

기업지배구조와 이익의 질이 지속적인 세무전략에 미치는 영향*

신상이** · 박종일***

〈요 약〉

본 연구는 지속적인 세무전략의 기업의 지배구조가 우수한지, 또한 높은 이익의 질과 관련이 있는지, 그리고 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 우수한 지배구조에 따라 더 강화되는지를 실증적으로 규명하는데 있다. 선행연구는 현금유효세율의 변동성을 낮추는 지속적인 세무전략의 기업이 이익지속성이 높고, 투자자 측면에서 가격결정에 반영되며(McGuire et al. 2013), 또한 더 투명한 정보환경에 있다고 주장한다(Neuman et al. 2013). 따라서 본 연구는 선행 연구의 연장선상에서 앞서의 주제를 중심으로 살펴본다. 분석을 위해 지속적인 세무전략의 측정은 McGuire et al.(2013)의 방법을 준용하여 과거 3년간의 Cash(GAAP) ETR의 변이계수로 측정하고, 지배구조는 한국기업지배구조원(KCGS)의 ESG 등급을 이용하였으며, 이익의 질은 전규안·박종일(2019)의 방법을 준용하여 DA와 RM에 기초한 과거 3년간 자료로 측정되었다. 분석기간 2011년부터 2019년까지 상장기업을 대상으로 최종표본은 3,380개 기업-연도 자료이다.

실증결과는 첫째, ESG로 측정된 지배구조는 지속적인 세무전략과 유의한 관계가 나타나지 않았다. 이는 앞서 선행연구의 주장과는 다른 실증적 증거이다(Neuman et al. 2013). 둘째, 높은 이익의 질은 지속적인 세무전략과 양(+)의 관계로 나타났다. 셋째, 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 우수한 지배구조에 따라 더 강화된다는 결과는 제한적 증거만이 관찰되었다.

이상을 요약하면, 본 연구는 지배구조의 영향보다 투명한 재무보고인 높은 이익의 질이 지속적인 세무전략에 더 중요한 결정요인임을 보여주었다는 데 의의가 있다. 이러한 본 연구의 발견은 지속적인 세무전략을 다룬 관련연구에도 추가적인 새로운 증거를 제공한다. 아울러 본 연구는 KCGS의 ESG 등급과 지속적인 세무전략의 관계를 처음으로 분석한 연구라는 점도 의미가 있다.

〈주제어〉 지속적인 세무전략, 기업지배구조, 높은 이익의 질, 불투명한 재무보고

* 이 연구는 한국세무학회 2020년 추계 신진연구자 연구지원사업 공모 논문임.

** 전북대학교 회계학과 강사, ssyend@naver.com, 주저자

*** 충북대학교 경영학부 교수, parkjil@chungbuk.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구의 목적은 기업지배구조가 기업의 지속적인 세무전략에 어떤 영향을 주는지, 또한 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 있는지, 그리고 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 있다면 우수한 기업지배구조일 때 더 강화되는지에 대한 의문을 실증적으로 규명하는데 있다.

세무분야의 실증적 연구들은 그동안 주로 법인세를 최소화하는 조세회피 세무전략과 관련된 주제를 중심으로 분석한 경우가 많았다. 이는 기업의 조세회피활동이 세후순이익과 현금흐름을 증가시킨다는 점에서 학계뿐만 아니라 실무계에서도 관심을 보여 왔던 주제라고 할 수 있다. 그러나 Shackelford and Shevlin(2001)과 Scholes et al.(2008)은 기업에서의 효과적인 세무전략(effective tax strategies)은 단지 법인세만을 최소화하는데 있다고 보기보다 세부담의 경감에 따른 효익 및 그로 인한 비세금비용까지 모두 고려한 기업가치의 극대화나 세후수익률의 극대화가 될 때 그 효과성이 있다고 주장한다. 이러한 관점에서 보면, 조세회피의 세무전략이 단순히 법인세부담 수준을 낮추는데 있다면, 효과적인 세무전략의 결과라고 보기는 어렵다. 특히 기업의 조세회피행위는 대리인비용을 발생시킨다. 즉 조세회피는 그로 인해 현금흐름을 보다 증가시키지만 정보비대칭 상황에서 경영자는 자신의 효익을 위한 사적편익추구로 유용할 수 있다. 이러한 측면에서 조세회피를 다룬 최근 몇 년간의 실증적 연구들은 기업의 조세회피행위에 대한 시장반응이 부정적인 효과가 있음을 제시한 결과들이 늘고 있다.¹⁾ 이와 달리, 최근 들어 McGuire et al.(2013)의 연구에서 제안된 지속적인 세무전략의 경우는 앞서의 조세회피와는 다른 특성을 보여주고 있다. 조세회피 전략이 유효세율 수준을 낮추는데 초점이 있는 세무전략이라면, 지속적인 세무전략은 이러한 법인세최소화에 초점이 있기보다는 시계열적으로 시간경과에 따라 유효세율의 변동성을 낮추는데 그 초점을 둔 세무전략이다(McGuire et al. 2013)²⁾. 즉 전자인 조세회피는 유효세율 수준(level)을 낮추는데 경영자의 관심이 있는 반면에, 후자인 지속적인 세무전략은 경영자가 유효세율의 변동성(volatility)을 시계열적으로 낮게 유지하는데 초점이 있다.

-
- 1) 예를 들어, 조세피난처(tax shelter)거래가 적발된 기업의 뉴스는 주식시장에 부정적인 영향을 주고(Hanlon and Slemrod 2009), 기업의 조세회피 수준이 클수록 차기의 추가폭락 가능성이 높으며(Kim et al. 2011), 채권자 측면에서도 불리하게 타인자본비용을 증가시키고(Shevlin et al. 2013 ; Hasan et al. 2014 ; 김은주 · 조용언 2012 ; 박종일 · 김수인 2019), 또한 조세회피에 적극적인 기업은 회사채 신용등급이 낮고(박종일 · 지승민 2016a), 감사인의 감사위험 역시 증가시킨다는 실증적 증거가 보고되었다(Donohoe and Knechel 2014 ; 심충진 2009 ; 박종일 · 지승민 2016b). 또한 선행연구들은 기업이 조세회피에 적극적일수록 재무분석가들이 발표하는 이익예측의 정확성은 낮아지고(Balakrishnan et al. 2019 ; 박종일 외 2016), 발생액의 질이 낮으며, 기업투명성과는 음(-)의 관계가 있음을 보고한 바 있다(Balakrishnan et al. 2019).
 - 2) McGuire et al.(2013)은 지속적인 세무전략(sustainable tax strategies)을 시간의 경과에도 유효세율의 범위가 좁은 구간으로 유지되는 전략으로 정의하였다.

이와 같이 시계열적으로 과거의 유효세율에 대한 변동성을 일관되게 관리하여 유지하는 세무 전략은 투자자 측면에서도 기업의 미래 세 부담 정도나 Cash ETR(effective tax rates)을 예상할 때 보다 수월하게 해준다는 점에서 외부정보이용자들에게 기업의 미래 Cash ETR의 예측에 신뢰할만한 지표(credible indicator)를 제공해 줄 수 있다. 또한 조세회피의 결과와 달리, 지속적인 세무전략을 분석한 그동안의 선행연구들은 지속적인 세무전략의 기업일수록 시장에 긍정적인 영향이 있음을 보고한 바 있다. 예를 들어, 선행연구들은 지속적인 세무전략의 기업일수록 이익지속성이 높고, 또한 지속적인 세무전략의 정보가 투자자들의 가격결정에 정확하게 반영되며(McGuire et al. 2013 ; 김우영 · 마희영 2018), 지속적인 세무전략의 기업이 더 투명한 정보환경에 있고(Neuman et al. 2013 ; 박종국 외 2015), 지속적인 세무전략과 법인세최소화의 세무전략을 수행하는 기업 간에 기업특성뿐 아니라 감사인 특성에서도 차이가 있으며, 지속적인 세무전략은 투자자 측면에서 긍정적인 영향을 준다는 결과가 보고되었다(Neuman 2016). 또한 지속적인 세무전략의 기업은 정보비대칭 및 자본비용이 낮고(박종일 2019), 신용평가기관 측면에서도 신용위험을 낮추는 신호를 제공하여 기업신용등급에 긍정적인 영향을 주며(신상이 · 박종일 2019), 미래 기업의 재무성과 및 기업가치를 높이는 역할을 한다(박종일 · 신상이 2020). 이처럼 지속적인 세무전략의 선행연구들은 지속적인 세무전략을 수행하는 기업일수록 시장에 긍정적인 반응을 보일 뿐만 아니라, 기업의 미래 재무성과 또는 미래의 기업가치에도 긍정적인 영향을 초래한다는 결과를 보여주고 있다. 이는 조세회피 전략과 비교하면 지속적인 세무전략의 경우가 앞서 효과적인 세무전략에 대해 논의했던 Shackelford and Shevlin(2001)과 Scholes et al.(2008)의 주장에 보다 더 부합되는 증거를 제공한다.

그동안의 지속적인 세무전략을 살펴본 이전 연구들의 경우 주로 이익지속성(McGuire et al. 2013 ; 김우영 · 마희영 2018), 기업성과 측면의 기업투명성(Neuman et al. 2013)이나 시장반응을 이용한 회계투명성(박종국 외 2015), 또는 조세회피와 비교된 지속적인 세무전략의 특성(Neuman 2016)이나 지속적인 세무전략에 대한 시장반응과 관련된 연구들(McGuire et al. 2013 ; Neuman 2016 ; 박종일 2019 ; 신상이 · 박종일 2019) 그리고 미래의 기업성과 및 기업가치(박종일 · 신상이 2020)에 대한 연구가 주를 이루었다. 하지만 지속적인 세무전략에 영향을 줄 수 있는 기업지배구조의 측면이나 이익의 질과의 관계를 직접적으로 살펴본 선행연구는 아직까지 거의 전무하다. 즉 그동안의 지속적인 세무전략에 대해 알아본 연구들은 주로 지속적인 세무전략과 이익지속성과의 관계나 지속적인 세무전략이 정보이용자 관점에서 시장반응에 미치는 결과(consequence) 측면의 효과를 다루었다. 이와 달리, 본 연구는 지속적인 세무전략에 영향을 줄 수 있는 원인(cause) 측면에 해당되는, 즉 결정요인(determinant) 중 하나로 기업지배구조(corporate governance) 또는 기업지배구조에 의해 결정되는 이익의 질(earnings quality)과 지속적인 세무전략의 관계를 중심으로 살펴본다는 점에서 선행연구와 비교하여 차별성이 있는 주제를 다루고자 한다.

이러한 측면의 분석은 그동안의 지속적인 세무전략을 다룬 선행연구들의 결과에서 지속적인 세무전략의 기업의 시장반응이 긍정적인 효과가 있음을 보여주고는 있으나, 그 원인이 우수한 기업지배구조³⁾에 기인한 것인지 또는 높은 이익의 질에 기인된 것인지와 관련해서는 아직까지 명확한 실증적 증거가 부재한 실정이다. 특히 Neuman et al.(2013)은 지속적으로 세무전략을 수행하는 기업이 더 투명한 정보환경에 있고 기업투명성이 높다고 주장하지만, 이 연구는 이를 알아보는데 있어 단지 기업성과 측면의 분석만을 다루고 있어 한계가 있을 수 있다. 그러한 점에서 본 논문에서는 전술한 앞서와 같은 해당 주제와 관련하여 관련연구에서 연구가 부족했던 측면을 보충하고 보완하기 위하여 지속적인 세무전략을 수행하는 기업이 우수한 지배구조에 기인한 것인지, 또는 높은 이익의 질과 관련이 있는지, 그리고 이들 모두에 기인한 것인지에 관한 탐구를 수행하고자 한다. 따라서 본 연구는 다음의 세 가지 측면의 가설을 검증한다. 구체적으로, 가설 1의 경우 우수한 기업지배구조는 지속적인 세무전략에 긍정적인 영향을 주는지, 가설 2의 경우 높은 이익의 질의 기업은 지속적인 세무전략과 양(+)의 관계가 있는지, 그리고 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략에 양(+)의 관계가 우수한 기업지배구조의 기업일 때 더 강화되는지에 관한 실증적 의문(empirical question)을 중심으로 알아보하고자 한다.

이를 위해, 본 연구는 종속변수인 지속적인 세무전략을 McGuire et al.(2013)의 방법을 준용하여 Cash(GAAP) ETR의 변이계수(예로, 과거 3년간 또는 5년간의 연도별 Cash(GAAP) ETR의 표준편차를 다시 동기간의 Cash(GAAP) ETR의 평균에 절대값을 취한 값으로 나누어 측정)로 측정하고, 이익의 질 측정치는 전규안·박종일(2019)에서 이용된 바 있는 DA(재량적 발생액)와 RM(실제 이익조정)에 기초하여 계산된 과거 3년간의 OPAQUE1~OPAQUE4의 네 가지 측정치를 이용한다. 그리고 최근의 기업지배구조를 다룬 국내 연구들은 한국기업지배구조원(이하 KCGS)에서 제공되는 기업지배구조 자료를 기업지배구조의 대용치로 이용한 연구들이 있다. 구체적으로, KCGS는 높은 투명성과 전문성을 토대로 2003년부터 기업지배구조(corporate governance) 평가를 실시해 왔으며, 2011년부터는 사회책임(social)과 환경경영(environmental)이 포함된 ESG(environmental, social, and governance) 평가를 통해 매년 국내 상장회사의 지속가능경영 수준을 평가하고 있다. KCGS에서 ESG에 대한 평가는 상장회사의 지속가능경영 수준을 점검하여 개선에 활용할 수 있도록 지원하는 것을 목적으로 하고 있다. 따라서 본 연구는 이러한 ESG 평가등급을 기업지배구조의 대용치(proxy)로 사용한다.⁴⁾ 예를 들어, 한국기업지배구조원의 ESG 평가

3) 기업지배구조는 이사회, 감사위원회, 외부감사인, 기관투자자 및 외국인투자자를 통해 효율적인 감시기능을 수행하고, 이러한 기능을 통해 기업과 외부이해관계자와의 정보불균형을 완화하여 정보환경을 개선하며, 효율적인 감시주체로서 기업지배구조는 기업가치 제고에도 중요한 역할을 수행한다(Barclay and Holderness 1989 ; Rezaee 2002 ; 안윤영 외 2005).

4) 본 연구는 KCGS의 ESG 등급을 기업지배구조의 대용치로 이용하나, ESG의 평가의 구성은 종전 KCGS에서 제공되었던 기업지배구조에 사회책임경영과 환경경영 부문이 추가로 포함되어 통합된 '지속가능경영(corporate sustainability management)' 관점에서의 상장회사에 대한 평가지표이다. 이러한 지속가능

등급을 기업지배구조의 측정치로 이용한 국내 선행연구들은 ESG 평가등급이 우수한 기업지배구조는 실제 이익조정이 유의적으로 감소하고(박애영 2013), 또한 신용등급에 긍정적인 영향을 주며(박준령·김요한 2018), 또한 우수한 지배구조는 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 효과를 완화시킴을 보고하였다(박주영 2018).⁵⁾ 이러한 실증적 증거들은 KCGS에서 제공하는 ESG 등급의 기업지배구조의 평가기준이 기업지배구조의 변수로써 객관적인 대용치로 이용 가능하다는 것을 시사한다.

본 연구결과는 다음의 측면에서 기존 연구와 차별성이 있고, 또한 관련연구에도 추가적인 공헌을 할 것으로 기대된다. 첫째, 세무전략과 관련된 실증적 연구들은 그동안 주로 조세회피 측면에서 대한 분석이 많았다. 반면, 본 연구는 기업의 세무전략을 시계열적으로 유효세율의 변동성을 낮추는 지속적인 세무전략 측면에서 다룬다는 점에서 앞서의 유효세율 수준을 낮추는 조세회피 주제와는 차이가 있다. 또한 지속적인 세무전략의 기업이 기업투명성 또는 회계투명성이 더 높다고 주장한 연구들은 해당 사항을 분석할 때 주로 기업성과 측면(Neuman et al. 2013)이나 이익반응계수를 통한 회계투명성을 살펴보는 간접적인 접근방법을 사용하였다(박종국 외 2015). 이와 달리, 본 연구는 선행연구에서 다루어지지 않았던 기업지배구조, 이익의 질 측면에서 지속적인 세무전략과의 관계를 보다 직접적으로 살펴본다는 점에서 앞서의 연구들과는 접근방법에서 차이가 있다. 둘째, 본 연구는 기업지배구조와 관련해서 보다 종합적이고 객관적인 측정치를 제공하는 한국기업지배구조원에서 공시된 자료인 ESG 평가등급과 그 세부구성(예로, 기업지배구조, 사회책임경영 및 환경경영 등급)을 사용하여, 그동안 기업지배구조와 지속적인 세무전략 간의 관계를 살펴본 연구가 전무했다는 점에서 이들의 관계를 탐구하는 작업은 관련연구에도 추가적인 증거를 제공한다. 따라서 본 연구주제는 지속적인 세무전략을 다룬 선행연구의 범위를 보다 확장시켜 분석하고 있다는 점에서도 의미를 가진다. 마지막으로, 본 연구는 기업지배구조와 지속적인 세무전략의 관계 외에도 주제를 좀 더 확장시켜 이익의 질과 지속적인 세무전략의 관계, 그리고 기업지배구조와 이익의 질의 상호관계가 지속적인 세무전략에 미치는 영향에 대해서도 살펴보고 있어 다양한 실증적 증거를 관련연구에 제공한다. 따라서 본 연구결과는 관련연구인 지속적인 세무전략뿐만 아니라 기업지배구조, 이익의 질을 다룬 연구들에도 추가적이고 새로운 증거를 제공할 것으로 기대된다. 특히 본 연구의 주제인 기업지배구조와 지속적인 세무전략, 이익의 질과 지속적인 세무전략 그리고 기업지배구조 및 이익의 질과 지속적인 세무전략의

경영 측면은 본 연구에서 다루는 종속변수인 지속적인 세무전략의 지속가능 측면과도 관련이 있을 것으로 본 연구는 예상한 것이다. 따라서 본 연구에서는 ‘ESG 등급’을 ‘기업지배구조’, 또는 ESG의 특성이 반영된 용어인 ‘지속가능경영’과 상호교체 가능한 용어로 사용한다. 또한 본 연구는 기술의 편의상 ‘투명한 재무보고’와 ‘높은 이익의 질’ 또한 ‘이익의 질’과 ‘재무보고의 질’을 상호교체 가능한 용어로 사용한다.

- 5) 그 외에도 마회영(2020)은 ESG 등급이 높은 기업은 그렇지 않은 경우보다 법인세비용계정을 이용한 이익조정행위가 덜 수행된다는 결과를 보고하였다.

각 관계를 처음으로 살펴보는 논문이라는 점에서도 의의가 있다.

본 논문의 구성은 다음과 같다. 제 I 장 서론 이후, 제 II 장에서는 지속적인 세무전략, KCGS 자료를 이용하여 분석한 선행연구들에 대해 검토한 후, 이를 기초로 가설을 제시한다. 제 III 장에서는 제시된 가설 검증을 위한 연구모형의 설계와 OPAQUE 측정을 위해 필요한 DA, RM의 추정모형, 그리고 분석에 이용된 표본의 선정절차를 설명한다. 제 IV 장에서는 가설의 실증분석 결과를 제시하고 이를 논의하며, 또한 추가분석과 민감도 분석을 다룬다. 마지막으로 제 V 장은 실증결과를 요약하고 본 연구의 시사점 및 분석상에 한계를 설명하였다.

