세무와회계저널 ISSN 1738－3323
제18권 제4호 2017년 8월 pp.111～145
한국세무학회

섀도우보팅 이용 기업의 이익의 질과 조세회피*

이해성** · **김갑순*****

<요 약>

소유가 잘 분산된 기업일수록 주주들을 주주총회에 참석하도록 유도하기가 어렵고 그로 인한 비용부담 등의 현실적인 문제로 인해 주주총회 성립 자체가 곤란한 기업의 어려움을 보완하기 위해 1991년 도입된 섀도우보팅 제도가 주주총회를 무력화 시키고 대주주의 경영권 강화수단으로 악용되어 기업의 불투명성을 야기한다는 비판이 제기되어 폐지 위기에 이르렀다. 본 연구에서는 실제로 섀도우보팅 이용기업들의 기업투명성이 그렇지 않은 기업과 차이가 있는지를 섀도우보팅 이용여부와 이용빈도의 관점에서 실증분석 하였다. 기업투명성을 진단하기 위한 측정수단으로 이익의 질과 조세회피성향을 사용하였는데, 이익의 질은 재량적 발생액의 크기와 발생액의 현금흐름 관련성 및 이익지속성 분석을 통하여 그 속성을 파악하고, 조세회피성향은 GAAP ETR과 Cash ETR의 두 가지 유효법인세율을 이용하는 방법과 BTD와 총발생액의 회귀분석 잔차를 이용하는 방법(Desai and Dharmapala. 2006)으로 조세회피수준을 측정하여 분석하였다. 본 연구의 표본은 2011년부터 2014년 까지 한국거래소 상장기업 중 금융업을 영위하는 기업을 제외한 12월 결산 기업을 표본으로 하였다. 동 기업들을 연구기간 동안 섀도우보팅을 이용한 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하여 섀도우보팅 이용 여부에 따라 이익의 질과 조세회피성향에 차이를 보이는지 분석하였으며 또한 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 기업투명성에 차이를 보이는지를 보기 위해 이용횟수에 따른 분석을 실시하였다.

분석결과, 이익의 질과 관련한 분석에서는 섀도우보팅을 이용한 기업이 섀도우보팅을 이용하지 않은 기업에 비해 이익의 질이 떨어지는 것으로 나타났다. 그리고 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 대체적으로 이익의 질이 안 좋은 결과를 보였다. 또한 섀도우보팅 이용기업의 조세회피성향과 관련된 분석에서는 조세회피수준의 측정방법에 따라 다소 차이를 보이기는 했지만 대체적으로 섀도우보팅을 자주 이용한 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 조세회피에 적극적이라는 실증결과를 보였다.

이러한 연구결과는 섀도우보팅제도의 폐지와 존치에 대한 논란이 계속되고 있는 상황에서 정책연장 및 투자의사결정 과정에서 정책당국이나 자본시장 참가자들에게 의미 있는 시사점을 제공할 것으로 기대한다.

<주제어> 섀도우보팅, 기업투명성, 이익의 질, 조세회피

* 본 논문은 주저자의 박사학위 논문을 수정 · 보완한 것입니다.

** 한국예탁결제원 팀장, 경영학박사, hally8@hanmail.net, 주저자
*** 동국대학교 경영대학 회계학과 교수, kks@dongguk.edu, 교신저자

논문접수일 2017년 6월 3일 게재확정일 2017년 6월 26일

Ⅰ. 서 론

우리나라 자본시장의 급속한 발전과 함께 주식분산이 고도화되었으나 주주들의 무관심으로 인해 많은 국내 상장회사들이 주주총회 성립을 위한 최소 의결정족수[1]를 채우지 못해 고충을 겪게 되자 1991년 해외에서는 찾아 볼 수 없는 독특한 섀도우보팅(shadow voting)제도를 증권거래법에 도입하여 시행하게 되었다. 그림자 투표를 의미하는 섀도우보팅은 기업이 주주총회 의결정족수가 부족할 때 한국예탁결제원(이하 "예탁결제원"이라 한다)에 주주들이 맡긴 주식에 대한 의결권대리행사를 요청하는 제도인데, 주주가 주주총회에 참석하지 않아도 투표한 것으로 간주해 다른 주주들의 투표 비율을 결의에 적용한다. 이러한 섀도우보팅 제도는 소유가 잘 분산된 기업일수록 소액주주들을 모아 주주총회에 참석하도록 유도하기가 어렵고 많은 비용부담이 따르게 되므로, 최소 의결정족수를 채우지 못하는 현실적인 문제를 보완하는 좋은 제도라고 할 수 있는데, 문제는 이 제도 하에서 대주주가 소액주주를 무시하고 손쉽게 특정 안건에 찬성표를 늘릴 수 있어 대주주 경영권 강화수단으로 오용될 수 있고, 주주총회가 형식화되어 주주들의 의사가 왜곡되면서 주주총회 활성화에 걸림돌이 된다는 지적을 받아왔다는 점이다. 실제로, 자산규모가 작은 기업이 섀도우보팅을 많이 이용하고, 소수 경영진이나 대주주의 경영권 강화 수단으로 악용되어 오히려 주주총회 활성화의 장애요인으로 작용하는 것으로 드러났다.[2] 이는 예탁결제원의 섀도우보팅이 상장회사가 요청만 하면 실질적인 조사 없이 절차만 밟아 행사되기 때문에 부실기업의 최대주주가 소수지분으로 경영을 좌우할 수 있도록 오히려 도와주는 폐해를 야기할 수도 있다는 것을 보여준다.

이러한 폐단을 이유로 2013년 5월, 증권거래법의 후신인 「자본시장과 금융투자업에 관한 법률」(이하 "자본시장법"이라 한다)이 개정되어 섀도우보팅 제도를 1년 7개월간의 유예기간을 거쳐 2015년 1월 1일부터 폐지하기로 하였다. 폐지의 근본적인 이유로 경영진과 대주주들이 이 제도를 악용하여 대표이사나 감사의 선임과 같은 민감한 의안을 자신들의 의견대로 처리하는 데 악용하고 있다는 점과 제도의 남용으로 인한 주주총회 무력화를 들었는데, 서면투표제와 전자투표제의 도입으로 섀도우보팅 제도의 도입취지가 많이 퇴색되었다는 점도 그 이유 중 하나였다.

이렇게 여러 장단점을 동시에 지니고 있는 섀도우보팅 제도의 폐지를 앞두고 재계와 경제단체들을 중심으로 반발이 거세게 일어났는데, 결국 국회의 중재로 전자투표제도를 도입하고 의결

---

1) 상법상 주주총회 의결정족수는 보통결의의 경우 출석한 주주의결권의 과반수 찬성과 발행주식총수 1/4 이상이 찬성해야 한다. 특별결의는 출석의결권 2/3 이상의 찬성과 발행주식총수 1/3 이상의 찬성을 필요로 한다. 여기에 감사 및 감사위원 선임의 경우 의결권 없는 주식을 제외한 발행주식총수의 3%까지만 의결권을 행사할 수 있는 조건이 있다(상법 제368조, 제434조, 제409조).

2) "섀도우보팅 폐지가 상장기업의 의결권 행사에 미치는 영향 및 개선과제", 한국상장회사협의회 연구보고서 2014－1, pp.15－24.

권대리행사를 권유한 기업에 한하여 동 제도의 폐지를 추가적으로 2017년 말까지 3년간 유예하는 법안[3]이 만들어졌다. 자본시장법의 개정으로 기업들 입장에서는 일정 요건을 갖춘 기업에 한해 섀도우보팅을 3년간 유예한다는 결과를 얻어냈지만 동 제도의 폐지가 완전히 철회된 것도 아니고 유예조건이 근본적인 해결책도 될 수 없어 유예기간이 경과하는 2017년에는 다시 이에 대한 논쟁이 불가피하게 발생할 것으로 보인다.

섀도우보팅의 폐지를 주장하는 찬성론자들은 기업 투명성이 낮고 경영상태가 불량한 기업일수록 주주총회 홍보를 최대한 회피하고 섀도우보팅을 활용해 대주주의 의도대로 주주총회의 표결 결과를 유도해 왔다는 비판이 지속적으로 제기되어 왔다는 점을 강조한다(기업지배구조원 기업지배구조리뷰 Vol.50 2010). 이처럼 만약 경영진과 대주주들이 이 섀도우보팅 제도를 악용하여 기업의 투명성을 떨어트린다면 섀도우보팅을 신청한 기업들의 회계적 속성에 영향을 줄 것이므로 이에 대한 실증적 연구를 통하여 검증해 보는 것이 정책방향에 도움이 될 것이다. 따라서 실제로 섀도우보팅 이용기업들의 기업투명성이 그렇지 않은 기업과 차이가 있는지를 이익의 질과 조세회피성향의 두 가지 측정기준으로 섀도우보팅 이용여부 또는 이용빈도에 따라 회계적인 측면에서 분석해 봄으로써 섀도우보팅 제도의 폐지를 앞둔 상황에서의 논란에 판단기준을 제공해줄 수 있을 것으로 생각한다. 선행연구에 따르면, 기업투명성을 중시하는 기업은 회계보고의 투명성을 향상시켜 이익관리를 억제하고(이진수외 2010), 재무적·조직적 복잡성의 증가로 기업의 투명성을 떨어트리는 조세회피를 낮춘다(강정연 2012).

분석결과, 이익의 질과 관련한 분석에서는 섀도우보팅을 이용한 기업이 섀도우보팅을 이용하지 않은 기업에 비해 이익의 질이 떨어지는 것으로 나타났고, 또한 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 대체적으로 이익의 질이 안 좋은 결과를 보였다. 그리고 섀도우보팅 이용기업의 조세회피성향과 관련된 분석에서는 조세회피수준의 측정방법에 따라 다소 차이를 보이기는 했지만 대체적으로 섀도우보팅을 자주 이용한 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 조세회피에 적극적이라는 실증결과를 보였다. 이러한 연구결과는 섀도우보팅제도의

---

3) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 부칙 <법률 제11845호, 2013.5.28.>
제18조(예탁증권등의 권리 행사 등에 대한 경과조치)
① 예탁결제원은「상법」제368조의4에 따라 주주가 총회에 출석하지 아니하고 전자적 방법으로 의결권을 행사하게 하고 의결권 있는 주식을 가지고 있는 모든 주주들을 대상으로 제152조에 따른 의결권대리행사의 권유를 한 법인의 주주총회 목적사항 중 다음 각 호의 어느 하나에 해당하는 사항에 대하여는 제314조 제5항의 개정규정에도 불구하고 2017년 12월 31일까지 종전의 규정에 따라 의결권을 행사할 수 있다.
1. 감사 및 감사위원회위원의 선임 또는 해임
2. 주주의 수 등을 고려하여 금융위원회가 정하여 고시하는 기준에 해당하는 법인의 경우 주주총회 목적사항
② 제314조 제4항·제6항, 제449조 제2항 제13호 및 별표 8 제18호의 개정규정에도 불구하고 제1항에 따른 예탁결제원의 의결권 행사에 관하여는 2017년 12월 31일까지 종전의 규정에 따른다.

폐지와 존치에 대한 논란이 계속되고 있는 상황에서 정책당국이나 자본시장 참가자들에게 시사하는 바가 클 것으로 생각된다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅱ장에서는 이론적 배경 및 선행연구를 살펴보고, 제Ⅲ장에서는 연구의 설계를 소개한 후 제Ⅳ장에서는 실증분석의 결과를 제시하고 제Ⅴ장에서 연구결과를 요약한다.

