

세무조사추징세액 공시에 대한 시장반응에 기업특성이 영향을 미치는가?^{*} - 사회적책임과 지배구조를 중심으로 -

정재연^{**} · 심준용^{***}

<요 약>

본 연구는 세무조사추징세액을 공시한 상장기업의 공시일 전후 주가반응이 기업 특성에 따라 차별적으로 나타나는지 분석했다. 구체적으로 기업의 사회적책임활동 특성과 기업지배구조 특성에 따라 세무조사추징세액 공시 전후 주가반응이 달라지는지 분석했다.

본 연구의 분석 결과는 다음과 같다. 우선, 2006년부터 2018년 6월까지 세무조사추징세액을 공시한 130개 기업-연도 표본에 대해 일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR)을 분석했다. 그 결과, 공시일과 공시일 +1거래일에 유의한 음(-)의 AAR을 보였으며, 그 이후 뚜렷한 변화가 없음에 따라 CAR 역시 공시일부터 유의한 음(-)의 값을 갖고 그 효과가 +20거래일까지 지속되는 것을 발견했다. 이는 세무조사추징세액의 공시가 투자자들에게 부정적으로 해석되는 결과로 세무조사에 의한 추징으로 대표되는 조세회피 행위가 주가하락이라는 비조세비용을 발생시킬 수 있음을 의미한다.

회귀분석 결과 공시일 전후 주가반응 CAR는 기업의 사회적책임활동 특성과 양(+의 상관관계가 있으며, 또한 기업지배구조 특성과도 양(+의 상관관계가 있는 것을 발견했다. 즉, 사회적책임활동과 기업지배구조 특성이 세무조사추징세액으로 인한 부정적 주가반응을 완화해주는 효과가 있는 것으로 분석됐다. 이러한 결과는 기업의 사회적책임활동 및 기업지배구조가 우수할수록 세무조사 추징이라는 조세회피 행위가 경영자의 사적편익을 위한 것은 아닐 것이라는 투자자들의 믿음이 반영된 것으로 해석된다.

본 연구는 기업의 사회적책임활동과 기업지배구조에 따라 기업 활동에 부정적인 공시에 대한 시

* 본 연구는 한국세무학회 30주년 기념 연구지원사업 연구비에 의하여 수행되었습니다. 2018년 한국세무학회 추계학술발표대회에서 본 연구에 유익한 조언을 해주신 이은철 교수님께 진심으로 감사드립니다.

** 강원대학교 경영회계학부 교수, jyjung@kangwon.ac.kr, 주저자

*** 명지대학교 경영학과 조교수, junyong00@naver.com, 교신저자

장반응이 차별적으로 나타날 수 있다는 실증 결과를 제시했다. 또한, 세무조사 추정으로 대표되는 기업의 조세회피 행위가 주가하락이라는 비조세비용을 유발함에도 불구하고, 기업의 투명성과 신뢰성에 대한 믿음이 비조세비용을 완화할 수 있음을 실증적으로 제시했다는 점에서 공헌점이 있을 것으로 기대된다.

〈주제어〉 세무조사추징세액, 주가반응, 초과수익률, 사회적책임활동, 기업지배구조

I. 서 론

본 연구는 2006년부터 2018년 6월까지 금융감독원 전자공시시스템에 세무조사추징세액을 공시한 상장기업을 대상으로 공시일 전후 주가반응이 기업 특성에 따라 차별적으로 나타나는지 분석한다. 우리나라의 공시규정은 투자자의 의사결정을 돕기 위해 주가에 상당한 영향을 미칠 가능성이 있는 중요 정보를 공시하도록 하고 있으며, 이에 따라 우리나라 상장기업은 세무조사추징세액이 자기자본의 5% 이상일 경우 해당 내용을 알게 된 날에 바로 거래소에 신고해야 한다.¹⁾

세무조사로 인한 추징세액은 기업의 해당 사업연도 성과와는 관계없이 전기 사업연도 이전의 세무조정과 관련해 당해 사업연도의 현금유출을 발생시키는 사건이다. 2017년 국세통계연보에 따르면 2016년 세무조사 실적에서 추징세액은 전체 기업의 결정수입금액 대비 약 0.9%, 결정소득금액 대비 약 6.4%에 달하는 것으로 나타났다.²⁾ 따라서 선행연구에서 밝힌 바와 같이 세무조사추징세액에 대한 공시는 기업의 주가에 부정적인 영향을 미치는 중요한 사건이다(정운오와 전병욱 2010; 심준용 외 2015). 그럼에도 불구하고, 세무조사와 관련한 자료 수집의 제약으로 인해 관련 연구가 미미한 실정이다.

세무조사추징세액은 해당 기업의 조세회피 행위가 실제 이루어졌음을 나타내주는 증거이다. 선행연구에서는 기업의 조세회피는 기업가치와 음(-)의 상관관계가 있음을 밝히고 있으며, 이는 조세회피 행위가 세무조사로 대표되는 조세비용 외에도 기업 이미지 실추, 기업가치 하락 등의 비조세비용을 유발하는 것으로 해석한다(기은선 2012; 강정연 2018). 한편, 기은선(2012)은 기업의 사회적책임활동이 활발할 경우 조세회피와 기업가치 간 음(-)의 상관관계가 약해지는 결과를 제시하고 이에 대해 사회적책임활동 성과가 높은 기업일수록 기업의 조세회피 행위가 경영자의 사적편익 추구하고 연결될 가능성은 낮기 때문에 투자자들이 긍정적으로 평가하는 것으로 해석했다. 또한, 다양한 조세회피와 기업가치의 상관관계를 연구한 선행연구에서는 조세회피

1) 유가증권시장 상장기업 중 직전 보고기간 말 자산총액 2조원 이상인 대기업은 자기자본의 2.5%, 코스닥시장 상장기업 중 직전 보고기간 말 자산총액 1천억원 이상인 대기업은 자기자본의 3% 이상의 벌금·과태료·추징금·과징금이 부과된 경우 공시의무가 있다.

2) 국세청(<http://stats.nts.go.kr>) : 국세통계

가 기업가치에 부정적인 영향을 미치지만 기업지배구조가 우수할수록 조세회피의 부정적 영향이 완화될 수 있다는 결과를 보고했다(전주성 2011 ; 손언승 외 2012 ; 강정연과 고종권 2014). 이에 본 연구는 세무조사추징세액 공시로 인한 부정적 추가반응이 기업의 특성에 따라 차별적으로 나타날 가능성이 있음에 주목하고 연구를 진행한다.

본 연구는 선행연구에 따라 투자자들의 기업에 대한 인식에 영향을 미칠 수 있는 사회적책임활동과 기업지배구조를 이용해 분석을 진행한다. 2006년부터 2018년 6월까지 세무조사추징세액을 공시한 130개 기업-연도 표본을 이용해 공시일 전후 일별평균초과수익률(*AAR*)과 누적평균 초과수익률(*CAR*)을 측정하고 *CAR*가 사회적책임활동과 기업지배구조에 따라 다르게 나타나는지 분석한다. 분석 결과는 다음과 같다.

첫째, 세무조사추징세액을 공시한 표본의 공시일 전후 *AAR*은 공시일과 공시일 +1거래일에 유의한 음(-)의 값을 갖는 것으로 나타났다. 그리고 그 이후에는 유의한 변동이 없었으며 이에 따라 *CAR*는 공시일부터 유의한 음(-)의 값을 갖고 이 현상이 +20거래일까지 유지되는 것으로 나타났다. *AAR*과 *CAR*에 대한 분석 결과는 선행연구와 일치하는 결과이며, 세무조사에 의한 추징으로 대표되는 기업의 조세회피 행위가 추가하락이라는 비조세비용을 유발함을 의미한다.

둘째, 전체 표본을 이용해 분석한 결과 사회적책임활동 정도와 공시일 전후 *CAR*는 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다.³⁾ 이는 기업의 사회적책임활동 정도에 대한 투자자들의 긍정적 인식이 세무조사추징이라는 조세회피 행위로 인한 비조세비용을 완화시켜주는 것으로 해석 가능하다.

셋째, 전체 표본 중 2012년부터 2018년 6월까지 80개 기업-연도 표본을 이용해 분석한 결과 기업지배구조 역시 공시일 전후 *CAR*와 유의한 양(+)의 상관관계가 있었다.⁴⁾ 이러한 결과는 앞서 사회적책임활동 정도를 이용해 분석한 결과와 마찬가지로 기업 특성에 대한 투자자들의 긍정적 인식이 비조세비용을 완화시켜주는 효과가 있음을 시사한다.

본 연구는 세무조사 추징이라는 부정적 공시에도 불구하고 사회적책임활동과 기업지배구조의 기업 특성에 따라 투자자들의 시장반응이 차별적으로 나타나는 것을 발견했다. 이는 기업의

3) 사회적책임활동 정도는 경제정의연구소가 발표하는 경제정의지수(Korea Economic Justice Institute Index ; 이하 KEJI라 줄여 부름)를 이용했으며, 경제정의연구소 홈페이지를 통해 자료를 수집했다. 단, 해당 홈페이지에는 2005년 이후부터 KEJI 자료가 공시됨에 따라 실제 분석에서는 2006년 이후 표본을 사용했다. 기업에 대한 투자자들의 인식은 KEJI가 공시된 이후 반영될 것이므로 KEJI 공시 연도 +1연도를 이용하여 분석을 수행하는 것이 타당할 것으로 판단된다.

http://ccej.or.kr/special_type/economy-definition-laboratory

4) 기업지배구조 수준은 한국기업지배구조원이 발표하는 ESG등급을 이용했으며, 한국기업지배구조원 홈페이지에서 자료를 수집했다. 단, 2011년 이후 ESG등급을 공시함에 따라 투자자들의 인식은 ESG등급이 공시된 이후 변경될 것을 고려하여 ESG등급 공시 연도 +1연도를 분석에 활용함에 따라 2012년 이후 표본을 사용했다.

http://cgs.or.kr/business/esg_tab04.jsp

투명성, 신뢰성이 투자자들의 인식에 미치는 영향에 대한 실증 결과를 제시했다는 점에서 의미가 있다. 또한 조세회피 행위의 직접적이고 구체적 증거인 세무조사추징세액 공시를 활용해 조세회피 행위에서 발생하는 비조세비용을 검토하고 비조세비용에 영향을 미치는 요소를 발견했다는 점에서 선행연구의 실증결과를 뒷받침하는 동시에 선행연구를 확장했다는 공헌점이 있다.

본 연구의 구성은 다음과 같다. 제Ⅰ장 서론에 이어 제Ⅱ장에서는 관련 선행연구를 검토하고, 본 연구에서 검증하려는 연구가설을 설정한다. 제Ⅲ장에서는 연구모형과 변수, 표본을 포함한 연구설계에 대해 설명하고, 제Ⅳ장에서는 실증결과 및 추가분석 결과를 제시한다. 마지막으로 제Ⅴ장은 연구의 요약과 결론을 제시한다.

