

유상증자와 조세회피*

이현주** · 정규언***

<요 약>

본 연구는 유상증자를 하는 기업이 재무적 필요에 의해 내부현금흐름을 증가시키기 위하여 더욱 적극적인 조세회피를 추구하는지 여부를 분석하였다.

선행연구에서 유상증자를 하는 기업은 여신 등을 통한 외부자금조달이 어려운 경우에 유상증자를 마지막 수단으로 활용한다고 보고하고 있다. 따라서 유상증자를 하는 기업은 외부자금에 대한 접근이 쉽지 않을 것으로 보았으며, 자금 조달을 위하여 법인세를 절감함으로써 내부현금흐름을 증가시키려는 유인이 높을 것이며, 법인세비용을 줄이고자 하는 유인이 높은 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 적극적인 조세회피 전략을 통해 현금의 외부유출을 줄이고 기업 내부자금의 수준을 높일 것이라고 예상하였다. 본 연구에서는 조세회피의 정도를 추정하기 위하여 현금유효세율, 전통적유효세율, 재무이익과 세무이익의 차이, Desai and Dharmapala(2006)에 따른 BTD에서 총발생액으로 설명되지 않는 부분으로 조세회피 측정치를 사용하였다.

2011년부터 2015년 사이에 유상증자를 실시한 102개의 기업연도를 분석한 결과 유상증자를 한 기업의 조세회피의 정도가 유상증자를 하지 않는 기업에 비해 큰 것으로 나타났다. 이는 유상증자를 하는 기업은 외부자금을 조달함과 동시에 납부세금의 절감을 통해 내부자금을 절약하고 내부현금흐름을 증가시키고 있음을 시사한다. 유상증자 규모가 상위 25% 이내인 경우와, 유상증자의 목적이 운영자금 확보인 경우 조세회피의 정도가 높은 것으로 나타났지만 모든 조세회피 측정치에서 유의미한 값은 얻지 못하여 가설을 부분적으로 지지하는 것으로 나타났다. 이는 운영자금의 압박이 심한 기업은 조세회피를 통해 기업의 내부자금 유출을 최소화 하는 것으로 볼 수 있다.

본 연구의 공헌점은 유상증자를 하는 기업은 자금조달에 어려움이 있으며 조세회피 활동을 통해 기업 내 가용현금을 확보하는 것을 검증했다는 점이며, 이는 주식시장 참여자 및 과세당국에 유상증자 기업에 대한 유용한 정보를 제공한다는 점에 의의가 있다.

<주제어> 조세회피, 유상증자, 재무보고이익과 세무보고이익의 차이, 유효세율

* 본 논문은 2017년 한국세무학회 춘계학술발표대회에서 발표된 논문을 수정 보완한 것임

** 고려대학교 글로벌비즈니스대학 박사과정, hyunjoolee5@korea.ac.kr, 주저자

*** 고려대학교 글로벌비즈니스대학 교수, jungkyu@korea.ac.kr, 교신저자

I. 서 론

본 연구는 유상증자를 실시하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 조세회피의 정도에 어떤 차이가 있는지를 실증적으로 분석하였다. 자본조달순서이론에 따르면 기업의 자금조달방식은 순서가 존재하는데, 우선적으로 내부자금을 최대한 활용하고 그 다음으로 여신을 이용하며 마지막으로 신주발행을 통해 자금을 조달하는 것으로 보고하였다. 이는 기업의 외부자금 조달비용이 내부자금에 비해 높기 때문이며 신주발행의 경우 기업 소유권의 분산 효과로 인하여 선호하지 않기 때문이다(Myers and Majluf 1984). 따라서 유상증자를 하는 기업은 유상증자를 통한 외부자금 조달 이전에 내부자금 및 여신을 최대한 활용한 후 부족한 자금을 마련하기 위해 신주발행을 실시하는 것으로 볼 수 있다. 본 연구에서는 유상증자 기업은 활용 가능한 자금 확보에 어려움이 있을 것으로 보았으며, 적극적 조세회피를 통해 납부세액을 줄여 기업 내부자금의 외부유출을 최소화할 것으로 예측하였다.

조세회피는 기업의 현금흐름 측면에서 세후이익과 세후현금흐름을 증가시킬 수 있기 때문에 주주의 부를 증대시키는 긍정적인 측면을 가져올 수 있다(Goh *et al.* 2016). 하지만 이와 반대로 조세회피를 위해 부적절한 회계처리 또는 복잡한 회계처리를 하는 경우 경영자의 사적유용의 가능성이 커지고 투자자들에게 정보비대칭의 문제가 대두될 수 있다고 주장한다(김은주와 조용언 2012). 또한 조세회피를 통한 현금흐름의 증가는 향후 세무추징 등이 발생하는 경우의 비조세비용이 클 수 있으므로(최규담 외 2015) 각 기업의 조세전략에 차이가 있을 것이다.

하지만 Dyreng *et al.*(2010)은 경쟁시장에서 기업의 위험상황 등은 구체적인 조직운영 전략에 반영되고 이는 조세전략에도 그 영향을 미친다고 보았다. 기업의 재무압박은 기업 운영활동에서 고려되어야 하는 가장 중요한 요인 중 하나이므로 기업의 경영전략에 많은 영향을 미칠 것이며, 이에 따라 기업별 조세전략에도 영향을 줄 것이다(박성원 외 2014 ; Edwards *et al.* 2016). 1997년 외환위기 이후 기업들은 외부자금 확보 및 위험관리에 대한 중요성이 증가함에 따라 부채비율을 감소시켰으며 투자에 대한 내부자금 의존도가 높아졌다(박영석과 박기홍 2006). 이는 자금을 조달하기 위한 전반적인 환경이 엄격해지고, 외환위기 이전에 보였던 자금조달의 왜곡된 행태들이 개선되었기 때문으로, 기업이 투자금이 필요한 경우 재무건전성을 잃지 않고(적정수준까지의 외부차입을 통해 적절한 부채비율을 유지), 유상증자를 통해 기존 주주들의 소유권 분산이 이루어진 경우에는 내부현금보유가 중요한 전략이 될 수 있다. 따라서 유상증자를 통해 기업의 지배구조와 재무구조를 변경하는 기업은 재무압박의 정도 또는 추가 자금의 필요성 등에 따라 유상증자를 통한 외부자금의 추가확보 노력을 하는 동시에 조세회피를 통해 내부현금의 외부유출을 최소화 하려는 유인이 있을 것이다.

유상증자란 주식시장에 상장하여 주식이 거래되고 있는 기업이 추가적인 자금조달이 필요하여 정관상의 미발행주식을 발행하는 것이다. 기업이 자금을 조달하는 주요 방법은 은행으로부터의

차입이라는 간접금융과 회사채 또는 주식의 발행이라는 직접금융의 두 가지 방식이 있다. 회사채와 은행으로부터의 차입은 정기적으로 자금조달에 대한 비용을 채권자에게 지급해야 하며 부채비용을 증가시키지만 기업의 소유권을 분산시키지 않는 장점이 있다. 주식을 발행하는 유상증자는 실질적인 자산 및 자본금의 증가를 가져오지만 소유권을 분산시키는 단점이 있다(황성현 2013).

유상증자를 공시하는 기업은 자금의 규모, 자금의 사용목적, 신주배정방식 등의 세부사항을 알려 시장참여자들에 정보를 제공하도록 의무화되어 있으며 이는 유상증자의 질에 대한 중요한 판단의 지표로 활용되고 있다(김석봉 외 2014). 자금의 사용목적은 신규시설투자, 운영자금목적, 타법인증권취득, 그 외 기타의 목적 등으로 구분되는데 유상증자의 시장반응을 분석한 선행연구 등에 따르면 운영자금목적은 경영악화로 인한 자금조달의 수요를 위하여 유상증자를 실시하는 것으로 받아들여지며 신규시설투자는 기업의 성장성이 큰 것으로 받아들여질 수 있다(윤평식 2016).