Ⅱ. 이론적 배경 및 선행연구

1. 섀도우보팅의 개념

주주총회에서 상정 안건을 결의하기 위해서는 주주가 직접 주주총회에 참석해야 하는 것이 원칙이다. 그러나 우리나라의 경우 개인투자자 비중이 높고, 특히 개인투자자들은 의결권 행사보다는 투자이익에 더 관심이 많으므로 상대적으로 주주총회에 대한 관심이 낮아 주주총회 성립에 어려움을 겪어 왔다(한국예탁결제원 증권예탁결제제도 2014). 이러한 문제점을 해결하기 위해 예탁결제원이 예탁주권에 대해 의결권을 행사하는 제도를 도입했다.

즉, 예탁결제원에 예탁된 주권의 발행회사(이하 “발행회사”라 한다)가 주주총회를 개최하는 경우 예탁된 주권의 실질 투자자(이하 “실질주주”라 한다)의 신청 또는 발행회사의 요청에 따라 예탁결제원은 해당 발행회사의 주주총회에 참석하여 예탁주권의 의결권을 행사하는데,[4] 이 중 발행회사의 요청에 의한 예탁주권의 의결권 행사가 바로 섀도우보팅 제도이다.

본 연구에서 다루고자 하는 섀도우보팅을 지칭하는 발행회사의 신청에 의한 예탁결제원의 중립적 의결권 행사는 발행회사의 주식분산이 고도화되어 있어 실질주주들의 참석 없이는 주주총회의 의결정족수 성립 자체가 불가능한 경우, 발행회사가 예탁결제원의 예탁주권에 대하여 의결권행사를 요청하는 제도이다. 이 제도를 이용하기 위해서는 발행회사가 실질주주에게 주주총회의 소집을 통지하거나 또는 공고할 때 실질주주가 의결권 행사에 관한 의사표시를 하지 않을 경우 예탁결제원이 대신 의결권 행사를 할 수 있다는 의결권 행사 안내문을 함께 통지 또는 공고하고, 예탁결제원에 주주총회 회일의 7일 전까지 의결권행사를 요청할 수 있는데, 이 경우에도 영업권의 양수도, 해산결의, 합병, 조직변경, 자본감소 및 분할합병 등의 의안에는 그 행사를 제

---

4) 구)자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제314조(예탁증권등의 권리 행사)
① 예탁결제원은 예탁자 또는 그 투자자의 신청에 의하여 예탁증권등에 관한 권리를 행사할 수 있다. 이 경우 그 투자자의 신청은 예탁자를 거쳐야 한다.
⑤ 예탁결제원은 예탁결제원의 명의로 명의개서된 주권을 소유하고 있는 주주가 주주총회일 5일 전까지 예탁결제원에 그 의결권의 직접행사·대리행사 또는 불행사의 뜻을 표시하지 아니하는 경우에는 그 의결권을 행사할 수 있다.

한한다.

상기 요청에 따라 예탁결제원은 해당 발행회사의 주주총회에 직접참석 또는 대리인을 통한 간접행사 등의 방법으로 결의의 향방에 영향을 미치지 않게 중립적으로 의결권을 행사하게 된다. 행사방법은 예탁결제원의 참석주식수를 제외한 다른 참석주주 의결권의 찬성・반대 비율대로 의결권을 산정하여 행사하게 되는데,[5] 이런 특징으로 인해 섀도우보팅은 그림자투표 또는 중립투표라고도 불린다.

2. 선행연구

섀도우보팅 제도는 우리나라에 유일하게 있는 제도여서 외국의 연구사례를 찾기는 힘들고 국내연구도 주로 법제적인 측면에서 연구가 이루어지고 회계학적인 측면에서는 송길성외(2014)의 기업요청 중립투표와 이익의 질에 관한 연구가 있는데, 중립투표 이용여부와 재량발생액 크기 간에는 유의한 양의 상관관계가 관측되었고, 중립투표 이용기업은 대주주지분율 전 구간에서 미이용기업에 비해 높은 수준의 재량발생액이 발견되었으며, 이용기업은 차기이익에 대한 당기이익 및 당기발생액 설명력 모두 미이용기업에 비해 현저히 낮은 수준에 머물고 있는 것으로 분석되었다. 그리고 섀도우보팅 이용기업은 미이용기업에 비해 손실인식에 있어서 느슨하고, 이익인식에 있어서는 관대화 성향이 두드러져 보수주의적 회계처리 관행이 약한 것으로 분석되었다.

이익의 질은 추상적인 개념으로 사용자에 따라 그 개념이 다르게 정의되어 왔다. 고품질의 이익은 현재의 경영성과를 잘 반영하고 미래의 경영성과를 잘 예측할 수 있으며 기업의 가치를 요약하여 유용하게 측정할 수 있는 이익을 말한다(Dechow and Schrand 2004). Penman(2001)은 발생액의 질을 측정하는 것이 현금전환가능성을 분석하는 데 유용한 이익의 질적 속성임을 강조하였으며, Dechow and Dichev(2002)는 총 발생액과 전기・당기・차기의 현금흐름으로 발생액의 질을 측정하였다. Francis et al.(2004)은 이익의 질적 속성을 회계정보에 기초한 속성과 시장에 기초한 속성으로 나누고 회계정보에 기초한 속성은 발생액의 질, 이익지속성 및 예측가능성과 이익유연화 등 재무제표상의 회계수치를 측정한 것으로 정의하고, 시장에 기초한 속성은 이익에 대한 시장반응을 측정하는 것으로 정의한다. 김용성・이윤상(2011)은 윤리적인 기업일수록 이익조정 행위를 자제한다고 하는 연구결과를 발표하였고, 김선화・정용기(2013)의 연구에 따르면 사회적 책임활동이 우수한 기업일수록 실제 이익조정을 적게 하는 것으로 나타났다.

---

5) 구)자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령 제317조 제1항
예탁결제원은 예탁결제원의 명의로 명의개서된 주권에 관하여 의결권을 행사하는 경우에는 해당 주주총회에 참석한 주식수(서면투표 주식수를 포함한다)에서 예탁결제원이 의결권을 행사할 주식수를 뺀 주식수의 의결내용에 영향을 미치지 아니하도록 찬성 및 반대(기권 및 무효를 포함한다. 이하 이 항에서 같다)의 비율에 따라 의결권을 행사하여야 한다. 이 경우 1주 미만의 단주(이하 이 항에서 “단수주”라 한다)가 발생하는 때에는 찬성에 있어서는 단수주를 절사하고 반대에 있어서는 단수주를 절상한다.

조세회피의 측정과 관련된 논문을 살펴보면, Mills(1998)는 국세청의 납세신고서와 세무조사 결과를 활용하여 연구한 결과, BTD가 증가할수록 국세청에 의한 세무조사 금액이 커서 세무조사를 받을 확률이 크다고 주장하였고, Desai and Dharmapala(2006)는 총 발생액에 회귀하여 재량적 발생액의 효과를 제거한 잔차를 조세회피수준으로 보아 유인보상과 조세회피의 관계에 대해 분석적 모형을 제시하고, 경영자의 사적 이익 추구행위와 기업지배구조가 조세회피에 영향을 줄 수 있다는 것을 보여주었다. 김정호・김정교(2013)는 조세회피수준을 측정하는 여러 가지 방법을 사용하여 어떤 측정치가 기업의 장기적인 조세회피 정도를 잘 예측하는지를 분석하였는데 Cash ETR과 GAAP ETR이 유용한 조세회피수준 측정치임을 주장하였다. 이학선외(2014)는 Cash ETR과 SCash ETR(법인세부담액/매출액)을 조세회피 측정치로 하여 발생액의 비중과 조세회피와의 관계를 분석하였는데 발생액의 비율이 증가할수록 조세회피와 유의적인 관계가 있음을 발견하였다.

3. 선행연구와의 차별성

새도우보팅과 이익의 질에 대해서 연구한 선행연구(송길성외 2014)는 2006년~2010년 사이의 상장기업 자료를 이용하여 재량발생액 크기, 이익지속성, 보수주의 등을 관찰하고 있는데, 동 데이터는 현재 예탁결제원에서 관리가 되지 않아 검증이 불가능할 뿐만 아니라 최근 몇 년 사이에 현저하게 늘어난 새도우보팅 이용기업들의 현황 등을 감안할 때 최근 논란이 되고 있는 제도의 폐지와 같은 민감한 문제에 인용하기에는 한계가 존재할 수 있다. 이에 본 연구에서는 「공공기관의 정보공개에 관한 법률」에 의거, 행정자치부를 통해 예탁결제원에 공식적으로 자료를 요청하여 새도우보팅 이용기업들로부터 공개 동의를 받은 후에 관련 정보를 제공받아 국제회계기준 적용 이후인 2011~2014년 데이터를 사용하여 새도우보팅 이용기업들의 기업투명성을 검증함으로써 연구의 신뢰성과 가용성을 한층 더 높였다.

또한, 본 연구는 주주총회에서의 새도우보팅 이용여부 뿐만 아니라 이용빈도에 따라 기업별로 투명성에 차이가 존재하는지도 분석한다. 새도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 소수 경영진이나 대주주의 경영권 강화 수단으로 악용되어 기업투명성이 저하된다는 연구자료가 발표되고 상장폐지 기업들의 새도우보팅 이용빈도가 높았다는 현황자료[6]가 제출됨에 따라 이를 검증하기 위해 새도우보팅 이용빈도별로 기업의 투명성에 차이가 존재하는지를 실증적으로 분석해 볼 필요성이 제기된다 하겠다. 따라서 본 연구에서는 선행연구와 달리 새도우보팅 이용빈도에 따른 기업들의 투명성 분석을 추가함으로써 선행연구와의 차별성을 더한다.

그리고, 선행연구에서는 이익의 속성과 관련된 측면에서만 새도우보팅 이용기업을 연구했지만 본 연구에서는 새도우보팅 이용기업의 기업투명성을 보기 위해 이익의 질 뿐만 아니라 조세

6) 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 일부개정 법률안－정부제출보고서 162. 2012.9

회피 성향까지 분석한다. 조세회피는 기업의 투명성 결여를 반영하여 기업의 정보환경에 부정적인 영향을 주고(Chen et al. 2011) 기업투명성이 낮은 기업일수록 기업의 재무적·조직적 복잡성으로 인해 조세회피가 증가(강정연 2012)하는데, 본 연구는 선행연구와 달리 섀도우보팅 이용기업과 미이용기업의 기업투명성 검증 대상으로 조세회피 성향에 차이가 있는지 여부까지 연구해 본다.

이처럼 본 연구는 연구자료의 신뢰성과 가용성, 연구대상에 대한 분석범위와 분석기준의 확장성 등 여러 가지 측면에서 선행연구와는 많은 차이를 보인다 하겠다.

Ⅲ. 연구의 설계

1. 가설의 설정

섀도우보팅 제도는 이를 악용한 대주주가 주주총회를 무력화하고 손쉽게 특정 안건을 대주주의 의사에 따라 의결할 수 있음에 따라 대주주의 지배권을 강화하는 수단으로 오용된다는 지적을 받아왔다. 또 주주총회가 형식화되고 주주들의 의사가 왜곡되면서 주주총회 활성화에 걸림돌이 된다는 지적을 받으며 폐지의 기로에까지 이르렀다.

