

모범납세자 선정 전·후의 기업가치에 관한 연구

박현영* · 서정화**

<요 약>

본 연구는 매년 납세자의 날에 국세청이 모범납세자로 선정한 기업을 대상으로 모범납세자 선정이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 특히 경영자와 정보이용자간의 정보비대칭이 높은 기업의 경우 모범납세자 선정으로 인한 신뢰성 및 이미지 제고 효과가 더욱 크게 나타남으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는지를 검증하였다.

본 연구는 2011년부터 2015년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 모범납세자로 선정된 122개의 기업을 대상으로 실증분석을 수행하였다. 분석 결과, 모범납세자로 선정된 기업의 선정 후가 선정 전에 비해 누적초과수익률로 측정된 기업가치가 유의하게 증가하는 것을 확인하였다. 이는 모범납세자로 선정된 경우 이후 3년간의 세무조사 면제 등 우대혜택을 누릴 수 있으므로 기업의 미래현금흐름이 증가하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으며, 모범납세자 선정에 따라 해당 기업의 조세회피 수준이 낮다는 신호를 자본시장에 전달함으로써 기업의 투명성을 홍보하여 비조세비용이 감소함으로써 기업가치가 향상된 것으로 사료된다. 또한, 모범납세자 선정 이후 기업가치가 증가되는 효과는 정보비대칭성이 상대적으로 높은 기업의 경우에만 나타남을 확인하였다. 정보비대칭이 높은 기업의 경우, 모범납세자 선정으로 인하여 해당 기업의 투명성 및 이미지 제고에 기여하고 불확실성을 해소하는 효과가 크게 나타남으로써 궁극적으로 기업가치를 제고하는 효과가 나타난 것으로 추정된다.

본 연구는 선행연구에서 다루지 않았던 모범납세자 선정이 장기적인 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다는 점에서 학문적 의의를 가진다. 또한, 모범납세자 선정이 정보이용자 및 투자자들에게 긍정적인 정보로 인식되고 있으며, 기업의 투명성 및 이미지 제고를 통하여 궁극적으로 기업가치를 제고함을 확인하였다는 데서 과세당국 뿐 아니라 경영자에게 시사하는 바가 크다 하겠다.

〈주제어〉 모범납세자, 정보비대칭, 기업가치, 누적초과수익률

* 안양대학교 글로벌경영학과 조교수, hyp1103@anyang.ac.kr, 주저자

** 연세대학교 대학원 경영학과 박사과정, suzukiyu81@yonsei.ac.kr, 교신저자

논문접수일 2019년 2월 8일

1차수정일 2019년 3월 26일

게재확정일 2019년 3월 29일

I. 서 론

경영자는 이익 및 기업가치의 극대화를 위하여 현금의 유출이 수반되는 법인세 등의 조세비용 뿐만 아니라 자본조달 비용, 금융비용 등의 비조세비용을 최소화하기 위해 노력한다. Dyreng et al.(2010)에 따르면, 최고경영자의 성향에 따라 조세비용과 비조세비용 중 어느 것에 중점을 두는지가 달라진다. 경영자가 조세비용 감소에 중점을 두는 경우에는 비조세비용이 증가할 것이며, 비조세비용 감소에 중점을 두는 경우에는 조세비용의 증가가 나타날 것이므로 경영자는 조세비용과 비조세비용을 모두 고려하여 의사결정을 한다(Scholes and Wolfson 1992). 그런데 조세회피 행위와 기업가치 간의 관련성을 살펴본 선행연구는 서로 상반된 결과를 보고한다. 조세회피에 따라 법인세 등의 현금유출이 감소하기 때문에 즉, 조세비용이 감소함으로써 경제적 효용 극대화 측면에서 기업가치가 높아진다는 긍정적인 견해도 있는 반면(고윤성 외 2007), 조세회피로 기업의 투명성이 낮아지고 정보비대칭이 높아짐으로써 즉, 비조세비용이 증가함으로써 기업가치가 낮아진다는 부정적인 견해도 존재한다(Richardson and Welker 2001 ; Andrews et al. 2017 ; Dhaliwal et al. 2010 ; 기은선 2012).

한편, 과세당국은 조세회피 행위를 차단하기 위해 매년 세무조사를 통하여 공평한 조세 부담을 위해 노력하고 있다. 세무조사 결과 조세포탈을 한 법인에는 본세인 법인세를 추징할 뿐 아니라 가산세 등이 부과되며, 「조세범처벌법」에 해당하는 경우에는 징역형에 처해 질 수도 있다. 반대로 조세를 성실히 납부하는 기업은 세무조사 또는 본인·타인추천을 통하여 매년 3월 3일 납세자의 날에 성실납세자 혹은 모범납세자로 선정된다. 성실·모범납세자로 선정된 경우에는 일정 기간 동안 세무조사를 면제받으며, 세금포인트 제도, 물품·용역업체 적격심사 시 우대 등의 혜택을 제공받는다. 이렇게 과세당국은 세금을 성실히 신고·납부한 기업에는 각종 혜택을 주고, 조세회피를 한 기업에는 각종 제재를 가함으로써 공평한 조세 정의를 실현하기 위해 노력하며, 특히 이러한 제도를 통하여 기업들의 성실한 신고·납부를 유도하고자 한다.

성실·모범납세자 제도에 관한 선행연구로 서정화 외(2017)는 모범납세자로 선정된 후 선정 이전보다 조세회피 수준이 낮아짐을 확인하고, 이러한 행태가 모범납세자로 선정된 이후에도 계속하여 법인세 등을 성실하게 신고·납부 할 것이라는 국세청(과세관청)의 신의에 부응하는 것으로 보았다. 이병산과 정재현(2008)은 세무조사 결과 조세포탈기업 및 성실·모범납세자로 선정된 기업에 대하여 공시일의 주가반응을 검증하였다. 연구결과, 조세포탈기업으로 공시된 경우에는 음(-)의 주가반응을 보이며, 성실납세자로 선정된 경우에는 유가증권시장 상장기업에서 제한적으로 양(+)의 주가반응을 보이는 것을 확인하였다. 이러한 결과에 대해 이 연구는 조세포탈기업 혹은 성실납세기업 선정이 기업 이미지 및 경영투명성에 영향을 미침으로써 주식시장에서 일시적인 호재 혹은 악재로 작용한다고 주장하였다.

본 연구는 선행연구에서와 달리 모범납세자 선정이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 한

다. 모범납세자 선정으로 우대혜택을 누릴 뿐 아니라 궁극적으로 기업가치가 제고된다면, 기업들은 더욱 세금을 성실히 신고·납부할 유인을 가질 것이며, 이는 모범납세자 제도에 실효성을 부여할 것으로 기대된다. 모범납세자로 선정된 경우 향후 3년간 세무조사 면제 등 각종 우대혜택을 누릴 수 있으므로, 직접적으로 미래현금흐름 유출이 감소하여 기업가치가 증가할 수 있다. 또한, 모범납세자로 선정된 정보가 시장에 알려질 경우 시장에서 해당 기업의 평판이 제고될 것이며, 해당 기업의 정보는 투명하며, 신뢰성이 높다는 공감대가 형성됨으로써 궁극적으로 주가 및 기업가치가 제고될 것으로 기대된다. 이에 본 연구는 모범납세자 선정 기업을 대상으로 선정 전과 후의 기업가치를 비교하고자 한다. 한편, 경영자와 외부정보이용자가 가지고 있는 정보의 양의 차이에 의해 정보비대칭이 발생하며, 정보비대칭이 높은 경우 자본비용이 증가하고, 기업가치가 감소한다(Easley and O'hara, 2004 ; Fosu et al. 2016). 이에 본 연구는 추가적으로 정보비대칭성이 높은 기업의 경우 모범납세자 선정으로 인한 신뢰성 및 이미지 제고 효과가 더욱 크게 나타남으로써 기업가치에 더욱 긍정적인 영향을 미치는지에 대해 살펴보고자 한다.

