S. Firms Hold So Much More Cash than They Used To?. *The Journal of Finance* 64 : 1985-2021.
- Chen, S., X. Chen, Q. Cheng and T. J. Shevlin. 2010. Are family firms more tax aggressive than non-family firms? *Journal of Financial Economics* 95 : 41-61.
- Desai, M. 2003. The divergence between book and tax income. In *Tax Policy and the Economy*, edited by Poterba, J. 17 : 169-206
- 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.
- Desai, M., A. Dyck and L. Zingales. 2007. Theft and Taxes. *Journal of Financial Economics* 84 : 591–623.
- Dittmar, A. and J. Mahrt-Smith. 2007. Corporate Governance and The Value of Cash Holdings. *Journal of Financial Economics* 83(3) : 599–634.
- Drobetz, W., M. Gruninger and S. Hirschvogl. 2010. Information Asymmetry and The Value of Cash. *Journal of Banking and Finance* 34 : 2168–2184.
- Faulkender, M. and R. Wang. 2006. Corporate Financial Policy and The Value of Cash. *The Journal of Finance* 61(4) : 1957–1990.
- Gaio, C., and C. Raposo. 2011. Earnings quality and firm valuation : international evidence. *Accounting and Finance* 51 : 467–499.
- Graham, J. and A. L. Tucker. 2006. Tax Shelters and Corporate Debt Policy. *Journal of Financial Economics* 81 : 563–594.
- Hanlon, M., Laplante, S., Shevlin, T., 2005. Evidence for the possible information loss of conforming book income and taxable income. *Journal of Law and Economics* 48, 407–442.
- Huang, P., J. Guo, T. Ma and Y. Zhang. 2015. Does the Value of Cash holdings Deteriorate or Improve with Material Weaknesses in Internal Control over Financial Reporting. *Journal of Banking and Finance* 54 : 30–45.
- Jensen, M. C. 1986. Agency cost of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *The American Economic Review*, 76(2) : 323–329.
- Kalcheva, I and K. Lins. 2007. International Evidence on Cash Holdings and Expected Managerial Agency Problems. *Review of Financial Studies* 20 : 1087–112.
- Kim, J-B., J. Lee, J. Park. 2015. Audit Quality and the Market Value of Cash Holdings : The Case of Office-level Auditor Industry Specialization. *A Journal of Practice and Theory* 34(2) : 27–57.
- Kim, J-B., Li, Y., Zhang, L. 2011. Corporate tax avoidance and stock price crash risk : Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics*, 100(3) : 639–662.
- Louis, H., A. Sun and O. Urcan. 2012. Value of Cash Holdings and Accounting Conservatism. *Contemporary Accounting Research* 29(4) : 1249–1271.
- Masulis, R., Wang, C., and Xie, F. 2009. Agency Problems at Dual-class Companies. *The Journal of Finance*, 64(4) : 1697–1727.
- Pinkowitz, L., R. Stulz, and R. Williamson. 2006. Does the contribution of corporate cash holdings and dividends to firm value depend on governance? A cross-country analysis.

- The Journal of Finance* 61(6) : 2725–51.
- Pinkowitz, L. and R. Williamson. 2014. What is a Dollar Worth? The Market Value of Cash Holdings. *Working paper*.
- Slemrod, J. 2004. The Economics of Corporate Tax Selfishness. *National Tax Journal* 57 : 877–899.
- Sun, Q., Yung, K., and Rahman, H. 2012. *Earnings quality and corporate cash holdings*, 52 : 543–571.
- White, H., 1980. A heteroskedasticity–consistent covariance matrix estimator and a direct test for heteroskedasticity. *Econometrica* 48 : 817–838.
- Wilson, R. 2009. An Examination of Corporate Tax Shelter Participants. *The Accounting Review* 84 : 969–999.

Tax Avoidance and the Value of Cash Holdings^{*}

- Korean Evidence -

Lee, Joonil^{**} · Choi, Ahrum^{***} · Park, Philip^{****}

—<Abstract>—

Tax avoidance activities could enhance firm value by increasing after-tax cash flow. However, it also could have a negative effect on firm value because the means for tax avoidance provides an environment for managers to pursue their own benefits instead of increasing firm value. This study examines the relationship between the marginal value of cash holdings and the tax avoidance for KOSDAQ listed companies during 2001 to 2014. Cash is the vulnerable resource for managers to use for their private benefits or invested in negative NPV project, Especially when a company is under high information asymmetry, cash is likely to be used for the manager's private interest. This paper provides evidence that the tax avoidance is positively related to the stock return, However, as the level of tax avoidance increases, the marginal value of the cash holdings decreases. This results shows the non-tax cost accompanied the tax avoidance. The negative association between tax avoidance and the marginal value of cash holdings is significant in the environment where the agency problem is large. These results provide additional evidence for previous studies that have presented mixed results on the impact of tax avoidance on firm value.

<Key words> Tax avoidance, market value of cash holdings, Non-tax cost, Agency cost

* This work was supported by the Ministry of Education of the Republic of Korea and the National Research Foundation of Korea (NRF-2015S1A5A8017013)

** Assistant Professor, School of Management, Kyung Hee University. leejoonil@khu.ac.kr, Corresponding Author

*** Assistant Professor, School of Business, Hong Kong Baptist University. archoi@hkbu.edu.hk, First Author

**** Assistant Professor, School of Management, Kyung Hee University. ppark@khu.ac.kr, Co-author