Ⅱ. 선행연구 및 연구가설

1. 선행연구

세무조사추징세액의 공시는 과거 기간에 해당 기업의 조세회피 행위가 실제 이루어졌음을 제시하는 증거이다. 그러나 세무조사에 대한 자발적 공시는 거의 이루어지지 않으며, 공시규정에 따라 세무조사추징세액 규모가 일정 수준 이상인 경우에만 공시의무가 강제된다는 점으로 인해 자료 수집의 한계점이 존재한다. 또한, 공시가 없는 기업 중에도 세무조사를 받은 기업이 존재할 가능성으로 인해 세무조사를 받은 기업과 받지 않은 기업을 정확히 구분할 수 없다. 이와 같은 한계점으로 인해 세무조사에 대한 선행연구는 매우 제한적으로만 이루어지고 있다. 특히 대부분의 선행연구는 세무조사추징세액의 규모에 영향을 미치는 원인 분석에 초점을 맞추고 있으며, 세무조사추징세액의 주가반응에 대한 연구는 미미한 실정이다.

세무조사와 주가반응 사이의 관계를 검토한 최초의 연구로 정운오와 전병욱(2010)은 사적으로 수집한 세무조사 표본을 이용해 분석을 수행했다. 158개 표본 기업의 세무조사사전통지일과 세무조사착수일, 세무조사종결일과 결과통지일을 사건일로 하여 사건일 전후 기간의 주가 수익률을 검토한 결과, 세무조사의 착수에 대해서는 부정적 주가반응이 나타나는 반면, 세무조사 종결에 대해서는 긍정적 주가반응이 나타나는 것을 발견했다. 추가적으로 2000년에서 2008년까지 세무조사추징세액을 공시한 상장기업의 공시일 전후 주가반응을 분석한 결과 공시일 직후 거래일에 유의한 주가 하락 현상이 나타나는 것을 보고했다. 다음에 인용하는 기사는 세무조사추징세액이 상장기업의 주가에 부정적인 영향을 미치고 있음을 뒷받침한다.⁵⁾

5) 2016년 9월 7일자 비즈니스워치 기사 “세무조사로 주가 떨어진 상장사들”(기사원문은 http://news.bizwatch.co.kr/article/tax/2016/09/07/0018/prev_ver)에서 인용함.

지난 1년간 국세청 세무조사에서 세금을 추징 당했다고 공시한 상장사 대부분이 주가 하락을 경험한 것으로 조사됐다. 세금추징 공시 후 한 달 사이에 주가가 떨어진 기업이 75%에 달했다. 7일 비즈니스위치가 금융감독원과 한국거래소를 통해 집계한 결과, 지난해 9월 이후 세금 추징액을 공시한 상장사 12곳 가운데 9곳의 주가가 한 달 만에 하락했다.

지난 1월 1490억원의 세금 추징을 공시한 삼성SDS는 한 달 사이 주가 19.9%가 내렸고, STX중공업과 신세계건설의 주가는 각각 17.0%와 10.8%씩 떨어졌다. 삼성SDS와 신세계건설은 세무조사 공시 후 일주일 만에 주가를 회복했지만, 한 달이 지나자 주가가 급격히 내려갔다(이하 생략).

기현희와 김연용(2008)은 상장기업을 대상으로 세무조사추징세액 공시 후 주가반응을 분석한 결과 유가증권시장 상장기업에 대해서는 공시 후 주가가 하락하는 현상을 발견했으나, 코스닥시장 상장기업의 경우 세무조사추징세액 공시 후 오히려 주가가 상승한다는 결과를 보고했다. 심준용 외(2015)는 2000년부터 2013년까지 전자공시시스템에 세무조사추징세액을 공시한 202개 상장기업을 대상으로 주가반응을 분석한 결과 공시일 이후 +1거래일에 발생한 주가하락의 효과가 +5거래일까지 유지되는 것을 발견했다. 또한, 재무분석가가 이익예측치를 제공했는지 여부로 표본기업을 구분하여 분석한 결과 재무분석가의 이익예측치가 있는 유가증권시장 상장기업의 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 주가반응이 약하게 나타나는 현상을 발견했다. 다음에 인용하는 기사는 세무조사추징세액의 공시에도 불구하고 오히려 주가가 상승할 수도 있음을 뒷받침한다.⁶⁾

상장기업이라면 주가가 떨어질까 봐 걱정이다. 사업 측면에서 딱히 잘못된 것도 없는데 세무조사를 받는다는 이유만으로 막대한 손실을 보는 경우도 있다. 이 때문에 국세공무원들은 기업의 과세 정보를 누설하지 않도록 법에 규정돼 있다.

세무조사를 하는 국세청이나, 받는 기업 모두 철저히 ‘입’을 단아야 한다. 그렇다면 세무조사는 주가를 얼마나 떨어뜨릴까. 세무조사 사실이 공개된 기업의 주가를 분석해봤더니, 의외의 결과가 나왔다.

상장기업이 세무조사를 받는다는 사실이 알려지면 주가 흐름을 분석한 보도가 쏟아진다. 대체로 주가가 하락했다는 소식인데, 최근에는 며칠간 흐름을 지켜보면 다시 오르는 추세가 나타났다. 올해 세무조사를 받은 한미약품과 두산인프라코어는 소식이 알려진 다음 날 주가가 각각 2.0%p, 0.9%p씩 떨어졌다. 그런데 1주일 후에는 오히려 8.0%, 5.2%씩 상승했다. 현대중공업은 세무조사 사실이 밝혀진 후 일주일만 지나자 주가가 15%p가 더 올랐다(이하 생략).

6) 2015년 5월 13일자 비즈니스위치 기사 “세무조사로 주가 하락? … “이젠 괜찮아””(기사원문은 http://news.bizwatch.co.kr/article/tax/2015/05/12/0034/prev_ver)에서 인용함.

이처럼 세무조사추징세액 공시에 대한 주가반응이 차별적으로 나타날 수 있다는 증거가 존재함에도 불구하고, 관련하여 추가적인 연구는 이루어지고 있지 않다. 이에 본 연구는 세무조사추징세액이라는 부정적 사건의 공시에 대해 기업 자체의 특성에 따라 주가반응이 차별적으로 나타나는지를 기업의 사회적책임활동 정도와 기업지배구조 수준을 이용하여 분석한다.

2. 연구가설

선행연구에서는 세무조사추징세액 공시와 관련해 공시일 직후 부정적 주가반응이 나타나는 것으로 보고하고 있다(기현희와 김연용 2008 ; 정운오와 전병욱 2010 ; 심준용 외 2015). 한편, 기은선(2012)은 사회적책임활동에 적극적인 기업일수록 조세회피 수준이 낮은 것을 발견했으며, 동시에 조세회피 정도가 기업 가치에 미치는 부정적 영향이 약화되는 것을 확인했다. 이로 미루어 볼 때 사회적책임활동에 적극적인 기업이 세무조사로 인한 추징세액을 공시하는 경우 시장 투자자들의 부정적 반응은 더 약하게 나타날 가능성이 있다. 그러나 사회적책임활동에 적극적인 기업이 조세회피 행위를 했다는 구체적 증거가 세무조사 추징이라는 형태로 시장에 공시된 경우 시장 투자자들의 실망 및 신뢰도 하락으로 인해 오히려 더 강한 부정적 반응이 나타날 수도 있다. 따라서 기업의 사회적책임활동 정도가 세무조사추징세액이라는 부정적 정보에 대한 주가반응에 미치는 영향은 실증적으로 분석할 필요가 있다. 이에 기업의 사회적책임활동 정도가 세무조사추징세액 공시에 대한 주가반응에 미치는 영향과 관련한 가설을 다음과 같은 대립가설의 형태로 설정한다.

가설1 : 기업의 사회적책임활동 정도가 높을수록 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 시장 반응은 약하게 나타날 것이다.

선행연구에서는 우수한 기업지배구조를 가지고 있는 경우 기업의 공시의 질이 우수하게 평가되는 것으로 보고한다(Botosan 1997 ; Healy and Palepu 2001). 동시에 기업지배구조가 우수할 때 투자자들이 기업가치를 더 높게 평가하는 것으로 나타났다(Black and Kim 2012 ; Black et al. 2015). 기업지배구조가 우수한 기업에 대해 시장 반응이 긍정적인 것은 우수한 기업지배구조를 통해 기업의 내부통제가 잘 이루어지는 동시에 기업 내부와 외부의 정보비대칭에서 발생하는 문제가 낮은 것으로 평가되기 때문이다.

조세회피와 기업가치의 상관관계에 대한 선행연구에서도 기업지배구조가 우수할수록 조세회피가 기업가치에 미치는 부정적 영향이 완화될 수 있다는 보고가 이루어졌다(전주성 2011 ; 손연승 외 2012 ; 강정연과 고종권 2014). 이에 따라 시장 투자자들이 세무조사추징세액이라는 부정적 정보 공시에 대해서도 기업지배구조가 우수한 기업을 긍정적으로 평가한다면 부정적 주가반응이 약하게 나타날 수 있다. 반면, 기업지배구조가 우수한 기업이 조세회피를 했으며, 이로

인해 추징이 발생했다는 점에 대해 시장투자자들이 실망을 하게 되고 해당 기업의 신뢰성이 낮은 것으로 평가한다면 오히려 더 강한 부정적 반응이 나타날 수도 있다. 따라서 기업지배구조가 세무조사추징세액이라는 부정적 정보에 대한 추가반응에 미치는 영향은 실증적으로 분석할 필요가 있다. 이에 기업지배구조 수준이 세무조사추징세액 공시에 대한 추가반응에 미치는 영향과 관련한 가설을 다음과 같은 대립가설의 형태로 설정한다.

가설2 : 기업지배구조가 우수할수록 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 시장반응은 약하게 나타날 것이다.

III. 연구설계

1. 연구모형

가. 초과수익률

본 연구는 세무조사추징세액 공시일 전후 해당 기업의 누적초과수익률로 측정한 추가반응을 이용해 가설을 검증한다. 구체적으로 공시일 전후의 일별초과수익률(AR ; Abnormal Return)을 우선 측정하고 이를 누적하여 CAR 를 산출한다. 기업의 주식수익률을 정상수익률과 초과수익률로 구분할 때, 일별초과수익률은 다음과 같이 정의한다.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}) \quad (1)$$

AR_{it} : i 기업의 t 시점의 초과수익률

R_{it} : i 기업의 t 시점의 주가수익률

α_i, β_i : i 기업의 추정기간의 알파와 베타

R_{mt} : t 시점의 동일가중지수 수익률

위의 식(1)에서 $(\alpha_i + \beta_i R_{mt})$ 는 기업의 정상수익률을 의미하며 공시일 기준 -150거래일부터 공시일 전일까지 150일 동안의 주가수익률 자료를 이용하여 개별 기업의 계수를 추정하고 동일가중지수(EWI ; Equally-Weighted Index Return)를 적용하여 산출한다. 기업의 일별주식수익률에서 일별로 계산되는 정상수익률을 차감한 값이 일별초과수익률이 되며, 표본 기업에 대해 기간별로 일별초과수익률의 평균을 계산하면 일별평균초과수익률(AAR)이 계산된다. 선행연구에서 나타난 바와 같이 공시의 효과는 여러 날에 걸쳐 지속될 수 있으므로, 각 기업에 대하여 해당 기간별로 일별초과수익률의 누적합계를 계산하고 그 누적합계의 평균을 계산하면 CAR 를 구할 수 있다.

$$CAR_i(D_0, D_1) = \sum_{t=D_0}^{D_1} (AR_{it}) \quad (2)$$

CAR_i : i 기업의 범위 기간 동안의 누적초과수익률
 (D_0, D_1) : CAR 계산을 위한 범위기간, (-1, 1), (-1, 2), (-1, 3)
 AR_{it} : i 기업의 t 시점의 초과수익률