II. 선행연구의 검토와 연구가설의 설정

1. 선행연구의 검토

지속적인 세무전략의 측정방법을 처음 제안한 논문은 McGuire et al.(2013)의 연구가 대표적이다. 이 연구에서는 지속적인 세무전략(sustainable tax strategies)을 시간의 경과에 따라 기업의 조세전략의 성과가 지속적으로 유지되도록 하는 것으로 정의하고, 이러한 지속적인 세무전략의 측정을 위해 과거 5년간($t-4 \sim t$)의 연도별 Cash ETR의 표준편차를 동기간의 Cash ETR의 평균에 절대값을 취한 값으로 나누어 Cash ETR의 변이계수를 측정하였다. 이 연구는 이렇게 측정된 Cash ETR의 변이계수의 값이 작은 기업일수록 지속적인 세무전략을 수행하는 것으로 보았다. 앞서의 측정치를 이용하여 이 연구는 지속적인 세무전략과 이익지속성 간의 관계를 분석한 결과에서 지속적인 세무전략의 기업일수록 이익의 지속성이 높고, 또한 세전이익을 영업현금흐름과 발생액으로 분해한 후 살펴본 경우에도 지속적인 세무전략을 수행하는 기업일수록 영업현금흐름과 발생액의 각 지속성 역시 높게 나타났다. 또한 이 연구는 지속적인 세무전략의 기업의 세전이익과 이익의 구성요소에 관한 각 지속성에 대해 주식가격의 결정에 적절히 반영됨을 Mishkin(1983)의 분석을 이용하여 보여주었다. 앞서와 같은 결과들에 기초하여 이 연구는 지속적인 세무전략 정보에는 미래 이익에 관한 경영자의 기대가 반영되어 있을 뿐만 아니라, 이익지속성을 평가하는데도 지속적인 세무전략의 기업은 외부정보이용자들에게 독특한(unique) 정보를 제공한다고 주장한다.

Neuman et al.(2013)은 McGuire et al.(2013)의 측정방법을 이용하여 지속적인 세무전략을 수행하는 기업의 투명성(corporate transparency)이 더 높은지를 여러 측면에서 살펴보았다. 이 연구는 지속적으로 세무전략을 수행하는 기업일수록 당기의 순이익, 잉여현금흐름 그리고 영업현금흐름 등의 기업성치가 높고, 또한 Altman's의 Z-score로 측정한 재무건전성이 높으며, 지속적인 세무전략의 기업은 UTBs(미인식되는 조세혜택)로 측정된 세무불확실성과 음(-)의 관련성

이 있음을 보고하였다. 따라서 앞서와 같은 결과들에 기초하여 이 연구는 지속적인 세무전략의 기업일수록 기업투명성이 높고, 더 투명한 정보환경에 있다고 주장한다. Neuman(2016)의 연구는 지속적인 세무전략과 법인세 최소화를 수행하는 기업의 특성에 차이가 있는지를 살펴보았다. 분석결과는 두 세무전략 간에는 기업특성뿐만 아니라 감사인 특성에서도 차이가 있는 것으로 나타났으며, 지속적인 세무전략의 기업은 법인세의 최소화를 하는 세무전략의 기업과 비교할 때 매입보유이익률이 더 높은 것으로 나타났다. 따라서 이 연구는 앞서와 같은 비교분석을 통해서 법인세를 최소화하는 조세회피 전략이 기업가치를 극대화하는 유일한 방법은 아닐 수 있다고 주장한다.

국내의 연구로 박종국 외(2015)는 지속적으로 세무전략을 수행하는 기업의 회계투명성이 더 높음을 투자자 측면의 시장반응을 이용하여 보고하였다. 또한 김우영·마희영(2018)의 연구는 McGuire et al.(2013)의 결과와 유사하게 국내 상장기업들에서 지속적인 세무전략을 수행하는 기업일수록 이익의 지속성이 높음을 보고하였다. 마희영(2018)은 지속적인 세무전략과 회계이익의 가치관련성과의 관계를 살펴본 결과에서 지속적인 세무전략을 수행하는 기업일수록 회계이익의 가치관련성이 높음을 보고하였다. 신상이·박종일(2019)은 지속적인 세무전략이 신용평가 측면에서 유리한지를 살펴보았다. 분석결과는 지속적인 세무전략의 기업은 기업신용등급에 긍정적인 효과로 작용하는 것으로 나타났다. 박종일(2019)은 지속적인 세무전략의 기업이 정보비대칭이 낮은지, 또한 자본비용의 부담이 낮은지를 알아보았다. 분석결과는 지속적인 세무전략의 기업은 차기의 정보비대칭 또는 가중평균자본비용과 각각 음(-)의 관계로 나타났다. 이는 지속적인 세무전략의 기업일수록 시장과의 정보비대칭 정도가 낮아 기업이 부담하는 자본비용이 낮아짐을 나타낸다. 박종일·신상이(2020)는 지속적인 세무전략과 법인세의 최소화 전략 간에 차이가 있는지를 미래의 기업성과 및 기업가치 측면에서 비교하여 살펴보았다. 분석결과는 지속적인 세무전략의 기업은 법인세를 최소화하는 세무전략의 기업과 비교할 때 미래의 기업성과가 더 높고, 또한 미래의 기업가치 역시 더 높게 나타났다. 따라서 이 연구는 지속적인 세무전략의 정보가 미래의 기업성과와 기업가치에 관한 예측정보를 제공한다고 주장한다.

이상의 지속적인 세무전략을 다룬 선행연구의 주장과 결과를 종합해 보면, 지속적인 세무전략을 수행하는 기업의 이익지속성이 높고(McGuire et al. 2013 ; 김우영과 마희영 2018), 기업투명성이 높으며(Neuman et al. 2013), 또한 이해관계자 측면에서 시장반응이 긍정적이고(McGuire et al. 2013 ; Neuman 2016 ; 박종국 외 2015 ; 마희영 2018 ; 신상이·박종일 2019), 또한 정보비대칭이 낮고 자본비용의 낮으며(박종일 2019), 그리고 지속적인 세무전략의 기업은 법인세의 최소화 전략의 기업과 비교하여 기업특성에 차이가 있고(Neuman 2016), 미래의 기업성과 및 기업가치가 더 높은 것으로 나타났다(박종일·신상이 2020).

다음으로, 한국기업지배구조원(이하 KCGS)의 기업지배구조 평가등급을 활용하여 분석했던 연구들을 살펴보면 다음과 같다. 예를 들어, 김동순·박동욱(2013)은 KCGS에서 제공하는 기업

지배구조 점수를 이용하여 기업지배구조와 이익의 질의 관계를 분석하였다. 분석결과는 지배구조가 우수한 기업은 그렇지 않은 그룹과 비교할 때 수익성 지표(예로, 자기자본이익률)가 양호할 뿐만 아니라, 이익의 질(예로, 발생액의 질, 이익지속성) 역시 높은 것으로 나타났다. 오훈석·최국현(2011)은 기업지배구조가 경영성과 및 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 분석결과는 기업지배구조 점수가 높을수록 총자산이익률과 매출액영업이익률이 높고, 또한 Tobin's Q와 M/B(자본의 장부가치 대비 공정가치)가 높게 나타났다. 신재용 외(2012)는 유가증권 상장 기업을 대상으로 KCGS의 기업지배구조 평가점수를 활용하여 기업지배구조가 이익과 회사채 신용등급 간의 관계에 영향을 주는지를 분석하였다. 분석결과, 이 연구는 기업지배구조 평가점수가 높은 기업일수록 신용등급이 높게 나타났다. 그러나 이 연구는 기업지배구조가 기업의 이익과 신용등급 간에 양(+)의 관계에 의미 있는 영향을 준다는 결과를 발견하지 못하였다. 다만, 지배구조의 세부항목 중에서 공시나 감사기구에 관한 사항은 이익과 신용등급 간에 양(+)의 관계를 더 강화시키는 것으로 나타났다. 박애영(2013)은 KCGS의 기업지배구조 평가등급을 지배구조의 대용치로 하여 실제 이익조정과의 관계를 알아보았다. 이 연구는 우수한 지배구조의 기업은 그렇지 않은 경우보다 실제 이익조정 수준이 낮음을 보고하였다. 박주영(2018)은 기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향을 살펴보았다. 이 연구는 조세회피와 기업가치 간에는 음(-)의 관계가 있으나, 기업지배구조와 조세회피의 상호작용변수는 기업가치에 대해 양(+)의 관계로 나타나, 기업지배구조가 양호할수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적인 효과를 완화시킨다고 해석하였다.⁶⁾ 김선미 외(2020)는 재량적 발생액은 조세회피와 양(+)의 관계가 있으나, 기업지배구조가 높을 때 앞서의 관계는 약화됨을 보고하였다. 박준령·김요환(2018)은 기업지배구조와 신용등급 또는 자본비용 간의 관계를 분석하였다. 이 연구는 기업지배구조와 기업신용등급 간에 양(+)의 관계가 있고, 가중평균자본비용과는 음(-)의 관계가 있는 것으로 나타나, 우수한 지배구조의 기업일수록 신용등급이 높고, 자본비용이 낮음을 보고하였다. 이러한 결과는 우수한 지배구조의 기업일수록 자본시장에서 긍정적으로 평가되어 자본비용의 부담이 낮아진다는 것을 시사한다.

한편, 마희영(2020)은 기업지배구조 및 이익조정이 법인세비용과 현금납부세액의 차이에 미치는 영향을 분석하였다. 즉 이 연구는 기업지배구조가 우수한 기업은 법인세비용을 줄이는 것과 같은 법인세계정을 통해 이익을 관리할 가능성이 적을 것으로 보아, 법인세비용과 현금납부세액 간의 차이가 증가할 것으로 예상하였다.⁷⁾ 또한 이 연구는 기업이 재량적 발생액을 통해 이익을 상향조정한다면 법인세비용과 현금납부세액의 차이가 증가할 것으로 예상하였다. 또한 앞

6) 강정연·고종권(2014)은 KCGS의 기업지배구조 점수를 이용한 경우는 아니지만, 박주영(2018)과 유사한 증거를 보여주고 있다.

7) 이 연구는 Chen et al.(2017)의 연구모형을 변형하여 종속변수로 당기의 법인세비용과 현금납부세액의 차이(tax divergence)를 평균총자산으로 나눈 값을 이용하였다.

서의 연구는 상호작용변수를 이용해서 기업지배구조가 우수하면 발생액의 이익조정이 세무조정
에 미치는 영향이 감소되어 법인세비용과 현금납부세액의 차이가 증가하는지를 알아보았다. 기
업지배구조의 대용치로 KCGS의 기업지배구조 등급을 이용한 결과에서 기업지배구조는 법인세
비용과 현금납부세액의 차이와 양(+)의 관계로 나타나, 이에 대해 이 연구는 기업지배구조가
우수한 기업이 법인세비용 계정을 이용한 이익조정을 덜 수행한다고 해석하였다. 또한 채량적
발생액은 법인세비용과 현금납부법인세의 차이와 양(+)의 관계로 나타나 이 연구는 이익조정
수준이 클수록 두 법인세의 차이가 커진다고 해석하였다. 또한 이 연구는 기업지배구조와 이익
조정 간의 상호작용변수와 법인세비용과 현금납부세액의 차이 간에 양(+)의 관계로 나타나 우
수한 기업지배구조를 가진 기업이 이익조정이 클 때 두 법인세의 차이가 커진다는 결과를 보고
하였다. 따라서 이 연구는 지배구조와 이익조정뿐 아니라 이들의 상호작용 역시 두 법인세의 차
이에 영향을 줄 수 있음을 제시하였다.

또한 KCGS는 2010년에 들어 그 동안 실시해 오던 기업지배구조(GOV)에 사회책임경영
(SOC)과 환경경영(ENV)의 각 등급을 추가한 ESG 평가모형을 독자적으로 개발하고, 2011년부터
상장기업의 ESG 평가등급을 매년 공시하고 있다. 이러한 측면에서 ESG 평가등급을 활용하
여 분석을 수행한 선행연구에 대해 살펴보면 다음과 같다. 나영 외(2013)는 ESG 등급과 회사채
신용등급 또는 타인자본비용의 관계를 살펴보았다. 분석결과는 ESG 평가등급이 높은 기업일수
록 회사채 신용등급이 높고, 타인자본비용이 낮은 것으로 나타났다. 김동영(2020)은 ESG 평가
등급이 기업의 잉여현금흐름과는 어떤 관계가 있는지를 살펴보았는데, 이 연구는 ESG 평가등급
이 높은 기업은 잉여현금흐름이 많은 것으로 나타났다. 임옥빈 외(2019)는 ESG 평가등급과 그
세부항목인 ENV, SOC, GOV 등급을 이용하여 자기자본비용과의 관련성을 살펴보았다. 분석결
과는 ESG 등급이 높은 기업은 차기의 자기자본비용이 낮게 나타났다. 이를 세부항목별로 나누
어 살펴본 결과에서는 ENV 등급은 자기자본비용과 유의한 관계가 나타나지 않았고, SOC 등급
은 당기의 자기자본비용과 음(-)의 관계를 보였으나, 차기의 자기자본비용과는 오히려 양(+)의
관계를, 또한 GOV 등급은 당기와 차기의 자기자본비용과 모두 양(+)의 관계로 나타나 전반적
으로 이 연구는 혼재된(mixed) 증거를 제시하였다.

이상의 선행연구 결과를 종합해 보면, 우수한 지배구조의 기업은 재무적 경영성과와 기업가
치가 높거나(오훈석 · 최국현 2011), 잉여현금흐름이 많은 것으로 나타났다(김동영 2020). 또한
우수한 지배구조의 기업은 발생액의 질과 실제 이익조정으로 측정된 이익의 질이 높고(김동
순 · 박동욱 2013 ; 박애영 2013), 회사채 신용등급이나 기업신용등급이 높으며(신재용 외 2012
; 나영 외 2013 ; 박준령 · 김요환 2018), 가중평균자본비용이나 타인자본비용이 낮으며(나영 외
2013 ; 박준령 · 김요환 2018), 당기와 차기의 자기자본비용과는 혼재된 증거를 보였다(임옥빈
외 2019). 또한 우수한 기업지배구조의 기업은 조세회피와 기업가치 간에 음(-)의 관계를 완화
시키고(박주영 2018), 기업지배구조가 높을 때 채량적 발생액과 조세회피 간에 양(+)의 관계가

약화되며(김선미 외 2020), 법인세비용을 이용한 이익조정이 덜 수행되는 것으로 나타났다(마희영 2020).

2. 연구가설의 설정

기업지배구조(corporate governance structure)는 연구자마다 다양한 정의를 하고 있으나, 일반적으로 기업의 경영과 통제에 관한 시스템으로 정의되며,⁸⁾ 기업의 경영활동에서 주주와 경영자 그리고 기타 기업을 둘러싼 이해관계자들 간의 이해관계를 조정하거나 규율하는 제도적 장치와 운영체제를 의미한다. 따라서 기업지배구조는 경영자의 의사결정과정에도 중대한 영향력을 행사할 수 있는 통제 메커니즘으로 작용한다(김유찬·강윤식 2011). 특히 소유와 경영이 분리된 경영 환경에서는 경영자가 투자자인 주주의 이익보다는 자신의 이익을 우선하는 도덕적 해이 문제가 나타날 수 있기 때문에 대리인비용이 발생한다. 이러한 점에서 우수한 기업지배구조는 경영자의 사익편익추구의 문제를 해결하기 위한 효율적인 감시시스템으로 작동하게 된다. 또한 기업지배구조가 우수할수록 기업의 투명성이 향상되고 기업과 외부 이해관계자들 간의 정보비대칭 문제를 낮추어 기업지배구조는 효과적인 자원배분을 통해 기업가치를 제고시키는 역할도 수행한다(박경서 2017).

한편, 기업지배구조와 세금과의 관계를 살펴본 과거 연구들은 주로 법인세를 최소화하려는 조세회피에 관심을 가져 왔으며, 기업지배구조는 기업의 조세회피 전략에 영향을 미친다고 보았다(Desai and Dharmapala 2006, 2009 ; Armstrong et al. 2015 ; 강정연·고종권 2014 ; 박주영 2018). 이러한 이유에는 경영자의 조세회피활동은 기업의 세후순이익과 현금흐름을 증가시킬 수 있으나, 경영자 자신의 사적편익추구에 이용될 수도 있다는 점에서 건전한 지배구조는 조세회피로 인한 부정적인 효과⁹⁾를 억제할 유인이 있기 때문이다. 앞서와 같은 맥락의 논리를 지속적 세무전략을 수행하는 기업에 적용해 본다면, 전술한 바와 같이 지속적인 세무전략을 다룬 선행연구들은 지속적인 세무전략의 기업일수록 기업투명성이 높고(Neuman et al. 2013), 정보비대칭 수준이 낮으며(박종일 2019), 외부 이해관계자 측면에서도 시장에 긍정적인 영향을 주고(McGuire et al. 2013 ; Neuman 2016 ; 박종국 외 2015 ; 마희영 2018 ; 신상이·박종일 2019), 미래의 기업성과와 기업가치가 더 높다는 결과를 보고한 바 있다(박종일·신상이 2020). 이와 같은 실증적 증거로 볼 때 지속적인 세무전략은 건전한 기업지배구조의 역할에 기인되어 나타난 결과물일 수 있다. 예를 들어, Aras and Crowther(2008)는 기업지배구조와 기업의 지속가능성

8) Jensen and Meckling(1976)은 기업지배구조를 기업의 경영자원의 조달과 활용, 수익의 분배 등의 기업의 경영과정이 효율적으로 이루어질 수 있도록 하는 감시·통제의 메커니즘으로 보았다.

9) 조세회피를 분석한 선행연구들은 조세회피와 기업투명성 간에 음(-)의 관계가 있고(Balakrishnan et al. 2019), 조세회피는 기업가치와 음(-)의 관계가 있으며(강정연·고종권 2014), 또한 조세회피와 정보비대칭 간에는 양(+)의 관계가 있음을 보고한 바 있다(김진수·김임현 2016)

(corporate sustainability) 간에는 기업의 본연의 계속활동을 하는데 있어 매우 밀접한 관계가 있다고 보았다. 또한 Shrivastava and Addas(2014)는 건전한 지배구조는 높은 지속가능한 성과(sustainability performance)를 발생시킨다고 주장한다. 그리고 Morioka and de Carvalho(2016)은 좋은 지배구조의 메커니즘은 주주와 이해관계자의 관심을 서로 병합시킨 경영활동을 수행하는데 있어 중요한 역할을 하며, 또한 기업의 사업전략과 운영활동상에 이해관계자들의 관심인 경제, 사회 그리고 환경의 지속적인 고려(sustainability considerations)와 통합이 포함된다고 보았다. 최근 들어 한국기업지배구조원의 경우도 종전 기업지배구조 평가에 사회책임경영과 환경경영의 사항을 통합한 형태로 ESG(environment, social, and governance) 등급을 기업지배구조에 접목시켜 지속가능경영(corporate sustainability management) 관점에서 기업의 등급을 평가하고 있다. 이처럼 양호한 지배구조는 지속가능경영에 관심이 있으므로, 기업의 보다 효과적인 세무전략에도 이러한 측면은 영향을 줄 수 있다. 따라서 본 연구의 첫 번째 가설에서는 지속적인 세무전략이 우수한 지배구조에 기인한 결과인지를 알아보기 위하여 다음의 선택가설을 설정한 후 이와 관련한 실증의문에 대해 분석을 통해 살펴보고자 한다.