본 연구의 주요 연구가설을 보다 구체적으로 제시하면 다음과 같다. 첫째, 유상증자를 실시하는 기업은 유상증자를 실시하지 않는 기업에 비해 내부현금흐름의 증가를 위하여 조세회피를 더욱 적극적으로 실시할 것이다. 둘째, 유상증자의 규모가 큰 기업은 재무적 압박의 정도가 커서 조세회피를 더 많이 할 유인이 있는지를 검증하고자 한다. 셋째, 유상증자의 자금사용 목적별로 구분하여 조세회피의 정도에 차이가 있는지를 분석하고자 한다. 유상증자의 목적은 크게 두 가지로 나눌 수 있는데, 추가적인 투자처 발굴로 인한 사업의 확장을 위한 자금을 조달하고자 하는 목적과 경영악화로 인한 운영자금 조달을 위한 목적으로 볼 수 있다. 운영자금을 위한 유상증자를 실시하는 기업이 신규사업 추진(신규시설 투자목적 및 타법인증권 취득목적)을 위하여 유상증자를 실시하는 기업에 비하여 조세회피의 정도가 클 것으로 예상하였다.

본 연구는 2011년부터 2015년까지 유가증권 상장기업을 대상으로 유상증자를 공시한 기업의 조세회피의 적극성을 살펴보았다. 유상증자 기업을 대상으로 한 유상증자의 규모와 증자목적별 구분은 기업의 공시 자료를 사용하였다. 조세회피 측정치로는 현금유효세율(Cash ETR), 전통적 유효세율(GAAP ETR), 재무보고이익과 세무보고이익의 차이(BTD), BTD에서 총발생액이 설명하지 못하는 부분(Desai and Dharmapala 2006)을 사용하였다.

실증분석 결과 유상증자를 하는 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 더욱 적극적으로 조세회피를 수행하는 것으로 나타나 유상증자 기업이 내부자금의 유출을 최소화하기 위하여 조세회피 전략을 활용한다는 예측과 일치하는 결과를 나타냈다. 또한 유상증자의 규모가 큰 집단은 그렇지 않은 집단에 비하여 조세회피를 더 많이 하였으며, 운영자금원의 목적으로 유상증자를 실시한 기업의 경우 신규 사업 추진을 위해 유상증자를 실시한 기업에 비해 조세회피의 정도가 증가하였으나, 모든 조세회피 측정치에서 유의미한 값은 얻지 못하여 가설2와 3을 부분적으로 지지하는 것으로 나타났다. 본 연구의 공헌점은 외부자금조달이 필요한 기업이 조세회피를 통해 기업 내부자금의 유출을 최소화 하는 경향이 있으며, 특히 유상증자의 규모가 클수록, 운영자금의 확보를 목적으로 하는 유상증자의 경우 그 정도가 강화되는 것을 실증적으로 분석한 것에 의의가 있다.

본 연구의 나머지 구성은 다음과 같다. 제 I 장에서는 연구의 배경 및 목적에 대하여 설명하였으며, 제 II 장에서는 선행연구를 검토한다. 제 III 장에서는 연구의 가설, 모형 및 데이터를 기술한다. 제 IV 장에서는 실증분석 결과를 제시하였으며 제 V 장에서는 연구의 결론을 기술하였다.

II. 선행연구 검토

유상증자와 관련한 기존의 선행연구는 크게 2가지로 나뉘는데, 첫 번째는 유상증자 직전 주가를 올리기 위하여 이익조정을 수행할 것이라는 가설을 검증한 연구와 유상증자 공시에 따른 주식시장의 반응을 실증적으로 분석하는 연구들이다. 분석 결과, 많은 연구에서는 기업이 유상증자 직전년도에 재량적 발생액을 증가시켜 이익조정을 수행한다는 결론을 제시하고 있으나(최관과 백원선 1999; 윤순석과 이견열 2001; 안성희 외 2015), 유상증자의 목적과 배정방식별로 이익조정 형태가 달라지는 것으로 보고하였다(김윤태와 황성현 2009; 안성희 외 2015).

1990년대 유상증자의 주가반응에 관한 실증분석 결과는 유상증자 공시시점에 주가가 상승하며, 조세혜택이 큰 기업의 유상증자의 경우 주가가 더욱 상승하는 것으로 결과를 보고하였다(심동석과 안창호 2006). 심동석과 안창호(2006)는 1990년부터 1997년 6월 말까지의 유상증자를 공시한 상장기업을 표본으로 하여 유상증자 공시 시 주가반응과 조세혜택의 크기가 주식시장에 미치는 영향을 분석하였다. 연구 결과에 따르면 유상증자 공시시점의 주가반응은 유의한 양(+)의 값을 가지며, 유상증자 시 조세혜택이 클수록 공시일의 주가가 더욱 상승하는 것으로 보고하였다. 하지만 2000년대의 유상증자를 대상으로 한 최근의 유상증자 주가반응 연구에서는 음(-)의 초과수익률을 보고하고 있으며(황성현 2013), 조세포탈 기업을 분석한 결과 유상증자 공시일에 KOSPI 기업에서 유의적인 음의 주가반응을 보고하였다(이병산과 정재현 2008).

자본조달순서이론(Pecking Order Theory)에 따르면 기업은 필요한 자금을 내부자금으로 우선 조달하고, 필요한 자금이 기업 내부 자금을 초과하는 경우 외부자금의 조달방법으로 자기자본보다 부채를 선호한다(Myers and Majluf 1984). 즉 유상증자를 실시하는 기업은 부채를 통한 외부자금조달이 어렵거나 비용이 높아 자기자본의 증가를 위한 유상증자를 실시하는 것이다. 이에 따라 경영자 입장에서는 자금의 압박이 심화되어 있고 이러한 재무적 어려움을 극복하기 위해 내부 현금보유를 증가시키기 위한 조세회피를 활용할 유인이 있을 것이다.

기업의 재무적 환경과 조세회피의 관계를 분석한 선행연구는 기업이 재무적 압박을 받는 경우 조세회피의 정도가 증가하는 것으로 보고하고 있다(박성원 외 2014; 최학삼과 권순창 2016; Edwards et al. 2016). 이우재와 최승욱(2015)은 기업의 경제적 상황에 따라 조세회피성향이 어떻게 차이가 있는지 분석하기 위하여 2005년부터 2013년까지의 유가증권 및 코스닥 상장기업 표본을 이용하여 연구하였다. 조세회피의 정도를 측정하기 위하여 BTD와 Desai and Dharmapala(2006)의 모형을 사용하였으며, 기업의 경제적 상황에 대한 대용변수로 기업수명주기(매출액 증가율, 유·

무형자산증가율, 시가-장부가비율, 종업원증가율 등)를 사용하였다. 실증분석 결과 성장단계의 기업에서 보고이익과 조세회피 행위가 가장 크고, 성숙단계와 쇠퇴단계로 갈수록 LTD와 조세회피 성향은 줄어드는 것으로 나타나 기업의 각 수명주기 단계에 따라 조세회피 활동을 통해 기업 내에서 가용할 수 있는 현금을 확보하고 이익의 수준을 조절함을 보고하였다.

박성원 외(2014)는 Altman(1995)이 제시한 K-score 등으로 측정한 재무적 제약이 큰 기업은 외부에서 자금을 조달할 때 비용이 높고 외부의 자금에 대한 접근도 쉽지 않아 내부현금흐름을 증가시키기 위해 적극적 조세회피를 하는 것으로 보고하였다. 또한 이러한 현상은 외환위기 이후 현금보유 증대의 필요성이 높아짐에 따라 기업의 재무적 제약의 정도와 조세회피 간의 관계가 더욱 강화되었음을 분석하였다.

박성욱 외(2015)는 경쟁기업과 비교하여 매출성장률이 높은 기업들이 기업 경영자의 공격적 성향 때문에 공격적인 조세전략과 유의한 양(+)의 관계가 있음을 발견하였다. 하지만 지배주주 지분율이 증가할수록 높은 조세회피 성향은 감소하는 것으로 나타나 지배주주의 모니터링 효과에 의해 경영자의 사적이익 추구를 위한 조세회피 활동을 제지하고 있음을 시사 하였다.

최학삼과 권순창(2016)은 재무적자비율, 부채비율, 이자보상비율로 기업의 재무적 상황을 측정하여 재무적으로 어려운 상황에서 기업이 운영에 필요한 외부자금조달의 어려움으로 인하여 잠재적인 내부현금흐름의 개선 및 내부자금 확보를 위해 조세회피를 활용하고 있음을 보고하고 있다.