나. 회귀분석 모형

본 연구는 공시일 -1거래일부터 시작해 +3거래일까지 각 일자별로 계산한 세 종류의 CAR ($CAR(-1, 1)$, $CAR(-1, 2)$, $CAR(-1, 3)$)를 이용해 가설을 검증한다. 위와 같이 측정한 CAR를 이용하여 가설 1과 2를 검증하기 위한 연구모형은 다음과 같다.⁷⁾

$$CAR(D_0, D_1) = \beta_0 + \beta_1 CSR_Dummy(ESG_Dummy) + \beta_2 Taxfine + \beta_3 Size + \beta_4 LEV + \beta_5 ROA + \beta_6 OCF + \beta_7 Loss + Industry\ Dummy + Year\ Dummy \quad (3)$$

CSR_Dummy : 경제정의지수로 측정한 사회적책임활동 정도, 공시일이 속한 연도의 전년도에 경제정의지수가 공시된 경우 1, 없는 경우 0의 값 부여
 ESG_Dummy : ESG등급을 이용해 측정한 기업지배구조 수준, 공시일이 속한 연도의 전년도에 한국기업지배구조원에서 발표하는 ESG등급이 존재하는 경우 1, 없는 경우 0의 값 부여
 $Taxfine$: 세무조사추징세액 / 공시일이 속한 연도의 기초 총자산
 $Size$: ln (공시일이 속한 연도의 기초(전기말) 총자산)
 LEV : 공시일이 속한 연도의 기초 총부채 / 기초 총자산
 ROA : 공시일이 속한 연도의 전년도 당기순이익 / 전기초 총자산
 OCF : 공시일이 속한 연도의 전년도 영업현금흐름 / 전기초 총자산
 $Loss$: 공시일이 속한 연도의 전년도 당기순이익이 음(-)의 값이면 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미 변수
 $Industry\ Dummy$: 해당 산업에 속하는 경우 1, 그렇지 않은 경우 0의 값을 갖는 더미 변수
 $Year\ Dummy$: 해당 연도이면 1, 아닌 경우 0의 값을 갖는 더미 변수

가설1을 검증하기 위한 관심변수인 CSR_Dummy 는 경제정의실천시민연합(경실련) 경제정의연구소에서 발표하는 KEJI의 유무로 측정한다. 경제정의연구소는 1991년 이후 상장기업을 대상으로 매년 경제정의지수를 발표하고 있다. KEJI는 기업 활동의 건전성, 공정성, 사회봉사기여도, 환경보호만족도, 소비자보호기여도, 종업원만족도, 경제발전기여도 등을 종합적으로 평가하여 결정된다. 단, 연도별로 경제정의지수를 산정하는 기업이 달라지며, 이에 따라 표본기업 모두에 대해서 경제정의지수가 존재하는 것이 아니다. 또한 매년 300-400개의 상장기업을 대상으로 경제정의지수를 산출하고, 그 중 상위 200개 기업에 대한 경제정의지수를 공시하고 있다. 본 연

7) 표기의 편리성을 위하여 이후 연구모형에서는 개별기업을 나타내는 i와 시점을 나타내는 t는 생략한다.

구는 경제정의연구소 홈페이지에서 입수 가능한 2005년 이후의 KEJI 자료를 이용하여 전체 표본 중 2006년 이후 기업-연도 표본에 대해 전년도에 KEJI가 있는 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 경우 사회적책임활동 정도가 낮은 것으로 보아 0의 값을 부여하는 더미변수를 이용한다.⁸⁾

가설2를 검증하기 위한 관심변수 *ESG_Dummy*는 한국기업지배구조원에서 발표하는 ESG 등급의 유무로 측정한다. 한국기업지배구조원은 기업지배구조와 사회책임, 환경경영 분야에 대해 각각 평가를 수행하고 3개 분야에 대한 점수를 종합한 ESG 등급을 발표하고 있다. 한국기업지배구조원은 매년 모든 유가증권상장기업과 일부 코스닥상장기업에 대해 ESG등급을 발표하기 때문에 KEJI와 마찬가지로 표본기업 모두에 대해 ESG 등급이 존재하는 것은 아니다. 본 연구에서는 한국기업지배구조원에서 입수 가능한 2011년 이후의 ESG 등급 자료를 이용하여 전체표본 중 2012년 이후 기업-연도 표본에 대해 전년도에 ESG 등급이 있는 경우 1의 값을 부여하고 그렇지 않은 기업-연도에 대해서는 0의 값을 부여하는 더미변수를 이용한다.⁹⁾¹⁰⁾

정운오와 전병욱(2010)은 세무조사추징세액의 크기는 주가반응과 무관하다는 결과를 제시했으나, 기현희와 김연용(2008)과 심준용 외(2015)에서는 세무조사추징세액이 클수록 부정적 주가반응이 강해지는 결과를 보고했다. 이에 본 연구에서는 세무조사추징세액의 규모가 공시기업에 대한 주가반응에 미치는 영향을 통제하기 위해 공시된 세무조사추징세액을 기초총자산으로 나누어 측정한 *Taxfine*을 통제변수로 포함한다.

추가적으로 주가반응에 영향을 주는 기타 요소들을 통제하기 위해 선행연구에서 보고된 통제변수들을 추가한다(강정연 2018 ; 기은선 2012 ; 심준용 외 2015). 기업규모에 따라 투자자들의 관심이 차별적일 가능성을 통제하기 위해 *Size*를 포함하였으며, 경영성고가 연구결과에 미치는 영향을 통제하기 위하여 순이익률(*ROA*), 영업현금흐름(*OCF*)을 통제 변수로 추가한다. 또한 기

8) 경제정의지수를 산출하는 기업에 포함되지 않은 기업까지 모두 사회적책임활동 정도가 낮은 것으로 가정하는 것은 분석에 편의를 가져올 수 있으며, 이는 자료 수집의 문제로 인한 본 연구의 한계점이다. 그러나 본 연구에서는 경제정의연구소에서 공시하는 경제정의지수가 존재하는 기업에 대해 투자자들이 더 관심을 기울일 것으로 추정하였으며, 위와 같은 한계점에도 불구하고 유의한 결과가 도출된다면 오히려 경제정의지수의 공시 여부가 투자자의 긍정적 인식을 이끌어 낸다는 실증 증거가 될 수 있다는 점에서 본 연구의 분석에 미치는 영향 역시 제한적일 것으로 판단된다.

9) 한국기업지배구조원에서 ESG 등급 평가대상으로 하는 회사는 다음과 같다.

(1) 모든 유가증권시장 상장기업
(2) 코스닥시장 상장기업 중 대형회사(KOSDAQ100) 및 대기업집단에 소속된 상장기업
(3) 기관투자자 또는 자체적으로 평가를 요청하는 상장기업
위의 기준으로 볼 때 ESG 등급이 없는 상장기업은 상장기업 중에서도 규모가 작거나 평가 요청이 없었던 기업으로 볼 수 있다.

10) ESG 등급이 제공되는 기업이 한정적이므로 ESG 등급이 없는 기업을 모두 기업지배구조 수준이 낮은 것으로 가정하는 것은 분석에 편의를 가져올 가능성이 있다. 그럼에도 불구하고 분석 결과 유의한 결과가 도출된다면 오히려 ESG 등급의 공시가 투자자의 긍정적 인식을 끌어낼 수 있다는 실증 증거가 될 수 있다는 점에서 본 연구의 분석에 미치는 편의가 제한적일 것으로 사료된다.

업의 재무상태에 따라 주가 반응이 달라질 가능성을 통제하기 위하여 부채비율(*LEV*)을 통제 변수로 포함한다. 당기순손실 기업의 주가반응은 당기순이익 기업의 주가 반응과 유의한 차이가 있을 수 있다. 따라서 이를 통제하기 위해 세무조사추징세액 공시일이 속한 사업연도의 전기에 당기순손실이 발생한 경우 1의 값을 갖는 더미 변수 *Loss*를 통제변수로 설정한다. 마지막으로 연도 및 산업별 상관관계를 통제하기 위하여 연도 및 산업별 더미 변수를 포함한다.

가설1과 가설2의 예측대로 기업의 사회적책임활동 정도가 높을수록, 기업지배구조가 우수할수록 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 시장반응이 약화되는 효과가 존재한다면, 각 분석에서 β_1 이 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예측된다.

2. 표본

본 연구는 실증분석을 위해 금융감독원 전자공시시스템에 2006년부터 2018년 6월까지의 기간 동안 세무조사추징세액을 공시한 유가증권시장 및 코스닥시장 상장기업을 표본으로 선정한다. 다음 <표 1>은 전체 186개의 세무조사추징세액 공시 기업-연도 중 분석에 필요한 요건을 모두 충족하는 기업-연도를 추출하는 과정을 제시한다.

<표 1> 표본선정절차

선정기준	표본 수
최초 수집	186
(-) 금융업에 속하는 기업 제외	3
(-) 12월 결산이 아닌 기업	10
(-) 정정 공시	24
(-) 모회사가 자회사의 주요경영사항을 공시한 경우 제외	19
최종 표본	130

표본 선정에 있어 금융업 기업은 영업성격 및 회계정보의 특성이 기타 산업에 속한 기업과 차이가 있기 때문에 제외한다. 결산월의 차이가 분석에 미칠 수 있는 영향을 배제하기 위하여 결산월이 12월이 아닌 기업은 제외하고, 세무조사추징세액을 최초로 공시한 후 정정공시를 하는 경우에는 공시에 대한 주가반응이 다르게 나타날 수 있으므로 표본에서 제외한다. 자회사의 세무조사추징세액에 대해 모회사가 공시한 경우에는 기업의 주가에 미치는 직접적인 영향이 다를 가능성이 존재하므로 표본에서 제외한다. 위와 같은 기준을 통해 표본을 선정한 결과 최종적으로 130개 기업-연도가 표본으로 선정됐다.

IV. 실증분석 결과

1. 기술통계량

다음의 <표 2>는 통제변수에 대한 기술통계량을 제시한다.¹¹⁾ 세무조사추징세액의 규모를 나타내는 *Taxfine*의 경우 평균적으로 총자산 대비 4% 수준의 금액이 부과된 것으로 나타났다. 특히 최대값의 경우 0.162로 나타나 총자산 대비 16.2%의 금액이 추징세액으로 부과됨에 따라 기업 규모에 비해 큰 금액이 부과될 가능성이 존재함을 나타내 준다.

*Size*에 대한 평균값 및 중위수는 선행연구와 유사한 수치를 나타내고 있는 반면, *ROA*는 평균값이 음(-)의 값인 -0.036으로 나타났다. 또한 전체 표본 중 약 40%의 기업이 전기에 순손실을 기록했음을 알 수 있다.

<표 2> 통제변수에 대한 기술통계량

변수	평균	중위수	표준편차	최소값	최대값
<i>Taxfine</i>	0.040	0.028	0.034	0.004	0.162
<i>Size</i>	19.350	19.117	1.476	15.972	23.347
<i>LEV</i>	0.553	0.558	0.221	0.102	1.244
<i>ROA</i>	-0.036	0.017	0.336	-3.408	0.308
<i>OCF</i>	0.032	0.046	0.141	-0.727	0.332
<i>Loss</i>	0.400	0.000	0.492	0.000	1.000

1) 변수의 정의

Taxfine : 세무조사추징세액 / 기초 총자산

Size : $\ln(\text{공시일이 속한 연도의 기초 총자산})$

LEV : 공시일이 속한 연도의 기초 총부채 / 기초 총자산

ROA : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익 / 전기초 총자산

OCF : 공시일이 속한 연도의 전년도 영업현금흐름 / 전기초 총자산

Loss : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익이 음(-)인 경우 1의 값을 갖는 더미 변수

2. 상관관계 분석

다음의 <표 3>은 주요 변수간 상관관계를 제시한다. 기업의 사회적책임활동 정도를 나타내는 *CSR_Dummy*는 $CAR(-1, 1)$ 과는 1% 수준, $CAR(-1, 2)$ 및 $CAR(-1, 3)$ 과는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계를 가지고 있는 것으로 나타났다.