가설 1 : 기업지배구조가 우수하면 기업은 지속적인 세무전략을 수행할 것이다.

또한 선행연구들은 기업지배구조와 재무보고의 질 간에는 양(+)의 관계가 있다고 주장한다(Leuz et al. 2003 ; Xie et al. 2003 ; 김동순 · 박동욱 2013 ; 박애영 2013). 건전한 지배구조의 목적은 대리인 문제를 줄이는데 있고, 이를 위해 기업지배구조가 우수한 기업일수록 높은 품질의 재무보고인 이익의 질의 향상을 통한 회계투명성 제고에 관심을 가질 수 있다. 또한 회계투명성이 높은 기업은 정보비대칭이 줄어 기업가치의 향상에 기여한다. 지속적인 세무전략을 분석한 선행연구들은 지속적인 세무전략의 기업은 투자자의 시장반응으로 평가된 회계투명성이 높고(박종국 외 2015), 기업의 투명성이 높으며(Neuman et al. 2013), 정보비대칭 수준이 낮다는 결과를 보고하였다(박종일 2019). 이러한 측면들은 지속적인 세무전략의 기업이 높은 이익의 질과 밀접한 관련이 있음을 내포한다. 또한 선행연구들은 법인세를 최소화하기 위해 적극적인 조세회피를 수행하는 기업은 낮은 품질의 이익의 질과 양(+)의 관계가 있다는 증거를 보고한 바 있다(Frank et al. 2009 ; 전규안 · 박종일 2019). 그런데 조세회피와 지속적인 세무전략 간의 관계를 비교하여 살펴본 Neuman et al.(2013)의 연구는 두 세무전략 간에는 서로 다른 기업특성이 있다고 주장한다. 조세회피의 특성과 반대로 지속적인 세무전략의 특성을 유추해 보면, 지속적인 세무전략은 조세회피와는 상반된 추론이 가능하다. 예를 들어, 선행연구는 조세회피가 높은 기업은 이익지속성이 낮음을 보고하였다(박종일 · 정설희 2017), 반면, McGuire et al.(2013)과 김우영 · 마희영(2018)은 지속적인 세무전략의 기업일수록 이익지속성이 높음을 보고하였다. 이와 같이 지속적인 세무전략의 기업일수록 기업투명성이나 회계투명성이 더 높다는 선행연구들의 주장은 한편으로, 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에는 양(+)의 관계를 가지고 있을 것

으로 예상을 가능케 해준다. 따라서 본 연구의 두 번째 가설은 이러한 실증의문을 알아보기 위하여 다음의 선택가설로 설정한 후 경험적으로 살펴보고자 한다.

가설 2 : 높은 이익의 질은 기업의 지속적인 세무전략과 양(+)의 관계가 있다.

앞서 가설 1과 가설 2에서 기업지배구조와 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계, 또한 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계를 예상하였다면 가설 3의 경우는 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계에 기업지배구조가 매개변수의 역할을 하는지를 알아보기 위한 사항이다. 기업지배구조는 이익의 질과 기업의 세무전략 모두에 영향을 줄 수 있다. 그러한 점에서 보다 우수한 지배구조를 가진 기업은 높은 이익의 질에 영향을 줄 수 있고, 또한 지속적인 세무전략에도 영향을 미칠 수 있으므로, 높은 이익의 질이 지속적인 세무전략에 긍정적이라면 기업지배구조가 우수할수록 지속적인 세무전략에 미치는 효과는 더 강화(strengthen)될 것으로 예상된다. 따라서 앞서와 같은 추론에 기초하여 본 연구의 가설 3 역시 다음의 선택가설을 설정한 후 이에 대한 의문을 알아보고자 한다.

가설 3 : 기업지배구조가 우수하고 높은 이익의 질의 기업은 지속적인 세무전략을 수행할 것이다.

III. 연구모형의 설정 및 표본의 선정

1. 연구모형의 설정

본 연구는 우수한 기업지배구조의 기업이 지속적인 세무전략을 수행하는지, 또한 이익의 질이 높은 기업이 지속적인 세무전략을 수행하는지, 그리고 기업지배구조와 이익의 질의 상호작용이 지속적인 세무전략에 미치는 효과를 살펴보기 위해 다음의 식(1)과 (2)의 모형식을 이용하여 검증한다.

$$\begin{aligned} SUST_i = & \beta_0 + \beta_1 CG_i + \beta_2 EQ_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 OCF_i + \beta_6 GRW_i + \beta_7 MTB_i + \beta_8 PPE_i \\ & + \beta_9 INTAG_i + \beta_{10} R\&D_i + \beta_{11} NOL_i + \beta_{12} Z-score_i + \beta_{13} DIV_i + \beta_{14} FOR_i \\ & + \beta_{15} OWR_i + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} SUST_i = & \beta_0 + \beta_1 CG_i + \beta_2 EQ_i + \beta_3 CG_i * EQ_i + \beta_4 SIZE_i + \beta_5 LEV_i + \beta_6 OCF_i + \beta_7 GRW_i + \beta_8 MTB_i \\ & + \beta_9 PPE_i + \beta_{10} INTAG_i + \beta_{11} R\&D_i + \beta_{12} NOL_i + \beta_{13} Z-score_i + \beta_{14} DIV_i + \beta_{15} FOR_i \\ & + \beta_{16} OWR_i + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_i \end{aligned} \quad (2)$$

여기서, *Dependent variable* : 지속적인 세무전략

SUST = t년도 McGuire et al.(2013)의 방법에 따라 측정된 지속적인 세무전략{Cash (GAAP) ETR[=법인세부담액¹⁰⁾(법인세비용)/세전이익]의 변이계수, 즉 과거 3년간(t-2~t) 연도별 Cash(GAAP) ETR의 변동성(예로, 표준편차로 측정)을 동기간의 Cash(GAAP) ETR의 평균에 절대값을 취한 값으로 나눈 후, 다시 역의 소수의 순위등급으로 측정함}

*Test variables : CG, EQ, CG*EQ*

CG = t년도 지배구조의 대응치[① ESG=한국기업지배구조원의 ESG 평가등급(A+, A, B+, B, B이하, C이하)을 서열순위변수로 측정함 변수(또는 ESG의 구성요소인 ② GOV(지배구조), ③ SOC(사회), ④ ENV(환경)의 각 서열순위변수)]

EQ = t년도 이익의 질의 대응치[① OPAQUE1=과거 3년간의 DA의 절대값의 합, Hutton et al.(2009)의 방법으로 측정, ② OPAQUE2=과거 3년간의 DA의 표준편차, 전규안과 박종일(2019)의 방법으로 측정, ③ OPAQUE3=과거 3년간의 RM의 평균, 여기서 RM은 Roychowdhury(2006)의 세 가지 RM을 단순 합산하여 측정, ④ OPAQUE4=과거 3년간의 RM의 표준편차, Roychowdhury(2006)의 세 가지 RM을 이용]

CG*EQ = t년도 GOV와 EQ의 상호작용변수

Control variables

SIZE = t년도 총자산의 자연로그 값

LEV = t년도 부채비율(=총부채/총자산)

OCF = t년도 영업현금흐름/평균총자산

GRW = t년도 매출액성장률

MTB = t년도 자본의 공정가치/장부가치

PPE = t년도 감가상각대상 유형자산/기초총자산

INTAG = t년도 무형자산/기초총자산

R&D = t년도 연구개발비/매출액

NOL = t년도 과거 10년간 당기순손실이 발생한 빈도

Z-score = t년도 Altman(1968)의 재무적 제약¹¹⁾

FOR = t년도 외국인지분율

OWR = t년도 대주주지분율

ΣIND = 산업별 더미변수

ΣYD = 연도별 더미변수

ε = 잔차항

10) 본 연구는 법인세부담액을 선행연구의 방법에 따라 다음과 같이 측정하였다(박종일·지승민 2016a ; 강승구 외 2017). 즉 법인세부담액 = 법인세비용 + 이연법인세자산의 변동 - 이연법인세부채의 변동이다.

11) Altman(1968)의 Z-score는 다음의 식(3)을 통해 산출되고, 왼쪽의 Z-score의 값이 작을수록 재무적 제약이 큰 것으로 해석한다. 따라서 본 연구는 해석의 편의상에 Z-score에 대해 (-1)를 곱하여 측정하였다.

$$Z\text{-score} = -17.862 + 1.472Z_1 + 3.041Z_2 + 14.839Z_3 + 1.516Z_4 \quad (3)$$

여기서, Z_1 = 총자산의 자연로그 값

식(1)과 (2)에서 종속변수는 SUST(sustainable tax strategies ; 지속적인 세무전략)이다. 본 연구는 SUST를 McGuire et al.(2013)의 방법으로 측정하였다. 즉 SUST는 McGuire et al.(2013)의 방법을 준용하여 본 연구는 과거 3년간($t-2 \sim t$) 연도별 Cash ETR(현금유효세율)의 변동성(표준편차로 측정)을 다시 동기간의 Cash ETR의 평균에 절대값을 취한 값으로 나누어 측정하였다.¹²⁾ 앞서의 선행연구에서는 이를 Cash ETR의 변이계수(coefficient of variation)라고 칭하였다. 또한 본 연구는 박종일·신상이(2020)의 경우처럼 앞서의 측정치에 대해 과거 3년간의 GAAP ETR를 이용해서도 병행하여 분석에 이용한다.¹³⁾ 따라서 본 연구에서는 전자를 “C”를 붙여 CSUST(Cash ETR로 측정한 경우)라고 칭하고, 후자를 “G”를 붙여 GSUST(GAAP ETR로 측정한 경우)로 칭한다. 한편, McGuire et al.(2013) 및 박종일·신상이(2020)의 연구는 SUST를 측정할 때 해당 원 변수가 정규분포에서 벗어난, 즉 오른쪽으로 치우친 왜도(skewness)가 높다는 점에서 소수의 순위등급변수(fractional rank variable) 또는 5분위의 등급변수로 측정한 바 있다. 따라서 본 연구는 앞서의 두 선행연구에서 이용된 방법 중 소수의 순위등급변수를 이용하여 관심변수인 SUST를 측정하였다. 특히 본 연구는 박종일·신상이(2020)의 방법처럼 SUST에 대해 역의 소수의 순위등급변수로 측정하였다. 역의 소수의 순위등급변수로 측정한다는 것은 소수의 순위등급을 부여할 때 SUST 값을 기준으로 낮은 서열순위에 해당되는 값에 높은 값을 부여한 것이다. 이렇게 SUST를 ‘역의’ 소수의 순위등급변수로 측정한 이유는 McGuire et al.(2013)의 경우 Cash ETR의 변이계수 값이 과거 시계열적으로 현금유효세율의 변동성이 시간의 경과에 따라 좁은 범위, 즉 변동성이 낮게 유지된 기업을 ‘지속적인 세무전략의 기업’으로 정의하고 있기 때문이다. 따라서 이렇게 측정된 CSUST 또는 GSUST의 각 값이 클수록 시계열적으로 Cash ETR 또는 GAAP ETR의 각 변동성을 낮추는 관리를 수행한 지속적인 세무전략의 기업으로 볼 수 있다.

식(1)에서 가설 1의 관심변수는 CG(corporate governance ; 기업지배구조)이다. 본 연구는 기업지배구조의 우수성 여부를 나타내는 대용치(proxy)로 한국기업지배구조원(KCGS)의 환경경

Z_2 =(매출액/총자산)의 자연로그 값

Z_3 =이익잉여금/총자산

Z_4 =자기자본/부채총계

- 12) McGuire et al.(2013)의 연구는 SUST를 측정할 때 장기 측면(long-terms)의 과거 5년간($t-4 \sim t$) 자료를 이용하였다. 본 연구는 이를 단기 측면(short-terms)인 3년간 자료를 이용한다. 즉 가설 2의 관심변수인 OPAQUE1~OPAQUE4의 경우 과거 3년간 자료가 주로 이용되므로, 종속변수의 경우도 같은 기간 자료를 이용해서 측정한 것이다. 한편, 본 연구의 민감도 분석에서는 McGuire et al.(2013)의 방법처럼 과거 5년간 자료를 이용한 경우에 대해서도 앞서와 일관성이 있는지를 살펴본다.
- 13) Graham et al.(2014)은 이연법인세 제도가 도입된 후에는 Cash ETR보다 GAAP ETR이 경영자에게 재무보고상에 더 중요해졌음을 설문조사 결과를 통해 보고하였다. 이는 이연법인세 도입으로 Cash ETR의 계산에 필요한 실제 법인세부담액 대신 법인세비용이 보고되므로, 투자자 관점에서 미래 Cash ETR을 예측시 GAAP ETR을 이용해야 하기 때문이다. 그로 인해 경영자 측면에서 법인세비용으로 계산되는 GAAP ETR의 중요성이 높아졌다. 이러한 측면에서 본 연구는 SUST의 측정치에 대해 Cash ETR 외에도 GAAP ETR의 분석결과를 병행하여 살펴본다.

영, 사회책임경영 및 지배구조(environment, social, and governance)를 종합하여 평가한 ESG 평가등급을 이용하였다.¹⁴⁾ 즉 KCGS는 ESG 등급을 평가할 때 투명한 지배구조 점수와 더불어 기업의 사회책임경영과 환경경영에 노력하는 경우를 ‘지속가능경영’을 추구하는 기업으로 평가하고 있다. KCGS에서 매년 제공하는 ESG 평가등급은 총 7등급(S, A+, A, B+, B이하, C이하)으로 구성되나, 이중 표본에서 “S” 등급의 경우는 찾아보기 어렵다. 따라서 본 연구는 ESG 평가등급에 대해 6등급(A+, A, B+, B이하, C이하)에 대해 가장 높은 점수에 6(예, A+)을, 가장 낮은 점수에 1(예, D이하)을 부여하여 서열등급변수로 측정하였다. 이렇게 측정된 ESG 평가등급이 높을수록 우수한 지배구조뿐만 아니라 지속가능경영을 수행하는 기업으로 해석한다.¹⁵⁾ 따라서 만일 가설 1의 예상과 일치한다면 식(1)의 관심변수 CG(예로, ESG)는 종속변수 SUST에 대해 유의한 양(+)의 계수 값이 나타날 것으로 기대된다($\beta_1 > 0$).

식(1)에서 가설 2의 관심변수는 EQ(earning quality ; 이익의 질)이다. 본 연구는 EQ의 대용치로 전규안·박종일(2019)의 연구에서 이용된 네 가지 불투명한 재무보고(opaque financial reports ; 이하 OPAQUE) 측정치를 이용하였다(이하 OPAQUE1~OPAQUE4). 이들 OPAQUE1~OPAQUE4의 측정치는 종속변수와 같이 과거 3년간 자료를 이용하여 측정된다. 구체적으로, OPAQUE1은 Hutton et al.(2009)의 방법을 이용한 것이고, OPAQUE2는 전규안·박종일(2017)의 방법으로 이들 모두 DA(재량적 발생액)¹⁶⁾에 기초하여 과거 3년간 자료를 이용하여 측정된다. 전자인 OPAQUE1은 Hutton et al.(2009)에 따라 과거 3년간의 연도별 DA에 대해 각각 절댓값을 취한 후 이를 단순 합산하여 계산된 값이다. 후자인 OPAQUE2는 앞서 Hutton et al.(2009)의 측정방법을 변형시켜 연도별 DA에 절댓값을 취하는 대신 과거 3년간 연도별 DA의 시계열적 변동성을 표준편차로 측정한 값이다(전규안·박종일 2017, 2019). 이들 모두는 경영자의 기회주의적인 재량적 발생액을 통한 이익조정에 대해 DA가 가지고 있는 특성인 시계열적 반전효

14) 높은 투명성과 전문성을 토대로 KCGS에서는 2003년부터 상장회사에 대해 기업지배구조(governance) 평가를 실시해 왔다. 2011년부터는 기업지배구조와 더불어 사회책임(social responsibility)과 환경경영(environment responsibility)이 포함된 ESG 평가로 통합되어 매년 국내 상장회사의 지속가능경영 수준을 평가하고 있다. 즉 KCGS에서 종전 실시되었던 지배구조 평가점수는 ESG 등급으로 통합된 것으로 볼 수 있다. 따라서 ESG 등급은 종전 지배구조 점수에 기업의 사회책임경영과 환경경영까지 포괄한 점수로 기업의 지속가능경영에 초점을 두고 있다. 한편, KCGS에서는 ESG 등급의 세부구성인 환경(이하 ENV), 사회(SOC), 지배구조(GOV)의 각 등급 역시 자료로 제공한다. 따라서 본 연구의 추가분석에서는 식(1)의 ESG 대신 세부구성인 ENV, SOC, GOV로 대체한 분석에 대해서도 민감도 분석으로 다룬다.

15) 선행연구에 따라서는 KCGS의 지배구조 점수를 이용하여 A+, A, B+이면 우수한 지배구조의 기업으로 보아 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수의 형태로 측정한 경우도 있다(마희영 2020). 이러한 측정방법에 대해서는 본 연구는 민감도 분석에서 다룬다.

16) 선행연구들은 재량적 발생액이 높은 기업의 이익은 이익지속성이 떨어지며(Xie 2001), DA의 값이 클수록 발생액을 통한 경영자의 기회주의적인 보고이익의 상향조정행위가 증가하는 것으로 해석한다(Jones 1991 ; Dechow et al. 1995).

과를 고려한 방법이다. 따라서 OPAQUE1과 OPAQUE2의 값이 클수록 경영자의 기회주의적 수단인 재량적 발생액을 이용한 불투명한 재무보고의 가능성이 높다고 해석한다.