다수의 이해관계자를 고려한 투명한 경영이 이루어지면 의도적인 경영자의 이익조정행위가 감소하여(강수진·김숙연 2013) 기업의 투명성을 확보하게 된다. 섀도우보팅 제도의 폐지를 주장하는 정부와 시민단체들의 논리대로 만약 경영진과 대주주들이 동 제도를 악용하여 기업의 투명성을 떨어트린다면 당해 기업의 이익의 질에 영향을 주어 섀도우보팅을 이용한 기업과 그렇지 않은 기업간에 통계적으로 유의한 차이를 보일 것이고, 동 제도가 기업의 투명성과 관련이 없다면 섀도우보팅을 이용한 기업과 그렇지 않은 기업 간에 이익의 질 면에서 유의한 차이가 없을 것이라는 예상 하에 첫 번째 가설을 세웠다.

또한 섀도우보팅 제도를 폐지하기로 결정하게 된 논거 중의 하나가 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 경영권 분쟁이 잦고 대주주의 악용으로 기업투명성이 저하된다는 것인데, 만약 그렇다면 섀도우보팅의 이용 빈도에 따라 기업투명성에 차이가 있을 수 있다. 이에 본 연구는 섀도우보팅 제도를 자주 이용한 기업의 이익의 질이 더 낮은 지를 검증하기 위해 섀도우보팅을 이용한 빈도에 따라 그룹을 나누어 그룹별로 차이가 있는지를 연구해 본다.

H1−1 ; 섀도우보팅 제도를 이용한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 이익의 질이 낮을 것이다.

H1−2 ; 섀도우보팅 제도를 자주 이용한 기업은 적게 이용한 기업에 비해 이익의 질이 더 낮을 것이다.

기업의 재무적 투명성은 조세회피와도 관련이 있다. 기업은 불투명한 거래를 통해 조세회피 적발가능성을 줄이려 할 것이기 때문이다. Chen et al.(2011)은 조세회피와 기업의 불투명성과의 관계를 검증하였는데 둘 사이에 유의한 양의 관계가 있음을 밝혀냈고, 강정연(2012)은 조세회피가 재무적·조직적 복잡성의 증가를 초래하여 기업의 투명성을 떨어트리기 때문에 기업투명성이 높아 이익의 질이 좋은 기업은 이러한 조세회피수준을 낮출 것이라고 주장하였다. 이러한 이론을 바탕으로 새도우보팅 제도를 이용한 기업의 투명성이 결여된다면 조세회피성향이 강할 것이라는 예상 하에 두 번째 가설을 세운다.

H2-1 ; 새도우보팅 제도를 이용한 기업은 그렇지 않은 기업에 비해 조세회피 행위에 적극적일 것이다.

H2-2 ; 새도우보팅 제도를 자주 이용한 기업은 적게 이용한 기업에 비해 조세회피 행위에 더 적극적일 것이다.

2. 분석모형 및 변수의 측정

가. 분석모형

(1) 이익의 질 측정을 위한 모형

본 논문에서는 이익의 질에 대한 측정을 재량적 발생액 (Kothari et al. 2005), 발생액의 영업현금흐름 관련성(Dechow and Dichev 2002 ; McNichols 2002) 및 이익지속성(Sloan 1996)등의 세 가지 속성에 대하여 각각의 모형으로 측정해 본다.

먼저, 재량적 발생액에 대한 측정은 수정존스모형(1995)에 총자산이익률(ROA)을 반영한 Kothari et al.(2005)의 모형을 이용한다. Kothari et al.(2005)은 수정존스모형의 경우 기업의 성과에 따라 이익조정 결과가 과대하게 나오는 단점을 극복하기 위하여 성과변수를 반영하여 개발한 성과대응(Performance matched)모형을 사용하였다.

$$TCA_k_{it} = \alpha + \beta_1 1/TA_{it-1} + \beta_2(REVS_{it} - ARS_{it}) + \beta_3 PPE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \epsilon_{it} \quad (1)$$

모형(1)에서의 잔차항이 재량적 발생액으로 총 발생액에서 비재량적 발생액을 차감하여 계산한다.

$$EQ_k_{it} = TCA_k_{it} - [\beta_1 1/TA_{it-1} + \beta_2(REVS_{it} - ARS_{it}) + \beta_3 PPE_{it} + \beta_4 ROA_{it}] \quad (2)$$

TCA_k_{it} =i기업의 t년도 총발생액(=당기순이익-영업현금흐름)/i기업의 t년도 기초총자산
TA_{it-1} =i기업의 t년도 기초총자산

$REVS_{it}$ =i기업의 t년도 매출액 변화분/i기업의 t년도 기초총자산
ARS_{it} =i기업의 t년도 매출채권 변화분/i기업의 t년도 기초총자산
PPE_{it} =i기업의 t년도 (유형자산－토지－건설중인자산)/i기업의 t년도 기초총자산
ROA_{it} =i기업의 t년도 당기순이익/i기업의 t년도 기초총자산
ϵ_{it} =잔차항

모형(2)에서 산출한 재량적 발생액의 절대값을 종속변수로 하여 섀도우보팅 이용기업의 재량적 발생액을 기준으로 한 이익의 질을 검증는데, 통제변수는 선행연구에서 사용했던 변수들을 사용한다.

$$EQ_k_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 OCFS_{it} + \beta_7 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

또한 섀도우보팅 이용빈도에 따라 두 그룹으로 나누어서 연구대상기간 중 4회 이상(평균 연 1회이상) 섀도우보팅을 이용한 그룹은 HSV, 연구대상기간 동안 단 1회 이용한 그룹은 LSV로 분류해서 연구대상 기간 중에 섀도우보팅을 자주 이용한 그룹과 단 1회 이용한 그룹 간에 차이가 있는지를 검증하기 위해 다음 모형을 사용한다.

$$EQ_k_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it} * HSV_{it} \text{ or } SV_{it} * LSV_{it}) + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 OCFS_{it} + \beta_8 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \quad (4)$$

EQ_k_{it} =i기업의 t년도 성과대응 재량적 발생액의 절대값
SV_{it} =i기업이 연구대상기간 중 1회 이상 섀도우보팅을 이용했으면 1, 그렇지 않으면 0
HSV_{it} =i기업이 연구대상기간 중 4회 이상 섀도우보팅을 이용했으면 1, 그렇지 않으면 0
LSV_{it} =i기업이 연구대상기간 중 섀도우보팅을 1회 이용했으면 1, 그렇지 않으면 0
$SIZE_{it}$ =i기업의 t년도 총자산의 자연로그값
LEV_{it} =i기업의 t년도 부채비율(=총부채/총자산)
ROA_{it} =i기업의 t년도 당기순이익/총자산
$Growth_{it}$ =i기업의 t년도 매출액 성장률
$OCFS_{it}$ =i기업의 t년도 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
$Big4_{it}$ =i기업의 t년도 외부감사법인이 4대 회계법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)이면 1, 그렇지 않으면 0
YR_{it} =연도별 더미변수
ID_{it} =산업별 더미변수
ϵ_{it} =잔차항

Dechow and Dichev(2002)는 당기 운전자본 발생액과 영업활동으로 인한 현금흐름(전기, 당

기, 차기)을 회귀분석하여 나오는 잔차의 표준편차(혹은 절대값)를 가지고 발생액의 질을 측정하였는데, 그 값이 작을수록 과거와 현재, 그리고 미래의 현금흐름을 잘 반영하여 이익의 질이 높은 것으로 해석하였다. 이러한 Dechow and Dichev(2002)의 모형을 이용하여 아래와 같은 연구모형으로 새도우보팅 이용기업의 이익의 질을 분석한다.

$$TCA_dd_{it} = \alpha + \beta_1 OCFS_{it-1} + \beta_2 OCFS_{it} + \beta_3 OCFS_{it+1} + \epsilon_{it} \quad (5)$$

모형(5)에서 산출한 잔차항의 절대값을 발생액의 질, 즉 이익의 질로 보고 새도우보팅 이용여부 또는 이용빈도에 따라 분석해 본다.

$$EQ_dd_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \quad (6)$$

$$EQ_dd_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it}{}^{*} HSV_{it} \text{ or } SV_{it}{}^{*} LSV_{it}) + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \quad (7)$$

TCA_dd_{it} =i기업의 t년도 총발생액(=당기순이익−영업현금흐름)/i기업의 t년도 기초총자산
EQ_dd_{it} =i기업의 t년도 총발생액과 영업활동현금흐름을 회귀분석한 잔차의 절대값

그런데 이러한 Dechow and Dichev(2002)모형은 유동발생액의 변화를 발생액으로 봄으로써 비유동발생액을 반영하지 못하는 한계점(예 : R&D의 자본화 or 비용화)이 있다. 이에 McNichols (2002)는 Dechow and Dichev(2002)모형에 매출액 변동과 유형자산 변수를 추가하여 잔차의 불확실성과 유동발생액 제한모형이라는 동 모형의 단점을 극복하려 하였다. 본 연구에서는 Dechow and Dichev(2002)모형 외에 이에 기초한 McNichols(2002)의 모형을 통해서도 이익의 질을 측정한다.

$$TCA_m_{it} = \alpha + \beta_1 OCFS_{it-1} + \beta_2 OCFS_{it} + \beta_3 OCFS_{it+1} + \beta_4 REVS_{it} + \beta_5 PPE_{it} + \epsilon_{it} \quad (8)$$

$$EQ_m_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \quad (9)$$

$$EQ_m_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it}{}^{*} HSV_{it} \text{ or } SV_{it}{}^{*} LSV_{it}) + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \quad (10)$$

TCA_m_{it} =i기업의 t년도 총발생액(=당기순이익−영업현금흐름)/i기업의 t년도 기초총자산
$REVS_{it}$ =i기업의 t년도 매출액 변화분/i기업의 t년도 기초총자산

PPE_{it} =i기업의 t년도 (유형자산−토지−건설중인자산)/i기업의 t년도 기초총자산
EQ_m_{it} =i기업의 t년도 총발생액과 영업활동현금흐름을 회귀분석한 잔차의 절대값

이익의 질을 측정하기 위한 또 하나의 방법인 이익지속성을 알아보기 위해서 Sloan(1996)의 모형을 이용한다. 모형(12)에서 섀도우보팅을 이용한 기업의 이익지속성이 낮다면 β_2가 유의한 음(−)의 값을 보일 것이다. 그리고 섀도우보팅 이용기업의 이용 빈도에 따라 분류한 그룹별로 차이가 있는지 알아보기 위해 모형(13)을 사용한다.

$$E_{it+1} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \epsilon_{it} \tag{11}$$

$$E_{it+1} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 (SV_{it} * E_{it}) + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Big4_{it} + \beta_6 Loss_d_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \tag{12}$$

$$E_{it+1} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 (HSV_{it} * E_{it} \text{ or } LSV_{it} * E_{it}) + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Big4_{it} + \beta_6 Loss_d_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \tag{13}$$

E_{it+1} =i기업의 t+1년도 순이익
$LOSS_d_{it}$ =i기업의 t년도 당기순이익/총자산

(2) 조세회피수준 측정을 위한 모형

조세회피에 대해서는 일반적으로 받아들여지는 정의가 아직 없어 이를 측정하기 위해 연구주제에 따라 다양한 방법들이 이용되고 있는 데, 본 연구에서 조세회피수준에 대한 측정은 유효법인세율(Effective tax rate ; ETR)을 이용한 두 가지 방법(GAAP ETR, Cash ETR)과 재량적 BTD를 이용한 방법(Desai and Dharmapala 2006) 등 총 세 가지 측정방법을 사용한다. 조세회피 성향이 강할수록 GAAP ETR과 Cash ETR이 낮기 때문에 섀도우보팅을 이용한 기업과 음(−)의 관계에 놓일 것이고, BTD와 총 발생액의 회귀분석결과의 잔차인 조세회피 측정치는 조세회피 성향이 강할수록 양(+)의 관계가 나타날 것이다.