본 연구는 2011년부터 2015년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 과세관청이 모범납세자로 선정한 122개의 기업을 대상으로 실증분석을 수행하였다. 분석결과, 모범납세자로 선정된 이후에는 선정 전에 비해 누적초과수익률(cumulated abnormal return)로 측정된 기업가치가 유의하게 증가함을 확인하였다. 이는 모범납세자로 선정된 경우 세무조사 면제 등 각종 우대혜택을 누릴 뿐 아니라, 정보이용자에게 해당 기업의 정보는 투명하고 신뢰성 있는 정보라는 긍정적인 시각을 제공함으로써, 결과적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 볼 수 있다. 또한, 주식수익률의 변동성, 발생액의 질, 재무분석가 수로 측정한 정보비대칭이 상대적으로 높은 기업에서만 이러한 효과가 나타남을 확인하였다. 이는 정보비대칭이 높은 기업의 경우, 모범납세자 선정으로 인하여 해당 기업의 재무정보에 대한 신뢰성 및 평판이 제고됨으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것으로 해석된다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 본 연구는 선행연구에서 다루지 않았던 모범납세자 선정이 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다는 점에서 학문적으로 의의가 있다. 또한 모범납세자 선정이 정보이용자들에게 긍정적인 정보로 인식되고 있음을 확인함으로써 모범납세자제도에 대해 과세당국 및 경영자에게 시사점을 가진다.

본 연구의 구성은 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 모범납세자제도 및 선행연구를 살펴보고, 제Ⅲ·Ⅳ장에서는 본 연구의 연구가설 및 연구모형을 설계한다. 제Ⅴ장에서는 연구모형의 실증분석 결과를 제시할 것이며, 마지막으로 제Ⅵ장에서는 본 연구의 결론 및 공헌점과 한계점에 대해서 기술하고자 한다.

II. 모범납세자 제도 및 선행연구

1. 모범납세자 제도

가. 모범납세자 선발

국세청의 「모범납세자 우대혜택 안내」(국세청, 2018, pp.14-16)에 따르면, 다음의 표창 규정에 따라 「납세자의 날」(매년 3월 3일)에 정부 포상 및 표창을 수상한 납세자가 우대혜택을 제공 받는 모범납세자에 해당된다.

(1) 모범납세자(포상·표창 대상자) 선발 원칙

- ① 성실하게 신고·납부하여 국가재정에 기여한 자
- ② 국가경쟁력 강화에 기여한 자
- ③ 지속적으로 사회에 공헌한 자
- ④ 거래질서가 건전한 사업자
- ⑤ 적은 수입으로도 자기 몫의 세금을 성실히 내는 소상공인

(2) 모범납세자(포상·표창 대상자) 선발 기준

① 일반분야

- 추천기준일 현재 3년 이상 계속사업자
- 총 결정세액 기준
 - －법인사업자 : 법인세 5천만원 이상인 자
 - －개인사업자 : 소득세 5천만원 이상인 자

② 소상공인 분야

- 추천기준일 현재 3년 이상 계속사업자로서
- 법인사업자
 - －상시근로자 수가 5인 미만의 소기업(제조, 광업, 건설업, 운수업은 10인 미만)
 - －「중소기업기본법」 제2조 제2항에 따른 소기업
- 개인사업자
 - －상시근로자 수가 5인 미만의 소기업(제조, 광업, 건설업, 운수업은 10인 미만)
 - －제조업 등 : 최종사업연도 사업장별 수입금액이 20억원 미만인 개인사업자(다수 사업장 사업자는 제외)

나. 모범납세자에 대한 혜택

국세청의 『모범납세자 우대혜택 안내』(국세청, 2018, pp.20-170)에 따르면, 국세청으로부터 모범납세자로 선정된 기업이나 개인은 세제상 우대혜택으로 모범납세자로 선정된 연도를 포함한 향후 3년 동안 세무조사를 면제해 주고, 징수유예·납기 연장시 납세담보제공 면제, 모범납세자 증명 발급, 모범납세자 전용 창구 및 민원서류 조기처리 등을 제공한다. 또한 사회적 우대혜택으로 공영주차장 무료이용, 전용신용카드 발급, 고용노동부 노사문화 우수기업 선정 시 우대, 국방부·방위산업청 물품·용역업체 적격심사시 우대의 혜택을 제공한다. 다만 조세포탈행위가 있거나 긴급히 조사할 필요가 있는 경우, 수시부과사유가 발생한 경우에는 이러한 우대혜택이 배제된다.

2. 모범납세자 제도에 관한 선행연구

모범납세자제도에 관해서는 아직 많은 연구가 진행되지 못하였다. 따라서 모범납세자 제도뿐만 아니라 이 제도와 비슷한 성격을 가지고 있는 성실납세자 제도 및 세무조사에 대한 선행연구를 살펴보고자 한다. 성실·모범납세자 제도에 관한 연구들은 성실납세자 선정과 관련한 조세순응 및 성실·모범납세자 선정 전·후 조세회피수준 등을 살펴봄으로써 이러한 제도의 실효성을 검토하였다. 배수진과 심태섭(2015)은 세무회계를 전공하고 있는 산업체 위탁 학생을 대상으로 인터넷을 통한 실험모델을 설계하여 성실납세자 혜택의 영향에 대해 살펴보았다. 연구결과 성실납세자 혜택은 납세자의 조세순응에 영향을 미치지 않는 것을 확인하였다. 하지만 성실납세자 혜택의 유형을 금전적(10% 세액공제)과 비금전적(차기 세무조사 면제) 혜택으로 구분하여 분석한 결과 비금전적 보상의 경우에는 세무신고 의사결정에 영향을 미치지 않지만, 금전적 보상의 경우에는 납세자의 신고소득률이 증가하는 것을 확인하였다. 따라서 납세자의 성실신고를 유도하기 위해서는 금전적 보상 혜택을 더 증가시켜야 한다고 주장하였다. 오기수(2009)는 2003년 10월 이후 2005년까지 성실납세자로 선정된 기업 중 선정 전·후 4년간 재무제표의 확보가 가능한 기업을 대상으로 성실납세자로 선정되기 전과 선정된 후의 매출액영업이익률, 매출액법인세차감전순이익률, 매출액순이익률의 증감을 살펴보았는데 성실납세자로 선정된 후가 선정전에 비해 모든 지표가 낮아지는 결과를 도출하였다. 이러한 결과에 대해 이 연구는 성실납세자로 선정된 기업들이 성실납세자 선정의 혜택인 세무조사를 일정 기간동안 면제해주는 혜택을 이용하여 선정된 후에 지속적으로 성실히 신고·납부를 할 것이라는 과세당국의 신의와는 반대로 혜택을 악용하고 있다고 주장하였다. 이에 대해 성실납세자 제도는 문제가 있으며, 성실납세자 제도에 대해 전면적인 수정이 필요하다고 하였다. 서정화 외 (2017)는 과세당국이 모범납세자로 선정된 기업에 대해 세무조사를 3년간 면제해 주므로 모범납세자로 선정된 기업을 대상으로 선정 전·후 조세회피 성향을 비교하였다. 실증분석 결과 선정 후에 선정 전에 비해서 조세회피 성

향이 낮아졌음을 발견하였다. 이러한 결과는 해당 기업들은 모범납세자로 선정된 후에도 계속해서 법인세 등을 성실하게 신고·납부한 것이기 때문에 모범납세자제도는 실효성이 있으며 더욱 발전시켜야 한다고 주장하였다.