다음으로, OPAQUE1과 OPAQUE2의 경우가 DA를 기반으로 측정된 변수라면, OPAQUE3과 OPAQUE4는 Roychowdhury(2006)의 RM(실제 이익조정)¹⁷⁾을 기반으로 측정되는 변수이고, 이 역시 과거 3년간 자료로 측정된다(전규안·박종일 2019). 선행연구인 전규안·박종일(2019)의 방법에 따라 OPAQUE3과 OPAQUE4를 측정하기 위해서는 먼저 Roychowdhury(2006)에서 제안된 모형을 통해 세 가지 RM인 AbCFO(비정상 영업현금흐름), AbPROD(비정상 생산원가), AbDISE(비정상 재량적 지출)를 추정한 후 이들 세 가지 개별 RM을 단순 합산하였다(예로, $RM = AbCFO + AbPROD + AbDISE$).¹⁸⁾ 그런 다음, OPAQUE3은 이렇게 측정된 RM에 대해 과거 3년간 자료를 합산하고 다시 3으로 나누어 측정된다. 따라서 OPAQUE3은 RM에 대한 과거 3년간의 평균이다. 반면에, OPAQUE4의 경우는 앞서 전규안·박종일(2017, 2019)의 연구에서 OPAQUE2의 측정방법과 유사하게 과거 3년간 연도별 RM의 표준편차로 측정된다. 여기서 RM은 앞서와 같이 세 가지 RM의 구성을 단순 합산한 값이다. 따라서 OPAQUE3과 OPAQUE4의 값이 클수록 기업가치를 파괴할 수 있는 실제 이익조정 수준이 증가하여 재무보고의 불투명성이 높은, 즉 재무보고의 질이 낮다고 해석한다. OPAQUE1~OPAQUE4의 측정에 이용되는 DA와 RM의 구체적인 추정모형식은 다음 절에서 설명한다. 한편, 본 연구에서 가설 2의 경우 높은 이익의 질인 투명한(transparent) 재무보고의 기업이 지속적인 세무전략과 양(+)의 관계가 있는지에 연구의 초점이 있다. 그러한 점에서 본 연구의 해석상 편의를 위하여 OPAQUE1~OPAQUE4 측정치에 대해 각각 (-1)을 곱한 후 식(1)과 식(2)에 대한 회귀분석을 수행한다. 따라서 이렇게 측정하면 OPAQUE1~OPAQUE4의 값이 클수록 높은 이익의 질로 해석이 가능하다. 만일 가설 2의 기대와 일치한다면 식(1)의 관심변수 EQ(예로, OPAQUE1~OPAQUE4)는 종속변수 SUST에 대해 유의한 양(+)의 계수 값이 기대된다($\beta_2 > 0$).

식(2)에서 가설 3의 관심변수는 앞서 CG와 EQ에 대한 상호작용변수(interactive terms)인 CG*EQ이다. 본 연구는 가설 1과 2의 경우와 달리, 가설 3의 경우는 상호작용변수가 모형식에 고려될 때 나타날 수 있는 다중공선성 문제를 최소화하기 위하여 연속변수 대신 ESG 변수를 선행연구에 따라 더미변수로 측정하였다(마희영 2020). 즉 식(2)에서 ESG는 ESG 평가등급이 A+, A, B+이면 지배구조가 우수한 것으로 보아 1을, 그렇지 않으면 0인 더미변수이다. 따라서 만일 가설 3의 기대와 부합되게 우수한 지배구조의 기업이 그렇지 않은 경우보다 투명한 재무보고(높

17) 선행연구들은 보고이익을 상향조정하기 위해 실제 이익조정을 이용할 수 있다고 보고 있다(Roychowdhury 2006 ; Cohen and Zarowin 2010). 하지만 이러한 실제 이익조정의 상향조정은 재량적 발생액과 달리, 반전효과가 없고 미래 기업성과의 가치를 파괴시킬 수 있다(Kim and Shon 2013).

18) 본 연구는 선행연구들처럼 RM을 합산할 때 결과해석의 편의를 위하여 RM을 통한 보고이익이 증가하는 방향으로 설정하기 위해 AbCFO와 AbDISE에 대해서는 (-1)을 곱한 후 세 가지 RM을 합산하였다(Cohen and Zarowin 2010 ; Kim and Sohn 2013 ; 전규안·박종일 2019).

은 이익의 질)와 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계를 더 강화(strengthen)한다면 식(2)의 관심변수인 $CG*EQ$ 는 종속변수 $SUST$ 에 대해 유의한 양(+)의 값이 나타날 것으로 예상된다($\beta_3 > 0$).

한편, 식(1)과 식(2)의 모형식에 통제변수의 경우 아직까지 지속적인 세무전략을 종속변수로 분석했던 논문은 없었기 때문에 이를 고려하여 본 연구에서는 조세회피 세무전략을 종속변수로 분석했던 선행연구(박성원 외 2014 ; 장승주 외 2017 ; 홍옥화 외 2018 등) 또는 세무위험을 종속변수로 분석한 연구(홍옥화 외 2018)에서 이용되었던 통제변수를 준용해서 설정하였다. 즉 본 연구에서 통제변수로 선정한 변수로는 $SIZE$ (기업규모), LEV (부채비율), OCF (영업현금흐름), GRW (매출액성장률), MTB (투자기회), PPE (유형자산), $INTAG$ (무형자산), $R\&D$ (연구개발비), NOL (과거 손실발생빈도), $Z-score$ (재무적 제약), DIV (현금배당여부), FOR (외국인지분율) 그리고 OWR (대주주지분율) 등이다. 또한 모형식의 경우 산업과 연도별 차이에 기인될 수 있는 고정효과를 통제하기 위하여 산업별, 연도별(ΣIND , ΣYD) 더미변수가 고려되었다. 통제변수의 측정 은 식(2) 하단에 제시한 바와 같다.

통제변수의 선정 이유를 설명하면 다음과 같다. $SIZE$ 는 총자산에 자연로그를 취한 값으로 생략된 변수의 대용변수 역할을 한다(Ashbaugh et al. 2013 ; 박종일 · 김수인 2019). 기업규모가 크면 우수한 기업지배구조의 개선에 더 노력을 경주할 수 있다. 따라서 $SIZE$ 는 $SUST$ 와 양(+)의 관계가 예상될 수 있다. 부채사용에 따른 이자비용은 기업의 조세전략의 수단으로 사용될 수 있어(Graham 1996), 부채비율이 높은 기업은 지속적인 세무전략보다는 조세회피에 더 관심을 가질 수 있다.¹⁹⁾ 따라서 LEV 는 $SUST$ 와 음(-)의 관계로 예상된다. OCF 는 기업의 영업현금흐름이 많을수록 법인세 납부에 대한 부담이 감소하므로(마희영 2020), 기업은 지속적인 세무전략을 수행할 가능성이 높다(Neuman et al. 2013). 따라서 OCF 는 $SUST$ 에 대해 양(+)의 관계가 기대된다. GRW 는 기업의 성장성을 나타낸다. 성장성이 높은 기업은 이익조정의 유인도 높을 수 있기 때문에(Tong and Miao 2011 ; 전규안 · 박종일 2019) 지속적인 세무전략을 수행할 가능성이 낮아질 수 있다. 따라서 GRW 는 $SUST$ 와 음(-)의 관계가 기대된다. MTB 는 기업의 미래 성장성이나 투자기회와 관련이 있다. 자본의 장부가치보다 공정가치가 클수록 주식시장에서 해당 기업의 주가는 높게 평가를 받는다는 점에서 이들 기업은 지배구조의 개선이나 시장과의 정보불균형 문제가 상대적으로 낮은 수준일 수 있다. 이런 측면에서 보면, MTB 가 클수록 지속적인 세무전략을 수행할 가능성이 높다. 따라서 MTB 는 $SUST$ 에 대해 양(+)의 관계가 예상된다. PPE , $INTAG$ 및 $R\&D$ 는 기업의 투자수준을 나타내는 변수들이다. 유형자산, 무형자산 및 연구개발비에 대한 투자수준이 높을수록 다양한 세무전략의 가능성이 증가한다(장승주 외 2017 ; 홍옥화 외 2018). 하지만 이러한 측면은 한편으로 지속적인 세무전략에 어떤 영향을 미치는지의 예상을

19) 본 연구는 앞서 전술한 바와 같이 조세회피의 특성이나 결과와 지속적인 세무전략의 특성이나 결과로서 상반된 증거들에 나타난다는 관점에서 통제변수와 종속변수 간의 관계를 설명한 것이다.

어렵게 하기 때문에 본 연구는 이들 변수의 경우 실증문제로 보아 별도의 기대부호를 예상하지 않고, 통제변수로 고려한다.

NOL은 과거 10년 동안의 손실발생의 빈도이며, 이월결손금이 있는 기업은 이를 세무전략에 이용할 수 있어 통제변수로 고려하였다(강정연·고종권 2014). 과거 이월결손금이 누적된 기업들은 지속적인 세무전략보다는 보고이익의 상향조정에 더 관심을 가질 수 있으므로, NOL은 SUST와 음(-)의 관계가 예상된다. Z-score는 기업의 재무적 제약을 나타낸다. 본 연구는 결과 해석의 편의상 Z-score에 (-1)를 곱해 측정한 후 해당 값이 클 때 재무적 제약이 높은 것으로 해석하였다. 재무적 제약에 처한 기업들은 현금흐름을 증가시킬 유인이 있으므로(Ayers et al. 2011 ; Edwards et al. 2013 ; 박성원 외 2014), 지속적인 세무전략보다는 조세회피 전략을 수행할 가능성이 높다(Neuman 2013). 따라서 Z-score는 SUST와 음(-)의 관계가 예상된다. DIV는 현금배당여부로 선행연구들은 현금배당을 실시하는 기업이 그렇지 않은 기업보다 재무보고의 질이 높음을 보고한 바 있다(Tong and Miao 2011 ; Lawson and Wang 2016). 이런 측면에서 본다면, DIV는 SUST와 양(+)의 관계가 예상된다.

FOR과 OWR은 기업의 소유구조 특성을 모형식에 통제하기 위한 변수들이다. 선행연구들은 외국인 투자자의 지분율이 높을수록 기업의 투명성을 선호할 수 있다고 보고 있기 때문에 외국인 투자자의 지분율이 증가할수록 조세회피행위는 감소된다고 주장한다(박종국·홍영은 2009 ; 강정연·김영철 2012). 이런 측면에서 보면, 외국인지분율이 높은 기업은 지속적인 세무전략에 더 관심을 가질 것으로 기대될 수 있다. 따라서 FOR은 SUST에 대해 양(+)의 관계가 예상된다. 대주주 지분율이 높을수록 지배주주의 사적편익을 위한 세무전략을 수행할 가능성이 있고 동시에 지배주주와 외부주주와의 이해가 일치하면 조세회피 세무전략이 감소할 수 있다(강정연·김영철 2012 ; 박성원 외 2014). 따라서 대주주지분율이 높을수록 지속적인 세무전략을 수행할지는 양방향의 논의가 모두 가능하므로, OWR와 SUST의 관계는 실증적 의문일 수 있다.

2. OPAQUE의 측정을 위해 필요한 DA와 RM의 추정모형

가설 2와 관련된 식(1)의 관심변수인 OPAQUE1과 OPAQUE2의 계산에 사용된 재량적 발생액(discretionary accrual ; DA)의 경우 선행연구들은 Dechow et al.(1995)의 모형을 이용하였다(Hutton et al. 2009 ; 전규안·박종일 2019). Dechow et al.(1995)의 모형은 아래의 식(4)과 같다. DA는 식(4)의 모형식을 산업-연도별 횡단면으로 회귀분석을 통해 얻어진 개별기업에 대한 잔차(ε) 값이다. 이 잔차 값이 클수록 선행연구들은 발생액을 통한 경영자의 기회주의적인 이익 조정행위가 증가한다고 해석한다(Jones 1991 ; Dechow et al. 1995 ; 전규안·박종일 2019).

$$TA_t/A_{t-1} = \rho_1(1/A_{t-1}) + \rho_2[(\Delta REV_t - \Delta REC_t)/A_{t-1}] + \varepsilon_t \quad (4)$$

여기서, TA_t = t년도 당기순이익-영업활동으로 인한 현금흐름
 A_t = t년도 기초총자산
 ΔREV_t = t년도 매출액의 변화
 ΔREC_t = t년도 매출채권의 변화
 PPE_t = t년도 토지와 건설중인 자산이 제외된 유형자산
 ε_t = 잔차

또한 식(1)의 관심변수 중 OPAQUE3과 OPAQUE4의 계산에 이용되는 실제 이익조정(real earnings management ; RM)의 추정은 Roychowdhury(2006)의 모형이 이용된다. RM 추정모형은 아래의 식(5)부터 식(7)까지와 같다. 앞서의 선행연구는 RM에 대한 세 가지 추정치를 제안할 때, 실물거래활동을 이용한 이익조정과 관련해서 신용매출을 이용한 조정, 과잉생산을 이용한 매출원가의 감소, 재량적 지출의 감소를 이용하여 실제 이익조정이 수행될 수 있고, 이러한 행위로 당기의 보고이익이 상향조정될 수 있다고 보았다. RM의 추정과정은 앞서 DA의 경우와 유사한 절차를 따른다. 식(5)부터 식(7)까지의 모형을 회귀분석한 후 얻어진 잔차(ε) 값이다. 본 연구는 이를 각각 AbCFO(비정상 영업현금흐름), AbPROD(비정상 생산원가), AbDISE(비정상 재량적 지출)로 칭한다.

$$CFO_t/A_{t-1} = \rho_0 + \rho_1(1/A_{t-1}) + \rho_2(S_t/A_{t-1}) + \rho_3(\Delta S_t/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (5)$$

$$PROD_t/A_{t-1} = \rho_0 + \rho_1(1/A_{t-1}) + \rho_2(S_t/A_{t-1}) + \rho_3(\Delta S_t/A_{t-1}) + \rho_4(\Delta S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (6)$$

$$DISE_t/A_{t-1} = \rho_0 + \rho_1(1/A_{t-1}) + \rho_2(S_{t-1}/A_{t-1}) + \varepsilon_t \quad (7)$$

여기서, CFO_t = t년도 영업현금흐름
 $PROD_t$ = t년도 생산원가(=매출원가+Δ재고자산)
 $DISE_t$ = t년도 재량적 지출²⁰⁾
 A_t = t년도 기초총자산
 S_t = t년도 매출액
 ΔS_t = t년도 매출액의 변화
 ε_t = 잔차

3. 표본의 선정

본 연구는 2011년부터 2019년까지 한국거래소의 유가증권시장 및 코스닥시장에 상장된 기업을 대상으로 아래의 조건을 만족하는 표본을 선정하였다.

20) 본 연구는 최중서와 광영민(2010)의 방법처럼 DISE를 판매관리비로 측정하였다. 본 연구에서 DISE를 김지홍 외(2008)의 방법으로 분석해도 결과는 질적으로 동일하였다.

- (1) 금융업이 아닌 기업
- (2) 12월이 결산인 기업
- (3) 한국기업지배구조원(KCGS)²¹⁾에서 제공하는 ESG 평가등급 자료를 구할 수 있는 기업
- (4) NICE평가정보(주)의 KISVALUE로부터 분석에 필요한 기본 재무자료, 외국인지분율, 주가 등의 자료에 대해 입수 가능한 기업
- (5) (사)한국상장회사협의회 TS2000으로부터 대주주지분율 자료가 입수 가능한 기업
- (6) 세전이익이 과거 3년간 양(+)이면서 연속된 자료가 있는 기업
- (7) 자본잠식과 비적정 감사의견이 아닌 기업

본 연구는 유가증권상장기업을 대상으로 분석기간의 경우 2011년부터 2019년까지로 선정하였다.²²⁾ 관심변수 SUST의 측정상에 과거 3년간($t-2 \sim t$) 연속된 자료가 이용되므로, 실제 분석에 사용된 자료는 2009년부터이다.²³⁾

위의 조건 (1)과 (2)는 선행연구들에서 표본의 동질성 확보를 위한 조건에 해당되고, 조건 (3)부터 (5)까지는 분석에 이용된 자료원에 해당한다. 특히 본 연구는 기본 자료에 대해서는 KISVALUE의 자료를 이용하였고, 대주주지분율만 TS2000을 이용하였다. 또한 식(1) 및 식(2)의 관심변수로 이용되는 ESG는 한국기업지배구조원에서 제공되는 ESG 등급이 있는 경우만 분석에 이용가능하다. 조건 (6)의 경우는 종속변수 SUST를 측정하기 위해서는 Cash(GAAP) ETR의 분모인 세전이익이 3년간 연도별로 연속되게 양(+)인 기업의 조건이 필요하다(Guenther et al. 2017 ; 박종일 · 신상이 2020). 선행연구들은 ETR의 계산에서 세전이익이 음(-)인 경우는 그 결과해석에 어려움이 있다고 판단한다(Guenther et al. 2017 ; 박종일 · 김수인 2019). 마지막으로, 조건 (7)의 경우 자본잠식이나 감사의견이 적정이 아닌 기업은 재무정보의 보고에 따른 신뢰성이 낮을 수 있어 제외하였다. 한편, 본 연구의 식(1)과 식(2)의 변수들 중에서 소수의 순위등급변수(SUST), 서열순위로 측정된 ESG 및 자연로그와 터미변수로 측정된 변수를 제외하고 나머지 변수들은 상하 1% 이내로 조정

21) 한국기업지배구조원은 자본시장 발전을 위한 모범규준 제·개정, ESG 평가 및 우수기업 시상, 조사·연구, 컨퍼런스 개최 등을 통해 지배구조개선 및 자본시장 발전에 기여하는 목적에서 설립된 공익 추구 기관이다. 특히 KCGS는 지속가능경영을 선도하는 world-class 기업지배구조 서비스를 제공하는 것이 비전이다. 또한 KCGS는 국내 경영환경을 반영한 독자적인 ESG 평가모형을 개발하여 매년 상장기업의 평가를 수행하고 있다. ESG 평가대상의 경우 유가증권시장 상장회사 전체, 코스닥 상장회사 일부(예로, 대형주 KOSDAQ 150 Governance 지수 편입종목, 금융회사, 대기업집단 소속회사), 기관투자자가 평가를 요청한 상장회사, 기타 평가를 요청한 회사로 구성된다. KCGS는 이를 통해 약 900개의 상장회사를 평가하는 것으로 보고하고 있다(http://www.cgs.or.kr/business/esg_tab01.jsp).

22) ESG 평가등급 자료의 경우 한국기업지배구조원의 홈페이지에 2011년도의 자료부터 공개적으로 공시되고 있다.

23) 한편, 본 연구의 민감도 분석에 이용되는 과거 5년간으로 측정된 SUST의 경우는 2007년부터 자료가 이용된다.

(winsorization)하였다. 앞서의 조건을 모두 만족하는 분석에 이용 가능했던 최종표본은 분석기간 동안 3,380개 기업/연 자료이다.

<표 1>에 표본의 산업/연도별 분포를 나타내었다. 산업의 경우 지면상 중분류 대신 대분류로 제시하였다. 표를 보면, 표본의 업종 중 제조업의 빈도수가 63.6%로 가장 많다. 서비스업이 19.4%로 다음으로 많고, 도매 및 소매업(8%), 기타(6.1%), 그리고 건설업(2.9%)이 표본의 10% 이내이다(Panel A). 연도별로는 2011년도가 266개로 가장 적고, 2019년도가 468개로 가장 많다(Panel B).²⁴⁾

〈표 1〉 표본의 산업/연도별 분포

Panel A : 산업별 분포

Industry	표 본	
	빈도수	백분율(%)
제조업	2,148	63.6%
건설업	98	2.9%
도매 및 소매업	271	8.0%
서비스업	657	19.4%
기타	206	6.1%
합계	3,380	100.0%

Panel B : 연도별 분포

구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	합계
N	266	375	392	366	354	361	397	401	468	3,380

주) 분석기간은 2011년부터 2019년까지 자료임.

<표 2>에 표본으로 이용된 KCGS의 ESG 평가등급(A+, A, B+, B, B이하, C이하)과 ESG의 구성 중 가장 중요한 기업지배구조인 GOV(A+, A, B+, B, C, D)의 각 연도별 분포를 표로 보고하였다. 국내 상장기업에서 ESG 등급이 A+를 받은 경우는 합계란의 결과로 볼 때 0.8%로 나타나 1%에도 못 미치고, 가장 많은 분포는 B이하로 대략 70%가 이에 해당된다. 또한 A+, A, B+를 받은 비율은 전체 중 20% 정도이고, 나머지 B, B이하, C이하를 받은 비율은 대략 80%를 차지한다(Panel A).