먼저, 전통적인 유효법인세율인 GAAP ETR은 세전이익 단위당 법인세비용을 나타내는데 포괄손익계산서 상의 법인세비용을 법인세비용차감전순이익으로 나누어 측정한다.

$$TS_gaap_{it} = TE_{it} / IBT_{it}$$

TS_gaap_{it} =i기업의 t년도 GAAP ETR로 측정한 조세회피수준
TE_{it} =i기업의 t년도 법인세비용
IBT_{it} =i기업의 t년도 법인세비용차감전순이익

현금유효법인세율인 Cash ETR은 기업의 법인세 등 납부액을 법인세비용차감전순이익으로

나누어 측정하는데 법인세납부액은 법인세비용에 이연법인세자산과 부채를 가감한 금액으로 한다(기은선 2012).

$$TAX = TE \pm DTA \cdot DTL$$

TAX=법인세등 부담액　　TE =법인세비용
DTA=이연법인세자산　　DTL=이연법인세부채

$$TS_cash_{it} = TAX_{it} / IBT_{it}$$

TS_cash_{it} =i기업의 t년도 Cash ETR로 측정한 조세회피수준
TAX_{it} =i기업의 t년도 법인세등 부담액
IBT_{it} =i기업의 t년도 법인세비용차감전순이익

재량적 BTD를 이용한 조세회피 측정은 먼저 연도별 법인세부담액[7]을 추정하고 이에 세법상의 법정세율을 적용하여 추정세무이익을 산출[8]한다. 그리고 동 세무이익과 회계이익과의 차이를 계산하여 BTD를 산출한 후 총 발생액을 이용한 회귀식의 잔차항을 조세회피수준으로 보는 Desai and Dharmapala(2006)의 측정모형을 사용한다.

이렇게 측정된 각각의 조세회피수준 추정치를 종속변수로 하여 섀도우보팅 제도를 이용한 기업과 미이용기업, 그리고 동 제도를 자주 이용한 기업과 그렇지 않은 기업 간에 조세회피성향의 차이를 보이는지 분석하는데, 통제변수는 선행연구에서 사용했던 변수들을 사용한다.

$$TI = TAX / t \qquad BTD = IBT - TI$$

TI =세무이익　　BTD=법인세비용차감전순이익(회계이익)과 세무이익의 차이
TAX=법인세등 부담액　　IBT =법인세비용차감전순이익
t =법인세등 법정세율

$$BTD_{it} = \beta_1 TAC_{it} + \epsilon_{it}$$

BTD_{it}=i기업의 t년도 회계이익과 세무이익의 차이/기초총자산
TAC_{it}=i기업의 t년도 총발생액(당기순이익－영업현금흐름)/기초총자산
ϵ_{it} =잔차항

---

7) 법인세부담액=법인세비용+(기말이연법인세자산－기초이연법인세자산)－(기말이연법인세부채－기초이연법인세부채)

8) 추정세무이익 ;
법인세 부담 4,422백만원 초과시=(법인세부담액－200억×22%－2억×11%)/24.2%+200억+2억
법인세 부담 22백만원초과 4,422백만원 이하시=(법인세부담액－2억×11%)/22%+2억
법인세 부담 22백만원 이하시=법인세부담액/11%
※ 법정세율(지방소득세 포함) : 2억 이하 ; 11%, 200억 이하 ; 22%, 200억 초과 ; 24.2%

$$TS_dd_{it} = \epsilon_{it}$$

TS_dd_{it}=i기업의 t년도 BTD와 총발생액의 회귀분석 잔차항으로 측정헌 조세회피수준

$$TS_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 MTR_{it-1} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PPE_{it} + \beta_7 OCFS_{it} + \beta_8 OC_{it} + \beta_9 FSH_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \quad (14)$$

$$TS_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it}{}^{*} HSV_{it} \text{ or } SV_{it}{}^{*} LSV_{it}) + \beta_3 MTR_{it-1} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 PPE_{it} + \beta_8 OCFS_{it} + \beta_9 OC_{it} + \beta_{10} FSH_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it} \quad (15)$$

TS_{it} =i기업의 t년도 조세회피수준(GAAP ETR, Cash ETR, 총발생액과 영업현금흐름 회귀분석 잔차항)
SV_{it} =i기업이 연구대상기간 중 1회 이상 섀도우보팅을 이용했으면 1, 그렇지 않으면 0
HSV_{it} =i기업이 연구대상기간 중 4회 이상 섀도우보팅을 이용했으면 1, 그렇지 않으면 0
LSV_{it} =i기업이 연구대상기간 중 섀도우보팅을 1회 이용했으면 1, 그렇지 않으면 0
MTR_{it-1}=i기업의 전기 법정한계세율
LEV_{it} =i기업의 t년도 부채비율(=총부채/총자산)
ROA_{it} =i기업의 t년도 당기순이익/총자산
$SIZE_{it}$ =i기업의 t년도 총자산의 자연로그값
PPE_{it} =i기업의 t년도 (유형자산－토지－건설중인자산)/총자산
$OCFS_{it}$ =i기업의 t년도 영업활동으로 인한 현금흐름/총자산
OC_{it} =i기업의 t년도 경영자지분율이 5% 이상인 기업이면 1, 그렇지 않으면 0
FSH_{it} =i기업의 t년도 외국인투자자지분율(%)
YR_{it} =연도별 더미변수
ID_{it} =산업별 더미변수
ϵ_{it} =잔차항

나. 변수의 측정

(1) 종속변수

이익의 질을 측정하기 위한 모형에서의 종속변수는 Kothari et al.(2005)의 성과대응모형을 이용하여 측정한 재량적 발생액의 절대값인 EQ_k, Dechow and Dichev(2002)의 모형으로 당기 운전자본 발생액과 영업활동으로 인한 현금흐름을 회귀분석하여 나온 잔차의 절대값으로 산출한 EQ_dd, McNichols(2002)의 모형을 이용하여 잔차항의 절대값을 측정한 EQ_m 및 Sloan(1996)의 모형에서 사용되는 차기이익인 E_{t+1}을 사용하여 섀도우보팅 이용기업들의 이익의 질을 검증한다.

또한 섀도우보팅 이용기업의 조세회피 성향을 분석하기 위해 GAAP ETR을 이용하여 조세회피수준을 산출한 TS_gaap, Cash ETR을 이용하여 조세회피수준을 산출한 TS_cash 및 Desai and

Dharmapala(2006)의 측정모형을 사용하여 BTD를 산출한 후 총 발생액을 이용한 회귀식의 잔차항을 조세회피수준으로 산출한 TS_dd 등을 각각 종속변수로 하여 섀도우보팅 이용기업의 조세회피 성향을 분석한다.

(2) 관심변수

본 연구의 목적은 섀도우보팅 이용기업의 재무적 투명성을 분석하는 것이다. 따라서, 모형에서의 관심변수는 SV로, 연구대상기간 중 한 번이라도 섀도우보팅을 이용한 실적이 있는 기업은 1, 전혀 이용실적이 없는 기업은 0으로 부여한 더미변수이다. 섀도우보팅을 이용한 기업이 다른 기업에 비해 투명성이 떨어진다면 모형에 따라 기업투명성의 정도를 나타내는 종속변수와 음(−) 또는 양(+)의 유의미한 값을 보일 것이다.[9] 그리고 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업의 투명성이 더 낮은지 여부를 알아보기 위해 섀도우보팅 이용기업을 섀도우보팅 이용횟수에 따라 분류하였는데, 연구기간 동안 섀도우보팅을 4회(평균 연 1회) 이상 이용한 기업(HSV)과 단 1회만 이용한 기업(LSV)을 분리해서 두 개의 더미변수를 추가하였다.

(3) 통제변수

통제변수는 선행연구에서 사용했던 변수들을 사용하였다.

먼저 이익의 질 측정을 위한 모형에 있어서의 통제변수를 살펴보면, SIZE는 자산총계에 로그를 취한 값으로 기업규모의 차이가 이익조정에 영향을 준다는 연구결과(Xie et al. 2003)에 따라 사용하였는데, 기업규모가 클수록 안정적이어서 이익의 질이 좋을 것으로 보고 이를 통제하기 위해 사용했다. LEV는 부채총계를 자산총계로 나누어 산정하는데 부채비율이 높을수록 부채계약을 위반하지 않기 위해 이익을 조정할 유인이 크기(DeFond and Jiambalvo 1994 ; Becker et al. 1998) 때문에 이를 통제하기 위해 사용했다. ROA는 당기순이익을 총자산으로 나누어 산정하였는데 경영성과가 낮을수록 재량적 발생액의 크기에 영향을 준다는 연구결과(강선민 · 황인태 2007)에 따라 이를 통제하기 위해 사용했고, Growth는 기업의 매출액성장률로서, 성장성이 높은 기업일수록 이익조정 유인이 크다는 연구결과(윤순석 2001)에 따라 이를 통제하기 위해 사용했다. 영업활동으로 인한 현금흐름이 이익조정에 영향을 줄 수 있고(Dechow et al. 1995), 영업현금흐름이 음(−)인 기업이 보고이익을 증가시킨다는 연구결과(윤순석 1998)에 따라 이를 통제하기 위해 영업활동으로 인한 현금흐름을 총자산으로 나눈 OCFS를 사용했다. Big4는 더미변수로 기업의 외부감사인이 대형 회계법인(삼일, 삼정, 안진, 한영)이면 1, 그렇지 않으면 0을 부여하여 외부감사인의 차이가 이익조정에 미치는 영향을 통제하기 위해 사용하였는데, 대형 회계법인일수록 자신들의 명성을 유지하기 위해 기업의 회계처리에 더 관심을 가질 것이므로 음(−)의 관계를 예상한다. 또한, 기업들의 산업특성과 연도별 차이를 통제하기 위해 ID(산업더미)와 YR(연

9) 기업투명성이 낮다면 EQ_k, EQ_dd, EQ_m, TS_dd와는 양(+)의 유의한 값을, E_{t+1}, TS_gaap, TS_cash와는 음(−)의 유의한 값을 가질 것으로 예상함

도더미)을 사용했다.

조세회피 성향을 측정하기 위한 모형에서의 통제변수들을 살펴보면, MTR은 한계세율로서 조세부담이 크면 조세회피에 적극적일 것이고, LEV는 총부채를 총자산으로 나눈 값으로서, 부채비율이 높은 기업은 부채의 감세효과로 인해 조세회피 유인이 감소한다는 연구결과(Graham and Tucker 2006 ; 박종국 · 홍영은 2009)에 따라 통제변수로 사용했다. 수익성이 조세회피에 미치는 영향을 통제하기 위해 ROA를 통제변수로 사용했는데, 수익성이 높은 기업은 현금유출을 줄이기 위해 조세회피에 적극적일 것으로 예상된다(고윤성외 2007). 기업규모가 클수록 조세회피에 적극적일 가능성과 소극적일 가능성이 동시에 존재하고(박종국 · 홍영은 2009), 감가상각대상자산이 많은 기업은 이를 이용해서 조세회피에 적극적(고성삼 · 박상섭 2011)이라는 선행연구 결과에 따라 이를 통제하기 위해 SIZE와 PPE를 통제변수로 사용했다. 경영자소유기업은 배당의 재원으로 사용하기 위해, 자금흐름이 좋지 않은 기업일수록 현금유출을 줄이기 위해 조세회피에 적극적일 것이므로(고윤성외 2007) 이를 통제하기 위해 OC와 OCFS를 통제변수로 사용한다. 또한, 외국인투자비율로 인한 조세회피 유인을 통제하기 위해(박종국 · 홍영은 2009 등) FSH를 사용하였고, 산업별, 연도별 차이를 통제하기 위해 ID와 YR을 통제변수로 사용했다.