세무조사 여부 및 성실납세자 선정 등에 대한 시장반응을 살펴본 연구들도 있다. 심충진 외(2013)는 2001년부터 2012년 사이의 상장 기업을 대상으로 세무조사 여부가 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다. 연구결과 세무조사를 받은 기업이 세무조사를 받지 않은 기업에 비해 상대적으로 기업가치에 부정적 영향을 미치는 것을 확인하였다. 이러한 결과에 대해 본 연구는 투명성이 낮은 기업의 경우에는 그렇지 않은 기업에 비해 상대적으로 자본시장에서 부정적으로 인식을 하고 있다고 주장하였다. 이병산과 정재현(2008)은 성실납세자 선정 등에 따른 시장반응을 연구하였다. 연구결과 조세포탈기업의 경우 공시일에 유의한 음(-)의 추가반응이 나타났으며, 성실납세자로 선정된 경우에는 유가증권시장 상장기업에 한정하여 공시일에 유의한 양(+)의 추가반응이 나타났다. 이들은 이러한 결과를 KOSPI기업의 경우 성실납세자 수상 및 지정으로 인해 해당 기업의 경영투명성·신뢰성에 관해 긍정적인 이미지를 정보이용자에게 주어 기업 가치에 긍정적 효과를 미쳤기 때문이라고 해석하였다.

이와 같이 세무조사 및 성실·모범납세자 선정 제도의 실효성에 대한 연구들은 상반된 결론을 제시한다. 선행연구들의 연구 설계가 서로 다를 뿐 아니라 각기 다른 종속변수를 이용하였기 때문에 일관된 결론을 제시하지 못하고 있는 것으로 사료된다. 본 연구는 심충진 외(2013) 및 이병산과 정재현(2008)에서와 같이 모범납세자 선정에 대한 시장반응을 살펴본다. 모범납세자 선정이 추가수익률에 미치는 영향을 살펴본다는 점에서 이병산과 정재현(2008)과 특히 유사하나, 이병산과 정재현(2008)이 성실납세자 등 선정일의 단기 시장반응을 살펴본 반면, 본 연구는 모범납세자 선정 정보가 장기추가수익률로 측정된 기업가치에 미치는 영향을 살펴본다는 측면에서 이병산과 정재현(2008)과 차별화된다.

III. 연구가설

본 연구의 가설 1에서는 모범납세자로 선정된 이후 기업가치에 미치는 영향을 살펴본다. 현재까지 모범납세자 선정에 대한 정보가 해당 기업의 기업가치에 영향을 미치는지를 확인한 연구는 거의 없다. 다만, 선행연구들은 조세회피가 기업가치에 미치는 영향에 대하여 살펴보았으며, 이에 대하여 상반된 견해가 존재한다. 조세회피에 대한 전통적 관점은 조세회피가 많을수록 조세로 인한 현금지출이 줄어들고 세후이익이 증가하므로 조세회피는 기업가치에 긍정적인 영향을 미친다(고윤성 외 2007). 그러나 최근의 연구들은 조세회피가 세후이익을 증가시키지만, 주주와 경영자 간 정보비대칭 문제를 심화시켜 대리인비용을 높이고, 비조세비용을 증가시킴으로

써 조세회피가 기업가치에 부정적인 영향을 미친다고 주장한다(Richardson and Welker 2001 ; Andrews et al. 2017 ; Dhaliwal et al. 2010 ; 기은선 2012).

한편, 기업의 평판(reputation)과 기업성과 및 기업가치 간의 유의한 양(+)의 관련성을 보고한 연구들도 존재한다(McGuire et al. 1990 ; Roberts and Dowling 2002 ; Black et al. 2000). 국내연구로 이정미와 김완용(2015)은 한국능률협회 컨설팅에서 가장 존경받는 기업으로 선정된 기업을 대상으로 기업가치를 살펴보았는데, 선정된 기업이 그렇지 않은 기업에 비해 유의하게 기업가치가 높음을 확인하였다. 또한, 최보람과 이정미(2014)는 기업평판과 조세회피, 기업가치의 관계를 살펴본 결과 조세회피 수준이 낮을수록 기업평판이 높은 것을 확인하였으며, 투자자들은 기업평판이 높은 기업의 조세회피를 그렇지 않은 기업에 비해 덜 부정적으로 평가하는 것을 확인하였다.

본 연구는 모범납세자의 선정이 기업가치에 미치는 영향에 대해 살펴보고자 한다. 모범납세자로 선정된 기업은 선정된 연도를 포함한 향후 3년간 세무조사를 면제받을 수 있으며, 세금포인트 제도를 포함한 각종 우대혜택을 받을 수 있다. 이러한 직접적인 혜택으로 인하여 미래현금흐름이 증가함으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있다. 뿐만 아니라 투자자들은 모범납세자 선정 정보를 의사결정에 이용하므로(이병산과 정재현 2008) 모범납세자로 선정됨으로써 외부 정보이용자들에게 기업의 투명성·신뢰성을 홍보할 수 있을 것이다. 특히 기업의 평판은 기업가치에 유의한 영향을 미치는 바(McGuire et al. 1990 ; Roberts and Dowling 2002 ; Black et al. 2000), 모범납세자의 선정 또한 기업의 조세회피 수준이 낮다는 신호를 자본시장에 전달함으로써 정보이용자에게 해당 기업에 대한 긍정적인 평판을 형성하는 데에 도움이 될 것이며, 이는 궁극적으로 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 이에 다음과 같이 가설 1을 설정한다.

가설 1 : 모범납세자로 선정된 후에는 선정 전에 비해 기업가치가 증가한다.

본 연구의 가설 2에서는 기업의 정보비대칭 수준에 따라 모범납세자로 선정 후에 기업가치 증가 효과가 달리 나타나는지를 검증하고자 한다. 선행연구들은 조세회피가 기업의 투명성을 감소시키고, 경영자와 정보이용자 간 정보비대칭을 증가시킨다는 연구결과를 제시한다(Balakrishnan et al. 2011 ; Chen et al. 2010 ; 김진수와 김임현 2016). 즉, 조세회피가 높은 기업은 세무조사 적발 위험을 낮추기 위해 거래를 복잡하게 만들고, 다른 거래로 위장할 뿐만 아니라 합법적이지 않은 방법을 사용함에 따라 경영자와 이해관계자간 정보비대칭이 증가한다는 것이다. 또한, 경영자와 외부정보이용자 사이에 가지고 있는 정보의 양의 차이가 클수록 즉, 정보비대칭이 높을수록 투자자들은 역선택(adverse selection)에 대한 대가로 높은 리스크 프리미엄(risk premium)을 요구함으로써 자본비용이 증가하고 기업가치가 감소한다(Easley and O'hara ; Fosu et al. 2014).

모범납세자로의 선정은 외부 정보이용자들에게 기업의 투명성·신뢰성을 홍보하고(이병산과 정재현 2008) 해당 기업에 대한 긍정적인 평판을 형성하는 데에 도움이 될 것인 바, 해당 효과는 기존 기업의 투명성 및 재무정보의 신뢰성에 대한 정보이용자들의 기대수준에 따라 다르게 나타날 수 있다. 즉, 정보비대칭 수준이 높은 경우 모범납세자 선정으로 인하여 해당 기업의 투명성 및 이미지를 제고하고 정보 불확실성을 해소하는 효과가 정보비대칭 수준이 낮은 기업에 비하여 더욱 높게 나타날 수 있을 것이다. 따라서 정보비대칭이 높은 기업이 모범납세자로 선정된 경우 해당 기업의 기업가치에 더욱 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대된다. 이에 다음과 같이 가설 2를 설정한다.

가설 2 : 정보비대칭이 높은 경우 모범납세자 선정으로 인한 기업가치 증가 효과가 높다.