또한 기업지배구조인 GOV 등급의 경우는 A+를 받은 경우가 표본의 1.1% 정도이고, A+,

24) 한편, 지면상 표로 보고하지는 않았으나, 유가증권시장과 코스닥시장으로 표본을 나눈 경우 각각 3,308개와 72개로 구성되는 것으로 나타났다. 이는 전술한 바와 같이 KCGS의 경우 유가증권시장은 상장회사 전체를 대상으로 ESG 평가를 수행하는 반면에, 코스닥시장은 일부 상장기업만 평가한 결과로 보인다. 따라서 본 연구는 코스닥기업을 제외한 후 3,308개로 분석을 수행해 보았으나, 분석결과는 질적으로 유사하였다.

A를 합한 비율은 표본의 4.6% 정도이다. 또한 B+를 받은 비중이 48.9%로 가장 많고, B+, B, C를 합한 비중이 전체의 93.8%를 차지한다. 또한 A+, A, B+를 받은 비율은 전체 중 대략 25% 정도이고, 나머지 B, C, D를 받은 비율은 대략 75%이다(Panel B). 즉 선행연구에 따라서는 A 이상을 우수한 지배구조의 기업으로 본 연구도 있고(박애영 2013 ; 김선미 외 2020), B+ 이상을 우수한 지배구조로 본 연구도 있다(마희영 2020). 전자로 판단하면 우수한 지배구조의 기업은 표본의 4.6% 정도에 매우 낮으며, 후자로 판단할 때는 표본의 25% 정도가 이에 속하게 된다. 하지만 ESG와 GOV 모두 전반적으로 가장 많은 비중의 분포가 각각 B이하(ESG의 경우)와 B(GOV의 경우)에 속하는 것으로 나타나 KCGS에서 평가한 국내 상장기업들의 지속가능경영이나 지배구조가 전반적으로 열악한 수준임을 <표 2>는 보여준다.

〈표 2〉 표본의 ESG 등급과 GOV 등급의 연도별/구간 분포

Panel A : 표본의 ESG 등급의 연도별/구간 분포											
구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	합계	
	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	%
A+	6	2	3	2	—	3	2	5	4	27	0.8%
A	25	21	19	17	12	16	17	24	30	181	5.4%
B+	28	46	51	49	36	52	60	58	82	462	13.7%
B	—	—	—	—	—	—	—	—	187	187	5.5%
B이하	207	306	319	298	306	290	318	314	—	2,358	69.8%
C이하	—	—	—	—	—	—	—	—	165	165	4.9%
total	266	375	392	366	354	361	397	401	468	3,380	100%
Panel B : 표본의 GOV 등급의 연도별/구간 분포											
구분	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	합계	
	N	N	N	N	N	N	N	N	N	N	%
A+	5	3	4	5	1	5	2	6	7	38	1.1%
A	16	11	10	13	11	10	12	10	25	118	3.5%
B+	52	62	64	65	51	57	97	88	157	693	20.5%
B	141	228	198	176	172	179	204	175	181	1,654	48.9%
C	52	71	115	107	113	98	71	109	86	822	24.3%
D	—	—	1	—	6	12	11	13	12	55	1.6%
total	266	375	392	366	354	361	397	401	468	3,380	100%

주) ESG/GOV의 각 등급 구분은 한국기업지배구조원의 등급 구분에 따라 분류함.

IV. 실증분석결과

1. 기술통계

식(1)의 모형에 고려된 변수의 기초통계를 <표 3>에 보고하였다. 표를 보면, 종속변수인 지속적인 세무전략을 나타내는 CSUST(현금유효세율의 변이계수)와 GSUST(GAAP 유효세율의 변이계수)는 앞서 전술한 바와 같이 역의 소수의 순위등급변수로 측정되었기 때문에 평균과 중위수 모두 0.5이고, 최솟값과 최댓값은 0과 1로 나타났다(McGuire et al. 2013 ; 박종일 · 신상이 2020).²⁵⁾

<표 3> 주요 변수의 기술통계

Variables	전체표본 (N=3,380)				
	평 균	중위수	표준편차	최솟값	최댓값
CSUST	0.500	0.500	0.289	0.000	1.000
GSUST	0.500	0.500	0.289	0.000	1.000
ESG	2.472	2.000	1.019	1.000	6.000
GOV	3.033	3.000	0.868	1.000	6.000
SOC	2.674	2.000	1.191	1.000	6.000
ENV	2.580	2.000	1.129	1.000	6.000
OPAQUE1	0.127	0.098	0.102	0.003	0.990
OPAQUE2	0.046	0.034	0.043	0.000	0.399
OPAQUE3	-0.019	0.002	0.273	-1.833	1.577
OPAQUE4	0.081	0.060	0.077	0.001	1.288
SIZE	27.106	26.821	1.433	23.682	33.020
LEV	0.352	0.353	0.182	0.011	0.768
OCF	0.060	0.052	0.061	-0.089	0.262
GRW	0.034	0.023	0.188	-0.589	0.914
MTB	1.315	0.927	1.252	0.248	7.870
PPE	0.399	0.036	1.581	0.000	13.142
INTAG	0.020	0.008	0.033	0.000	0.212
R&D	0.012	0.001	0.026	0.000	0.152
NOL	0.694	0.000	1.218	0.000	7.000
Z-score	-1.245	-1.205	0.637	-3.383	-0.039
DIV	0.889	1.000	0.314	0.000	1.000
FOR	0.124	0.071	0.137	0.000	0.598
OWR	0.459	0.467	0.152	0.112	0.787

25) 지면상 보고하지는 않았으나, McGuire et al.(2013)의 연구에서 제안된 CSUST(GSUST)의 원자료 값의

- 주1) 변수의 정의 : $CSUST=t$ 년도 McGuire et al.(2013)의 방법에 따라 측정된 지속적인 세무전략(Cash ETR[=법인세부담액/세전이익])의 변이계수, 즉 과거 3년간($t-2 \sim t$) 연도별 Cash ETR의 변동성(표준편차로 측정)을 동기간의 Cash ETR의 평균에 절대값을 취한 값으로 나눈 후, 다시 역의 소수의 순위등급으로 측정함; $GSUST=t$ 년도 McGuire et al.(2013)의 방법에 따라 측정된 지속적인 세무전략{GAAP ETR[=법인세비용/세전이익]의 변이계수, 즉 과거 3년간($t-2 \sim t$) 연도별 GAAP ETR의 변동성(표준편차)을 동기간의 GAAP ETR의 평균에 절대값을 취한 값으로 나눈 후, 다시 역의 소수의 순위등급으로 측정함; $ESG=t$ 년도 한국기업지배구조원의 ESG 평가등급(A+, A, B+, B, B이하, C이하)을 서열순위변수로 측정; $GOV=t$ 년도 ESG 등급의 구성요소 중 지배구조, 서열순위변수로 측정; $SOC=t$ 년도 ESG 등급의 구성요소 중 사회, 서열순위변수로 측정; $ENV=t$ 년도 ESG의 구성요소 중 환경, 서열순위변수로 측정; $OPAQUE1=t$ 년도 과거 3년간의 DA의 절대값의 합, Hutton et al.(2009)의 방법으로 측정; $OPAQUE2=t$ 년도 과거 3년간의 DA의 표준편차, 전규안과 박종일(2019)의 방법으로 측정; $OPAQUE3=t$ 년도 과거 3년간의 RM의 평균, 여기서 RM은 Roychowdhury(2006)의 방법으로 측정되는 세 가지 RM을 단순 합산하여 측정; $OPAQUE4=t$ 년도 과거 3년간의 RM의 표준편차; $SIZE=t$ 년도 총자산의 자연로그 값; $LEV=t$ 년도 부채비율(=총부채/총자산); $OCF=t$ 년도 영업현금흐름/평균총자산; $GRW=t$ 년도 매출액성장률; $MTB=t$ 년도 자본의 공정가치/장부가치; t 년도 $PPE=t$ 년도 감가상각대상 유형자산/기초총자산; t 년도 $INTAG=t$ 년도 무형자산/기초총자산; $R\&D=t$ 년도 연구개발비/매출액; $NOL=t$ 년도 과거 10년간 당기순손실이 발생한 빈도; $Z-score=t$ 년도 Altman(1968)의 재무적 제약; $FOR=t$ 년도 외국인지분율; $OWR=t$ 년도 대주주지분율임.
- 주2) 분석기간의 경우 2011년부터 2019년까지 자료를 통합하여 제시함.

가설 1의 관심변수인 ESG(KCGS의 ESG 등급, 서열순위로 측정)의 평균(중위수)은 2.472(2)이고, ESG의 세 가지 세부요소인 GOV(기업지배구조), SOC(사회책임경영), ENV(환경경영)의 각 평균(중위수)은 3.033(3), 2.674(2), 2.580(2)로 지배구조>사회책임경영>환경경영 순으로 높다. 또한 가설 2의 관심변수인 불투명한 재무보고의 대용치 OPAQUE1(Hutton et al.(2009)에 따라 과거 3년간 연도별 DA에 절대값을 취한 후 합산)의 평균(중위수)은 0.127(0.098)이고, OPAQUE2(전규안·박종일(2017)에 따라 과거 3년간 DA의 표준편차)의 경우는 0.046(0.034)이며, OPAQUE3(전규안·박종일(2019)에 따라 세 가지 RM를 합산한 후 과거 3년간 RM의 평균)의 경우는 -0.019(0.002)이고, OPAQUE4(전규안·박종일(2019)에 따라 세 가지 RM를 합산한 후 과거 3년간 RM의 표준편차)의 경우는 0.081(0.060)이다. 위의 OPAQUE1~OPAQUE4의 경우 (-1)를 곱하기 전의 값으로 제시한 것이다. 이후 분석들에서는 논의의 편의상 OPAQUE1~OPAQUE4에 대해 (-1)를 곱한 후 분석되었기 때문에 이 값이 클수록 재무보고의 투명성(즉 높은 이익의 질) 관점에서 설명한다.

기타 통제변수들에 대해서는 평균을 중심으로 살펴본다. SIZE(기업규모)의 평균은 27.106이고, 자연로그를 취하기 전의 값은 2,712,523백만원이었다. LEV(부채비율)의 평균은 0.352로 자

경우 평균이 2.976(2.979), 중위수는 0.537(0.332), 최솟값이 0.002(0.002)인 반면에, 최댓값은 1171.164(3632.292)로 오른쪽 왜도가 큰 것으로 나타났다. 이러한 수치 값은 선행연구인 박종일·신상일(2020)의 경우와 유사한 분포 특성이다.

기자본이 타인자본의 비중보다 높다. OCF(영업현금흐름)의 평균은 0.060으로 양(+)이고, GRW(매출액성장률)의 평균은 0.034이고, MTB(자본의 공정가치/장부가치)의 평균은 1.315로 장부가치보다 시장가치인 공정가치가 더 높다. PPE(감사상각대상 유형자산)의 평균은 0.399이고, INTAG(무형자산)의 평균은 0.020이며, R&D(연구개발비)의 평균은 0.012로 매출액 대비 연구개발비가 1.2% 수준이다. NOL(과거 10년간 손실발생빈도)의 평균은 0.694로 나타났고, Z-score(Altman(1968)의 재무적 제약)의 평균은 -1.245이고, DIV(현금배당여부)의 평균은 0.889로 표본의 대략 89%에서 현금배당을 실시하였다. 또한 소유구조의 경우 FOR(외국인지분율)의 평균은 0.124인 반면에, OWR(대주주지분율)의 평균은 0.459로 특수관계자가 포함된 지배주주의 지분율이 높음을 볼 수 있다.

2. 상관관계 결과

변수의 피어슨 상관관계는 <표 4>에 제시하였다. 표를 보면, 관심변수 ESG는 종속변수 CSUST와 GSUST에 대해 유의한 양(+)의 상관성이다. 이는 지배구조가 고려된 ESG 등급이 높은 기업일수록 지속적인 세무전략을 수행할 가능성이 높음을 나타낸다. OPAQUE1~OPAQUE4는 OPAQUE4를 제외하고 전반적으로 종속변수 CSUST와 GSUST에 대해 유의한 양(+)의 상관성이다. 따라서 대체로 투명한 재무보고(높은 이익의 질)와 지속적인 세무전략 간에는 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 투명한 재무보고의 기업이 지속적인 세무전략을 수행한다는 것을 나타낸다. 하지만 이러한 단순 두 변수 간의 관계는 종속변수(CSUST, GSUST)에 영향을 미칠 수 있는 통제변수들이 고려되지 않았다는 점에서, 식(1)의 다변량 회귀분석을 통해 다시 살펴볼 필요가 있다.

한편, ESG와 OPAQUE1~OPAQUE4 간에는 대체로 양(+)의 상관성을 보이고 있어 지배구조가 고려된 ESG 등급이 높을수록 이익의 질이 높은 것으로 나타났다.

기타 통제변수인 SIZE, LEV, OCF, MTB, PPE, R&D, NOL, Z-score, DIV, FOR는 종속변수(CSUST, GSUST)에 대해 유의한 상관성을 보이고 있다. 구체적으로, SIZE, OCF, MTB, DIV, FOR는 CSUST, GSUST에 대해 양(+)의 상관성을, LEV, PPE, R&D, NOL, Z-score는 CSUST, GSUST에 대해 대체로 음(-)의 상관성이다. 즉 기업규모가 크거나 영업현금흐름이 많을수록, 자본의 장부가치 대비 공정가치가 클수록, 현금배당을 수행한 기업, 외국인지분율이 높을수록 지속적인 세무전략을 수행할 경향이 있고, 부채비율이 높거나 유형자산의 비중이 클수록, 연구개발비 지출이 높거나 과거 손실발생빈도가 많을수록, 재무적 제약이 크면 지속적인 세무전략을 수행할 경향이 낮은 결과로 나타났다.

〈표 4〉 변수의 상관관계

Variable	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)
(1) CSUST	1																			
(2) GSUST	0.568 (0.000)	1																		
(3) ESG	0.064 (0.000)	0.096 (0.000)	1																	
(4) OPAQUE1	0.073 (0.000)	0.046 (0.007)	0.025 (0.148)	1																
(5) OPAQUE2	0.071 (0.000)	0.053 (0.002)	0.037 (0.030)	0.863 (0.000)	1															
(6) OPAQUE3	0.157 (0.000)	0.125 (0.000)	0.114 (0.000)	0.016 (0.366)	0.046 (0.007)	1														
(7) OPAQUE4	0.002 (0.897)	-0.019 (0.282)	0.010 (0.564)	0.351 (0.000)	0.375 (0.000)	-0.037 (0.033)	1													
(8) SIZE	0.077 (0.000)	0.132 (0.000)	0.615 (0.000)	0.076 (0.000)	0.111 (0.000)	0.103 (0.000)	0.007 (0.678)	1												
(9) LEV	-0.162 (0.000)	-0.165 (0.000)	0.109 (0.000)	-0.166 (0.000)	-0.105 (0.000)	-0.150 (0.000)	-0.101 (0.000)	0.176 (0.000)	1											
(10) OCF	0.276 (0.000)	0.253 (0.000)	0.120 (0.000)	-0.009 (0.000)	-0.010 (0.561)	0.290 (0.000)	-0.061 (0.000)	0.082 (0.000)	-0.103 (0.000)	1										
(11) GRW	0.026 (0.127)	0.011 (0.537)	0.014 (0.403)	-0.078 (0.000)	-0.078 (0.000)	0.021 (0.213)	-0.069 (0.000)	0.043 (0.012)	0.049 (0.004)	0.060 (0.001)	1									
(12) MTB	0.165 (0.000)	0.082 (0.000)	0.101 (0.000)	-0.126 (0.000)	-0.110 (0.000)	0.235 (0.000)	-0.137 (0.000)	0.065 (0.000)	0.047 (0.006)	0.277 (0.000)	0.124 (0.000)	1								
(13) PPE	-0.019 (0.265)	-0.038 (0.029)	-0.068 (0.000)	-0.007 (0.675)	-0.005 (0.766)	-0.025 (0.141)	0.016 (0.353)	-0.155 (0.000)	-0.033 (0.057)	-0.032 (0.065)	-0.013 (0.442)	-0.023 (0.189)	1							
(14) INTAG	0.005 (0.762)	0.006 (0.708)	0.202 (0.000)	-0.110 (0.000)	-0.027 (0.011)	0.116 (0.000)	-0.118 (0.000)	0.193 (0.000)	0.109 (0.000)	0.175 (0.000)	0.078 (0.000)	0.154 (0.000)	-0.043 (0.013)	1						
(15) R&D	0.017 (0.322)	-0.069 (0.000)	0.081 (0.000)	-0.030 (0.087)	-0.044 (0.011)	0.095 (0.000)	0.017 (0.321)	0.054 (0.002)	-0.098 (0.000)	0.063 (0.000)	-0.023 (0.191)	0.185 (0.000)	-0.005 (0.789)	0.134 (0.000)	1					
(16) NOL	-0.251 (0.000)	-0.365 (0.000)	-0.096 (0.000)	-0.100 (0.000)	-0.079 (0.000)	-0.086 (0.000)	-0.027 (0.118)	-0.140 (0.000)	0.215 (0.000)	-0.093 (0.000)	-0.012 (0.471)	0.018 (0.300)	0.037 (0.030)	-0.025 (0.151)	-0.052 (0.003)	1.000				
(17) Z-score	-0.308 (0.000)	-0.316 (0.000)	0.008 (0.653)	0.151 (0.000)	0.159 (0.000)	0.027 (0.111)	0.246 (0.000)	0.106 (0.000)	-0.128 (0.000)	-0.320 (0.000)	-0.132 (0.000)	-0.180 (0.000)	-0.029 (0.092)	-0.057 (0.001)	0.078 (0.000)	0.065 (0.000)	1			
(18) DIV	0.209 (0.000)	0.204 (0.000)	0.097 (0.000)	0.154 (0.000)	0.121 (0.000)	0.050 (0.004)	0.067 (0.000)	0.148 (0.000)	-0.160 (0.000)	0.111 (0.000)	0.064 (0.000)	-0.042 (0.015)	-0.032 (0.068)	0.016 (0.367)	0.029 (0.095)	-0.311 (0.000)	-0.121 (0.000)	1		
(19) FOR	0.249 (0.000)	0.265 (0.000)	0.370 (0.000)	0.072 (0.000)	0.087 (0.000)	0.241 (0.000)	-0.031 (0.068)	0.529 (0.000)	-0.120 (0.000)	0.277 (0.000)	0.023 (0.176)	0.273 (0.000)	-0.070 (0.000)	0.117 (0.000)	0.083 (0.000)	-0.186 (0.000)	-0.107 (0.000)	0.168 (0.000)	1	
(20) OWR	-0.006 (0.733)	-0.004 (0.839)	-0.191 (0.000)	0.068 (0.000)	0.044 (0.011)	-0.113 (0.000)	0.052 (0.002)	-0.187 (0.000)	-0.108 (0.000)	-0.078 (0.000)	0.000 (0.994)	-0.141 (0.000)	0.041 (0.017)	-0.068 (0.000)	-0.128 (0.000)	-0.069 (0.000)	0.072 (0.000)	0.069 (0.000)	-0.347 (0.000)	1

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 단, OPAQUE1 ~ OPAQUE4의 경우 (-1)를 곱한 값임.