11) 이상치의 영향을 통제하기 위해 모든 변수에 대해 1% 수준에서 Winsorizing했다.

〈표 3〉 주요 변수의 상관관계

변수	CAR(-1, 1)	CAR(-1, 2)	CAR(-1, 3)	CSR_Dummy	ESG_Dummy	Taxfine	Size	LEV	ROA	OCF
CAR(-1, 2)	0.865***									
CAR(-1, 3)	0.777***	0.937***								
CSR_Dummy	0.234***	0.185**	0.175**							
ESG_Dummy	0.089	0.057	0.038	0.171*						
Taxfine	-0.180**	-0.199**	-0.226***	-0.071	-0.052					
Size	0.111	0.119	0.122	0.179**	0.389***	-0.377***				
LEV	-0.195**	-0.086	-0.066	-0.102	0.093	-0.187**	0.096			
ROA	0.010	-0.068	-0.044	0.057	0.027	-0.178**	0.307***	-0.392***		
OCF	0.056	0.076	0.070	-0.032	-0.053	-0.050	-0.031	-0.124	0.073	
Loss	-0.075	-0.093	-0.054	0.047	-0.035	-0.007	0.248***	-0.251***	0.613***	0.109

1) 변수의 정의는 식(2)-(3) 참조.

2) 상관계수는 피어슨 상관계수이며, *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

이는 기업의 사회적책임활동 정도가 높을수록 세무조사추징세액을 공시한 기업에 대한 부정적 추가반응이 약화될 것으로 예측한 가설 1과 일치하는 결과다.

기업지배구조 수준을 나타내는 *ESG_Dummy*는 <표 3>의 상관관계 분석에서 $CAR(-1, 1)$, $CAR(-1, 2)$, $CAR(-1, 3)$ 과 모두 유의한 상관관계가 나타나지 않았다. 그러나 *CSR_Dummy*와는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타나 KEJI와 ESG 등급이 산출되는 기업에 유사성이 있을 가능성을 제시한다.

세무조사추징세액의 크기로 측정한 *Taxfine*은 모든 기간의 누적평균초과수익률(*CAR*)과 유의한 음(-)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다. 이는 세무조사추징세액의 크기와 관련해 투자자들이 현금유출에 의한 기업 가치하락을 우려하는 정도가 높은 것으로 해석된다.

3. AAR 및 CAR 분석

가. 전체표본

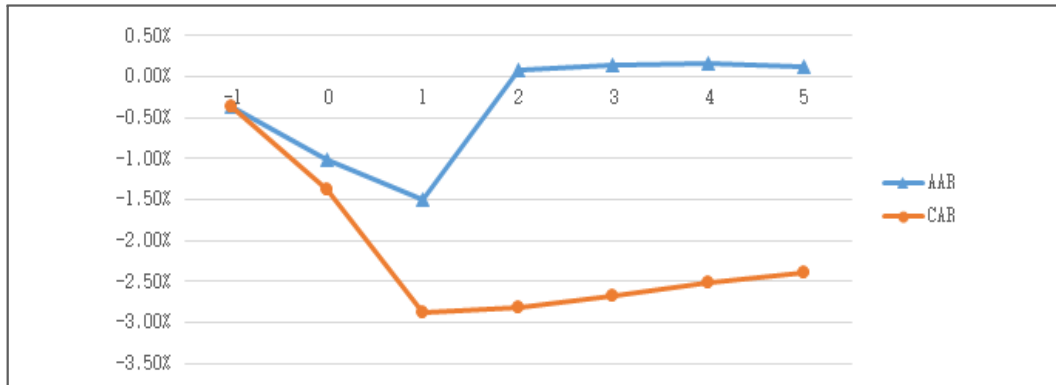
다음의 <표 4>는 공시일 기준 -1거래일부터 +5거래일까지 표본 기업의 *AAR*과 *CAR*를 보여주며, <그림 1>에서 이를 도식화하였다. t검정 결과 관찰기간 중 공시일과 공시일 +1거래일에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 *AAR*이 나타났다. 이는 세무조사추징세액 공시에 대해 시장에서 즉각적으로 부정적 반응이 나타나고 있음을 의미한다. 한편, 공시일 +2거래일부터 +5거래일까지는 유의한 *AAR*이 나타나지 않음에 따라, 부정적 반응은 공시일 당일과 그 직후에만 나타나고 있음을 알 수 있다.

*CAR*의 경우 공시 당일에는 5% 수준, +1거래일부터 +3거래일까지는 1% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 기록했으며 +4거래일과 +5거래일에는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다.

<표 4> 세무조사추징세액 공시일 전후 초과수익률

일	<i>AAR</i> (N=130)	t-stat.	<i>CAR</i> (N=130)	t-stat.
-1	-0.361%	-1.12	-0.361%	-1.12
0	-1.016%	-2.69***	-1.377%	-2.48**
1	-1.510%	-4.10***	-2.886%	-4.68***
2	0.075%	0.20	-2.812%	-3.83***
3	0.136%	0.41	-2.676%	-2.98***
4	0.152%	0.47	-2.524%	-2.61**
5	0.128%	0.37	-2.396%	-2.48**

〈그림 1〉 일별평균초과수익률(AAR) 및 누적평균초과수익률(CAR) 추세



<표 4>와 <그림 1>의 결과는 세무조사추징세액 공시에 따라 +1거래일에 유의하게 하락한 주가가 +5거래일까지도 회복되지 않는 것으로 해석할 수 있다. 이는 선행연구에서 제시한 세무조사추징세액 공시에 대한 시장의 부정적 반응과 일치하는 결과이다.¹²⁾

나. 가설1 사회적책임활동 정도의 영향 분석을 위한 표본

<표 5>는 전체 표본을 대상으로 사회적책임활동 정도를 측정된 KEJI 자료가 없는 경우($CSR_Dummy=0$)와 KEJI 자료가 있는 경우($CSR_Dummy=1$)로 구분하고 각각의 경우에 대해 공시일 전후 일별 AAR과 일별 CAR의 변동을 보여준다. 일별 AAR을 제시한 <표 5>의 Panel A에서 KEJI가 없는 경우에는 공시일 당일과 +1거래일에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 AAR(-1.27%, -1.81%)을 기록했다. 반면, KEJI가 있는 경우에는 공시일 당일과 +1거래일에 유의한 AAR이 나타나지 않았다. 차이 분석 결과에서 역시 공시일과 +1거래일에 KEJI가 없는 경우와 있는 경우 간에 각각 5%, 10% 수준에서 유의한 차이가 나타났다.

<표 5>의 Panel B는 일별 CAR를 제시하고 있다. KEJI가 없는 경우에는 전체 관찰기간에 걸쳐 음(-)의 CAR를 기록했으며, 공시일 당일부터 +5거래일까지 모든 기간에 걸쳐 1% 수준에서 통계적으로 유의했다. 반면, KEJI가 있는 경우에는 오히려 +1거래일과 +2거래일에 10% 수준에서 유의한 양(+)의 CAR를 보였으며, 그 외 기간에서도 통계적으로 유의하지는 않으나 양(+)의 CAR를 기록하는 것으로 나타났다. <표 5>의 결과를 그래프로 나타낸 <그림 2>와 <그림 3>은 KEJI가 없는 경우와 있는 경우 공시일 전후 주가 움직임의 차이를 잘 보여주고 있다.

전반적으로 <표 5>와 <그림 2>, <그림 3>의 결과는 KEJI가 있는 경우 사회적책임활동 정도

12) 모든 관찰일에 대해 AAR 및 CAR의 75분위수와 최대값은 양(+)의 값으로 나타났다. 이는 세무조사추징세액 공시에도 불구하고 오히려 주가가 상승하는 경우가 있으며, 기업에 따라 차별적 주가반응이 나타날 수 있음을 의미한다.

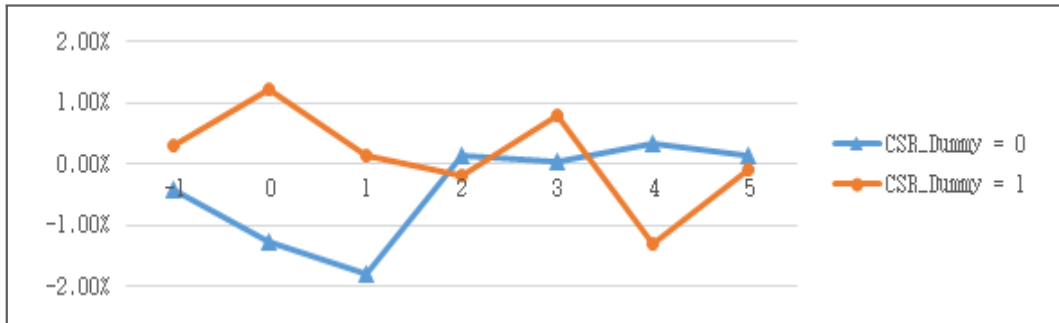
가 높은 기업으로 투자자들이 인식할 가능성이 있으며, 그에 따라 세무조사추징세액 공시라는 부정적 사건에 대해서도 시장에서 이를 부정적으로만 평가하지 않는다는 것으로 해석 가능하다. 이와 같은 결과는 본 연구의 가설1을 뒷받침할 수 있는 근거가 되며, 사회적책임활동 정도에 따라 세무조사추징세액으로 대표되는 조세회피 행위에 대한 비조세비용이 차별적으로 발생할 수 있음을 시사한다.