IV. 연구모형

1. 연구표본

본 연구는 2011년부터 2015년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 과세관청의 세무조사를 받아 모범납세자로 선정되거나, 본인·타인추천으로 모범납세자로 선정된 기업을 표본으로 선정하였다. 국세청은 납세자의 날인 매년 3월 3일에 모범납세자를 선정하는 바, 모범납세자로 선정된 연도를 사건연도로 보았다. 그리고 모범납세자 선정 전·후의 기업가치를 비교하기 위하여, 모범납세자로 선정된 년도(t 년도)와 모범납세자 선정 이전 $t-1$ 년도를 포함하여 표본을 구성하였다. 이는 모범납세자 선정 전·후의 조세회피 정도를 비교한 서정화 외(2017)의 방법을 참조하였다. 표본기업의 비교가능성을 제고하고 동질성을 유지하기 위하여 금융업에 속하거나 결산월이 12월이 아닌 경우에는 표본에서 제외하며, Fn-Guide 데이터베이스에서 종속변수 또는 통제변수를 산출할 수 경우도 표본에서 제외하였다.

표본선정과정은 아래 <표 1>에 제시하였다. 2011년부터 2015년 모범납세자에 선정된 기업은 122개이다. 모범납세자로 선정된 기업을 대상으로 모범납세자로 선정되기 이전 년도와 모범납세자 선정된 년도를 포함하여 244개($=122\text{개} \times 2\text{년}$)로 기업-년도 표본을 구성하였다. 이 중에서 금융업에 속하거나 결산월이 12월말이 아닌 기업-년도 8개의 표본과 종속변수 및 통제변수를 산출할 수 없는 기업-년도 10개의 표본을 제외하였으며, 그리하여 실증분석을 위한 최종표본은 226개로 산출되었다.

〈표 1〉 표본선정과정

Panel A. 모범납세자 선정기업					
2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	합계
30	29	19	22	22	122
Panel B. 기업-년도별 표본선정					
표본선정과정					표본수
2011년부터 2015년까지 모범납세자 선정된 기업의 선정 년도와 선정 전 년도에 해당하는 기업-년도					244
금융업에 속하거나 결산월이 12월말이 아닌 기업-년도					(8)
종속변수 또는 통제변수를 산출할 수 없는 기업-년도					(10)
최종 표본					226

2. 실증분석모형

본 연구의 가설 1은 모범납세자로 선정된 후 기업가치가 증가하는지를 검증하는 것이다. 가설 1을 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$CAR_t = \beta_0 + \beta_1 TAX_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 MB_t + \beta_4 B_t + \beta_5 ROA_t + \beta_6 GROWTH_t + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \epsilon \quad (1)$$

변수정의

- CAR = 당기 3월부터 차기 2월까지 월별초과수익률을 합산하여 산출한 누적초과수익률 ;
- TAX = 모범납세자로 선정된 년도에는 1, 선정되기 이전 년도에는 0의 값을 가지는 더미변수 ;
- $SIZE$ = 기업규모(=ln(총자산)) ;
- MB = 주가-장부가치비율(=시가총액/순자산) ;
- $BETA$ = 12개월 동안 일수익률을 이용하여 시장모형에 의해 추정된 체계적위험 ;
- ROA = 수익성(=당기순이익/총자산) ;
- $GROWTH$ = 성장성(=전년대비 매출액 성장률)

모형 (1)의 종속변수는 CAR_t (누적초과수익률)이다. 모범납세자 선정 이후 기업가치에 대한 자본시장의 평가를 살펴보기 위하여 누적초과수익률을 종속변수로 선정하였다. 매년 3월 3일에 모범납세자가 선정되므로 t 년의 누적초과수익률은 t 년 3월부터 $t+1$ 년 2월까지 월별초과수익률을 누적하였다. 이 때, 월별초과수익률은 Bernard and Thomas(1989)와 같이 t 년도 초 시가총액 크기에 따라 모든 상장기업을 10개의 포트폴리오로 나눈 후 각 포트폴리오별로 월평균수익률을 계산하여 기업의 월수익률에서 포트폴리오별 월평균수익률을 차감하여 산출하였다. 모형 (1)의

관심변수는 TAX_i (모범납세자 지정 여부)이다. 가설 1에 따라 모범납세자로 지정된 이후 기업가치가 증가한다면 모형 (1)의 β_1 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다.

선행연구에 근거하여 주식수익률에 영향을 미치는 것으로 알려진 다음의 변수들을 통제하였다. Fama and French(2008)의 3요인 모형(3-factor model)에 따라 시장위험(market risk) 이외에도 규모위험(size risk)과 가치위험(value risk)을 통제하기 위하여 기업규모($SIZE_i$), 주가-장부가치비율(MB_i) 및 체계적위험($BETA_i$)을 포함하였다. Fama and French(2015)의 5요인 모형(5-factor model)에 따라 수익성(ROA_i) 및 성장성($GROWTH_i$)을 통제변수로 포함하였다.

가설 2를 검증하기 위해서 모형 (1)을 정보비대칭이 높은 경우와 그렇지 않은 경우로 표본을 구분하여 각각 회귀분석을 수행하였다. 정보비대칭 수준은 Armstrong et al.(2011)에 따라 시장변수(market-based measure), 회계변수(accounting-based measure) 및 재무분석가수(analyst coverage)를 고려하였다. 시장변수로는 주식수익률의 변동성(VOL_i)을, 회계변수로는 Dechow and Dichev(2002)의 발생액의 질(AQ_i)을 정보비대칭의 대용치로 이용하였으며, 재무분석가수($FOLLOWING_i$) 또한 정보비대칭의 대용치로 이용하였다(Armstrong et al. 2011 ; 김진수와 김임현 2011). 가설 2에 따라 정보비대칭이 높은 경우 모범납세자 선정 후 기업가치 증가 효과가 크다면, 정보비대칭이 높은 하위표본의 β_1 이 정보비대칭이 낮은 하위표본의 β_1 보다 높게 나타날 것으로 기대된다.

V. 연구결과

1. 기초통계량 및 상관관계분석

본 연구에서 실증분석에 이용된 표본들의 기술통계량은 <표 2>에 제시되어 있다. 변수의 극단치로 인한 왜곡성을 통제하기 위하여 더미변수를 제외한 모든 변수에 상·하위 1%값을 윈저라이징(winsorizing)하였다. 본 연구의 종속변수인 CAR_i 의 평균은 0.081로 나타났으며, 이는 당기 3월부터 차기 2월까지 월별초과수익률을 합산하여 산출한 누적초과수익률의 평균이 0.081임을 의미한다. 관심변수인 TAX_i (모범납세자로 지정된 연도를 포함하여 지정된 기간에는 1, 지정되기 이전에는 0의 값을 가지는 더미변수)의 평균은 0.500으로 나타났는데, 이는 본 연구의 표본이 모범납세자로 지정된 년도와 지정 이전 년도로 구성되어 있기 때문이다.

〈표 2〉 기초통계량

(n=226)

변수명	평균	표준편차	최소값	중간값	최대값
CAR_t	0.081	0.403	-0.729	0.004	1.384
TAX_t	0.500	0.500	0.000	0.000	1.000
$SIZE_t$	18.858	0.987	17.174	18.639	21.688
MB_t	1.475	1.301	0.220	1.031	8.068
$BETA_t$	0.809	0.425	0.014	0.746	1.835
ROA_t	0.050	0.063	-0.139	0.045	0.219
$GROWTH_t$	0.065	0.262	-0.392	0.041	1.320
VOL_t	0.418	0.156	0.141	0.381	0.983
AQ_t	0.060	0.056	0.001	0.040	0.297
$FOLLOWING_t$	0.494	0.599	0.000	0.693	3.045

1) 변수정의는 식 (1)의 설명 참조

<표 3>은 변수들 간의 상관관계를 보여준다. 종속변수인 CAR_t 와 관심변수인 TAX_t 는 유의한 양(+)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다.