주2) 분석기간은 2011년부터 2019년까지임.

주3) 괄호 ()의 수치는 p 값이며, 양측검정으로 제시함.

3. 가설 1과 가설 2의 회귀분석 결과

가설 1 및 2를 검증하기 위해 식(1)의 모형을 사용한 다변량 회귀분석의 결과는 <표 5> 및 <표 6>에 나타내었다.²⁶⁾ 즉 <표 5>는 가설 2의 관심변수에 대한 추정상에 DA로 계산되는 OPAQUE1과 OPAQUE2의 결과를 중심으로 보고한 것이고, <표 6>은 가설 2의 관심변수에 대한 추정상에 RM으로 계산되는 OPAQUE3과 OPAQUE4의 결과를 중심으로 보고한 것이다. 앞서 전술한 바와 같이 OPAQUE1~OPAQUE4는 (-1)을 곱하여 회귀분석을 수행하였다. <표 5> 및 <표 6> 모두 추정모형 (1)과 (2)는 종속변수를 Cash ETR로 계산한 CSUST의 결과이고, 추정모형 (3)과 (4)는 종속변수를 GAAP ETR로 계산한 GSUST의 결과를 각각 제시하였다. CSUST와 GSUST 모두 3년간의 자료를 이용한 경우이다. 표로 제시한 회귀분석의 결과는 식(1)의 포함된 모든 설명변수가 고려되었으나, 지면관계상 또한 표의 간결화를 위하여 산업과 연도(ΣIND , ΣYD) 더미변수의 보고는 생략하였다. 따라서 표에 제시한 결과는 산업 및 연도에 따른 고정효과(fixed effect)는 통제되었다.

<표 5>의 결과를 보면, F 값이 추정모형 (1)~(4) 모두 통계적으로 유의한 값을 보여서 본 연구에서 설정한 모형은 적합성이 있다. 모형의 설명력인 $Adj. R^2$ 는 추정모형 (1)부터 (4)까지의 경우 0.282~0.302 사이로 나타났다.²⁷⁾

표를 보면, 가설 1의 관심변수(CG)인 ESG는 종속변수(CSUST, GSUST)의 측정방법에 상관없이 대체로 유의한 계수 값이 나타나지 않았다. 반면, 가설 2의 관심변수(EQ)인 OPAQUE1, OPAQUE2의 경우 추정모형 (3)을 제외한 나머지는 종속변수에 대해 유의한 양(+)의 값이다. 이는 DA로 측정된 OPAQUE1과 OPAQUE2는 대체로 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 있음을 나타낸다. 다시 말해 투명한 재무보고의 기업일수록 지속적인 세무전략을 수행하는 경향이 있다. 하지만 지배구조가 고려된 ESG 등급이 높은 기업과 지속적인 세무전략 간에는 평균적으로 유의한 관계가 관찰되지는 않았다. 따라서 가설 1은 지지되지 않은 반면에, 가설 2는 지지된 결과로 나타났다.

26) 본 연구는 식(1)에 대해 가설 1과 2를 검증할 때 OLS 회귀분석을 주된 결과로 보고하였다. 지면상 별도의 표로 보고하지 않았으나, 만일 <표 5>와 <표 6>에 대해 Ordered Probit 회귀분석으로 분석해도 가설 1과 2의 주된 관심변수인 ESG, EQ의 검증결과는 질적으로 유사하였다.

27) 설명변수 사이에 다중공선성이 문제되는지를 분산팽창요인(VIF) 값으로 살펴보았다. <표 5>에서 추정모형 (1)부터 (4)까지 모두 VIF의 값이 가장 높았던 변수는 SIZE이고, 그 값이 2.37로 같았다. 다중공선성에 문제가 되는 10보다는 낮게 나타나고 있어 <표 5>의 분석에서 설명변수간의 다중공선성 문제는 심각하지 않았다. 이후 <표 6>의 경우도 <표 5>와 유사한 통제변수들이 고려되고 있어, 앞서와 질적으로 유사하다.

〈표 5〉 지배구조, 이익의 질(OPAQUE1, OPAQUE2)과 지속적인 세무전략 간의 회귀분석 결과 : H1, H2

$$SUST_i = \beta_0 + \beta_1 CG_i + \beta_2 EQ_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 OCF_i + \beta_6 GRW_i + \beta_7 MTB_i + \beta_8 PPE_i + \beta_9 INTAG_i + \beta_{10} R\&D_i + \beta_{11} NOL_i + \beta_{12} Z-score_i + \beta_{13} DIV_i + \beta_{14} FOR_i + \beta_{15} OWR_i + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_i \tag{1}$$

Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=ESG			
		EQ=OPAQUE1	OPAQUE2	OPAQUE1	OPAQUE2
		(1)	(2)	(3)	(4)
Intercept	?	-0.000 [-0.002]	0.010 [0.084]	-0.087 [-0.737]	-0.069 [-0.588]
CG	+	-0.002 [-0.378]	-0.002 [-0.305]	-0.003 [-0.547]	-0.003 [-0.506]
EQ	+	0.109** [2.493]	0.378*** [3.674]	0.024 [0.559]	0.226** [2.228]
SIZE	+	0.006 [1.277]	0.005 [1.185]	0.019*** [4.202]	0.018*** [4.103]
LEV	-	-0.152*** [-5.389]	-0.153*** [-5.441]	-0.256*** [-9.202]	-0.255*** [-9.177]
OCF	+	0.534*** [6.736]	0.532*** [6.718]	0.466*** [5.959]	0.463*** [5.922]
GRW	-	-0.019 [-0.816]	-0.017 [-0.732]	-0.046** [-2.031]	-0.044* [-1.939]
MTB	+	0.017*** [4.450]	0.018*** [4.539]	0.009** [2.284]	0.009** [2.419]
PPE	?	-0.005* [-1.836]	-0.005* [-1.877]	-0.004 [-1.352]	-0.004 [-1.377]
INTAG	?	-0.333** [-2.408]	-0.356*** [-2.591]	-0.101 [-0.739]	-0.103 [-0.761]
R&D	?	-0.172 [-1.006]	-0.153 [-0.897]	-1.013*** [-6.023]	-0.996*** [-5.916]
NOL	-	-0.038*** [-10.001]	-0.038*** [-10.013]	-0.066*** [-17.639]	-0.066*** [-17.630]
Z-score	-	-0.115*** [-14.227]	-0.116*** [-14.403]	-0.110*** [-13.865]	-0.112*** [-14.080]
DIV	+	0.063*** [4.271]	0.062*** [4.233]	0.028* [1.917]	0.026* [1.778]
FOR	+	0.245*** [5.677]	0.240*** [5.578]	0.216*** [5.076]	0.211*** [4.963]
OWR	+/-	0.058* [1.868]	0.058* [1.879]	0.047 [1.551]	0.046 [1.513]
ΣIND		Yes	Yes	Yes	Yes
ΣYD		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.282	0.284	0.301	0.302
F Value		50.21***	50.59***	54.98***	55.23***
N		3,380	3,380	3,380	3,380

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 단, OPAQUE1, OPAQUE2의 경우 (-1)를 곱한 결과임.

주2) 괄호 []의 수치는 각 변수의 t 값임.

주3) ***, **, *는 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의하며, 양측검증으로 제시함.

기타 통제변수의 경우 대체로 SIZE, OCF, MTB, DIV, FOR, OWR은 종속변수에 대해 유의한 양(+)의 관계를, LEV, GRW, INTAG, R&D, NOL, Z-score는 유의한 음(-)의 관계로 나타나 <표 4>의 결과와 대체로 일치하였다.²⁸⁾

다음으로 <표 6>의 결과를 보면,²⁹⁾ 가설 1의 관심변수(CG)인 ESG는 종속변수의 측정방법(CSUST, GSUST)에 상관없이 통계적으로 유의한 값이 나타나지 않았다. 이러한 결과는 <표 5>의 경우와 일치한다.

<표 6> 지배구조, 이익의 질(OPAQUE3, OPAQUE4)과 지속적인 세무전략 간의 회귀분석 결과 : H1, H2

$$SUST_i = \beta_0 + \beta_1 CG_i + \beta_2 EQ_i + \beta_3 SIZE_i + \beta_4 LEV_i + \beta_5 OCF_i + \beta_6 GRW_i + \beta_7 MTB_i + \beta_8 PPE_i + \beta_9 INTAG_i + \beta_{10} R\&D_i + \beta_{11} NOL_i + \beta_{12} Z-score_i + \beta_{13} DIV_i + \beta_{14} FOR_i + \beta_{15} OWR_i + \sum IND + \sum YD + \varepsilon_i \tag{1}$$

Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=ESG			
		EQ=OPAQUE3	OPAQUE4	OPAQUE3	OPAQUE4
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	-0.003 [-0.474]	-0.002 [-0.435]	-0.003 [-0.617]	-0.003 [-0.593]
EQ	+	0.077*** [4.502]	0.076 [1.293]	0.053*** [3.124]	0.056 [0.976]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
ΣIND		Yes	Yes	Yes	Yes
ΣYD		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.285	0.281	0.303	0.302
F Value		50.94***	49.97***	55.48***	55.01***
N		3,380	3,380	3,380	3,380

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 단, OPAQUE3, OPAQUE4의 경우 (-1)를 곱한 결과임.

주2) 괄호 []의 수치는 각 변수의 t 값임.

주3) ***, **, *는 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의하며, 양측검정으로 제시함.

반면, 가설 2의 관심변수(EQ)인 OPAQUE3과 OPAQUE4의 경우 종속변수에 대해 양(+)의 값을 보이지만, 추정모형 (1)과 (3)만 통계적으로 유의한 양(+)의 값이 나타났다. DA로 측정된 OPAQUE1과 OPAQUE2의 결과와 비교해 RM으로 측정된 OPAQUE3과 OPAQUE4 중 OPAQUE3의 경우만 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 관찰되었다. 그러한 점에서

28) 다만, GRW와 INTAG는 <표 4>의 단순 상관관계에서는 유의한 관계를 보이지 않았으나, 두 변수는 CSUST 또는 GSUST에 따라 유의한 음(-)의 관계로 나타났다.

29) <표 6>의 경우 <표 5>와 같은 통제변수가 고려되었기 때문에 종속변수에 대한 결과는 앞서 <표 5>의 경우와 질적으로 유사하다.

앞서 <표 5>의 경우보다는 제한된(limited) 증거이기는 하나, DA와 RM으로 측정된 OPAQUE1 ~ OPAQUE4의 결과로 볼 때 대체로 투명한 재무보고의 기업일수록 지속적인 세무전략을 수행하는 경향을 보이고 있다.

이상의 <표 5>와 <표 6>의 분석결과를 종합해 보면, 우수한 기업지배구조 또는 지속가능경영의 기업이 시계열적으로 Cash(GAAP) ETR의 변동성을 낮추는 지속적인 세무전략을 수행한다는 증거는 관찰되지 않았다. 한편으로, 이 결과는 지속적인 세무전략의 기업이 더 투명한 정보환경이나 기업투명성이 높다고 주장한 Neuman et al.(2013)과는 다른 실증적 증거이다. 오히려 국내 상장기업들의 경우는 이익의 질이 높은 기업에서 지속적인 세무전략을 수행하는 것으로 나타났다. 이는 높은 이익의 질의 기업일수록 시계열적으로 유효세율의 변동성을 낮춘다는 결과이다. 그러한 점에서 가설 1은 지지되지 않은 반면에, 가설 2는 제한적이기는 하나 지지된 증거로 나타났다. 특히 DA와 RM으로 측정된 OPAQUE1 ~ OPAQUE4의 경우 모두 일관된 방향의 증거를 보였다.

4. 가설 3의 회귀분석 결과

가설 3을 검증하기 위해 식(2)의 모형을 사용한 다변량 회귀분석의 결과는 <표 7>에 나타내었다. 앞서 전술한 바와 같이 식(2)의 상호작용변수인 CG*EQ의 경우 다중공선성 문제를 최소화하기 위하여 CG인 ESG를 서열순위인 연속변수 대신 더미변수로 분석에 고려하였다. 선행연구인 마희영(2020)은 KCGS의 기업지배구조 변수를 이용할 때 B+ 이상이면 지배구조가 우수한 것으로 보았다. 따라서 본 연구는 앞서의 연구를 준용하여 ESG를 ESG 등급이 A+, A, B+이면 1, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 측정하였다. 표 보고방식은 앞서의 표와 유사하다. 표에서 Panel A는 <표 5>의 OPAQUE1과 OPAQUE2의 결과이고, Panel B는 <표 6>의 OPAQUE3과 OPAQUE4의 결과이다. 지면상 관심변수를 중심으로 요약된 표로 제시하였다.

<표 7>의 결과를 보면, Panel A와 B에서 F 값이 추정모형 (1)~(4) 모두에서 통계적으로 유의한 값을 보여 본 연구에서 이용된 모형은 적합성이 있다. 모형의 설명력인 $Adj. R^2$ 는 Panel A의 경우 0.282~0.302 사이이고, Panel B의 경우 0.281~0.303 사이로 나타났다.³⁰⁾

30) 설명변수 사이에 다중공선성이 문제되는지를 분산팽창요인(VIF) 값으로 살펴보았다. <표 7>의 Panel A에서 VIF의 값이 가장 높았던 변수는 모두 ESG이고, 그 값이 추정모형 (1)부터 (4)까지 각각 3.06, 2.65, 3.06, 2.65이었다. 또한 Panel B에서 VIF의 값이 가장 높았던 변수는 (1)부터 (4)까지 SIZE(2.33), ESG(2.97), SIZE(2.33), ESG(2.97)로 나타나 앞서와 유사한 수준이다.

〈표 7〉 지배구조와 이익의 질(OPAQUE1~OPAQUE4)의 상호작용변수와 지속적인 세무전략 간의 회귀분석 결과 : H3

$$SUST_t = \beta_0 + \beta_1 CG_t + \beta_2 EQ_t + \beta_3 CG_t * EQ_t + \beta_4 SIZE_t + \beta_5 LEV_t + \beta_6 OCF_t + \beta_7 GRW_t + \beta_8 MTB_t + \beta_9 PPE_t + \beta_{10} INTAG_t + \beta_{11} R\&D_t + \beta_{12} NOL_t + \beta_{13} Z-score_t + \beta_{14} DIV_t + \beta_{15} FOR_t + \beta_{16} OWR_t + \Sigma IND + \Sigma YD + \varepsilon_t \quad (2)$$

Panel A : <표 5>의 경우

Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG =ESG			
		EQ=OPAQUE1	OPAQUE2	OPAQUE1	OPAQUE2
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	0.008 [0.413]	-0.003 [-0.157]	-0.006 [-0.325]	-0.005 [-0.291]
EQ	+	0.094* [1.944]	0.389*** [3.387]	0.037 [0.773]	0.260** [2.297]
CG*EQ	+	0.072 [0.696]	-0.048 [-0.193]	-0.065 [-0.630]	-0.159 [-0.656]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
ΣIND		Yes	Yes	Yes	Yes
ΣYD		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.282	0.284	0.301	0.302
F Value		48.42***	48.76***	53.00***	53.25***
N		3,380	3,380	3,380	3,380

Panel B : <표 6>의 경우

Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG =ESG			
		EQ=OPAQUE3	OPAQUE4	OPAQUE3	OPAQUE4
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	0.001 [0.073]	0.006 [0.353]	-0.001 [-0.043]	-0.004 [-0.204]
EQ	+	0.088*** [4.650]	0.061 [0.966]	0.044** [2.334]	0.064 [1.027]
CG*EQ	+	-0.050 [-1.396]	0.099 [0.648]	0.037 [1.036]	-0.063 [-0.416]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
ΣIND		Yes	Yes	Yes	Yes
ΣYD		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.285	0.281	0.303	0.301
F Value		49.19***	48.19***	53.52***	53.02***
N		3,380	3,380	3,380	3,380

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 다만, ESG=한국기업지배구조원의 ESG 등급이 A+, A, B+이면 1, B, B이하, C이하이면 0의 값의 더미변수임.

주2) 괄호 []의 수치는 각 변수의 t 값임.

주3) ***, **, *는 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의하며, 양측검증으로 제시함.

관심변수인 상호작용변수 CG*EQ는 Panel A와 B에서 모두 종속변수(CSUST, GSUST)의 측정방법에 상관없이 유의한 값이 관찰되지 않았다. 이러한 결과는 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 우수한 지배구조에 따라 더 강화되지는 않음을 나타낸다. 따라서 가설 3은 지지된 결과를 보이지 않았다.

한편, Panel A와 B에서 가설 1의 관심변수(CG)인 ESG는 앞서 표의 결과와 같이 통계적으로 유의한 계수 값이 관찰되지 않았고, 가설 2의 관심변수(EQ)인 OPAQUE1~OPAQUE4는 <표 5>와 <표 6>의 경우와 유사하게 대체로 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이러한 결과는 한편으로 지속적인 세무전략에 영향을 미치는 요인이 지배구조 변수라기보다는 이익의 질이 더 중요하다는 것을 시사한다.

5. 추가분석 결과

한국기업지배구조원에서 제공하는 ESG 등급의 경우 세 가지 세부사항인 기업지배구조(GOV), 사회책임경영(SOC), 환경경영(ENV)으로 구성된다. 즉 KCGS는 GOV인 기업지배구조 모범규준의 경우 우리나라 기업의 투명성과 효율성을 제고함으로써 기업가치를 극대화하는 데 기여하는 것을 목적으로 1999년 9월에 제정되었다. 또한 SOC인 사회책임경영 모범규준의 경우 지속가능경영에 대한 사회적 관심이 커지고 국제 자본시장에서 기업의 사회적 책임이 중요한 투자 의사결정의 고려요소가 됨에 따라 국내 상장기업들이 대내외적으로 신뢰받는 기업이 될 수 있도록 사회책임경영의 방향을 제시하기 위해 2010년 12월에 제정되었고, ENV인 환경경영 모범규준의 경우도 환경문제가 기업의 지속가능한 발전에 중요한 영향을 미치는 변수로 부각됨에 따라 국내 기업들이 추구해야 할 바람직한 환경경영의 방향을 제시하기 위해 2010년 12월에 제정되었다. 따라서 본 절의 추가분석에서는 ESG 대신 이를 구성하는 세 가지 항목인 GOV, SOC, ENV로 나누어 가설 1에 대한 사항을 추가로 살펴보고자 한다. 이를 위해 본 연구는 식(1)의 관심변수 ESG 대신 GOV, SOC, ENV로 대체하여 각각의 회귀분석을 수행하였다. 그 분석결과는 <표 8> 및 <표 9>에 보고하였다. 표에서 Panel A는 관심변수 CG가 GOV인 결과를, Panel B는 CG가 SOC인 결과를, 그리고 Panel C는 CG가 ENV인 결과를 각각 보고하였다. 또한 <표 8>의 EQ가 OPAQUE1과 OPAQUE2의 결과이고, <표 9>의 EQ가 OPAQUE3과 OPAQUE4의 결과이다. 지면상 앞서와 같이 가설 1과 2의 관심변수를 중심으로 요약된 표로 제시한다.