Edwards *et al.* (2016)은 재무적 제약이 있는 기업을 외부자금 유치의 비용이 증가하거나 외부자금 유치에 어려움이 증가하는 경우로 보아 1987년부터 2011년 사이의 재무적 제약이 있는 미국 상장기업의 조세회피의 정도를 분석하였다. 기업 내부의 재무적 어려움을 Z-score와 KZ index를 활용하여 측정하였고, 경제 전반의 거시적 재무악화를 은행의 대출요건이 강화된 시기를 조사하여 기업의 현금유효세율로 측정된 조세회피의 정도와의 관계를 분석하였는데, 분석결과 기업 내부의 재무상황이 좋지 않은 경우와 경제 전반의 상황이 악화된 경우 모두 세금 납부 비용을 줄여 기업의 내부자금으로 활용하고자 노력한다는 실증분석 결과를 보고하였다.

III. 가설설정 및 연구모형

1. 연구가설 설정

조세회피와 유상증자의 관련성은 유사한 선행연구로부터 추론해 볼 수 있다. 박성원 외(2014)에 따르면 Altman(1995)이 제시한 K-score, Kaplan and Zingales(1997)에서 제시된 KZ-index 등으로 측정한 재무적 제약이 큰 기업일수록 현금흐름을 증가시키기 위하여 적극적으로 조세회피를 하는 것으로 나타났다. 최학삼과 권순창(2016)은 재무적자비율, 부채비율, 이자보상비율로 측정한 재무적으로 어려운 상황에서 기업이 운영에 필요한 외부자금조달의 어려움으로 인하여

잠재적인 내부현금흐름의 개선 및 내부자금 확보를 위해 조세회피를 활용하고 있음을 보고하고 있다. Edwards *et al.* (2016)은 Z-score와 KZ index 등으로 측정한 재무적 제약이 있는 기업은 세금 납부비용을 줄여 기업의 내부자금으로 활용하고자 노력한다는 실증분석 결과를 보고하였다. 재무적 제약의 정도가 높은 기업은 외부자금을 조달할 때 필요한 비용이 높고 외부자금에 대한 접근이 용이하지 않아 납부세금의 절감을 통해 내부현금흐름을 증가시키기 위해 조세회피를 적극적으로 하는 것으로 분석하였다.

자본조달 관련 선행연구에서는 유상증자를 하는 기업은 외부자금 조달 여력이 없어 마지막 외부자금 조달의 수단으로 유상증자를 이용한다고 분석하고 있다(Myers and Majluf 1984 등). 그리고 우리나라 상장기업을 대상으로 유상증자에 대한 시장반응을 분석한 윤평식(2016)의 연구결과에 따르면 2002년 이후에 유상증자를 실시한 기업에 대한 평균적인 시장반응은 부정적인 것으로 나타났는데, 그 주된 이유를 유상증자 기업의 대부분이 재무곤경기업이라는 정보를 시장에 전달하기 때문이라고 분석하였다. 따라서 유상증자기업은 유상증자를 하지 않는 기업에 비해 재무적 제약의 정도가 높다고 볼 수 있으며, 높은 재무적 제약으로 인하여 조세회피를 많이 할 것으로 예측하였다. 이에 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설1] 유상증자를 실시한 기업은 유상증자를 실시하지 않은 기업에 비하여 조세회피를 많이 할 것이다.

유상증자를 실시한 기업의 재무적 압박의 정도는 유상증자의 규모와 관계가 있을 것이다. 유상증자의 규모가 큰 경우 더 많은 자금을 필요로 하는 상황이며, 재무적 압박의 정도가 더 높다고 볼 수 있다. 따라서 유상증자의 규모가 큰 경우 조세회피를 통한 내부현금의 외부유출을 최소화 하고자 하는 유인이 더 클 것으로 볼 수 있다. 이에 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설2] 유상증자의 규모가 큰 기업은 조세회피의 정도가 더 클 것이다.

기업은 유상증자 목적을 시설자금원, 운영자금원, 타법인증권취득 및 기타자금원의 4가지로 구분하여 공시하고 있다. 단순한 운영자금의 필요에 따른 유상증자는 시설투자 자금이나 타법인증권취득을 위한 자금과 같이 확실한 투자목적이 있는 유상증자에 비하여 시장에서 부정적으로 받아들여질 수 있다. 유상증자 발표에 대하여 어떤 기업은 주가가 오르고, 어떤 기업은 주가가 내리는 이유를 일간지에서는 유상증자의 목적이 단순히 ‘운영자금의 마련’이나 ‘차입금 상환’일 경우에는 재무상태가 취약하다는 신호로 받아들여 주가하락을 초래할 수 있으며, ‘신규사업진출’이나 ‘신주인수’와 같이 실적으로 연결될 수 있는 명확한 자금 활용 목적이 있으면 주가상승을 가져올 수 있다고 해석하고 있다.¹⁾

1) 김윤진, “유상증자에도 주가 오르는 까닭은 : 신사업진출 · 신주인수면 긍정적...주가 급락가능성 유의해

윤평식(2016)의 연구결과를 보면 1991년부터 2001년까지의 유상증자 공시에 대한 시장반응은 양의 초과수익률을 보였지만, 2002년부터 2013년까지의 유상증자 공시에 대한 시장반응은 음으로 전환되었다. 그는 유상증자의 공시효과가 양에서 음으로 전환된 주된 이유를 유상증자 자금의 사용 목적 때문으로 해석하였다. 후반기의 유상증자 목적은 운영자금이 시설투자에 비하여 월등히 많아 유상증자로 조달된 자금이 자본적 지출이나 연구개발비로 투자되지 못하고 대부분 운영자금으로 활용되었기 때문에 부정적인 공시효과를 가져왔다고 해석하였다.

따라서 시장의 부정적인 반응에도 불구하고 운영자금 목적으로 유상증자를 하는 기업은 다른 목적으로 유상증자를 하는 기업에 비하여 재무적 압박이 더 심하다고 볼 수 있으며, 재무적 압박이 더 심하기 때문에 적극적 조세회피를 통해 기업의 내부자금 유출을 최소화하려는 유인이 더 클 것으로 예상하였다. 이에 본 연구에서는 다음과 같은 가설을 설정하였다.

[가설3] 유상증자를 실시한 기업 중 운영자금 목적으로 유상증자를 실시한 기업은 신규사업 추진을 위해 유상증자를 실시한 기업에 비하여 조세회피의 정도가 클 것이다.

2. 연구모형 및 변수정의

가. 종속변수의 측정

본 연구는 기업의 유상증자 여부, 크기 및 목적이 조세회피에 미치는 영향을 분석하는 연구이다. 이를 실증분석하기 위해 종속변수인 조세회피 측정치는 Cash ETR, GAAP ETR, BTDT 및 Desai and Dharmapala(2006)에 따른 조세회피 측정치를 사용하였다. 주요 통제변수는 선행연구에서 기업의 조세회피 수준에 영향을 미치는 것으로 보고된 변수들을 이용하였다.

현금유효세율(Cash ETR)의 측정방법은 다음의 식(1)과 같다.

$$Cash\ ETR = \frac{Cash\ Tax\ Paid}{Pretax\ Income} \quad (1)$$

CashETR : 현금유효세율

Cash Tax Paid : 법인세납부액

Pretax Income : 세전이익

전통적인 유효세율(GAAP ETR)의 측정방법은 다음의 식(2)과 같다.

$$GAAP\ ETR = \frac{Tax\ Expense}{Pre\ tax\ Income} \quad (2)$$

GAAPETR : 전통적인 유효세율

야”, 매일경제 기사, 2014.06.01.