3. 표본의 선정

본 연구의 표본은 2011년부터 2014년까지의 한국거래소 상장기업 중 비금융업을 영위하는 12월 결산 기업을 표본으로 하여 Kis_Value에서 재무자료를 수집하고, 동 기간 동안의 섀도우보팅 이용 기업 현황을 예탁결제원으로부터 제공받아[10] 섀도우보팅 이용여부와 이용빈도에 따라 기업투명성에 차이를 보이는지 검증한다.

가. 표본의 추출과 연구표본

2011년부터 2014년 사이의 한국거래소 상장기업(유가증권시장, 코스닥) 중 12월 결산기업 중에서 금융업을 영위하는 업종의 기업과 외국기업을 제외하고 1,788개 기업을 표본으로 추출하였다.[11]

<표 1>은 본 연구에서 사용한 표본의 연구표본과의 관계를 보여주고 있는데, 1,788개의 표본기업 중에서 연구대상 기간 중 한 번이라도 섀도우보팅을 이용한 기업은 1,186개 기업으로 전체 표본기업의 66.33%의 비중을 차지한다.

---

10) 2011년~2014년 사이 섀도우보팅을 이용한 기업들로부터 정보제공 동의를 받아 처리했는데 총 1,385개 기업 중 52개 기업이 비공개요청함

11) 섀도우보팅 이용기업은 예탁결제원 자료에 따르면 2009년 455개, 2010년 492개, 2011년 582개, 2012년 664개, 2013년 679개, 2014년 869개 기업으로 증가하고 있음

〈표 1〉 표본의 구성

구 분	유가증권	코스닥	상장폐지	전 체
섀도우보팅 미이용기업	285(43.45)	261(26.50)	56(38.10)	**602(33.67)**
섀도우보팅 이용기업	371(56.55)	724(73.50)	91(61.90)	**1,186(66.33)**
합 계	656(100)	985(100)	147(100)	**1,788(100)**

* ( )안은 비율(%)

그런데 섀도우보팅 이용기업의 이익의 질과 조세회피성향을 통하여 기업의 투명성에 미치는 영향을 분석하는 본 연구의 목적에 비추어볼 때 연구기간 중에 상장폐지된 기업도 연구대상에 포함되어야 편의가 발생하지 않을 것으로 보여 2011년부터 2015년 5월까지 상장폐지된 기업들 중 섀도우보팅 이용기업 91개사를 연구표본에 포함하였다.

이렇게 표본으로 선정된 1,788개 기업의 연구대상기간 중 연도별 기업 자료를 이용해서 실증연구를 진행하는 데 각 모형의 특성에 따라 연구대상기간이 달라진다. 즉, 각 모형의 변수를 측정하는 데 필요한 자료가 없는 연도는 제외하였는데, 이에 따라 연구모형별로 사용되는 표본 수가 다르게 나타난다.

먼저 이익의 질을 분석하는 데 있어서 재량적 발생액을 통한 분석에서는 2011년부터 2014년까지 연구대상 전 기간을 사용하지만, 운전자본 발생액의 영업현금흐름 관련성과 이익지속성을 통해 이익의 질을 연구하는 분석에서는 차기의 영업현금흐름 또는 차기이익을 필요로 하는 모형의 특성상 2011년부터 2013년까지의 3개년을 연구대상으로 하였다. 조세회피 성향 분석에서는 연구대상기간을 4년의 전 기간을 분석하는데, 과세소득이 음수(−)인 경우에는 조세회피성향이 낮으므로(Desai and Dharmapala 2006 ; 고윤성외 2007) 제외하였다.

그리고, 기업별 특성에 따라 결측치가 있는 연도는 분석대상에서 제외하였고 실질분석에서는 특정 표본이 연구결과를 왜곡하는 것을 방지하기 위해 1% 수준에서 극단치를 제거했다. 이렇게 해서 선정된 각 모형의 연도별 기업 최종 관측치는 <표 2>와 같다.

〈표 2〉 모형별 표본의 최종 연도별 관측치

구 분	재량적 발생액 모형(3) (Kothari)	발생액의 CFO관련성 모형(6), (9) (DD, McNichols)	이익지속성 모형(12) (Sloan)	조세회피 모형(14)
유가증권	2,573	1,925	1,938	2,268
코스닥	3,873	2,897	2,923	3,284
상장폐지	280	239	179	220
합 계	6,726	5,061	5,040	5,772

나. 연구표본의 선정

<표 3>은 본 연구 표본의 선정과정을 나타내고 있는데, 최초 연구표본, 즉 2011년부터 2014년까지 섀도우보팅을 이용한 상장기업은 총 1,385개 기업인데 이 중 비공개를 요청한 기업이 52개사(3.8%)였다. 비공개 요청기업이 모두 극단적으로 기업투명성이 결여된 기업집단이라면 본 연구결과에 다소 영향을 줄 수도 있겠지만 극단적 가정은 배제하여 연구를 진행하도록 한다. 그리고 금융업을 영위하는 기업 75개사, 2015년 중 상장폐지 기업 18개사, 12월 결산이 아닌 기업 26개사를 제외하였다. 여기에 피합병기업 및 외국기업(KDR) 등 11개사를 제외하고 상장폐지 기업 중 재무자료를 확보할 수 없는 17개사를 제외하여, 본 연구의 표본으로 선정된 섀도우보팅 이용기업은 총 1,186개 기업이다. 이 중 현재 상장되어 있는 기업 중에 본 연구의 분석에 활용된 표본 수는 1,095개 기업이고, 여기에 상장폐지 기업 중 상장되어 있는 기간 동안 섀도우보팅을 이용한 91개 기업을 포함하였다.

〈표 3〉 연구대상 기업 선정과정

구 분	표본 수			
	유가증권	코스닥	상장폐지	합 계
2011~2014 섀도우보팅 이용기업	467	799	119	1,385
비공개요청 기업	18	34		52(-)
금융업 등	59	10	6	75(-)
2015년 중 상장폐지 기업	5	13		18(-)
12월 결산이 아닌 기업	10	11	5	26(-)
피합병 및 외국회사 등	4	7		11(-)
재무자료 추출 불가 기업			17	17(-)
최종 연구표본	371	724	91	1,186

2011년부터 2014년 사이에 섀도우보팅을 이용한 기업들 중에 이용횟수가 가장 많은 기업은 15회를 이용했고 다음이 13회인데 상위 5개 기업이 코스닥 기업이다. 유가증권시장 기업 중에는 가장 많이 이용한 기업이 동 기간 동안 7회를 이용했는데 <표 4>는 연구대상 기간 동안의 기업별 섀도우보팅 신청횟수를 보여주고 있다. 섀도우보팅을 이용한 1,186개 연구대상기업 중에 5회 이상 이용한 기업의 비율이 9.02%이고 4회 이상은 247개 기업으로 20.83%를 차지한다. 반면 1회만 이용한 기업은 426개 기업으로 35.92%를 차지한다.

〈표 4〉 섀도우보팅 이용횟수별 분포_전체기업

(단위 : 건, ( )안은 %)

구 분	기업 수	이용횟수
15회 이용기업	1(0.08)	15(0.54)
13회 이용기업	1(0.08)	13(0.47)
9회 이용기업	1(0.08)	9(0.32)
8회 이용기업	3(0.26)	24(0.87)
7회 이용기업	7(0.59)	49(1.77)
6회 이용기업	25(2.11)	150(5.42)
5회 이용기업	69(5.82)	345(12.46)
4회 이용기업	140(11.80)	560(20.22)
3회 이용기업	152(12.82)	456(16.47)
2회 이용기업	361(30.44)	722(26.07)
1회 이용기업	426(35.92)	426(15.39)
합 계	**1,186(100)**	**2,769(100)**

Ⅳ. 실증분석의 결과

1. 섀도우보팅 이용기업과 이익의 질 관련 분석결과

가. 재량적 발생액을 이용한 이익의 질 분석

<표 5>는 섀도우보팅 이용기업의 발생액의 질을 회귀분석한 결과를 보여주고 있는데, SV는 양(+)의 방향에서 0.003의 회귀계수와 1.98의 t값으로 5% 수준에서 통계적으로 유의한 결과를 보여 섀도우보팅을 이용한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 재량적 발생액이 더 크게 나옴으로써 이익의 질이 안 좋은 것으로 나타났다.

통제변수에 있어서는 기업규모를 나타내는 SIZE변수가 음(−)의 방향으로 1% 수준에서 유의하게 나타났고 LEV와 ROA 및 Growth는 양(+)의 방향으로 1% 수준에서 유의하게 나타나, 기업규모가 클수록 재량적 발생액이 작고, 부채비율이 높고 경영성과가 좋을수록 그리고 성장성 있는 기업일수록 재량적 발생액이 큰 것으로 나타났다.

〈표 5〉 섀도우보팅과 재량적 발생액 분석결과

$$EQ_k_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 SIZE_{it} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 Growth_{it} + \beta_6 OCFS_{it} + \beta_7 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|
Intercept	5.554***	3.88	0.000
SV	**0.003****	**1.98**	**0.047**
SIZE	−0.003***	−9.85	0.000
LEV	0.032***	6.22	0.000
ROA	0.053***	4.07	0.000
Growth	0.000***	10.60	0.000
OCFS	0.009	0.47	0.638
Big4	−0.002	−1.52	0.129
YR	포함		
ID	포함		
N	6,726		
R^2	6.48%		
F	42.06		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

<표 6>은 섀도우보팅 이용횟수별로 분류하여 연구대상기간 중 4회 이상 이용한 기업과 연구대상 기간 중 단 1회만 이용한 기업을 비교하여 봄으로써 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업과 그렇지 않은 기업 간에 재량적 발생액을 통한 이익의 질에 차이가 있는지 회귀분석한 결과를 보여주는데, HSV의 회귀계수와 t값이 각각 0.012과 4.71로 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보인 반면 LSV는 −0.003의 회귀계수와 −1.74의 t값으로 음(−)의 방향으로 10% 수준에서 통계적으로 유의한 값을 보여, 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 재량적 발생액으로 측정한 이익의 질이 더 안 좋은 것으로 나타났다.