〈표 3〉 상관관계

(n=226)

변수명	TAX_t	$SIZE_t$	MB_t	$BETA_t$	ROA_t	$GROWTH_t$	VOL_t	AQ_t	$FOLLOWING_t$
CAR_t	0.124 (0.063)	-0.081 (0.225)	-0.031 (0.646)	-0.149 (0.025)	0.038 (0.568)	-0.045 (0.502)	-0.087 (0.195)	0.086 (0.199)	-0.131 (0.050)
TAX_t		-0.029 (0.665)	-0.040 (0.554)	0.063 (0.345)	0.053 (0.430)	0.075 (0.261)	0.095 (0.154)	0.022 (0.739)	-0.117 (0.080)
$SIZE_t$			-0.160 (0.016)	-0.133 (0.046)	-0.058 (0.383)	-0.107 (0.107)	-0.248 (0.000)	-0.214 (0.001)	0.247 (0.000)
MB_t				0.384 ($<.0001$)	0.324 ($<.0001$)	0.096 (0.151)	0.255 (0.000)	0.279 ($<.0001$)	0.371 ($<.0001$)
$BETA_t$					-0.109 (0.102)	-0.076 (0.252)	0.691 ($<.0001$)	0.115 (0.084)	0.197 (0.003)
ROA_t						0.303 ($<.0001$)	-0.163 (0.014)	-0.071 (0.289)	0.173 (0.009)
$GROWTH_t$							-0.001 (0.985)	0.092 (0.170)	0.016 (0.807)
VOL_t								0.075 (0.259)	0.014 (0.831)
AQ_t									-0.058 (0.390)

1) 괄호 안의 값은 유의수준을 나타냄. (양측검정)

2) 변수정의는 식 (1)의 설명 참조

이는 모범납세자로 선정됨에 따라 기업가치가 증가할 가능성을 시사한다. 정보비대칭 변수로 사용한 VOL_t , AQ_t , $FOLLOWING_t$ 중 VOL_t 와 AQ_t 는 유의한 관련성을 보이지 않았으나, $FOLLOWING_t$ 과 CAR_t 는 유의한 음(-)의 상관관계를 가지는 것으로 나타났다. 이는 재무분석가 수가 높을수록 기업의 정보비대칭이 낮아짐으로써 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 가능성을 보여준다. 그 외 통제변수들 간의 상관관계는 높게 나타나지 아니하였으며, 모든 회귀분석에서 관심변수와 통제변수들의 분산팽창계수(variance inflation factor ; VIF)는 2 미만으로 나타나 다중공선성(multicollinearity)에는 문제가 없음을 확인하였다.

2. 회귀분석

본 연구의 가설 1은 모범납세자로 선정된 후 기업가치가 증가하는지를 검증하는 것이다. 가설 1의 분석결과는 <표 4>에 제시하였다. 본 연구의 모든 회귀분석은 이분산성(heteroscedasticity)을 조정하기 위하여 기업별 클러스터링(clustering) 분석을 수행한 결과를 보고한 것이다(Petersen 2009).

<표 4> 가설 1 : 모범납세자 선정 전·후 기업가치 비교

Variables	Dependent Variable = CAR_t			
	(1)		(2)	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	0.594	1.11	0.679	1.29
TAX_t	0.107	1.91*	0.111	2.00**
$SIZE_t$	-0.052	-2.00**	-0.055	-2.18**
MB_t	0.011	0.31	0.011	0.30
$BETA_t$	-0.134	-1.95*	-0.138	-1.84*
ROA_t			0.204	0.49
$GROWTH_t$			-0.142	-1.06
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	2853.83***		4664.91***	
Adj. R^2	13.90%		14.59%	
N	226		226	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄

2) 변수정의는 식 (1)의 설명 참조

<표 4>의 컬럼 (1)은 Fama and French(2008)의 3요인 모형에 따라 $SIZE_t$ (기업규모), MB_t (주가-장부가치비율) 및 $BETA_t$ (체계적위험)를 포함한 결과를 보여준다. <표 4>의 컬럼 (2)는 Fama and French(2015)의 5요인 모형에 따라 ROA_t (수익성)과 $GROWTH_t$ (성장성)을 추가로 통제한 결과를 보여준다.

컬럼 (1)과 (2) 모두에서 관심변수인 TAX_t (모범납세자 선정 여부)의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 모범납세자로 선정된 경우 이전 년도에 비하여 초과수익률로 측정한 기업가치가 향상됨을 나타내며, 본 연구의 가설 1을 지지하는 결과이다. 즉, 모범납세자로 선정된 경우 이후 3년간 세무조사 면제 등 우대혜택을 누릴 수 있으므로 기업의 미래현금흐름이 증가하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으며, 또한 기업의 조세회피 수준이 낮다는 신호를 자본시장에 전달함으로써 기업의 투명성을 홍보하여 비조세비용이 감소함으로써 기업가치가 향상됨을 의미한다.

본 연구의 가설 2는 정보비대칭이 높은 경우 모범납세자 선정 후 기업가치 증가 효과가 크게 나타나는지를 검증한다. 가설 2의 분석결과를 <표 5>에 제시하였다. 정보비대칭의 대응치로는 주식수익률의 변동성(VOL_t), 발생액의 질(AQ_t), 재무분석가수($FOLLOWING_t$)를 이용하였다.

<표 5> 가설 2 : 정보비대칭 수준에 따른 모범납세자 선정 전·후 기업가치 비교

Panel A. 정보비대칭의 측정치 : 주식수익률의 변동성				
Variables	Dependent Variable= CAR_t			
	(1) $VOL_t \geq \text{Median}$		(2) $VOL_t < \text{Median}$	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	2.391	2.75***	0.321	0.51
TAX_t	0.223	2.20**	0.024	0.33
$SIZE_t$	-0.149	-3.27***	-0.012	-0.41
MB_t	-0.012	-0.22	0.049	1.33
$BETA_t$	-0.119	-0.93	-0.202	-1.68*
ROA_t	0.546	1.11	-0.675	-0.91
$GROWTH_t$	-0.101	-0.44	-0.122	-1.16
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	27.86***		13.40***	
Adj. R ²	23.96%		20.81%	
N	113		113	

〈표 5〉 가설 2 : 정보비대칭 수준에 따른 모범납세자 선정 전·후 기업가치 비교 (계속)

Panel B. 정보비대칭의 측정치 : 발생액의 질				
Variables	Dependent Variable= CAR_t			
	(1) $AQ_t \geq \text{Median}$		(2) $AQ_t < \text{Median}$	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	2.104	2.24**	0.842	1.17
TAX_t	0.201	2.26**	0.017	0.24
$SIZE_t$	-0.135	-2.95***	-0.043	-1.29
MB_t	-0.018	-0.29	-0.005	-0.12
$BETA_t$	0.101	0.72	-0.398	-3.83***
ROA_t	0.230	0.51	0.573	0.69
$GROWTH_t$	-0.080	-0.47	-0.344	-1.86*
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	4.81***		19.15***	
Adj. R^2	26.82%		28.84%	
N	113		113	

Panel C. 정보비대칭의 측정치 : 재무분석가수				
Variables	Dependent Variable= CAR_t			
	(1) $FOLLOWING_t < \text{Median}$		(2) $FOLLOWING_t \geq \text{Median}$	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	1.152	1.93*	0.753	0.28
TAX_t	0.152	2.55**	-0.159	-1.09
$SIZE_t$	-0.071	-2.37**	-0.054	-0.45
MB_t	-0.009	-0.19	-0.015	-0.18
$BETA_t$	-0.121	-1.49	0.170	0.8
ROA_t	0.238	0.43	0.871	0.93
$GROWTH_t$	-0.107	-0.78	-0.892	-2.55**
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	163.06***		5.53***	
Adj. R^2	19.08%		46.61%	
N	192		34	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄

2) 변수정의는 식 (1)의 설명 참조

주식수익률의 변동성이 클수록, 발생액의 질이 낮을수록, 재무분석가수가 작을수록 정보비대칭은 높은 것으로 볼 수 있으며, Panel A, B, C에는 각각 VOL_t , AQ_t , $FOLLOWING_t$ 이 중위수보다 높거나 낮은지 여부에 따라 표본을 구분하여 분석한 결과 제시한다. 이 때, 모든 Panel에서 컬럼 (1)에는 정보비대칭이 높은 하위표본의 결과를, 컬럼 (2)에는 정보비대칭이 낮은 하위표본의 결과를 보고한다.