Tax Expense : 법인세비용

Pretax Income : 세전이익

BTD는 회계이익과 과세소득의 차이로 계산하는데 회계이익은 법인세비용차감전순이익이며, 과세소득은 전규안·김철환(2008)이 제시한 추정세무이익 계산법을 수정한 박경호·이세용(2010)과 박현재·김갑순(2016)의 계산법으로 계산하였다.²⁾

$$BTD = Y^S - \widehat{Y}^T \quad (3)$$

BTD : 회계이익과 과세소득의 차이

Y^S : 회계이익(법인세비용차감전순이익)

Y^T : 추정세무이익(법인세부담액을 해당 연도의 법인세율에 의해 역산하여 계산)

연구기간 동안의 연도별 법인세율과 부가세인 지방소득세를 더한 총 세율을 고려하였으며³⁾ 추정세무이익을 계산할 때 법인세부담액은 기업의 손익계산서에 표시된 법인세비용에서 재무상

2) 추정세무이익의 계산

연 도	법인세부담액(A)	추정세무이익(B)
2006년~2007년	1,430만원 이하	B=A/14.3%
	1,430만원 초과	B=(A-1,430만원)/27.5%+1억원
2008년	2,420만원 이하	B=A/12.1%
	2,420만원 초과	B=(A-2,420만원)/27.5%+2억원
2009년	2,420만원 이하	B=A/12.1%
	2,420만원 초과	B=(A-2,420만원)/24.2%+2억원
2010년~2011년	2,200만원 이하	B=A/11%
	2,200만원 초과	B=(A-2,200만원)/24.2%+2억원
2012년~2015년	2,200만원 이하	B=A/11%
	2,200만원 초과	B=(A-2,200만원)/22.0%+2억원
	437,800만원 초과	B=(A-437,800만원)/24.2%+200억원

3) 연도별 법인세율과 총세율

연 도	과세표준	세 율		총세율
		법인세율	주민세율	
2006년~2007년	1억원 이하	13%	산출법인세액의 10%	14.3%
	1억초과~200억이하	25%		27.5%
2008년	2억원 이하	11%		12.1%
	2억초과~200억이하	25%		27.5%
2009년	2억원 이하	11%		12.1%
	2억초과~200억이하	22%		24.2%

테표에 표시된 이연법인세자산의 순증가(감소)는 가산(차감) 하고, 이연법인세부채의 순감소(증가)는 가산(차감)하여 계산하였다.⁴⁾

Desai and Dharmapala(2006)에 따른 조세회피 측정치는 식(3)에서와 같이 BTD에서 발생액에 따른 이익조정 부분을 분리하고 그 잔차를 조세회피 측정치로 정의한다.

$$\frac{BTD}{Asset} = \beta_1 \frac{TAC}{Asset} + \varepsilon \quad (4)$$

$$TAC = NI - OCF \quad (5)$$

TAC : 총발생액
Asset : 기초총자산
NI : 당기순이익
OCF : 영업활동으로 인한 현금흐름
 ε_{it} : 잔차(조세회피 측정치)

나. 통제변수의 측정

조세회피에 영향을 주는 것으로 선행연구에서 분석된 기업규모(*SIZE*), 부채비율(*LEV*), 수익성(*ROA*), 현금흐름(*CF*)을 통제변수로 모형에 포함하였다. 기업규모(*SIZE*)는 총자산의 자연로그를 취한 값으로 측정하였다. 기업의 규모가 증가 할수록 조세회피를 할 수 있는 자산 또는 거래가 많을 것이므로 기업의 규모가 증가할수록 조세회피행위는 증가할 것이다. 부채비율(*LEV*)은 부채에 대한 이자비용으로 절세하는 효과가 있어 조세회피의 정도가 감소할 것이라는 선행연구 결과(최규담 2015 외)에 따라 통제변수에 포함하였으며, 총부채를 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 총자산이익률(*ROA*)은 당기순이익을 총자산으로 나누어 측정하였으며, 영업현금흐름(*CF*)은 영업현금흐름을 총자산으로 나눈 값으로 측정하였다. 이익이 크고 현금흐름이 높은 기업은 이익의 증가에 따라 함께 증가하는 세금부담액을 감소시키기 위하여 적극적 조세회피를 실현할 것이라는 선행연구(고윤성 외 2007)에 따라 *ROA*와 *CF*를 통제변수에 포함하였다.

연 도	과세표준	세 율		총세율
		법인세율	주민세율	
2010년~2011년	2억원 이하	10%	산출법인세액의 10%	11.0%
	2억초과~200억이하	22%		24.2%
2012년~2015년	2억원 이하	10%		11.0%
	2억초과~200억이하	20%		22.0%
	200억 초과	22%		24.2%

4) 법인세부담액=법인세비용+(당기말 이연법인세자산-전기말 이연법인세자산)-(당기말 이연법인세부채-전기말 이연법인세부채)

다. 연구모형

본 연구의 가설 검증을 위하여 다음의 모형을 분석하였다.

(가설1)

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_{i,t}(1) \sim (2) + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 CF_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma ID + \eta_{i,t} \quad (6)$$

TA : i기업 t년도의 조세회피정도 ;

– $CashETR$: 현금유효세율 ;

– $GAAPETR$: 전통적 유효세율 ;

– BTD : (회계이익 – 과세소득) / 기초 총자산 ;

– DD : Desai and Dharmapala(2006)에 따라 측정된 조세회피의 정도

$SEO(1)$: i기업 t년도의 유상증자액 / 기초자기자본 ;

$SEO(2)$: i기업 t년도의 기업이 해당연도 유상증자를 실시한 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수 ;

$SIZE$: i기업 t년도의 총자산의 자연로그값 ;

LEV : i기업 t년도의 부채비율 = 총부채 / 총자산 ;

ROA : i기업 t년도의 총자산이익률 = 당기순이익 / 총자산 ;

CF : i기업 t년도의 영업현금흐름 = 영업현금흐름 / 총자산 ;

YD : 연도더미 ;

ID : 산업더미.

(가설2)

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_{i,t} + \alpha_2 SEOSIZE \times SEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma ID + \eta_{i,t} \quad (7)$$

SEO : i기업 t년도의 유상증자액 / 기초자기자본 ;

$SEOSIZE$: i기업 t년도의 유상증자의 규모가 상위 25%에 해당하는 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수 ;

나머지 변수는 식(6)과 동일함

(가설3)

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_{i,t} + \alpha_2 OBJ_{i,t} \times SEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma ID + \eta_{i,t} \quad (8)$$

SEO : i기업 t년도의 유상증자액 / 기초자기자본 ;

OBJ : i기업 t년도의 유상증자의 목적이 운영자금원인 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수 ;

나머지 변수는 식(6)과 동일함

3. 분석자료

실증분석을 위해 2011년부터 2015년까지 5년간 KOSPI 시장에 상장된 기업의 유상증자 공시 중 다음의 조건을 만족하는 자료를 분석하였다.

- 금융업에 해당되지 않는 12월 결산법인
- 해당기간 재무자료가 공시되어 있는 기업
- 유상증자 공시에 유상증자의 목적이 공시되어 있는 기업
- 세전이익이 양인 기업

금융업의 경우 재무제표 계정과목의 특성이 비금융업과 상이하므로 표본에서 제외하였으며, 비교가능성을 위하여 12월 결산법인만을 표본으로 선정하였다. 분석에 필요한 유상증자의 목적 및 배정방식이 공시되어 있는 기업과 재무자료의 이용이 가능한 기업만을 표본으로 사용하였으며, 현금유효세율과 전통적 유효세율은 분모가 음(-)의 값일 경우 측정에 오류가 발생하기 때문에 세전이익이 음의 값을 가지는 기업은 표본에서 제외하였다. 본 연구의 분석을 위해 DART의 기업별 증권발행신고서 및 TS2000, KISVALUE의 재무자료를 추출하여 이용하였다.

<표 1>은 표본기업의 연도별 분포를 나타낸다. 총 실증분석에 사용된 기업-연도수는 2,396개이며, 이중 유상증자를 공시한 기업-연도는 총 102개이다.⁵⁾ 유상증자를 연간 2회 이상 공시한 기업의 경우 해당연도 첫 번째 공시만 유상증자 기업표본에 포함하여 분석하였다.

〈표 1〉 표본기업의 연도별 분포

연도	전체표본		유상증자표본	
	표본수	비율(%)	표본수	비율(%)
2011	486	20.28	16	3.29
2012	474	19.78	16	3.38
2013	465	19.41	17	3.66
2014	471	19.66	24	5.10
2015	500	20.87	29	5.80
총계	2,396	100.00	102	4.26

5) 표본 연도 중 유상증자를 공시한 전체기업의 수는 345개('11년 57개, '12년 65개, '13년 69개, '14년 80개, '15년 74개)이나, 세전이익이 양인 기업만을 표본으로 하여 유상증자 공시기업의 숫자가 102개로 감소하였다.

<표 2>의 산업별 분포를 살펴보면 전체표본은 제조업이 63.89%, 전문, 과학 및 기술 서비스업이 11.85%로 높은 비율을 보이며, 전체표본의 4.26%가 유상증자를 실시한 것으로 나타났다. 건설업 전체 표본 중 13.92%, 운수업 전체 표본 중의 8.90%가 유상증자를 실시한 것으로 나타났다.