<표 8> 및 <표 9>의 결과를 같이 살펴보면, 관심변수 GOV는 OPAQUE1~OPAQUE4의 포함 여부에 상관없이 추정모형 (1)~(4) 모두 종속변수(CSUST, GSUST)에 대해 통계적으로 유의한 값이 나타나지는 않았다(Panel A). 이러한 결과는 <표 5>와 <표 6>에서 ESG의 결과와 질적으로 유사하다. 따라서 가설의 경우 ESG 대신 GOV로 분석하더라도 가설 1은 지지된 결과를 보이지 않았다. 또한 ESG의 구성 중 SOC의 경우도 앞서 GOV와 유사하게 통계적으로 유의한 값을 보이지 않았다(Panel B).

〈표 8〉 추가분석결과 1 : H1, H2

Panel A : <표 5>의 경우, CG=GOV					
Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=GOV			
		EQ=OPAQUE1	OPAQUE2	OPAQUE1	OPAQUE2
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	0.003 [0.458]	0.003 [0.525]	-0.005 [-0.844]	-0.004 [-0.773]
EQ	+	0.110** [2.506]	0.381*** [3.699]	0.023 [0.530]	0.224** [2.205]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.282	0.284	0.301	0.302
F Value		50.21***	50.60***	55.00***	55.24***
N		3,380	3,380	3,380	3,380
Panel B : <표 5>의 경우, CG=SOC					
Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=SOC			
		EQ=OPAQUE1	OPAQUE2	OPAQUE1	OPAQUE2
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	-0.001 [-0.263]	-0.001 [-0.167]	-0.005 [-1.002]	-0.004 [-0.983]
EQ	+	0.110** [2.501]	0.379*** [3.681]	0.026 [0.599]	0.228** [2.240]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.282	0.284	0.302	0.303
F Value		50.20***	50.58***	55.01***	55.26***
N		3,380	3,380	3,380	3,380
Panel C : <표 5>의 경우, CG=ENV					
Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=ENV			
		EQ=OPAQUE1	OPAQUE2	OPAQUE1	OPAQUE2
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	-0.012** [-2.496]	-0.013** [-2.549]	-0.011** [-2.206]	-0.011** [-2.281]
EQ	+	0.118*** [2.639]	0.424*** [4.029]	0.028 [0.626]	0.230** [2.218]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.278	0.280	0.300	0.301
F Value		47.61***	48.09***	52.98***	53.22***
N		3,272	3,272	3,272	3,272

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 단, 회귀분석시 ΣIND 및 ΣYD가 포함된 결과임.

주2) 괄호 []의 수치는 각 변수의 t 값임.

주3) ***, **, *는 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의하며, 양측검증으로 제시함.

〈표 9〉 추가분석결과 2 : H1, H2

Panel A : <표 6>의 경우, CG=GOV					
Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=GOV			
		EQ=OPAQUE3	OPAQUE4	OPAQUE3	OPAQUE4
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	0.001 [0.135]	0.002 [0.395]	-0.006 [-1.033]	-0.005 [-0.848]
EQ	+	0.076*** [4.479]	0.075 [1.278]	0.053*** [3.163]	0.054 [0.936]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.285	0.281	0.303	0.302
F Value		50.93***	49.97***	55.52***	55.03***
N		3,380	3,380	3,380	3,380
Panel B : <표 6>의 경우, CG=SOC					
Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=SOC			
		EQ=OPAQUE3	OPAQUE4	OPAQUE3	OPAQUE4
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	-0.001 [-0.214]	-0.001 [-0.194]	-0.005 [-1.017]	-0.005 [-1.005]
EQ	+	0.077*** [4.495]	0.075 [1.278]	0.053*** [3.124]	0.056 [0.976]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.285	0.281	0.303	0.302
F Value		50.93***	49.96***	55.52***	55.05***
N		3,380	3,380	3,380	3,380
Panel C : <표 6>의 경우, CG=ENV					
Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=ENV			
		EQ=OPAQUE3	OPAQUE4	OPAQUE3	OPAQUE4
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	-0.011** [-2.299]	-0.012** [-2.477]	-0.010** [-2.137]	-0.011** [-2.216]
EQ	+	0.076*** [4.402]	0.111* [1.773]	0.053*** [3.127]	0.039 [0.639]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.281	0.277	0.302	0.300
F Value		48.25***	47.41***	53.48***	52.98***
N		3,272	3,272	3,272	3,272

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 단, 회귀분석시 ΣIND 및 ΣYD 가 포함된 결과임.

주2) 괄호 []의 수치는 각 변수의 t 값임.

주3) ***, **, *는 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의하며, 양측검증으로 제시함.

반면, ENV는 기대와 달리 종속변수(CSUST, GSUST)의 측정방법에 상관없이 추정모형 (1)~(4) 모두에서 유의한 음(-)의 값이다. 오히려 환경경영 등급이 낮은 기업일수록 지속적인 세무 전략을 수행하는 것으로 나타났다(Panel C). 이는 국내 상장기업들에서 환경경영이 아직까지 제대로 정착되지 않아 나타난 결과로 보인다.

반면, Panel A부터 C까지에서 GOV, SOC, ENV의 포함여부에 상관없이 가설 2의 관심변수인 OPAQUE1~OPAQUE4의 결과들은 <표 5>와 <표 6>의 경우와 일관된 증거를 보이고 있다.

이상을 종합하면, 가설 1에 대해 KCGS의 ESG 등급의 세부항목인 기업지배구조, 사회책임경영 및 환경경영으로 나누어 분석하더라도 이들의 등급이 높더라도 지속적인 세무전략과 양(+)의 관련성은 발견되지 않았다. 환경경영 등급은 오히려 기대와 반대의 결과였다. 반면에, 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에는 여전히 양(+)의 관계로 나타났다. 그러한 점에서 높은 이익의 질이 우수한 지배구조에 기인한다고 할 수 있으나, 지배구조보다는 높은 이익의 질이 지속적인 세무전략에 더 중요한 영향을 준다는 것을 알 수 있다.

6. 민감도 분석결과

본 절에서는 앞서의 <표 5>와 <표 6>의 결과에 강건성(robustness)이 있는지를 몇 가지 민감도 분석을 통해 추가로 살펴보고자 한다. 본 연구의 첫 번째 민감도 분석에서는 앞서 <표 5>와 <표 6>의 분석결과에 대해 특히 가설 1에 대하여 관심변수인 ESG를 서열순위의 연속변수 대신 선행연구에서 이용된 더미변수로 측정한 경우에도 분석결과에 강건성이 있는지를 알아본다. 이를 위해 본 연구는 선행연구인 마희영(2020)의 방법처럼 ESG에 대해 ESG 등급이 B+ 이상이면 우수한 지배구조로 보아 1을, 그렇지 않으면 0인 더미변수로 재측정 하였다. 식(1)의 모형에 ESG 대신 더미변수로 측정된 ESG로 대체한 후 회귀분석을 다시 수행한 결과는 <표 10>과 같다. 표 보고방식은 앞서와 유사하다.

표의 결과를 보면, 가설 1의 관심변수를 더미변수로 측정한 경우에도 ESG는 Panel A와 B 모두 종속변수(CSUST, GSUST)의 측정방법에 상관없이 통계적으로 유의한 값이 관찰되지는 않았다. 따라서 이러한 결과는 <표 5>와 <표 6>의 경우 ESG를 서열순위변수나 더미변수로 측정한 것에 따라 검증결과가 민감하지는 않음을 나타낸다.

〈표 10〉 민감도 분석결과 1 : H1, H2

Panel A : <표 5>의 경우					
Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=ESG			
		EQ=OPAQUE1	OPAQUE2	OPAQUE1	OPAQUE2
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	-0.001 [-0.084]	-0.001 [-0.048]	0.002 [0.143]	0.002 [0.145]
EQ	+	0.109** [2.494]	0.379*** [3.681]	0.024 [0.555]	0.227** [2.237]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.282	0.284	0.301	0.302
F Value		50.20***	50.58***	54.96***	55.21***
N		3,380	3,380	3,380	3,380
Panel B : <표 6>의 경우					
Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=ESG			
		EQ=OPAQUE3	OPAQUE4	OPAQUE3	OPAQUE4
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	-0.002 [-0.116]	-0.001 [-0.108]	0.001 [0.097]	0.001 [0.099]
EQ	+	0.077*** [4.494]	0.075 [1.277]	0.052*** [3.109]	0.054 [0.940]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.285	0.281	0.303	0.301
F Value		50.93***	49.96***	55.46***	54.99***
N		3,380	3,380	3,380	3,380

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 다만, ESG=한국기업지배구조원의 ESG 등급이 A+, A, B+이면 1, B, B이하, C이하이면 0의 값의 더미변수, 그리고 회귀분석시 ΣIND 및 ΣYD가 포함된 결과임.

주2) 괄호 []의 수치는 각 변수의 t 값임.

주3) ***, **, *는 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의하며, 양측검증으로 제시함.

두 번째 민감도 분석에서는 가설 3에 대한 사항이다. 앞서 가설 3의 분석인 <표 7>의 결과는 CG의 대용치로 KCGS의 ESG 변수를 이용한 경우였다. 본 절에서는 ESG의 세부 구성 중 지배 구조와 관련된 GOV로 분석한 경우를 가설 3에 대한 민감도 분석으로 살펴보고자 한다. 앞서와 같이 CG*EQ의 상호작용변수의 다중공선성 문제를 최소화하기 위해 본 연구는 GOV를 마희영 (2020)의 방법처럼 A+, A, B+이면 우수한 지배구조로 보아 1을, 그렇지 않으면 0인 더미변수

로 측정한 후 회귀분석을 재수행 하였다. 그 결과는 <표 11>에 나타내었다.

<표 11> 민감도 분석결과 2 : H3

Panel A : <표 5>의 경우

Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=GOV			
		EQ=OPAQUE1	OPAQUE2	OPAQUE1	OPAQUE2
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	0.035** [2.172]	0.021 [1.395]	0.011 [0.719]	0.005 [0.306]
EQ	+	0.030 [0.575]	0.263** [2.193]	-0.010 [-0.201]	0.184 [1.555]
CG*EQ	+	0.260*** [2.880]	0.416* [1.889]	0.111 [1.252]	0.154 [0.706]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.284	0.284	0.301	0.302
F Value		48.81***	48.94***	53.07***	53.25***
N		3,380	3,380	3,380	3,380

Panel B : <표 6>의 경우

Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=GOV			
		EQ=OPAQUE3	OPAQUE4	OPAQUE3	OPAQUE4
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	0.000 [0.008]	0.001 [0.075]	-0.006 [-0.492]	-0.005 [-0.360]
EQ	+	0.100*** [4.629]	0.076 [1.079]	0.054** [2.533]	0.065 [0.931]
CG*EQ	+	-0.056* [-1.743]	-0.004 [-0.033]	-0.002 [-0.069]	-0.029 [-0.255]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.286	0.281	0.303	0.301
F Value		49.25***	48.16***	53.48***	53.02***
N		3,380	3,380	3,380	3,380

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 다만, GOV=한국기업지배구조원의 ESG 등급이 A+, A, B+이면 1, B, C, D이면 0의 값의 더미변수, 그리고 회귀분석시 ΣIND 및 ΣYD가 포함된 결과임.

주2) 괄호 []의 수치는 각 변수의 t 값임.

주3) ***, **, *는 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의하며, 양측검증으로 제시함.

표의 결과를 보면, DA로 계산한 OPAQUE1과 OPAQUE2를 이용한 Panel A에서 가설 3의 관심변수인 CG*EQ의 상호작용변수는 추정모형 (1)과 (2)의 경우 종속변수 CSUST에 대해 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 즉 추정모형 (1)의 경우 CG를 GOV의 더미변수로 한 경우 종속변수를 Cash ETR로 측정한 CSUST에 대해서 유의한 양(+)의 값이 나타났다. 이는 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 우수한 기업지배구조의 기업일 때 더 강화된다는 결과이다.

반면, CG*EQ의 상호작용변수는 GAAP ETR로 측정된 종속변수 GSUST에 대해서는 계수 값은 양(+)이나, 통계적으로 유의하지 않았다. 또한 RM으로 계산된 OPAQUE3과 OPAQUE4를 이용한 Panel B에서 가설 3의 관심변수 CG*EQ의 상호작용변수도 대체로 유의한 값이 관찰되지는 않았고, 다만 추정모형 (1)의 경우만 한계적인(marginal) 수준에서 기대와 달리 유의한 음(-)의 값을 보이고 있다.

<표 11>의 결과를 종합하면, 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 우수한 지배구조에 따라 더 강화될 것으로 예상했던 가설 3의 경우 제한된 증거(limited evidence)이기는 하나, 지속가능경영을 나타내는 ESG 대신 기업지배구조를 나타내는 GOV로 분석하면, 또한 DA로 계산된 OPAQUE1과 OPAQUE2의 경우 그리고 종속변수로 Cash ETR로 계산된 CSUST일 때 지지된 증거로 나타났다. 즉 높은 이익의 질의 기업이 시계열적으로 유효세율의 변동성을 낮추는 경향은 기업지배구조가 우수할 때 더 뚜렷한 결과를 보인다는 결과이다. 하지만, 종속변수를 GAAP ETR로 측정한 GSUST의 경우나, 또는 RM으로 계산되는 OPAQUE3과 OPAQUE4의 경우에는 지지된 결과를 보이지는 않았다.

본 연구의 세 번째 민감도 분석에서는 McGuire et al.(2013)의 방법과 같이 CSUST와 GSUST를 과거 5년간의 자료를 이용하여 분석할 경우에도 <표 5>와 <표 6>의 결과가 강건한지를 추가로 살펴보았다. 그 결과는 <표 12>에 보고하였다.

표를 보면, Panel A와 B에서 가설 1의 관심변수(CG)인 ESG는 종속변수(CSUST, GSUST)의 측정방법에 상관없이 전반적으로 유의한 계수 값이 관찰되지 않아 앞서 <표 5>와 <표 6>의 경우와 일치한다. 반면, 가설 2의 관심변수(EQ)인 OPAQUE1~OPAQUE4는 종속변수(CSUST, GSUST)의 측정방법에 상관없이 Panel A의 경우 추정모형 (2), (4)에서, 또한 Panel B의 경우 추정모형 (1)과 (3)에서 유의한 양(+)의 값이다. 이러한 결과는 대체로 <표 5>와 <표 6>의 증거와 유사하다. 따라서 이상의 결과로 볼 때, <표 5>와 <표 6>의 결과는 종속변수(CSUST, GSUST)를 단기 측면인 과거 3년간의 자료나 장기 측면인 과거 5년간의 자료로 분석해도 결과는 민감하지 않았다.

〈표 12〉 민감도 분석결과 3 : H1, H2 (SUST = 5년간 자료를 이용한 경우)

Panel A : <표 5>의 경우

Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=ESG			
		EQ=OPAQUE1	OPAQUE2	OPAQUE1	OPAQUE2
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	0.001 [0.154]	0.001 [0.220]	0.002 [0.285]	0.002 [0.332]
EQ	+	0.069 [1.447]	0.323*** [2.944]	0.024 [0.483]	0.271** [2.350]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.330	0.332	0.263	0.264
F Value		53.31***	53.67***	38.77***	39.04***
N		2,863	2,863	2,863	2,863

Panel B : <표 6>의 경우

Variables	pred. sign	종속변수=CSUST		종속변수=GSUST	
		CG=ESG			
		EQ=OPAQUE3	OPAQUE4	OPAQUE3	OPAQUE4
		(1)	(2)	(3)	(4)
CG	+	0.000 [0.008]	0.001 [0.116]	0.001 [0.208]	0.001 [0.217]
EQ	+	0.098*** [5.538]	0.057 [0.905]	0.053*** [2.831]	0.085 [1.282]
Control variables		Yes	Yes	Yes	Yes
Adj. R ²		0.337	0.330	0.265	0.263
F Value		54.90***	53.24***	39.16***	38.84***
N		2,863	2,863	2,863	2,863

주1) 변수에 관한 정의는 <표 2>를 참조. 다만, CSUST 및 GSUST는 과거 5년간 자료를 이용하여 측정함.

단, 회귀분석시 ΣIND 및 ΣYD 가 포함된 결과임.

주2) 괄호 []의 수치는 각 변수의 t 값임.

주3) ***, **, *는 0.01, 0.05, 0.1 수준에서 통계적으로 유의하며, 양측검증으로 제시함.

마지막으로, <표 5>와 <표 6>에 대한 강건성 분석으로 본 절에서는 개별기업 수준(firm level)의 군집성을 추가로 통제한 후에도 가설 1과 2의 관심변수인 CG(ESG)와 EQ(OPAQUE1 ~

OPAQUE4)의 분석결과가 강건한지를 알아보았다. 지면상 표로 제시하지 않았으나, Cluster test를 수행하더라도 <표 5>와 <표 6>의 분석결과는 질적으로 유사하였다. 이는 앞서 <표 5>와 <표 6>의 분석결과가 군집성이 추가로 통제된 표준오차 값의 결과에서도 민감하지 않음을 나타낸다.

V. 결 론

본 연구는 우수한 기업지배구조와 지속적인 세무전략 간에 관계가 있는지, 또한 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 있는지, 그리고 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 우수한 지배구조에 따라 더 강화되는지에 대해 실증적으로 알아보았다.

지속적인 세무전략을 분석한 선행연구들은 지속적인 세무전략의 기업이 이익의 지속성이 높고, 투자자 측면에서 지속적인 세무전략의 정보는 긍정적인 영향을 준다고 주장한다(McGuire et al. 2013 ; Neuman 2016). 또한 과거 선행연구들은 지속적으로 세무전략을 수행하는 기업이 더 투명한 정보환경이나 기업투명성 또는 회계투명성이 높다고 주장한다(Neuman et al. 2013 ; 박종국 외 2015). 그러나 이들 연구는 시장반응(McGuire et al. 2013 ; Neuman 2016 ; 박종국 외 2015)이나 기업성과(Neuman et al. 2013) 측면에서 지속적인 세무전략을 다루었기 때문에 투명한 재무보고 또는 기업지배구조와 지속적인 세무전략의 관계를 직접적으로 연계시켜 살펴본 실증적 증거는 아직까지 전무했다. 따라서 본 연구는 지속적인 세무전략을 수행하는 기업들이 더 투명한 정보환경에 있다는 선행연구, 또한 기업투명성과 회계투명성이 높다는 주장이 실증적으로도 뒷받침되는지를 알아보기 위하여 앞서와 같은 세 가지 연구주제를 중심으로 살펴보았다.

이를 위해 본 연구는 종속변수인 지속적인 세무전략의 대용치를 McGuire et al.(2013)의 방법을 준용하여 과거 3년간 또는 과거 5년간 Cash(GAAP) ETR의 변이계수로 측정하였다. 또한 관심변수인 지배구조 변수는 한국기업지배구조원의 ESG 등급과 그 구성인 GOV(기업지배구조), SOC(사회책임경영), ENV(환경경영)의 각 등급을 이용하고, 이익의 질의 대용치는 전규안·박종일(2019)에서 사용된 바 있었던 DA와 RM에 기초하여 계산되는 과거 3년간의 OPAQUE1~OPAQUE4 측정치를 이용하였다. 본 연구의 분석기간은 2011년부터 2019년까지 총 9년간이고, 상장기업 중 표본의 조건을 만족하는 최종표본이 3,380개 기업/연 자료이다.