〈표 5〉 사회적책임활동 정도에 따른 세무조사추징세액 공시일 전후 초과수익률

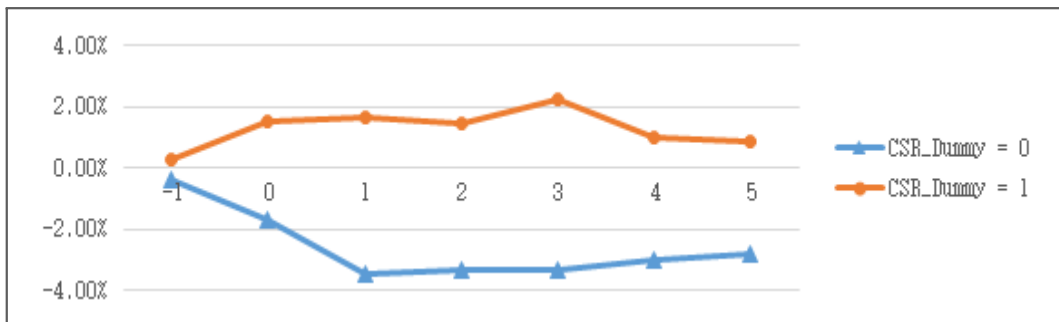
Panel A : 세무조사추징세액 공시일 전후 일별평균초과수익률(AAR)					
일	사회적책임활동 정도 낮음 (<i>CSR_Dummy</i> =0) (N=115)		사회적책임활동 정도 높음 (<i>CSR_Dummy</i> =1) (N=15)		차이에 대한 t-stat.
	AAR	t-stat.	AAR	t-stat.	
-1	-0.408%	-1.11	0.289%	0.58	-1.13
0	-1.270%	-3.25***	1.233%	1.29	-2.42**
1	-1.812%	-4.81***	0.127%	0.12	-1.76*
2	0.141%	0.35	-0.182%	-0.32	0.47
3	0.034%	0.10	0.801%	1.00	-0.87
4	0.327%	0.94	-1.295%	-1.53	1.78*
5	0.147%	0.39	-0.105%	-0.18	0.36
Panel B : 세무조사추징세액 공시일 전후 일별 누적평균초과수익률(CAR)					
일	사회적책임활동 정도 낮음 (<i>CSR_Dummy</i> =0) (N=115)		사회적책임활동 정도 높음 (<i>CSR_Dummy</i> =1) (N=15)		차이에 대한 t-stat.
	CAR	t-stat.	CAR	t-stat.	
-1	-0.408%	-1.11	0.289%	0.58	-1.13
0	-1.678%	-2.71***	1.522%	2.01*	-3.27***
1	-3.489%	-5.06***	1.649%	1.93*	-4.68***
2	-3.348%	-4.14***	1.466%	1.21	-3.30***
3	-3.314%	-3.42***	2.267%	1.23	-2.67**
4	-2.987%	-2.80***	0.972%	0.58	-1.98*
5	-2.839%	-2.66***	0.866%	0.48	-1.77*

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈그림 2〉 사회적책임활동 정도에 따른 세무조사추징세액 공시일 전후 일별 AAR



〈그림 3〉 사회적책임활동 정도에 따른 세무조사추징세액 공시일 전후 일별 CAR



다. 가설2 기업지배구조 수준의 영향 분석을 위한 표본

<표 6>은 세무조사추징세액을 공시한 전체 기업-연도 표본 중 2012년 이후 표본을 대상으로 기업지배구조 수준을 측정한 ESG 등급 자료가 없는 경우($ESG_Dummy=0$)와 있는 경우($ESG_Dummy=1$)로 구분하고 각각의 경우에 대해 공시일 -1거래일부터 +5거래일까지 일별 AAR과 일별 CAR의 변동을 제시한다. <표 6>의 Panel A는 ESG 등급이 없는 경우에 대한 일별 AAR을 보여준다. 앞서 사회적책임활동 정도의 차이를 분석한 <표 5>와 마찬가지로 ESG 등급이 없는 경우에는 공시일 당일과 +1거래일에 1% 수준에서 유의한 음(-)의 AAR(-1.92%, -1.74%)을 기록했다. 반면, ESG 등급이 있는 경우에는 공시일 당일과 +1거래일에 음(-)의 AAR을 기록했으나, 통계적으로는 유의하지 않았다. 단, 차이 분석 결과에서는 ESG 등급이 없는 경우와 있는 경우 간에 통계적으로는 유의한 차이가 없는 것으로 나타나 추가 분석의 필요성이 있는 것으로 판단된다.

<표 6>의 Panel B는 일별 CAR를 제시하고 있다. ESG 등급이 없는 경우 전체 관찰기간에 대해 음(-)의 CAR가 나타났으며, 공시일 당일부터 +5거래일까지 통계적으로 유의한 음(-)의 값

을 보였다. ESG 등급이 있는 경우에도 전체 관찰기간에 대해 음(-)의 *CAR*를 보였으나, 통계적으로 유의하지는 않았다. ESG 등급이 없는 경우와 있는 경우의 차이는 통계적으로 유의하지는 않았으나, <표 6>의 결과를 그래프로 나타낸 <그림 4>와 <그림 5>는 ESG 등급이 없는 경우와 있는 경우 공시일 전후 주가 움직임에 차이가 있을 가능성을 제시한다.

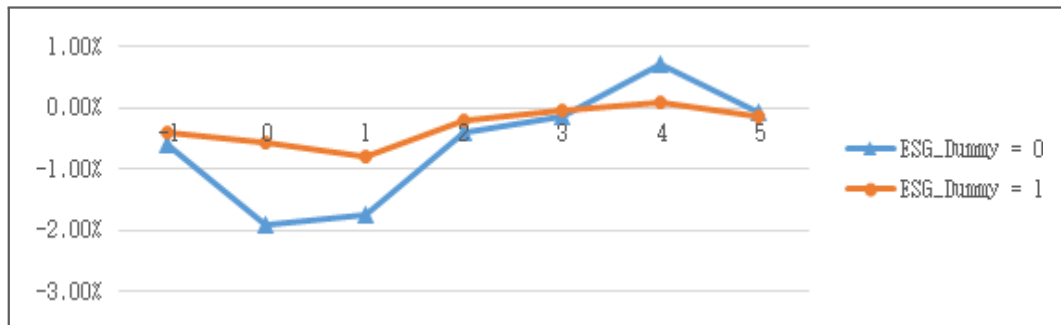
<표 6>과 <그림 2>, <그림 3>의 결과는 ESG 등급이 있는 경우 투자자들이 기업지배구조 수준이 높은 것으로 인식하고 이로 인해 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 반응이 상대적으로 약하게 나타날 가능성이 있음을 보여준다. 이러한 결과는 본 연구의 가설2를 뒷받침하는 근거가 될 수 있다. 그러나 ESG 등급이 없는 경우와 있는 경우 간 차이에 대해 통계적 유의성이 나타나지 않음에 따라 추가적인 분석이 필요함을 알 수 있다.

<표 6> 기업지배구조 수준에 따른 세무조사추징세액 공시일 전후 초과수익률

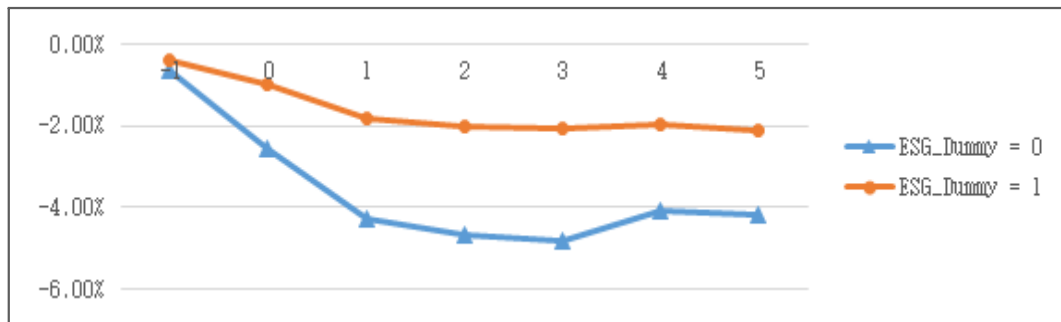
Panel A : 세무조사추징세액 공시일 전후 일별평균초과수익률(<i>AAR</i>)					
일	기업지배구조 수준 낮음 (<i>ESG_Dummy</i> =0) (N=53)		기업지배구조 수준 높음 (<i>ESG_Dummy</i> =1) (N=27)		차이에 대한 t-stat.
	<i>AAR</i>	t-stat.	<i>AAR</i>	t-stat.	
-1	-0.610%	-1.05	-0.408%	-0.54	-0.21
0	-1.922%	-3.85***	-0.575%	-0.66	-1.35
1	-1.737%	-3.09***	-0.811%	-0.98	-0.93
2	-0.394%	-0.80	-0.214%	-0.41	-0.25
3	-0.139%	-0.25	-0.033%	-0.07	-0.14
4	0.711%	1.40	0.102%	0.17	0.76
5	-0.074%	-0.14	-0.158%	-0.48	0.14
Panel B : 세무조사추징세액 공시일 전후 일별 누적평균초과수익률(<i>CAR</i>)					
일	기업지배구조 수준 낮음 (<i>ESG_Dummy</i> =0) (N=53)		기업지배구조 수준 높음 (<i>ESG_Dummy</i> =1) (N=27)		차이에 대한 t-stat.
	<i>CAR</i>	t-stat.	<i>CAR</i>	t-stat.	
-1	-0.610%	-1.05	-0.408%	-0.54	-0.21
0	-2.532%	-3.02***	-0.984%	-0.73	-0.98
1	-4.269%	-4.26***	-1.795%	-1.45	-1.56
2	-4.663%	-3.77***	-2.009%	-1.40	-1.40
3	-4.802%	-3.06***	-2.042%	-1.17	-1.17
4	-4.091%	-2.45**	-1.940%	-0.98	-0.83
5	-4.166%	-2.80***	-2.098%	-1.04	-0.82

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈그림 4〉 기업지배구조 수준에 따른 세무조사추징세액 공시일 전후 일별 AAR



〈그림 5〉 기업지배구조 수준에 따른 세무조사추징세액 공시일 전후 일별 CAR



3. 회귀분석 결과

가. 세무조사추징세액 공시일 전후 주가반응에 사회적책임활동이 미치는 영향

<표 7>은 가설1을 검증하기 위해 모형(3)을 회귀분석한 결과를 제시한다. 관심변수인 *CSR_Dummy*는 $CAR(-1, 1)$ 과 5% 수준, $CAR(-1, 2)$ 및 $CAR(-1, 3)$ 과는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 각각 0.045, 0.044, 0.054의 회귀계수 값을 보였다. 이는 KEJI의 유무로 측정한 사회적책임활동 정도가 높을수록 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 반응이 약하게 나타나는 것을 의미한다. 이러한 결과는 <표 5>의 일별 초과수익률 분석 결과와도 일치하며, 본 연구의 가설1과도 일치한다.

통제변수 중 *Taxfine*은 $CAR(-1, 1)$ 과 1% 수준, $CAR(-1, 2)$ 및 $CAR(-1, 3)$ 과는 5% 수준에서 유의한 음(-)의 상관관계를 보였다. 이는 <표 3>의 상관관계 분석 결과와 동일하게 세무조사추징세액이 클수록 시장반응이 부정적으로 나타나는 것을 의미하며, 기현희와 김연용(2008), 심준용 외(2015)의 결과와도 일치한다.

〈표 7〉 세무조사추징세액 공시에 대한 주가반응에 사회적책임활동이 미치는 영향

$$CAR(D_0, D_1) = \beta_0 + \beta_1 CSR_Dummy + \beta_2 Taxfine + \beta_3 Size + \beta_4 LEV + \beta_5 ROA + \beta_6 OCF + \beta_7 Loss + Industry\ Dummy + Year\ Dummy \quad (3)$$

변수	예측	CAR (-1, 1)	CAR (-1, 2)	CAR (-1, 3)
<i>Intercept</i>		-0.053 (-0.532)	-0.116 (-0.990)	-0.129 (-0.929)
<i>CSR_Dummy</i>	(+)	0.045** (2.321)	0.044* (1.879)	0.054* (1.933)
<i>Taxfine</i>	(-)	-0.584*** (-2.784)	-0.533** (-2.090)	-0.709** (-2.329)
<i>Size</i>		0.005 (0.985)	0.007 (1.126)	0.007 (1.030)
<i>LEV</i>		-0.097** (-2.592)	-0.061 (-1.351)	-0.057 (-1.041)
<i>ROA</i>		-0.018 (-0.316)	0.007 (0.103)	0.022 (0.267)
<i>OCF</i>		-0.066 (-1.119)	-0.098 (-1.379)	-0.084 (-0.996)
<i>LOSS</i>		0.007 (0.454)	0.013 (0.708)	0.015 (0.670)
<i>Industry Dummy</i>		포함	포함	포함
<i>Year Dummy</i>		포함	포함	포함
Adj. R ²		0.135	0.055	0.080
N		130	130	130

1) 변수의 정의

CSR_Dummy : 경제정의지수로 측정된 사회적책임활동 정도, 공시일이 속한 연도의 전년도 경제정의지수가 공시된 경우 1, 없는 경우 0의 값 부여

Taxfine : 세무조사추징세액 / 기초 총자산

Size : ln(공시일이 속한 연도의 기초 총자산)

LEV : 공시일이 속한 연도의 기초 총부채 / 기초 총자산

ROA : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익 / 전기초 총자산

OCF : 공시일이 속한 연도의 전년도 영업현금흐름 / 전기초 총자산

Loss : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익이 음(-)인 경우 1의 값을 갖는 더미 변수

Industry Dummy : 산업별 더미 변수

Year Dummy : 연도별 더미 변수

2) 괄호 안의 숫자는 t값임.