〈표 2〉 산업별 표본분포

산 업 명	전체표본		유상증자표본	
	표본수	비율(%)	표본수	비율(%)
농업, 임업 및 어업	21	0.88	0	0
광 업	2	0.08	0	0
제조업	1,531	63.89	42	2.74
전기, 가스, 증기 및 수도사업	45	1.88	1	2.22
건설업	79	3.30	11	13.92
도매 및 소매업	201	8.39	10	4.98
운수업	67	2.80	6	8.90
숙박 및 음식점업	5	0.21	0	0
출판, 영상, 방송통신 및 정보서비스업	114	4.76	9	7.89
부동산업 및 임대업	8	0.33	0	0
전문, 과학 및 기술 서비스업	284	11.85	22	7.75
사업시설관리 및 사업지원 서비스업	16	0.67	0	0
교육 서비스업	5	0.21	0	0
예술, 스포츠 및 여가관련 서비스업	13	0.54	1	7.69
협회 및 단체, 수리 및 기타 개인 서비스업	5	0.21	0	0
총 계	2,396	100	102	4.26

IV. 실증분석결과

1. 기술통계

<표 3>은 실증분석에 사용된 주요 변수들의 기술통계량을 나타낸다. 현금유효세율(*Cash ETR*)의 평균은 0.2352으로 기업들은 평균적으로 세전이익의 24%를 법인세로 지출한 것으로 나타났다. 전통적 유효세율(*GAAP ETR*)의 평균은 0.2313로 현금유효세율보다 평균이 약간 낮은

것을 알 수 있다. *BTD*의 평균은 -0.0181 이고 *DD*의 평균은 -0.0255 로 나타났다. 데이터의 극단적인 이상치를 통제하기 위하여 각 변수 값의 상하 1%를 초과하는 값은 상하 1%에 해당하는 값으로 조정하여 실증분석을 하였다.

〈표 3〉 기술통계량

변수	N	평균값	중위수	표준편차	최소값	25%	75%	최대값
<i>CashETR</i>	2,396	0.2352	0.2157	0.0040	0.0000	0.1196	0.2876	1.0000
<i>GAAPETR</i>	2,396	0.2313	0.1894	0.0047	0.0000	0.0716	0.2942	1.0000
<i>BTD</i>	2,396	-0.0181	-0.0068	0.0017	-0.4173	-0.0363	0.0179	0.1905
<i>DD</i>	2,396	-0.0255	0.0690	0.0142	-3.0550	-0.2235	0.3135	1.6430
<i>SEO(1)</i>	2,396	0.0129	0.0000	0.0019	0.0000	0.0000	0.0000	0.4725
<i>SEO(2)</i>	2,396	0.0430	0.0000	0.0041	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>SEOSIZE</i>	2,396	0.0109	0.0000	0.0021	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>OBJ</i>	2,396	0.0259	0.0000	0.0032	0.0000	0.0000	0.0000	1.0000
<i>SIZE</i>	2,396	13.0986	12.8713	0.0291	10.5114	12.1109	13.8299	17.2854
<i>LEV</i>	2,396	0.3887	0.3916	0.0039	0.0111	0.2380	0.5365	0.8178
<i>ROA</i>	2,396	0.0222	0.0127	0.0006	-0.0293	0.0032	0.0318	0.1665
<i>CF</i>	2,396	0.0684	0.0617	0.0014	-0.0885	0.0239	0.1026	0.2986

변수의 정의

TA : 조세회피정도 ;

–*CashETR* : 현금유효세율 ;

–*GAAPETR* : 전통적 유효세율 ;

–*BTD* : (회계이익–과세소득) / 기초 총자산 ;

–*DD* : Desai and Dharmapala (2006)에 따라 측정된 조세회피의 정도 ;

SEO(1) : 유상증자의 규모 / 기초 자기자본 ;

SEO(2) : 기업이 해당연도 유상증자를 실시한 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수 ;

SEOSIZE : 유상증자의 규모가 상위 25%에 해당하는 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수 ;

OBJ : 유상증자의 목적이 운영자금원이거나 기타자금원인 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수 ;

SIZE : 총자산의 자연로그값 ;

LEV : 부채비율=총부채 / 총자산 ;

ROA : 총자산이익률=당기순이익 / 총자산 ;

CF : 영업현금흐름=영업현금흐름 / 총자산 ;

<표 4>는 주요변수들 간의 상관계수를 계산한 것이다. 조세회피측정치인 *CashETR*, *GAAPETR* 과 *SEO(1)* 및 *SEO(2)*간의 상관계수는 유의한 음의 값으로 나타나 유상증자의 규모와 유상증자 여부가 조세회피의 정도와 정(+)의 관계가 있음을 보이고 있다.

〈표 4〉 변수간의 상관관계

	<i>CashETR</i>	<i>GAAPETR</i>	<i>BTD</i>	<i>DD</i>	<i>SEO(1)</i>	<i>SEO(2)</i>	<i>SIZE</i>	<i>LEV</i>	<i>ROA</i>
<i>GAAPETR</i>	0.10437 <.0001								
<i>BTD</i>	-0.09379 <.0001	-0.17542 <.0001							
<i>DD</i>	-0.10690 <.0001	-0.19436 <.0001	0.93814 <.0001						
<i>SEO(1)</i>	-0.07498 0.0002	-0.01525 0.4555	0.12606 <.0001	0.08471 <.0001					
<i>SEO(2)</i>	-0.10976 <.0001	-0.08242 <.0001	0.14684 <.0001	0.10654 <.0001	0.66290 <.0001				
<i>SIZE</i>	0.07550 0.0002	0.06193 0.0024	0.12328 <.0001	0.10271 <.0001	0.03391 0.0970	-0.02111 0.3017			
<i>LEV</i>	0.05422 0.0079	-0.00529 0.7956	-0.12015 <.0001	-0.12575 <.0001	-0.03481 0.0884	0.09587 <.0001	0.17228 <.0001		
<i>ROA</i>	-0.12077 <.0001	0.06564 0.0013	-0.11643 <.0001	-0.07096 0.0005	0.02689 0.1883	0.05467 0.0074	-0.03410 0.0951	-0.13918 <.0001	
<i>CF</i>	0.00187 0.9271	0.11293 <.0001	-0.04150 0.0422	-0.26675 <.0001	-0.07428 0.0003	-0.09546 <.0001	0.07205 0.0004	-0.03015 0.1401	0.30841 <.0001

위 값은 상관계수이며, 아래 값은 p값임. 변수의 정의는 <표 3> 참조

또한 *BTD*, *DD*와 *SEO(1)* 및 *SEO(2)*간의 상관계수는 유의한 양의 값으로 나타나 유상증자의 규모와 유상증자 여부가 조세회피의 정도와 정(+)의 관계가 있음을 보이고 있다. *LEV*와 *SIZE* 사이의 상관계수가 0.17228로 상대적으로 높은 값을 보여 각 설명변수들의 VIF를 테스트 하였으며, 결과 값이 모두 2 이하로 독립변수들 간의 다중공선성의 문제는 없는 것으로 분석되었다.

2. 실증분석 결과

<표 5>는 유상증자를 한 기업이 비 유상증자 기업에 비하여 조세회피를 더 많이 할 것이라는 가설1을 검증하기 위한 식 (6)의 회귀분석 결과이다. 종속변수인 조세회피 측정치는 *CashETR*, *GAAPETR*, *BTD*, *DD*를 이용하였다. Panel A는 유상증자 금액을 전년도말 자기자본으로 나눈 유상증자 규모를 관심변수로 하여 회귀분석 한 결과이며, 네 가지 조세회피 측정치 모두에서 유상증자의 규모는 조세회피의 정도와 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타나 가설 1을 지지하는 것으로 나타났다. Panel B는 유상증자를 실시한 기업을 1로 하고 그렇지 않은 기업을 0으로 하는 더미변수를 사용하여 회귀분석 한 결과이며, 조세회피측정치 4가지 모두에서 유상증자 실시여

부와 조세회피 간에 유의한 양의 관계를 얻어 유상증자를 하는 기업이 조세회피를 더 많이 하는 것으로 나타났다. 이 결과는 유상증자를 하는 기업이 적극적으로 조세회피를 수행하는 것을 의미하는 것으로 내부 자금유출을 막기 위하여 납부세액을 줄이기 위하여 조세회피를 활용한다는 본 연구의 예측과 일치하는 결과이다.