〈표 6〉 섀도우보팅과 재량적 발생액 분석결과_그룹별

$$EQ_k_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it} * HSV_{it} \text{ or } SV_{it} * LSV_{it}) + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 Growth_{it} + \beta_7 OCFS_{it} + \beta_8 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
Intercept	5.490***	3.84	0.000	5.536***	3.87	0.000
SV	**0.001**	**0.53**	**0.595**	**0.005****	**2.48**	**0.013**
SV×HSV	**0.012*****	**4.71**	**0.000**			
SV×LSV				**−0.003***	**−1.74**	**0.083**

〈표 6〉 섀도우보팅과 재량적 발생액 분석결과_그룹별 (계속)

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
SIZE	−0.003***	−9.74	0.000	−0.003***	−9.85	0.000
LEV	0.032***	6.29	0.000	0.032***	6.26	0.000
ROA	0.055***	4.06	0.000	0.054***	4.07	0.000
Growth	0.000***	11.01	0.000	0.000***	10.65	0.000
OCFS	0.011	0.56	0.579	0.010	0.48	0.633
Big4	−0.002	−1.32	0.189	−0.002	−1.47	0.142
YR	포함			포함		
ID	포함			포함		
N	6,726			6,726		
R^2	6.88%			6.52%		
F	41.49			38.30		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

나. 발생액의 CFO관련성에 따른 이익의 질 분석

이익의 질을 분석하기 위한 두 번째 모형은 Dechow and Dichev(2002)가 사용했던 모형으로 당기 운전자본 발생액과 영업활동으로 인한 현금흐름(CFO)을 회귀분석한 잔차의 절대값으로 발생액의 질을 측정하였는데, <표 7>은 그 분석결과를 보여주고 있다. SV의 회귀계수와 t값이 각각 0.011과 4.68로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 값을 나타냄으로써, 섀도우보팅을 이용한 기업은 발생액의 CFO관련성으로 알아본 이익의 질이 안 좋은 것으로 나타났다. Growth와 LEV는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고 SIZE는 1% 수준에서 유의한 음(−)의 값을 보여, 성장형 기업이고 부채가 많을수록 그리고 기업규모가 작을수록 발생액의 CFO관련성이 안 좋은 것으로 나타났다.

〈표 7〉 섀도우보팅과 운전자본 발생액의 CFO 관련성 분석결과

$$EQ_dd_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|
Intercept	3.324	1.19	0.233
SV	**0.011*** **	**4.68**	**0.000**
Growth	0.000***	12.00	0.000
SIZE	−0.007***	−9.08	0.000
ROA	−0.056	−1.19	0.233

〈표 7〉 섀도우보팅과 운전자본 발생액의 CFO 관련성 분석결과 (계속)

변수명	Coef.	t	P>|t|
LEV	0.064***	5.25	0.000
Big4	0.001	0.33	0.740
YR	포함		
ID	포함		
N	5,061		
R^2	21.81%		
F	62.97		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

<표 8>은 섀도우보팅 이용횟수별로 분류하여 회귀분석한 결과를 보여주는데, HSV는 양(+)의 방향으로 1% 수준에서 유의하게 0.019의 회귀계수와 4.37의 t값을 가진 반면, LSV는 −0.007의 회귀계수와 −2.11의 t값으로 음(−)의 방향으로 5% 수준의 유의적 결과를 보여, 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 운전자본 발생액의 CFO관련성으로 본 이익의 질이 더 안 좋은 것으로 나타났다.

〈표 8〉 섀도우보팅과 운전자본 발생액의 CFO 관련성 분석결과_그룹별

$$EQ_dd_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it} * HSV_{it} \text{ or } SV_{it} * LSV_{it}) + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
Intercept	3.214	1.16	0.247	3.282	1.18	0.239
SV	**0.007*** **	**3.23**	**0.001**	**0.013*** **	**4.67**	**0.000**
SV×HSV	**0.019*** **	**4.37**	**0.000**			
SV×LSV				**−0.007** **	**−2.11**	**0.035**
Growth	0.000***	12.48	0.000	0.000***	12.07	0.000
SIZE	−0.007***	−9.20	0.000	−0.007***	−9.11	0.000
ROA	−0.052	−1.13	0.258	−0.055	−1.17	0.243
LEV	0.065***	5.37	0.000	0.064***	5.30	0.000
Big4	0.001	0.60	0.547	0.001	0.42	0.673
YR	포함			포함		
ID	포함			포함		
N	5,061			5,061		
R^2	22.37%			21.91%		
F	60.76			57.61		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

<표 9>는 McNichols(2002)의 모형을 이용하여 이익의 질을 회귀분석한 결과를 보여주는데, 이 분석에서도 SV는 0.008의 회귀계수와 3.34의 t값으로 1%수준에서 양(+)의 방향으로 통계적 유의성을 가지며 Dechow and Dichev(2002)모형에서의 결과와 마찬가지로 새도우보팅을 이용하는 기업일수록 발생액의 CFO관련성으로 본 이익의 질이 더 낮다는 결과를 보여주고 있다. 통제변수인 Growth와 LEV는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보이고, SIZE는 1% 수준에서 유의한 음(−)의 값을 보여, 성장성이 있고 부채가 많으며 기업규모가 작은 기업일수록 발생액의 CFO관련성으로 측정한 이익의 질이 안 좋은 것으로 나타나 Dechow and Dichev(2002)모형과 일치된 결과를 보여준다.

〈표 9〉 섀도우보팅과 발생액의 CFO 관련성 분석결과(EQ_m)

$$EQ_m_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 Growth_{it} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|
Intercept	1.528	0.55	0.584
SV	**0.008*** **	**3.34**	**0.001**
Growth	0.000***	7.68	0.000
SIZE	−0.007***	−9.32	0.000
ROA	−0.047	−1.08	0.278
LEV	0.057***	5.66	0.000
Big4	0.001	0.41	0.682
YR	포함		
ID	포함		
N	5,061		
R^2	19.76%		
F	47.15		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

<표 10>은 섀도우보팅 이용횟수별로 분류하여 분석한 결과를 보여주는데, HSV는 0.020의 회귀계수로 4.66의 t값을 가져 1% 수준에서 양(+)의 방향으로 유의성을 보인 반면 LSV는 −0.006과 −2.09의 회귀계수와 t값으로 5% 수준에서 음(−)의 방향으로 유의하게 나와 섀도우

보팅을 자주 이용하는 기업일수록 발생액의 CFO관련성으로 본 이익의 질이 더 낮다는 결과를 보여준다.

〈표 10〉 섀도우보팅과 발생액의 CFO 관련성 분석결과(EQ_m)_그룹별

$$EQ_m_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it} * HSV_{it} \text{ or } SV_{it} * LSV_{it}) + \beta_3 Growth_{it} + \beta_4 SIZE_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 LEV_{it} + \beta_7 Big4_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
Intercept	1.415	0.51	0.610	1.489	0.53	0.594
SV	**0.004***	**1.79**	**0.073**	**0.010*****	**3.61**	**0.000**
SV×HSV	**0.020*****	**4.66**	**0.000**			
SV×LSV				**−0.006****	**−2.09**	**0.037**
Growth	0.000***	7.88	0.000	0.000***	7.70	0.000
SIZE	−0.007***	−9.43	0.000	−0.007***	−9.35	0.000
ROA	−0.043	−1.01	0.310	−0.046	−1.06	0.290
LEV	0.058***	5.83	0.000	0.057***	5.71	0.000
Big4	0.002	0.69	0.490	0.001	0.50	0.620
YR	포함			포함		
ID	포함			포함		
N	5,061			5,061		
R^2	20.37%			19.85%		
F	44.97			42.87		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

다. 이익지속성을 통한 이익의 질 분석

<표 11>은 Sloan(1996)모형을 이용하여 당기의 이익이 미래기간에도 그 지속성이 계속적으로 유지되는지 측정한 결과를 제시하는데, 당기이익의 차기이익에 대한 설명력은 0.218의 회귀계수와 4.37의 t값으로 1%수준에서 통계적으로 유의미한 설명력이 있음을 보여주고 있다. 섀도우보팅 이용기업(SV)의 차기이익에 대한 이익지속성 설명력은 −0.088의 회귀계수와 −1.71의 t값으로 10% 수준에서 음(−)의 방향으로 통계적으로 유의미한 값을 보이고 있어, 섀도우보팅을 이용한 기업들은 그렇지 않은 기업에 비해 당기이익의 차기이익에 대한 설명력을 낮추고 있음을 보여준다. SIZE와 Loss_d는 모두 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을 보여 기업규모가 크고 손실보다는 당기순이익을 기록한 기업일수록 이익지속성이 높은 것으로 나타났다.

〈표 11〉 섀도우보팅과 이익지속성 분석결과

$$E_{it+1} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 (SV_{it} * E_{it}) + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Big4_{it} + \beta_6 Loss_d_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|
Intercept	0.614	0.72	0.469
Et	**0.218*** **	**4.37**	**0.000**
SV×Et	**−0.088***	**−1.71**	**0.088**
SIZE	0.001***	5.92	0.000
LEV	0.002	0.62	0.536
Big4	0.001	1.62	0.106
Loss_d	0.021***	14.95	0.000
YR	포함		
ID	포함		
N	5,040		
R^2	27.90%		
F	121.62		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

<표 12>는 섀도우보팅 이용횟수별로 분류하여 회귀분석한 결과를 보여주는데, LSV는 유의적인 결과를 보이지 않는 반면 HSV는 0.078의 회귀계수와 1.86의 t값으로 10% 수준에서 양(+)의 방향으로 약하게 유의한 결과를 보였다. 이는 이익실현기업만을 측정대상으로 하고 연구대상기간이 짧다는 점 등이 영향을 준 것으로 보인다.

〈표 12〉 섀도우보팅과 이익지속성 분석결과_그룹별

$$E_{it+1} = \alpha + \beta_1 E_{it} + \beta_2 (HSV_{it} * E_{it} \text{ or } LSV_{it} * E_{it}) + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 Big4_{it} + \beta_6 Loss_d_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
Intercept	0.560	0.71	0.479	0.618	0.73	0.467
Et	**0.127*** **	**4.29**	**0.000**	**0.147*** **	**4.91**	**0.000**
HSV×Et	**0.078***	**1.86**	**0.063**			
LSV×Et				**−0.010**	**−0.19**	**0.847**
SIZE	0.001***	5.87	0.000	0.001***	5.94	0.000
LEV	0.000	0.06	0.952	0.009	0.38	0.704
Big4	0.001	1.50	0.134	0.001*	1.66	0.097
Loss_d	0.021***	15.50	0.000	0.022***	14.55	0.000

〈표 12〉 섀도우보팅과 이익지속성 분석결과_그룹별 (계속)

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
YR	포함			포함		
ID	포함			포함		
N	5,040			5,040		
R^2	27.87%			27.66%		
F	122.32			121.80		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

2. 섀도우보팅 이용기업과 조세회피 관련 분석결과

가. GAAP ETR을 이용한 조세회피 성향 분석

<표 13>은 GAAP ETR을 이용해서 표본이 되는 기업들의 조세회피수준을 측정하고 섀도우보팅 이용기업들의 조세회피 성향을 회귀분석한 결과를 보여주는데, SV의 회귀계수와 t값이 각각 −0.023과 −2.71로 음(−)의 방향으로 1% 수준에서 통계적으로 유의성을 보여 섀도우보팅을 이용한 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 조세회피에 있어서 더 적극적인 것으로 나타났다.