분석된 결과를 요약하면 다음과 같다. 첫째, 종속변수에 영향을 미치는 일정 통제변수가 고려된 후에도 ESG 등급과 지속적인 세무전략 간에는 유의한 관계를 관찰할 수 없었다. 이는 지속적인 세무전략의 기업이 더 투명한 정보환경 또는 기업투명성이 높다는 주장과는 다른 실증적 증거이다(Neuman et al. 2013). 둘째, OPAQUE1~OPAQUE4로 측정된 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에는 유의하게 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 투명한 재무보고

는 지속적인 세무전략과 밀접한 관련이 있음을 시사한다. 셋째, 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 ESG 등급으로 측정되는 지속가능경영에 따라 더 강화되지는 않는 것으로 나타났다. 다만, DA와 RM으로 계산되는 OPAQUE1~OPAQUE4에 따라 다소 차이가 있어 제한된 증거이기는 하나, 기업지배구조를 나타내는 GOV 등급을 이용한 경우 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 우수한 지배구조일 때 더 강화되는 것으로 나타났다.

이상의 결과를 종합하면, 본 연구는 국내 상장기업들을 대상으로 KCGS의 ESG 등급으로 측정된 기업지배구조와 지속적인 세무전략 간의 관계, 또한 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간의 관계, 그리고 높은 이익의 질과 지속적인 세무전략 간에 양(+)의 관계가 우수한 기업지배구조에 따라 다른지에 관한 실증적 증거를 보여주었다는 데 의미가 있다. 특히 본 연구결과에서는 지배구조의 영향보다 높은 이익의 질이 시계열적으로 유효세율을 낮추는 지속적인 세무전략과 더 밀접한 관계가 있음을 보여주고 있다. 이러한 본 연구의 발견은 국내의 상장기업들에서 우수한 지배구조 환경보다 투명한 재무보고의 환경이 지속적인 세무전략에 더 중요한 영향을 미치는 결정요인임을 밝히고 있어 관련연구에도 새로운 증거를 제공해 준다. 또한 본 연구는 한국기업지배구조원의 자료와 지속적인 세무전략의 관계를 분석한 처음의 연구라는 점에서도 의의가 있다. 아울러 기업지배구조, 높은 이익의 질 그리고 지속적인 세무전략 간의 관계에 관심이 있는 학계뿐 아니라 투자자, 실무계, 규제기관 및 정책입안자에게도 이들의 관계에 대한 전반적인 이해에 본 연구결과는 도움을 줄 것으로 예상된다.

이상과 같은 유익한 발견 및 시사점에도 본 연구는 다음의 분석상 한계가 있다. 첫째, 본 연구에서 분석에 사용되었던 식(1)과 식(2)의 모형에서 추가로 고려되지 않은 생략된 변수의 문제는 있다. 둘째, 본 연구의 종속변수인 Cash(GAAP) ETR의 변이계수를 측정하기 위해서는 과거 3년간 세전이익이 연속되게 양(+)인 조건이 있으므로, 표본의 구성상 상대적으로 재무건전성이 높은 기업이 주로 분석되는 자기선택 편이의 문제가 있을 수 있다. 셋째, 한국기업지배구조원은 매년 900개 정도의 상장기업을 대상으로 ESG 등급을 평가하고 있어 KCGS에서 평가의 대상이 아닌 기업은 분석에 고려되지 않으므로, 본 연구결과를 전체 상장기업으로 확장시켜 투영하는 데는 한계가 있다. 이러한 사항들은 결과를 해석하는데 있어 고려할 필요가 있다. 한편으로, 이러한 측면의 분석상의 한계는 유효세율을 분석한 과거 연구들에서도 쉽게 관찰되는 문제이다.

참고문헌

- 강승구 · 김진수 · 고종권. 2017. “조세회피와 세무위험이 내재자본비용에 미치는 영향”. 회계저널 제26권 제5호 : 311-346.
- 강정연 · 고종권. 2014. “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향”. 회계학연구 제39권 제1호 : 147-183.
- 강정연 · 김영철. 2012. “조세회피와 소유구조.” 세무학연구 제29권 제2호 : 37-67.
- 김동순 · 박동욱. 2013. “기업지배구조의 우수성 및 효과성과 이익의 질 간의 관계에 대한 연구”. 한국기업경영학회 제20권 제2호 : 125-149.
- 김동영. 2020. “ESG평가등급이 잉여현금흐름에 미치는 영향”. 상업교육연구 제34권 제4호 : 153-177.
- 김선미 · 유승원 · 홍준용. 2020. “기업지배구조가 조세회피와 이익조정 간 관계에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제21권 제5호 : 193-220.
- 김우영 · 마희영. 2018. “조세전략 지속성이 이익 지속성에 미치는 영향”. 회계연구 제23권 제3호 : 65-91.
- 김유찬 · 강운식. 2011. “기업지배구조가 실물활동에 기반을 둔 이익조정에 미치는 효과”. 경영학연구 제40권 제1호 : 1-28.
- 김은주 · 조용언. 2012. “조세회피와 감사품질과 타인자본비용의 관련성”. 국제회계연구 제44권 : 279-300.
- 김지홍 · 고재민 · 고운성. 2008. “적자 회피 및 이익 평준화를 위한 실제 이익조정 활동”. 회계저널 제17권 제4호 : 31-63.
- 김진수 · 김임현. 2016. “조세회피가 정보비대칭에 미치는 영향 -대형회계법인과 재무분석가의 외부감시효과를 중심으로-”. 세무학연구 제33권 제3호 : 111-141.
- 나 영 · 임옥빈 · 김명서. 2013. “ESG 정보와 타인자본비용의 관련성에 대한 실증연구”. 회계정보연구 제31권 제1호 : 453-487.
- 마희영. 2018. “조세전략의 지속가능성이 회계정보의 가치관련성에 미치는 영향”. *Asia-Pacific Journal of Business* 9(3) : 71-82.
- 마희영. 2020. “기업지배구조 및 이익조정이 법인세비용과 현금납부법인세 차이에 미치는 영향”. 세무학연구 제37권 제2호 : 71-96.
- 박경서. 2017. “기업지배구조 연구의 고찰과 향후 국내관련 연구의 방향”. 경영학연구 제46권 제3호 : 625-662.
- 박성원 · 고종권 · 김영철. 2014. “재무적 제약과 조세회피”. 회계저널 제23권 제4호 : 339-382.
- 박애영. 2013. “기업지배구조평가등급이 실제이익조정에 미치는 영향”. 대한경영학회지 제26권 제5호 : 1289-1315.

- 박종국 · 홍영은. 2009. “조세회피와 외국인지분율”. 세무학연구 제26권 제1호 : 105-135.
- _____ · _____ · 이미영. 2015. “지속적인 조세전략과 회계투명성”. 세무회계연구 제44권 : 85-103.
- 박종일. 2019. “지속적인 세무전략이 정보비대칭과 자본비용에 미치는 영향”. 세무와 회계 연구 제8권 3호 : 405-471.
- _____ · 김수인. 2019. “세무위험 및 조세회피가 기업신용등급과 타인자본비용에 미치는 영향”. 세무와회계저널 제20권 제2호 : 163-204.
- _____ · 신상이. 2020. “지속적인 세무전략과 미래의 기업성과 및 기업가치”. 회계학연구 제45권 제4호 : 209-252.
- _____ · 정설희. 2017. “기업의 세무보고의 공격성과 미래 재무성과와의 관계”. 세무와회계저널 제18권 제3호 : 145-182.
- _____ · 지승민. 2016a. “기업의 세무보고 공격성 여부가 회사채 신용등급에 영향을 주는가?”. 회계저널 제25권 제3호 : 55-97.
- _____ · _____ . 2016b. “세무보고 공격성이 감사인이 인지한 기대감사시간, 실제 감사보수 및 감사시간에 미치는 영향”. 회계저널 제25권 제2호 : 389-434.
- _____ · _____ · 신재은. 2016. “세무보고 공격성이 재무분석가의 이익예측오차에 미치는 영향”. 경영학연구 제45권 제6호 : 1859-1900.
- 박주영. 2018. “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향 : 한국기업지배구조원의 기업지배구조 평가 자료를 이용하여”. 세무와 회계 연구 제7권 제1호 : 48-80.
- 박준령 · 김요환. 2018. “기업지배구조가 신용등급과 자본비용에 미치는 영향에 관한 실증적 연구 : 지배구조 평가점수를 중심으로”. 국제회계연구 제77권 : 199-224.
- 신상이 · 박종일. 2019. “지속적인 세무전략이 기업신용등급에 미치는 영향”. 세무와 회계 연구 제18권 8호 : 279-330.
- 신재용 · 서정우 · 박종일. 2012. “기업지배구조가 이익과 신용등급간의 관련성에 미치는 효과”. 경영학연구 제41권 6호 : 1309-1345.
- 심충진. 2009. “조세회피와 회계감사 보수의 관련성에 관한 연구”. 회계와 감사연구 제50권 : 1-22.
- 안윤영 · 신현한 · 장진호. 2005. “외국인투자자와 정보비대칭 간의 관계”, 회계학연구 제30권 제4호 : 109-131.
- 오훈석 · 최국현. 2011. “기업지배구조가 재무적 경영성과와 기업가치에 미치는 영향 : 한국기업지배구조원(CGS) 지배구조등급의 분석을 통한 실증검증”. 기업경영연구 제18권 제2호 : 41-65.
- 임옥빈 · 전준희 · 손여진. 2019. “경영자의 ESG 활동이 자기자본비용에 미치는 영향”. 전문경영인연구 제22권 제2호 : 23-53.

- 장승주 · 김응길 · 이용규 · 노희천. 2017. “경영자 과신성향이 조세회피에 미치는 영향”. 세무와 회계저널 제34권 제2호 : 41-76.
- 전규안 · 박종일. 2017. “회계이익의 불투명성이 감사보수 및 감사시간에 미치는 영향”. 경영학 연구 제46권 제5호 : 1303-1041.
- _____. 2019. “공격적인 세무보고와 불투명한 재무보고의 관계”. 회계 · 세무와 감사 연구 제61권 제2호 : 285-326.
- 최종서 · 광영민. 2010. “비상장중소기업의 발생액 및 실물조정활동을 통한 이익조정 실태.” 회 계저널 제19권 제1호 : 37-76.
- 홍옥화 · 고종권 · 박희진. 2018. “내부정보환경이 조세회피 및 세무위험에 미치는 영향. 회계저 널 제27권 제2호 : 79-112.
- Altman, E. 1968. Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy. *Journal of Finance* 23 (4) : 589-609.
- Aras, G., and D. Crowther. 2008. Governance and sustainability : An investigation into the relationship between corporate governance and corporate sustainability. *Management Decision* 46 (3) : 433-448.
- Armstrong, C., 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.
- Ashbaugh, H., R. LaFond, and B. Mayhew. 2013. Do non-audit services compromise auditor independence? Further evidence. *The Accounting Review* 78 (3) : 611-539.
- Ayers, B., S. Laplante, and C. Schwab. 2011. Does tax deferral enhance firm value? *Working paper*. University fo Georgia.
- Balakrishnan, K., J. Blouin, and W. Guay. 2019. Tax aggressiveness and corporate transparency. *The Accounting Review* 94 (1) : 45-69.
- Barclay, M. J. and C. G. Holderness. 1989. private benefits from control of public Corporation. *Journal of Financial Economics* 25.
- Chen, N. A. Koester. and T. Shevlin. 2017. On the divergence between corporate tax expense and tax paid. *Working paper*. University of Houston.
- Cohen, D. A & P. Zarowin. 2010. Accrual-based and real earnings management activities around seasoned equity offerings. *Journal of Accounting and Economics* 50 (1) : 2-19.
- Dechow, P., R. Sloan and A. Sweeney. 1995. Detecting earnings management. *The Accounting Review* 70 : 193-225.
- Desai, M. A. and D. Dharmapala. 2006. Corporate tax avoidance and high-powered incentives. *Journal of Financial Economics* 79 (1) : 145-179.
- Donohoe, M. P. and W. R. Knechel. 2014. Does corporate tax aggressiveness influence audit pricing? *Contemporary Accounting Research* 31 (1) : 284-308.

- Edwards, A., C. Schwab, and T. Shevlin. 2013. Financial constraints and the incentive for tax planning. *Working paper*. University of Toronto.
- Frank, M. M., L. J. Lynch, and S. O. Rego. 2009. Tax reporting aggressiveness and its relation to aggressive financial reporting. *The Accounting Review* 84 (2) : 467–496.
- Graham, J. 1996. Proxies for the corporate marginal tax rate. *Journal of Financial Economics* 42 (2) : 187–221.
- _____, M. Hanlon, T. Shevlin, and N. Shroff. 2014. Incentives for tax planning and avoidance : Evidence from the field. *The Accounting Review* 89 (3) : 991–1023.
- Guenther, D. A., S. R. Matsunaga, and B. M. Williams. 2017. Is tax avoidance related to firm risk? *The Accounting Review* 92 (1) : 115–136.
- Hanlon, M. and J. Slemrod. 2009. What does tax aggressiveness signal? Evidence from stock price reaction to news about tax shelter involvement. *Journal of Public Economics* 93 : 126–141.
- Hasan, I., C. K. Hoi, Q. Wu, and H. Zhang. 2014. Beauty is in the eye of the beholder : The effect of corporate tax avoidance on the cost of bank loans. *Journal of Financial Economics* 113 (1) : 109–130.
- Hutton, A. P., A. J. Marcus, and H. Tehranian. 2009. Opaque financial reports, R2, and crash risk. *Journal of Financial Economics* 94 (1) : 67–86.
- Jensen, M. C. and W. Meckling. 1976. Theory of the firm : Managerial behavior, agency costs, and ownership structure. *Journal of Financial Economics* 3 : 305–360.
- Jones, J. J. 1991. Earnings management during import relief investigations. *Journal of Accounting Research* 29 (2) : 193–228.
- Kim, J. B. and B. C. Sohn. 2013. Real earnings management and cost of capital. *Journal of Accounting and Public Policy* 32 : 518–543.
- _____, Y. Li, and L. Zhang. 2011. Corporate tax avoidance and stock price crash risk : Firm-level analysis. *Journal of Financial Economics* 100 : 639–662.
- Lawson, B. and D. Wang. 2016. The earnings quality information content of dividend policies and audit pricing. *Contemporary Accounting Research* 33 (4) : 1685–1719.
- Leuz, C., D. Nanda, and P. Wysocki. 2003. Earnings management and investor protection : An international comparison. *Journal of Financial and Economics* 69 : 505–527.
- McGuire, S. T., S. S. Neuman, and T. C. Omer. 2013. Sustainable tax strategies and earnings persistence. *Working paper*. Texas A&M University.
- Mishkin, E. 1983. A rational expectations approach to macroeconometrics : Testing policy effectiveness and efficient markets models. Chicago, IL : University of Chicago Press

- for the National Bureau of Economic Research.
- Morioka, S. N. and M. M. de Carvalho. 2016. A systematic literature review towards a conceptual framework for integrating sustainability performance into business. *Journal of Cleaner Production* 136 : 134–146.
- Neuman, S. S. 2016. Tax strategies : It’s not just about minimization. *Working paper*. University of Missouri–Columbia.
- _____, T. Omer. and M. Shelley. 2013. Corporate transparency, sustainable tax strategies, and uncertain tax activities. *Working paper*. Texas A&M University and University of Nebraska–Lincoln.
- Rezaee, Z. 2002. Financial statement fraud prevention and detection. John Wiley & Sons, Inc.
- Roychowdhury, S. 2006. Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics* 42 (3) : 335–370.
- Scholes, M., M. Wolfson, M. Erikson, E. Maydew, and T. Shevlin. 2008. Taxes and business strategy : A planning approach. 4th ed. Upper Saddle River, NJ : Pearson Prentice Hall.
- Shackelford, D. A. and T. Shevlin. 2001. Empirical tax research in accounting. *Journal of Accounting and Economics* 31 : 321–387.
- Shevlin, T., O. Urcan, and F. Vasvari. 2013. Corporate tax avoidance and public debt costs. *Working paper*. University of California.
- Shrivastava, P. and A. Addas. 2014. The impact of corporate governance on sustainability performance. *Journal of Sustainable Finance & Investment* 4 (1) : 21–37.
- Tong, Y. H. and B. Miao. 2011. “Are dividends associated with the quality of earnings?” *Accounting Horizons* 25 (1) : 183–205.
- Xie, B., W. N. Davidson, and P. J. DaDalt. 2003. Earnings management and corporate governance : The role of the board and the audit committee. *Journal of Corporate Finance* 9 : 295–316.
- Xie, H. 2001. The mispricing of abnormal accruals. *The Accounting Review* 76 (3) : 357–374.

The Effect of Corporate Governance and Earnings Quality and on Sustainable Tax Strategy

Sang-yi Shin* · Jong-Il Park**

〈Abstract〉

This study aims to investigate three crucial questions. First, whether the corporate governance leads to sustainable tax strategies or not? Second, whether the higher earnings quality leads to sustainable tax strategies or not? Third, whether the corporate governance mediates the relationship between the higher earnings quality and sustainable tax strategies or not?

Does corporate transparency and/or accounting transparency affect firms implementing sustainable tax strategies? Although prior research came up with indirect evidences such as positive (e.g., Neuman et al. 2013 ; Park et al. 2015). Thus, we directly investigate whether the sustainability of firms' tax strategies is positively associated with corporate governance and higher financial reporting quality (i.e., earnings quality), and the mediating role of corporate governance on the relationship between earnings quality and sustainable tax strategies.

To measure sustainable tax strategies, following McGuire et al. (2013), we calculate the coefficient of variation of annual Cash (GAAP) ETRs as measures over the three-year period, $t-2$ to t . To measure earnings quality, following Jeon and Park (2019), we use opaque financial reports (i.e., OPAQUE~OPAQUE4) are grounded in accrual-based and real earnings management activity for lower financial reporting quality as measures over the three-year period, $t-2$ to t . In this study, we used the ESG (environment, social, and governance) evaluation data as a proxy for corporate governance provided by the Korea Corporate Governance Service (i.e., KCGS). We used the sample 3,380 firms listed on Korea Securities Exchange for the period 2011–2019.

The empirical results are as follows. First, we do not find evidence that corporate governance is positively linked to firms implementing sustainable tax strategies. Second, we find that higher earnings quality is positively linked to firms implementing sustainable tax strategies. Third, we do not find evidence that corporate governance mediates the link between higher earnings quality and sustainable tax strategies.

In sum, our study found that the higher earnings quality rather than sound corporate governance positively influence firm's sustainable tax strategies. Thus, this paper contributes to the corporate

* Lecturer, Department of Accounting, Jeonbuk National University, ssyend@naver.com, First Author

** Professor, School of Business, Chungbuk National University, parkjil@chungbuk.ac.kr, Corresponding Author

governance, earnings quality, and sustainable tax strategies related literature by bridging the gap that exists in three literatures. Furthermore, our study contributes to corporate governance, earnings quality, and tax literatures by being the first to examine the economic cause of firms implementing sustainable tax strategies in the context of corporate governance and high financial reporting quality. Specially, our results also provide new evidence to the sustainable tax strategies in prior research. In addition, the findings of this study also have certain implications for the managers, regulators and policymakers as it clarifies the link among main aspects of firms to engage in more sustainable tax strategies.

〈Key words〉 Sustainable tax strategies, Corporate governance, Higher earnings quality, Opaque financial reports