〈표 5〉 유상증자와 조세회피에 대한 회귀분석 결과(가설 1)

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_{i,t}(1) \sim (2) + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 CF_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma ID + \eta_{i,t}$$

Panel A. *SEO(1)*

변 수	(1) <i>CashETR</i>			(2) <i>GAAPETR</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		-0.03007	-0.44		-0.07331	-0.89
<i>SEO</i>	+	0.13317	3.11***	+	0.03617	2.27**
<i>SIZE</i>		-0.00863	-3.04***		-0.00953	-2.79***
<i>LEV</i>		-0.00323	-0.14		-0.01055	-0.38
<i>ROA</i>		1.37967	8.73**		-1.70881	-3.72***
<i>CF</i>		-0.16027	-2.48**		-0.25388	-3.26***
<i>Year</i>	통제			통제		
<i>Industry</i>	통제			통제		
Adj R ²	0.0500			0.0213		
# of Samples	2,396			2,396		
변 수	(3) <i>BTD</i>			(4) <i>DD</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		0.07909	2.75***		-0.51975	-2.22**
<i>SEO</i>	+	0.09123	5.08***	+	0.64318	4.40***
<i>SIZE</i>		0.00884	7.45***		0.07439	7.70***
<i>LEV</i>		-0.07523	-7.77***		-0.60059	-7.62***
<i>ROA</i>		-0.41381	-6.25***		-0.66849	-1.24
<i>CF</i>		-0.03741	-1.38		-2.98775	-13.56***
<i>Year</i>	통제			통제		
<i>Industry</i>	통제			통제		
Adj R ²	0.0809			0.1355		
# of Samples	2,396			2,396		

〈표 5〉 유상증자와 조세회피에 대한 회귀분석 결과(가설 1) (계속)

Panel B. <i>SEO</i> (2)						
변 수	(1) <i>CashETR</i>			(2) <i>GAAPETR</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		-0.02632	-0.38		0.07331	0.89
<i>SEO</i>	+	0.08632	4.40***	+	0.08983	3.81***
<i>SIZE</i>		-0.00850	-3.01***		-0.00900	-2.64***
<i>LEV</i>		-0.00659	-0.28		0.02400	0.86
<i>ROA</i>		1.32500	8.35***		-0.22367	-4.14***
<i>CF</i>		-0.14441	-2.23**		-0.22367	-2.87***
<i>Year</i>	통제			통제		
<i>Industry</i>	통제			통제		
Adj R ²	0.0539			0.0272		
# of Samples	2,396			2,396		
변 수	(3) <i>BTD</i>			(4) <i>DD</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		-0.08173	-2.85***		-0.53814	2.31**
<i>SEO</i>	+	0.04613	5.62***	+	0.37049	5.54***
<i>SIZE</i>		0.00883	7.45***		0.07408	7.69***
<i>LEV</i>		-0.07052	-7.24***		-0.56036	-7.07***
<i>ROA</i>		-0.38862	-5.85***		-0.44823	-0.83
<i>CF</i>		-0.04363	-1.61		-3.04776	-13.82***
<i>Year</i>	통제			통제		
<i>Industry</i>	통제			통제		
Adj R ²	0.0831			0.1396		
# of Samples	2,396			2,396		

변수의 정의는 <표 3> 참고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄
해석상의 편의를 위하여 *CashETR*과 *GAAPETR*에 -1을 곱하였음

통제변수에 대한 결과를 보면, 기업규모(*SIZE*)는 모형 3과 4에서 유의한 양(+)의 관계로 나타났으며 이는 규모가 큰 기업일수록 조세회피를 할 수 있는 유인이 다양하여 적극적인 조세회피를 수행하는 것으로 볼 수 있다. 부채비율(*LEV*)은 모형 3과 4에서 유의한 음(-)의 관계로 나타나 기업의 부채가 증가하는 경우 부채를 통해 절세하는 효과가 증가하여 조세회피의 정도가 감

소한다는 선행연구를 뒷받침하고 있다.

〈표 6〉 유상증자규모와 조세회피에 대한 회귀분석 결과(가설 2)

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_{i,t} + \alpha_2 SEOSIZE \times SEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \sum YD + \sum ID + \eta_{i,t}$$

변 수	(1) <i>CashETR</i>			(2) <i>GAAPETR</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		-0.022251	-0.32		0.077771	0.94
<i>SEO</i>	+	0.076504	3.43***	+	0.100595	3.74***
<i>SEOSIZE</i> × <i>SEO</i>	+	0.040370	0.92	+	0.044249	0.84
<i>SIZE</i>		-0.008796	-3.09***		-0.008680	-2.53**
<i>LEV</i>		-0.006590	-0.28		-0.023999	-0.86
<i>ROA</i>		1.319530	8.31***		-0.784133	-4.11***
<i>CF</i>		-0.145099	-2.24**		-0.222917	-2.86***
<i>Year</i>	통제			통제		
<i>Industry</i>	통제			통제		
Adj R ²	0.063293			0.036843		
# of Samples	2,396			2,396		
변 수	(3) <i>BTD</i>			(4) <i>DD</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		-0.083705	-2.91***		-0.544065	-2.33**
<i>SEO</i>	+	0.041381	4.42***	+	0.356205	4.68***
<i>SEOSIZE</i> × <i>SEO</i>	+	0.014459	2.84***	+	0.095683	2.29**
<i>SIZE</i>		0.008975	7.53***		0.074505	7.68***
<i>LEV</i>		-0.070517	-7.24***		-0.560358	-7.07***
<i>ROA</i>		-0.385970	-5.81***		-0.440276	-0.81
<i>CF</i>		-0.043291	-1.60		3.046757	-13.81***
<i>Year</i>	통제			-0.37482		
<i>Industry</i>	통제			통제		
Adj R ²	0.092358			0.147957		
# of Samples	2,396			2,396		

변수의 정의는 <표 3> 참고

해석상의 편의를 위하여 *CashETR*과 *GAAPETR*에 -1을 곱하였음

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

<표 6>은 유상증자의 규모가 상위 25% 이내인 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 조세회피의 정도가 더 높을 것이라는 가설 2를 검증한 결과이다. 모형 1과 모형 2에서 종속변수를 *CashETR*, *GAAPETR*로 회귀분석한 결과에서는 유의미한 값을 얻지 못하였으나, 모형 3과 모형 4에서 종속변수를 *BTD*, *DD*로 회귀분석한 결과에서는 유의미한 값을 얻어 유상증자의 규모가 상위 25% 이내에 드는 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 조세회피의 정도가 더 높을 것이라는 가설 2를 부분적으로 지지하였다. 유상증자의 규모가 큰 경우 자금압박의 정도가 큰 기업으로 볼 수 있으며, 이러한 기업은 조세회피를 통해 기업 내부자금의 유출을 최소화 하고자 하는 유인이 있는 것으로 볼 수 있다.

<표 7>은 유상증자의 자금조달목적을 구분하여 운영자금을 위해 유상증자를 하는 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 조세회피의 정도가 높을 것으로 예측한 가설 3을 검증한 결과이다. 모형 3과 모형 4에서 종속변수를 *BTD*, *DD*로 회귀분석한 결과에서는 유의미한 값을 얻지 못하였으나, 모형 1과 모형 2에서 종속변수를 *CashETR*, *GAAPETR*로 회귀분석한 결과에서는 유의미한 값을 얻어 유상증자의 목적이 운영자금 조달인 기업이 그렇지 않은 기업에 비하여 조세회피의 정도가 더 높을 것이라는 가설 3을 부분적으로 지지하였다.