Panel A, B, C 모두에서 정보비대칭이 높은 경우에만 TAX_t (모범납세자 선정 여부)의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 정보비대칭이 높은 경우에만 모범납세자로 선정된 경우 이전 년도에 비하여 초과수익률로 측정한 기업가치가 향상됨을 나타내며, 본 연구의 가설 2를 지지한다. 본 결과는 정보비대칭이 높은 기업의 경우, 모범납세자 선정으로 인하여 투명성 및 이미지를 제고하고 정보 불확실성을 해소하는 효과가 더 크고, 궁극적으로 기업가치를 제고하는 효과가 더욱 크게 나타남을 의미한다.

3. 추가분석

첫 번째 추가분석으로 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 모범납세자 선정 후 기업가치가 증가하였는지를 검증하고, 분석결과는 <표 6>에 제시하였다. <표 6>의 컬럼 (1)은 유가증권시장 상장 기업, 컬럼 (2)는 코스닥시장 상장 기업을 대상으로 분석을 수행한 결과를 보고하였는데, 코스닥시장 상장 기업을 대상으로 분석을 수행한 경우에만 TAX_t (모범납세자 선정 여부)의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 김태규와 김인중(2017)은 유가증권시장 상장 기업에 비하여 코스닥시장 상장 기업의 정보비대칭 정도가 매우 유의한 수준에서 더 높다는 결과를 보고한다. 따라서 코스닥시장 상장 기업을 대상으로만 분석을 수행한 경우에만 TAX_t (모범납세자 선정 여부)의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타난 본 추가분석결과는 본 연구의 가설 2를 더욱 강건하게 지지하는 것으로 볼 수 있다.¹⁾

1) 이병산과 정재현(2008)은 유가증권 시장과 코스닥 시장을 구분하여 기업의 성실납세자 선정에 따른 시장반응을 분석하고, 유가증권 시장에서만 단기적으로 유의한 양(+)의 시장반응이 나타난다는 결과를 제시하였다. 성실납세자 선정에 대한 정보는 단기적으로는 유가증권시장에서만 주목을 받을 수 있다. 그러나 본 연구는 사건 연구(event study)가 아닌 모범납세자 선정이 장기초과수익률에 미치는 영향을 살펴본 것으로, 성실납세자 혹은 모범납세자 선정으로 인하여 기업의 정보불확실성을 해소하고 장기적으로 기업가치에 미치는 긍정적 영향은 단기 시장반응과는 다를 수 있을 것이다.

〈표 6〉 상장시장에 따른 모범납세자 선정 전·후 기업가치 비교

Variables	Dependent Variable= CAR_t			
	(1) KOSPI		(2) KOSDAQ	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	1.189	1.33	0.594	0.62
TAX_t	0.064	0.67	0.135	1.84*
$SIZE_t$	-0.060	-1.52	-0.058	-1.11
MB_t	0.037	0.5	0.000	0
$BETA_t$	-0.261	-2.02*	-0.043	-0.45
ROA_t	1.727	1.46	0.145	0.31
$GROWTH_t$	-0.405	-2.36**	-0.075	-0.5
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	1103.32***		13.05***	
Adj. R^2	40.19%		15.27%	
N	70		156	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄

2) 변수정의는 식 (1)의 설명 참조

두 번째 추가분석으로 서정화 외(2017)에서와 같이 모범납세자 선정 전·후 2년 및 3년간의 기업가치를 비교하였다. 모범납세자 선정으로 인하여 기업은 정책적인 단기적인 혜택을 누릴 뿐 아니라 외부 정보이용자들에게 기업의 투명성·신뢰성을 홍보함으로써 해당 기업에 대한 긍정적인 평판을 형성하는 데에 도움이 될 것으로 기대된다. 따라서 모범납세자 선정이 기업가치에 미치는 장기적인 효과를 살펴보기 위하여 이와 같은 분석을 수행하였다. 모범납세자로 선정된 년도를 t 년도라 하면, 모범납세자 선정 이전 $t-1$ 년, $t-2$ 년을 모범납세자 선정 전으로, t 년, $t+1$ 년을 모범납세자 선정 이후로 하여 모범납세자 선정 전·후 2년을 비교하기 위한 표본을 구성하였다. 유사하게 모범납세자 선정 이전 $t-1$ 년, $t-2$ 년, $t-3$ 년을 모범납세자 선정 전으로, t 년, $t+1$ 년, $t+2$ 년을 모범납세자 선정 이후로 하여 모범납세자 선정 전·후 3년을 비교하기 위한 표본을 구성하였다. 이에 모범납세자 선정 전·후 2년의 424개의 표본과 모범납세자 선정 전·후 3년의 588개 표본이 구성되었으며, 해당 표본을 이용하여 분석을 수행한 결과는 각각 <표 7>의 컬럼 (1)과 (2)에 제시하였다. 컬럼 (1)과 (2) 모두에서 TAX_t (모범납세자 선정 여부)의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타나, 관찰대상기간(window)을 달리 하여 분석을 수행한 경우에도 본 연구결과가 강건함을 보여주었다.

〈표 7〉 모범납세자 선정 전·후 2년 및 3년 기업가치 비교

Variables	Dependent Variable=CAR _t			
	(1) 전·후 2년		(2) 전·후 3년	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	0.502	1.06	0.555	1.44
TAX _t	0.109	2.82***	0.126	3.94***
SIZE _t	-0.048	-2.01**	-0.047	-2.44**
MB _t	0.037	1.19	0.007	0.34
BETA _t	-0.200	-4.06	-0.151	-3.71***
ROA _t	-0.014	-0.05	0.247	0.96
GROWTH _t	-0.080	-0.99	-0.101	-1.49
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	9.01***		101.00***	
Adj. R ²	13.40%		10.46%	
N	424		588	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄

2) 변수정의는 식 (1)의 설명 참조

마지막으로 Tobin's Q를 이용하여 기업가치를 측정하고, 가설 1과 가설 2의 분석을 수행하였다. 본 연구에서 누적초과수익률을 기업가치의 대용치로 이용한 이유는 매년 3월 3일에 모범납세자가 선정되므로 선정일 전후 1년간의 주식수익률을 비교하기 위한 것이다. 그러나 주식수익률의 관찰대상기간이 넓기 때문에 노이즈(noise)가 포함될 가능성이 존재하므로 선정일이 속한 년도와 그 이전 년도 말의 기업가치를 Tobin's Q로 측정하여 모범납세자로 선정된 년도의 기업가치가 그 이전년도의 기업가치에 비하여 유의하게 높은지를 검증하였다.