3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

가설 1에 대한 검증 결과를 요약하면 다음과 같다. KEJI의 유무로 기업의 사회적책임활동 정도를 구분하여 분석한 결과 가설 1의 예측대로 사회적책임활동 정도가 높을수록 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 시장반응이 완화되는 것을 발견했다. 이는 사회적책임활동에 대한 투자자들의 인식에 따라 세무조사추징세액 공시라는 기업의 조세회피 행위에서 유발되는 비조세비용이 완화될 수 있음을 시사한다.

나. 세무조사추징세액 공시일 전후 주가반응에 기업지배구조가 미치는 영향

<표 8>은 가설2를 검증하기 위해 모형(3)을 회귀분석한 결과를 제시한다. 관심변수인 *ESG_Dummy*는 $CAR(-1, 1)$, $CAR(-1, 2)$, $CAR(-1, 3)$ 과 모두 5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났으며, 각각 0.027, 0.035, 0.041의 회귀계수 값을 보였다. <표 8>의 결과는 ESG 등급이 없는 경우와 있는 경우에 통계적으로 유의한 차이가 나지 않았던 <표 6>의 결과를 보강하는 동시에 ESG 등급의 유무로 측정된 기업지배구조 수준이 높을수록 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 반응이 완화된다는 증거를 제시한다. 이는 본 연구의 가설2와도 일치하는 결과이다. <표 7>의 분석 결과와 마찬가지로 통제변수 중 *Taxfine*에 대해서는 전체 기간에서 유의한 음(-)의 회귀계수 값이 발견됐다.

가설 2에 대한 검증 결과는 다음과 같다. ESG 등급의 유무로 기업지배구조 수준을 구분하여 분석한 결과 예측대로 기업지배구조 수준이 높을수록 세무조사추징세액 공시에 대한 부정적 시장반응이 약하게 나타나는 것을 발견했다. 이는 기업지배구조 수준이 높을 경우 투자자들의 긍정적 인식에 따라 기업의 조세회피 행위에 대한 비조세비용이 감소될 수 있음을 의미한다.¹³⁾¹⁴⁾

13) 앞서 설명한 바와 같이 ESG 등급은 유가증권시장 상장기업과 일부 코스닥시장 상장기업에 대하여 산정되므로 ESG 등급의 유무로 측정된 더미 변수를 이용한 분석 결과에 한계점이 존재한다. 이에 본문에 표로 제시하지는 않았으나, ESG 등급에 따라 0에서 4까지의 값(ESG 등급이 없는 경우에도 0의 값을 부여)을 부여한 연속변수를 이용하여 회귀분석을 수행한 결과 $CAR(-1, 1)$, $CAR(-1, 2)$ 와 10% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있음을 발견했다.

14) ESG 등급은 기업지배구조, 사회책임, 환경경영의 3개 분야에 대한 평가점수를 종합하여 측정한다. 따라서 ESG 등급이 기업지배구조의 적절한 대응치인지에 대한 의문이 있을 수 있다. 이에 본문에 표로 제시하지는 않았으나, ESG 등급 내 기업지배구조 등급에 따라 표본 기업-연도에 0부터 4까지의 값을 부여한 연속변수(등급이 없는 경우에도 0의 값을 부여)를 이용하여 회귀분석을 수행한 결과 $CAR(-1, 1)$, $CAR(-1, 2)$ 와는 10% 수준, $CAR(-1, 3)$ 과는 5% 수준에서 유의한 양(+)의 상관관계가 있는 것으로 나타났다.

〈표 8〉 세무조사추징세액 공시에 대한 주가반응에 기업지배구조가 미치는 영향

$$CAR(D_0, D_1) = \beta_0 + \beta_1 CSR_Dummy + \beta_2 Taxfine + \beta_3 Size + \beta_4 LEV + \beta_5 ROA + \beta_6 OCF + \beta_7 Loss + Industry\ Dummy + Year\ Dummy \quad (3)$$

변수	예측	CAR (-1, 1)	CAR (-1, 2)	CAR (-1, 3)
<i>Intercept</i>		-0.090 (-0.658)	-0.062 (-0.337)	-0.043 (-0.176)
<i>ESG_Dummy</i>	(+)	0.027** (2.040)	0.035** (2.007)	0.041** (2.132)
<i>Taxfine</i>	(-)	-0.826*** (-3.164)	-1.244*** (-3.181)	-1.561*** (-3.319)
<i>Size</i>		0.006 (0.888)	0.006 (0.565)	0.006 (0.464)
<i>LEV</i>		-0.108*** (-2.871)	-0.111** (-2.331)	-0.154*** (-2.882)
<i>ROA</i>		0.103 (1.252)	0.140 (1.082)	0.159 (0.939)
<i>OCF</i>		0.008 (0.118)	0.011 (0.123)	0.047 (0.466)
<i>LOSS</i>		0.026 (1.399)	0.038* (1.677)	0.047* (1.713)
<i>Industry Dummy</i>		포함	포함	포함
<i>Year Dummy</i>		포함	포함	포함
Adj. R ²		0.215	0.211	0.220
N		80	80	80

1) 변수의 정의

ESG_Dummy : ESG등급을 이용해 측정한 기업지배구조 수준, 공시일이 속한 연도의 전년도에 한국 기업지배구조원에서 발표하는 ESG등급이 존재하는 경우 1, 없는 경우 0의 값 부여

Taxfine : 세무조사추징세액 / 기초 총자산

Size : ln(공시일이 속한 연도의 기초 총자산)

LEV : 공시일이 속한 연도의 기초 총부채 / 기초 총자산

ROA : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익 / 전기초 총자산

OCF : 공시일이 속한 연도의 전년도 영업현금흐름 / 전기초 총자산

Loss : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익이 음(-)인 경우 1의 값을 갖는 더미 변수

Industry Dummy : 산업별 더미 변수

Year Dummy : 연도별 더미 변수

2) 괄호 안의 숫자는 t값임.

3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

4. 추가분석

본 연구에서는 세무조사추징세액 공시일 전후 시장반응 관찰기간을 공시일 전일부터 +5거래일까지로 설정하고 가설 검증을 진행했다. 그러나 앞서 인용한 기사에 의하면 세무조사추징세액 공시 이후 1주일 이상의 기간이 경과한 후 주가가 회복하거나 더 상승했던 것으로 나타났다. 따라서 본 연구에서 이용한 관찰기간을 확장하여 추가적인 분석이 필요한 것으로 판단된다. 이에 추가적으로 공시일 직후 +20거래일까지 기간을 확장하여 초과수익률을 검토한다.

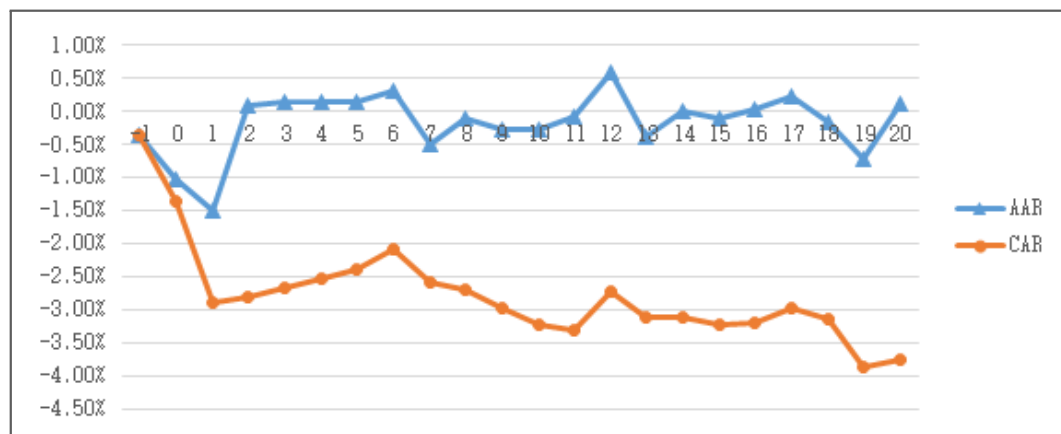
가. 전체표본

다음의 <표 9>와 <그림 6>은 공시일 -1거래일부터 +20거래일 기간 동안 130개 표본 기업 -연도의 *AAR*과 *CAR*을 보여준다.

<표 9> 세무조사추징세액 공시일 후 +20거래일까지의 초과수익률

일	<i>AAR</i> (N=130)	t-stat.	<i>CAR</i> (N=130)	t-stat.
-1	-0.361%	-1.12	-0.361%	-1.12
0	-1.016%	-2.69***	-1.377%	-2.48**
1	-1.510%	-4.10***	-2.886%	-4.68***
5	0.128%	0.37	-2.396%	-2.48**
10	-0.272%	-0.98	-3.243%	-2.13**
15	-0.112%	-0.39	-3.236%	-1.88*
20	0.124%	0.46	-3.751%	-1.90*

<그림 6> 공시일 +20거래일까지 *AAR* 및 *CAR* 추세



t검정 결과 추가 관찰기간 중 공시일 +12거래일에 5% 수준에서 유의한 양(+)의 *AAR*이 나타났으며, +19거래일에 5% 수준에서 유의한 음(-)의 *AAR*이 나타났으나, 그 외의 기간에서는 통계적으로 유의한 *AAR*이 나타나지 않았다. 또한 *CAR*의 경우 공시일 +7거래일까지는 1% 수준, 이후 +20거래일까지 5% 수준에서 유의한 음(-)의 값을 보였다. 이는 세무조사추징세액을 공시한 기업에 대해 공시일 직후 나타난 부정적 반응이 거래일 기준 20일이 경과한 이후에도 회복되지 않는다는 결과를 의미한다.

나. 가설1 사회적책임활동 정도의 영향 분석 표본

본 연구의 가설1 사회적책임활동 정도의 영향을 분석한 표본에 대해 세무조사추징세액 공시일 이후 +20거래일까지 관찰기간을 확장하여 분석을 진행했다. 다음의 <표 10>, <그림 7>은 *CAR*의 추세를 보여주며, <표 11>은 추가 회귀분석 결과를 제시한다.