〈표 13〉 섀도우보팅과 조세회피 분석결과_GAAP ETR

$$TS_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 MTR_{it-1} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PPE_{it} + \beta_7 OCFS_{it} + \beta_8 OC_{it} + \beta_9 FSH_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|
Intercept	17.14**	2.12	0.034
SV	**−0.023*** **	**−2.71**	**0.007**
MTR	0.590***	9.19	0.000
LEV	−0.047***	−2.76	0.006
ROA	0.006	0.47	0.636
SIZE	0.051***	6.43	0.000
PPE	−0.067**	−2.03	0.043
OCFS	0.237***	5.50	0.000
OC	−0.023**	−2.46	0.014
FSH	0.000	1.54	0.125
YR	포함		
ID	포함		
N	5,772		
R^2	5.51%		
F	36.83		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

통제변수인 MTR, SIZE, OCFS는 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을, LEV는 1% 수준에서, PPE와 OC는 5% 수준에서 유의한 음(−)의 값을 보여 한계세율이 낮고, 기업규모가 작으며, 영업현금흐름이 안 좋은 기업일수록, 그리고 부채가 많고 감가상각대상자산이 많으며 소유주경영기업인 기업일수록 조세회피에 적극적인 것으로 나타났다.

<표 14>는 섀도우보팅 이용횟수별로 분류하여 회귀분석한 결과를 제시하는데, LSV는 통계적으로 유의하지 않았지만 HSV의 회귀계수와 t값이 각각 −0.030과 −2.08로 5% 수준에서 유의한 음(−)의 값을 보여 섀도우보팅을 자주 이용한 기업일수록 조세회피에 적극적이라는 결과로 나타났다.

〈표 14〉 섀도우보팅과 조세회피 분석결과_GAAP ETR_그룹별

$$TS_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it} * HSV_{it} \text{ or } SV_{it} * LSV_{it}) + \beta_3 MTR_{it-1} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 PPE_{it} + \beta_8 OCFS_{it} + \beta_9 OC_{it} + \beta_{10} FSH_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
Intercept	17.17**	2.13	0.033	17.17**	2.13	0.033
SV	**−0.018****	**−2.01**	**0.045**	**−0.025*****	**−2.65**	**0.008**
SV×HSV	**−0.030****	**−2.08**	**0.037**			
SV×LSV				**0.006**	**0.54**	**0.592**
MTR	0.587***	9.10	0.000	0.590***	9.18	0.000
LEV	−0.046***	−2.70	0.007	−0.047***	−2.76	0.006
ROA	0.005	0.44	0.661	0.006	0.46	0.642
SIZE	0.050***	6.38	0.000	0.051***	6.43	0.000
PPE	−0.070**	−2.12	0.034	−0.067**	−2.02	0.044
OCFS	0.237***	5.49	0.000	0.237***	5.50	0.000
OC	−0.023**	−2.46	0.014	−0.024**	−2.49	0.013
FSH	0.000*	1.67	0.095	0.000	1.53	0.126
YR	포함			포함		
ID	포함			포함		
N	5,772			5,772		
R^2	5.58%			5.51%		
F	34.30			33.78		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

나. Cash ETR을 이용한 조세회피 성향 분석

<표 15>는 Cash ETR을 이용해서 조세회피수준을 산정하고 섀도우보팅 이용기업들의 조세회피 성향을 분석한 결과를 제시하는데, 관심변수인 SV의 회귀계수가 −0.020으로 음(−)의 방향으로 나타나 조세회피성향을 보였으나 t값(−1.39)이 통계적으로 유의성을 보이지 않아, 섀도우보팅을 이용한 기업이라고 해서 특이한 조세회피성향을 보이지는 않았다. 통제변수인 MTR은 1% 수준에서 유의한 양(+)의 값을, SIZE와 PPE는 1% 수준에서, OC는 10% 수준에서 유의한 음(−)의 값을 보여 한계세율이 낮고, 기업규모가 클수록, 그리고 감가상각대상자산이 많고, 소유주경영기업일수록 조세회피에 적극적인 것으로 나타났다.

〈표 15〉 섀도우보팅과 조세회피 분석결과_Cash ETR

$$TS_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 MTR_{it-1} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PPE_{it} + \beta_7 OCFS_{it} + \beta_8 OC_{it} + \beta_9 FSH_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|
Intercept	5.479	0.39	0.696
SV	**−0.020**	**−1.39**	**0.166**
MTR	2.321***	20.96	0.000
LEV	−0.011	−0.40	0.691
ROA	0.008	0.53	0.593
SIZE	−0.040***	−2.79	0.005
PPE	−0.189***	−3.68	0.000
OCFS	0.058	0.88	0.378
OC	−0.026*	−1.71	0.087
FSH	0.001	1.18	0.237
YR	포함		
ID	포함		
N	5,772		
R^2	11.61%		
F	55.13		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

<표 16>은 섀도우보팅 이용횟수별로 분류하여 분석한 결과를 보여부는데, HSV는 통계적으로 유의미한 값을 보이지 않은 반면 LSV는 −0.034의 회귀계수와 −1.83의 t값으로 10% 수준에

서 약하게나마 통계적으로 유의성을 보여 섀도우보팅을 적게 이용한 그룹에서 조세회피 성향을 보였다. 이러한 결과는 Cash ETR 측정 대상기간의 단기성으로 인해, 시차상의 문제로 발생한 편의일 수 있다.

〈표 16〉 섀도우보팅과 조세회피 분석결과_Cash ETR_그룹별

$$TS_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it} * HSV_{it} \text{ or } SV_{it} * LSV_{it}) + \beta_3 MTR_{it-1} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 PPE_{it} + \beta_8 OCFS_{it} + \beta_9 OC_{it} + \beta_{10} FSH_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
Intercept	5.453	0.39	0.697	5.317	0.38	0.704
SV	**−0.024**	**−1.63**	**0.103**	**−0.007**	**−0.45**	**0.653**
SV×HSV	**0.026**	**1.22**	**0.223**			
SV×LSV				**−0.034***	**−1.83**	**0.068**
MTR	2.325***	20.93	0.000	2.323***	20.97	0.000
LEV	−0.012	−0.44	0.663	−0.011	−0.40	0.686
ROA	0.009	0.56	0.578	0.009	0.56	0.574
SIZE	−0.039***	−2.76	0.006	−0.040***	−2.81	0.005
PPE	−0.186***	−3.61	0.000	−0.191***	−3.71	0.000
OCFS	0.059	0.89	0.373	0.059	0.90	0.369
OC	−0.026*	−1.71	0.087	−0.024	−1.63	0.104
FSH	0.001	1.13	0.261	0.001	1.19	0.233
YR	포함			포함		
ID	포함			포함		
N	5,772			5,772		
R^2	11.63%			11.67%		
F	50.88			50.54		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

다. BTD를 이용한 조세회피 성향 분석

<표 17>은 Desai and Dharmapala(2006)의 측정모형을 사용하여 섀도우보팅 이용기업들의 조세회피 성향을 분석한 결과를 보여주는데, SV의 t값이 양(+)의 방향으로 1.05로서 조세회피성

향은 보였지만 통계적으로 유의하지 않아 섀도우보팅을 이용한 기업이라고 해서 조세회피 성향에 특이사항을 발견할 수 없었다. 통제변수인 LEV, ROA, SIZE, PPE, OCFS는 1% 수준에서 유의적인 양(+)의 값을, 그리고 MTR, FSH는 1% 수준에서 유의적인 음(−)의 값을 보여, 부채가 많고, 영업성과가 좋으며, 기업규모가 크고 감가상각대상자산이 많고, 영업현금흐름이 좋은 기업일수록, 그리고 한계세율이 낮고, 외국인소유비율이 적은 기업일수록 조세회피에 적극적인 것으로 나타났다.

〈표 17〉 섀도우보팅과 조세회피 분석결과_DD−BTD

$$TS_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 MTR_{it-1} + \beta_3 LEV_{it} + \beta_4 ROA_{it} + \beta_5 SIZE_{it} + \beta_6 PPE_{it} + \beta_7 OCFS_{it} + \beta_8 OC_{it} + \beta_9 FSH_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|
Intercept	−7.161***	−3.34	0.001
SV	**0.003**	**1.05**	**0.295**
MTR	−0.316***	−22.66	0.000
LEV	0.048***	2.79	0.005
ROA	0.686***	8.03	0.000
SIZE	0.011***	3.81	0.000
PPE	0.052***	4.42	0.000
OCFS	0.323***	5.37	0.000
OC	−0.003	−0.99	0.321
FSH	−0.001***	−6.55	0.000
YR	포함		
ID	포함		
N	5,772		
R^2	86.32%		
F	154.19		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

<표 18>은 섀도우보팅 이용횟수별로 분류하여 분석한 결과를 보여주는데, HSV는 0.011의 회귀계수로 1% 수준에서 통계적으로 유의한 양(+)의 t값(3.12)을 보인 반면에 LSV는 −0.009의 회귀계수로 음(−)의 방향으로 1% 수준에서 유의적인 t값(−2.96)을 나타냄으로써 BTD와 총발생액을 회귀분석한 잔차항으로 조세회피수준을 측정하여 섀도우보팅 이용빈도에 따른 조세회피

성향을 분석한 결과에서도 앞의 GAAP ETR을 이용한 분석과 마찬가지로 섀도우보팅을 자주 이용한 기업일수록 조세회피에 적극적인 것으로 나타났다. 다만, 섀도우보팅을 자주 이용하지 않은 기업은 오히려 조세회피에 소극적이라는 결과로 나타났다.

〈표 18〉 섀도우보팅과 조세회피 분석결과_DD−BTD_그룹별

$$TS_{it} = \alpha + \beta_1 SV_{it} + \beta_2 (SV_{it} * HSV_{it} \text{ or } SV_{it} * LSV_{it}) + \beta_3 MTR_{it-1} + \beta_4 LEV_{it} + \beta_5 ROA_{it} + \beta_6 SIZE_{it} + \beta_7 PPE_{it} + \beta_8 OCFS_{it} + \beta_9 OC_{it} + \beta_{10} FSH_{it} + \sum YR_{it} + \sum ID_{it} + \epsilon_{it}$$

변수명	Coef.	t	P>|t|	Coef.	t	P>|t|
Intercept	−7.172***	−3.34	0.001	−7.204***	−3.35	0.001
SV	**0.001**	**0.33**	**0.744**	**0.006****	**2.22**	**0.027**
SV×HSV	**0.011*****	**3.12**	**0.002**			
SV×LSV				**−0.009*****	**−2.96**	**0.003**
MTR	−0.315***	−22.59	0.000	−0.316***	−22.62	0.000
LEV	0.048***	2.78	0.005	0.048***	2.79	0.005
ROA	0.686***	8.05	0.000	0.686***	8.05	0.000
SIZE	0.011***	3.90	0.000	0.011***	3.76	0.000
PPE	0.053***	4.50	0.000	0.052***	4.39	0.000
OCFS	0.323***	5.38	0.000	0.323***	5.38	0.000
OC	−0.003	−1.00	0.319	−0.002	−0.87	0.383
FSH	−0.001***	−6.65	0.000	−0.001***	−6.64	0.000
YR	포함			포함		
ID	포함			포함		
N	5,772			5,772		
R^2	86.34%			86.34%		
F	143.22			141.00		

1) ***, **, *는 통계적 유의수준 1%, 5% 및 10%에서 유의함을 나타냄(양측검증)
2) 변수의 정의는 앞에서의 설명과 동일

Ⅴ. 결 론

소유가 잘 분산된 기업일수록 주주들을 주주총회에 참석하도록 유도하기가 어렵고 그로 인한 비용부담 등의 현실적인 문제로 인해 주주총회 성립 자체가 곤란한 기업의 어려움을 보완하기 위해 도입된 섀도우보팅 제도가 주주총회를 무력화 시키고 대주주의 경영권 강화수단으로 악용되어 기업의 불투명성을 야기한다는 비판이 제기되어 폐지될 위기에서 논란 끝에 다시 유예기간을 두고 폐지 결정이 유보되었다. 따라서 본 연구는 섀도우보팅 이용기업들의 이익의 질과 조세회피 성향 분석을 통해 기업투명성을 검증해 보고자 하였다.