Tobin's Q는 재무, 회계 분야에서 기업가치를 측정하기 위하여 널리 이용되어 왔으며(Morck et al. 1988 등), 원칙적으로 Tobin's Q는 기업의 자산 또는 기업이 발행한 증권의 시장가치의 합을 자산의 대체원가로 나누어서 구하는 비율을 의미한다. 자산의 대체원가를 정확히 추정하는 것이 어렵기 때문에 본 연구에서는 Tobin's Q의 대용변수인 장부가치 대비 시장가치 비율로 측정하되, 자기자본의 시장가치는 보통주와 우선주의 시가총액을 합산하여 산출하였다. Tobin's Q를 이용하여 가설 1을 검증하기 위한 모형은 다음과 같다.

$$Q_t = \beta_0 + \beta_1 TAX_t + \beta_2 SIZE_t + \beta_3 LEV_t + \beta_4 ROA_t + \beta_5 GROWTH_t + \beta_6 INTAN_t + \beta_7 BETA_t + Year\ Fixed\ Effect + Industry\ Fixed\ Effect + \epsilon \quad (2)$$

변수정의

- Q =Tobin's Q (= (자기자본 시장가치+부채 장부가치)/총자산 장부가치) ;
 TAX =모범납세자로 선정된 년도에는 1, 선정되기 이전 년도에는 0의 값을 가지는 더미변수 ;
 $SIZE$ =기업규모(=ln(총자산)) ;
 LEV =부채비율(=총부채/총자산) ;
 ROA =수익성(=당기순이익/총자산) ;
 $GROWTH$ =성장성(=전년대비 매출액 성장률)
 $INTAN$ =무형자산비중(=무형자산/총자산) ;
 $BETA$ =12개월 동안 일수익률을 이용하여 시장모형에 의해 추정한 체계적위험

모형 (2)의 종속변수는 Q (Tobin's Q)이다. 모범납세자로 지정된 이후 기업가치가 증가한 경우 모형 (2)의 β_1 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다. 가설 2를 검증하기 위해서는 모형 (2)를 정보비대칭이 높은 경우와 그렇지 않은 경우로 표본을 구분하여 각각 회귀분석을 수행한다. 분석결과는 <표 8>에 제시하였다.

<표 8> Tobin's Q를 이용한 분석

Panel A. 가설 1 : 모범납세자 선정 전·후 기업가치 비교		
Variables	Dependent Variable= Q_t	
	Coeff.	t-value
Intercept	0.449	2.05**
TAX_t	0.017	1.89*
$SIZE_t$	-0.009	-0.84
LEV_t	-1.059	-7.09***
ROA_t	0.667	2.84***
$GROWTH_t$	0.056	1.34
$INTAN_t$	0.010	0.04
$BETA_t$	-0.033	-1.41
Firm-level clustering	Yes	
Year fixed effect	Yes	
Industry fixed effect	Yes	
F-Value	33.27***	
Adj. R ²	62.57%	
N	226	

〈표 8〉 Tobin's Q를 이용한 분석 (계속)

Panel B. 가설 2 : 정보비대칭 수준에 따른 모범납세자 선정 전·후 기업가치 비교				
Variables	Dependent Variable= Q_t			
	(1) $VOL_t \geq \text{Median}$		(2) $VOL_t < \text{Median}$	
	Coeff.	t-value	Coeff.	t-value
Intercept	0.471	1.82	0.408	1.39
TAX_t	0.039	1.94*	-0.003	-0.17
$SIZE_t$	-0.009	-0.72	-0.009	-0.54
LEV_t	-0.839	-4.94***	-1.301	-5.87***
ROA_t	0.885	3.42***	0.236	0.70
$GROWTH_t$	0.105	1.93**	-0.024	-0.56
$INTAN_t$	0.149	0.55	-0.101	-0.24
$BETA_t$	-0.033	-1.09	-0.049	-1.23
Firm-level clustering	Yes		Yes	
Year fixed effect	Yes		Yes	
Industry fixed effect	Yes		Yes	
F-Value	15.43***		45.83***	
Adj. R^2	65.45%		68.56%	
N	113		113	

1) *, **, ***는 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함(양측검정)을 나타냄

2) 변수정의는 식 (2)의 설명 참조

〈표 8〉의 Panel A에서 TAX_t (모범납세자 선정 여부)의 회귀계수는 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 모범납세자로 선정된 경우 이전 년도에 비하여 Tobin's Q로 측정된 기업가치가 향상됨을 나타내며, 본 연구의 가설 1을 지지하는 결과이다. 〈표 8〉의 Panel B는 정보비대칭 수준에 따라 표본을 구분하여 모형 (2)의 분석을 수행한 결과를 보여준다. 주식수익률의 변동성(VOL_t)으로 측정한 정보비대칭이 높은 경우에만 TAX_t (모범납세자 선정 여부)의 회귀계수가 유의한 양(+)의 값을 가지는 것으로 나타났다. 이는 정보비대칭이 높은 경우에만 모범납세자로 선정된 경우 이전 년도에 비하여 Tobin's Q로 측정된 기업가치가 향상됨을 나타내며, 본 연구의 가설 2를 지지한다. 표로 제시하지는 아니하였으나 〈표 5〉에서와 같이 발생액의 질(AQ_t)과 재무분석가수($FOLLOWING_t$)를 이용하여 정보비대칭을 측정한 경우에도 결과는 동일하였다.

VI. 결 론

본 연구는 과세당국으로부터 모범납세자로 선정된 기업을 대상으로 모범납세자 선정이 장기적으로 해당 기업의 기업가치에 미치는 영향을 살펴보고자 하였으며, 정보비대칭이 높은 기업의 경우에 모범납세자 선정으로 인한 신뢰성 및 이미지 제고 등을 통하여 해당 기업의 기업가치에 더욱 긍정적인 영향을 미치는지 확인하였다.

구체적으로 2011년부터 2015년까지 유가증권시장과 코스닥시장에 상장된 기업 중에서 과세관청으로부터 모범납세자로 선정된 122개 기업을 대상으로 실증분석을 수행하였으며, 실증분석 결과는 다음과 같다. 첫째, 모범납세자로 선정된 기업의 선정 후가 선정 전에 비해 누적초과수익률로 측정된 기업가치가 유의하게 증가하는 것을 확인하였다. 이는 모범납세자로 선정된 경우 이후 3년간의 세무조사 면제 등 우대혜택을 누릴 수 있으므로 기업의 미래현금흐름이 증가하여 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 수 있으며, 모범납세자 선정에 따라 해당 기업의 조세회피 수준이 낮다는 신호를 자본시장에 전달함으로써 기업의 투명성을 홍보하여 비조세비용이 감소함으로써 기업가치가 향상된 것으로 사료된다. 둘째, 모범납세자 선정 이후 기업가치가 증가되는 효과는 정보비대칭성이 상대적으로 높은 기업의 경우에만 나타남을 확인하였다. 정보비대칭이 높은 기업의 경우, 모범납세자 선정으로 인하여 해당 기업의 투명성 및 이미지 제고에 기여하고 불확실성을 해소하는 효과가 크게 나타남으로써 궁극적으로 기업가치를 제고하는 효과가 나타난 것으로 추정된다. 셋째, 모범납세자로 선정된 기업을 유가증권시장과 코스닥시장을 구분하여 모범납세자 선정 후가 선정 전에 비해 기업가치가 증가하는 지를 확인한 결과 코스닥시장에서 기업가치에 긍정적인 영향을 미치는 것을 확인하였다. 코스닥시장에 상장된 기업의 경우 코스피시장에 상장된 기업보다 정보비대칭이 높은 것으로 알려져 있는 바, 이는 본 분석의 결과와 일관성 있는 결과이다. 넷째, 모범납세자 선정이 장기적인 기업가치에 미치는 영향을 살펴보기 위하여 선행연구(서정화 외 2017)와 같이 모범납세자 선정 전·후 2년 및 3년간의 기업가치를 비교한 결과, 관찰대상을 달리하여 분석을 수행한 경우에도 연구결과가 강건함을 확인하였다. 마지막으로 누적초과수익률은 관찰대상기간이 넓음에 따라 노이즈(noise)가 포함될 가능성이 존재하므로 기업가치를 Tobin's Q로 측정하여 본 연구의 가설 1과 2의 분석을 수행하고, 이 경우에도 본 연구결과가 지지됨을 확인하였다.