<표 7> 유상증자 자금조달목적과 조세회피에 대한 회귀분석 결과(가설 3)

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_{i,t} + \alpha_2 OBJ_{i,t} \times SEO_{i,t} + \alpha_3 SIZE_{i,t} + \alpha_4 LEV_{i,t} + \alpha_5 ROA_{i,t} + \alpha_6 CF_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma ID + \eta_{i,t}$$

변 수	(1) <i>CashETR</i>			(2) <i>GAAPETR</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		-0.032222	-0.47		0.077599	0.94
<i>SEO</i>	+	0.108562	2.30**	+	0.032139	0.56
<i>OBJ</i> × <i>SEO</i>	+	0.109498	1.85*	+	0.266980	2.05**
<i>SIZE</i>		-0.008450	-2.98***		0.000917	2.68***
<i>LEV</i>		0.001963	0.08		-0.013067	-0.47
<i>ROA</i>		1.367599	8.64***		-0.732896	-3.85***
<i>CF</i>		-0.155763	-2.41**		-0.244878	-3.14***
<i>Year</i>	통제			통제		
<i>Industry</i>	통제			통제		
Adj R ²	0.059738			0.032434		
# of Samples	2,396			2,396		

<표 7> 유상증자 자금조달목적과 조세회피에 대한 회귀분석 결과(가설 3) (계속)

변 수	(3) <i>BTD</i>			(4) <i>DD</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		-0.079589	-2.77***		-0.519354	-2.22**
<i>SEO</i>	+	0.096988	4.90***	+	0.638704	3.96***
<i>OBJ×SEO</i>	+	-0.031290	-0.69	+	0.428658	0.86
<i>SIZE</i>		0.008877	7.47***		0.074355	7.68***
<i>LEV</i>		-0.075525	-7.79***		-0.600356	-7.61***
<i>ROA</i>		-0.416628	-6.28***		-0.666297	-1.23
<i>CF</i>		-0.036353	-1.34		-2.988569	-13.54***
<i>Year</i>	통제			통제		
<i>Industry</i>	통제			통제		
Adj R ²	0.089951			0.143849		
# of Samples	2,396			2,396		

변수의 정의는 <표 3> 참고

해석상의 편의를 위하여 *CashETR*과 *GAAPETR*에 -1을 곱하였음

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

유상증자의 자금조달목적이 운영자금 조달인 기업의 경우 시설확충 및 타법인증권취득 등 타 목적을 위한 유상증자 기업에 비하여 자금압박의 정도가 큰 기업으로 볼 수 있으며, 이러한 기업은 조세회피를 통해 기업 내부자금의 유출을 최소화 하고자 하는 유인이 있는 것으로 볼 수 있다.

V. 추가분석

본 연구는 유상증자를 한 기업이 조세회피를 할 것이라는 가설을 검증하였으나 이 결과는 유상증자를 하기 전에 이익조정을 하기 때문에 조세회피가 발생할 수 있다. 김진희와 정재욱(2006)에 따르면 전년도대비 세전이익증가율은 조세회피에 매우 유의하게 영향을 주는 것으로 나타났다. 따라서 유상증자와 조세회피의 관계를 검증하는 가설1에 법인세비용차감전순이익변화율로서 당기법인세비용차감전순이익에서 전기법인세비용차감전순이익을 차감한 후 전기법인세비용차감전순이익으로 나눈 *BTNI*를 통제변수로 포함하였다.

(추가분석1)

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_{i,t}(1) \sim (2) + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 CF_{i,t} + \alpha_6 BTNI_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma ID + \eta_{i,t} \quad (9)$$

TA : i기업 t년도의 조세회피정도 ;

– $CashETR$: 현금유효세율 ;

– $GAAPETR$: 전통적 유효세율 ;

– BTD : (회계이익 – 과세소득) / 기초 총자산 ;

– DD : Desai and Dharmapala(2006)에 따라 측정된 조세회피의 정도

$SEO(1)$: i기업 t년도의 유상증자액 / 기초자기자본 ;

$SEO(2)$: i기업 t년도의 기업이 해당연도 유상증자를 실시한 경우 1, 아니면 0의 값을 가지는 더미변수 ;

$SIZE$: i기업 t년도의 총자산의 자연로그값 ;

LEV : i기업 t년도의 부채비율 = 총부채 / 총자산 ;

ROA : i기업 t년도의 총자산이익률 = 당기순이익 / 총자산 ;

CF : i기업 t년도의 영업현금흐름 = 영업현금흐름 / 총자산 ;

$BTNI$: i기업 t년도의 전년도대비 세전이익증가율 = (당기법인세비용차감전순이익 – 전기법인세비용차감전순이익) / 전기법인세비용차감전순이익 ;

YD : 연도더미 ;

ID : 산업더미.

<표 8>은 유상증자를 실시한 기업이 유상증자를 실시하지 않은 기업에 비하여 조세회피를 더 많이 할 것이라는 가설1에 통제변수로 $BTNI$ 를 추가하여 검증하기 위한 식 (9)의 회귀분석 결과이다. 종속변수인 조세회피 측정치는 $CashETR$, $GAAPETR$, BTD , DD 를 이용하였다. Panel A는 유상증자 금액을 전년도말 자기자본으로 나눈 유상증자 규모를 관심변수로 하여 회귀분석 한 결과이며, 네 가지 조세회피 측정치 모두에서 유상증자의 규모는 조세회피의 정도와 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타나 가설 1을 지지하는 것으로 나타났다. Panel B는 유상증자를 실시한 기업을 1로 하고 그렇지 않은 기업을 0으로 하는 더미변수를 사용하여 회귀분석 한 결과이며, 조세회피측정치 4가지 모두에서 유상증자 실시여부와 조세회피 간에 유의한 양의 관계를 얻어 유상증자를 하는 기업이 조세회피를 더 많이 하는 것으로 나타났다. 따라서 유상증자 기업의 이익조정이 본 연구의 분석결과에 영향을 미치지 않는 것으로 보인다.

〈표 8〉 유상증자와 조세회피에 대한 회귀분석 결과(추가분석 1)

$$TA_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 SEO_{i,t}(1) \sim (2) + \alpha_2 SIZE_{i,t} + \alpha_3 LEV_{i,t} + \alpha_4 ROA_{i,t} + \alpha_5 CF_{i,t} + \alpha_6 BTNI_{i,t} + \Sigma YD + \Sigma ID + \eta_{i,t}$$

Panel A. <i>SEO(1)</i>						
변수	(1) <i>CashETR</i>			(2) <i>GAAPETR</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		0.03178	0.86		0.05490	1.01
<i>SEO</i>	+	0.01490	2.07**	+	0.0884	2.49**
<i>SIZE</i>		0.02449	3.73***		0.01270	5.63***
<i>LEV</i>		-0.01761	-1.41		-0.02679	-1.46
<i>ROA</i>		0.06681	1.40		0.41531	3.28***
<i>CF</i>		0.04670	1.34		-0.17268	-3.36***
<i>BTNI</i>		0.01924	18.61***		0.00649	4.25***
Adj R ²		0.1383			0.0482	
# of Samples		2,396			2,396	
변수	(3) <i>BTD</i>			(4) <i>DD</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		0.05645	0.71		0.35190	15.16***
<i>SEO</i>	+	0.15751	3.16***	+	0.04856	3.35***
<i>SIZE</i>		0.01391	4.22***		0.00595	6.20***
<i>LEV</i>		-0.17531	-6.52***		-0.04602	-5.88***
<i>ROA</i>		0.98642	5.33***		0.28222	5.24***
<i>CF</i>		-0.44960	-5.98***		-0.02939	-1.34
<i>BTNI</i>		0.01594	7.14***		0.00177	2.73***
Adj R ²		0.1466			0.1909	
# of Samples		2,396			2,396	

〈표 8〉 유상증자와 조세회피에 대한 회귀분석 결과(추가분석 1) (계속)

Panel B. <i>SEO(2)</i>						
변수	(1) <i>CashETR</i>			(2) <i>GAAPETR</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		-0.03221	-0.87		-0.05237	-0.96
<i>SEO</i>	+	0.02522	3.84***	+	0.06706	4.30***
<i>SIZE</i>		0.01503	2.09**		0.01256	5.59***
<i>LEV</i>		-0.02036	-1.62		-0.01874	-1.01
<i>ROA</i>		0.06787	1.42		0.36572	2.88***
<i>CF</i>		0.05374	1.54		-0.15796	-3.07***
<i>BTNI</i>		0.01931	18.67***		0.00615	4.03***
Adj R ²		0.1391			0.0531	
# of Samples		2,396			2,396	
변수	(3) <i>BTD</i>			(4) <i>DD</i>		
	예측부호	추정치	t-value	예측부호	추정치	t-value
<i>Intercept</i>		0.06124	0.77		0.35340	15.22***
<i>SEO</i>	+	0.09669	4.23***	+	0.02093	3.14***
<i>SIZE</i>		0.01382	4.20***		0.00597	6.23***
<i>LEV</i>		-0.16464	-6.09***		-0.04410	-5.60***
<i>ROA</i>		0.92187	4.96***		0.27111	5.00***
<i>CF</i>		-0.46688	-6.20***		-0.02727	-1.24
<i>BTNI</i>		0.01544	6.92***		0.00166	2.55**
Adj R ²		0.1495			0.1908	
# of Samples		2,396			2,396	

변수의 정의는 <표 3> 참고, ***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄

해석상의 편의를 위하여 *CashETR*과 *GAAPETR*에 -1을 곱하였음

Panel A 및 Panel B의 모든 회귀분석에서 *Year*와 *Industry*를 통제하였음

VI. 결론 및 시사점

본 연구는 유상증자를 하는 기업이 재무적 필요를 추구하는 과정에서 내부현금과 현금흐름을 증가시키기 위하여 더욱 적극적인 조세회피를 추구하는지 여부를 분석하였다.