연구표본은 2011년부터 2014년까지 한국거래소 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중 금융업을 영위하는 기업을 제외한 12월 결산기업을 표본으로 하였다. 동 기업들을 연구기간 동안 섀도우보팅을 이용한 기업과 그렇지 않은 기업으로 분류하여 섀도우보팅 이용여부에 따라 이익의 질과 조세회피성향에 차이를 보이는지 분석하였으며 또한 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 기업투명성에 차이를 보이는지를 보기 위해 이용횟수에 따른 분석을 실시하였다.

이익의 질에 대한 분석은 재량적 발생액을 통한 발생액의 질 측정, 발생액의 현금전환 가능성 분석, 그리고 당기이익의 차기이익에 대한 설명력으로 본 이익지속성 분석 등의 방법으로 진행하였고, 조세회피 성향에 대한 분석은 조세회피수준의 측정이 중요한데, GAAP ETR, Cash ETR과 같은 유효법인세율을 이용한 방법, 그리고 BTD와 총 발생액의 회귀분석 잔차를 이용(Desai and Dharmapala. 2006)하는 방법 등의 세 가지 조세회피수준 측정법을 사용하여 진행하였다.

먼저 이익의 질에 대한 연구결과를 보면, 첫째, 발생액의 질과 관련한 분석에서는 섀도우보팅 이용여부와 재량적 발생액 사이에 유의한 양(+)의 관계가 발견되어 섀도우보팅을 이용한 기업이 섀도우보팅을 이용하지 않은 기업에 비해 재량적 발생액이 큰 것으로 나타났고, 또한 섀도우보팅을 자주 이용한 기업일수록 재량적 발생액이 더 큰 것으로 나타났다. 둘째, 발생액의 현금전환 가능성 분석과 관련해서는 Dechow and Dichev(2002)와 McNichols(2002)의 두 가지 모형을 이용했는데 두 모형 모두에서 섀도우보팅 이용기업들의 발생액 현금전환 가능성이 섀도우보팅을 이용하지 않은 기업들에 비해 더 낮은 것으로 나타났다. 또한 섀도우보팅을 자주 이용한 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 유의하게 더 낮은 경향을 보였다. 셋째, 이익지속성 분석과 관련해서는 섀도우보팅을 이용한 기업의 차기이익에 대한 설명력이 떨어지는 것으로 나타났으나, 이용빈도별 분석에서는 약하게나마 섀도우보팅을 자주 이용한 기업의 설명력이 그렇지 않은 기업에 비해 높은 것으로 나타났다.

이처럼 이익의 질과 관련한 분석에서는 섀도우보팅을 이용한 기업이 섀도우보팅을 이용하지 않은 기업에 비해 이익의 질이 떨어지는 것으로 나타났고, 또한 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 대체적으로 이익의 질이 안 좋은 결과를 보였다.

한편, 섀도우보팅 이용기업의 조세회피 성향과 관련된 분석결과를 보면 첫째, GAAP ETR로

조세회피수준을 측정한 분석에서는 섀도우보팅을 이용한 기업들이 그렇지 않은 기업들에 비해 조세회피에 더 적극적인 것으로 나타났으며, 이러한 경향은 섀도우보팅을 자주 이용하는 기업에서 더 강한 것으로 나타났다. 둘째, Cash ETR을 이용하여 조세회피수준을 측정한 분석에서는, 섀도우보팅 이용여부와 조세회피 성향은 통계적으로 유의미한 차이를 보이지 않았지만 이용빈도에 따른 그룹별 분석에서 연구기간동안 섀도우보팅을 적게 이용한 그룹이 약하게나마 조세회피 성향을 보이는 것으로 나타났다. 셋째, BTD와 총 발생액을 회귀분석한 잔차를 조세회피수준으로 보는 분석에서는 섀도우보팅을 이용한 기업이 조세회피 성향을 보이기는 했으나 통계적으로 유의성을 갖지는 못했다. 하지만, 이용빈도에 따른 그룹별 분석에서는 섀도우보팅 이용빈도가 적은 기업은 조세회피에 소극적인 반면, 섀도우보팅을 자주 이용한 기업은 조세회피에 적극적인 성향을 보인 것으로 나타났다.

이처럼 섀도우보팅 이용기업의 조세회피성향과 관련된 분석에서는 조세회피수준의 측정방법에 따라 다소 차이를 보이기는 했지만 대체적으로 섀도우보팅을 자주 이용한 기업일수록 그렇지 않은 기업에 비해 조세회피에 적극적이라는 실증결과를 보였다.

이러한 연구결과는 섀도우보팅제도의 폐지와 존치에 대한 논란이 계속되고 있는 상황에서 정책당국이나 자본시장 참가자들에게 시사하는 바가 클 것으로 생각된다.

하지만, 본 연구는 연구대상기간이 3~4년으로 짧고 연구에 사용된 표본 추출에서의 오류 발생 가능성을 배제할 수 없다는 점 등에서 연구결과에 편의가 발생할 수 있다. 또한, 조세회피수준을 측정하는 과정에서의 오차 발생 가능성의 문제, 조세회피가 반드시 비윤리적인가에 대한 논란이 제기될 수도 있다는 점에서 연구결과에 대한 해석에 주의가 요구된다.

참고문헌

강수진 · 김숙연. 2013. “기업의 사회적 책임이 기업 가치에 미치는 영향 : 식물이물사고를 중심으로”, 사회적기업과 정책연구 제3권 제1호 : 1－26.

강정연. 2012. “조세회피와 기업투명성”, 한국회계학회 학술대회 논문집 2012년 06월 하계권 제1호.

고성삼 · 박상섭. 2011. “세무조사전후의 조세회피차이에 관한 연구”, 세무학연구 제28권 제2호 : 41－65.

고윤성 · 김지홍 · 최원욱. 2007. “조세회피와 기업특성 및 기업 가치에 관한 연구”, 세무학연구 제24권 제4호 : 9－40.

기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”, 세무학연구 제29권 제2호 : 107－136.

김선화 · 정용기. 2013. “기업의 사회적 책임활동과 실제이익조정”, 세무와 회계저널 제14권 제6호 : 227－259.

김용성 · 이윤상. 2011. “기업의 지속가능 세부지수와 이익조정의 관련성에 관한 연구”, 한국국제회계학회 추계국제학술발표논문집 : 573－588.

김정호 · 김정교. 2013. “기업의 장기적인 조세회피 예측변수로서 유효세율의 평가 및 결정요인에 관한 연구”, 회계저널 제22권 제1호 : 1－40.

김진회 · 정재욱. 2006. “기업의 재무적 특성이 조세회피행위에 미치는 영향”, 세무학연구 제23권 제4호 : 97－123.

노현섭. 2013. “실증세무회계연구”, 피앤씨미디어.

박종국 · 홍영은. 2009. “조세회피와 외국인 지분율”, 세무학연구 제26권 제1호 : 105－135.

손언승 · 양동훈 · 이상철 · 김갑순. 2012. “기업지배구조가 조세절감활동과 기업 가치의 관련성에 미치는 영향에 대한 연구”, 세무와 회계저널 제13권 제3호 : 385－419.

송길성 · 윤성수 · 이광숙. 2014. “기업요청 중립투표와 이익의 질”, 회계저널 제23권 제4호 : 155－203.

이진수 · 라기례 · 김정교. 2010. “우리나라 기업의 이익관리유형과 기업지배구조의 영향”, 국제회계연구 제31집 : 311－342.

이학선 · 최기호 · 최보람. 2014. “조세회피에 발생액이 미치는 영향”, 회계저널 제23권 제6호 : 119－146.

최종범. 2010. “Shadow Voting 제도의 허실”, 기업지배구조 리뷰 Vol.50.

한국상장회사협의회. 연구보고서 2014－1. “섀도우보팅 폐지가 상장기업의 의결권 행사에 미치는 영향 및 개선과제” : 15－24.

한국예탁결제원. 2014.『증권예탁결제제도』

Chen, Y., S. Huang, R. Pereira and J. Wang. 2011. “Corporate tax avoidance and firm opacity”

Working paper, University of Missour.

Dechow P. and Dichev I., 2002. “The Quality of Accruals and Earnings : The Role of Accrual Estimation Errors.” *The Accounting Review* Vol.77 : 35－59.

Dechow, P. and C. Schrand. 2004. “Earnings Quality”, Research Foundation of CFA Institute

Desai, M. A. and Dharmapala, D., 2006. “Corporate Tax Avoidance and High－powered Incentives”, *Journal of Financial Economics* 79 : 145－179.

Francis, J., R. LaFond, P. Olsson, and K. Schipper. 2004. “Cost of Equity and Earnings Attributes”, *The Accounting Review* 79 : 967－1010.

Kothari, S. P, A. Leone, and C. Wasley. 2005. “Performance matched discretionary accrual measures”, *Journal of Accounting and Economics* 39 : 163－197.

McNichols M. F., 2002. “Discussion of the quality of accruals and earnings : the role of accrual estimation errors”. *The Accounting Review* 7 (Supplement) : 61－69.

Mills L. F., 1998. “Book－Tax Differences and Internal Revenue Service Adjustments”, *Journal of Accounting Research* Vol. 36, No. 2 (Autumn, 1998) : 343－356.

Penman S., 2001. “Financial Statement Analysis and Security Valuation”, third edition, McGraw Hill.

Sloan R., 1996. “Do Stock Prices Fully Reflect Information in Accruals and Cash Flows about Future Earnings?” *The Accounting Review* 71 : 289－315.

Earnings Quality and Tax Avoidance of Companies Using Shadow Voting

Lee Hae-Seong* · Kim Kap-Soon**

〈Abstract〉

This paper examined transparency of companies using Shadow Voting through analyzing association between earnings quality, tax avoidance propensity.

Research samples are companies with a December fiscal year end, listed on KRX, except for financial institutions, from 2011 to 2014.

It analyzes the differences between earnings quality and tax avoidance propensity according to using SV after classifying companies into whether they use SV or not. And, it also analyzes the number of using that system in order to find if the more company use SV, the clearer transparency of the company is.

For examining earnings quality, it proceeds with measuring quality of accruals through discretionary accruals, analyzing possibility of diverting from accruals to cash, and investigating persistency of earnings through an explanatory power of this term's earnings toward next year's one. In the analysis of tax avoidance propensity, this paper proceeds research with three methods of measuring levels of tax avoidance. one is a method using effective tax rate, like GAAP ETR, Cash ETR, the other is a method(Desai and Dharmapala 2006) using residual of regression analysis of between BTD and total accruals.

In the analysis of earnings quality, the companies using SV appear to be lower than companies not using it. And we can conclude that the more companies use SV, the lower, generally, the earnings quality is.

Meanwhile, looking into the result of analysis related to tax avoidance propensity of companies using SV, though the results show some differences by each methods of measuring of levels of tax avoidance, we can see that the more companies use SV, the more aggressive about tax avoidance they are.

So, this research result is thought to have great implications for policy makers or stakeholders in the capital market amid controversy about whether abrogating SV or not.

〈Key words〉 Shadow Voting, transparency of companies, earnings quality, tax avoidance

* Team head, Korea Securities Depository, hally8@hanmail.net, First Author

** Professor, Dongguk University, Business School, kks@dongguk.edu, Corresponding Author