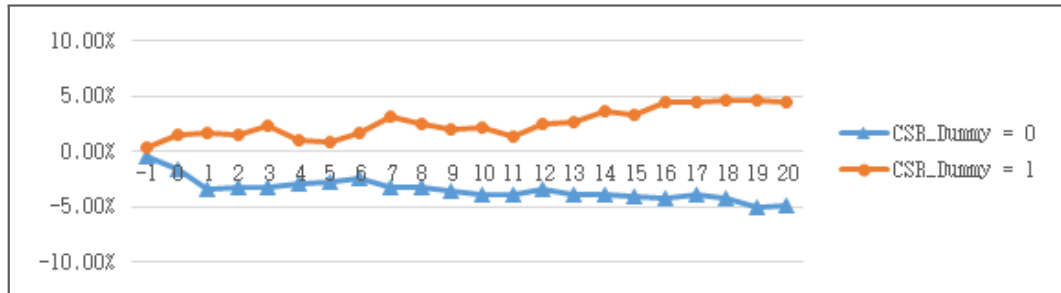
<표 10>은 사회적책임활동 정도에 따라 구분된 표본의 세무조사추징세액 공시일 후 +20거래일까지 *CAR*를 제시하고 있다. *KEJI*가 없는 경우에는 +20거래일까지 통계적으로 유의한 음(-)의 *CAR*를 기록한 반면, *KEJI*가 있는 경우에는 +20거래일까지 통계적으로 유의하지는 않으나 양(+)의 *CAR*를 기록했다. 차이를 분석한 결과 *KEJI*가 있는 경우와 없는 경우의 *CAR*는 통계적으로 유의한 차이가 있는 것으로 나타났다. <표 10>의 결과를 그래프로 나타낸 <그림 7> 역시 *KEJI*가 없는 경우와 있는 경우 공시일 전후 주가 움직임의 차이가 기간이 지날수록 더욱 증가하고 있음을 보여주고 있다.

<표 10> 사회적책임활동 정도에 따른 세무조사추징세액 공시일 후 +20거래일까지의 *CAR*

일	사회적책임활동 정도 낮음 (<i>CSR_Dummy</i> =0) (N=115)		사회적책임활동 정도 높음 (<i>CSR_Dummy</i> =1) (N=15)		차이에 대한 t-stat.
	<i>CAR</i>	t-stat.	<i>CAR</i>	t-stat.	
-1	-0.408%	-1.11	0.289%	0.58	-1.13
0	-1.678%	-2.71***	1.522%	2.01*	-3.27***
1	-3.489%	-5.06***	1.649%	1.93*	-4.68***
5	-2.839%	-2.66***	0.866%	0.48	-1.77*
10	-3.918%	-2.38**	2.208%	0.68	-1.68
15	-4.108%	-2.20**	3.360%	1.03	-1.99*
20	-4.859%	-2.27**	4.456%	1.19	-2.16**

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈그림 7〉 사회적책임활동 정도에 따른 세무조사추징세액 공시일 후 +20거래일까지 일별 CAR



<표 11>은 공시일 -1거래일로부터 +10, +15, +20거래일에 대하여 모형(3)을 회귀분석한 결과를 제시한다.

〈표 11〉 사회적책임활동 정도가 미치는 영향에 대한 추가분석

$$CAR(D_0, D_1) = \beta_0 + \beta_1 CSR_Dummy + \beta_2 Taxfine + \beta_3 Size + \beta_4 LEV + \beta_5 ROA + \beta_6 OCF + \beta_7 Loss + Industry\ Dummy + Year\ Dummy \quad (3)$$

변수	예측	CAR (-1, 10)	CAR (-1, 15)	CAR (-1, 20)
Intercept		0.254 (1.095)	0.329 (1.235)	0.378 (1.194)
CSR_Dummy	(+)	0.080* (1.709)	0.098* (1.818)	0.111* (1.741)
Taxfine	(-)	-1.175** (-2.319)	-0.848 (-1.453)	-0.661 (-0.955)
Size		-0.009 (-0.725)	-0.014 (-1.062)	-0.018 (-1.118)
LEV		-0.174* (-1.927)	-0.152 (-1.459)	-0.144 (-1.166)
ROA		-0.366** (-2.608)	-0.289* (-1.786)	-0.171 (-0.891)
OCF		-0.023 (-0.163)	-0.010 (-0.063)	0.044 (0.228)
LOSS		-0.033 (-0.892)	-0.016 (-0.377)	-0.021 (-0.413)
Industry Dummy		포함	포함	포함
Year Dummy		포함	포함	포함
Adj. R ²		0.104	0.070	0.000
N		130	130	130

1) 변수의 정의

- CSR_Dummy* : 경제정의지수로 측정한 사회적책임활동 정도, 공시일이 속한 연도의 전년도 경제정의지수가 공시된 경우 1, 없는 경우 0의 값 부여
- Taxfine* : 세무조사추징세액 / 기초 총자산
- Size* : $\ln(\text{공시일이 속한 연도의 기초 총자산})$
- LEV* : 공시일이 속한 연도의 기초 총부채 / 기초 총자산
- ROA* : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익 / 전기초 총자산
- OCF* : 공시일이 속한 연도의 전년도 영업현금흐름 / 전기초 총자산
- Loss* : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익이 음(-)인 경우 1의 값을 갖는 더미 변수
- Industry Dummy* : 산업별 더미 변수
- Year Dummy* : 연도별 더미 변수

2) 괄호 안의 숫자는 t값임.

3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

각각의 기간에 대해 관심변수인 *CSR_Dummy*는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수 값을 기록했다. 이는 가설1을 검증한 <표 7>의 결과와 일치하며, 사회적책임활동 정도가 높은 기업에 대해 세무조사추징세액으로 대표되는 조세회피에 대한 부정적 반응이 약하게 나타나는 현상이 세무조사추징세액 공시일 이후 +20거래일까지도 유지된다는 것을 시사한다. 한편, *Taxfine*의 회귀계수는 +15, +20거래일에 대한 분석에서 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 세무조사추징세액 공시의 효과는 유지되더라도 추징세액의 규모가 주가에 미치는 영향은 기간이 경과함에 따라 사라지는 것으로 해석할 수 있다.

다. 가설2 기업지배구조 수준의 영향 분석 표본

본 연구의 가설2 기업지배구조 수준의 영향을 분석한 표본에 대해서도 세무조사추징세액 공시일 이후 +20거래일까지 관찰기간을 확장하여 분석을 진행했다. 다음의 <표 12>, <그림 8>은 *CAR*의 추세를 보여주며, <표 13>은 추가 회귀분석 결과를 제시한다.

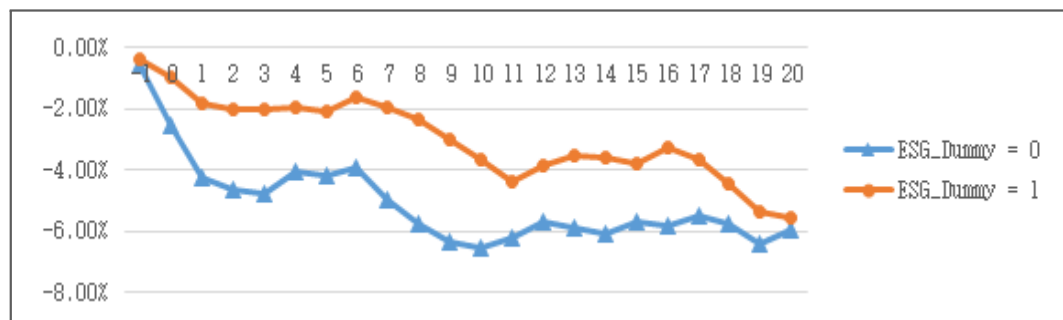
<표 12>는 기업지배구조 수준에 따라 구분된 표본의 세무조사추징세액 공시일 후 +20거래일까지 *CAR*를 보여준다. ESG 등급이 없는 경우에는 +20거래일까지 통계적으로 유의한 음(-)의 *CAR*를 기록한 반면, ESG 등급이 있는 경우에는 +20거래일까지 음(-)의 *CAR*를 기록했음에도 통계적으로 유의하지는 않았다. 그러나 두 그룹 간 차이 역시 통계적으로 유의하지 않았으며, +20거래일에는 두 그룹의 *CAR*가 거의 비슷한 수준의 음(-)의 값을 보이는 것으로 나타났다. <그림 8>에서도 ESG 등급이 없는 경우와 있는 경우에 공시일 직후 주가에는 차이가 있으나, 기간이 경과할수록 그 차이가 감소하면서 +20거래일에는 거의 비슷한 수준의 *CAR*를 기록함을 보여준다.

〈표 12〉 기업지배구조 수준에 따른 세무조사추징세액 공시일 후 +20거래일까지의 CAR

일	기업지배구조 수준 낮음 (<i>ESG_Dummy</i> = 0) (N=53)		기업지배구조 수준 높음 (<i>ESG_Dummy</i> = 1) (N=27)		차이에 대한 t-stat.
	CAR	t-stat.	CAR	t-stat.	
-1	-0.610%	-1.05	-0.408%	-0.54	-0.21
0	-1.922%	-3.85***	-0.575%	-0.66	-1.35
1	-1.737%	-3.09***	-0.811%	-0.98	-0.93
5	-0.074%	-0.14	-0.158%	-0.48	0.14
10	-6.565%	-3.29***	-3.674%	-1.06	-0.72
15	-5.720%	-2.73***	-3.777%	-0.83	-0.39*
20	-5.934%	-2.49**	-5.565%	-0.98	-0.06**

1) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

〈그림 8〉 기업지배구조 수준에 따른 세무조사추징세액 공시일 후 +20거래일까지 일별 CAR



〈표 13〉은 공시일 -1거래일로부터 +10, +15, +20거래일에 대하여 모형(3)을 회귀분석한 결과를 제시한다. +10, +15거래일에 대해서는 관심변수인 *ESG_Dummy*는 10% 수준에서 유의한 양(+)의 회귀계수 값을 기록했으나, +20거래일에는 *ESG_Dummy*의 회귀계수 값이 통계적으로 유의하지 않았다. 〈표 13〉의 결과는 전반적으로 가설2를 검증한 〈표 8〉의 결과와 일치하지만, 공시일 이후 +20거래일이 되면 기업지배구조 수준에 의한 시장반응의 차이가 사라지는 것을 시사한다. 한편, *Taxfine*에 대한 회귀계수는 +15거래일과 +20거래일에서는 통계적으로 유의하지 않았다. 이는 〈표 11〉의 추가분석 결과와 일치하며, 세무조사추징세액 공시의 효과는 남지만 추징세액의 규모가 주가에 미치는 영향은 기간이 경과함에 따라 사라지는 것으로 해석된다.