2011년부터 2015년 사이의 유가증권시장에 상장되어 있는 2,396개의 기업연도 중 유상증자를 실시한 102개의 기업연도를 분석한 결과 유상증자의 규모가 큰 집단은 그렇지 않은 집단에 비하여 조세회피의 정도가 높은 것으로 나타났다. 이 결과는 유상증자를 하는 기업은 외부자금을 조달함과 동시에 납부세금의 절감을 통해 추가적인 내부자금의 확보를 통하여 내부현금흐름을 증가시키고 있음을 시사한다. 유상증자 규모가 상위 25% 이내인 기업은 그렇지 않은 기업에 비하여 조세회피의 정도가 더 크다는 가설을 부분적으로 지지하는 것으로 나타났으며, 유상증자의 목적이 운영자금 확보인 경우에는 그 외의 유상증자에 비하여 조세회피의 정도가 높은 것이라는 가설은 부분적으로 지지하는 것으로 나타났다. 이는 유상증자의 규모가 큰 기업과 유상증자를 통해 운영자금을 조달하는 기업은 조세회피를 더 많이 할 것이라는 가설을 부분적으로 지지하는 것으로 볼 수 있다.

본 연구의 결과를 통해 유상증자를 하는 기업은 자금조달에 어려움이 있을 가능성이 높으며, 유상증자를 통한 기업 외부자금 조달의 노력과 동시에 조세회피 활동을 통해 기업 내 가용할 수 있는 현금을 확보하기 위해 노력한다는 시사점을 얻을 수 있다. 이는 주식시장 참여자 및 과세 당국에 유상증자 기업에 대한 유용한 정보를 제공한다는 점에 본 연구의 의의가 있다.

참고문헌

- 고윤성 · 김지홍 · 최원욱. 2007. “조세회피와 기업특성 및 기업가치에 관한 연구”. 세무학연구 제24권 제4호 : 9-40.
- 김석봉 · 박경서 · 정찬식. 2014. “유상증자의 방식과 주간사 계약의 형태에 대한 연구”. 재무연구 제27권 제1호 : 1-44.
- 김은주 · 조용언. 2012. “조세회피와 감사품질과 타인자본비용의 관련성”. 국제회계연구 제44집 : 279-300.
- 김진희 · 정재욱. 2006. “기업의 재무적 특성이 조세회피행위에 미치는 영향”. 세무학연구 제23권 제4호 : 97-123.
- 박경호 · 이세용. 2010. “회계이익-세무이익의 차이와 보수주의”. 세무학연구 제27권 제3호 : 345-374.
- 박성욱 · 나형중 · 정희선. 2015. “기업의 성장률과 지배주주 지분을 변화에 따른 조세회피 수준 분석”. 세무학연구 제32권 제4호 : 315-340.
- 박성원 · 고종권 · 김영철. 2014. “재무적 제약과 조세회피”. 회계저널 제23권 제4호 : 339-382.
- 박영석 · 박기홍. 2006. “재무적 제약과 내부자금 의존도 분석”. 대한경영학회지 제19권 제6호 : 2357-2385.
- 박현재 · 김갑순. 2016. “기업의 조세부정예측모형에 관한 연구”. 회계저널 제25권 제3호 : 445-484.
- 심동석 · 안창호. 2006. “유상증자의 조세혜택과 주가반응”. 회계정보연구 제24권 제2호 : 55-80.
- 안성희 · 황문호 · 김문철. 2015. “유상증자 유형에 따른 차별적 이익조정”. 회계학연구 제40권 제1호 : 251-287.
- 오현민 · 전홍주. 2016. “기업지배구조가 유상증자와 이익투명성에 미치는 영향”. 국제회계연구 제69집 : 211-236.
- 윤순석 · 이건열. 2001. “유상증자기업의 이익조정”. 회계학연구 제26권 제4호 : 1-26.
- 윤평식. 2016. “유상증자의 공시효과에 관한 재고찰”. 한국증권학회지 제45권 제2호 : 379-415.
- 이병산 · 정재현. 2008. “기업의 조세회피행위 여부에 따른 시장반응”. 세무학연구 제25권 제1호 : 139-168.
- 이우재 · 최승욱. 2015. “수명주기에 따른 기업의 재무보고이익과 세무보고이익의 차이와 조세회피 성향”. 산업경제연구 제28권 제1호 : 381-402.
- 전규안 · 김철환. 2008. “회계이익과 세무이익의 차이 계산시 세무이익의 측정방법에 대한 연구”. 세무와회계저널 제9권 제3호 : 167-190.
- 최 관 · 백원선. 1999. “유상증자기업의 이익조정에 관한 실증적 연구”. 회계학연구 제24권 제4호 : 1-28.

- 최규담 · 김갑순 · 유현수. 2015. “경영전략과 조세회피”. 회계학연구 제40권 제5호 : 271—326.
- 최학삼 · 권순창. 2016. “기업의 재무적 상황이 조세회피에 미치는 영향 : 재무적자비율, 부채비율, 이자보상비율을 중심으로”. 회계정보연구 제34권 제1호 : 268—297.
- 황성현. 2013. “유상증자의 규모와 목적에 따른 자본시장의 반응”. 세무회계연구 제36권 : 133—156.
- Dyreng, S. D., M. Hanlon, and E. L. Maydew. 2008. Long—Run Corporate Tax Avoidance. *The Accounting Review* 83(1) : 61—82.
- Edwards, A., C. Schwab, and T. Shevlin. 2016. Financial Constraints and Cash Tax Savings. *The Accounting Review* 91(3) : 859—881.
- Graham, J. 1996. Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate. *Journal of Financial Economics* 42(2) : 187—221.
- Goh, B. W., J. Lee, C. Y. Lim, and T. Shevlin. 2016. The Effect of Corporate Tax Avoidance on the Cost of Equity. *The Accounting Review* 91(6) : 1647—1670.
- Myers, S. C., and N. S. Majluf. 1984. Corporate Financing and Investment Decision when Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics* 13(2) : 187—221.

Seasoned Equity Offerings and Tax Avoidance

Hyunjoo Lee* · Kyu Eon Jung**

—〈Abstract〉—

In this study, we analyze whether the firms conducting seasoned equity offerings (SEOs) pursue more aggressive tax avoidance due to financial necessity. According to the Pecking order theory, companies implement SEO strategy as the last means for funding when it is difficult to raise debt financing. Due to the financial needs, it is expected that the SEO companies do not have easy access the external funds ; thus, they increase cash savings through tax avoidance. Considering the cash incentives from corporate tax avoidance, we hypothesize that SEO firms would carry out aggressive tax avoidance strategies to reduce corporate tax expense and cash outflows. We measure the extent of tax avoidance based on four proxies including the cash ETR, the traditional effective tax rate (GAAP ETR), book-tax differences (BTD), and the discretionary book-tax differences by Desai and Dharmapala(2006).

Using publicly available data consisting of 2,396 firm-year observations for the period of 2011 to 2015, we find that SEO firms show the larger extent of tax avoidance. This result suggests that companies that raise external funds through SEO pursue internal cash savings through tax avoidance. We also observe that SEO firms have a positive relationship between the size of the equity offerings and the tax avoidance. Specifically, in the case where the size of the SEO is within the top 25%, the degree of tax avoidance is greater than that of others. Besides, the result partly confirms that SEO companies show the greater extent of tax avoidance if the purpose of the SEO is to secure operating funds.

This study contributes to the research stream that investigates tax avoidance by examining empirical evidence that SEO firms implement tax avoidance strategies. The results can provide meaningful information to market participants and tax authorities for SEO firms.

〈Key words〉 tax avoidance, seasoned equity offering, book-tax difference, effective tax rate

* Ph.D. Candidate, Department of Corporate Management, Korea University, hyunjoolee5@korea.ac.kr, First Author

** Professor, Department of Corporate Management, Korea University, jungkyu@korea.ac.kr, Corresponding Author