본 연구의 공헌점은 다음과 같다. 성실·모범납세자 등과 관련한 선행연구들은 성실·모범납세자 선정 전후의 조세회피 수준의 변동, 성실·모범납세자 선정 직후의 주가반응 등을 연구하였다. 본 연구는 선행연구에서 다루지 않았던 모범납세자 선정이 장기적인 기업가치에 미치는 영향을 살펴보았다는 점에서 학문적 의의를 가진다. 또한, 모범납세자 선정이 정보이용자 및 투자자들에게 긍정적인 정보로 인식되고 있으며, 기업의 투명성 및 이미지 제고를 통하여 궁극적으로 기업가치를 제고함을 확인하였다는 데서 과세당국 뿐 아니라 경영자에게 시사하는 점이

크다 하겠다. 다만, 매년 납세자의 날인 3월 3일에 과세관청이 모범납세자의 선정을 법인사업자와 개입사업자를 함께 공시를 하고 있으므로, 법인사업자와 개인사업자를 모두 표본에 포함시켜 연구를 진행하여야 했지만, 개인사업자의 경우에는 재무자료의 수집이 불가능하므로 법인사업자만을 대상으로 연구를 진행하였다는 점에서 한계가 있다.

참고문헌

- 고윤성 · 김지홍 · 최원욱. 2007. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 세무학연구 제24권 제4호 : 9-40.
- 국세청. 2018. “모범납세자 우대혜택 안내”. https://www.nts.go.kr/info/info_09_04.asp
- 기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”. 세무학연구 제29권 제2호 : 107-136.
- 김진수 · 김임현. 2016. “조세회피가 정보비대칭에 미치는 영향 : 대형회계법인과 재무분석가의 외부감시효과를 중심으로”. 세무학연구 제33권 제3호 : 111-141.
- 김태규 · 김인중. 2017. “정보비대칭이 기업의 배당정책에 미치는 영향 : 자본조달순서이론과 신호효과를 중심으로”. 재무관리연구 제34권 제4호 : 63-84.
- 배수진 · 심태섭. 2015. “세무조사 선정은 조세순응을 유도하는가? : 소규모사업자의 전기세무조사에 따른 가산세를 중심으로”. 회계학연구 제40권 제1호 : 193-227.
- 서정화 · 이호영 · 유현수. 2017. “모범납세자 선정 전 · 후의 조세회피에 관한 연구”. 회계저널 제26권 제4호 : 77-112.
- 심충진 · 이준규 · 김진태. 2013. “세무조사 여부에 따른 조세회피와 기업가치에 관한 연구”. 회계정보연구 제31권 제4호 : 81-104.
- 오기수. 2009. “성실납세자에 대한 세무조사 면제의 실효성에 관한 연구”. 세무와회계저널 제10권 제1호 : 9-33.
- 이병산 · 정재현. 2008. “기업의 조세회피행위 여부에 따른 시장반응”. 세무학연구 제25권 제1호 : 139-168.
- 이정미 · 김완용. 2015. “기업평판의 가치 관련성”. 회계 · 세무와 감사연구 제57권 제3호 : 1-26.
- 최보람 · 이정미. 2014. “기업평판과 조세회피, 기업가치의 관계”. 세무학연구 제31권 제3호 : 149-175.
- Andrews, A., Linn, S., and Yi, H. 2017. Corporate governance and executive perquisites. *Review of Accounting and Finance* 16 (1) : 21-45.
- Armstrong, C. S., Core, J. E., Taylor, D. J., and Verrecchia, R. E. 2011. When does information asymmetry affect the cost of capital?. *Journal of Accounting Research* 49 (1) : 1-40.
- Balakrishnan, K., Blouin, J., and Guay, W. 2011. Does tax aggressiveness reduce financial reporting transparency. working paper. University of Pennsylvania, Philadelphia, PA.
- Bernard, V. L., and Thomas, J. K. 1989. Post-earnings-announcement drift : delayed price response or risk premium?. *Journal of Accounting Research* 27 : 1-36.
- Black, E. L., Carnes, T. A., and Richardson, V. J. 2000. The market valuation of corporate

- reputation. *Corporate Reputation Review* 3 (1) : 31–42.
- Chen, S., X. Chen, Q. Cheng, and T. J. Shevlin. 2010. Are family firms more tax aggressive than non-family firms?. *Journal of Financial Economics* 95 : 41–61
- Dhaliwal, D. S., Z. Li, A. Tsang and G. Y. Yang. 2010. Voluntary non-financial disclosure and the cost of equity capital : The case of Corporate, working paper. University of Arizona
- Dyreng, S. D., M. Hanlon., and E. Maydew. 2010. The effect of executives on corporate tax avoidance. *The Accounting Review* 85 (4) : 1163–1189.
- Easley, D. and O'hara. M. 2004. Information and the cost of capital. *The Journal of Finance* 59 (4) : 1553–1583
- Fama, E. F., and French, K. R. 2008. Dissecting anomalies. *The Journal of Finance* 63 (4) : 1653–1678.
- Fama, E. F., & French, K. R. 2015. Incremental variables and the investment opportunity set. *Journal of Financial Economics* 117 (3) : 470–488.
- Fosu, S., A. Danso., W. Ahmad. and W. Coffie. 2016. Information asymmetry, leverage and firm value : Do crisis and growth matter?. *The Journal of American Taxation Association* 23 (1) : 1–20.
- McGuire, J. B., Schneeweis, T., and Branch, B. 1990. Perceptions of firm quality : A cause or result of firm performance. *Journal of Management* 16 (1) : 167–180.
- Morck, R., Shleifer, A., and Vishny, R. W. 1988. Management ownership and market valuation : An empirical analysis. *Journal of Financial Economics* 20 : 293–315.
- Petersen, M. A. 2009. Estimating standard errors in finance panel data sets : Comparing approaches. *The Review of Financial Studies* 22 (1) : 435–480.
- Richardson, A. J. and Welker, M. 2001. Social disclosure, financial disclosure and the cost of equity capital. *Accounting, Organizations & Society* 26 : 597–616.
- Roberts, P. W., and Dowling, G. R. 2002. Corporate reputation and sustained superior financial performance. *Strategic Management Journal* 23 (12) : 1077–1093.
- Scholes, M. S., and M. A. Wolfson. 1992. Taxes and business strategy : A planning approach. Englewood Cliffs, NJ : Prentice Hall.

A Study of Firm Value Before and After Trusted Taxpayer Designation

Hyunyoung Park* · Junghwa Suh**

—〈Abstract〉—

This study investigates the long-term effect of being designated as a 'trusted tax payer' by the National Tax Service on the firm value. For those firms with higher information asymmetry in particular, the study verifies whether the designation as a trusted tax payer has a positive effect on firm value.

We examined 122 KOSPI and KOSDAQ market listed companies designated as trusted tax payers from 2011 to 2015. The empirical results show that firm value measured as cumulative abnormal return significantly increased after the firm was designated as a trusted tax payer, suggesting that being designated as a trusted tax payer appears to enhance reputation and reliability of a company in the capital market, and consequently to increase firm value. In addition, we find that the results are hold only for the firms with relatively higher information asymmetry measured as stock volatility, accrual quality, and analyst following. The results imply that firms with higher information asymmetry may experience greater benefit as the firm is designated as a trusted tax payer.

This study is meaningful in that it examines the designation as a trusted tax payer has a positive effect on firm value, which has not dealt with before in the prior research. We expect that the results in this study provide useful information to managers as well as regulators.

〈Key words〉 trusted taxpayer, information asymmetry, firm value, cumulative abnormal return

* Assistant Professor, Department of Global Business, Anyang University, hyp1103@anyang.ac.kr, First Author

** Ph.D Candidate, School of Business, Yonsei University, suzukiyu81@yonsei.ac.kr, Corresponding Author