〈표 13〉 기업지배구조 수준이 미치는 영향에 대한 추가분석

$$CAR(D_0, D_1) = \beta_0 + \beta_1 CSR_Dummy + \beta_2 Taxfine + \beta_3 Size + \beta_4 LEV + \beta_5 ROA + \beta_6 OCF + \beta_7 Loss + Industry\ Dummy + Year\ Dummy \quad (3)$$

변수	예측	CAR (-1, 10)	CAR (-1, 15)	CAR (-1, 20)
<i>Intercept</i>		0.181 (0.393)	0.407 (0.707)	0.457 (0.623)
<i>ESG_Dummy</i>	(+)	0.055* (1.902)	0.068* (1.823)	0.054 (1.238)
<i>Taxfine</i>	(-)	-1.538* (-1.840)	-1.375 (-1.450)	-1.413 (-1.322)
<i>Size</i>		-0.007 (-0.291)	-0.018 (-0.642)	-0.022 (-0.595)
<i>LEV</i>		-0.195** (-2.094)	-0.207** (-2.000)	-0.218* (-1.746)
<i>ROA</i>		0.106 (0.661)	0.214 (1.121)	0.357 (1.585)
<i>OCF</i>		0.166 (1.184)	0.110 (0.621)	0.301 (1.429)
<i>LOSS</i>		0.028 (0.816)	0.043 (1.030)	0.056 (1.071)
<i>Industry Dummy</i>		포함	포함	포함
<i>Year Dummy</i>		포함	포함	포함
Adj. R ²		0.104	0.000	0.000
N		80	80	80

1) 변수의 정의

ESG_Dummy : ESG등급을 이용해 측정한 기업지배구조 수준, 공시일이 속한 연도의 전년도에 한국 기업지배구조원에서 발표하는 ESG등급이 존재하는 경우 1, 없는 경우 0의 값 부여

Taxfine : 세무조사추징세액 / 기초 총자산

Size : ln(공시일이 속한 연도의 기초 총자산)

LEV : 공시일이 속한 연도의 기초 총부채 / 기초 총자산

ROA : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익 / 전기초 총자산

OCF : 공시일이 속한 연도의 전년도 영업현금흐름 / 전기초 총자산

Loss : 공시일이 속한 연도의 전년도 순이익이 음(-)인 경우 1의 값을 갖는 더미 변수

Industry Dummy : 산업별 더미 변수

Year Dummy : 연도별 더미 변수

2) 괄호 안의 숫자는 t값임.

3) *, **, ***은 각각 10%, 5%, 1% 수준에서 유의함을 의미함.

V. 결 론

본 연구는 2006년부터 2018년 6월까지 세무조사추징세액을 공시한 상장기업을 대상으로 기업 특성에 따라 세무조사 추징이라는 부정적 공시에 대한 시장반응이 차별적으로 나타나는지 분석했다. 세무조사추징세액은 기업이 전기 이전에 결산 시에 수행한 세무조정에 문제가 있는 경우 발생하는 비용이며, 해당 기업의 조세회피 행위가 있었다는 증거이기도 하다. 선행연구에서는 세무조사추징세액 공시에 대해 시장이 부정적으로 반응하는 것을 발견했으며, 이는 기업의 조세회피 행위가 부정적 시장반응으로 연결되는 비조세비용을 유발할 수 있음을 시사한다. 그러나 자료수집의 한계 등으로 인해 세무조사추징세액의 주가반응에 대한 연구는 제한적으로만 이루어져 왔다.

본 연구에서는 기업의 특성에 따라 세무조사추징세액에 대한 주가반응이 차별적으로 나타날 가능성에 주목하고, 기업 특성을 크게 사회적책임활동 정도와 기업지배구조 수준으로 구분하여 각 특성이 세무조사추징세액의 주가반응에 미치는 영향을 분석했다. 경제정의연구소에서 공시하는 경제정의지수(KEJI)가 있는 지 여부로 사회적책임활동 정도를 측정하고, 한국기업지배구조원에서 공시하는 ESG 등급 여부로 기업지배구조 수준을 측정하여 분석을 수행한 결과는 다음과 같다.

첫째, KEJI가 없는 경우 즉, 사회적책임활동 정도가 낮은 경우 세무조사추징세액 공시일과 +1거래일에 음(-)의 초과수익률을 보였으며, 이로 인해 +20거래일까지 누적평균초과수익률이 음(-)으로 나타나는 것을 발견했다. 그러나 KEJI가 있는 경우, 즉 사회적책임활동 정도가 높은 경우 세무조사추징세액 공시 -1거래일부터 +20거래일까지 유의한 초과수익률은 나타나지 않았다. 회귀분석 결과에서도 사회적책임활동 정도는 각 기간별 누적평균초과수익률과 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다.

둘째, ESG 등급이 없는 경우에도 세무조사추징세액 공시일과 +1거래일에 통계적으로 유의한 음(-)의 초과수익률을 기록했으며, +20거래일까지 음(-)의 누적평균초과수익률을 보였다. 이는 공시 직후 나타난 부정적 시장반응이 일정 기간 동안 회복되지 않음을 의미한다. 반면, ESG 등급이 있는 경우에는 초과수익률이 통계적으로 유의하지 않았다. 회귀분석 결과 ESG 등급의 유무로 측정한 기업지배구조 수준은 각 기간별 누적평균초과수익률과 유의한 양(+)의 상관관계를 보였다.

본 연구의 분석 결과는 세무조사추징세액으로 대표되는 기업의 조세회피 행위가 초래하는 비조세비용이 기업 특성에 대한 투자자들의 인식에 따라 차별적으로 나타날 수 있다는 실증 증거를 제시한다. 특히 기업의 사회적책임활동 정도가 높고, 기업지배구조 수준이 우수할수록 투자자들은 기업에 대해 긍정적인 인식을 가지고 있으며, 이로 인해 세무조사추징이라는 조세회피 행위에 대해서도 상대적으로 부정적으로 받아들이지 않는다는 것을 시사한다.

본 연구의 결과는 다음과 같은 한계점을 가지고 있다. 첫째, 일정 규모 이상의 세무조사추징세액이 부과된 경우에만 기업이 세무조사추징세액을 공시할 의무가 있으며, 기업의 자발적인 세무조사추징세액 공시는 거의 없다는 점에서 표본의 한계가 존재한다. 둘째, 경제정의연구소가 공시하는 KEJI는 모든 기업에 대해 산출되는 것이 아니며, 한국기업지배구조원에서 공시하는 ESG 등급 역시 코스닥상장기업에 대해서는 일부에 대해서 산출된다는 점에서 본 연구의 분석에 사용된 더미 변수에 측정 오류가 존재할 가능성이 있다. 셋째, 자료 수집의 한계로 인해 표본의 크기가 매우 작으며, 본 연구의 가설 검증을 위한 KEJI와 ESG 등급이 산정된 표본의 수가 작다는 점에서 분석 결과에 편의가 있을 가능성이 존재한다.

이와 같은 한계점이 존재함에도 불구하고 본 연구는 선행연구의 분석을 확장하여 기업 특성이 세무조사추징세액에 대한 주가반응에 미치는 영향을 분석했다는 점에서 중요한 의의가 있으며, 다음과 같은 공헌점이 있을 것으로 기대된다.

첫째, 실제 기업의 조세회피 행위가 있었다는 증거인 세무조사추징세액을 이용하여 조세회피가 유발하는 비조세비용을 연구하고, 기업의 사회적책임활동이 높을수록, 기업지배구조 수준이 우수할수록 비조세비용이 감소된다는 실증 증거를 제시했다는 점에서 본 연구의 공헌점이 있다.

둘째, 세무조사추징세액이라는 부정적 소식의 공시에 대한 주가반응이 기업 특성에 따라 차별적으로 나타날 수 있음을 검증함으로써 기업이 시장 투자자에 대한 정보비대칭을 해소하기 위해 노력을 기울일 필요성이 있다는 시사점을 제공했다는 점에 의의가 있다. 본 연구의 실증 결과는 기업의 사회적책임활동과 기업지배구조 개선의 중요성에 대한 추가적 증거를 제공할 것으로 기대된다.

셋째, 현행 공시제도는 외부정보이용자에게 유용한 정보를 제공한다는 긍정적 평가와 함께 과도한 기업 공시 의무를 부과하고 있다는 부정적 평가를 받고 있다. 그럼에도 불구하고 본 연구의 실증결과는 외부정보이용자인 투자자들이 기업의 기타 정보와 함께 공시사항을 종합적으로 평가한다는 증거를 제공함으로써, 공시제도가 외부정보이용자의 합리적 의사결정에 도움을 준다는 긍정적 효과를 뒷받침한다는 점에서 의의가 있다.

참고문헌

- 강정연. 2018. “조세회피와 기업가치 및 세무위험”. 국제회계연구 제78집 : 245-270.
- 강정연 · 고종권. 2014. “기업지배구조가 조세회피와 기업가치의 관계에 미치는 영향”. 회계학연구 제39권 제1호 : 147-183.
- 기은선. 2012. “기업의 사회적 책임활동이 조세회피 및 조세회피에 대한 시장반응에 미치는 영향”. 세무학연구 제29권 제2호 : 107-136.
- 기현희 · 김연용. 2008. “별과금 등의 추가납부세액 공시로 인한 추가반응”. 국제회계연구 제24집 : 35-52.
- 손언승 · 양동훈 · 이상철 · 김갑순. 2012. “기업지배구조가 조세절감활동과 기업가치의 관련성에 미치는 영향에 대한 연구”. 세무와회계저널 제13권 제3호 : 385-419.
- 심준용 · 유승원 · 이만우. 2015. “세무조사추징세액 공시에 대한 추가반응에 재무분석가가 미치는 영향”. 세무학연구 제32권 제1호 : 103-144.
- 전주성. 2011. “조세회피와 기업가치, 지배구조의 역할을 중심으로”. 재정학연구 제4권 제4호 : 59-85.
- 정운오 · 전병욱. 2010. “세무조사와 추가반응”. 세무학연구 제27권 제3호 : 179-203.
- Black, B., and W. Kim. 2012. The effect of board structure on firm value : A multiple identification strategies approach using Korean data. *Journal of Financial Economics* 104(1) : 203-226.
- Black, B., W. Kim, H. Jang, and K. Park. 2015. How corporate governance affect firm value? Evidence on a self-dealing channel form a natural experiment in Korea. *Journal of Banking and Finance* 51 : 131-150
- Botosan, C, A. 1997. Disclosure level and the cost of equity capital. *The Accounting Review* 72(3) : 323-349.
- Healy, P., and K. Palepu. 2001. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets : a review of the empirical disclosure literature. *Journal of Accounting and Economics* 31(3) : 405-440.

The Impact of Corporate Social Responsibility and Corporate Governance on the Market Reaction to the Disclosure of Tax Penalty*

Jae Yeon Jeong** · Jun Yong Shim***

〈Abstract〉

This study examines whether the market reaction to the disclosure of tax penalty varies depending on the firms' characteristics. Specifically, we focus on corporate social responsibility and corporate governance.

The results of this study are as follows.

First, we analyzed the average daily excess return(*AAR*) and cumulative excess return(*CAR*) for 130 firm-year observations that disclosed tax penalties from 2006 to June 2018. We find that *AARs* represent significantly negative values on the disclosure date and 1 trading day after disclosure date. Since then there is no significant change. *CARs* also show significantly negative values from 1 trading day after the disclosure date and the effect last by 20 trading days after the disclosure date.

Second, we find that the corporate social responsibility(*CSR*) characteristics has a positive correlation with *CARs* and the corporate governance characteristics also has a positive correlation with *CARs*. These results imply that corporate social responsibility activities and better corporate governance mitigate the negative market reaction to the disclosure of tax penalty which is the strongest proof that the firm avoided tax burden. And also these results imply that investors might believe firms with superior corporate social responsibility activities and corporate governance do not avoid tax only for the private benefit of the management.

This study suggests the empirical evidence that the market reaction to the disclosure of negative news might vary depending on the corporate social responsibility and corporate governance. In addition, this study also implies that even though the tax penalty means firms' illegal tax avoidance, investors' belief in firms' transparency and credibility might mitigate the non-tax costs such as negative market reactions.

〈Key words〉 Tax Penalty, Stock Price, Abnormal Return, Corporate Social Responsibility, Corporate Governance

* This work was supported by a research grant of Korean Academic Society of Taxation.

** Professor, Division of Business Administration and Accounting, Kangwon National University, jyjung@kangwon.ac.kr, First Author

*** Assistant Professor, Department of Business Administration, Myongji University, junyong00@naver.com, Corresponding Author